



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية  
وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم  
فرع علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان:

تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة  
- دراسة اختبارية على عينة من شركات المساهمة بالجزائر خلال  
الفترة 2010-2014-

إعداد المترشحة : زغود تبر

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 02 أكتوبر 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	أستاذ - جامعة قاصدي مرباح - ورقلة).....	الدكتور: بن ساسي الياس
مشرفا ومقررا	أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح - ورقلة).....	الدكتور: قريشي يوسف
مناقشا	أستاذ - جامعة الجزائر (3) .....	أ/ الدكتور: الداوي الشيخ
مناقشا	أستاذ - جامعة الجزائر (3) .....	أ/ الدكتور: بن عيشة باديس
مناقشا	أستاذ محاضر - جامعة غرداية) .....	الدكتور: تيماي عبد المجيد
مناقشا	أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح - ورقلة).....	الدكتور: بن قانة إسماعيل

السنة الجامعية 2017 / 2018



# الإهداء

أهدي هذا العمل :

إلى روح والدي رحمه الله

أسأل الله أن يسكنه فسيح جناته

إلى من أرجو رضاها بعد رضى الله ورسوله والدي الكريمة حفظها الله ورعاها

إلى من كانوا سندا لي في حياتي أخوتي سدد الله خطاهم

إلى كل الأهل والأقارب

إلى زملائي وأصدقائي

## شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين الذي علم بالقلم علم الإنسان ما لم يعلم والصلاة والسلام على سيدنا مُحَمَّد معلمي البشرية والهادي الأمين وبعد :

في البداية أشكر الله العليّ القدير الذي منّ عليّ بالصبر وتيسير للصعاب والتوفيق على إتمام هذه الأطروحة وامثالاً لقول سيدنا رسول الله صلى الله عليه و سلم "من لم يشكر الناس لم يشكر الله" أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى الدكتور قريشي يوسف الذي تفضل عليّ بقبول الإشراف على هذه الأطروحة وعلى ما قدمه لي من توجيه خلال فترة إعداد هذه الأطروحة.

كما أتقدم بالشكر والتقدير إلى أساتذتي الأفاضل وأخص بالذكر :

الدكتور بن بلغيث مداني والدكتور بن عيشة باديس على ما قدماه لي من توجيهات وملاحظات قيمة ساهمت في إتمام هذه الأطروحة وعلى تشجيعهما.

الدكتور جبوري مُحَمَّد، والدكتور مُحَمَّد ابراهيم أبو عليان على مساعدتهما لي فيما يتعلق بالدراسة القياسية لموضوع الأطروحة.

الدكتورة عويسات عائشة التي تحملت عناء التدقيق اللغوي للأطروحة.

كما لا يفوتني أن أوجه الشكر خالصاً إلى من قدموا لي يد المساعدة خلال فترة التبرص التي قضيناها بالمديرية العامة للسجل التجاري بالجزائر العاصمة وأخص بالذكر اسمهان وخديجة، وأيضاً أشكر بعض المسؤولين بالمركز الوطني للسجل التجاري فرع ورقلة وأخص بالذكر حميد وبشير على ما قدموه لنا من مساعدة.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة على ما تكبدوه من عناء في قراءة الأطروحة وإغنائها بمقترحاتهم القيمة والتي ستعطي قيمة علمية كبيرة لهذا البحث فجزاهم الله عنا كل خير ولهم منا كل التقدير والاحترام.

وختاماً أتقدم بخالص الشكر وعظيم الامتنان لكل من قدم لي يد المساعدة حتى لو كانت بكلمات التشجيع.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي كآليات رقابية لحوكمة المؤسسات على الأداء المالي لعينة مكونة من 165 شركة مساهمة بالجزائر خلال الفترة 2010-2014، ولتحقيق هذا الهدف اعتمدت الدراسة على بناء نماذج ديناميكية لبيانات بانل Dynamic Panel Data Models، حيث تضمنت الأداء المالي كمتغير تابع والمتغيرات المتعلقة بهيكل الملكية (تركيز الملكية، الملكية الإدارية، الملكية العائلية، الملكية الأجنبية، ملكية الدولة، ملكية المستثمرين المؤسسيين) والمتغير المتعلق بالهيكل المالي (نسبة الاستدانة المالية أو الرفع المالي) كمتغيرات مستقلة، بالإضافة إلى بعض المتغيرات الأخرى المؤثرة على تلك العلاقة، ولتقدير تلك النماذج تم استخدام طريقة العزوم المعممة (GMM<sub>sys</sub>) Generalised Method of Moments. وقد خلصت الدراسة إلى أن الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر يتأثر بخصائص هيكل الملكية، حيث كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين كل من : تركيز الملكية، الملكية الأجنبية، ملكية الدولة والأداء المالي، وعلاقة غير خطية من الشكل  $\vee$  بين كل من : الملكية الإدارية، الملكية العائلية والأداء المالي، في حين كشفت النتائج عن عدم وجود علاقة بين الملكية المستثمرين المؤسسيين (ملكية البنوك وشركات التأمين) والأداء المالي، أما بالنسبة لمتغير الهيكل المالي فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين نسبة الاستدانة المالية (الرفع المالي) والأداء المالي بالنسبة لشركات المساهمة العائلية، وعدم وجود علاقة بين المتغيرين بالنسبة لشركات المساهمة الأجنبية، شركات المساهمة العامة، وشركات المساهمة المشتركة (شراكة أجنبية).

**الكلمات المفتاحية :** حوكمة المؤسسات، تركيز الملكية، ملكية إدارية، ملكية عائلية، ملكية أجنبية، ملكية الدولة، ملكية المستثمرين المؤسسيين، هيكل مالي، أداء مالي.

### Abstract :

This study aimed to test the impact of ownership structure and financial structure as control mechanisms for corporate governance on the financial performance of a sample of 165 shareholding company in Algeria during the period 2010-2014. In order to achieve this objective, the study is based on the construction of Dynamic Panel Data Models, which included financial performance as an dependent variable, and the variables related to ownership structure (ownership concentration, Managerial ownership, family ownership, foreign ownership, state ownership, institutional ownership), And the variable related to the financial structure (financial debt ratio or financial leverage) as independent variables, in addition to some other variables affecting that relationship. To estimate these models, the Generalized Method of Moments GMM was used.

The study concluded that the financial performance of the shareholding companies in Algeria is influenced by the characteristics of ownership structure, The results of the study revealed a non-linear relationship on the form  $\cap$  between : ownership concentration, foreign ownership, state ownership and financial performance, and a non-linear relationship on the form  $\vee$  between : Managerial ownership, family ownership, and financial performance. While the results revealed that there is no relationship between institutional ownership (banks ownership and insurance companies) and financial performance.

For the variable of financial structure, the study found that there is a statistically significant inverse relationship between the ratio of financial debt (leverage) and financial performance for family shareholding companies, and no relationship between the two variables for foreign shareholding companies, public shareholding companies, and joint shareholding companies (Foreign partnership)

**Keywords:** Corporate governance, ownership concentration, managerial ownership, family ownership, foreign ownership, state ownership, institutional ownership, financial structure, financial performance.

# قائمة المحتويات

## قائمة المحتويات

III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	ملخص.....
VIII	قائمة المحتويات.....
X	قائمة الجداول.....
XI	قائمة الأشكال البيانية.....
XI	قائمة الملاحق.....
ب	المقدمة.....

### الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

3	المبحث الأول: الجوانب الفكرية لحوكمة المؤسسات.....
14	المبحث الثاني: الأسس النظرية لحوكمة المؤسسات.....
48	المبحث الثالث: أنظمة حوكمة المؤسسات.....
56	المبحث الرابع : آليات حوكمة المؤسسات.....

### الفصل الثاني: الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

75	المبحث الأول: هيكل الملكية ورقابة المؤسسة.....
99	المبحث الثاني: الأسس النظرية للهيكل المالي.....
118	المبحث الثالث: الأداء المالي ومؤشرات قياسه.....

### الفصل الثالث: الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على

#### الأداء المالي للمؤسسة

140	المبحث الأول: تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات.....
146	المبحث الثاني: تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات.....
147	المبحث الثالث: تأثير هوية الملاك على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات.....
188	المبحث الرابع: تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات.....



## الفصل الرابع: الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على

### الأداء المالي للمؤسسة

194	.....المبحث الأول: الدراسات السابقة لتأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة.....
205	.....المبحث الثاني: الدراسات السابقة لتأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة.....
216	.....المبحث الثالث: الدراسات السابقة لتأثير هوية الملاك على الأداء المالي للمؤسسة.....
244	.....المبحث الرابع: الدراسات السابقة لتأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة.....
248	.....المبحث الخامس: موقع الدراسة الحالية بين الدراسات السابقة.....

## الفصل الخامس: الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي لشركات

### المساهمة بالجزائر

254	.....المبحث الأول: منهجية الدراسة الميدانية.....
273	.....المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة القياسية.....
287	.....المبحث الثالث: مناقشة نتائج الدراسة ونقد الفرضيات.....
305	.....الخاتمة.....
316	.....المصادر والمراجع.....
334	.....الملاحق.....
351	.....الفهرس.....

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
6	أهم تقارير حوكمة المؤسسات عبر الدول	الجدول (1.1)
19	طبيعة حقوق الملكية وأصناف المؤسسات	الجدول (2.1)
37	صفات أشكال الحوكمة (السوق، النمط المهجين والتسلسل)	الجدول (3.1)
48	ملخص الأبعاد التي تسمح بمقارنة نظام الحوكمة الأنجلوسكسوني بالنظام الألماني الياباني	الجدول (4.1)
49	ملكية الأسهم العادية لسنة 1994	الجدول (5.1)
49	تركيز الملكية للمؤسسات غير المالية	الجدول (6.1)
50	هيكل تمويل المؤسسات الصناعية	الجدول (7.1)
55	خصائص النظام الأنجلوسكسوني والنظام الألماني والياباني لحوكمة المؤسسات حسب Charreaux (1997)	الجدول (8.1)
81	أنماط الرقابة في المؤسسة حسب Chaganti et Damanpour (1991)	الجدول (1.2)
88	ملكية رأس المال حسب هوية مساهمين الرقابة	الجدول (2.2)
90	مساهمي الرقابة الأساسيين للمؤسسات الأوروبية	الجدول (3.2)
92	حقوق تصويت مساهمي الرقابة الأساسيين للمؤسسات الصناعية المدرجة	الجدول (4.2)
93	تركيز حقوق تصويت مساهمي الرقابة	الجدول (5.2)
94	هيكل الرقابة عند عتبة 10% و 20% للمؤسسات الآسيوية	الجدول (6.2)
96	هياكل الملكية والرقابة	الجدول (7.2)
168	تطور حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر	الجدول (1.3)
182	تصنيف المؤسسات العامة الاقتصادية حسب فئة رقم الأعمال حسب احصائيات سنة 2011	الجدول (2.3)
256	توزيع شركات المساهمة عينة الدراسة حسب طبيعة الملكية	الجدول (1.5)
257	توزيع شركات المساهمة عينة الدراسة حسب نسبة الملكية الأجنبية	الجدول (2.5)
273	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	الجدول (3.5)
275	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير تركيز الملكية على معدل المدروسة الاقتصادية	الجدول (4.5)

278	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الملكية الإدارية على معدل المردودية الاقتصادية	الجدول (5.5)
281	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير هوية الملاك على معدل المردودية الاقتصادية	الجدول (6.5)
284	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الهيكل المالي على معدل المردودية الاقتصادية	الجدول (7.5)

### قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
85	هيكل الملكية الهرمية بثلاث مستويات	الشكل (1.2)
86	المساهمات المتبادلة	الشكل (2.2)
102	الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور التقليدي	الشكل (3.2)
113	القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية التوازن	الشكل (4.2)

### قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
334	استمارة جمع بيانات هيكل الملكية لشركات المساهمة عينة الدراسة	الملحق (1.5)
335	شهادة تريض بالمديرية العامة للسجل التجاري	الملحق (2.5)
336	قائمة شركات المساهمة عينة الدراسة	الملحق (3.5)
340	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير تركيز الملكية على معدل المردودية الاقتصادية	الملحق (4.5)
341	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير هوية أكبر المساهمين على معدل المردودية الاقتصادية	الملحق (5.5)
342	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الملكية الإدارية على معدل المردودية الاقتصادية	الملحق (6.5)

343	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الملكية العائلية على معدل المردودية الاقتصادية	الملحق (7.5)
344	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الملكية الأجنبية على معدل المردودية الاقتصادية	الملحق (8.5)
345	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير ملكية الدولة على معدل المردودية الاقتصادية	الملحق (9.5)
346	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الهيكل المالي على معدل المردودية الاقتصادية النموذج 1	الملحق (10.5)
347	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الهيكل المالي على معدل المردودية الاقتصادية النموذج 2	الملحق (11.5)
348	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الهيكل المالي على معدل المردودية الاقتصادية النموذج 3	الملحق (12.5)
349	نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الهيكل المالي على معدل المردودية الاقتصادية النموذج 4	الملحق (13.5)

# المقدمة

أدى التطور التكنولوجي الكبير الذي رافق الثورة الصناعية في القرن التاسع عشر إلى ظهور شركات المساهمة الصناعية لتلبية الحاجة إلى رؤوس الأموال الضخمة التي يفتقدها الأفراد لتمويل الصناعة ومسايرة ذلك التطور، ومع بروز شركات المساهمة واتساع حجمها (العدد الكبير للمساهمين) لوحظ أنه من المستحيل أن يشارك كل المساهمين في عملية تسيير شركة المساهمة، وهنا ظهرت الحاجة إلى ضرورة تفويض مهمة تسيير شركات المساهمة إلى المسيرين، وهكذا أدى انتشار شركات المساهمة إلى انفصال ملكية رؤوس الأموال عن التسيير.

انفصال الملكية عن التسيير في شركات المساهمة (شركات أموال) طرح مشكلة الرقابة على تصرفات المسيرين لحماية أموال الملاك (المساهمين)، وظهر نظرية الوكالة التي أشارت إلى حتمية حدوث صراعات الوكالة بين المسيرين والمساهمين بسبب السلوكيات الانتهازية للمسيرين وسعيهم لتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح المساهمين وباقي أطراف المصلحة في المؤسسة، وهو ما دفع بهم إلى المطالبة بضرورة توافر المزيد من آليات الرقابة للحد من تلك التصرفات السلبية للمسيرين، وتعد حوكمة المؤسسات أحد أهم تلك الآليات والتي تسعى إلى تحقيق التوافق بين مصالح أطراف الوكالة.

وقد تزايد الاهتمام بمفهوم حوكمة المؤسسات خاصة بعد اتساع حجم شركات المساهمة وحاجتها إلى البحث عن مصادر تمويل أقل تكلفة من التمويل المصرفي فاتجهت إلى الأسواق المالية وهو ما أدى إلى نشاط وتحرير الأسواق المالية ومرونة انتقال رؤوس الأموال عبر حدود الدول.

إن اتساع حجم شركات المساهمة صعب من عملية الرقابة على تصرفات المسيرين وقد أدى بهم الأمر إلى التلاعب والغش في القوائم المالية بهدف إعطاء صورة غير حقيقية عن الوضعية المالية للمؤسسات، إما من خلال إخفاء للخسائر التي تتكبدها تلك المؤسسات أو من خلال إظهار أرباح وهمية، وهذا ما أدى إلى أزمة ثقة في القوائم المالية ومدى إمكانية الاعتماد عليها في معرفة الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسات، وهو ما انعكس سلباً على الأسواق المالية.

وكانت نتيجة تلك السلوكيات الانتهازية للمسيرين انهيار العديد من المؤسسات في العالم، مثل انهيار شركة Enron التي كانت تعمل في مجال تسويق الكهرباء والغاز الطبيعي في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2001، وكذلك انهيار شركة World Com الأمريكية للاتصالات سنة 2002، حيث أظهرت جميع التحليلات التي أجريت للتعرف عن أسباب تلك الانهيارات وجود فساد إداري (سوء الإدارة) ومالي بصفة عامة وفساد المحاسبي بصفة خاصة، بسبب ضعف مستوى الإفصاح المحاسبي والشفافية في القوائم المالية للمؤسسات الذي أثر على جودة ونوعية المعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير المالية بالإضافة إلى ضعف مستوى الرقابة الداخلية.

وقد نتج عن تلك الانهيارات ضياع حقوق أصحاب المصلحة الحاليين (المساهمين، الدائنين، العمال، الموردین... إلخ) وتكبدهم خسائر مادية فادحة، وشعور المساهمين الحاليين في الأسواق المالية أنهم أمام حالة من الغش والتلاعب ونهب أموالهم، إضافة إلى فقدان المستثمرين الحاليين الجدد الثقة في الأسواق المالية وانصرافهم عنها، مما أدى إلى انكماش الأسواق المالية، وكذلك فقدان الثقة في مكاتب المحاسبة والتدقيق وحدوث أزمة ثقة عالمية في القوائم المالية للمؤسسات بسبب ضعف مستوى الإفصاح المحاسبي والشفافية.

وقد أدت تلك الانهيارات إلى المطالبة بضرورة وجود مجموعة من الضوابط والأعراف والمبادئ الأخلاقية والمهنية لتحقيق الثقة والمصدقية في المعلومات الواردة في القوائم المالية والتي يحتاج إليها العديد من مستخدمي القوائم المالية خاصة المستثمرين في سوق الأوراق المالية في ظل عولمة سوق المال، بهدف معرفة مستوى الأداء المالي المحقق في المؤسسات المستثمر فيها.

وفي محاولة جادة لحماية المستثمرين من السلوكيات الانتهازية للمسيرين وكذلك استعادة ثقة المستثمرين في الأسواق المالية ومنع وقوع المزيد من الانهيارات للمؤسسات مستقبلاً، وتعزيز ثقة مستخدمي المعلومات المالية ممثلين في كافة الأطراف وأصحاب المصلحة في مدى دقة وسلامة المعلومات المفصح عنها في القوائم المالية من جانب إدارة المؤسسات، جاء الاهتمام بوضع مبادئ حوكمة المؤسسات من قبل العديد من المنظمات والمؤسسات الدولية ومنها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي، بشكل ينظم العلاقة القائمة بين مجلس الإدارة، المسيرين، لجان التدقيق، المساهمين، وأصحاب المصلحة في المؤسسات، وحدد فيها مسؤوليات مجلس الإدارة ومتطلبات الإفصاح والشفافية، وذلك في محاولة منها لحماية أموال المساهمين وأصحاب المصلحة وتعظيم أداء المؤسسات وتحسين فرص الوصول إلى الأسواق المالية.

يتطلب تنفيذ مبادئ حوكمة المؤسسات اللجوء إلى عدد من الآليات الرقابية الداخلية والخارجية التي تهدف في مجموعها إلى محاربة الفساد الإداري والمالي والمحاسبي ولاستعادة ثقة مستخدمي المعلومات المالية المفصح عنها في القوائم المالية ومن ثم تقديم مؤشرات لتقييم الأداء المالي للمؤسسة بصورة موضوعية وغير مضللة.

### ب- طرح الإشكالية

من بين أهم الآليات الرقابية التي نالت اهتمام أدبيات حوكمة المؤسسات نجد هيكل الملكية وهيكل المالي للمؤسسة (نسبة الاستدانة)، ويعود السبب في ذلك إلى أن حجم مشاكل الوكالة الناتجة عن الفصل بين الملكية والتسيير في شركات المساهمة يتوقف على خصائص هيكل الملكية (تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك) والتي تعد المحدد الرئيس لتكلفة الوكالة، وذلك على اعتبار أن خصائص هيكل الملكية تؤثر على سيورة اتخاذ القرارات داخل المؤسسة وطبيعة تلك القرارات ومستوى الرقابة عليها، وهو ما يؤثر على تكلفة الوكالة والتي تؤثر بدورها على مستوى الأداء المالي للمؤسسة.

كما أشارت الأدبيات النظرية للهيكل المالي للمؤسسة إلى أن نسبة الديون المالية (الرفع المالي) تعد أداة رقابية فعالة للحد من السلوكيات الانتهازية للمسيرين من خلال التقليل من مستوى التدفق النقدي الحر والذي يستخدمه المسيرين لتحقيق المصلحة الشخصية على حساب مصلحة باقي أطراف المصلحة، كما أنها تساهم من خلال الرافعة المالية في تحسين مستوى الأداء المالي للمؤسسة.

كما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية للبحث على النحو التالي :

ما مدى تأثير الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر بهيكل ملكيتها؟ وما مدى إمكانية الاعتماد على نسبة الديون المالية (الهيكل المالي) كآلية رقابية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر؟

للإجابة على إشكالية الدراسة نطرح الأسئلة الفرعية التالية :

- ما طبيعة العلاقة بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر؟
- ما طبيعة العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر؟
- ما طبيعة العلاقة بين نسبة الملكية العائلية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر؟
- ما طبيعة العلاقة بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر؟
- ما طبيعة العلاقة بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر؟
- ما طبيعة العلاقة بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر؟
- ما طبيعة العلاقة بين نسبة الديون المالية (الهيكل المالي) والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر؟

### ج- فرضيات الدراسة

على ضوء الإشكالية الرئيسية والإشكاليات الفرعية للبحث قمنا بصياغة فرضيات تعد إجابات مؤقتة لها، والتي سوف يتم اختبارها وهذه الفرضيات هي كالتالي :

- وجود علاقة خطية طردية بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
- وجود علاقة خطية طردية بين نسبة الملكية الإدارية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
- وجود علاقة خطية طردية بين نسبة الملكية العائلية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
- وجود علاقة غير خطية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
- وجود علاقة خطية عكسية بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
- وجود علاقة خطية طردية بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
- وجود علاقة خطية طردية بين نسبة الديون المالية (الهيكل المالي) والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.



## د- مبررات اختيار الموضوع

- إن الأسباب الموضوعية التي أدت إلى اختيارنا لهذا الموضوع دون غيره من المواضيع هي كالتالي :
- وجود تعارض كبير في نتائج الأديبات والدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي للمؤسسة والتي سوف يتم عرضها فيما بعد، ومنه فإن ذلك التعارض أدى إلى بروز مشكلة بحثية (جدل قائم) تستدعي البحث والتحليل لمعرفة أي فريق من النتائج سيتم تأييده (الانضمام إليه) ويتناسب مع حالة الجزائر.
  - الدراسة الحالية سوف يتم تطبيقها على حالة شركات المساهمة بالجزائر، حيث إن هناك ندرة في الأبحاث المقدمة في تلك الجزئية الخاصة بهيكل الملكية وأثرها على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، الأمر الذي أفرز بدوره فجوة بحثية تستدعي البحث والتحليل.
  - وجود جدل قائم بخصوص تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة وحدود استخدام نسبة الديون المالية بالهيكل المالي كآلية رقابية على سلوك المسيرين في المؤسسة.

## ه- أهداف الدراسة

- نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف نخصرها فيما يلي :
- تحليل تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
  - تحليل تأثير الملكية الادارية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
  - تحليل تأثير ملكية العائلة في شركات المساهمة العائلية بالجزائر على أدائها المالي.
  - تحليل تأثير ملكية المستثمرين الأجانب على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
  - تحليل تأثير ملكية الدولة على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
  - تحليل تأثير ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
  - تقييم سياسة الاستدانة المالية في شركات المساهمة بالجزائر ومدى إمكانية الاعتماد على متغير نسبة الديون المالية (الهيكل المالي) كأداة رقابية على سلوك مسيرها.

## و- أهمية الدراسة

- تتمثل أهمية الدراسة فيما يلي :
- تنبع أهمية الدراسة من أهمية المشكلة التي تعالجها، حيث نال موضوع الآليات الرقابية في شركات المساهمة وأثرها على أدائها المالي على اهتمام الكثير من البحوث والدراسات النظرية والتطبيقية في الدول المتقدمة، والقليل من الدراسات التي تمت في الدول النامية والدول العربية بصفة عامة وفي الجزائر بصفة خاصة، وعليه

- وعلى حسب اطلاعنا تعد هذه الدراسة الأولى من نوعها في الجزائر التي سوف تتناول تأثير خصائص هيكل الملكية والهيكل المالي كآليات رقابية لحكومة المؤسسات على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
- لاشك أن اختلاف نتائج الدراسات الميدانية السابقة فيما يخص تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي في شركات المساهمة، سيجعل من هذه الدراسة مساهمة جديدة في مجال أدبيات حوكمة المؤسسات ونظرية التمويل، لاسيما وأنها ستجرى على بيئة اقتصادية عربية تختلف على البيئات الاقتصادية الأجنبية التي أجريت فيها تلك الدراسات خاصة فيما يتعلق بسوق رأس المال.
  - تبرز أهمية الدراسة كذلك في أنها سوف تتناول موضوع الملكية العائلية وأثرها على أداء شركات المساهمة العائلية، باعتبار أن المؤسسات العائلية ظاهرة واضحة ومتجذرة في شركات المساهمة في الجزائر.
  - كذلك تبرز أهمية الدراسة في كونها سوف تتطرق لموضع الملكية الأجنبية وأثرها على أداء شركات المساهمة بالجزائر، من خلال دراسة سلوك المستثمرين الأجانب تبعا لنسبة ملكيتهم وتأثيره على أداء شركات المساهمة المحلية (المملوكة للعائلات أو للدولة) المشتركة مع الشركات الأجنبية، بالإضافة إلى التطرق للأداء المالي للشركات الأجنبية المملوكة كليا للأجانب والتي تنشط بالجزائر.
  - الدراسة الحالية لها أهمية من حيث إنها سوف تسمح بالكشف عن أهم أسباب ضعف مستوى الأداء المالي في المؤسسات العامة والحلول الممكنة لتحسينها، بالإضافة إلى معرفة مدى تأثير الحصص المملوكة للبنوك وشركات التأمين الجزائرية (المستثمرين المؤسسين) في شركات المساهمة بالجزائر على أدائها المالي.
  - نتائج الدراسة التي سوف يتم التوصل إليها لها أهمية بالغة بالنسبة لبعض الجهات الحكومية كمصلحة الضرائب، البنوك، مؤسسات تسيير مساهمات الدولة، وزارة المالية، من خلال الكشف عن مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة في الجزائر وتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على ذلك، مما قد يكون له أثر في اتخاذ إجراءات عملية تصحيحية من شأنها تهيئة الظروف الملائمة لتنمية وتطوير أداء مؤسسات الاقتصاد الجزائري.
  - باعتبار أن الدراسة الحالية سوف تجري الدراسة القياسية اعتمادا على القوائم المالية لعينة من شركات المساهمة بالجزائر خلال الفترة 2010-2014 وبالتالي فهي معدة وفقا للنظام المالي المحاسبي الجديد فإنها سوف تساهم في الكشف عن أثر الاصلاح المحاسبي (تبني النظام المالي المحاسبي SCF) من حيث جودة القوائم المالية لتلك المؤسسات.

## ز- منهج الدراسة والأدوات المستخدمة

للإجابة على إشكالية الدراسة واختبار فرضياتها استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي، في الجانب النظري من خلال عملية مسح للكتب والبحوث والمقالات المنشورة التي تناولت الأدبيات النظرية لحوكمة المؤسسات وآلياتها، إضافة إلى مراجعة العديد من الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة.

أما في الجانب التطبيقي فاعتمدنا على المسح الميداني للقوائم المالية والبيانات بخصوص هيكل الملكية التي تم جمعها من خلال استمارة معلومات لعينة من شركات المساهمة بالجزائر وذلك بهدف اختبار متغيرات الدراسة، واستعنا في التحليل بأدوات الاقتصاد القياسي وذلك من خلال بناء نماذج ديناميكية لبيانات بانل **Dynamic Panel Data Models** التي تمزج بيانات السلاسل الزمنية مع بيانات المقاطع العرضية، ولتقدير تلك النماذج استخدمنا طريقة العزوم المعممة **Generalised Method of Moments (GMM<sub>sys</sub>)** وبالاستعانة ببرنامج **Stata.14**.

## ح- حدود الدراسة

تمثلت حدود هذه الدراسة فيما يلي :

- **الحدود الموضوعية** : تتناول الدراسة الحالية قياس تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي كآليات رقابية على الأداء المالي لعينة من شركات المساهمة بالجزائر، ولن تتطرق الدراسة الحالية لمشكلات قياس وتقييم الأداء المالي لشركات المساهمة عينة الدراسة.
- **الحدود المكانية** : تقتصر هذه الدراسة على عينة من شركات المساهمة بالجزائر والتي تنشط في القطاعات التالية: الصناعة، البناء والأشغال العمومية، التجارة، والخدمات، وقد تم استبعاد قطاعي البنوك والتأمين وذلك لخصوصية الهياكل التمويلية في المؤسسات المالية.
- **الحدود الزمنية** : تقتصر الدراسة الحالية في تجميع القوائم المالية والبيانات بخصوص هيكل الملكية لشركات المساهمة عينة الدراسة بهدف إجراء الدراسة القياسية على الفترة الزمنية 2010-2014.

## ط- خطة وهيكل الدراسة

تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول نظرية وفصل تطبيقي تسبقهم مقدمة تناولت مختلف الأبعاد الأساسية للبحث وإشكاليته وتعقبهم خاتمة تضمنت نتائج الدراسة وجملة من التوصيات المستخلصة من النتائج المتوصل إليها، تليها آفاق الدراسة وجاءت فصول الدراسة على النحو التالي :

- **الفصل الأول بعنوان الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات** : تم تقسيمه إلى أربعة مباحث، تطرقنا في المبحث الأول إلى الجوانب الفكرية لحوكمة المؤسسات، بينما تناولنا في المبحث الثاني مختلف النظريات المفسرة لحوكمة المؤسسات، أما المبحث الثالث عرضنا فيه مختلف نماذج حوكمة المؤسسات، بينما خصصنا المبحث الرابع والأخير لآليات الحوكمة الداخلية والخارجية.
- **الفصل الثاني بعنوان الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة** : الذي اشتمل على ثلاثة مباحث، حيث تناولنا في المبحث الأول هيكل الملكية والرقابة داخل المؤسسة إضافة إلى هيكل

ملكية المؤسسات في أوروبا وآسيا والدول الأنجلوساكسونية، أما المبحث الثاني تطرقنا فيه إلى الأسس النظرية المفسرة للهيكل المالي حسب تطورها التاريخي من المقاربة التقليدية إلى النظريات الحديثة للهيكل المالي، أما المبحث الثالث والأخير قمنا فيه بعرض مختلف مؤشرات قياس الأداء المالي للمؤسسة.

- **الفصل الثالث بعنوان الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة :** قمنا من خلال هذا الفصل بمراجعة الأدبيات النظرية التي تناولت تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي كآليات رقابية لحكومة المؤسسات على الأداء المالي للمؤسسة، وتم تقسيم الفصل إلى أربعة مباحث، حيث تناولنا في كل مبحث الأدبيات النظرية التي تناولت تأثير المتغيرات التالية : تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك، الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة.

- **الفصل الرابع بعنوان الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية، الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة :** قمنا من خلال هذا الفصل بمراجعة عدد كبير من الدراسات الميدانية التي تناولت تأثير خصائص هيكل الملكية (تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك) والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة، حيث تقسيم هذا الفصل إلى خمسة مباحث حيث تناولنا من خلال أربعة مباحث الدراسات السابقة التي تناولت تأثير المتغيرات التالية : تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك، الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة، أما في المبحث الأخير فقد تطرقنا من خلاله إلى موقع الدراسة بين تلك الدراسات السابقة.

- **الفصل الخامس بعنوان دراسة قياسية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر:** تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث : ففي المبحث الأول قمنا بعرض منهجية الدراسة الميدانية والأدوات المستخدمة لإجراء الدراسة القياسية، أما المبحث الثاني حاولنا دراسة تأثير المتغيرات : تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك، والهيكل المالي (نسبة الديون المالية) على الأداء المالي لعينة مكونة من 165 شركة مساهمة بالجزائر خلال الفترة الزمنية 2010-2014، اعتمادا على نماذج ديناميكية لبيانات بانل  $GMM_{syst}$  Dynamic Panel Data Models ولتقدير تلك النماذج استخدمنا طريقة العزوم المعممة  $GMM_{syst}$ ، أما المبحث الثالث والأخير خصصناه لمناقشة النتائج المتوصل إليها ونقد للفرضيات.

## ي- صعوبات الدراسة

نشير فيما يلي إلى مجموعة من الصعوبات التي واجهتنا أثناء إعداد هذه الدراسة نذكر منها :

- تشعب موضوع الدراسة فيما يخص متغير هيكل الملكية وأثره على الأداء المالي للمؤسسة والذي يشمل المتغيرات التالية : متغير تركيز الملكية، متغير الملكية الإدارية، ومتغير هوية الملاك، هذا الأخير الذي يضم بدوره متغير الملكية العائلية، متغير الملكية الأجنبية، متغير ملكية الدولة، ومتغير ملكية المستثمرين المؤسسيين (البنوك

وشركات التأمين) مما تطلب منا مراجعة جميع الأدبيات النظرية والإطلاع على عدد كبير من الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير تلك المتغيرات على الأداء المالي للمؤسسة.

- ندرة الدراسات السابقة التي تناولت تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسة في الدول العربية بصفة عامة وفي الجزائر بصفة خاصة مما أدى إلى صعوبة إجراء مقارنة لنتائج الدراسة الحالية بنتائج دراسات سابقة تمت في بيئة اقتصادية تشبه البيئة الاقتصادية الجزائرية.

- صعوبة الحصول على القوائم المالية والبيانات بخصوص هيكل ملكية شركات المساهمة بالجزائر لإجراء دراسة قياسية لموضوع الدراسة في ظل عدم وجود قاعدة معطيات أو مصدر آخر يوفر تلك البيانات، إضافة إلى استحالة الحصول على تلك البيانات من شركات المساهمة نفسها خصوصا بالنسبة لشركات المساهمة العائلية والشركات الأجنبية، مما تحتم علينا الأمر اللجوء إلى شراءها من المديرية العامة للمركز الوطني للسجل التجاري بالجزائر العاصمة.

- التأخر وبيروقراطية الإدارة في معالجة طلبات شراء البيانات الضرورية لإجراء الدراسة القياسية على مستوى المديرية العامة للسجل التجاري بالجزائر العاصمة، حيث امتدت فترة حصولنا على تلك البيانات للعيينة الأولية والتي شملت 250 شركة مساهمة موزعة على عدد من ولايات الجزائر من شهر أوت 2015 إلى غاية شهر مارس 2017، وكان ذلك أحد أهم الأسباب المباشرة التي كانت وراء صعوبة إنهاء الأطروحة خلال المدة القانونية المحددة لها.

الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري

لحوكمة المؤسسات

لقد تزايد الاهتمام بمفهوم حوكمة المؤسسات خلال السنوات الماضية من طرف المؤسسات والمنظمات الدولية على حد سواء، نظرا لسلسلة الفضائح المالية والانهيارات التي تعرضت لها كبرى المؤسسات العالمية مثل انهيار مؤسسة Enron سنة 2001 وانهيار مؤسسة World Com سنة 2002، وقد كان السبب الرئيسي لتلك الانهيارات هو تفشي ظاهرة الفساد الإداري والمحاسبي والمالي والذي أدى إلى إفلاس تلك المؤسسات، إذ يعد مفهوم حوكمة المؤسسات من المفاهيم الحديثة التي تعمل على حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين، إذ قامت العديد من المنظمات الدولية مثل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي بوضع مبادئ لتطبيقها وبشكل ينظم العلاقة بين الأطراف الرئيسية في المؤسسات (المساهمين، مجلس الإدارة، والمسيرين).

إن تطبيق مبادئ حوكمة المؤسسات له أهمية كبيرة بالنسبة لاقتصاديات دول العالم، فهي تشكل عنصرا هاما لتعزيز النجاح والإصلاح الاقتصادي في ظل العولمة وانفتاح اقتصاديات الدول على بعضها البعض والمنافسة الشديدة، كما أصبحت الحوكمة وسيلة لتعزيز الثقة في المؤسسات وفي اقتصاد أي دولة ودليل على وجود سياسات عادلة وشفافة وقواعد لحماية المستثمرين والمتعاملين في الأسواق المالية، ومؤشر على المستوى الذي وصلت إليه إدارات المؤسسات في الالتزام المهني لقواعد حسن التسيير والشفافية والمحاسبة، ووجود اجراءات للحد من الفساد الإداري والمالي والمحاسبي وبالتالي زيادة جاذبية الاقتصاد للاستثمارات المحلية والأجنبية والقدرة التنافسية للمؤسسات.

نهدف من خلال هذا الفصل إلى التطرق للإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات والذي تم تقسيمه إلى أربع مباحث : خصص المبحث الأول للجوانب الفكرية لحوكمة المؤسسات من خلال تناول نشأة حوكمة المؤسسات وأهميتها، محددات ومبادئ حوكمة المؤسسات وأخيرا حوكمة المؤسسات في الجزائر، أما في المبحث الثاني فقد خصص لمراجعة الأسس النظرية المفسرة لحوكمة المؤسسات وتطورها عبر الزمن من المقاربة الانضباطية (التعاقدية) إلى المقاربة المعرفية، أما المبحث الثالث فقد عرضنا من خلاله نماذج حوكمة المؤسسات ومختلف التصنيفات المعتمدة في ذلك، أما في المبحث الرابع والأخير فقد قمنا من خلاله بعرض مختلف الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة المؤسسات.

## المبحث الأول : الجوانب الفكرية لحوكمة المؤسسات

يعد موضوع حوكمة المؤسسات من المواضيع الهامة لجميع الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وتتم به العديد من الهيئات والمنظمات الدولية، حيث أصبحت أسلوباً عملياً يتم التأكيد من خلاله من حسن تسيير وإدارة المؤسسات بالشكل الذي يعمل على خلق القيمة لمختلف الأطراف وتحقيق التنمية المستدامة، وذلك من خلال التوجه نحو العمل على توفير أكبر قدر من الشفافية والثقة في المؤسسات.

### المطلب الأول: نشأة حوكمة المؤسسات وأهميتها

إن الانهيارات الكبيرة التي طالت الكثير من المؤسسات في العالم والتي فجرها الفساد الإداري والمالي وسوء الإدارة كانت من أهم الأسباب للاهتمام بمفهوم حوكمة، والذي زادت أهميته في الوقت الحالي في ظل عولمة الأسواق المالية وكبر حجم المؤسسات.

### الفرع الأول : نشأة حوكمة المؤسسات

إذا بحثنا في الأدبيات الاقتصادية لحوكمة المؤسسات نجد أن الباحثين Adolf Berle et Gardiner Means أول من تناولوا موضوع فصل الملكية عن التسيير في المؤسسات الكبرى ذات الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية والمشاكل التي يمكن أن تنتج عن ذلك، حيث أشارا في كتابهما The Modern Corporation and Private Property سنة 1932 إلى ضرورة فرض رقابة على تصرفات المسيرين حماية لحقوق صغار المساهمين (المساهمين الأقلية).

وبعد ذلك تطرق كل من Michael Jensen et William Meckling (1976) إلى مشكلة الوكالة حيث أشارا إلى حتمية حدوث صراع بين المسيرين والمالكين في حالة الفصل بين الملكية والتسيير، كما أكد الباحثان على ضرورة اللجوء إلى عدد من الآليات من أجل رقابة تصرفات المسيرين والحد من سلوكياتهم الانتهازية وجعل مصالحهم تتوافق مع مصالح الملاك (المساهمين).

كما أشار كذلك Williamson (1978) من خلال نظرية تكلفة الصفقة إلى ضرورة اللجوء إلى آليات حوكمة المؤسسات من أجل تقليل السلوك الانتهازي وتخفيض تكاليف الصفقة لأطراف المصلحة داخل المؤسسة (مساهمين، موردين، دائنين، مسيرين، عمال.... إلخ).

من هنا يمكن القول بأن الحاجة إلى حوكمة المؤسسات كانت نابعة من الفصل بين الملكية والتسيير في شركات المساهمة، وما يترتب على ذلك من احتمال قيام المسيرين ببعض التصرفات الانتهازية لتحقيق مصالحهم على حساب مصلحة باقي المساهمين وأطراف المصلحة في المؤسسة.



## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

والملاحظ أن بداية الاهتمام بمفهوم حوكمة المؤسسات كانت في الولايات المتحدة الأمريكية على خلفية فضيحة Water Gate، ونتيجة للعديد من التحريات المتعاقبة تمكنت الهيئات التشريعية والقانونية الأمريكية من تحديد أسباب الفشل منها فشل الرقابة المالية، وتحديد الإسهامات السياسية غير المشروعة، وتقديم الرشاوى لبعض المسؤولين في الحكومة، الأمر الذي دفع الجهات القانونية في الولايات المتحدة إلى إصدار قانون مكافحة الفساد عام 1977 ليتضمن قواعد محددة بخصوص إيجاد صياغة ومراجعة نظام الرقابة الداخلية.<sup>1</sup>

وفي عام 1987 قامت اللجنة الوطنية والخاصة بالانحرافات بإعداد القوائم المالية في الولايات المتحدة National Commission on Fraudulent Financial Reporting والتابعة لـ Security Exchange Commission (SEC) بإصدار تقريرها Treadway Commission الذي تضمن مجموعة من التوصيات الخاصة بتطبيق قواعد حوكمة المؤسسات وما يرتبط بها من منع حدوث الغش والتلاعب في اعداد القوائم المالية وذلك عن طريق الاهتمام بمفهوم نظام الرقابة الداخلية وتقوية مهنة المراجعة الخارجية أمام مجالس إدارة المؤسسات.<sup>2</sup>

ونظرا لارتباط الاقتصاد الأمريكي بالاقتصاد في المملكة المتحدة وانحيار المؤسسات الذي حدث في أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات ظهرت العديد من التقارير التي تؤكد على أهمية الالتزام بمبادئ حوكمة المؤسسات في المملكة المتحدة، وكان لبورصة لندن London Stock Exchange دورا بارزا في هذا المجال، حيث صدر تقرير Cadbury Report سنة 1992 والذي يركز على ضرورة الفصل بين المسؤوليات في كبرى المؤسسات لإعادة التوازن في هيكل السلطة.<sup>3</sup>

بالرغم من أن التوصيات التي وردت في هذا التقرير غير ملزمة للمؤسسات المدرجة في بورصة لندن، إلا أن البورصة ترغم المؤسسات على أن تحدد في تقريرها السنوي مدى التزامها بتلك التوصيات، أي إن الالتزام يأتي بشكل غير مباشر ومن خلال متطلبات السوق.

وفي سنة 1995 صدر تقرير Greenbury Report الذي اهتم بموضوع المكافآت والمزايا التي يحصل عليها أعضاء مجلس إدارة المؤسسات، والذي أوصى التقرير بضرورة إنشاء لجنة مكافآت تتكون من ثلاثة أعضاء على الأقل من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين وتكون من ضمن مسؤولياتها مراجعة وتقييم اللوائح والأسس التي يتم على أساسها تحديد تلك المكافآت بحيث تتناسب مع الأداء الخاص بهم.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>عاس حميد يحيى التميمي، أثر نظرية الوكالة في التطبيقات المحاسبية والحكومة في الشركات المملوكة للدولة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بغداد، العراق، 2008، ص 66.

<sup>2</sup>محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 16.

<sup>3</sup>Frédéric Parrat, Le gouvernement d'entreprise : ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer, Maxima, Paris, France, 1999, P 191.

<sup>4</sup>عدنان عبد المجيد عبد الرحمن قباچه، أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2008، ص 28.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

وفي سنة 1998 صدر تقرير Hample الذي اهتم بحوكمة المؤسسات وجاء ليعيد النظر في نظام حوكمة المؤسسات في المملكة المتحدة من خلال شمول التقريرين السابقين Cadbury (1992) و Greenbury (1995).<sup>1</sup>

وفي سنة 1999 قامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) بإصدار خمسة مبادئ لحوكمة المؤسسات، والتي عدلت سنة 2004 لتصبح ستة مبادئ، والتي تعد المرحلة التاريخية الأهم لحوكمة المؤسسات باعتبار أن هذه المبادئ تعد مرجعا عمليا يتم استخدامه في قياس الممارسات الجيدة في مجال حوكمة المؤسسات، والتي أصبحت حجر الأساس ومعيارا دوليا لواجبي السياسات والمستثمرين والمؤسسات في جميع أنحاء العالم.

وفي أعقاب الانهيارات المالية لكبرى المؤسسات الأمريكية سنة 2002 تم إصدار قانون Sarbanes-Oxley Act الذي ركز على دور حوكمة المؤسسات في القضاء على الفساد المالي والإداري الذي يواجه العديد من المؤسسات الأمريكية من خلال تفعيل الدور الذي يؤديه الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس إدارة المؤسسات، والتركيز على ضرورة أن تكون غالبية أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين، مع تحديد واضح لمسؤولياتهم داخل مجلس الإدارة أو داخل اللجان التابعة له مثل لجنة المراجعة ولجنة المكافآت واللجنة المالية.<sup>2</sup>

هذا ولم يقتصر الأمر على الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة بشأن الاهتمام بالدور الذي يمكن أن تلعبه حوكمة المؤسسات في منع أو الحد من الانحرافات المالية والإدارية، حيث أنه بمجرد ظهور تقرير Cadbury (1992)، قامت العديد من الدول بإصدار تقاريرها لإصلاح ممارسة حوكمة المؤسسات، وتضمنين التقارير بأفضل الممارسات.

يلخص الجدول التالي أهم وأحدث تقارير حوكمة المؤسسات على المستوى الدولي :

<sup>1</sup> عمر عيسى فلاح المناصير، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات الخدمات المساهمة العامة الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الهاشمية، الزرقاء، الأردن، 2013، ص 23.

<sup>2</sup> عدنان عبد المجيد عبد الرحمن قباحه، مرجع سبق ذكره، ص ص 27-28.

الجدول رقم (1.1) : أهم تقارير حوكمة المؤسسات عبر الدول

الدول	الدليل	التاريخ
ألمانيا	- دليل مبادرة برلين - قواعد الهيئة الألمانية - دليل لجنة Cromme	جوان 2000 جويلية 2000 ديسمبر 2001
بلجيكا	- توصيات فدرالية المؤسسات البلجيكية - توصيات البنوك البلجيكية واللجنة المالية - تقرير Cardon - ميثاق المدراء	جانفي 1998 جانفي 1998 ديسمبر 1998 جانفي 2000
دنمارك	- ارشادات الجمعية الدنماركية للمساهمين - توصيات وتقرير Norby	فيفري 2000 ديسمبر 2001
اسبانيا	- تقرير Olivencia	فيفري 1998
فنلندا	- الغرفة التجارية/ كنفدرالية الصناعة الفنلندية وقانون ارباب العمل - ارشادات وزارة التجارة والصناعة	فيفري 1997 نوفمبر 2000
فرنسا	- تقرير Viénot - توصيات لجنة Hellebuyck - تقرير Viénot II	جويلية 1995 جوان 1998 معدل في أكتوبر 2001 جويلية 1999
اليونان	- تقرير Mertzanis - فدرالية مبادئ الصناعات اليونانية	أكتوبر 1999 أوت 2001
ايرلندا	- ارشادات IAIM	مارس 1999
ايطاليا	- تقرير Preda	أكتوبر 1999
هولندا	- تقرير Peters - توصيات VEB - ارشادات وكتيب SCGOP	جوان 1997 1997 أوت 2001
البرتغال	- توصيات لجنة حماية السوق	نوفمبر 1999
السويد	- سياسة جمعية المساهمين السويدية	نوفمبر 1999

المصدر : Gérard Charreaux, Peter Wirtz, Gouvernance des entreprises :

Nouvelles perspectives, Economica, Paris, France, 2006, P271.

الفرع الثاني: تعريف حوكمة المؤسسة

لقد تعددت تعريفات مصطلح حوكمة المؤسسة Gouvernance D'entreprise والذي يعد الترجمة للمصطلح الانجليزي Corporate Governance وذلك باختلاف المؤلفين وتعدد وجهات نظرهم.

فحسب تعريف Shleifer et Vishny (1997) فإن حوكمة المؤسسة "هي مختلف الآليات التي يضمن من خلالها أصحاب رؤوس الأموال مردودية استثماراتهم".<sup>1</sup>

يلاحظ أن هذا التعريف ركز على تضارب المصالح الذي يمكن أن يحدث بين المسيرين والمساهمين وعلى الآليات الرقابية التي تضمن حماية المساهمين من السلوك الانتهازي للمسيرين، وذلك بهدف تعظيم ثروة المساهمين فقط وبالتالي يعد هذا تعريف ضيق لمفهوم حوكمة المؤسسة الذي يركز على العلاقة مساهم- مسير وإهمال الأطراف الأخرى ذات العلاقة بالمؤسسة (أصحاب المصلحة).

وقد اقترح Charreaux (1997) تعريفاً أوسع لمفهوم حوكمة المؤسسة وعرفها على أنها "مختلف الآليات التنظيمية التي تحدّ من سلطة وتأثير قرارات المسيرين، بمعنى الآليات التي تحكم سلوك المسيرين وتحديد حيزها التقديري".<sup>2</sup>

ويلاحظ أن هذا التعريف تجاوز تحليل العلاقة بين المسيرين والمساهمين واهتم بتضارب المصالح الذي يمكن أن يحدث بين المسيرين والأطراف الأخرى ذات المصلحة بالمؤسسة مثل : الدائنين، العمال، العملاء، الدولة... إلخ، كما أن هدف الحوكمة حسب هذا التعريف هو تعظيم منفعة مختلف أطراف المصلحة ولا يقتصر على تعظيم ثروة المساهمين.

ومن التعريفات الأخرى التي ركزت كذلك على أطراف المصلحة نجد التعريفات التالية :

عرف Sir Adrian (1992) رئيس لجنة الجوانب المالية لحوكمة المؤسسة Financial Aspects By Corporate Governance في بريطانيا حوكمة المؤسسة "على أنها النظام الذي من خلاله تتم إدارة ومراقبة المؤسسة".<sup>3</sup>

كما عرف John et Senbet (1998) حوكمة المؤسسة على أنها "الآليات التي تكفل للأطراف المعنية بالمؤسسة (المساهمين، الدائنين، المسيرين، الموظفين، الموردين، العملاء، الحكومة) من ممارسة الرقابة على الداخلين والإدارة وذلك لحماية مصالحهم".<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, A Survey of corporate governance, The Journal of Finance, Vol. 52, N° 2, 1997, P737.

<sup>2</sup> Gérard Charreaux, Le gouvernement de l'entreprise : corporate governance, théories et faits, Economica, Paris, France, 1997, P421.

<sup>3</sup> Ji-Yong LEE, La gouvernance d'entreprise et l'hybridation : le cas de l'Asie, Thèse du doctorat, Université Montesquieu – Bordeaux IV, Bordeaux, France, 2011, P 24.

<sup>4</sup> Kose John, Lemma W. Senbet, Corporate governance and board effectiveness, Journal of Banking & Finance, Vol. 22, N°4, 1998, P 372.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

أما Pierre-Yves Gomez (2009) فقد عرف حوكمة المؤسسة "على أنها مجموعة من القواعد القانونية أو التنظيمية، أو العملية التي تحدد نطاق سلطة ومسؤوليات المسيرين المسؤولين عن إدارة المؤسسة على المدى الطويل".<sup>1</sup>

ومن المنظمات الدولية التي اهتمت بموضوع حوكمة المؤسسة، نجد منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD، إذ عرفت حوكمة المؤسسة بأنها "مجموعة المبادئ المنظمة للعلاقات بين القائمين على إدارة المؤسسة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من أصحاب المصلحة ورسم قواعد وإجراءات اتخاذ القرارات وهيكل الأهداف وآليات التنفيذ والرقابة على الأداء".<sup>2</sup>

كما عرفت مؤسسة التمويل الدولية (IFC) International Finance Corporation حوكمة المؤسسات أنها "النظام الذي يتم من خلاله إدارة المؤسسات والتحكم في أعمالها".<sup>3</sup>

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن الحوكمة هي عبارة عن مجموعة من القواعد يتم بموجبها إدارة المؤسسة والرقابة عليها وفق هيكل معين يتضمن توزيع الحقوق والواجبات فيما بين الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة مثل مجلس الإدارة والمسيرين والمساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين.

### الفرع الثالث: أهمية حوكمة المؤسسات

تزايدت في الآونة الأخيرة أهمية حوكمة المؤسسات بهدف تحقيق كل من التنمية الاقتصادية والحصانة القانونية والرفاهية الاجتماعية للاقتصاديات والمجتمعات، ففي الجانب المحاسبي والرقابي تتجسد أهمية الحوكمة فيما يلي<sup>4</sup>:

- ضمان قدر ملائم من الطمأنينة للمستثمرين وحملة الأسهم على تحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم، مع العمل على الحفاظ على حقوقهم وخاصة صغار المساهمين.
- تعظيم القيمة السوقية للأسهم، وتدعيم تنافسية المؤسسات في أسواق المال العالمية، وخاصة في ظل استحداث أدوات وآليات مالية جديدة، وحدوث اندماجات أو استحواذ أو بيع لمستثمر رئيسي.
- توفير مصادر تمويل محلية أو عالمية للمؤسسات سواء من خلال الجهاز المصرفي أو أسواق المال، وخاصة في ظل تزايد سرعة حركة انتقال التدفقات الرأسمالية.

<sup>1</sup>Pierre Cabane, Manuel de gouvernance d'entreprise, Eyrolles, Paris, France, 2013, P24.

<sup>2</sup>ابراهيم محمد علي الجزاوي، بشرى فاضل خضير، تقويم حوكمة الشركات والباثا الداخلية في القوانين والتشريعات العراقية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، بغداد، العراق، العدد 40، 2014، ص 259.

<sup>3</sup>محمد ياسين غادر، محددات الحوكمة ومعاييرها، المؤتمر العلمي الدولي : عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 15-17 ديسمبر 2012، ص 12.

<sup>4</sup>زرزار العياشي، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية للشركات، الملتقى الدولي الثامن حول : الحوكمة المحاسبية للمؤسسة : واقع، رهانات وأفاق، جامعة أم البواقي، الجزائر، يومي 07 و 08 ديسمبر 2010، ص 8.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

- تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط المؤسسات العاملة بالاقتصاد، ودرء حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية، والمساعدة في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي.
- جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع رأس المال المحلي للتوجه نحو الاستثمار في المشروعات الوطنية.
- تزيد من قدرة المؤسسة الوطنية على المنافسة على العالم وفتح الأسواق الجديدة.
- الشفافية والدقة والوضوح فيما تصدره المؤسسة من قوائم مالية لزيادة ثقة المستثمرين واعتمادهم عليها في اتخاذ القرارات.
- تخفيض مخاطر الفساد المالي والإداري التي تواجهها المؤسسات والدول.
- حماية أصول المؤسسة وحماية حقوق المساهمين وأصحاب المصلحة وتعزيز أثرهم في مراقبة الأداء.

وعلى الصعيد القانوني، تتمثل في قدرة المعايير التي تستند إليها حوكمة المؤسسات على الوفاء بحقوق كافة الأطراف المستفيدة في المؤسسة مثل حملة الأسهم والمقرضين والعاملين وغيرهم، وتعد القوانين والمعايير المنظمة لعمل المؤسسات (مثل قوانين المؤسسات وقوانين الأسواق المالية والمعايير المحاسبية والتدقيقية) العمود الفقري لإطار حوكمة المؤسسات، إذ تنظم تلك القوانين والمعايير العلاقة بين الأطراف المهتمة بالمؤسسة والمعنية بالاقتصاد كله.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: محددات ومبادئ حوكمة المؤسسات

لكي تتمكن المؤسسات من الاستفادة من مزايا تطبيق مبادئ الحوكمة يجب أن تتوافر على مجموعة من المحددات التي تضمن التطبيق السليم لمبادئ الحوكمة، وسوف نتطرق فيما يلي لمحددات ومبادئ حوكمة المؤسسات.

### الفرع الأول: محددات حوكمة المؤسسات

اتفقت أدبيات الحوكمة على أنه هناك مجموعتين لمحددات حوكمة المؤسسات والتي يتطلبها التطبيق السليم للحوكمة وهي كالتالي :

#### (1) المحددات الخارجية

تشمل المحددات الخارجية البيئة أو المناخ العام للاستثمار في الدولة والذي تعمل من خلاله المؤسسات وقد يختلف من دولة إلى أخرى وهي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أحمد علي خضر، حوكمة الشركات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 182.

<sup>2</sup> محمد حسن يوسف، محددات الحوكمة ومعاييرها مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر، بنك الاستثمار القومي، 2007، ص 06.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

- القوانين واللوائح التي تنظم العمل بالأسواق مثل قوانين المؤسسات، وقوانين العمل وقوانين الاستثمار ورأس المال وقوانين المتعلقة بالإفلاس والمنافسة ومنع الاحتكار.
  - وجود نظام مالي جيد بحيث يضمن توفير التمويل اللازم للمشروعات بالشكل المناسب الذي يشجع المؤسسات على التوسع والمنافسة.
  - كفاءة الهيئات والأجهزة الرقابية مثل هيئات سوق المال والرقابة المالية للدولة والبنوك المركزية وذلك عن طريق إحكام الرقابة على المؤسسات والتحقق من دقة وسلامة البيانات والمعلومات المنشورة وكذلك وضع العقوبات المناسبة والتطبيق الفعلي في حالة عدم الالتزام.
  - دور المؤسسات غير الحكومية في ضمان التزام أعضائها بالنواحي السلوكية والمهنية والأخلاقية، والتي تضمن عمل الأسواق بكفاءة، وتشمل هذه المؤسسات جمعية المحاسبين ونقابات المحامين والعمال والموظفين وسلطة النقد.
- وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين التي تضمن حسن إدارة المؤسسة وتنظيمها مما يقلل المخاطر.

### (2) المحددات الداخلية :

تشمل المحددات الداخلية القواعد والأساليب التي تطبق داخل المؤسسة، والتي تتضمن وضع هياكل إدارية سليمة توضح كيفية اتخاذ القرارات داخل المؤسسة وتوزيع مناسب للسلطات والواجبات بين الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة المؤسسات مثل مجلس الإدارة، المديرين (المديرين)، المساهمين، وأصحاب المصلحة، وذلك بالشكل الذي يؤدي إلى عدم وجود تعارض في المصالح بين هذه الأطراف بل يؤدي إلى تحقيق مصالح المستثمرين على المدى الطويل<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: مبادئ حوكمة المؤسسات

نظرا للاهتمام المتزايد بمفهوم الحوكمة، فقد حرصت عديد من المنظمات الدولية على دراسة وتحليل معايير ومبادئ محددة لتطبيق حوكمة المؤسسات ومنها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD وبنك التسويات الدولية Bank for International Settlements (BIS) ممثلا بلجنة بازل ومؤسسة التمويل الدولية IFC التابعة للبنك الدولي.

وسوف نقتصر على تناول مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية لحوكمة المؤسسات والمعدلة عام 2004 وتتمثل في<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات ومعالجة افساد المالي والإداري، مرجع سبق ذكره، ص23.

<sup>2</sup> مركز المشروعات الدولية الخاصة، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، 2004، ص 10-18.

## 1- ضمان وجود إطار فعال للحوكمة المؤسسات

ينبغي أن يشجع إطار حوكمة المؤسسات على شفافية وكفاءة الأسواق، وأن يكون متوافقاً مع أحكام القانون، وأن يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية.

## 2- حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية

يجب أن يضمن إطار حوكمة المؤسسات الحماية للمساهمين وأن يسهل لهم ممارسة حقوقهم، ومنها حقهم في نقل ملكية الأسهم، اختيار مجالس الإدارة، الحصول على الأرباح، مراجعة القوائم المالية، وحق المساهمين في المشاركة الفعالة باجتماعات الجمعية العامة.

## 3- المعاملة المتساوية للمساهمين

تعني ضمان المساواة بين كافة المساهمين، بما في ذلك مساهمي الأقلية والمساهمين الأجانب، وينبغي أن تتاح الفرصة لكافة المساهمين للحصول على تعويض فعال عن انتهاك حقوقهم، ويجب أن يعطى لجميع حملة الأسهم داخل الفئة الواحدة نفس حقوق التصويت، فكافة المساهمون يجب أن يتمكنوا من الحصول على المعلومات المتصلة بحقوق التصويت.

## 4- دور أصحاب المصلحة

يجب أن يتضمن إطار حوكمة المؤسسات الاعتراف بحقوق أصحاب المصلحة (الدائنون، المساهمون، العمال، الموردون، الزبائن،... إلخ) التي ينشئها القانون أو تنشأ نتيجة لاتفاقات متبادلة، وأن يعمل على تشجيع التعاون النشط بين المؤسسات وأصحاب المصلحة في خلق الثروة، فرص العمل، تحقيق الاستدامة للمؤسسات القائمة، تأكيد احترام حقوقهم، وإيجاد الآليات لضمان فرص حصولهم على المعلومات اللازمة.

## 5- الإفصاح والشفافية

ينبغي أن يضمن إطار حوكمة المؤسسات القيام بالإفصاح الدقيق وفي الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالمؤسسة بما في ذلك الأداء، حقوق الملكية، وحوكمة المؤسسات، على أن يتم الإفصاح بطريقة عادلة لجميع أصحاب المصلحة.

## 6- مسؤوليات مجلس الإدارة

وتشمل هيكل مجلس الإدارة ومسؤولياته القانونية، آلية اختيار أعضائه، مهامه الأساسية، دوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية وتنفيذ مبادئ الحكم الجيد للمؤسسة، ومحاسبة مجلس الإدارة عن مسؤوليته أمام المؤسسة والمساهمين.



## المطلب الثالث: حوكمة المؤسسات في الجزائر

رغبة في زيادة التكامل مع المجتمع الاقتصادي العالمي بذلت الجزائر جهودا مكثفة نحو بناء إطار مؤسسي لحوكمة المؤسسات، حيث عملت على تحسين مناخ الأعمال بها وانفتاح اقتصادها، لكن واجهتها في سبيل ذلك معوقات وتحديات.

### الفرع الأول: ميثاق الحكم الراشد في الجزائر

لقد حذت الجزائر حذو التوجه العالمي نحو حوكمة المؤسسات لاسيما جارتها تونس والمغرب في تبني توجه واضح نحو ترسيخ الحوكمة الرشيدة للمؤسسات، والذي توج بإصدار المدونة الجزائرية لحوكمة المؤسسات في 11 مارس 2009 وهذا سعيا إلى تحفيز وتعزيز النمو الاقتصادي.

ولكن قبل صدور ميثاق الحكم الراشد سنة 2009 قامت الجزائر وفي إطار التحول نحو نظام اقتصاد السوق وانتهاج سياسة التحرير الاقتصادي، بجملة من الإصلاحات والتي كانت تدعمها منظمات دولية كصندوق النقد الدولي والبنك العالمي، وقد كانت تلك الإصلاحات بمثابة البوادر الأولى لضرورة الالتزام بمبادئ حوكمة المؤسسات في الجزائر، لاسيما في ظل استمرار احتلال الجزائر المراتب المتقدمة ضمن انتشار ظاهري الفساد والرشوة (المرتبة 108 ضمن تقرير سنة 2016) إضافة إلى ضعف جاذبية المناخ الاستثماري، من بين تلك الإصلاحات نذكر ما يلي<sup>1</sup>:

- إقدام السلطات العمومية على تطهير مناخ الأعمال وتوسيع مجال الحريات الاقتصادية وهذا بمراجعة المنظومة المصرفية وإصلاحها، تبسيط النظام الضريبي وتنشيط عمل السوق المالي بتشجيع دخول المؤسسات إليه وهذا بإرساء الثقافة المالية لدى مسيري المؤسسات وبيان أهمية السوق المالية.
- انتقال الجزائر إلى اقتصاد السوق والاندماج في الاقتصاد العالمي فرض جملة من القيود الذي يفرضها المحيط الدولي ممثلا في المنظمات الدولية التي تسعى إلى تعزيز الشفافية والتنافسية في الاقتصاد، كان حافزا للجزائر لمراجعة آليات إدارة الاقتصاد وزيادة الانفتاح على المحيط الخارجي لاسيما في الاتجاه نحو الخصوصية وتقليص حجم الدولة في الاقتصاد، حيث ارتفع عدد المؤسسات التي تم خوصصتها من 58 سنة 2003 إلى 110 سنة 2007.
- إصلاح الإطار المحاسبي الجزائري باعتماد النظام المحاسبي المالي الذي طبق ابتداء من 2010/01/01 على مختلف المؤسسات سعيا لمعالجة النقائص التي كانت في المخطط المحاسبي الوطني لـ 1975، من خلال تنسيق الممارسات الوطنية مع ما تفرضه التحديات الدولية وتماشيا مع مبادئ حوكمة المؤسسات الداعية إلى إرساء

<sup>1</sup>مجدسفير، عاشور حيدوشي، دور حوكمة الشركات في تدعيم نمو واستمرارية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المركز الجامعي ميلة، الجزائر، العدد 02، 2017، ص ص 276-277.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

مبادئ ولوائح واضحة لعملية الإفصاح عن المعلومات لمختلف الأطراف أصحاب المصلحة، مع مراعاة الشفافية والعدالة في الإفصاح بتغليب الجوهر الاقتصادي للعمليات على الشكل الذي يفرضه القانون.

- سعيا لتعزيز الشفافية تم إلزام كذلك المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة الذي يتجاوز رقم أعمالها 10 ملايين دج بالمصادقة على حساباتها السنوية من قبل محافظ حسابات معتمد مستقل يضمن صدق وشرعية الحسابات المقدمة من طرف المؤسسة بما يحقق العرض العادل لوضعية المؤسسة.

تم إصدار ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر في 11 مارس 2009 وقد قام بتحريه فريق العمل المكلف (GOAL08) بمساهمة جمعية حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة (CARE) ومنتدى رؤساء المؤسسات وكذا جمعية المنتجين الجزائريين للمشروبات، وبمساعدة وزير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية.

وقد شكلت مبادئ حوكمة المؤسسات المعتمدة من طرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD ضمن إصدارها لعام 2004 أهم المراجع التي اعتمد عليها فريق العمل في وضعه لمبادئ ميثاق الحكم الرشاد مع أخذه بعين الاعتبار خصوصيات المؤسسة الجزائرية، حيث يطمح هذا الميثاق إلى إعطاء انطلاقة جديدة لترقية الحكم الراشد ضمن بعد شامل ودائم للمؤسسة الجزائرية.

ويقوم ميثاق الحكم الراشد على أربعة مبادئ تتمثل في<sup>1</sup>:

- **الإنصاف** : الحقوق والواجبات الخاصة بالأطراف الشريكة، وكذا الامتيازات والالتزامات المرتبطة بهم يجب أن توزع بصورة منصفة.
- **الشفافية** : الحقوق والواجبات، وكذا الصلاحيات والمسؤوليات المترتبة عن ذلك يجب أن تكون واضحة وصریحة للجميع.
- **المساءلة** : مسؤولية كل طرف محددة على حدة بواسطة أهداف محددة وغير متقاسمة.
- **المحاسبة** : كل طرف شريك يكون محاسباً أمام طرف آخر عن الشيء الذي هو مسؤول عنه

### الفرع الثاني: معوقات تطبيق مبادئ حوكمة المؤسسات في الجزائر

هناك عدة معوقات تحد من تطبيق مبادئ حوكمة المؤسسات في الجزائر على أرض الواقع تنشأ من داخل المؤسسة أو من خارجها وتتمثل فيما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، ميثاق الحكم الراشد في الجزائر، 2009، ص 27.

<sup>2</sup> نوال صبايحي، واقع الحوكمة في دول مختارة - مع التركيز على التجربة الجزائرية-، المؤتمر الدولي الثامن حول : دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، جامعة الشلف، الجزائر، يومي 19-20 نوفمبر 2013، ص 12.

### أ. المصدر الداخلي:

ويتمثل في عدم الفصل بين الملكية والإدارة فأغلب الاقتصاديات العالمية التي يكون فيها تطبيق حوكمة المؤسسات فعالا تحاول أن تبتعد قدر الامكان في تأسيس مؤسساتها عن المؤسسات العائلية، فليس بالضرورة أن يكون رئيس مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي من يمتلك النسبة الأكبر من أسهم المؤسسة ممن يتمتعون بعلاقات واسعة مع مساهمي المؤسسة، ولكن من الضروري أن يتمتع هذا الرئيس بقدرة وكفاءة وفاعلية عالية في إدارة المؤسسة، ويندرج تحت هذا المعوق الرئيسي معوقات ثانوية أخرى من أهمها :

- تشكيل مجلس الإدارة وعدم الفصل بين مهمة مجلس الإدارة ومهمة الإدارة التنفيذية ومسؤوليات إدارة المؤسسة، ومستوى الرقابة، وعدد اجتماعات المجلس.
- أعضاء مجلس الإدارة : عدم توفر أعضاء مستقلين غير تنفيذيين في مجلس الإدارة بعدد مناسب يكونون قادرين على تقديم الآراء واجتهادات مستقلة نابعة من إحساسهم بالمسؤولية، ومن خبراتهم وتفهمهم لعمل المؤسسة.
- لجان مجلس الإدارة : وأهمها لجنة التدقيق، ولجنة المكافآت والترشيحات، ومدى فعاليتها واستقلاليتها، وتوفير أعضاء غير تنفيذيين مستقلين فيهما.

### ب. المصدر الخارجي:

وهو المناخ الاستثماري العام في الدولة ومدى توافر القوانين والتعليمات المنظمة للنشاط الاقتصادي، التي تضمن تطبيق الحوكمة في المؤسسات وإعطائها صفة الإلزام وعدم تعارضها مع هذه القوانين.

## المبحث الثاني : الأسس النظرية لحوكمة المؤسسات

عرفت المقاربات التي ناقشت موضوع حوكمة المؤسسات تطورا عبر الزمن، حيث تطورت من المقاربة الانضباطية التي تعتمد على ضبط سلوك المسيرين إلى المقاربة المعرفية للمؤسسة والتي تعتبر الحوكمة بمثابة جهاز يعزز التعلم والابتكار داخل المؤسسة.

كما نشير إلى أن المقاربة الانضباطية نفسها عرفت تطورا من المقاربة التي تركز على مصالح المساهمين فقط إلى المقاربة التي تهتم بمصالح أطراف المصلحة.

## المطلب الأول : المقاربة الانضباطية (التعاقدية) لحوكمة المؤسسات L'approche disciplinaire de la gouvernance

تعد هذه المقاربة المرجع الأساسي لحوكمة المؤسسات، كما تعرف كذلك بالمقاربة التعاقدية وذلك لأنها تنظر إلى المؤسسة باعتبارها مجموعة من العقود neoud de contrats (المساهمين، المسيرين، الدائنين،

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

العمال،.. إلخ)، حيث إن هدف العقد هو تنظيم وتوزيع السلطة واتخاذ القرار داخل المؤسسة، وأن تلك الأطراف تهدف إلى تحقيق مصالحها والتي قد تكون متناقضة في كثير من الأحيان، وتركز الحوكمة ضمن هذه المقاربة على الآليات الرقابية لضبط سلوك المسيرين حتى يتصرفوا وفق مصالح تلك الأطراف.

ويكمن التمييز بين مقاربتين أساسيتين ضمن هذه المقاربة : المقاربة التساهمية (المقاربة المالية) والمقاربة التشاركية.

### الفرع الأول : المقاربة التساهمية للحوكمة L'approche actionnariale de la gouvernance

تستند هذه المقاربة على افتراض أن المساهمين يمثلون الطرف الأساسي في المؤسسة لذلك فإن هذه المقاربة تركز على هدف خلق القيمة بالنسبة للمساهمين، وأن مصدر الكفاءة وخلق القيمة بالنسبة للمساهمين يتم من خلال انضباط المسيرين والعمل على تحقيق مصالح المساهمين فقط (هدف تعظيم الثروة) وترتكز هذه المقاربة أساساً على النظريات التالية : نظرية حقوق الملكية، نظرية الوكالة، نظرية الصفقة، والنظرية التجدرية.

#### أولاً: نظرية حقوق الملكية La théorie des droits de propriété

تهدف نظرية حقوق الملكية إلى توضيح كيفية تأثير حقوق الملكية على سلوك الأفراد، وبالتالي على أداء وفعالية المؤسسة وكذا على النظام الاقتصادي.<sup>1</sup>

كما تقترح نظرية حقوق الملكية المتواجدة في جوهر المقاربة النيوكلاسيكية الحديثة للمؤسسات إبراز : أسباب وجود المؤسسات كآلية أخرى لتخصيص الموارد النادرة، خلافاً للمدرسة الكلاسيكية التي لا تعترف إلا بالسوق كآلية لتخصيص الموارد.

ظهرت هذه النظرية في السبعينيات وتجد أصولها في أعمال كل من Demsetz (1967)، Pejovich (1969)، Alchian et Demsetz (1972)، Furuboth et Pejovich (1972).

كما حاول منظرو نظرية حقوق الملكية إبراز أن المؤسسات الرأسمالية في اقتصاد السوق تعتبر أفضل من غيرها من المنظمات.

#### (1) تعريف حقوق الملكية

نظراً لشمولية مفهوم حقوق الملكية لجميع التبادلات بين الأفراد فقد تم اقتراح التعريفات التالية :

<sup>1</sup> Marc-Hubert Depret et al, Gouvernement d'entreprise : Enjeux managériaux, comptables et financiers, 1<sup>re</sup> édition, de Boek, Paris, France, 2005, P 43.

### تعريف Pejovich (1969)

"حقوق الملكية ليست علاقات بين الأفراد والأشياء ولكن هي علاقات مقننة بين الأفراد في علاقاتهم باستعمال الأشياء."<sup>1</sup>

وقد ميز Pejovich (1969) بين الحقوق المطلقة والحقوق التعاقدية، حيث تخص الحقوق المطلقة كل أفراد المجتمع وهي قابلة للمعارضة، قابلة للتنفيذ، وتمثل مبادئ السلوك التي يجب على كل فرد مراعاتها. أما الحقوق التعاقدية فهي لا تخص إلا الأطراف المشتركة، وهي غير قابلة للمعارضة إلا بالنسبة لبعض أفراد المجتمع، ويتمثل هدفها في تنسيق المصالح المختلفة بين أفراد المجتمع عن طريق عمليات التبادل.<sup>2</sup>

### تعريف Demsetz (1967)

"حقوق الملكية تسمح للأفراد أن يعرفوا مسبقا ما يمكنهم الحصول عليه في علاقاتهم مع غيرهم من أفراد المجتمع، تتجسد هذه التوقعات بواسطة القوانين، العادات، وتقاليد المجتمع."<sup>3</sup>

ويأتي امتلاك حقوق الملكية باتفاق أطراف أخرى في المجتمع من أجل التصرف بطريقة معينة، والترقب من المجتمع منع الآخرين من التداخل مع نشاطاتهم الخاصة بشرط أن لا تكون محظورة.<sup>4</sup>

من خلال التعريفين السابقين نجد أن حقوق الملكية متعلقة بالأفراد، وهي تعتبر أداة لتحليل سلوكهم الرشيد، أما بالنسبة لنظرية حقوق الملكية فهي تنطلق من الفكرة التالية :

أن المبادلات التي تتم بين الأفراد هي في الواقع تنازل متبادل عن الحقوق المتعلقة بالأشياء التي يتبادلونها، فهي إذن تبادل لحقوق الملكية وبالتالي فالأفراد يمتلكون في الواقع حقوق استعمال الموارد.

### (2) فرضيات نظرية حقوق الملكية

تقوم نظرية حقوق الملكية على عدد معين من الفرضيات<sup>5</sup>:

- يعظم الأعوان الاقتصاديون دالة المنفعة الخاصة بهم ويندفعون للبحث عن المصلحة الشخصية، مهما كان النظام الاقتصادي الذي يتعاملون فيه ومهما كانت حقوق الملكية التي يملكونها.
- كل فرد لديه أهدافه الخاصة، ولكن يخضع للقيود التي يفرضها هيكل النظام الذي يعمل فيه.
- تعظيم الربح أو الثروة لا يعد الهدف الوحيد لدالة منفعة العون الاقتصادي، فبالإضافة للجوانب المالية هناك جوانب أخرى غير مالية كالترقية، ظروف العمل، وقت الفراغ خلال ساعات العمل.

<sup>1</sup> Yves Simon, Théorie de la firme et réforme de l'entreprise: Revue de la théorie des droits de propriété, Revue économique, Vol. 28, N°. 3 May, 1977, P 322.

<sup>2</sup> Ibid, P 323.

<sup>3</sup> Harold Demsetz, Towards a Theory of Property Rights, The American Economic Review, Vol. 57, N°. 2, May, 1967, P 347.

<sup>4</sup> Idem.

<sup>5</sup> Yves Simon, Op.Cit, PP 323-324 .

- رغبات الفرد تكتشف من خلال سلوكه في السوق.
- المعلومات ليست كاملة وتكاليف المعاملات (الصفقات) ليست معدومة.

### (3) خصائص وممارسات حقوق الملكية

حق الملكية لا يكون مكتملا إلا بتوفر خاصيتين، تفرد المالك باستعمال الأصل والقابلية للانتقال (قابلية التنازل).<sup>1</sup>

فيما يتعلق بالتفرد في الاستعمال، أي أن يكون للمالك الحرية التامة في استعمال الأصول التي يمتلكها وإخضاعها لرقابته، أما القابلية للانتقال فيعبر عنها بإمكانية مبادلة الأصل أو التنازل عليه، وأن لا تخضع هذه العملية إلا لإرادة البائع والمشتري.

في حال ما إذا كان اقتصاد السوق يقوم على حرية المبادلات ويضمن بشكل كامل حقوق الملكية، فإن كل متعامل في مثل هذا النظام الاقتصادي الذي يتصف بالمثالية يتمكن من تعظيم المنفعة.

وتتضمن في الواقع كل الأنظمة الاقتصادية الوضعية عوامل تقيد حقوق الملكية، سواء كان ذلك في شكل إجراءات قانونية أو تكاليف الصفقات، وتتولى نظرية حقوق الملكية بالدراسة التقليل من انعكاسات حقوق الملكية على تخصيص الموارد.

حقوق الملكية تمكن من القيام بالممارسات التالية<sup>2</sup>:

- حق الاستعمال (L'usus) : يعني حق استعمال الممتلكات.
- حق الاستغلال والاستثمار (Le fructus) : أي الحق في تحصيل المنافع والأرباح نتيجة لاستغلال الممتلكات.
- حق التصرف (L'abusus) : أي حق تقرير مصير الممتلكات (التخلي عنها، بيعها، ... إلخ).

حيث تهدف ممارسة هذه الحقوق حسب نظرية حقوق الملكية إلى تعظيم المنفعة، لكن في بعض الحالات تمارس مضايقات على هذه الحقوق مثل الرقابة على الأسعار، حصص الإنتاج، ... إلخ.

ثم إن ممارسة هذه الحقوق ليست ممكنة إلا إذا اعترف بها المجتمع وسمح بممارستها، لذلك تنتظر نظرية حقوق الملكية من الدولة تمكين أصحاب حقوق الملكية من ممارسة حقوقهم.

<sup>1</sup>Xavier Hollandts, Les effets de participation des salaires sur la performance de l'entreprise, Thèse du doctorat, Université Jean Moulin, Lyon, France, 2007, P 31.

<sup>2</sup>Frédéric Parrat, Le gouvernement d'entreprise : ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer, Op.Cit, P28.

#### 4) حقوق الملكية وتصنيف المؤسسات

تسمح خصائص وممارسات حقوق الملكية السابقة الذكر من تصنيف المؤسسات إلى عدة أصناف، فقد صنف كل من Furuboth et Pejovich (1972) المؤسسات حسب حقوق الملكية إلى<sup>1</sup>:

##### أ- المؤسسة الرأسمالية **L'entreprise Capitaliste** :

يكون كل من (usus، fructus، abusus) من حق شخص واحد أي لا يوجد فصل بين حقوق الملكية وحقوق اتخاذ القرار.

وقد أوضح كل من Alchian et Demsetz (1972) أن المؤسسة الرأسمالية هي الأكثر فعالية وذلك لأن المنتج في الحقيقة هو نتيجة تعاون مختلف الأعوان وبالتالي إمكانية قياس المساهمة الفردية لكل شخص.<sup>2</sup>

##### ب- المؤسسة التسييرية **L'entreprise Managériale** :

هنا تقسم حقوق الملكية، حيث يكون للمالك حق الاستغلال وحق التصرف (fructus و abusus) فمثلا له الحق في بيع أسهمه، أما المسير يملك حق الاستعمال (usus) لقيامه بالتسيير اليومي للمؤسسة. وقد يسبب هذا التقسيم لحقوق الملكية نزاع المصالح بين المالك والمسير، فالمسير لا يملك رأس المال لذلك لا يبحث عن تعظيم قيمة الثروة لصالح المساهمين، وبالتالي يكون الربح عنده في استقلاليته وتعزيز مكانته. من هذا نجد أن المؤسسة التسييرية أقل فعالية من المؤسسة الرأسمالية وذلك لأن الفصل بين الرقابة والملكية ينقص من فعاليتها.

##### ت- المؤسسة العامة **L'entreprise Publique** :

يكون حق الاستعمال (usus) جماعي من قبل مجموع العمال، أما حق الاستغلال وحق التصرف (fructus و abusus) يكون ملكا للدولة أو السلطة العمومية، هذا النوع من المؤسسات يكون ذا طبيعة غير ناجعة.

##### ث- المؤسسة التعاونية **L'entreprise Coopérative** :

حق الملكية يكون جماعيا لا يوجد ملاك حقيقيون، مما ينتج عنه غياب الرقابة الفعالة للتسيير، وبما أن حق الاستغلال يكون جماعيا للعمال والمسيرين فقد تكون هناك عدم النجاعة في هيكل المؤسسة.

<sup>1</sup>Idem.

<sup>2</sup>Armen A.Alchian, Harold Demsetz, Production, Information Costs and Economic Organization, American Economic Review , Vol. 62, N°. 5. Dec., 1972, P779.

الجدول رقم (2.1) : طبيعة حقوق الملكية وأصناف المؤسسات

ملكية جماعية دولة	ملكية جماعية (أفراد)	ملكية خاصة ناقصة	ملكية فردية	خصائص وممارسات الحقوق
نعم	نعم	نعم	نعم	التفرد
نعم	نعم	للعامل	نعم	الاستعمال
للمجتمع	للعامل	للمالك	نعم	الاستغلال
لا	لا	في بعض الأحيان مقيدة	نعم	قابلية التنازل
لا	للعامل	مشترك	نعم	التصرف
ملكية عامة	ملكية جماعية ناقصة	ملكية خاصة ناقصة	ملكية خاصة	نوع الحقوق
مؤسسة عامة	مؤسسة تعاونية	مؤسسة تسييرية	مؤسسة رأسمالية	نوع المؤسسة

المصدر : Gomez.Piere -Yves, Le gouvernement de l'entreprise, Inter Editions - Masson, Paris, France, 1996, P39.

من أهم نتائج هذا التصنيف نجد ما يلي :

- من خلال حقوق الملكية يمكن التعرف على نوع المؤسسة، وبالتالي فحقوق الملكية هي أداة للتحليل.
  - الملكية الخاصة هي النوع الأفضل لأنها تتوفر على كل خصائص الحقوق وتسمح بكل ممارستها.
  - قابلية التنازل تسمح بإعادة إدراج السوق في تحليل حقوق الملكية.
- أما بالنسبة للسؤال الذي حاولت نظرية حقوق الملكية الإجابة عنه هو : لماذا توجد المؤسسات؟ ولم نكتفي بالسوق كآلية لتخصيص الموارد؟
- لأن المؤسسات تحث على تشكيل الفرق والجماعات أي العمل الجماعي وبما أن العمل الجماعي أكثر فعالية فالمؤسسات تساعد على تحسين الفعالية.

من أهم عيوب هذه النظرية :

- لم تعط تعريفا واضحا للحقوق.
- لا تعترف بحدود حقوق الملكية (الآثار السلبية).



## ثانيا : نظرية الوكالة La théorie de l'agence

لقد نشأت نظرية الوكالة كمحاولة لحل مشكلة تعارض المصالح، وذلك من خلال نظرتها للمؤسسة على أنها سلسلة من التعاقدات الاختيارية بين الأطراف المختلفة في المؤسسة من شأنها الحد من سلوك المسيرين (المديرين) بتفضيل مصالحهم الشخصية على مصالح الأطراف الأخرى.

### (1) مفهوم علاقة الوكالة

يمكن القول بأن نظرية الوكالة هي تعميم لنظرية حقوق الملكية، وقد حلت هذه النظرية في الفكر الاقتصادي بشكلها الرسمي في بداية سبعينيات القرن الماضي، إلا أن المفاهيم التي تستند إليها هذه النظرية تعود إلى الاقتصادي المعروف Adam Smith عند مناقشته لمشكلة الفصل بين الملكية والسيطرة في كتابه ثروة الأمم.

يعتبر كل من Michael Jensen et William Meckling (1976) أول من أدخل مفهوم الوكالة في الميدان المالي من خلال مقالهما الشهير *Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* المنشور في مجلة *Financial Economics*، حيث أشارا إلى حتمية حدوث صراع مصالح في المؤسسة عندما يكون هناك فصل بين الملكية والتسيير.

تعتبر نظرية الوكالة المؤسسة بأنها مجموعة من العلاقات التعاقدية بين الأطراف (الملاك، المسيرين، العمال، الموردن، العملاء... الخ) الذين يقدمون عوامل الإنتاج، ويسعى كل طرف إلى تحقيق مصالحه الذاتية والتي قد تتعارض مع مصالح الآخرين، مما يؤدي إلى ظهور مشكلات وكالة بين الأطراف المرتبطة بالوحدة الاقتصادية.

وتوجد علاقة الوكالة عندما يفوض شخص يدعى "الموكل" "Mandant" كلا أو جزءا من سلطته في اتخاذ القرار لشخص آخر يسمى "الوكيل" "Mandataire".<sup>1</sup>

يعرف Jensen et Meckling (1976) علاقة الوكالة بأنها : "عبارة عن عقد يلجأ بموجبه فرد (أو مجموعة من الأفراد) إلى خدمات شخص آخر لينجز باسمه عملا ما، الأمر الذي يتطلب تفويض سلطة اتخاذ القرار إلى الوكيل".<sup>2</sup>

وفقا لذلك فإن علاقة الوكالة تظهر عندما تكون ملكية مورد اقتصادي معين وحق التصرف فيه لدى شخص، في حين تكون صلاحية اتخاذ القرارات الخاصة باستغلاله لدى شخص آخر، بمعنى آخر عند انفصال الملكية عن الرقابة واتخاذ القرار.

<sup>1</sup>Riadh Garfatta, Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale : application au contexte français, Thèse de doctorat, Université De Bourgogne, Bourgogne, France, 2010, P 21.

<sup>2</sup>Michael C. Jensen, William H. Meckling, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, Vol. 3, N°. 4, October, 1976, P 308.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

من خصائص نظرية الوكالة أن سلوك الوكيل في تعظيم مصلحة الموكل ليس مطلقا، وإنما مشروط بأن يكون تعظيم مصلحة الموكل يمثل تلقائيا تعظيم مصلحة الوكيل أيضا.

لذلك نجد أن نظرية الوكالة تهتم بوصف السلوك الفردي داخل المؤسسة والعلاقات التعاقدية المثلى بين أفراد التنظيم الواحد، بهدف تخفيف حدة التعارض في المصالح، كما تفيد في توضيح المشاكل الناتجة عن عدم سعي الوكيل للعمل بالأسلوب الذي يتفق مع أفضل مصلحة ممكنة لموكل، وتتعدد أشكال علاقات الوكالة الناشئة بين الأطراف المختلفة المرتبطة بالمؤسسة حيث تصنف إلى<sup>1</sup>:

- **علاقات وكالة صريحة** : حيث تتحدد تلك العقود في صورة عقود قانونية تحدد واجبات ومسؤوليات كل طرف من أطراف التعاقد، مثل علاقة المساهمين (الموكل) والمسيرين (وكيل)، وعلاقة المساهمين (الموكل) ومراجع الحسابات الخارجي (وكيل).

- **علاقات وكالة ضمنية** : يختلف هذا النوع من علاقات الوكالة عن النوع الأول في عدم وجود تعاقد قانوني، وإنما تنشأ هذه العلاقة وفقا للعرف المهني المتفق عليه، حيث يمكن أن يكون أحد الأطراف مسؤولا عن تصرفاته أمام الطرف الآخر رغم عدم وجود تعاقد بينهما، مثل علاقة المسيرين (الموكل) ورؤساء الأقسام (الوكيل).

تقوم نظرية الوكالة على عدد من الفرضيات هي كالتالي<sup>2</sup>:

- يتميز كل من الموكل والوكيل بالرشد الاقتصادي ويسعى كل واحد منهما إلى تعظيم منفعه الذاتية.  
- اختلاف أهداف وأفضليات كل من الموكل والوكيل فبينما يسعى الأول إلى الحصول على أكبر قدر من جهد وعمل الوكيل مقابل أجر معقول، فإن الوكيل يسعى إلى تعظيم منفعه من خلال الحصول على أكبر قدر من المكافآت والحوافز والمزايا مع بذل جهد أقل.

- اختلاف المخاطرة التي يتحملها كل من الموكل والوكيل ويرجع ذلك إلى :

✓ عدم قدرة الموكل على متابعة وملاحظة أداء وقرارات وتصرفات الوكيل بصورة مباشرة.

✓ اختلاف الخلفية التدريبية والخصائص لكل من الموكل والوكيل.

✓ اختلاف إمكانية التوصل إلى المعلومات وفهمها لكل من الموكل والوكيل.

<sup>1</sup> أحمد ممدوح أحمد المرسي، إطار مقترح للنظرية الإيجابية في المحاسبة في بيئة الحوكمة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة بنها، مصر، 2009، ص 140.

<sup>2</sup> طارق حماد عبد العال، حوكمة الشركات : المفاهيم، المبادئ، التجارب، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص ص 67-68.

## 2) مشكلات الوكالة

تنشأ مشكلات الوكالة من خلال تعرض الموكل إلى خسارة نتيجة أخلاق وتصرفات الوكيل وعدم بذل العناية الكافية لتعظيم عائد الموكل، ويعود السبب في ذلك إلى أن الموكل ليس لديه الوسائل الرقابية المباشرة والكافية لقياس جهد الوكيل.

حيث تحمل علاقة الوكالة في طياتها بعض الخصائص التي تعتبر ملائمة لانتهازية الوكيل، وقد تكون مصدرا لمشكلات الوكالة وتحمل بعض التكاليف والتي يطلق عليها تكاليف الوكالة.

هذه الخصائص يمكن تلخيصها في أربع نقاط أساسية هي<sup>1</sup>:

### 1. عدم اكتمال العقود *L'incomplétude des contrats* :

يمكن تعريف العقد على أنه وثيقة قانونية تربط المؤسسة مع مختلف أطراف المصلحة فيها، كما يمكن القول بأنه تدوين للعلاقات بين مختلف الأطراف (المساهمين، الدائنين، العمال،... إلخ) داخل المؤسسة، ومن المرجح أن يتيح هذا التدوين أفضل تنسيق بين السلوكيات الفردية من أجل الوصول إلى اتخاذ قرارات تضمن أفضل تخصيص للموارد، وبغية أن يكون هذا التنسيق فعالا لا بد أن يحدد العقد سلوك مختلف الأطراف داخل المؤسسة.

في الواقع العقد المبرم بين أي طرفين يعد عقدا ناقصا وغير مكتمل لأنه من الصعب التنبؤ بالأحداث التي يمكن أن تحدث مستقبلا.

وبالتالي تعتبر نظرية الوكالة أن هذه العقود غير كاملة وذلك لحالة عدم اليقين (حالة عدم التأكد) في بيئة المعلومات بالنسبة للمؤسسة، لذلك فعدم اكتمال العقد قد يؤدي بالوكيل (المسيرون في علاقة مساهم- مسير) لاستغلال ذلك في خدمة مصالحه الشخصية على حساب مصلحة الموكل.

### 2. عدم تماثل المعلومات *L'asymétrie informationnelle* :

يمثل عدم تماثل المعلومات المصدر الأساسي لمشاكل الوكالة، حيث تنشأ مشكلات الوكالة نتيجة الاختلاف في كمية ونوعية المعلومات المتاحة لكل من الموكل والوكيل، وتظهر في الحالات التي لا يمكن للموكل فيها ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة والتحقق من نتائج قراراته، وفي هذه الحالة لا يستطيع الموكل أن يحدد فيما إذا كان الوكيل يختار البديل المناسب أم لا عند اتخاذ القرارات المختلفة.

بمعنى أن الوكيل (المسير) يتوفر لديه كل المعلومات المتاحة عن المؤسسة من واقع معاشيته لها، ويستخدم تلك المعلومات لتحقيق مصلحته الشخصية حتى ولو تعارضت مع مصلحة الموكل (المساهم أو الملاك).

<sup>1</sup>Riadh Garfatta, Op.Cit, PP 23-24.

كما قد تنشأ مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الموكل والوكيل نتيجة لاختلاف الخلفية العلمية والمهنية لكل منهما، حيث يكون الوكيل شخصا مهنيا متخصصا ويملك المعلومات التي تمكنه من القيام بعمله ومحاولة تحقيق أهدافه أيضا، أما الموكل فلا تتوفر لديه خبرة وعلم ومعلومات الوكيل.

إضافة إلى ذلك فإن مشكلة عدم القدرة على الملاحظة (أي عدم قدرة الموكل على ملاحظة مستوى الجهد المبذول من الوكيل ونتيجة عمله) تعد شرطا كافيا وليس ضروريا لخلق مشكلة عدم تماثل المعلومات.

### 3. حالة عدم التأكد L'incertitude :

إن حالة عدم التأكد تمنع من إسقاط أي توقع للأحداث في المستقبل، ويفسر ذلك بعدم إمكانية أو بالتكاليف الباهظة المتعلقة بالتنبؤ بكل الأحداث الممكنة عند إبرام العقد، إذ أن علاقات الوكالة تؤسس في ظل ظروف بيئية تتضمن حالة عدم التأكد الناتجة عن متغيرات البيئة الخارجية، وأنه من المستحيل التخطيط مسبقا لكل الحالات التي يتخذ فيها الوكيل القرارات، فعدم التأكد يعطي مجالا لاستقلالية الوكيل، وبهذا ترتبط حالة عدم التأكد بمشاكل المراقبة وحالة عدم تماثل المعلومات.

### 4. نقص مراقبة جهود الوكيل L'imparfaite observabilité des efforts de l'agent :

تفسر بالصعوبة والتكاليف الباهظة التي يمكن أن تنجم عن مراقبة مدى الجهود المبذولة من طرف الوكيل في تأدية مهامه داخل المؤسسة.

يؤدي عدم تماثل المعلومات إضافة إلى عدم اكتمال العقود وحالة عدم التأكد إلى زيادة السلوك الانتهازي للوكيل، وبالتالي إلى ظهور مشكلات علاقات الوكالة (مشكلة المخاطرة الأخلاقية ومشكلة الاختيار العكسي).

#### أ. مشكلة المخاطرة الأخلاقية (أو الحظر المعنوي) Risque Moral :

ترجع هذه المشكلة إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات، حيث في ظل عدم تماثل المعلومات بين الموكل والوكيل، فإنه من المتوقع قيام الوكيل ببذل جهد أقل من المستوى الأمثل من وجهة نظر الموكل، بمعنى عدم بذل الوكيل العناية الكافية في أدائه وتصرفاته واتخاذ القرارات بما يحقق مصلحة الموكل.<sup>1</sup>

#### ب. مشكلة الاختيار العكسي Sélection Adverse :

تظهر هذه المشكلة نتيجة قيام الوكيل بعمله بطريقة تختلف عما يرغبه الموكل وبالتالي اختيار الوكيل لقرارات مناقضة لرغبة الموكل وهي أيضا نتيجة لمشكلة عدم تماثل المعلومات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Céline Du Boys, Rôle des conflits d'agence, de la structure d'actionariat et des mécanismes de gouvernance sur les politiques de distribution, Thèse de doctorat, Université Paul Cézanne (Aix-Marseille 3), Marseille, France, 2007, P 74.

<sup>2</sup>حسام عبد الرشيد عبد الشافي شرف الدين، دراسة تحليلية لتقييم أداء الشركات الفايضة والتابعة في ظل نظرية الوكالة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، مصر، 1989، ص 24.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

تنشأ مشكلة الاختيار العكسي حتى في الحالات التي يمكن للموكل ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة والتحقق من نتائج قراراته، فبسبب عدم تماثل المعلومات المتاحة لكل من الموكل والوكيل مثل احتفاظ الوكيل ببعض المعلومات الخاصة أو الداخلية، وفي هذه الحالة لا يستطيع الموكل أن يحدد ما إذا كان الوكيل يقوم بالاختيار المناسب أم لا عند اتخاذ القرارات التي تخص المؤسسة.<sup>1</sup>

وينشأ عن مشكلة الوكالة بين الموكل والوكيل تضارب في المصالح والتي ينبغي العمل على تخفيضها والتقليل منها، وسوف نتطرق فيما يلي إلى أهم التضاربات في المصالح التي يمكن ان تحدث بسبب وجود علاقة الوكالة، على الرغم من أن مقال Jensen et Meckling (1976) ركز على نوعين فقط من تضارب المصالح : تضارب المصالح بين الملاك والمسيرين وتضارب المصالح بين الملاك والدائنين.

### 1- تضارب المصالح بين الملاك والمسيرين :

يحدث هذا النوع من تضارب المصالح عندما يمتلك المسيريون لنسبة أقل من 100% من رأس مال المؤسسة (انفصال الملكية عن التسيير)، وهو ما يدفع بالمسيرين إلى بذل جهد أقل مقارنة بالملاك المسير.

المسيرون غير المالكين ونظرا لعدم تماثل المعلومات بينهم وبين الملاك (المساهمين) فإنهم سوف يقومون ببعض التصرفات الانتهازية لتحقيق مصالحهم الذاتية على حساب مصالح الملاك وهو ما يزيد من حدة مشاكل الوكالة وتكلفتها.

ومن أهم أسباب حدوث تضارب المصالح بين الملاك والمسيرين ما يلي<sup>2</sup>:

#### - اختلاف أهداف الملاك (المساهمين) والمسيرين :

حيث يبحث الملاك عن تعظيم ثروة وقيمة المؤسسة، في حين نجد أن المسيرين على العكس من ذلك يبحثون على تعظيم منفعتهم الذاتية عن طريق زيادة الإنفاق على مظاهر الترف والبذخ لموقعه كمسير، والتي لا ينفقها إذا ما كان وحده المالك المسير.

#### - اختلاف درجة تحمل المخاطر :

بما أن الملاك (المساهمين) بإمكانهم تنويع محافظهم الاستثمارية لذلك نجدهم محايدون بالنسبة للمخاطر، أما المسيريون فإنهم لا يستطيعون تنويع فرص عملهم لذلك سوف يكونون متجنبين للمخاطر، وعليه سوف يختارون البدائل الاستثمارية ذات المخاطر المنخفضة وبالتالي ذات العائد المنخفض كذلك، وهو ما يتناقض مع تفضيلات ورغبة الملاك (المساهمين).

<sup>1</sup> جمال بدير علي الخولي، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاع العام والخاص، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، مصر، 1995، ص 47.

<sup>2</sup> Céline Du Boys, Op.Cit, P 77.

- اختلاف الأفق الزمني :

فالمسيرون يهتمون باتخاذ القرارات على المدى القصير أي بفترة عملهم داخل المؤسسة، لذلك سوف يختارون المشاريع الاستثمارية ذات المردودية على المدى القصير، في حين الأفق الزمني للملاك فهو غير محدود لأن امتلاكهم لرأس مال المؤسسة يفترض أنه غير منته، ويظهر هذا النوع من النزاع في قرارات الاستثمار الخاصة بالبحث والتطوير، حيث يكون المسيرون أقل ميلا لهذا النوع من الاستثمارات لأن إيراداته متعلقة بالمدى الطويل.

2- تضارب المصالح بين المساهمين والدائنين :

أوضح Jensen et Meckling (1976) كذلك وجود علاقة وكالة بين المساهمين والدائنين والذي يطرح مشكلة تضارب المصالح بينهما، نتيجة لرغبة المساهمين في تعظيم ثروتهم على حساب الدائنين من خلال استغلال المساهمين لفرصة حريتهم في تسيير الموارد المالية للمؤسسة (الديون)، إضافة إلى السلوك الانتهازي للمساهمين لعدم قدرة الدائنين على الرقابة لجهود المساهمين من جهة وحالة عدم تماثل المعلومات بين الطرفين من جهة أخرى (المساهمين والدائنين).

ومن أهم أسباب حدوث تضارب المصالح بين المساهمين والدائنين ما يلي :

- حافز إحلال (استبدال) الأصول **La substitution d'actif** :

ينشأ بسبب ما يترتب على التمويل بالديون من حافز للمساهمين على قبول المشاريع ذات المخاطر المرتفعة أو قبول المشاريع الأقل مثالية، التي قد تؤدي إلى نقل الثروة من الدائنين (المقرضين) إلى المساهمين.

أشار Jensen et Meckling (1976) في نظريتهما إحلال أصول أكثر مخاطرة محل أصول أقل مخاطرة إلى أنه بسبب اختلاف تفضيلات المخاطرة إضافة إلى عدم تناظر (تماثل) المعلومة **l'asymétrie d'information** بين المساهمين والدائنين (البنوك أو حملة السندات) يؤدي بالمساهمين إلى محاولة استنزاف ثروة الدائنين، عن طريق استخدام الديون في تمويل مشاريع أكثر مخاطرة من التي سبق الاتفاق عليها معهم (البنوك أو حملة السندات) وذلك لتحقيق أقصى عائد يمكنهم الحصول عليه.<sup>1</sup>

إن اختيار المساهمين للمشاريع الاستثمارية ذات المخاطر سوف يؤدي إلى ارتفاع التدفقات النقدية المستقبلية وبالتالي إلى ارتفاع تكلفة حقوق الملكية (للأسهم)، ومن شأن هذا التصرف أن يضر بمصلحة الدائنين من خلال انخفاض القيمة السوقية للديون.

كما أشار Jensen et Meckling (1976) إلى أن عقود الاقتراض يتوقع أن تتضمن بعض الشروط التي تمنع من استبدال الأصول أو تمنع من الاستثمارات غير المتفق عليها مع الدائنين.

<sup>1</sup>Michael C. Jensen, William H. Meckling, Op.Cit, P 350.

– خطر قصور الاستثمار أو مشكل الاستثمار أقل مما يجب **Le risque de sous investissement** :

أشار Myers (1977) في نظرية الاستثمار أقل مما يجب إلى العلاقة بين الدين واستعداد المؤسسة للاستثمار، مضمون هذه النظرية أن المساهمين من الممكن أن يكون لهم الحافز على رفض المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، إذا كانت أرباح تلك المشاريع سوف تذهب إلى الدائنين (البنوك وحملة السندات).<sup>1</sup>

– سياسة توزيعات الأرباح **La politique de dividende** :

يحدث هذا النوع من النزاع بين المساهمين والدائنين وذلك بسبب اختلاف تفضيلاتهم فيما يخص قرار إعادة استثمار الأرباح المحققة أو القيام بتوزيع للأرباح.<sup>2</sup>

فإذا ما تم اتخاذ قرار إعادة استثمار الأرباح فإن ذلك سوف يؤدي إلى انخفاض توزيعات الأرباح وهو ما لا يتفق مع رغبة المساهمين، أما إذا فضل المساهمون القيام بتوزيعات الأرباح فإن ذلك سوف يؤدي إلى انخفاض المشاريع الاستثمارية مستقبلا وبالتالي انخفاض مستوى النشاط، وهو ما يؤدي بالضرورة إلى زيادة خطر عدم القدرة على تسديد الديون (مستحقات الدائنين).

إذا كان قرار إجراء توزيعات الأرباح المحققة غير مفضل من طرف الدائنين فإن قرار إعادة استثمار الأرباح المحققة سوف يؤدي إلى نقل الثروة من المساهمين إلى الدائنين وذلك لأن معدل الفائدة محدد مسبقا وعند مستوى خطر أقل.

3- تضارب المصالح بين المساهمين الأغلبية والمساهمين الأقلية :

ميز Jensen et Meckling (1976) بين صنفين من المساهمين :

– المساهمون الداخليون :

وهم المساهمون الذين يشاركون في عملية تسير المؤسسة أو ما يطلق عليهم بالمساهم – المسير، وبالتالي هذا التعريف ينطبق على تعريف المساهمون الأغلبية والذين لهم قدرة التأثير داخل الجمعية العامة من خلال قرارات تصويتهم نظرا لاملاكهم لأكثر عدد من أسهم المؤسسة، قدرة رقابة المساهمين الأغلبية على مجلس الإدارة يمكنهم من سهولة الحصول على المعلومات الداخلية، والمشاركة في اتخاذ القرارات التي تخص المؤسسة، إضافة إلى قدرة الرقابة على المسيرين.

– المساهمون الخارجيون :

وهم المساهمون الذين لا يشاركون في العملية التسييرية للمؤسسة، إن تعريف المساهمون الأقلية يقترب من تعريف المساهمون الخارجيون وهم المساهمون الذين لا يملكون رأس المال الكافي أو حقوق التصويت الكافية للتأثير

<sup>1</sup>Stewart C. Mayers, Determinants of corporate borrowing, Journal of Financial Economics, Vol. 5, N° 2, 1977, P162.

<sup>2</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P 84.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

على القرارات التي تخص المؤسسة، كذلك ليست لهم القدرة على رقابة المسيرين، وبالتالي يوكلون هذه المهمة إلى أعضاء مجلس الإدارة.

يحدث تضارب المصالح بين المساهمين الأغلبية والمساهمين الأقلية وذلك بسبب قدرة حصول المساهمين الأغلبية على معلومات تخص تسيير المؤسسة، أو بالأحرى بسبب مشكلة عدم تناظر المعلومات بين الطرفين والتي تؤدي إلى ما يسمى بمشكلة التدفق النقدي الحر *Frés cash flow*، التي هي نقل للثروة من المساهمين الأقلية إلى المساهمين الأغلبية،<sup>1</sup> يحدث ذلك نتيجة لعدم قدرة المساهمين الأقلية على الرقابة داخل المؤسسة والتي تؤدي إلى حالة عدم تماثل المعلومات بين المساهمين الأغلبية والمساهمين الأقلية، وهو ما يدفع بالمساهمين الأغلبية إلى القيام بسياسة تسيير النتيجة *la gestion de résultat* من خلال التلاعب بالمعلومات المحاسبية، التي ينتج عنها تغيير الإشارات المرسلّة إلى السوق المالي بخصوص أداء المؤسسة وبالتالي تعظيم أرباحهم من خلال إخفاء جزء من أرباح المؤسسة.

عرف Jensen (1986) التدفق النقدي الحر *Frés cash flow* على أنه تدفق الخزينة الذي يتجاوز ما هو مطلوب لتمويل جميع المشاريع الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة محين بتكلفة رأس المال.<sup>2</sup> كما أشار Jensen (1986) إلى أن اللجوء إلى الاستدانة يعد ضروريا في حالة وجود تدفق نقدي حر مرتفع للتقليل من تضارب المصالح بين المساهمين المسيرين والمساهمين الخارجين.<sup>3</sup>

### 3) تكاليف الوكالة

تنشأ تكاليف الوكالة كنتيجة مباشرة لمشاكل الوكالة، والتي تحدث نتيجة وجود تعارض في المصالح بين أطراف علاقة الوكالة (الموكل والوكيل) وعدم اتفاق دوال الهدف لكل منهما، حيث يمثل عدم تماثل المعلومات الذي يؤدي إلى السلوك الانتهازي للوكيل المصدر الرئيسي لمشاكل الوكالة والمتمثلة في مشاكل المخاطرة الأخلاقية والاختيار العكسي.

عرف Jensen et Meckling (1976) تكاليف الوكالة بأنها التكاليف التي يستحيل في حالة عدم تحملها ضمان قيام الوكيل بالتصرفات المثلى من وجهة نظر الموكل وقد صنفها إلى<sup>4</sup>:

**1- تكاليف المراقبة :** وهي التكاليف التي يتحملها الموكل من أجل الحد من السلوك الانتهازي للوكيل من خلال تأمين الرقابة على سلوكه وتصرفاته، مثل تكلفة إنشاء نظام للحوافز لجعل مصلحة الوكيل تقترب

<sup>1</sup>Ibid, P 81.

<sup>2</sup>Michael C. Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, The American Economic Review, Vol. 76, N°. 2, May, 1986, P 323.

<sup>3</sup>Ibid, P 324.

<sup>4</sup>Jérémy Morvan, La Gouvernance d'entreprise managériale positionnement et rôle des gérant de fonds socialement responsables, Thèse de doctorat, Université de Bretagne Occidentale , Brest, France, 2005, PP 34-35.



من مصلحة الموكل، تكاليف مجلس الإدارة، تكاليف الفصل بين وظائف الرئيس والمدير العام وتكاليف إنشاء مجلس المديرين ومجلس الرقابة.

**2- تكاليف الالتزام :** وهي تكلفة يتحملها الوكيل لإقناع الموكل أنه يعمل لمصلحته وأنه يتخذ قرارات مثلى من وجهة نظر الموكل، مثل شراء الأسهم العادية للمؤسسة من طرف المسيرين بهدف وضع مصالحهم الشخصية في صف واحد مع مصالح المساهمين.

**3- الخسارة المتبقية :** هي التكاليف المرتبطة بالخسارة التي يتحملها الموكل بفعل التباعد بين المصالح آخذين في الحسبان تكاليف الالتزام وتكاليف المراقبة، فمثلا تتمثل التكاليف المتبقية بالنسبة للمساهمين في الفرق بين الثروة التي يحصلون عليها عندما يكونون هم المسؤولين عن إدارة المؤسسة بشكل مباشر وبين الثروة التي يحصلون عليها عندما يوكلوا مهمة تسيير المؤسسة إلى الوكيل

### ثالثا: نظرية تكلفة الصفقة *la théorie de cout de transaction*

تستند نظرية تكلفة الصفقة على أعمال Ronald Coase الذي أدخل فكرة أن نظام الأسعار يعد مكلفا نوعا ما، وقام بوصف الفرضيات النظرية الأساسية له وفهم محددات تكاليف الصفقات.

تقوم نظرية تكلفة الصفقة أساسا على فرضية فشل السوق الذي لا يضمن دائما الكمال ومجانبة المعلومات، فتحليل اقتصاد تكاليف الصفقة طور إطارا للاختيار بين مختلف أنماط التنسيق الاقتصادي الممكنة : السوق، المؤسسة، والعقود.

#### (1) نشأة نظرية تكلفة الصفقة

تقوم نظرية تكلفة الصفقة على مفهوم تكلفة الصفقة الذي تقدم به Coase في مقاله سنة 1937 حول طبيعة المنشأة "La nature de la firme" الذي أعطى مفهوم جديد للمؤسسة.

من خلال السؤال حول طبيعة المؤسسة وأسباب تواجدها عرف Coase (1937) المؤسسة على أنها شكل من أشكال التنظيم الاقتصادي البديل للسوق، ويبرر وجودها بقدرتها على الاقتصاد في التكاليف عند اللجوء إلى نظام الأسعار (تكاليف الصفقات).<sup>1</sup>

إن فرضية وجود تكاليف الصفقات سوف تؤدي إلى تقاطع أساسي مع مبادئ فعالية آليات السوق المتواجدة في جوهر الاقتصاد الجزئي.

سوف نحاول فيما يلي تحليل كيف كانت حدود فرضيات توازن السوق فرضيات لنظرية تكلفة الصفقة.

<sup>1</sup>Ronald. H. Coase, The Nature of the Firm, *Economica*, New Series, Vol. 4, N°.16. Nov, 1937, P 390.

- حدود نظام الأسعار حسب Cose (1937)

لقد أشار Cose سنة 1937 إلى أنه إذا كان التنسيق الاقتصادي يحدث بواسطة نظام الأسعار داخل السوق فكيف يفسر تواجد المؤسسات؟<sup>1</sup>

فخارج المؤسسة حركات الأسعار هي التي تسيّر الإنتاج، والتنسيق الاقتصادي يحدث من خلال سلسلة من الصفقات التي تحدث داخل السوق، أما داخل المؤسسة فتغيب صفقات السوق ويصبح صاحب المشروع أو المنظم هو منسق الإنتاج، وعليه فحسب تحليل Cose (1937) المؤسسة هي بديل للسوق وصفقاته.<sup>2</sup>

إن الجواب الذي قدمه Cose (1937) للسؤال المطروح يشير إلى فشل السوق الذي يتميز بوجود تكاليف الصفقات، وهو ما أعطى دفعا جديدا لتقدم اقتصاد تكاليف الصفقات.

لقد أوضح Cose (1937) أن التوجه نحو نظام الأسعار ليس مجانيا، وقدم مجموعة من الانتقادات لفرضية كمال السوق وذلك لتبرير تواجد المؤسسات والتي تحاول تقليل تكاليف الصفقات.

فحسب النظرية الكلاسيكية الجديدة néoclassique يحدث التوازن داخل السوق من خلال نظام الأسعار (العرض والطلب) والذي يقوم على فرضيتين أساسيتين وهما: العقلانية الكاملة la rationalité parfaite للأفراد ومجانبة وكمال المعلومات.

إن البراهين (الأدلة) التي قدمها Cose في مقاله سنة 1937 لوجود تكاليف الصفقات تطرح ثانية للبحث المبدأ الأساسي لكفاءة السوق حسب النظرية الكلاسيكية الجديدة ومن بين تلك البراهين<sup>3</sup>:

1- عدم كمال المعلومات :

حسب Cose (1937) فإن المعلومات ليست كاملة داخل السوق وهو ما يتناقض مع مبادئ النظرية الكلاسيكية الجديدة المتعلقة بالمعلومات وسلوك الأفراد، وأشار إلى احتمال احتفاظ الأفراد بالمعلومات بهدف تعظيم المصلحة الشخصية، وهو ما يؤدي إلى حالة عدم تماثل المعلومات وبالتالي حدوث اختلال السوق.

في ظل هذه الظروف فإن الحصول على المعلومات يصاحبه لا محالة تكاليف البحث عنها، واللجوء إلى نظام الأسعار يمكن أن يكون مكلفا وهذا هو البرهان الذي قدمه Cose (1937) على فشل السوق.

<sup>1</sup>Ronald. H. Coase et al, La nature de la firme, Revue française d'économie. Vol. 2 N° 1, 1987, P 136.

<sup>2</sup>Ibid, P 137.

<sup>3</sup>Ibid, PP 138-148.

## 2- وجود تكاليف التعاقد :

حسب Cose (1937) فإن التفاوض وإبرام العقود عند القيام بعمليات التبادل داخل السوق لنقل حقوق الملكية يستلزم نفقات، مثل تكاليف البحث عن الطرف المتعامل معه، كتابة العقد، تكاليف متابعة احترام شروط العقد... إلخ، وبالتالي هذه الصيرورة يمكن أن تحدّ من القيام بالعديد من الصفقات داخل السوق. وقد أطلق Cose (1937) على تكاليف اللجوء إلى السوق أو تكاليف التنسيق بواسطة السوق تكاليف الصفقة.

## 3- عدم التأكد :

تتميز آلية السوق بحالة عدم التأكد وهو التبرير الذي قدمه Cose (1937) لوجود المؤسسة، فعند الأخذ بعين الاعتبار هذا العامل أكد Cose (1937) على ضرورة وجود مقاول داخل المؤسسة قادر على القيام بالتنسيق والتنظيم واتخاذ قرارات تخص نشاط الإنتاج، وذلك بسبب عدم القدرة على التأقلم مع حالة عدم التأكد الناجمة عن التقلبات والتغيرات في السوق، وحسب Cose (1937) التنسيق الموجود داخل المؤسسة مختلف تماما عن آلية السعر.

## 4- ميزات التعاقد طويل الأجل :

مقارنة بالعقود قصيرة الأجل فإن العقود طويلة الأجل يمكن أن تكون مصدرا للاقتصاد في تكاليف اللجوء إلى نظام الأسعار، ويكون هذا الاقتصاد في التكاليف خصوصا إذا كان التبادل يتم على نفس السلعة أو الخدمة، وذلك بسبب عامل الثقة الذي يتولد نتيجة لطول فترة التعامل، والذي يقلص من السلوك السيء للأطراف المتعاملة.

وقد كانت ميزة التعاقد الطويل الأجل عاملا لبروز المؤسسة، فحسب Cose (1937) فإن المؤسسة تستمر في النمو إلى أن تصبح تكاليف المؤسسة للصفقة (العقود) مساوية لتكاليف هذه الصفقة داخل السوق أو في مؤسسة أخرى.

إن القيمة العلمية للطرح الذي قدمه Cose سنة 1937 لا يكمن فقط في إظهار فشل نظام الأسعار (فشل السوق) وإنما في الاعتراف بوجود تكاليف الصفقات (المعاملات).

مواصلة لأعمال Cose (1937) فإن مقارنة تكاليف الصفقات تم تطويرها من طرف Oliver Williamson الذي جسّد الأبعاد التعاقدية والمؤسسية لنظرية تكلفة الصفقة.

في الواقع تحليل Williamson كان نتيجة للعديد من الخلفيات النظرية التي ساهمت في مجموعها في بناء نموذج الاقتصاد المؤسسي الجديد لتكاليف الصفقات (المعاملات)، هذه المساهمات النظرية هي كما يلي:

- Herbert Simon ونظرية العقلانية المحدودة.

- Kenneth Joseph Arrow بخصوص أهمية المعلومة لفهم " إخفاقات السوق "

تكمّن قيمة الطرح الذي قدمه Williamson في التطرق لجميع المشكلات التعاقدية والعوامل التي تفسر وتحدد تكاليف الصفقات، إضافة إلى مفهوم الصفقة وتكاليف الصفقات.

## 2) تكلفة الصفقة

### 1- مفهوم تكلفة الصفقة

تعتبر الصفقة عن عملية تبادل للمعلومات أو المنتجات (أو خدمات) لها قيمة اقتصادية بالنسبة للأطراف المتبادلة.

وقد عرف Williamson الصفقة على أنها " انتقال سلعة أو خدمة بين طرفين نتيجة اعتماد مرحلة على نتائج المراحل السابقة."<sup>1</sup>

كما يمكن أن نعرف الصفقة بأنها عملية نقل لحقوق الملكية (حق التصرف، حق الاستغلال وحق البيع) إلى أطراف أخرى.

إن عملية نقل حقوق الملكية تتضمن بعض التكاليف بالنسبة للأطراف المتبادلة خصوصا في حالة المنافسة، يطلق على تلك التكاليف تكاليف الصفقة.

عرف Arrow تكاليف الصفقة " بأنها تكاليف تشغيل النظام الاقتصادي."<sup>2</sup>

تكاليف الصفقة يمكن أن تنتج قبل أو بعد عملية التعاقد<sup>3</sup>:

- التكاليف السابقة للصفقة **coûts ex ante** : وهي التكاليف المرتبطة بالميكانيزمات المحددة للصفقة كتكاليف التفاوض، تكلفة تحرير العقد، وتكاليف التحقق وتوثيق الضمانات.

- التكاليف اللاحقة للصفقة **coûts ex post** : وهي التكاليف المتعلقة بميكانيزمات قيادة الصفقة كتكاليف عدم توافق العقد، تكاليف إعادة التفاوض للعقد، إضافة إلى تكاليف متابعة ومراقبة العقد.

### 2- العوامل المؤثرة على تكاليف الصفقات :

يمكن تقسيم العوامل المؤثرة على تكاليف الصفقات إلى ثلاثة عوامل رئيسية :

<sup>1</sup>Oliver E. Williamson, The modern corporation : origins, evolution, attributes, Journal of Economic Literature, Vol. 19, N°. 4, Dec 1981, P1544.

<sup>2</sup>Idem.

<sup>3</sup>Laurent Tanguy, De la théorie des coûts de transaction à une économie des coûts de traduction , Thèse de doctorat, Ecole des Hautes Etudes Commerciales, Paris, France, 2011, PP 103-104.

أ- العوامل المتعلقة بالسلوك البشري (الفرضيات السلوكية) :

تعتمد نظرية تكلفة الصفقة على فرضيتين سلوكيتين وهما : الرشادة المحدودة وانتهازية الأفراد.

- الرشادة المحدودة **Rationalité limitée** :

مفهوم الرشادة المحدودة (أو العقلانية المحدودة) مستمد من نظرية القرار لـ Herbert Simon سنة 1957، حيث أن الفرد الاقتصادي لا يمكنه معالجة أو استخدام جميع المعلومات المتوفرة في المحيط الخارجي، إضافة إلى صعوبة التنبؤ بكل الحالات الممكنة عند إبرام العقود وبالتالي فالرشادة هنا محدودة وليس مطلقة.<sup>1</sup>

- انتهازية الأفراد **L'opportunisme des 'agents** :

يتمثل السلوك الانتهازي للأفراد في البحث عن المصلحة الشخصية من خلال اللجوء إلى الحيل والغش وخداع الآخرين وهذا بشكل طوعي.<sup>2</sup> أما بالنسبة لـ Williamson فالسلوك الانتهازي هو تحقيق لمكاسب فردية في المعاملات سبب عدم الصراحة والصدق. ويمكن التمييز بين شكلين من الانتهازية<sup>3</sup> :

✓ الانتهازية القبلية **L'opportunisme ex ante** : تحدث عندما يكون هناك غش قبل أو أثناء

إبرام العقد بين طرفين من خلال إخفاء للمعلومات، هذه الانتهازية تؤدي إلى مشكل الاختيار المعاكس  
.Sélection adverse

✓ الانتهازية البعدية **L'opportunisme ex post** : تحدث عندما يكون هناك غش في مرحلة تنفيذ

العقد أو في نهاية العقد ( تقييم تصرفات الطرفين، إعادة تحرير أو صياغة العقد)، ويحدث الغش بسبب صعوبة الرقابة على احترام شروط التعاقد، هذه الانتهازية تقود إلى مشكلة الخطر المعنوي أو الأخلاقي  
.Risque moral

ب- العوامل المرتبطة مباشرة بالصفقة :

هناك ثلاث سمات أساسية تميز الصفقة : خصوصية الأصول، عدم التأكد، والتكرار (التردد).

- خصوصية الأصول **la spécificité des actifs** :

تتحدد خصوصية الأصول عند Williamson على أساس الدرجة التي يمكن من خلالها إعادة نقل أصل ما لمستعمل آخر دون انخفاض في قدرته الإنتاجية وقيمه،<sup>4</sup> أي إمكانية القيام بعقد صفقة ثانية لنفس الأصل، تتميز الأصول ذات الخصوصية بأنها استثمارات مستدامة (معمرة لمدة زمنية طويلة).

<sup>1</sup>Yun-Hsiang Tien, Etude et comparaison des facteurs décisionnels de l'externalisation informatique dans les établissements hospitaliers publics et privés, Thèse de doctorat, Université François - Rabelais De Tours, Tours, France, 2008, P 46.

<sup>2</sup>Thi Ngoc Vân Huynh, L'externalisation de la fonction comptable, une analyse processuelle de la décision et de la gestion, Thèse de doctorat, Université Lille1, Lille, France, 2010, P89.

<sup>3</sup>Laurent Tanguy, Op.Cit, P 106.

<sup>4</sup>Pierre-Yves Gomez, La théorie des coûts de transaction, EM Lyon, P 5, [http:// www. grh.hec .ulg. ac. be/ cours / supports / COSE / transactions.pdf](http://www.grh.hec.ulg.ac.be/cours/supports/COSE/transactions.pdf), consulté le 03/10/2013.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

كلما ارتفعت درجة خصوصية الأصول كلما أدى ذلك إلى ارتفاع تكاليف الصفقة الخاصة بها، وذلك بسبب عدم وجود مرونة في الاستخدام (استخدام متخصص وقليل).<sup>1</sup>

يمكن التمييز بين ستة أشكال لخصوصية الأصول:<sup>2</sup>

- ✓ خصوصية الموقع : وذلك عندما يتم تثبيت المعدات والتجهيزات في موقع جغرافي معين لتقليل تكاليف التخزين والنقل.
- ✓ خصوصية الأصول المادية : تشير إلى الأصول المخصصة للاستخدام أو الخدمة معينة.
- ✓ خصوصية الأصول البشرية : تتمثل في الكفاءات والمهارات المتطورة داخل المؤسسة.
- ✓ خصوصية الأصول المخصصة : وهي تشير إلى الأصول المطلوبة لغرض إتمام المعاملة حيث أنه لا يمكن شراء الأصول إلا بتوفرها، مثل خدمات التركيب والصيانة التي ترافق عملية شراء المعدات.
- ✓ خصوصية العلامة : تمثل القيمة غير الملموسة للمنتج.
- ✓ الخصوصية الزمنية : تتمثل في احترام مواعيد التسليم للمنتج.

### - عدم التأكد L'incertitude :

ترتبط حالة عدم التأكد بفرضية العقلانية المحدودة وانتهازية الأفراد،<sup>3</sup> ويمكن أن نميز بين نوعين من عدم التأكد:<sup>4</sup>

- ✓ عدم التأكد السلوكي : يتعلق بصعوبة التنبؤ ومراقبة سلوكيات الموردين الخارجيين.
- ✓ عدم التأكد البيئي : يتمثل في صعوبة توقع تغيرات المحيط الخارجي.

### - تردد الصفقة La fréquence de la transaction :

يشير إلى عدد مرات تكرار الصفقة، كلما كانت الصفقة متكررة كلما أدى ذلك إلى ارتفاع تكاليف الصفقة، أيضا كلما كان الأصل على درجة عالية من الخصوصية كلما كانت درجة تكرار الصفقة منخفضة والعكس صحيح.

### ت- العوامل المرتبطة بإطار الصفقة :

يؤدي عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المتعاقدة إلى ارتفاع درجة المخاطر المرتبطة بإطار الصفقة، وتنتج حالة عدم تماثل المعلومات بسبب حالة عدم التأكد والتعقيد في البيئة الخارجية (عدم التأكد الخارجي أو البيئي)

<sup>1</sup>Thi Ngoc Vân Huynh , Op.Cit, P 91.

<sup>2</sup>Yun-Hsiang Tien, Op.Cit, PP 47-48.

<sup>3</sup>Richard Calvi , L'externalisation des activités d'achat : l'apport de la théorie des coûts de transaction, VII<sup>ème</sup> Conférence Internationale de Management Stratégique « Perspectives en Management Stratégique » Louvain-la-Neuve, Belgique, 27-28-29 mai 1998. P 3

<sup>4</sup>Yun-Hsiang Tien, Op.Cit, P 48

والذي يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الصفقة، إضافة إلى ذلك كلما كان الأصل يمتاز بخصوصية عالية كلما أدى ذلك إلى انخفاض عدد مورديه.<sup>1</sup>

### (3) أشكال الحوكمة Les formes de gouvernance

قام Williamson (1985) بتحليل أشكال الحوكمة من خلال العقود، حيث انتقل من المفهوم القانوني التقليدي للعقود والذي هو اتفاق بين طرفين لتبادل السلع والخدمات إلى مفهوم العقد كهيكل structure مستندا في ذلك على أعمال كل من<sup>2</sup>: Lwehynn (1931) من خلال منظور واقعية العقود L'approche réaliste des contrats وأعمال Macneil (1974،1978) من خلال منظور علائقية العقود (العقود العلائقية) L'approche relationnelle des contrats.

يعد العقد حسب هذا المنظور كإطار عام قابل للضبط والذي لا يتطابق مع العلاقات الحقيقية بين الأطراف، وهو بمثابة دليل لإعداد هذه العلاقات وكمراجع آخر يُلجأ إليه في حالة النزاع.<sup>3</sup>

من خلال هذا المفهوم للعقد كهيكل عام لحوكمة العلاقات بين الأطراف ميز Williamson (1991) بين ثلاثة أشكال للحوكمة<sup>4</sup>: السوق، التسلسل (المؤسسة) والنماذج الهجينة Hybrides.

#### 1- السوق Le marché :

حسب نظرية تكلفة الصفقة يعد السوق نظاما للأسعار والمكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لتبادل السلع والخدمات، إذ من خلال هذا التبادل يتحدد السعر.

يتميز السوق بالمنافسة الكاملة إضافة إلى أن العقود الموقعة بين الأطراف داخل السوق هي عقود كاملة وذلك بسبب مدتها القصيرة من جهة والمبادلات التي تتميز بأنها أقل تعقيدا من جهة أخرى، وهو ما يسمح للأعوان الاقتصاديين بتدتيه تكاليف هذه العقود.<sup>5</sup>

#### 2- التسلسل La hiérarchie :

التسلسل هو المفهوم الذي استخدمه Williamson (1975، 1985، 1995) للتعبير عن المؤسسة والذي يختلف عن مفهوم السوق من حيث ممارسة السلطة، فهو النظام الذي يسمح بآليات التنسيق الداخلي.<sup>6</sup>

<sup>1</sup>Laurent Tanguy, Op.Cit, P 107

<sup>2</sup>Ibid,P 108.

<sup>3</sup>Idem.

<sup>4</sup>Oliver E. Williamson, Comparative economic organization : the analysis of discrete structural alternatives, Administrative Science Quarterly, Vol. 36, N°. 2. Jun., 1991, P277.

<sup>5</sup>Eric Brousseau , Analyse economique des pratiques liées a l'externalisation, Colloque « Aspect Juridiques de l'Externalisation » ,Université de Lille II, France, 21/11/1997, P4.

<sup>6</sup>Michel Ghertman, Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction, Revue française de gestion, Vol. 1, N° 160, P198.

يتم اللجوء إلى التسلسل (المؤسسة) عندما تكون العقود طويلة المدى وتتميز بنوع من التعقيد لأنه يصعب في هذه الحالة إبرام عقود كاملة (مكتملة).<sup>1</sup>

### 3- الأشكال الهجينة Les formes hybrides :

تعد الأشكال الهجينة من الأنماط التعاقدية، وينحصر مفهومها بين السوق والتسلسل (المؤسسة) فهي تحمل خصائص السوق من حيث استقلالية الأطراف وتحمل خصائص التسلسل (المؤسسة) من حيث آليات التنسيق الداخلي.

العقود في الأشكال الهجينة قد تكون قصيرة أو متكررة على المدى الطويل وجزء من النشاط الاقتصادي يتحقق من خلال السوق والجزء الآخر من خلال الصفقات التي تحدث داخل التسلسل (المؤسسة).<sup>2</sup>

لقد ميز Williamson بين الأشكال الثلاثة للحوكمة (السوق، التسلسل، الأشكال الهجينة) من خلال الخصائص التالية:<sup>3</sup>

- قانون العقود (نمط العقد): الذي يسمح بالتحكم في الصفقات (المعاملات).
- أنماط التكيف (مستقل أو منسق (ثنائي)).
- أدوات التسيير: من خلال مستوى الحوافز والرقابة المطلوبين في كل نمط.

#### أ- قانون العقود :

من خلال مفهوم العقد كهيكل عام لحوكمة العلاقات بين الأفراد قام Williamson (1979) بالتمييز بين ثلاث أنماط من العقود:<sup>4</sup>

#### - العقد الكلاسيكي:

يشير إلى تصميم عقد معياري لتبادل سلعة معيارية في السوق، حيث تحدث الصفقة في الوقت المحدد لها، ويكون الهدف منها واضحا ومحددا، ويتم التبادل بين أطراف غير معروفة مسبقا والمعاملات تتم بشكل نقدي، وهو ما ينتج عنه تبعية غير متبادلة بين الأطراف المتعاملة في السوق.

#### - العقد النيو كلاسيكي :

وهو يناسب العقود طويلة المدى ويتميز بارتفاع مستوى عدم التأكد، عدم اكتمال العقود وذلك بسبب صعوبة التنبؤ بجميع الحالات الممكنة المستقبلية، المرونة بين الأطراف المتبادلة أمر ضروري، إضافة إلى إمكانية نشوء السلوك الانتهازي خلال فترة العقد.

<sup>1</sup>Eric Brousseau . Op.Cit, P5.

<sup>2</sup>Michel Ghertman, Op.Cit, P199.

<sup>3</sup>Idem.

<sup>4</sup>Oliver E. Williamson, Transaction-cost economics : the governance of contractual relations, Journal of Law and Economics, Vol. 22, N°. 2. Oct., 1979, PP 236-238.



## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

يتيح هذا النوع من العقد إمكانية التعديل في حالة حدوث تغيرات في شروط التعاقد، وهو يستخدم في الأشكال الهجينة<sup>1</sup> Les formes hybrides.

خصائص هذا العقد قد تكون مصدرا للنزاع بين الأطراف المتعاقدة الأمر الذي يتطلب تدخل طرف ثالث لحل هذا النزاع.<sup>2</sup>

### - العقود الشخصية :

يتميز هذا النوع من العقود بارتفاع مستوى عدم التأكد في المحيط، ارتفاع مستوى خصوصية الأصول إضافة إلى تكرار كبير للمعاملات حيث يفضل في هذه الحالة اللجوء إلى التسلسل ( المؤسسة).

تتيح هذه العقود تطور العلاقات الشخصية بين الأطراف داخل المؤسسة من خلال توفر معايير تحكم ما وراء الاتفاق أو العقد الأصلي.<sup>3</sup>

### ب- أنماط التكيف :

استنادا إلى أعمال كل من Barnard سنة 1938 و Hayek سنة 1945 المتعلقة بالتغيير والتكيف ميز Williamson (1991) بين نمطين مختلفين من التكيف<sup>4</sup> :

### - التكيف المستقل :

يحدث التكيف المستقل من خلال السوق، حيث يضمن هذا الأخير التقاء الأطراف المتبادلة من خلال آليات الأسعار.

### - التكيف الثنائي :

وهو يخص التنسيق الذي يحدث داخل المؤسسة بهدف إنتاج سلع وخدمات تتغير خصائصها من حيث النوعية حسب فئات العملاء المنظورة في المحيط، حيث لا يعد السعر المتغير الوحيد المحدد للكميات المتبادلة، إضافة إلى ذلك فإن التكيف الثنائي يشرح سبب ظهور أو اختفاء بعض المنتجات من السوق.<sup>5</sup>

### ت- أدوات التسيير :

ميز Williamson (1991) بين نوعين من أنماط التسيير لوصف خصائص أشكال الحوكمة (السوق، المؤسسة، الشكل الهجين)<sup>6</sup> :

<sup>1</sup>Michel Ghertman, Op.Cit, P199.

<sup>2</sup>Laurent Tanguy, Op.Cit, P 109.

<sup>3</sup>Idem.

<sup>4</sup>Oliver E. Williamson, Comparative economic organization : the analysis of discrete structural alternatives, Op.Cit , PP 277-279

<sup>5</sup>Michel Ghertman, Op.Cit, P200.

<sup>6</sup>Oliver E. Williamson, Comparative economic organization : the analysis of discrete structural alternatives, Op.Cit , P 280.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

### - شدة الحوافز :

حيث ترتفع شدة الحوافز داخل السوق في حين تنخفض داخل المؤسسة، فالسوق يوفر حوافز للأفراد بدافع ملكياتهم للسلع والخدمات، على النقيض من ذلك فإن المؤسسة التي تضم عدد من الأعوان الذين ليسوا بالضرورة ملاك لها لذلك سوف تكون لهم مصالح مختلفة.

### - شدة الرقابة الإدارية (البيروقراطية) :

ترتفع شدة الرقابة الإدارية داخل المؤسسة في حين تنخفض داخل السوق، وهو الأمر الذي يجعل تكاليف الصفقات ترتفع كلما انتقلنا من السوق إلى المؤسسة.

### الجدول رقم (3.1) : صفات أشكال الحوكمة (السوق، النمط المهجين والتسلسل)

أشكال الحوكمة (الأشكال التعاقدية)			الخصائص
التسلسل (المؤسسة)	المهجن (المختلط)	السوق	
0	+	++	أدوات التسيير: - شدة الحوافز
++	+	0	- الرقابة الإدارية (البيروقراطية)
0	+	++	أنماط التكيف: - المستقل (A)
++	+	0	- الثنائي (المنسق) (B)
0	+	++	قانون العقود
عقود شخصية	عقد نيو كلاسيكي	عقد كلاسيكي	
	0 ضعيف	+ متوسط	+ قوي

المصدر : Oliver E. Williamson, Comparative economic organization : the analysis of discrete structural alternatives, Op.Cit , P281

من خلال الجدول أعلاه يمكن القول إن الاختيار بين الأنماط التعاقدية (أنماط الحوكمة) الثلاثة السابقة (السوق، المؤسسة، النمط المهجين) يعتمد على درجة خصوصية الأصول، فكلما كان الأصل ذو خصوصية ضعيفة فإنه يفضل اللجوء إلى السوق بسبب انخفاض تكاليف الصفقة (الحوكمة) مقارنة بالنمط المهجن أو المؤسسة. في المقابل كلما ارتفعت درجة خصوصية الأصول كلما ارتفعت تكلفة الصفقة عند اللجوء إلى السوق مقارنة بالمؤسسة والنمط المهجن (المهجين)، وذلك لأن السوق لا يضمن الرقابة على السلوك الانتهازي للأفراد.

#### 4) هياكل الحوكمة (الأشكال التعاقدية) حسب خصائص الصفقة :

حسب تحليل نظرية تكلفة الصفقات فإن سبب وجود المؤسسة يتمثل في الاقتصاد في تكاليف الصفقات من خلال التنسيق الداخلي مقارنة بالسوق (البحث عن المورد، تكلفة المعلومات، الانتهازية... إلخ)

كما أشرنا سابقا هناك بعض العوامل التي تؤثر على تكاليف الصفقات مثل خصائص الصفقة، عدم التأكد في المحيط الخارجي، إضافة إلى السلوك البشري، جميع تلك العوامل لا بد من أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار الاختيار بين أشكال الحوكمة (الأشكال التعاقدية).

فقد قدم Williamson (1979) تصنيفا آخر لأشكال الحوكمة (هيكلية) اعتمادا على درجة خصوصية وتردد الصفقات وأنماط العقود (عقد كلاسيكي، عقد نيو كلاسيكي والعقود الشخصية) كما يلي<sup>1</sup>:

##### أ- حوكمة السوق :

عندما تكون الأصول ذات خصوصية منخفضة وتردد الصفقات ضعيف أو قوي يفضل في هذه الحالة اللجوء إلى السوق، وهذا ما يسمى بالعقد الكلاسيكي والذي يظهر في حالة صفقة لتبادل سلع معيارية، وتتم الصفقة عادة في إطار غير شخصي أي يمكن لأطراف الصفقة ألا يتعارفوا، وتتميز هذه العقود بميزة اللجوء إلى المحكمة عادة عند ظهور أي نزاع بين الأطراف المتبادلة.

##### ب- الحوكمة الموحدة :

عندما تكون الأصول ذات خصوصية مرتفعة وتردد الصفقات ضعيف أو قوي نلجأ إلى المؤسسة (عقود شخصية) وتسمى الحوكمة في هذه الحالة بالحوكمة الموحدة.

##### ت- الحوكمة الثلاثية :

عندما تكون الأصول ذات خصوصية متوسطة وتردد الصفقات ضعيف فإن الحوكمة (الهيكلية) تكون ثلاثية حيث تستوجب وضع عقد طويل المدى ويكون في حالة عدم التأكد الذي يطرح مشكلة الانتهازية بين الأطراف المتعاقدة، عادة ما تحل المشاكل في هذه الهيكلية بتعيين حكم أو طرف ثالث (شخص أو محكمة) تعطى له كل الصلاحيات لاقتراح حل في المستقبل، هذه العقود كما سبقت الإشارة إليها سماها Williamson (1979) بالعقود النيوكلاسيكية.

<sup>1</sup>Oliver E. Williamson, Transaction-cost economics : the governance of contractual relations, Op.Cit, PP 247-252.

ث- الحوكمة الثنائية :

عندما تكون الأصول ذات خصوصية متوسطة وتكرار الصفقات قويا فالحوكمة تكون ثنائية وهذا ما يستوجب وضع عقد شخصي، حيث أن هذا العقد لا يتحدد فقط باشماله على قواعد للتأقلم ولكنه من وجهة نظر بعيدة تحويل العلاقة الموجودة بين الأطراف إلى مؤسسة صغيرة ذات حجم كبير من المعايير.

ظهرت الحوكمة الثنائية لوجود علاقة تبعية كبيرة بين الطرفين في الحوكمة ومثل هذه العلاقات لا يمكن أن تتم في إطار عادي وبالتالي يجب إيجاد هيكل حوكمة أخرى بحيث يكون فيها الأطراف مستقلين في اتخاذ القرارات.

رابعا : النظرية التجذرية *La théorie de l'enracinement*

أكدت مختلف نظريات الحوكمة التي تم التطرق إليها سابقا (نظرية حقوق الملكية، نظرية الوكالة، نظرية تكلفة الصفقات) على وجود تضارب في المصالح بين مختلف الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة (مسيرين، مساهمين، دائنين، عملاء، موردين، وعمال)، وكان التركيز خصوصا على العلاقة بين المساهمين والمسيرين، حيث أشارت معظم تلك النظريات إلى ضرورة توافر آليات رقابة داخلية وخارجية لمراقبة تصرفات المسيرين، غير أن تلك النظريات تفتقر إلى وجود سلوك سلمي لهؤلاء المسيرين، في حين أشارت النظرية التجذرية (نظرية الترسخ) إلى أن المسيرين والأطراف الفاعلة داخل المؤسسة (كبار المساهمين، أعضاء مجلس الإدارة) بإمكانهم تطوير استراتيجيات للحفاظ على مناصبهم وسلطتهم داخل المؤسسة أو لإضعاف آليات الرقابة الداخلية وحتى الخارجية بهدف تحقيق مصالحهم الشخصية.

(1) تعريف التجذّر (الترسيخ)

عرف Pigé (1998) التجذّر على أنه "عملية (أو حالة) تكوين (أو تأسيس) لشبكة علاقات رسمية أو غير رسمية والتي يتمكن من خلالها المسير من التخلص ولو بصفة جزئية من مراقبة مجلس إدارته وبالتالي مساهميه".<sup>1</sup> كما يعرف التجذّر على أنه "تطوير المسيرين والأطراف الفاعلة في المؤسسة لإستراتيجيات بهدف زيادة سلطتهم التقديرية من خلال استخدام الوسائل المتاحة لهم (رأس مالمهم البشري وأصول المؤسسة) وإضعاف آليات الرقابة الداخلية والخارجية وكذا الاحتفاظ بمناصبهم داخل المؤسسة (يصبح أصل خاص يصعب استبداله)".<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Benoît Pigé, Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires, Finance Contrôle Stratégie, Vol.1, N°. 3, 1998, P134.

<sup>2</sup>Hervé Alexandre, Mathieu Paquerot, Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants, Finance Contrôle Stratégie, Vol.3, N°. 2, 2000, P9.

نشير إلى أن كلمة التجذّر أو الترسّخ هي ترجمة للمصطلح Enracinement باللغة الفرنسية والذي يشير أن المدير يبعث جذوره في المؤسسة لتثبيت منصبه، حيث كلما كانت الجذور عميقة كلما كان من الصعب اقتلاعه.

كما أن هذا المصطلح مستمد من أوجه التشابه بين المسير والشجرة من حيث :

- ✓ التنمية والبقاء (الشجرة تنمو جذورها من أجل التغذية والتنمية والبقاء).
- ✓ وصنع شبكة من العلاقات للارتكاز (الشجرة تتركز على جذورها جيدا مما يسمح لها بالعيش دون مخاطر خارجية).
- ✓ وسيلة للحماية وتحقيق الأهداف الشخصية (بينما الشجرة التنمية وإنتاج الثمار).

وعليه نخلص مما سبق إلى أن النظرية التجذّرية تفترض أن المسيرين والأطراف الفاعلة داخل المؤسسة يقومون دوما بتطوير استراتيجيات من أجل الاحتفاظ بمكانتهم داخل المؤسسة وجعل عزهم أمرا صعبا ومكلفا لها. نشير كذلك إلى أنه يمكن النظر للسلوك التجذّري للمسيرين والأطراف الفاعلة داخل المؤسسة والذي يقوم أساسا على السلوك الانتهازي لهم من خلال وجهتي نظر :

**أولا :** بالنسبة للمسيرين والأطراف الفاعلة نفسها حيث يهدف التجذّر أو الترسّخ للحفاظ على المنصب وزيادة حرية التصرف والسلطة التقديرية إضافة إلى المكافآت وتحقيق المصلحة الشخصية.

**ثانيا :** بالنسبة للمساهمين يمكن أن يؤدي التجذّر وترسّخ المسيرين والأطراف الفاعلة إلى إلحاق الضرر بالمساهمين (معاكس للفعالية) خصوصا عندما يؤدي إلى استثمارات غير مثلى، أو أنه يمكن أن يكون في مصلحة المساهمين (يتوافق مع الفعالية) خصوصا الاستفادة من شبكة العلاقات التي يؤسسها المسيرين والأطراف الفاعلة في تحقيق هدف النمو والبقاء للمؤسسة وزيادة ثروة مساهمها.

### (2) تصنيف استراتيجيات تجذّر المسيرين (أنواع تجذّر المسيرين) :

ينظر عموما إلى تجذّر المسيرين والذي يقوم أساسا على السلوك الانتهازي لهم كمعارض أو معاكس لمصالح المساهمين ولفعالية المؤسسات، غير أن Castanias et Helfat (1992) و Garvey et Swan (1994) أشاروا إلى أنه يمكن أن يكون تجذّر المسيرين متوافقا مع مبدأ فعالية المؤسسة.

### أ- التجذّر المعاكس للفعالية :

يهدف المسيرين من خلال هذا النوع من التجذّر إلى الحصول على المزيد من المكافآت والأرباح الخاصة على حساب المساهمين، إضافة إلى تقييد الآليات الرقابة الداخلية المفروضة عليهم وزيادة سلطتهم التقديرية داخل المؤسسة.

اقترح Charreaux (1996) أربع استراتيجيات لتجدر المسيرين المعاكس للفعالية وهي كالتالي :

### - التجدر والاستثمارات النوعية للمسيرين :

يعد Shleifer et Vishny (1989) أول من أشار إلى هذا النوع من تجدر المسيرين، والذي يقوم من خلاله المسيرون بتوجيه المساهمين إلى استثمارات ذات خصوصية وهم الوحيدون الذين يجيدونها لجعل استبدالهم صعبا ومكلفا للمؤسسة،<sup>1</sup> حيث نقول عن استثمار ما أنه خاص عند فصل المسيرين تتعرض المؤسسة لخسارة في القيمة.<sup>2</sup>

تحقق هذه الاستثمارات ذات الخصوصية للمسيرين الذين يبرعون فيها ويتقنونها أحسن من سواهم امتيازات مادية (مكافآت وأجور عالية)، كما أنها تضمن أن استبدالهم سيترتب عليه تكاليف عالية تقع على عاتق المساهمين، كذلك تتمثل ميزة هذه الاستثمارات في أنها تقلل من إمكانية الرقابة على أداء المؤسسة من طرف المساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين.<sup>3</sup>

يحقق هذا النوع من تجدر المسيرين أثرين سلبيين، فهي تؤدي من جهة إلى سياسة استثمار دون المستوى الأمثل، أين تكون قيمة المؤسسة أقل مما ستكون عليه دون سلوك مماثل لمسيرين آخرين، ومن جهة أخرى تقود إلى نقل ثروة المساهمين لصالح المسيرين.<sup>4</sup>

### - التجدر والمعلومات :

يمثل التلاعب بالمعلومات شكلا آخر لتجدر المسيرين، حيث يسعى هؤلاء المسيرون إلى تعظيم مكافآتهم وأجورهم إلى أقصى حد ممكن مع تجنب إمكانية استبدالهم، لذلك فإنهم يستفيدون من سلطتهم في السيطرة على المعلومات لتخصيص جزء من الأرباح لمصلحتهم الخاصة،<sup>5</sup> ويمكن لهذه الاستراتيجية أن تأخذ أشكالا عديدة منها:<sup>6</sup> مثلا الاستثمار في مشاريع تعتمد أرباحها على المعلومات التي يسيطر عليها المسيرون، حيث تكون مهارات المسير وكفاءاته الخاصة وأداؤه صعب الملاحظة من طرف الأطراف الفاعلة الأخرى في المؤسسة، في هذا النوع من الاستثمارات يؤدي عزل المسيرين من طرف المساهمين إلى خسارة في القيمة، كذلك الاستثمار في أنشطة تتسم بقدر أكبر من عدم تماثل المعلومات مثل الاستثمار في البحث والتطوير حيث يتميز هذا النوع من الاستثمارات برؤية أقل وضوحا، وصعوبة الرقابة من طرف المساهمين.

<sup>1</sup>Mohamed Aymen Bellakhdar, Contribution à la Connaissance du Cycle de vie du dirigeant-actionnaire dans le gouvernement de l'entreprise familiale non cotée, Thèse de doctorat, Université Montesquieu – Bordeaux IV, Bordeaux, France, 2011, P66.

<sup>2</sup>Gérard Charreaux, Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises, Working Papers, Centre de recherches en gestion des organizations, Université de Bourgogne, 1996, P7.

<sup>3</sup>Mohamed Aymen Bellakhdar, Op.Cit, P66.

<sup>4</sup>Gérard Charreaux, Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises, Op.Cit, P8.

<sup>5</sup>Aida Guerrazi, Enracinement des dirigeants : Cas de la Tunisie, 2006, P4, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00558034>, consulté le 20/07/2016.

<sup>6</sup>Gérard Charreaux, Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises, Op.Cit, P8.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

إضافة إلى تعيين أعضاء خارجيين ضمن مجلس الإدارة غير مؤهلين بهدف إضعاف آليات الرقابة الداخلية والخارجية على المسيرين.

أيضا بفضل المكانة الاستراتيجية للمسيرين داخل المؤسسة فإنهم يتمكنون تلقائيا من الوصول والحصول على المعلومات الواردة أو المنتجة داخل المؤسسة من خلال رقابة إعداد هذه المعلومات وتقييد توزيعها على أصحاب المصلحة الآخرين،<sup>1</sup> في هذه الحالة يمكن للمسيرين ممارسة سلطة معينة على المساهمين من خلال التلاعب في المعلومة التي تسمح لهم بالحفاظ على الميزة الإعلامية وحرية التصرف، كما أن حالة عدم تماثل المعلومات هذه تعيق عملية رقابة المساهمين وأصحاب المصلحة على المسيرين.

كما أشار Hirshleifer (1993) إلى أن التلاعب بالمعلومات يهدف إلى :<sup>2</sup>

- ✓ التلاعب بمؤشرات أداء المؤسسة.
- ✓ سرعة إعلان الأخبار الجيدة عن المؤسسة وتأجيل الأخبار السيئة عنها.
- ✓ تتعلق بسلوك التقليد أو التمايز والذي يشمل إما في تقليد قرارات المسيرين الأكثر شهرة أو تجنب سلوك المسيرين الأقل كفاءة في سوق المسيرين.

### - التجنّد ورقابة الموارد :

يمكن أن تهدف استراتيجية تجنّد المسيرين إلى رقابة الموارد الضرورية لضمان سير المؤسسة، حيث أشار Charreaux (1996) إلى أنه من مصلحة المسيرين التخلص من تبعيتهم لأصحاب الموارد الخارجية وجعل أنفسهم عاملا إنتاجيا صعب الاستبدال، فبالنسبة للموارد المالية يعد التمويل الذاتي وفتح رأس المال للمساهمين الجدد آليات تسمح بالتحايل عن التهذيب (الانضباط) الذي يمارسه الدائنون والمساهمون الحاليون،<sup>3</sup> فكلما كان المسير قادرا على الوصول إلى رؤوس الأموال التي يحتاجها بكل حرية، كلما أصبحت حريته وسلطته أكبر وبإمكانه التجنّد أكثر، وكذلك تخصيص جزء من الأرباح لصالحه، كما تسمح أيضا موارد أخرى غير مالية مثل رأس المال البشري للمسير بزيادة تجنّده وحرية على سبيل المثال : انتماء المسير لشبكات أعمال الأكثر تأثير أو التي تسمح له بالحصول على الموارد الاستراتيجية (المعلومات، الموارد المالية والتجارية والبشرية).<sup>4</sup>

### - التجنّد وشبكة العلاقات

تعد شبكة العلاقات الرسمية وغير الرسمية التي يطورها المسيرون في شكل عقود سابقة بين المسيرين والأطراف الفاعلة الأخرى ذات العلاقة بالمؤسسة وسيلة أخرى لتجنّد المسيرين، وبما أن العلاقات الصريحة تكون

<sup>1</sup>Hervé Alexandre, Mathieu Paquerot, Op.Cit, P10.

<sup>2</sup>Aida Guermazi, Op.Cit, P4.

<sup>3</sup>Ali Dardour, L'influence de la gouvernance et de la performance sur la rémunération des dirigeants, Thèse du doctorat, Université Toulouse 1, Toulouse, France, 2009, P P39-40.

<sup>4</sup>Gérard Charreaux, Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises, Op.Cit, P10.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

رسمية ومعروفة يلجأ المسيرين إلى إقامة علاقات ضمنية أخرى ذات طبيعة غير رسمية والتي تعتمد على رأس ماله البشري (سمته).<sup>1</sup>

في هذه الحالة حفاظ المسيرين على مناصبهم العليا داخل المؤسسة يعود إلى نوعية العلاقات غير الرسمية التي يقيمونها، وبالتالي سوف يحاول المسيرين بناء شبكة من العلاقات مع فريقه الإداري أو حتى مع الموظفين من خلال منحهم العديد من المزايا كالعلاوات أو أجور أعلى أو حتى ترقية.

### ب- التجدر المتوافق مع الفعالية :

أشار Castanias et Helfat (1992) إلى أنه يمكن أن يؤدي تجدر المسيرين والأطراف الفاعلة في المؤسسة إلى زيادة ثروة المساهمين من خلال حصولهم على مكافآت وحوافز كافية تدفعهم إلى العمل بفعالية.<sup>2</sup>

كما تعتبر معارف ومهارات المسيرين مصدرا لتحقيق العوائد التي تستفيد منها المؤسسة وحتى المساهمين،<sup>3</sup> إضافة إلى ذلك فإن سعي المسيرين لبناء شبكة علاقات خارجية بهدف البقاء وتنمية رأس ماله البشري وزيادة قيمته في سوق العمل، يمكن أن ينعكس ذلك على مستوى الأداء من خلال تحقيق معدلات نمو مرتفعة وزيادة أرباح المؤسسة (بفضل شبكة علاقاته وسهولة إجراء التعاملات)، وكذلك يحقق مناخا اجتماعيا جيدا داخل العمل وإنتاجية بشرية عالية، إضافة إلى التنسيق المحكم داخليا وخارجيا.<sup>4</sup>

نشير في الأخير إلى أن هذا النوع من تجدر المسيرين والأطراف الفاعلة داخل المؤسسة يعتبر إيجابيا ولا يؤدي إلى إلحاق الضرر بالمساهمين ومختلف أطراف المصلحة بالمؤسسة.

### (3) حدود المقاربة التساهمية :

يعد أهم انتقاد وجه إلى المقاربة التساهمية عدم وضوح الصلة بين انضباط المسيرين وخلق القيمة بالنسبة للمساهمين، حيث إن المسيرين يكونون مسؤولين فقط أمام المساهمين باعتبارهم الدائنين المتبقين الوحيدين (créanciers résiduels)، إذ إن الإيرادات المتولدة من خلال تنسيق مختلف عوامل الإنتاج توزع على أساس تعاقدية بين مختلف مانحي الموارد لكن الإيراد المتبقي (الفائض المتبقي) بعد دفع الأجور التعاقدية للموارد وعوامل الإنتاج يكون من حق أصحاب رؤوس الأموال (المساهمين)، غير أن تعظيم تلك الإيرادات يتطلب تحفيز جميع عوامل الإنتاج المشاركة في تحقيقها، حيث أكد Gupta et al (2003) على أن القيمة بالنسبة للمساهمين يجب أن ينظر إليها على أنها آلية لمراقبة المسيرين وليس هدفا نهائيا للمؤسسة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup>Aida Guermazi, Op.Cit, P5.

<sup>2</sup>Mohamed Aymen Bellakhdar, Op.Cit, P68.

<sup>3</sup>Ali Dardour, Op.Cit, P 40.

<sup>4</sup>Benoît Pigé, Op.Cit, P 135.

<sup>5</sup>Ali Dardour, Op.Cit, P 85.



## الفرع الثاني : المقاربة التشاركية للحوكمة L'approche partenariale de la gouvernance

يرتكز تفسير هذه المقاربة على اعتبار أن المؤسسة مجموعة عوامل الإنتاج لخلق القيمة، وهذا من خلال سن شروط قائمة على أساس التفاوض في كيفية توزيع هذه القيمة على مختلف عوامل الإنتاج. تجد هذه المقاربة أصولها من خلال نظرية أصحاب المصلحة التي تقوم على فرضية أن المؤسسة لا تهدف فقط إلى تحقيق مصلحة مساهميها ولكن مصلحة جميع الأطراف ذات العلاقة بها (خلق القيمة لأصحاب المصلحة وليس للمساهمين فقط) .

وبالتالي فهي نظرية تمزج بين البعد الإداري والأخلاقي للمؤسسة، كما تهدف نظرية أصحاب المصلحة إلى توسيع دور ومسؤوليات المسيرين، فبعد تحقيق هدف تعظيم الأرباح لابد من إدراج مصالح وحقوق الأطراف غير المساهمة في المؤسسة.

إن وجود نظرية لأصحاب المصلحة ينطوي على تبرير نظري، هذه التبريرات مقسمة إلى فئتين وهما الشرعية والسلطة، فالاعتراف بوضع الأطراف أصحاب المصلحة يعتمد بشكل كبير على شرعية المؤسسة، وذلك من خلال التكيف مع ثقافة وتوقعات المجتمع الذي تعمل فيه المؤسسة، والامتثال للممارسات التي تعتبر شرعية في الحقل التنظيمي للمؤسسة، حيث أشار Langtry (1994) إلى الشرعية لهؤلاء الأطراف الذين تعتمد رفاهيتهم بشكل كبير على المؤسسة والذين لهم حق قانوني أو أخلاقي في المؤسسة،<sup>1</sup> وعلى ضوء ذلك فإن الشرعية ليست سمة حصرية على المساهمين.

أما المبرر الثاني وهو السلطة والذي يعد بمثابة جزء من المنطق الإستراتيجي لأنه يتعلق بتبرير وجود أطراف أصحاب المصلحة انطلاقاً من وجود علاقات سلطة، وبالتالي وجود علاقة تربط بين المؤسسة ومختلف العناصر المكونة للبيئة التي تنشط فيها وتتفاعل معها، وفي هذا الإطار عرف Savage et al (1991) الأطراف الفاعلة بالأفراد والمنظمات الذين لهم مصلحة في نشاط المؤسسة والقدرة على التأثير عليها.<sup>2</sup>

كما أشار Starik (1994) إلى السلطة من خلال إمكانية التأثير المتبادل بين أصحاب المصلحة والمؤسسة.<sup>3</sup>

وقد أشار Freeman (1984) إلى أن مصطلح Stakeholders المترجم إلى أصحاب المصلحة Les parties prenantes استخدم أول مرة سنة 1963 خلال مداخلة بمعهد ستانفورد للأبحاث Institute Stanford Research.

<sup>1</sup>Mohamed Ali Khaldi, Impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale, Thèse de doctorat, Université de Grenoble, Grenoble, France, 2014, P50.

<sup>2</sup>Ibid, P51.

<sup>3</sup>Idem.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

ويعد Ansoff (1968) أول من استخدم مصطلح نظرية أصحاب المصلحة في تعريفه لأهداف المؤسسة، فهو يعتبر أن مسؤولية المؤسسات هي التوفيق بين المصالح المتضاربة للأطراف التي لها علاقة مباشرة معها مثل : المسيرين، الموظفين، والمساهمين، والموردين، والعملاء، ويجب على المؤسسة تعديل أهدافها وذلك بإعطاء كل طرف نصيبا عادلا من المكافآت.<sup>1</sup>

وقد عرف معهد ستانفورد للأبحاث Stanford Research Institute (1963) مفهوم أصحاب المصلحة "بالمجموعات الأساسية لبقاء المؤسسة على المدى الطويل".<sup>2</sup>

كما عرف Rhenman et Stymne (1965) أصحاب المصلحة "هم المجموعة التي تعتمد على المؤسسة لتحقيق أهدافها الخاصة والتي تعتمد عليها المؤسسة بدورها لضمان بقائها".<sup>3</sup>

في حين عرف Freeman (1984) صاحب المصلحة على "أنه الفرد أو مجموعة الأفراد التي يمكن أن تؤثر أو تتأثر من تحقيق أهداف المؤسسة".<sup>4</sup>

ووفقا لـ Charreaux et Desbrières (1998) فإن أصحاب المصلحة "هم أفراد لهم منفعة تتأثر بقرارات المؤسسة".<sup>5</sup>

مما تقدم من تعريفات لأصحاب المصلحة يمكن أن نعرف أصحاب المصلحة على أنهم الأطراف لها علاقات مع المؤسسة مباشرة أو غير مباشرة، ولهم أيضا مطالب مالية وغير مالية، ولهم تأثير كبير على عمليات المؤسسة وتحقيق أهدافها، لذلك يجب على المؤسسة مراعاة علاقات أصحاب المصلحة - وهي في غاية الأهمية - سواء كانت محمية بالقانون أم حسب إرادة المؤسسة.

كما نشير إلى أن هناك عدة تصنيفات لأصحاب المصلحة، فحسب Charkson (1995) هناك نوعان من أصحاب المصلحة وهما<sup>6</sup> : أصحاب المصلحة الأساسيين وهم مجموعة يعدّ وجودها ضروريا لبقاء واستمرار نشاط المؤسسة مثل المساهمين، والمستثمرين، والموظفين، والعملاء، والموردين، والحكومة التي تسن وتشرع القوانين واللوائح وتوفر البنية التحتية والأسواق، وأصحاب المصلحة الثانويين وهم مجموعة تؤثر وتتأثر بالمؤسسة، ولكنها لا تشارك في معاملاتها وليس لها ضرورة في وجود المؤسسة كالمنظمات الإنسانية، وحماية المستهلك، وحماية البيئة.

<sup>1</sup>Samuel Mercier, L'apport de la théorie des parties prenantes au management stratégique : une synthèse de la littérature , Xième Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique , Université Laval, Québec, Canada, 13-14-15 juin 2001, P3.

<sup>2</sup>Mohamed Ali Khaldi, Op.Cit, P51.

<sup>3</sup>Samuel Mercier, Op.Cit, P5.

<sup>4</sup>Mohamed Ali Khaldi, Op.Cit, P51.

<sup>5</sup>Gérard Charreaux, Philippe Desbrières, Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale, Finance Contrôle Stratégie, Vol.1,N°2, 1998, P58.

<sup>6</sup>Mohamed Ali Khaldi, Op.Cit, P51.

أما Carroll et Nassi (1997) فقد صنف أصحاب المصلحة إلى<sup>1</sup>: أصحاب المصلحة الداخليين وهم : المساهمون، المسيرين، العمال، وأصحاب المصلحة الخارجيين وتضم : المنافسون، المستهلكون، الدولة، إلخ....

### المطلب الثاني : المقاربة المعرفية لحوكمة المؤسسات L'approche cognitive de la gouvernance

حاولت المقاربة الانضباطية التعاقدية لحوكمة المؤسسات حل مشكلة تضارب المصالح التي تحدث بسبب عدم تماثل المعلومات دون تركيزها على هدف خلق القيمة، في حين ركزت المقاربة المعرفية لحوكمة المؤسسات على مفهوم المعرفة وليس فقط على المعلومة مثل النظريات التعاقدية السابقة، فالنظريات المعرفية اهتمت بخلق القيمة.

تظهر المؤسسة في المنظور المعرفي على أنها تراكم للمعارف وليس مجرد سلسلة من العقود، ذلك أن هذا المنظور يقوم على مفهوم ديناميكي يمنح مكانة هامة للكفاءات، الابتكار، المعرفة والتعلم التنظيمي والتي تعد مصدرا لخلق القيمة بالنسبة للمؤسسة.<sup>2</sup>

على خلاف النظريات التعاقدية الانضباطية يضم المنظور المعرفي عدة نظريات والتي تمنح امتيازات مختلفة للدلالة على المعرفة أهمها النظرية السلوكية، النظرية الاقتصادية التطورية، نظرية الموارد والكفاءات.

#### – النظرية السلوكية :

التي أسسها Simon (1947)، Simon et March (1958)، March et Cyest (1963)<sup>3</sup> والذين يرون أن المؤسسة تحالف تفاعلي لمختلف فئات الأفراد بأهداف متناقضة، فلمفهوم الأهداف دور محوري في فلسفة هذه النظرية، مجموعات الأفراد يتنافسون مع بعضهم البعض للحصول على أكبر قدر من موارد المؤسسة، النظرية السلوكية تستند على فكرة كون المؤسسة كتحالف، هذا المفهوم يمكن من التركيز على الاختلافات في الأهداف وعلى التفضيلات بين مختلف الجماعات ووصف عملية حل النزاعات الضرورية لعملية اتخاذ القرار<sup>4</sup>، والمؤسسة حسب النظرية السلوكية تتكيف عبر التعلم التنظيمي<sup>5</sup>.

#### – النظرية التطورية :

عرفت النظرية التطورية ظهورها انطلاقاً من أعمال Richard Nelson و Sedney Winter من خلال كتابهما بعنوان An Evolutionary Théory of Economic Change سنة 1982، تنطلق

<sup>1</sup>Ibid, P52.

<sup>2</sup>Ali Dardour, Op.Cit, P 86.

<sup>3</sup>Gérard Charreaux, Peter Wirtz, Op.Cit, 2006, P312.

<sup>4</sup>عبد الفتاح بوخمخ، نظريات الفكر الإداري تطور وتباين أم تنوع وتكامل، المؤتمر العلمي الدولي عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجبلان ، لبنان، 15-17 ديسمبر 2012، ص16.

<sup>5</sup>Gérard Charreaux, Peter Wirtz, Op.Cit, P312.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

النظرية التطورية من المبدأ بأن محرك المؤسسة والذي يتمثل في الأداء لا يقوم عن طريق الربح ولكن بواسطة قدراتها البيولوجية على الاستمرار كأبي مخلوق بشري في نظرية Darwin الخاصة بتطور الكائنات الحية.<sup>1</sup>

وعرف Nelson et Winter (1982) المؤسسة التطورية على "أنها مجموع ديناميكية للكفاءات، حيث تختلف المؤسسات وتتمايز فيما بينها من خلال طبيعة مهاراتها المكتسبة خلال السنوات الماضية."<sup>2</sup> هذه المهارات تعتبر كفاءات أساسية تكتسبها المؤسسة عن طريق الروتين والتعلم الذي ينتج عنه أكبر قدر من المعرفة التنظيمية، وبالتالي فالمعرفة تنشأ عن طريق التعلم الذي يتجسد في الروتينات التنظيمية وهي التي تسمح بتحقيق أداء متميز.

### - نظرية الموارد :

تجد هذه النظرية أصولها أساسا في نظرية نمو المؤسسة The theory of the growth of the firm لـ Penrose (1959)،<sup>3</sup> حيث تركز هذه النظرية اهتمامها على الجوانب الداخلية للمؤسسة في تفسيرها لمصادر الميزة التنافسية أكثر من تركيزها على البيئة الخارجية، وتفسر التباين في مستويات الأرباح التي تحققها المؤسسات بالاختلافات الموجودة بينها من حيث الموارد والامكانيات المتوفرة.<sup>4</sup>

تعتبر نظرية الموارد المؤسسة على أنها مجموعة من الموارد والكفاءات والقدرات، وتصنف الموارد إلى موارد ملموسة (موارد مادية، ومالية) ومواد غير ملموسة (معارف، براءة الاختراع، العلامة التجارية).

نخلص مما سبق أن الحوكمة من منظور معرفي هي مجموعة من الآليات لخلق القيمة من خلال التعلم والابتكار، وبالتالي النظريات المعرفية تعد رؤية أوسع وأكثر ديناميكية لمفهوم حوكمة المؤسسات من خلال التشكيك في آليات خلق القيمة بالنسبة للمؤسسة، أي الاهتمام بالضرورة التي تؤدي إلى خلق القيمة وليس فقط بتوزيع الثروة التي تم إنشائها.

وعليه فإن دور الحوكمة في المقاربة المعرفية ليس فقط تقييد السلطة التقديرية للمسيرين وإنما كذلك تعزيز تطور ونمو المؤسسة من خلال تبادل المعارف والمهارات وتنميتها داخليا وخارجيا، والتي يمكن أن توفر لصانع القرار والمؤسسة ميزة تنافسية مستدامة وبالتالي خلق القيمة.

<sup>1</sup>Richard Arena, Nathalie Lazaric, La théorie évolutionniste du changement économique de Nelson et Winter : une analyse économique rétrospective, Revue Economique, Vol. 54, N° 2, 2003, P 331.

<sup>2</sup>Ibid, P 331

<sup>3</sup>Gérard Charreaux, Peter Wirtz, Op.Cit, P 312.

<sup>4</sup>شريف حمزاوي، القدرات القائمة على السوق والأداء المتميز، اطار نظري وفرضيات بحثية، مجلة التواصل، جامعة عنابة، الجزائر، العدد 24، 2009، ص 12.

### المبحث الثالث : أنظمة حوكمة المؤسسات

تختلف أنظمة حوكمة المؤسسات من دولة إلى أخرى باختلاف البيئة المالية، السياسية والقانونية، حيث يمكن التمييز بين نظامين أساسيين لحوكمة المؤسسات النظام الأنجلوسكسوني الموجود في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة على وجه الخصوص والنظام الألماني والياباني والذي يطبق في دول أوروبا القارية واليابان.

إن التمييز بين هذين النظامين لحوكمة المؤسسات يتركز على العناصر التالية :

- نمط التمويل المفضل (السوق المالي أو التمويل البنكي).
- نظام الرقابة (داخلي أو خارجي).
- الاهتمام الأساسي (حملة الأسهم أو أصحاب المصلحة).
- الاتجاه المعتمد (سوق أو شبكات).

ويمكن تلخيص الأبعاد المميزة للنظام الأنجلوسكسوني والنظام الألماني الياباني في الجدول التالي :

الجدول رقم (4.1) : ملخص الأبعاد التي تسمح بمقارنة نظام الحوكمة الأنجلوسكسوني بالنظام الألماني الياباني

المراجع	الأبعاد	النظام الأنجلوسكسوني (نظام الخارجين)	النظام الألماني الياباني (نظام الداخلين)
Berglof (1990) Porter (1992) Allen (1993)	نمط التمويل المفضل	السوق	البنك
Franks et (1992) Mayer	نمط الرقابة	خارجي	داخلي
	الاهتمام الأساسي	حماية المساهمين	حماية أصحاب المصلحة
Moerland (1995)	الاتجاه المعتمد	سوق	شبكات

المصدر : Sophie Audoussat-Coulier, La publication des honoraires d'audit par les les sociétés cotées françaises, Thèse de doctorat, Ecole des Hautes Etudes Commerciales, Paris, France, 2008, P 61.

#### المطلب الأول : تصنيف Berglof (1990)

لقد ميز Berglof سنة 1990 اعتمادا على الهيكل التمويلي للمؤسسات بين نظامين لحوكمة المؤسسات، النظام الموجه نحو السوق والنظام الموجه نحو البنك،<sup>1</sup> ويمكن من خلال الجداول التالية استخلاص خصائص هذين النظامين :

<sup>1</sup>Amir Louizi, Les déterminants d'une Bonne Gouvernance et la performance des entreprises Françaises, Thèse de doctorat, Université Jean Moulin Lyon 3, Lyon, France, 2011. P 36.

الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

الجدول رقم (5.1) : ملكية الأسهم العادية لسنة 1994

الوحدة : نسبة مئوية من إجمالي الأسهم

اليابان	ألمانيا	فرنسا	إيطاليا	المملكة المتحدة	الو.م.أ.	الدول
1992	1993	1994	1994	1993	1994	المساهمين
48.0	29.0	7.8	7.8	61.8	44.5	المؤسسات المالية
18.9	14.2	3.8	4.4	0.6	0.1	- البنوك
19.6	7.1	1.9	3.4	17.3	6.0	- شركات التأمين
9.5	7.7	2.1	-	43.9	38.4	- أخرى
52.0	71.0	92.2	92.2	38.2	55.5	المؤسسات غير المالية
24.9	38.8	57.9	24.5	3.1	-	- مؤسسات غير مالية
22.4	16.6	19.5	50.5	17.6	51.4	- الأفراد والعائلات
0.7	3.4	3.7	8.0	1.3	-	- الإدارة العمومية
4.0	12.2	11.1	9.2	16.2	4.1	- الأجانب

المصدر: Jérôme Maati, Le gouvernemen d'entreprise, De Boeck & Larcier s.a.

Paris, France, 1999, P221.

الجدول رقم (6.1) : تركيز الملكية للمؤسسات غير المالية

الوحدة : نسبة مئوية من إجمالي الأسهم

اليابان	ألمانيا	فرنسا	إيطاليا	المملكة المتحدة	الو.م.أ.	الدول
1984	1990	1995	1993	1984	1980	
33.1	41.5	48.2	86.9	20.9	25.4	المتوسط الحسابي
29.7	37.0	50.7	99.9	15.1	20.9	الوسيط
13.8	14.5	19.3	19.7	16.0	16.0	الانحراف المعياري
10.9	15.0	-	n.d	5.0	1.3	أدنى قيمة
85.0	89.6	-	100.0	87.1	87.1	أعلى قيمة

المصدر: Idem

الجدول رقم (7.1) : هيكل تمويل المؤسسات الصناعية

الوحدة : نسبة مئوية من إجمالي الخصوم

الاحتياطات			الاستدانة			الأموال الخاصة			الدول
1994	1990	1985	1994	1990	1985	1994	1990	1985	
-	-	-	54.9	55.5	50.3	37.4	39.8	45.8	الو.م.أ
17.1	12.0	4.4	46.1	50.9	47.8	36.8	37.1	47.8	المملكة المتحدة
8.0	7.1	7.3	64.5	62.5	63.6	26.5	28.3	26.8	إيطاليا
5.6	4.6	4.9	57.5	61.8	73.6	36.2	33.0	20.5	فرنسا
33.9	31.6	31.4	34.3	38.6	38.3	31.6	29.6	30.3	ألمانيا
4.0	4.1	4.8	62.1	63.7	67.8	32.7	31.1	26.4	اليابان

المصدر : Ibid, P 222

انطلاقاً من الجداول الثلاثة السابقة، نعدد مميزات كل من نموذج السوق ونموذج البنك.

أ- نظام البنك : ينتشر هذا النظام في دول أوروبا القارية (أوروبا باستثناء المملكة المتحدة) واليابان، وحسب Berglof (1990) يتميز هذا النظام بالخصائص التالية<sup>1</sup>:

- ارتفاع نسبة الاستدانة.
- المساهمون أقل تشتتاً (ملكية مركزة) وبالتالي سيطرة المساهمين الأغلبية على رأس مال المؤسسة.
- الأسواق المالية أقل تطوراً.
- المساهمة الكبيرة للبنوك التجارية في رأس مال المؤسسات.
- الدائنين أكثر تركيزاً وأكثر تجانساً.
- علاقات التمويل بين البنوك والمؤسسات دائمة ومستقرة.
- يقل نشاط سوق الاستحواذ أو الاستيلاء في الرقابة على المؤسسات.
- ضعف الحماية القانونية للمساهمين الأقلية (صغار المساهمين).

ب- نظام السوق : يطبق هذا النظام في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وهو يتميز بالخصائص التالية<sup>2</sup>:

- تشتت كبير في المساهمين (ملكية مشتتة).
- قلة مساهمة البنوك والمؤسسات المالية في تمويل المؤسسات.
- أسواق مالية نشطة وذات سيولة مرتفعة.

<sup>1</sup>Frédéric Parrat, Le gouvernement d'entreprise, ce qui a déjà changé, ce qui va encor évoluer, Op.Cit, P204.

<sup>2</sup>Frédéric Parrat, Le gouvernement d'entreprise, Dunod, Paris, France, 2003, P31.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

- المساهمة الكبيرة للمستثمرين المؤسسيين في هيكل رأس مال المؤسسات (صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد).

- ارتفاع درجة الحماية القانونية لصغار المساهمين (المساهمين الأقلية).

يعتمد هذا النظام في تمويله على السوق المالي من خلال طرح أسهم وسندات لجمهور المستثمرين، وبما أن نظام السوق يتميز بتشتت كبير للملكية (عدد كبير من المساهمين يمتلك كل منهم عددا صغيرا من أسهم المؤسسة) لذلك تخول سلطة اتخاذ القرارات للمديرين،<sup>1</sup> وبالتالي هناك فصل بين الملكية وسلطة اتخاذ القرار في نظام السوق ينتج عنه تكاليف الوكالة، ونشير هنا إلى أن آليات الرقابة الخارجية (سوق الاستيلاء أو الاستحواذ، سوق العمل) كفيلة بتخفيض تضارب المصالح الذي يمكن أن يحدث نتيجة للفصل بين الملكية وسلطة اتخاذ القرار.<sup>2</sup>

أما بالنسبة لنموذج البنك فإن الدائنين (خصوصا البنوك التجارية) يتحملون الجزء الأكبر من المخاطر لذلك تكون لهم سلطة لاتخاذ القرارات بشكل أكبر داخل المؤسسة،<sup>3</sup> كذلك يتميز هذا النظام برقابة أكبر للبنوك والمساهمين على قرارات المديرين وذلك لتركيز ملكية الأسهم في يد عدد قليل من المساهمين، لذلك نجد أن الفصل بين الملكية وسلطة اتخاذ القرار يكون أقل وضوحا مقارنة بنموذج السوق،<sup>4</sup> وفي حالة حدوث صراعات (تضارب) بين أصحاب المصلحة يتم حلها داخليا من خلال منح سلطة اتخاذ القرار إلى البنوك التجارية (التي تمثل أهم الدائنين) أو ربما إلى أحد المساهمين الرئيسيين.<sup>5</sup>

استكمالا لتحليل Berglof (1990) لوصف خصائص كل من نظام السوق ونظام البنك أشار Porter (1992) إلى أن نظام السوق يتميز بانتقال كبير لرؤوس الأموال وبسيولة عالية وذلك بسبب الدور الذي يلعبه المستثمرون المؤسسيون الذين يسيطرون على أكثر من 50% من رأس مال المؤسسات الأمريكية.<sup>6</sup>

وحسب Porter (1992) فإنه في ظل نظام السوق يميل المستثمرون إلى سياسة تنويع محافظهم المالية، وذلك بهدف التقليل من مخاطر ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية (لعدم مشاركتهم في اتخاذ القرارات داخل المؤسسة). ولهذا السبب فإن المستثمرين يُجبرون المؤسسة على تحقيق الأداء على المدى القصير.<sup>7</sup>

وعلى العكس من ذلك فإنه في نظام البنوك ونظرا لتواجد المساهمين المسيطرين (ملكية مركزة) من جهة والتمويل البنكي لأجل طويلا من جهة أخرى، فإننا نجد أن هناك استقرارا في التمويل لذلك سوف يتم التركيز على تحقيق الأداء على المدى الطويل.

<sup>1</sup>Amir Louizi, Op.Cit, P 36.

<sup>2</sup>Sophie Audoussset-Coulier, Op.Cit, P 61.

<sup>3</sup>Amir Louizi, Op.Cit, P 36.

<sup>4</sup>Sophie Audoussset-Coulier, Op.Cit, P 61.

<sup>5</sup>Frédéric Parrat, Le gouvernement d'entreprise, ce qui a déjà changé, ce qui va encor évoluer, Op.Cit, P 205.

<sup>6</sup>Amir Louizi, Op.Cit, P 36.

<sup>7</sup>Sophie Audoussset-Coulier, Opcit, P 62.



## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

قام Allen (1993) باستكمال تحليل Porter (1992) من خلال دراسة فعالية كل من نظام السوق ونظام البنك، وقد أشار Allen (1993) إلى أنه نظرا لكون نظام السوق هو نظام مفتوح لذلك فهو يسمح أكثر بتمويل المشاريع الحديثة (الجديدة)، وذلك بسبب اهتمام السوق المالي بجمع معلومات عن المرادوية المنتظرة لهذه المشاريع، والوصول إلى قيمة المؤسسة من خلال التسعير في البورصة.<sup>1</sup>

يسمح أيضا هذا الدور المعلوماتي للسوق المالي بمراقبة القرارات ومعاينة المسيرين دون انتظار لمرادوية هذه المشاريع (الاستثمارات) على المدى الطويل.<sup>2</sup>

على العكس من ذلك أشار Allen (1993) إلى أن النظام الذي يعتمد على التمويل البنكي (نظام البنك) يكون أكثر فعالية في تمويل المشاريع التقليدية، وذلك بسبب استقرارية التمويل الذي يصاحب الاستثمارات على المدى الطويل من جهة، إضافة إلى الامتيازات الممنوحة بواسطة التمويل البنكي لضمان تسوية المؤسسة لالتزاماتها على المدى الطويل من جهة أخرى.<sup>3</sup>

وتتمثل أوجه قصور نظام البنك في المشاركة المحدودة لمختلف الفاعلين، وذلك بسبب القدرة المحدودة في الحصول على المعلومات لتقييم المشاريع الحديثة.<sup>4</sup>

وفي الأخير خلص Allen (1993) إلى أن نظام السوق يعتبر أكثر فعالية في قياس الأداء، كما أشار إلى أن ضعف الاستثمارات على المدى الطويل الملاحظ في الدول الأنجلوسكسونية (نظام السوق)، وخصوصا الاقتصاد الأمريكي يفسر بقدرة المستثمرين على الاختيار الفعال لأحسن المشاريع الاستثمارية، من خلال الاعتماد على معلومات دقيقة وذات جودة عالية.<sup>5</sup>

### المطلب الثاني : تصنيف Fanks et Mayer (1992)

ميز هذان الباحثان اعتمادا على الفصل بين الملكية وسلطة اتخاذ القرارات داخل المؤسسة بين نظامين أساسين لحوكمة المؤسسات :

أ- نظام الحوكمة المفتوح :

يتواجد هذا النظام في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، والذي يتميز بوجود عدد كبير من المؤسسات المدرجة في البورصة، أسواق مالية نشطة وبها سيولة عالية، وجود عدد كبير من المساهمين (تشتت في الملكية) إضافة إلى ندرة المساهمات المتبادلة بين المؤسسات.<sup>6</sup>

<sup>1</sup>Amir Louizi, Op.Cit, P 37.

<sup>2</sup>Sophie Audoussset-Coulier, Op.Cit, P 62.

<sup>3</sup>Idem.

<sup>4</sup>Amir Louizi, Op.Cit, P 37.

<sup>5</sup>Frédéric Parrat, Le gouvernement d'entreprise, ce qui a déjà changé, ce qui va encor évoluer, Op.Cit, P 206.

<sup>6</sup>Frédéric Parrat, Le gouvernement d'entreprise, Op.Cit, P 32.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

يسعى نظام الحوكمة المفتوح حسب Fanks et Mayer (1992) إلى حماية مصالح المساهمين فقط، إضافة إلى أنه يعتمد على الرقابة الخارجية بواسطة السوق المالي من خلال رقابة الإداريين الخارجيين (التمثيل في مجلس الإدارة)، آليات الحوافز للمسيرين، وكذا سوق الاستيلاء أو الاستحواذ.<sup>1</sup>

### ب- نظام الحوكمة المغلق :

ينتشر هذا النظام في ألمانيا، اليابان وفرنسا، ويتميز بقلة عدد المؤسسات المدرجة في البورصة، والذي نتج عنه تركيز قوي في الملكية (ملكية مركزة)، الأسواق المالية وسوق الاستحواذ أو الاستيلاء (العرض العمومي للشراء OPA) أقل تطوراً، إضافة إلى الانتشار الكبير للمساهمات المتبادلة بين المؤسسات، والتمثيل القوي لأصحاب المصلحة داخل مجلس إدارة المؤسسات (خصوصاً العمال).<sup>2</sup>

يهدف نظام الحوكمة المغلق إلى حماية مختلف مصالح أصحاب المصلحة داخل المؤسسة (المساهمين، الدائنين، العمال... إلخ) ولا يركز فقط على المساهمين، كما أن هذا النظام حسب Fanks et Mayer (1992) يفضل الرقابة الداخلية بواسطة اللجان (les comites) من خلال مجلس الرقابة الذي يمنح سلطة تقديرية واسعة للمسيرين (المديرين).<sup>3</sup>

### المطلب الثالث : تصنيف Moerland (1995):

ميز Moerland (1995) بين نظامين لحوكمة المؤسسات نظام موجه نحو السوق ونظام موجه نحو الشبكات :

#### أ- نظام السوق :

يتواجد هذا النظام في الدول الأنجلوسكسونية (الو.م.أ والمملكة المتحدة) ويمتاز بوجود أسواق مالية متطورة، تشتت كبير في الملكية، ارتفاع نشاط سوق الاستحواذ أو الاستيلاء (العرض العمومي للشراء OPA) إضافة إلى الفصل بين الملكية وسلطة اتخاذ القرار داخل المؤسسة.<sup>4</sup>

#### ب- نظام الشبكات :

ينتشر هذا النظام في ألمانيا، اليابان وفرنسا، يتميز بالوجود الكبير للمؤسسات المغلقة، انتماء المؤسسات إلى مجموعات، إضافة إلى الدور المهم للبنوك والمؤسسات المالية في التمويل والرقابة على المؤسسات، يعتبر هذا النظام أقل مرونة مقارنة بنظام السوق خصوصاً عند حدوث الأزمات.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Amir Louizi, Op.Cit, P 37.

<sup>2</sup> Frédéric Parrat, Le gouvernement d'entreprise, ce qui a déjà changé, ce qui va encor évoluer, Op.Cit, P 207.

<sup>3</sup> Amir Louizi, Op.Cit, P 37.

<sup>4</sup> Sophie Audoussset-Coulier, Op.Cit, P 62.

<sup>5</sup> Amir Louizi, Op.Cit, P 38.

من بين آليات الرقابة الداخلية والخارجية الممارسة لمراقبة سلوك المسيرين (المديرين) ركز Moerland (1995) على دور الآليات التالية في حل تضارب المصالح بين المساهمين الخارجيين والمسيرين<sup>1</sup>:

- مجلس الإدارة.
- سوق الاستيلاء أو الاستحواذ.
- سوق العمل (أو سوق المسيرين).

حيث أشار Moerland (1995) إلى أن مجلس الإدارة يلعب دورا مهما جدا في نظام الشبكات مقارنة بنظام السوق، من خلال التمثيل القوي لكبار المساهمين داخل مجلس الإدارة (تركز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين)، مما يسمح لهم بالرقابة على قرارات المسيرين.

على النقيض من ذلك فإن سوق الاستيلاء أو الاستحواذ (العرض العمومي للشراء) يشهد نشاطا أكثر (تردد أكثر) داخل نظام السوق، حيث أشارت دراسة Davis et Thompson إلى أنه ما يقارب 30% من بين 500 أكبر المؤسسات الأمريكية يتغير ملاكها (مساهموها) من خلال العرض العمومي للشراء (إعادة شراء الأسهم).

كذلك أشار S.Prowse إلى أن الاستيلاء أو الاستحواذ (العرض العمومي للشراء) خلال الفترة 1985-1989 يمثل 17.8% من إجمالي الصفقات المسجلة في الولايات المتحدة الأمريكية مقابل 37.1% في المملكة المتحدة و 9.5% في أوروبا.

أما فيما يخص آلية سوق العمل فلديها تأثير مختلف في كلا النظامين (السوق، الشبكات) حيث تعد آلية سوق العمل أكثر فعالية في نظام السوق، عندما يتعلق الأمر بالانضباط (التهديب) الخارجي، على العكس من ذلك فيما يخص الانضباط القائم على سهولة الحركة الداخلية للمسيرين (المديرين)، تعتبر آلية سوق العمل أكثر وضوحا في نظام الشبكات.

نخلص مما سبق أن تحليل هؤلاء الباحثين كان متكاملًا بخصوص مختلف أنظمة حوكمة المؤسسات، حيث يلخص Charreaux (1997) خصائص كل من النظام الأنجلوسكسوني والنظام الألماني والياباني في الجدول التالي:

<sup>1</sup>Frédéric Parrat, Le gouvernement d'entreprise, ce qui a déjà changé, ce qui va encor évoluer, Op.Cit, P 209-210.

الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

الجدول رقم (8.1) : خصائص النظام الانجلوسكسوني والنظام الألماني والياباني لحوكمة المؤسسات حسب  
(1997) Charreaux

الأبعاد	النظام الأنجلوسكسوني موجه للسوق	النظام الألماني الياباني موجه للشبكات
الدور الوقائي	المساهمين	رقابة قوية - رأس مال مركز مع مساهمين بالأغلبية. - مشاركة البنوك في رأس المال. - مساهمات متبادلة. - رقابة من قبل الفاعلين في مجال الصناعة والبنوك. - رؤية على المدى الطويل. - رقابة نشيطة مبنية على نمط الإدارة والقرارات الاستراتيجية.
الدائنون	رقابة سلبية - ديون بنكية ضعيفة. - ديون من السوق المالي كبيرة (سندات). - علاقة أقل ثباتا.	رقابة نشيطة - ديون كبيرة (بنكية خاصة). - ضخامة القروض فيما بين المؤسسات. - علاقة طويلة الاجل.
العمال	رقابة ضعيفة - مؤهل في ظل قوة النقابات.	رقابة قوية - التمثيل في مجلس الادارة. - المشاركة في اتخاذ القرارات.
مجلس الادارة	رقابة ضعيفة - رقم الاعمال يسيطر عليه المسيرين. - دور استشاري أكثر منه انضباطي. - مؤهل وفقا لتركيبته.	رقابة جد قوية - رقم الاعمال يسيطر عليه أصحاب المصلحة الرئيسيين. - تواجد البنوك والعمال. - شبكات المسيرين جد كثيفة. - رقابة نوعية واستراتيجية على المدى الطويل.
نظام الحوافز	رقابة جد قوية - نظام المكافآت محفز ومرتبطة بالمدرودية الاموال الخاصة. - رقابة النتائج وأسعار البورصة.	رقابة جد ضعيفة - نظام المكافآت أقل تحفيزا.
الدور العلاجي	حقوق الملكية	حقوق الملكية
تغيير المسيرين	تحويل سهل نسبيا. - صراعي (سهولته تعتمد على مدى تجذّر المسيرين). - بواسطة سوق الاستحواذ.	تحويل جد صعب. - أكثر سهولة. - غالبا التفاوض ضمن المجموعة. - مفروض داخليا من قبل أصحاب المصلحة.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

	- أهمية سوق المسيرين.	- أهمية شبكة المسيرين.
إمكانية خروج أصحاب المصلحة	- أكثر سهولة.	- أكثر صعوبة (علاقات طويلة المدى مع البنوك والعمال).
نمط إعادة التنظيم	- أكثر تصادما. - غالبا خارجي وقانوني.	- أكثر توافقا في الداخل. - الدور الرئيسي للبنك.
ملخص	- نظام منظم أساسا عن طريق الأسواق. - معالجة أفضل للمعلومات. - نظام صراعي، تكاليف الوكالة. - قدرة وقائية ضعيفة. - قدرة علاجية قوية ولكنها مكلفة.	- نظام منظم أساسا بآليات خاصة. - معالجة سيئة نوعا ما للمعلومات. - نظام أكثر توافقا. - قدرة وقائية عالية جدا. - قدرة علاجية ضعيفة نظرا للصلابة المرتبطة باحترام العلاقات على المدى البعيد (مع البنوك والعمال)
نتائج	- تكييف ومرونة كبيرين. - سياسة استثمارية أقل أمثلية ورؤية قصيرة المدى. - تلائم النشاطات الجديدة	- أكثر صلابة. - تعزز التعاون والاستثمار طويل المدى. - تلائم النشاطات التقليدية.

المصدر : Gérard Charreaux, Le gouvernement de l'entreprise : corporate governance, Op.Cit, P465.

### المبحث الرابع : آليات حوكمة المؤسسات

يتطلب التنفيذ السليم لمبادئ حوكمة المؤسسات اللجوء إلى عدد من الآليات والتي اصطلح على تسميتها آليات حوكمة المؤسسات، حيث تعرف آليات حوكمة المؤسسات على أنها "مجموعة الممارسات التي تسهم بصورة مباشرة أو غير مباشرة في التطبيق السليم لمبادئ حوكمة المؤسسات التي تحدد طبيعة العلاقة بين المساهمين ومختلف أصحاب المصلحة، والتي تضمن للمؤسسة إدارة سليمة ومستقرة وبقاءها في المحيط الذي تنشط فيه"<sup>1</sup>.

وهناك عدة تصنيفات لآليات حوكمة المؤسسات، إلا أننا سوف نعتمد على تصنيف Charreaux (1997) الذي يستند على حل تعارض المصالح بين المسيرين والمساهمين وبين المساهمين الأغلبية (كبار المساهمين) والمساهمين الأقلية (صغار المساهمين)، ويصنف آليات الحوكمة إلى آليات خارجية وآليات داخلية كالآتي:

<sup>1</sup>ابراهيم محمد علي الجزائري، بشرى فاضل خضير، مرجع سبق ذكره، ص 266.

## المطلب الأول: آليات الجوكمة الخارجية

تمثل آليات حوكمة المؤسسات الخارجية بالرقابة التي يمارسها أصحاب المصلحة الخارجيين على المؤسسة، والضغط التي تمارسها المنظمات الدولية المهتمة بهذا الموضوع، حيث تشكل هذه الآليات أحد المصادر المهمة المولدة لضغط واسع لتطبيق مبادئ الحوكمة، وتشمل ما يأتي :

### 1- سوق السلع والخدمات :

تعد المنافسة في سوق السلع والخدمات حسب نظرية الوكالة أحد آليات حوكمة المؤسسات التي تسمح بتهديب سلوك المسيرين، فالفصل بين الملكية وتسيير (الرقابة) المؤسسة يسمح بالسلوك الانتهازي للمسيرين من خلال بذل جهود أقل أو زيادة مصروفات المسيرين على مظاهر البذخ وبالتالي تقليل أرباح المؤسسة.

حسب (1967) Machlup و (1983) Hart إن هذا السلوك الانتهازي لا يكون ممكناً في حالة وجود سوق للسلع والخدمات يتميز بالمنافسة التامة.<sup>1</sup>

فالمنافسة في سوق السلع والخدمات تجبر المسيرين على اتخاذ القرارات المثلى، من أجل ترشيد تكاليف الإنتاج وبالتالي تحقيق ميزة تنافسية تسمح بتعظيم الأرباح والحفاظ على الحصة السوقية من أجل ضمان استمرارية المؤسسة.

يكون سوق السلع والخدمات كآلية لحوكمة المؤسسات أكثر فعالية في حالة انخفاض درجة خصوصية المنتجات، انخفاض عدم تماثل المعلومات ووجود منافسة قوية في السوق السلع والخدمات.<sup>2</sup>

### 2- سوق الاستيلاء أو الاستحواذ :

يعد الاستيلاء أو الاستحواذ ملجأً أخيراً بالنسبة للمساهمين من أجل تهديب سلوك المسيرين، ويعرف الاستيلاء على أنه عرض شراء لأسهم مؤسسة بواسطة مستثمرين خارجيين،<sup>3</sup> أو ما يطلق عليه العرض العمومي للشراء (OPA) les offres publiques d'achat، والذي يحدث نتيجة لاستيلاء وعدم رضا المساهمين بسبب انخفاض مستوى أداء المؤسسة، حيث يمكن أن يشكل هؤلاء المساهمون كتلة Bloc ويقومون بالتخلص من أسهمهم في السوق المالي مما يؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار تلك الأسهم.

بعد الانتهاء من عملية بيع الأسهم يحصل المستثمرون الخارجيون (المساهمون الجدد) على الرقابة الجزئية أو الكلية على المؤسسة التي تم حيازة أسهمها (الاستيلاء عليها)، حيث يصبح بإمكانهم تعويض الفريق الإداري الحالي بفريق إداري آخر (مسيرون آخرون).

<sup>1</sup>Yves-Cédric Koyo, Les mécanismes de gouvernance entre les gestionnaires de fonds et les dirigeants de PME en contexte d'investissement socialement responsable, Mémoire présenté comme exigence partielle de la maîtrise en administration des affaires, Université Du Québec, Québec, Canada, 2011, P 38.

<sup>2</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P 118.

<sup>3</sup>Yves-Cédric Koyo, Op.Cit, P 39.

حسب Manne (1965) فإن وجود سوق الاستيلاء (العرض العمومي للشراء) يمارس ضغوطا على المسيرين مما يجبرهم على موائمة سلوكهم حسب مصلحة المساهمين للحفاظ على المستوى المرتفع لأسعار أسهم المؤسسة في السوق المالي.<sup>1</sup>

إن تأثير سوق الاستيلاء أو الاستحواذ يكون أكثر وضوحا عندما يكون هناك استيلاء فعلي من طرف المستثمرين الجدد على أسهم المؤسسات الأقل أداء في السوق المالي.

حيث أظهرت دراسة كل من Jensen (1988)، Manne (1965)، Scharfstein (1988)، Walsh et Steward (1990) ودراسة Patry et Poitevin (1995) أن الاستيلاء يسمح بتهذيب سلوك المسيرين، ويكون ذلك تحت تأثير فقدان المسيرين لمناصبهم في حالة تحقيق مستوى أداء لا يرضي المساهمين أو الملاك الجدد، وهذا ما يدفع بالمسيرين لتصحيح سلوكهم الانتهازي والعمل على تعظيم أرباح المؤسسة.<sup>2</sup>

الملاحظ مما سبق أن الاستيلاء أو العرض العمومي للشراء لا يكون كآلية فعالة لحوكمة المؤسسات إلا بالنسبة للمؤسسات غير المراقبة nom contrôlée (انخفاض حافز الرقابة للمستثمرين)، فسوق الاستيلاء يكون فعالا أكثر في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا (تشتت الملكية) في حين يكون أقل فعالية في الدول التي تتميز بتركيز الملكية.

### 3- سوق العمل (سوق المسيرين) :

يعد سوق العمل أداة للرقابة على سلوك المسيرين، فاحتمال تعرض المسيرين للإقالة من المنصب يجبرهم على العمل على تحقيق مصلحة المساهمين.<sup>3</sup>

كذلك يرى المسيريون أن مستويات أداء المؤسسات التي يسيرونها تؤثر على فرص عملهم المستقبلية، وهو ما يدفعهم للحد من سلوكهم الانتهازي واتخاذ القرارات المثلى لتعظيم قيمة المؤسسة، فالمسيريون الذين يحققون مستويات أداء منخفضة يكونون أقل استقطابا في سوق العمل (المسيريين).

يسمح كذلك توفر سوق فعال للمسيريين للمؤسسات بمكافأة مسيريهما بشكل صحيح من خلال ربط ذلك بمستوى الأداء المحقق، إضافة إلى أن سوق العمل يتيح سهولة إمكانية استبدال المسيرين بمسيريين أكثر كفاءة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P 112.

<sup>2</sup>Yves-Cédric Koyo, Op.Cit, P 39.

<sup>3</sup>Héla Gharbi, Vers une nouvelle typologie de l'enracinement des dirigeants, 13<sup>ème</sup> conférence de «l'Association Internationale de Management Stratégique», Normandie, Vallée de Seine, France, 2, 3 et 4 juin 2004, P 5.

<sup>4</sup>Yves-Cédric Koyo, Op.Cit, P 40.

#### 4- الديون كآلية لرقابة سلوك المسيرين :

يمكن للدائنين مراقبة سلوك المسيرين لذلك فهم يعتبرون كآلية لحوكمة المؤسسات، حيث أنه لن يتم التركيز هنا على تضارب المصالح بين الدائنين والمساهمين ولكن على تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين من جهة، وبين المساهمين الأغلبية والمساهمين الأقلية من جهة أخرى، وبالتالي سوف ندرس تأثير الدائنين على السلوكيات المتبينة للمسيرين ودفاع الدائنين على مصالحهم.

نظريا تعد الديون آلية لتهديب سلوك المسيرين وهذه الرقابة هي نتيجة للعناصر التالية :

#### - خطر الإفلاس :

في الواقع الديون هي عقد من خلاله يحصل المقترض على أموال من المقرض مع التعهد بتسديد القرض على أقساط إضافة إلى الفوائد، عند عدم الوفاء بشروط العقد (تسديد أقساط القرض إضافة إلى الفوائد) فإن الدائنين (المقرضين) بإمكانهم ممارسة حقوقهم خصوصا الاستيلاء أو التنازل على بعض أصول المؤسسة وإشهار إفلاسها.<sup>1</sup>

لذلك فمسيروا المؤسسات المستدينة مجبرون على تحقيق معدلات أداء مرتفعة لضمان تحقيق فوائض نقدية تكفي لتسديد مستحقات الدائنين (أقساط القرض والفوائد).

إن إفلاس المؤسسة يهدد المسيرين بالإقالة من مناصبهم إضافة إلى تدهور سمعتهم في سوق العمل (المسيرين)، وبالتالي فخطر الإفلاس يحث المسيرين على الحد من سلوكياتهم الانتهازية وعلى التصرف بشكل أكثر انسجاما مع مصالح المساهمين.<sup>2</sup>

#### - خطر تدخل الدائنين في قرارات المؤسسة :

نتيجة لخطر التوقف عن التسديد (أقساط القرض والفوائد) فإن الدائنين بإمكانهم الضغط على المسيرين ورقابة قرارات السياسة المالية، حيث يسفر هذا التدخل على فقدان الحرية والمرونة بالنسبة للمسيرين في اتخاذ القرارات داخل المؤسسة، وهذا ما يحثهم على عدم التبديد والإسراف في سيولة المؤسسة.<sup>3</sup>

#### - تقليل أو تخفيض خطر التدفق النقدي الحر (FCF) Free Cash Flow

لقد أشارت نظرية التدفق النقدي الحر لـ Jensen (1986) إلى أن الديون تمنع المسيرين من تبديد الموارد (الفائض في السيولة)، حيث يعرف التدفق النقدي الحر بأنه الفائض النقدي المتبقي للمؤسسة بعد تمويل كل المشاريع الاستثمارية ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة ( $VAN > 0$ ).<sup>4</sup>

<sup>1</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P 114.

<sup>2</sup>Riadh Grafatta, Op.Cit, P36.

<sup>3</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P 114.

<sup>4</sup>Michael C. Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, Op.Cit, P 323.



## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

أشار Jensen (1986) إلى أن هذا التدفق النقدي الحر يشكل خطرا بالنسبة للمساهمين (الملاك) لأنه من الممكن أن ينفق من طرف المسيرين لمنفعتهم الشخصية أو في مشاريع استثمارية ذات قيمة حالية صافية سالبة  $(VAN < 0)$ .<sup>1</sup>

لذلك فوجود الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة يسمح بتخفيض خطر التدفق النقدي الحر، فالمسيرون سوف يقومون بتسديد مستحقات الدائنين (أقساط القرض والفوائد) وهذا ما يعمل على تخفيض مستوى السيولة المتاحة تحت تصرف المسيرين.<sup>2</sup>

كما أشار أيضا Jensen (1986) إلى أن الأثر التحفيزي للديون يشمل أساسا المؤسسات التي لديها تدفقات نقدية كبيرة وفرص استثمارية قليلة، أو المؤسسات التي تعاني من صعوبات مالية واحتمال إفلاسها مرتفع جدا.<sup>3</sup>

إن غياب الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة يشير إلى أن المسيرين لا يبحثون عن تعظيم قيمتها السوقية، فالمسيرون إذا كان لديهم الحافز لتعظيم قيمة المؤسسة وذلك بسبب مكافآتهم أو خشية العرض العمومي للشراء OPA (الاستيلاء أو الاستحواذ على المؤسسة) فإنهم يفضلون هيكلًا ماليًا يتضمن الديون.

إن التأثير الرقابي للديون على سلوك المسيرين يختلف باختلاف تاريخ الاستحقاق ونمط الديون التي تتعاقد بشأنها المؤسسة :

- تأثير استحقاق الديون: الديون قصيرة الأجل لها تأثير تهميدي لسلوك المسيرين أقوى من الديون طويلة الأجل، ففي حالة مؤسسة مستدينة لأجل قصير يجب على المسيرين إعادة التفاوض بشكل أكثر انتظامًا مع الدائنين وهذا ما يرفع أو يزيد من مستوى الرقابة ويكبح السلوكيات الانتهازية للمسيرون.<sup>4</sup>

- تأثير نمط الدائنين: الدائنين المهمين لديهم الحافز أكثر لرقابة سلوك المسيرين، وذلك لأهمية ديونهم داخل الهيكل المالي للمؤسسة.

إضافة إلى ذلك فإن البنوك لا تقوم بنفس مستوى الرقابة مثل الأسواق المالية (في حالة التمويل بالسندات)، ذلك لأنه عادة ما تكون مساهمة البنوك في تمويل المؤسسات بقروض بنكية أكثر من التمويل بالسندات.

وقد أكد Diamond (1984) على الدور الرقابي المهم الذي تقوم به البنوك لمراقبة سلوك المسيرين، حيث تختلف مستوى فعالية تلك الرقابة باختلاف الدولة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup>Ibid, P 324.

<sup>2</sup>Idem.

<sup>3</sup>Idem.

<sup>4</sup>Jérôme Maati, Op.Cit , P186.

<sup>5</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P 115.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

ففي اليابان وألمانيا أشار Shleifer et Vishny (1997) إلى أن سلطة البنوك في رقابة سلوك المسيرين قوية جدا وذلك من خلال امتلاك البنوك لحصة من رأس مال المؤسسات مما يسمح لهم بالتصرف كدائنين ومساهمين في وقت واحد، نتيجة لذلك فإن البنوك تمتلك حق التصويت في مجلس إدارة المؤسسات من خلال عدد الأصوات التي يمتلكونها عند زبائنهم (المؤسسات)<sup>1</sup>، وهو ما يسمح للبنوك برقابة قرارات المسيرين، رقابة مصادر التمويل، تعويض الفريق الإداري غير الفعال بفريق إداري آخر، إضافة إلى تخفيض تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين بهدف تحسين أداء المؤسسات، أما بالنسبة لباقي الدول فإن رقابة البنوك على سلوك المسيرين أقل فعالية.

ولقد أكدت دراسة Hoshi et al (1990-1991) على أن المؤسسات التي تمتلك فيها البنوك لحصة من رأس مالها هي الأكثر أداء.<sup>2</sup>

كذلك حول التأثير الرقابي للديون تشير نظرية الإشارة أن وجود الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسات يمكن أن يستخدم في السوق المالي كإشارة إلى نوعية استثمارات المؤسسة، وأيضا لإقناع السوق بأن المسيرين يستغلون الفرص المتاحة لتعظيم أرباح المؤسسة وليس لمصلحتهم الشخصية.

### 5- الدولة (التشريعات والقوانين) :

تعتبر الدولة أحد أهم عوامل حوكمة المؤسسات، حيث تهتم بضمان حماية مختلف أطراف المصلحة داخل المؤسسة وبصفة خاصة المستثمرين، تقوم الدولة بالتدخل لرقابة تصرفات المسيرين وضمان التشغيل الفعال للأسواق المالية، سواء بطريقة غير مباشرة من خلال الرقابة المفروضة بواسطة محافظ الحسابات الذي يضمن مصداقية القوائم المالية التي تنشرها المؤسسات، أو بطريقة مباشرة من خلال إنشاء هيئات متخصصة لضمان شفافية ورقابة الأسواق المالية خصوصا فيما يتعلق بالمعلومات التي تنشرها المؤسسات مثل لجنة عمليات البورصة (COB) la commission des opérations boursières، وكذلك من خلال الاعتماد على القانون الذي يسمح للمساهمين بالرقابة الفعالة على تصرفات المسيرين.

حسب Shleifer et Vishny (1997) يعد النظام القانوني أحد أبعاد حوكمة المؤسسات الذي يلعب دور القانون بين المسيرين والمساهمين والذي يهدف إلى ضمان إفصاح المؤسسات عن المعلومات المتعلقة بنشاطها في تقاريرها المالية، محاربة الطرق الاحتيالية التي تهدف إلى تضليل الوضعية المالية للمؤسسة ومعاينة المسيرين في حالة عدم احترام اللوائح والتنظيمات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, A survey of corporate governance, Op.Cit, P770.

<sup>2</sup>Moufida Labadi, Protection des salaires et des actionnaires et partage de la valeur : effet de complémentarité ou de substituabilité ? Thèse de doctorat, Université De Reims , Reims, France,2011, P 29.

<sup>3</sup>Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, A survey of corporate governance, Op.Cit, P769.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

إن القانون وطريقة تنفيذه تحدد حقوق المساهمين والطريقة التي يتم بها حماية هذه الحقوق، حيث تختلف الحماية القانونية للمساهمين باختلاف الدولة، وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين نظامين قانونين: القانون العام والقانون المدني. يتميز القانون المدني بأنه مستمد من العرف الفرنسي، الألماني والاسكندنافي في حين القانون العام يستخدم العرف القانوني الانجليزي.<sup>1</sup>

في دراسة قام بها La Porta et al (1998) لاختبار حقوق المساهمين في 49 دولة أشاروا إلى أن الدول ذات القانون العام تقدم حماية أفضل للمستثمرين مقارنة بالدولة ذات القانون المدني الفرنسي، حيث أن المستثمرين في الدول ذات القانون العام بإمكانهم بسهولة ممارسة السلطة على المسيرين، كذلك المستثمر الفرنسي أقل حماية قانونية من تصرفات المسيرين مقارنة بالمستثمر الأمريكي.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني : آليات الحوكمة الداخلية :

تتمثل الآليات الداخلية لحوكمة المؤسسات في مجموعة المكونات الموجودة داخل المؤسسة والتي تؤثر سلبا أو إيجابا على أدائها ومن ثم تحقيق أهدافها، وهي تتكون من مجموعة بالغة الأهمية من الآليات التي تتعامل مع البيئة الداخلية للمؤسسة، ومن بين أهم الآليات الداخلية لحوكمة المؤسسات نذكر ما يلي:

#### 1- مجلس الإدارة :

يحتل مجلس الإدارة مكانة هامة ضمن آليات حوكمة المؤسسات، حيث أن بناء مجلس إدارة فعال يعد نقطة البداية في التطبيق السليم لمبادئ حوكمة المؤسسات، فوجود مجلس إدارة فعال يضمن المحافظة على استمرارية ذلك التطبيق والسعي الدائم لتطويره لكي يتلاءم مع المتغيرات التي تحدث في البيئة الخارجية للمؤسسة. يعد مجلس الإدارة بمثابة الدعامة الرئيسية للرقابة والذي من خلاله يضمن المساهمون التسيير الجيد والفعال للمؤسسة.

يتمثل مجلس الإدارة في مجموعة من الأفراد المنتخبين الذين تكون مسؤوليتهم الرئيسية هي العمل وفق مصالح المالكين من خلال الرقابة والسيطرة على المسيرين في المستوى التنفيذي الأعلى.

مجلس الإدارة هو مجموعة من الأعضاء يفوضهم المساهمون عن طريق الجمعية العامة للمساهمين من أجل إدارة المؤسسة وهم يدينون بإخلاصهم وولائهم للمؤسسة ويخضعون للمساءلة من جانب المساهمين.<sup>3</sup>

يمكن تصنيف أعضاء مجلس الإدارة إلى ثلاث أنواع وهم<sup>4</sup>:

<sup>1</sup>Moufida Labadi, Op.Cit, P43.

<sup>2</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P118.

<sup>3</sup>جوانتان تشاركهام، ارشادات لأعضاء مجالس إدارة البنوك، المنتدى العلمي لحوكمة الشركات، البنك الدولي للإنشاء والتعمير، 2003، ص 14.

<sup>4</sup>محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات و دور اعضاء مجالس الادارة و المديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص 37.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

- العضو التنفيذي (المديرين التنفيذيين) : هو العضو الذي يشغل منصباً تنفيذياً بالمؤسسة مثل المدير العام للمؤسسة أو العضو المنتدب.
- العضو غير التنفيذي (المديرين غير التنفيذيين) : وهو العضو الذي لا يشغل منصباً تنفيذياً بالمؤسسة، ولا يكون متفرغاً لتسيير المؤسسة أو لا يتقاضى راتباً شهرياً أو سنوياً منها، العضو التنفيذي يمكن أن يكون مستقل أو غير مستقل.
- العضو المستقل : عرفت الهيئات والمنظمات العلمية الدولية والعديد من لوائح حوكمة المؤسسات عضو مجلس الإدارة المستقل بأنه عضو المجلس الذي يتمتع بالاستقلالية التامة.
- حسب نظرية الوكالة ونتيجة للفصل بين وظيفتي القرار (التسيير) والرقابة وبهدف تقليل تكاليف الوكالة، فإن دور مجلس الإدارة يتمثل في رقابة سلوك المسيرين، وهو حسب هذه النظرية جهاز رقابي يساعد على تقارب المصالح بين المساهمين والمسيرين.
- أما حسب Charreaux (2000) فإن أهم أدوار مجلس الإدارة يتمثل في التسيير التهديبي لسلوك المسيرين وتطوير استراتيجيات المؤسسة.<sup>1</sup>
- أيضاً يتمثل دور مجلس الإدارة في الدعوة إلى الاجتماعات العامة، تعيين وعزل رئيس مجلس الإدارة والمسيرين، مراقبة تسيير المؤسسة، اعتماد الاستراتيجيات، غلق حسابات القوائم المالية، ضمان احترام تطبيق معايير المحاسبة والمراجعة ومراقبة نوعية المعلومات المقدمة للمساهمين والسوق المالي من خلال تقارير التسيير.
- وعليه يمكن القول أن أهم مهام مجلس الإدارة يتمثل فيما يلي<sup>2</sup> :
  - تحديد استراتيجيات المؤسسة والتوجيهات اللازمة لتحقيق الأهداف المسطرة.
  - متابعة تنفيذ ونتائج الإستراتيجية.
  - تحديد المسؤوليات ومساءلة الإدارة.
  - تحديد المكافآت والحوافز للمديرين التنفيذيين، ضمان شفافية المعلومات المعلنة بواسطة المؤسسة بخصوص الوضعية المالية.
  - وضع مؤشرات أداء رئيسية للإشراف ومراقبة أداء المديرين التنفيذيين.
- ترتبط فعالية مجلس الإدارة بمجموعة من الخصائص التي تسمح له بتعظيم دوره الرقابي ونذكر من بينها<sup>3</sup> :
  - الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة والمدير العام.
  - حجم مجلس الإدارة.

<sup>1</sup>Gérard Charreaux, Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance, Revue du Financier, N° 127, 2000, P 7.

<sup>2</sup>مركز المشروعات الدولية الخاصة، تشجيع حوكمة الشركات في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا تجارب وحلول، 2011، ص 58.

<sup>3</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P103.

- استقلالية أعضاء مجلس الإدارة.

- وجود لجان مجلس الإدارة.

#### أ- الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة والمدير العام :

ينظر المساهمون الفاعلون وكذلك المعنيون بحوكمة المؤسسات إلى عملية الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة على أنها وسيلة فعالة لتخفيض تكاليف الوكالة وتحسين الأداء، وذلك لخضوع المسيرين لرقابة رئيس مجلس الإدارة وأعضاء مجلس الإدارة مما يدفع بالمسيرين إلى تحسين أدائهم والارتقاء به إلى أهداف حملة الأسهم، ذلك لضمان بقائهم واستمراريتهم في الوظيفة والحصول على المكافآت المتفق عليها، وهو على عكس حال دمج الدورين، إذ إن دمج دور المدير العام بدور رئيس مجلس الإدارة سيجعل المؤسسة تحت إدارة شخص واحد، وسيسمح هذا الوضع لذلك الشخص بالسيطرة على المعلومات المتاحة عن أنشطة المؤسسة ويقدمها إلى أعضاء مجلس الإدارة بالطريقة التي يراها مناسبة ومتفقة مع أهدافه مما يضعف دور مجلس الإدارة وفاعليته في رقابة المسيرين.

وقد أشارت دراسة Pi et Timme (1993) إلى أهمية الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام عندما كشفت دراستهما التي أجريت على عينة من المؤسسات المصرفية الأمريكية خلال الفترة 1987-1990 أثر ذلك على أداء المؤسسة حينما وجدت أن المؤسسات التي تفصل بين الدورين تكون فيها تكلفة الوكالة أقل ما يمكن ومعدل العائد على الاستثمار أعلى ما يمكن.<sup>1</sup>

أما Jensen (1993) فقد بين أن الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام سيقوي رقابة مجلس الإدارة على سلوك المديرين التنفيذيين ويحل مشاكل الوكالة، وأن دمج الدورين في دور واحد سيضعف من قوة المجلس في رقابة الإدارة ويعزز من فرضية تقوية المديرين التنفيذيين.<sup>2</sup>

وعليه يمكن القول بأن الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة والمدير العام يسمح برقابة فعالة على المسيرين وخصوصا في المؤسسات الكبيرة الحجم.

فقد أشارت دراسة Palmon et Wald (2002) إلى أن الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة يحقق أرباحا عادية سلبية وأداء محاسبيا منخفضا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة، على العكس من ذلك فإن نتائج الفصل بين الدورين كانت ايجابية بالنسبة للمؤسسات الكبيرة الحجم.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Lynn Pi et Stephen G. Timme , Corporate control and bank efficiency , Journal of Banking & Finance, Vol. 17, N°. 2-3, April 1993, P 516.

<sup>2</sup>Michael C. Jensen, The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, The Journal of Finance, Vol. 48, N°. 3, 1993, P863.

<sup>3</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P104.

ب- حجم مجلس الإدارة :

يؤثر حجم مجلس الإدارة على فعالية قراراته وعلى مستوى رقابته، حيث أكدت أغلب الأدبيات النظرية على فعالية مجالس الإدارة صغيرة الحجم، التي تسمح برقابة فعالة على المسيرين وسهولة اتخاذ القرارات، على عكس مجالس الإدارة كبيرة الحجم التي تتصف بصعوبة الاتصال وتدني سرعة إنجاز المهام وانخفاض فعالية القرارات المتخذة من طرفه، فكثرة عدد الأعضاء تقلل من مشاركة مجلس الإدارة في اتخاذ القرارات الإستراتيجية.<sup>1</sup>

وقد أكدت دراسة Helland et Sykuta (2005) على فعالية مجالس الإدارة صغيرة الحجم حين أشارا إلى أنه في الولايات المتحدة الأمريكية المؤسسات التي لها مجالس إدارة كبيرة الحجم تتميز بأنها أقل محاكمة من طرف المساهمين مقارنة بالمؤسسات التي لها مجالس إدارة صغيرة الحجم.<sup>2</sup>

كما أشار Jensen (1993) لكي يكون مجلس الإدارة أكثر فعالية لابد أن يكون عدد أعضائه ما بين سبعة إلى ثمانية أعضاء، وإذا ما تم تجاوز ذلك العدد لأعضاء مجلس الإدارة فإن احتمالية عمله بكفاءة وفعالية سوف يكون أقل.<sup>3</sup>

كما دعا كل من Lipton et Lorch (1992) إلى تجنب أن يتكون مجلس الإدارة من عدد كبير من الأعضاء وإلى ضرورة إنشاء مجلس إدارة صغير لا يتجاوز حجمه بين ثمانية إلى تسعة أعضاء.<sup>4</sup>

كذلك أكدت العديد من الدراسات على أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم تتميز بارتفاع درجة الصراعات بين أعضائها، وهو ما يؤثر على سلطة اتخاذ القرارات داخل المؤسسة وعلى عملية تبادل المعلومات، وبالتالي فمجالس الإدارة صغيرة الحجم تتميز بسهولة عملية الرقابة.

أشارت دراسة Beasley (1996) إلى أن خطر التلاعب والتزوير في القوائم المالية يرتفع بارتفاع حجم مجلس الإدارة.<sup>5</sup>

وفي الأخير تجدر الإشارة أنه لا يوجد حجم محدد لأعضاء مجلس الإدارة بالنسبة لكل المؤسسات فهو يختلف باختلاف قطاع النشاط وحجم المؤسسة.

ت- استقلالية أعضاء مجلس الإدارة :

يهدف مجلس الإدارة لتسيير علاقة الوكالة بين المساهمين والمسيرين، لذلك فإن فعالية هذا الأخير تعتمد أساسا على مهارات، استقلالية وحوافز أعضائه.

<sup>1</sup>Jérôme Maati, Op.Cit, P148.

<sup>2</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P109.

<sup>3</sup>Michael C. Jensen, The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, Op.Cit, P865.

<sup>4</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P110.

<sup>5</sup>Mark.S Beasley, An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud, The Accounting Review, Vol .71, N°.4, 1996, P 463.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

كما سبقت الإشارة له فإن مجلس الإدارة يتكون من أعضاء داخليين (أعضاء تنفيذيين) وأعضاء خارجيين أو مستقلين (أعضاء غير تنفيذيين).

لقد عرف Tirole (2006) عضو مجلس الإدارة المستقل (الخارجي) هو العضو الذي لا يشغل منصبا (ليس موظف) داخل المؤسسة، لا يقدم لها أية خدمة وبصفة عامة لا يوجد هناك تضارب للمصالح عند أداء مهامه (الرقابة)<sup>1</sup>.

حسب Fama (1980) فإن المؤسسات التي تتميز بالفصل بين وظيفتي الملكية والرقابة، فإن المسيرين أكثر عرضة لرقابة مجلس الإدارة، نتيجة لامتلاكهم للمعلومات الداخلية المتعلقة بنشاط المؤسسة، لذلك أكد Fama (1980) على ضرورة أن يتضمن مجلس الإدارة على أعضاء مستقلين (خارجيين)<sup>2</sup>، وهو ما أكدت عليه مبادئ حوكمة المؤسسات لضرورة أن يضم مجلس الإدارة أعضاء مستقلين بنسبة أكبر .

ولقد أكدت العديد من الأبحاث الميدانية على تأثير وجود أعضاء مستقلين داخل مجلس الإدارة على رقابة المسيرين وأداء المؤسسة، وخلصت أغلب تلك الدراسات إلى الأثر الايجابي لوجود أعضاء مستقلين داخل مجلس الإدارة.

فحسب دراسة Ryan et wiggins (2004) فإن وجود أعضاء مستقلين داخل مجلس الإدارة يسمح بالممارسة الفعالة لسياسة المكافآت من أجل رقابة سلوك المسيرين، في حين أشار Helland et Sykuta (2005) إلى أن المؤسسات الأقل محاكمة (مقاضاة) بواسطة المساهمين هي المؤسسات التي يتضمن مجلس إدارتها عددا أكبر من الأعضاء المستقلين.<sup>3</sup>

أما Persy et Shivdasani (2005) فقد لاحظا أن هناك أداء جيدا إضافة إلى سهولة إعادة الهيكلة في حالة الأداء السيئ للمؤسسات التي يتضمن مجلس إدارتها أعضاء مستقلين بنسبة الأغلبية، كما أكدت دراسة Dahya et Meconnell على أن المؤسسات التي يتضمن مجلس إدارتها أعضاء مستقلين تحقق مستويات مرتفعة لأدائها المالي.<sup>4</sup>

وفي الأخير نشير إلى أن هناك بعض العوامل التي تحد من فعالية رقابة الأعضاء المستقلين (الخارجين) لمجلس الإدارة نذكر منها<sup>5</sup>:

- مشكلة الاستقلالية : يمكن أن يجد الأعضاء (المديرون) المستقلين صعوبة في التعبير عن آرائهم وذلك بسبب أن المدير العام هو نفسه رئيس مجلس الإدارة.

<sup>1</sup>Jean Tirole, The theory of corporate finance, Princeton University Press, Oxfordshire, England, 2006, P30.

<sup>2</sup>Eugene F. Fama, Agency problems and the theory of the firm, The Journal of Political Economy, Vol. 88, N°. 2 Apr 1980, P 294.

<sup>3</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P108.

<sup>4</sup>Idem.

<sup>5</sup>Jean Tirole, Op.Cit, P33.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

- مشكلة الحوافز : مكافأة المسيرين نادرا ما يتم ربطها بأداء المؤسسة وهو ما يشجع على مواجهة حالات الصراع الممكنة باللجوء إلى سياسة عزل (إقالة) المسيرين.
- مشكلة الزمن : قلة الوقت الممنوح للمديرين المستقلين (الخارجين) لرقابة سلوك المسيرين.

### ث- وجود لجان لمجلس الإدارة :

لكي يتمكن مجلس الإدارة من القيام بدوره في التوجيه والرقابة، يلجأ إلى تأليف مجموعة من اللجان من بين أعضائه المستقلين (الخارجين أو غير التنفيذيين) هذه اللجان تعزز من استقلالية مجلس الإدارة في رقابة المسيرين وتحسن من نوعية المعلومات المقدمة لمجلس الإدارة<sup>1</sup> أهم هذه اللجان:

- **لجنة المكافآت** : تسمح هذه اللجنة بتحديد رواتب ومكافآت المسيرين بشكل مستقل ومراجعتها والتوصية لمجلس الإدارة بالمصادقة عليها.
- **لجنة التعيينات** : تسمح هذه اللجنة بتعيين أعضاء مجلس الإدارة والموظفين من بين أفضل المرشحين الذين تتلاءم مهاراتهم وخبراتهم مع المهارات والخبرات المحددة للمؤسسة.
- **لجنة المراجعة أو التدقيق** : وهي لجنة منبثقة عن مجلس الإدارة وتتكون من عدد من الأعضاء المستقلين (الخارجين)، تتمثل مسؤولياتها في مراجعة القوائم المالية السنوية قبل تسليمها إلى مجلس الإدارة، وتتلخص نشاطاتها في ترشيح المدقق الخارجي ومناقشة نطاق ونتائج التدقيق معه، كذلك مراجعة نظام الرقابة الداخلية للمؤسسة والتأكد من فعاليته، إضافة إلى التأكد من تطبيق قواعد حوكمة المؤسسات في المؤسسة.

وقد أكد Klein (1998) على الدور الايجابي لهذه اللجان بالنسبة لعمل مجلس الإدارة، وأنه كلما كان أعضاء هذه اللجان مستقلين (خارجين)، كلما أدى ذلك إلى تحسين الأداء المحاسبي والسوقي للمؤسسة، وعليه فإن فعالية تلك اللجان مرتبطة باستقلالية أعضائها.<sup>2</sup>

يلجأ مجلس الإدارة من أجل تهذيب سلوك المسيرين إلى سياسة العزل أو الإقالة من المنصب بهدف معاقبة المسيرين و/ أو سياسة المكافآت من أجل تشجيع المسيرين للعمل لمصلحة المساهمين.

### أ. سياسة المكافآت:

حسب Jensen et Meckling (1976) في حالة عدم امتلاك المسيرين لكامل رأس مال المؤسسة فإنه من مصلحتهم تحويل جزء من ثروة تلك المؤسسة لإشباع منافعهم الشخصية، وهو ما ينتج عنه تضارب

<sup>1</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P104.

<sup>2</sup>Jérôme Maati, Op.Cit, P152 .



## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

المصالح بين المسيرين والمساهمين، ومن أجل الحد من السلوك الانتهازي للمسيرين في هدر ثروة المؤسسة يلجأ مجلس الإدارة إلى سياسة مكافآت المسيرين.<sup>1</sup>

تعتبر سياسة مكافآت المسيرين من وجهة نظر حوكمة المؤسسات عن ثلاث قضايا، قضية اقتصادية لأن استخدام سياسة المكافآت يسمح للمسيرين بتحسين أداء المؤسسات، قضية سياسية لأن تحديد مكافآت المسيرين يعتبر بمثابة مسألة توازن السلطة بين المسيرين والمساهمين، وأخيراً قضية رمزية حيث تعد المكافآت كإشارة يستخدمها أعضاء مجلس الإدارة للتأثير على الرأي العام حول طريقتهم في حوكمة المؤسسات من حيث البعد الاجتماعي.<sup>2</sup>

إن الهدف من سياسة المكافآت هو تشجيع المسيرين (الوكلاء) من أجل تحقيق الأهداف المحددة بواسطة المساهمين (الموكلين)، وفي هذا الصدد تم التمييز بين ثلاث أصناف من المكافآت<sup>3</sup>: مكافآت ثابتة، مكافآت على أساس مؤشرات الأداء والمكافآت المرتبطة بالأسعار البورصية.

- **المكافآت الثابتة** : وهي بهدف تقليل خطر السلوك الانتهازي للمسيرين، وهي تضمن للمسيرين دخلاً مستقلاً عن أداء المؤسسة ويتم تحديدها اعتماداً على مستوى مسؤولية المسيرين إضافة إلى مستويات المكافآت العملية في سوق العمل (المسيرين).
- **مكافآت تعتمد على النتائج المحاسبية**، نوعية تسيير المسيرين وعلى مؤشرات الأداء ولكي تكون هذه المكافآت فعالة لا بد أن ترتبط بنتائج محددة وواضحة ومؤكدة.
- **مكافآت ترتبط بالأسعار البورصية** : حسب منظري نظرية الوكالة كلما ارتفعت نسبة الأسهم التي يمتلكها المسيرون كلما أدى ذلك إلى تحسين أداء المؤسسة، وحسب هذه الفرضية فإن مصلحة المسيرين تتوافق أو تنسجم مع مصلحة الملاك (المساهمين) وهذا ما يسمح بالحد من السلوك الانتهازي للمسيرين.

### ب. عزل (إقالة) المسيرين :

يملك مجلس الإدارة سلطة الانتقاء (التعين) وتعويض المسيرين، عندما يأخذ هذا التعويض شكلاً جذرياً يصبح ذلك عزل (إقالة)، حيث يهدف عزل المسيرين إلى تحقيق الأهداف التالية<sup>4</sup>:

- معاقبة المسير غير الكفء أو الانتهازي.
- تشجيع من يخلف المسير المعزول على تطبيق الإستراتيجية التي وضعها المساهمين.
- العمل على رفع أسعار الأسهم على المدى القصير.

<sup>1</sup>Michael C. Jensen, William H. Meckling, Op.Cit, P 312.

<sup>2</sup>Eustache Ebondo Wa Mandzila, Gouvernance de l'entreprise, L'Harmattan, Paris, France, 2005, P35.

<sup>3</sup>Frédéric Parrat, Le Gouvernement D'entreprise, ce qui a déjà changé, ce qui va encor évoluer, Op.Cit, P 47.

<sup>4</sup>Gérard Charreaux, Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise, Revue d'économie financière, Vol. 31, N°. 4, 1994, P 66.

## 2- هيكل الملكية :

في إطار حوكمة المؤسسات يعد هيكل الملكية بمثابة آلية فعالة لرقابة سلوك المسيرين، فالملاك أو المساهمون هم أول من يمتلكون سلطة الرقابة داخل المؤسسة، إذ قاموا بالتخلي عن وظيفة التسيير (اتخاذ القرار) للمسيرين في حين تم الاحتفاظ بوظيفة الملكية وفي بعض الأحيان بوظيفة الرقابة.

يقوم المساهمون برقابة سلوك المسيرين من خلال الجمعية العامة للمساهمين، غير أن سلطتهم في الرقابة قد تكون محدودة نتيجة للضغوط الممارسة بواسطة بعض المساهمين مثل : المساهمون الأغلبية، المستثمرون المؤسسيون ... الخ، فالمساهمون الأغلبية لديهم القدرة أكبر للحد من السلوك الانتهازي للمسيرين وذلك نتيجة لأهمية مساهمتهم في رأس مال المؤسسة.

### أ. الملكية الإدارية (التسيرية) :

يقصد بها امتلاك المسيرين لجزء من أسهم رأس مال المؤسسة، وقد أشار Berle et Means (1932) إلى أنه عند انخفاض نسبة مساهمة المسيرين في رأس مال المؤسسة، فإن ذلك لا يشجع المسيرين للعمل على تعظيم أرباحها.

كما أكد Jensen et Meckling (1976) على أنه كلما ارتفعت نسبة رأس المال المملوك بواسطة المسيرين كلما أدى ذلك إلى تقليل تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين (الملاك)، كما لاحظ الباحثان أن الملكية الإدارية تؤدي إلى تقليل اتجاه المسيرين لاستغلال مناصبهم في استنزاف ثروة المساهمين واتخاذ القرارات التي لا تهدف إلى تعظيم قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

كما أشارت دراسة Leland et Pyle (1977) و Gadhoum et al (2006) إلى أنه عند امتلاك المسيرين لنسبة كبيرة من أسهم رأس مال المؤسسة فإن ذلك سوف يؤدي بالمسيرين للعمل وفق مصلحة المساهمين واستغلال أفضل الموارد المؤسسة.<sup>2</sup>

### ب. ملكية المساهمين الأغلبية (تركيز رأس المال) :

أشار Caby et Hirigoyen (2001) إلى أن المؤسسات التي تتميز برأس مال أقل تركيزا (المؤسسات التسيرية) تترك حرية أكبر للمسيرين في اتخاذ القرارات، على عكس المؤسسات التي تتميز بتركيز رأس المال (المؤسسات المراقبة) تعرف رقابة مهمة على سلوك المسيرين بواسطة المساهمين.<sup>3</sup>

وقد أكدت دراسة Shleifer et Vishny (1986) على الدور المهم الذي يؤديه كبار المساهمين في الرقابة على تصرفات المسيرين، ففي المؤسسات ذات الملكية المشتتة ينخفض حافز المساهمين لرقابة المسيرين نتيجة

<sup>1</sup>Michael C. Jensen, William H. Meckling, Op.Cit, P 313.

<sup>2</sup>Yves-Cédric Koyo, Op.Cit, P 37.

<sup>3</sup>Riadh Garfatta, Op.Cit, P 34.

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

لارتفاع تكاليف الرقابة، على العكس من ذلك فإن المساهم الذي يملك مساهمات كبيرة في رأس مال المؤسسة لديه حافز لجمع المعلومات ورقابة المسيرين، حيث أن الأرباح التي سوف يحصل عليها نتيجة هذه الرقابة تعد مهمة وتغطي تكاليف الرقابة، إضافة إلى امتلاك كبار المساهمين لحقوق التصويت، وبالتالي الضغط على المسيرين من خلال الجمعية العامة للمساهمين أو اللجوء إلى سياسة العرض العمومي للشراء OPA عند انخفاض أداء المؤسسة، وبالتالي فإن وجود كبار المساهمين يعد آلية هامة للرقابة على سلوك المسيرين.<sup>1</sup>

كما أشار Stiglitz (1986) إلى أن تركيز رأس المال (تركيز الملكية) يعتبر أحد الطرق الهامة لضمان تحقيق هدف تعظيم قيمة المؤسسة بواسطة المسيرين.<sup>2</sup>

حسب Shleifer et Vishny (1986) فإن وجود كبار المساهمين (المساهمون الأغلبية) يسمح كذلك بتخفيض التدفق النقدي الحر.

### ت. ملكية المستثمرين المؤسسيين :

المستثمرون المؤسسيون يعرفون على أنهم هيئات مالية تقوم بجمع موارد ادخارية، وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها بتوظيف جزء هام في شكل قيم منقولة في السوق المالي ومن بينها : صناديق التقاعد، شركات التأمين، صناديق البطالة، صناديق الودائع والضمانات وهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières).

يساهم المستثمرون المؤسسيون بشكل فعال في تحسين حوكمة المؤسسات، حيث أن مساهمتهم في رأس مال المؤسسة تسمح بتخفيض تكاليف الوكالة وبالتالي تحسين قيمة المؤسسة، كما يعتبر المستثمرون المؤسسيون آلية أساسية لمراقبة سلوك المسيرين نتيجة امتلاكهم لنسبة كبيرة من أسهم المؤسسات.

وقد أشار Jensen (1993) بخصوص رقابة المستثمرين المؤسسيين على تصرفات المسيرين إلى أن مساهمتهم في رأس مال المؤسسة يؤدي إلى ارتفاع احتمال التهديد بالاستيلاء أو الاستحواذ (العرض العمومي للشراء OPA) في حالة انخفاض أداء المؤسسة، وهو ما يعد أمراً إيجابياً لبقية المساهمين من أجل تشجيع المسيرين للعمل على تحقيق مصالحهم.<sup>3</sup>

وقد أكدت العديد من الدراسات الميدانية على الدور الإيجابي للمستثمرين المؤسسيين في حوكمة المؤسسات، من بينها دراسة كل من Agrawal et Mandelker، (1990) McConnel et Sarvaes، (1992) و Bhide (1993).

<sup>1</sup>Andrei. Shleifer, Robert W. Vishny, Large shareholders and corporate control, Journal of Political Economy, Vol. 94, N° 3, 1986, PP 462-463.

<sup>2</sup>Péter Harbula, Gouvernement d'entreprise et structure actionnariale en France, Thèse de doctorat, Université Paris II, France, 2004, P48.

<sup>3</sup>Michael C. Jensen, The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, Op.Cit, P866.

### 3- الرقابة بواسطة العمال :

يهتم المستخدمون بهدف بقاء واستمرارية نشاط المؤسسة، وحسب Fama (1980) هناك عملية رقابية طبيعية على المسيرين بواسطة العمال في المستويات الهرمية الدنيا والعليا، فكل مسؤول داخل المؤسسة يهتم بأداء المسؤولين الآخرين أسفله وأعلاه، وذلك لأن تحقيق مصلحته الخاصة يرتبط بمستوى أدائه داخل المؤسسة (المكافآت).<sup>1</sup>

والتالي فالعمال بإمكانهم فرض رقابة على المسيرين من خلال سهولة حصولهم على المعلومات الداخلية للمؤسسة.

بالرغم من أن رقابة العمال تعتبر أحد آليات حوكمة المؤسسات، غير أن قدرة المستخدمين على رقابة المسيرين في المستويات الهرمية العليا تبقى محدودة لعدم امتلاكهم لآليات الردع المباشرة والاقتصر فقط على إمكانية مشاركتهم في اللجان الرقابية داخل المؤسسة مثل العضوية في مجلس الإدارة إضافة إلى ذلك فإن الرقابة المفروضة بواسطة العمال هي بهدف الدفاع عن مصلحتهم الخاصة والتي قد تختلف عن مصلحة المساهمين، وبالتالي فإن رقابة العمال تعد كآلية لحوكمة المؤسسات أقل فعالية من منظور المساهمين.

### خلاصة الفصل :

حاولنا من خلال هذا الفصل الإلمام بالإطار المفاهيمي والأسس النظرية لموضوع حوكمة المؤسسات من خلال التطرق إلى الجوانب الفكرية لحوكمة المؤسسات، والتي خلصنا من خلالها على أنه لا يوجد اتفاق حول تعريف مصطلح حوكمة المؤسسات ويعود السبب في ذلك إلى تعدد وجهات نظر الباحثين والاقتصاديين، كما يتعدد التعريف لتداخل الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للمؤسسات، وأن التطبيق السليم لمبادئ حوكمة المؤسسات التي وضعتها الهيئات والمنظمات الدولية يحفظ حقوق المساهمين والأطراف ذات المصلحة من السلوكيات السلبية للمسيرين ومجالس إدارة المؤسسات، كما يعزز من مبدأ الافصاح والشفافية في القوائم المالية لتلك المؤسسات.

كذلك خلصنا من خلال هذا الفصل أن المقاربة الانضباطية (التعاقدية) تعد من أهم المداخل التي بنيت عليها نظرية حوكمة المؤسسات، والتي تقوم أساسا على نظرية الوكالة وآليات ضبط سلوك المسيرين للتصرف حسب مصلحة المساهمين، وقد تم بعد ذلك توسيع نطاق المدخل المالي لحوكمة المؤسسات (المقاربة التساهمية) ليشمل أطراف المصلحة بالنسبة للمؤسسة (نظرية أصحاب المصلحة) وتطورت بعد ذلك إلى مقاربة معرفية لحوكمة المؤسسات والتي تعتبر أن التعلّم والابتكار أساس خلق القيمة في المؤسسة.

<sup>1</sup>Eugene F. Fama, Op.Cit, P 393 .

## الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

أما بخصوص أنظمة حوكمة المؤسسات فقد توصلنا أن نمط التمويل المفضل (السوق أو البنك)، نمط الرقابة (خارجي أو داخلي)، الاهتمام الأساسي (حماية المساهمين، حماية أصحاب المصلحة) والاتجاه المعتمد (سوق أو شبكات) تعد من أهم الأبعاد التي على يتم أساسها التمييز بين نظام الحوكمة الأنجلوسكسوني الذي يتميز بالتشتت الكبير للملكية والنظام الألماني الياباني الذي يتميز بتركيز للملكية في يد عدد قليل من المساهمين.

أيضا توصلنا من خلال هذا الفصل أن فعالية الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة المؤسسات تعتمد على نماذج الحوكمة، حيث نجد أنه في النموذج الأنجلوسكسوني الذي يتميز بنشاط كبير للأسواق المالية يتم الاعتماد فيه بشكل كبير على الآليات الخارجية للرقابة على تصرفات المسيرين وذلك بسبب التشتت الكبير للملكية خصوصا دور المستثمرين المؤسسيين، أما في النموذج الألماني الياباني فبسبب التركيز الكبير للملكية في يد عدد قليل من المساهمين وضعف تطور الأسواق المالية لذلك يتم الاعتماد على الآليات الداخلية وخصوصا على دور مجلس الإدارة في الرقابة على تصرفات المسيرين.

وعليه بعد حصر الاطار النظري لحوكمة المؤسسات والتحليل المفصل لنماذج حوكمة المؤسسات وآلياتها الداخلية والخارجية، سوف نقوم في الفصول الموالية بالتركيز على آليتين من آليات حوكمة المؤسسات نالت اهتمام الكثير من الأدبيات والدراسات السابقة لموضوع حوكمة المؤسسات وهما تركيز الملكية والهيكلة المالي، وذلك لتأثيرهما على تكلفة الوكالة الناتجة عن الفصل بين الملكية والتسيير وبالتالي على مستوى الأداء المالي للمؤسسة.

الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية،  
الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

يتطلب تطبيق مبادئ حوكمة المؤسسات اللجوء إلى آليات محددة لتطبيقها والتي تم تصنيفها كما سبقت الإشارة لها في الفصل السابق إلى آليات داخلية وآليات خارجية، وأن الهدف من تطبيق تلك الآليات لحوكمة المؤسسات هو تقديم مؤشرات عن الأداء المالي للمؤسسة بصورة موضوعية، ومن بين أهم تلك الآليات التي نالت اهتمام العديد من الباحثين المهتمين بموضوع حوكمة المؤسسات وكانت محل جدل كبير بين هؤلاء الباحثين بخصوص تأثيرها على الأداء المالي للمؤسسة نجد هيكل الملكية والهيكل المالي للمؤسسة، وذلك لارتباطهما بمشكلة الوكالة في المؤسسة الناتجة عن الفصل بين الملكية والتسيير في شركات المساهمة (شركات الأموال)، والتي ارتبطت بها كذلك مشكلة الرقابة على ذلك النوع من المؤسسات لما لها من تأثير على سيرورة اتخاذ القرارات فيها وطبيعة تلك القرارات وبالتالي التأثير على مستوى أدائها المالي، فمستوى الرقابة داخل المؤسسة يتأثر بأنماط الملكية (ملكية مركزة أو ملكية مشتتة) من جهة وهوية مساهمي الرقابة (كبار المساهمين) من جهة أخرى.

كما أن موضوع الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة لزال يثيرا جدلا بين الباحثين في الإدارة المالية، باعتبار أن قرار التمويل يعد من بين أهم القرارات الاستراتيجية للمؤسسة، إذ ظهرت العديد من النظريات المفسرة للسلوك التمويلي للمؤسسة، ونظرا لأن اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية يعبر عن علاقة تعاقدية مع أصحاب رؤوس الأموال لذلك أشارت النظرية التعاقدية لحوكمة المؤسسات أنه يمكن الاعتماد على الديون (الاستدانة) كآلية رقابية فعالة باعتبار أن الديون حسب نظرية الوكالة تقلل من مشاكل الوكالة بين المساهمين والمسيرين.

سوف نحاول من خلال هذا الفصل التطرق في المبحث الأول إلى هيكل الملكية ورقابة المؤسسة ثم إلى آليات الفصل بين الملكية ورقابة المؤسسة ونتائج ذلك الفصل إضافة إلى التطرق جغرافيا هيكل الملكية في أوروبا، آسيا والدول الأنجلوساكسونية، أما في المبحث الثاني سوف نتناول مختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسة حسب تطورها تاريخيا من المقاربة التقليدية إلى غاية النظريات الحديثة للهيكل المالي، أما في المبحث الثالث والأخير سوف نتطرق إلى مفهوم الأداء بشكل عام والأداء المالي بشكل خاص ومختلف المؤشرات المستخدمة لقياسه.

## المبحث الأول : هيكل الملكية ورقابة المؤسسة

يستلزم دراسة موضوع هيكل الملكية تقديم تعريف أولي لمفهوم الرقابة "Control"، إذ نجد أن هناك عددا قليلا من المؤلفين الذين عرفوا بوضوح "رقابة المؤسسة" قبل تصنيف المؤسسات حسب هذا المفهوم، كما استخدمت العديد من الأبحاث عدة مقاييس لهذا المفهوم.

### المطلب الأول : رقابة المؤسسة وقياسها

تعد رقابة المؤسسة من المواضيع التي طرحت للنقاش بعد انفصال الملكية عن التسيير في شركات الأموال، إضافة إلى انهيار كبرى المؤسسات في العالم بسبب مظاهر الفساد الإداري، والمالي، والمحاسبي، فكان موضوع الرقابة أحد اهتمامات حوكمة المؤسسات.

### الفرع الأول : مفهوم رقابة المؤسسة وتصنيفها

تعتبر الرقابة وظيفة إدارية مهمة بالنسبة للمؤسسة والتي من خلالها يمكن التحقق من مدى بلوغ الأهداف المسطرة واتخاذ قرارات تصحيحية في حالة وجود انحرافات.

#### 1. مفهوم رقابة المؤسسة

قدم Fama et Jensen (1983) مفهوما مهما للرقابة حيث اعتبر أن عملية القرار تنقسم إلى أربع مراحل وهي : المبادرة، المصادقة، التنفيذ والمراقبة، إذ تعد المبادرة والتنفيذ من مهام تسيير القرارات، لكن المصادقة والمراقبة من مهام رقابة القرارات.<sup>1</sup>

كما أشار Fama et Jensen (1983) إلى أن وجود تكاليف الوكالة الناتجة عن النظام الفعال لرقابة القرارات ينطوي على الفصل بين رقابة القرارات (المصادقة والمراقبة) وتسيير القرارات (المبادرة والتنفيذ).<sup>2</sup>

وضمن هذا الإطار تعرف الرقابة من خلال قدرة فرد أو مجموعة من الأفراد على إنجاز عملية اتخاذ قرارات المؤسسة بطريقة فعالة.

ويمكننا القول أن الرقابة هي عملية التأكد من أن ما تم التخطيط له هو ما تم تنفيذه وكشف الانحرافات وتصحيحها إن وجدت للوصول إلى الأهداف المحددة مسبقاً.

<sup>1</sup>Imen Latrous, Actionnaires de contrôle, bénéfiques privés et endettement des entreprises : étude empiriques sur le marché français, Thèse doctorat, Université Paris I-Panthéon Sorbonne, Paris, France, 2006, P 27

<sup>2</sup>Ibid, P28.



## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

تستعمل عادة مفاهيم السلطة وحقوق التصويت للتعبير عن المفهوم الواسع للرقابة المرتبطة بالعلاقات بين المسيرين والمساهمين من جهة، وبين المساهمين المختلفين من حيث طبيعتهم من جهة أخرى أو أي علاقة أخرى بين أطراف المصلحة داخل المؤسسة.

عرف Simon (1951) السلطة كحق تحديد الأسهم المؤثرة على كل أو جزء من المؤسسة، بذلك تحلل الرقابة بمثابة القدرة على ممارسة التأثير التقديري على عملية القرار الذي يتضمن خاصة قرار اختيار فريق التسيير (المسيرين).<sup>1</sup>

أما Duffy (1959) فقد عرف السلطة على أنها العلاقة الموجودة بين الأفراد عندما يقبل أحدهم توجيه الآخر كتوجيه رسمي.<sup>2</sup>

### 2. تصنيف رقابة المؤسسة

يمكن التمييز بين رقابة المؤسسة حسب ثلاثة معايير : الزمان، المكان والفعالية<sup>3</sup>:

حسب المعيار الزماني نميز بين الرقابة الفورية والرقابة النهائية، حيث يُسند مفهوم الرقابة الفورية إلى المسيرين في التسيير العادي للأعمال الجارية داخل المؤسسة، أما الرقابة النهائية فهي تعود إلى حق الدائنين المتبقين والمساهمين.

أما المعيار المكاني للرقابة فيعد الأساس في التحليل المؤسّس لـ Berle et Means (1932) فيما يتعلق بالفصل بين ملكية ورقابة المؤسسات الكبرى الرأسمالية، والذي يشير إلى الربط بين درجة تشتت الملكية ورقابة المؤسسة.

تؤثر درجة تشتت ملكية رأس المال على سلوك المؤسسة بطريقتين : من جهة يمكن لأهداف المؤسسة أن تتغير بفعل نشوء تنوع المصالح بين المسيرين والمساهمين، ومن جهة أخرى يمكن لسلطة رقابة المساهمين أن تنخفض بفعل تشتت الملكية.

عند الأخذ بعين الاعتبار التصنيف الداخلي أو الخارجي بين المستثمرين، فإن درجة رقابة المؤسسة لن تكون مستقلة عن مكان الرقابة بفعل عدم التماثل (التباين) المحتمل بين فئتي المراقبين، فالرقابة الداخلية تسمح بوصول متميز للمعلومات وكذا قنوات الاتصال داخل المؤسسة.

<sup>1</sup>Alexis Guyot, Structure de propriété et liquidité : un arbitrage entre coûts de contrôle et coûts du service d'immédiateté, Thèse de doctorat, Université Lumière Lyon 2, Lyon, France, 2007, P 238.

<sup>2</sup>Idem.

<sup>3</sup>Ibid, P239.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

حيث عرف Cubbin et Leech (1986) المراقبين الداخليين بأنهم الإطارات المسيرة والممارسة للرقابة من خلال حقوق التصويت، ويملكون امتيازات في الحصول على المعلومات الكاملة مقارنة بالمراقبين الخارجيين الذين لا يملكون سوى جزء من تلك المعلومات باستثناء عندما تكون الرقابة الممارسة مهيمنة بوضوح.<sup>1</sup>

كما أشار المؤلفان إلى أنه يمكن لهاتين الفئتين من المراقبين التأثير بشدة على أهداف المسيرين من خلال تركيز المراقبين الخارجيين على هدف تعظيم ثروة المساهمين، على العكس من ذلك عدم اهتمام المراقبين الداخليين بتحقيق ذلك الهدف وتركيزهم على رقابة سلوك المسيرين.

أما بخصوص معيار الفعالية فيمكن التمييز بين الرقابة الفعالة والرقابة الكامنة من جهة وبين الرقابة الرسمية والرقابة الحقيقية من جهة أخرى.

فحسب Herman (1981) يمكن الإشارة إلى نوعين من السلطة : سلطة فعالة وسلطة كامنة، حيث تتمثل السلطة الفعالة في السلطة التي تسمح برقابة قرارات الإدارة العليا : المنتوجات، الأسواق، الاستثمار، التمويل ... الخ. أما السلطة الكامنة فترجع إلى إمكانية تقييد بعض القرارات والاختيارات داخل المؤسسة.<sup>2</sup>

أما Aghion et Tirole (1997) فقد ميز بين السلطة الرسمية والسلطة الحقيقية، حيث تُسند السلطة الرسمية من خلال ملكية الأصول التي تمنح للمالك القدرة على استبعاد الآخرين من استخدام تلك الأصول، أما السلطة الحقيقية فتتمثل في الرقابة الفعلية للقرارات.<sup>3</sup>

### الفرع الثاني : قياس الرقابة

تعرف درجة قياس رقابة المساهمين عادة من خلال النسبة المئوية لرأس المال المملوك من طرف المساهم الرئيسي أو مجموعة المساهمين المحددين.

ولقد قدم Cubbin et Leech (1986) ثلاثة اعتراضات على هذا النوع من المعيار<sup>4</sup> :

- لا يأخذ بعين الاعتبار تشتت المساهمات غير المسيطرة (المهيمنة) Participation non dominats، التي تؤثر بشكل كبير على درجة الرقابة المرتبطة بالمساهمات المسيطرة Participation dominats.
- يعتمد على فرضية التغير الجذري للسلوكيات المتعلقة بمعيار حجم المساهمة.
- عدم وجود أي تمييز بين المؤسسات المراقبة داخليا أو خارجيا والذي يمكن أن يؤثر ليس فقط على السلطة بل حتى على أهداف الرقابة.

<sup>1</sup>John Cubbin, Dennis Leech : Growth versus Profit-Maximization : A Simultaneous- Equations Approach to Testing the Marris Model, Managerial and Decision Economics, Vol. 7, N° 2, June 1986, P125.

<sup>2</sup>Alexis Guyot, Op.Cit, P 240.

<sup>3</sup>Idem.

<sup>4</sup>John Cubbin, Dennis Leech, Op.Cit, P 125.

كما أشار leech et Leahy (1991) إلى أن درجة رقابة المساهم أو مجموعة من المساهمين في المؤسسة يمكن أن تقاس بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\alpha_k \cong \Phi \left[ \frac{C_k}{\sqrt{V_k}} \right]$$

حيث k: هو عدد المساهمين المصنفين بالترتيب التصاعدي لملكية رأس المال :

$$C_k = \sum_{i=1}^k P_i$$

$$V_k = \sum_{i=k+1}^N P_i^2$$

N : عدد المساهمين.

$P_i$ : النسبة المئوية لرأس المال الذي يملكه المستثمر  $i^{ème}$

$\Phi(\cdot)$  : معادلة التوزيع القانون الطبيعي اذا كان  $z \sim N(0,1)$  اذن :

$$\Pr[z < x] = \Phi(x) \text{ لكل } x$$

يعد هذا المقياس لدرجة رقابة المؤسسة حالة خاصة من نموذج Cubbin et Leech (1983)، إذ تعد حسب هذان المؤلفان درجة الرقابة المناسبة للمساهمين هي مستوى الرقابة الذي يسمح بالحصول على أغلبية بسيطة أثناء تصويت المساهمين، هذا الأخير الذي يتعلق بدرجة تشتت رأس المال الذي يتم قياسه عبر مؤشر Herfindhal :

$$V_k = H - \sum_{i=1}^k P_i^2$$

تقاس درجة رقابة المساهم الرئيسي من خلال العلاقة التالية :

$$\alpha_1 \cong \Phi \left[ \frac{C_1}{\sqrt{V_1}} \right] = \Phi \left[ \frac{P_1}{\sqrt{(H - P_1^2)}} \right]$$

<sup>1</sup>Dennis Leech, John Leahy, Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies, Economic Journal, Vol. 101, N° 409, November 1991, PP 1419- 1420.

بمعنى أن درجة الرقابة تقاس من خلال احتمالية الحصول على أغلبية التأييد أثناء اتخاذ قرار خاضع للجدال، كما يعتمد هذا المعيار على توزيع حجم مساهمة المساهمين، إذن فهو غير خال من وجود انتقاد مهم ألا وهو وجود تحالف المساهمين.

### الفرع الثالث : تصنيف المؤسسات حسب نمط الرقابة

يمكن التمييز بين مقاربتين أساسيتين لأنماط الرقابة وذلك بالتوازي مع مفهوم السلطة، حيث تركز المقاربة الأولى على الشكل التنظيمي للمؤسسة كمتجه معلوماتي ورقابي، في حين تعتمد المقاربة الثانية على هوية ومساهمة المساهمين كمقياس لدرجة الرقابة.

#### 1) المقاربة التنظيمية للمؤسسة (هيكل داخلي معلوماتي ورقابي)

ميز Williamson et Bhargava (1972) من خلال الآليات المعلوماتية والرقابة الداخلية للمؤسسة بين ستة فئات للتنظيمات الداخلية<sup>1</sup>:

- الشكل U- الوحدوي - Unitaire : يمثل الهيكل الوظيفي التقليدي بحيث تتمثل الميزة الرئيسية له بالسماح بمبدأ التخصص حسب مفهوم Taylor و Smith.
  - الشكل H- الشركة القابضة - Holding : يميز المؤسسات ذات المساهمات المنظمة على شكل أقسام، لكنها لا تملك جهاز رقابة داخلية على الشكل المتعدد الأقسام.
  - الشكل M المتعدد الأقسام Multidivisionnelle : يضم المؤسسات المنظمة ليس فقط حسب الأقسام بل كذلك التي تتميز بفصل واضح بين مراكز اتخاذ القرارات العملية والإستراتيجية، تتميز هذه المؤسسات أيضا بوجود نظام رقابة يقوم على المراجعة الداخلية، تحليل للعوامل الخارجية من خلال مركز التسيير بالإضافة إلى سيطرة مركزية لأنظمة التحفيز المؤثر على اتجاهات الأقسام.
  - الشكل  $\bar{M}$  : يشير إلى المؤسسات في وضعية انتقالية نحو الشكل المتعدد الأقسام M.
  - الشكل  $\bar{M}$  : يضبط المؤسسة ذات الشكل المتعدد الأقسام "الفاصلة" من خلال جهاز رقابي، لكن يغيب فيه الفصل بين القرارات العملية والإستراتيجية وتشارك الإدارة المركزية في المخطط العملي.
  - الشكل X : يميز الهياكل التنظيمية الهجينة التي تجمع بين الفئات السابقة.
- حسب Williamson (1970، 1975) المؤسسات المنظمة على شكل M يجب أن تكون أكثر أداء مقارنة ببقية المؤسسات وذلك لتأثير المحيط وخصائص تلك المؤسسات.

<sup>1</sup>Alexis Guyot, Op.Cit, PP245-246.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

كما قد تكون المؤسسات الوحودية - الشكل U- مثلى عند حجم معين ومستوى معين من تنوع نشاطاتها، في حين تتميز المؤسسات المتعددة الأقسام - الشكل M - بضعف النظام المعلوماتي الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى الرقابة الداخلية إضافة إلى فصل الإدارات الإستراتيجية والعملية.

### (2) المقاربة التقليدية للرقابة (مساهمة ومشاركة المساهمين)

تندرج المقاربة الثانية للرقابة ضمن المنظور السلوكي الذي يعرف السلطة داخل المؤسسة بمثابة الأداة التحفيزية (درجة المساهمة في رأس المال) وكطريقة للمشاركة في نشاط الرقابة.

وقد حدد Berle et Means (1932) تصنيف للمؤسسات من خلال خمس مستويات لتركيز ملكية الأسهم<sup>1</sup>:

- رقابة كلية للملكية المؤسسة.
- الرقابة الأغلبية.
- الرقابة من خلال آلية قانونية - مثل الحصول على نسبة من الرقابة عن طريق وساطة مؤسسة مجمعة - .
- الرقابة الأقلية - امتلاك فرد أو مجموعة من الأفراد مساهمة أقلية من الأسهم كافية للسيطرة أو الهيمنة على المؤسسة - .
- الرقابة التسييرية التي تتميز بسلطة تقديرية قوية للمسيرين.

في نفس السياق قدم Monsen et Downs (1965) خمس أصناف للمؤسسات حسب درجة الرقابة<sup>2</sup>:

- مؤسسات مسيرة من طرف الملاك.
- مؤسسات تسييرية - لا يملك المسيريون حقوق الرقابة - برأس مال مشتت.
- مؤسسات تسييرية برأس مال جد مركز يفرض رقابة قوية من طرف المساهمين المهيمنين (كبار المساهمين).
- مؤسسات بدون حقوق ملكية، عادة ما تكون المؤسسات التي لا تهدف إلى تحقيق الربح.
- مؤسسات ذات رقابة ائتمانية - المؤسسات التي لا يكون هدفها الأول تحقيق أرباح أو فوائد على رأس المال - مثل شركات التأمين التعاونية.

انطلاقاً من المعيارين درجة تركيز رأس المال ودرجة الرقابة الممارسة يمكن إيجاد تصنيف للمؤسسات حسب نوع الرقابة، حيث يأخذ المعيار الأول بعين الاعتبار درجة تقسيم رأس المال في حين يركز المعيار الثاني على درجة مشاركة المساهمين على مستوى اتخاذ القرار داخل المؤسسة.

<sup>1</sup>Adolf A. Berle, Gardiner C. Means, The modern corporation and private property; with a new introduction by Murray L. Weidenbaum and Mark Jensen, Transaction Publishers, New Brunswick (U.S.A) and London (U.K), 1991, P 12.

<sup>2</sup>Alexis Guyot, Op.Cit, P247.

وقد قدم كل من Chaganti et Damanpour (1991) تصنيفاً للمؤسسات بناءً على نمط الرقابة من خلال المعيارين السابقين نلخصها في الجدول التالي<sup>1</sup>:

**الجدول رقم (1.2) : أنماط الرقابة في المؤسسة حسب Chaganti et Damanpour (1991)**

درجة تركيز رأس المال		أنماط الرقابة	
رأس مال مشتت	رأس مال مركز		
رقابة تسيرية مع قيود خارجية قوية	مؤسسات مراقبة	مشاركة قوية	درجة المشاركة
رقابة تسيرية مع قيود خارجية ضعيفة	رقابة خارجية	مشاركة ضعيفة	

المصدر : Rajeswararao Chaganti, Fariborz Damanpour, Op.Cit, P480

**1- المؤسسات المراقبة :** تتميز المؤسسات المراقبة برأس مال جد مركز ومشاركة قوية في مسار اتخاذ القرارات من طرف مالك المؤسسة، يعرف هذا النوع من الرقابة عادة من خلال النسبة المئوية لرأس المال المملوك من طرف المساهم أو مجموعة من المساهمين الرئيسيين بمقياس ثابت 10% أو 20%.

**2- الرقابة الخارجية :** يتميز هذا النوع من المؤسسات بملكية أسهم محدودة (ملكية مركزة)، مشاركة ضعيفة للمساهمين في مسار اتخاذ القرارات داخل المؤسسة، ويتم تسيير هذا النوع من المؤسسات من طرف المسيرين الذين يفوض لهم المساهمون الرئيسيون عدداً من الصلاحيات مع الاحتفاظ بسلطة الرقابة وذلك بهدف التأثير على المسيرين.

**3- الرقابة التسييرية والتقييد الخارجي :** على عكس المؤسسات المراقبة تعرف الرقابة التسييرية من خلال درجة الاستقلالية المرتفعة للإدارة في قيادة واتخاذ قرارات المؤسسة، بالنسبة لـ Chaganti et Damanpour (1991) فإن ملكية الأسهم المشتتة لا تؤدي بالضرورة إلى تقليل التقييد الخارجي للمسيرين من أجل تعديل قراراتهم الإستراتيجية لمصلحة هذه المجموعة المراقبة.

كما ميز Chaganti et Damanpour (1991) بين المؤسسات ذات الرقابة التسييرية مع تقييد خارجي قوي، والمؤسسات ذات الرقابة التسييرية مع تقييد خارجي ضعيف، من خلال معيار النسبة المئوية لرأس المال الذي تملكه المؤسسات التي لها درجة مشاركة في مسار اتخاذ القرارات داخل المؤسسة.

لقد أكدت دراسة Leech et Leahy (1991) على أن المؤسسات المراقبة تحقق مستويات أداء مالي مرتفع مقارنة بالمؤسسات ذات الرقابة التسييرية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Rajeswararao Chaganti, Fariborz Damanpour, Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance, Strategic Management Journal, Vol. 12, N° 7, October 1991, P 480.

<sup>2</sup>Dennis Leech, John Leahy, Op.Cit, P 1435.

## المطلب الثاني : الفصل بين الملكية والرقابة

أدى الفصل بين الملكية والتسيير في شركات الأموال إلى الفصل كذلك بين الملكية والرقابة والذي يحدث عن طريق عدة آليات، وقد نتج عن ذلك الفصل بظهور ما يسمى بمساهمي الرقابة.

### الفرع الأول : آليات الفصل بين الملكية والرقابة

يتيح عادة قانون شركات المساهمة في العديد من الدول ثلاثة أنواع من الحقوق والتي يجب أن ترتبط على الأقل مع فئة واحدة من الأسهم المصدرة من طرف شركات المساهمة وهذه الحقوق هي : (1) حق التصويت (2) الحق في الحصول على أرباح الأسهم (3) الحق في الحصول على الأملاك المتبقية في حالة تصفية المؤسسة.

ترتبط حقوق الرقابة بحقوق التصويت التي تمنح لمالكها حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين، في حين تتضمن حقوق التدفقات النقدية حقوق الحصول على الأرباح الأسهم وكذا الحق في ممتلكات المؤسسة في حالة التصفية، ونظرا لعدم ارتباط هذه الحقوق مع كل فئات الأسهم المصدرة من طرف المؤسسة فإنه يمكن أن يؤدي ذلك إلى الفصل بين حقوق الرقابة وحقوق التدفقات النقدية (الملكية).

حدد (2000) Bebchuk et al ثلاث آليات تؤدي إلى انحراف القاعدة التي تربط : لكل سهم واحد حق تصويت واحد والتي تسمح بالفصل بين حقوق التدفقات النقدية (الملكية) وحقوق الرقابة (حق التصويت) هذه الآليات هي<sup>1</sup> :

- إصدار عدة أصناف للأسهم مع حقوق تصويت مختلفة.
- هياكل ملكية هرمية.
- هياكل ملكية ذات مساهمات متبادلة.

### 1- هياكل الملكية المكونة من عدة أصناف للأسهم مع حقوق تصويت مختلفة :

يعد إصدار عدة أصناف من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة الوسيلة الأبسط للفصل بين حقوق التدفقات النقدية (الملكية) وحقوق الرقابة.<sup>2</sup>

إذا نجد داخل هذا الهيكل للملكية تمنح الفئة الأولى من الأسهم A حق التصويت لكل سهم في حين تخلو الفئة الثانية من الأسهم B من حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين، بحيث يملك المساهم الممارس للرقابة أغلبية أسهم الصنف A في حين توزع أسهم الصنف B على باقي المساهمين الأقلية، وبهذا يحصل الفصل بين حقوق التدفقات النقدية (الملكية) وحقوق التصويت (الرقابة).

<sup>1</sup>Walid Ben Amar, Analyse de relation entre la structure de propriété et la performance des Acquéreurs Au Canada, Thèse de doctorat, Université de Montréal, Montréal, Canada, 2004, P8.

<sup>2</sup>Ibid, P9.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

يستعمل إصدار الأسهم بدون حقوق التصويت كآلية للدفاع ضد عملية الاستحواذ (الاستيلاء)، إذا يعد الاستحواذ صعب التحقيق في هذه الحالة بسبب العدد الكبير للأسهم بدون حقوق التصويت، مع ذلك يؤدي إلى رقابة أفضل على سلوك الفريق المسير (المسيرين).<sup>1</sup>

تجدر الإشارة إلى أن صنفَي الأسهم A و B هما بمثابة ورقتين ماليتين مختلفتين بحيث يتداولان على خطين مختلفين من أسعار الأسهم وعلى قيم مختلفة في حالة ما إذا كانا مدرجين في البورصة، لكن عادة ما تتداول الأسهم من الصنف B فقط في البورصة.<sup>2</sup>

إن هيكل الملكية المكون من عدة أصناف من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة لا يعد الشكل الأكثر تداولاً لهياكل الملكية التي تسمح للمساهم المهيمن (المسيطر) بالسيطرة على الرقابة بطريقة غير متناسبة مع مساهمته في رأس مال المؤسسة، ويعود سبب ذلك حسب (Bebchuk et al (2000) أن قوانين العديد من الدول خصوصاً (فنلندا، الدنمارك، الولايات المتحدة الأمريكية) تضع قيوداً بخصوص نسب حقوق التصويت، كذلك منع إصدار أسهم مع حقوق تصويت منخفضة في عدة دول مثل بلجيكا، النرويج وبريطانيا منذ سنة 1968، حيث تفرض تلك الدول على ضرورة احترام القاعدة - سهم واحد - حق تصويت واحد-، لكن تبقى هياكل الملكية المكونة من عدة أصناف من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة منتشرة في بعض الدول مثل السويد، إيطاليا، جنوب أفريقيا وكندا.<sup>3</sup>

من جهة أخرى تستعمل عدة شركات خاصة في الدول الاسكندنافية الأسهم بدون حقوق تصويت من أجل الحد من تأثير المساهمين الأجانب داخل المؤسسات الوطنية.<sup>4</sup>

أما في فرنسا فان المؤسسة تصدر ثلاثة أنواع من الأسهم بدون حقوق التصويت وهي: الأسهم ذات الأولوية في الأرباح بدون حق التصويت (ADP)، شهادة الاستثمار/ شهادة بتولية (CP/CI) وشهادة الاستثمار الممتازة (CIP)، ومع ذلك يجب أن لا تتعدى النسبة المئوية للأسهم بدون حقوق التصويت 25% من رأس مال المؤسسة.<sup>5</sup>

### 2- الهياكل الهرمية :

تسمح هياكل الملكية من النوع الهرمي بتطبيق شكل ملكية بحيث تكون حقوق التصويت المملوكة بواسطة المساهم المهيمن (المسيطر) غير متناسبة مع مساهمته في رأس المال، وبدون إصدار صنف ثاني من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة.

<sup>1</sup>Imen Latrous, Op.Cit, P60.

<sup>2</sup>Idem.

<sup>3</sup>Walid Ben Amar, Op.Cit, P9.

<sup>4</sup>Imen Latrous, Op.Cit, P60 .

<sup>5</sup>Idem.



## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

كما تسمح المؤسسات المنظمة على الشكل الهرمي بفصل الملكية عن حقوق التصويت (الرقابة) وكذا الحصول على هيكل رقابة أقلية، حيث تنظم المؤسسات في هذا الهيكل على شكل سلسلة، مما يمنح للمساهم المهيمن إمكانية تطبيق رقابة على مؤسسة أخرى موجودة في المستويات السفلى من سلسلة الملكية من خلال حيازة حصة ضئيلة من رأس مال المؤسسة المعنية.<sup>1</sup>

وقد اقترح (1999) Bebchuk et al) مثالا توضيحيا لهذا الهيكل الهرمي حيث اعتبر التسلسل الذي يحتوي على العدد  $n$  من المؤسسات ( $n \geq 2$ )، حيث يملك المساهم المهيمن (مساهم الرقابة) الجزء  $S_1$  من رأس مال المؤسسة 1 التي تملك بدورها الجزء  $S_2$  من المؤسسة 2 والتي تملك هي أيضا الجزء  $S_3$  من رأس مال المؤسسة 3 وهكذا إلى غاية المؤسسة  $n$ ، وبما أن  $S_i \geq 50\%$ ، حيث  $i=1,2,3,\dots,n$ .

يمارس إذن المساهم المهيمن (مساهم الرقابة) رقابة فعالة ورسمية على أنشطة كل المؤسسات المنتمية للمجموعة (السلسلة)، أما بخصوص حقوق التدفقات (الملكية) يتحدد الجزء  $\alpha_i$  الذي يعود للمساهم الممارس للرقابة (المساهم المهيمن) بالعلاقة<sup>2</sup>:  $\alpha_i = (\prod_{j=1}^n s_j)$ ، كذلك كلما كانت سلسلة المجموعة طويلة كلما يحدث الإخلال أكثر بمبدأ - سهم واحد - صوت واحد - وكذا في الفصل بين حقوق التدفقات النقدية وحقوق التصويت.

مثلا في الفرضية أين يسيطر المساهم الممارس للرقابة على 50% من حقوق التصويت في كل مستوى من الهيكل الهرمي (وهي المستوى الأدنى للحفاظ على رقابة رسمية)، يعادل الجزء  $\alpha$  بذلك 0.5 ونفترض أن هناك هيكلًا هرميًا متكونًا من ثلاث مؤسسات وامتلاك رقابة على 50% من حقوق التصويت في كل مستوى.

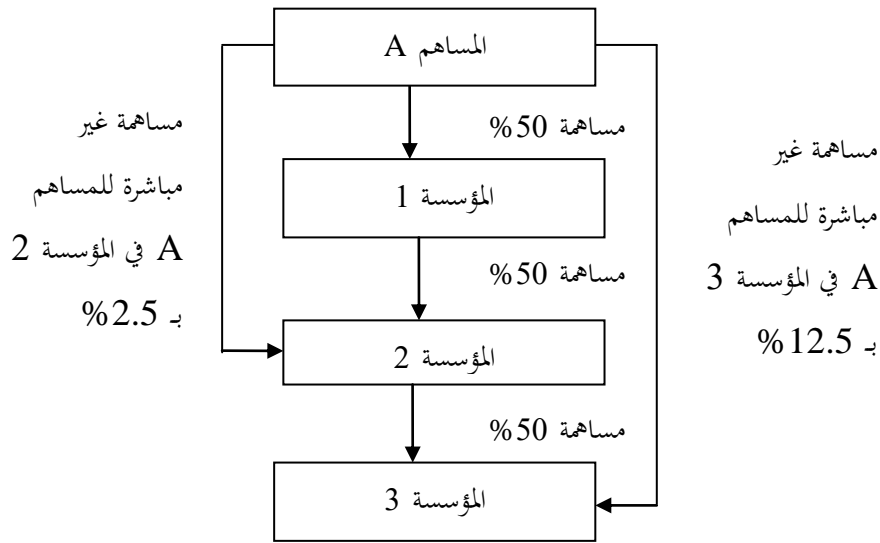
يملك المساهم A 50% من رأس مال المؤسسة 1 التي تملك بدورها 50% من أسهم المؤسسة 2 وتملك هذه الأخيرة 50% من أسهم المؤسسة 3، لتحديد ملكية رأس مال المساهم A في المؤسسة 3 نضرب النسب المتتالية للمؤسسات الوسيط وبذلك تقدر نسبة الملكية بـ 12.5% ( $12.5\% = 50\% \times 50\% \times 50\%$ )، ولتحديد رقابة المساهم A في المؤسسة نأخذ النسبة الأضعف لحقوق التصويت في السلسلة التي تكون 50%.

في هذه الحالة يعتبر المساهم A مساهم الرقابة الأقلية للمؤسسة 3 لأنه يراقب 50% من الحقوق التصويت في المؤسسة 3 وبملكية 12.5% فقط من رأس مالها.

<sup>1</sup>Walid Ben Amar, Op.Cit, P9.

<sup>2</sup>Imen Latrous, Op.Cit, P61.

الشكل رقم (1.2) : هيكل الملكية الهرمية بثلاث مستويات



المصدر : Imen Latrous , Op.Cit, P62

أشار La porta et al (1999) إلى أن المؤسسات المنظمة على شكل هياكل هرمية هي الآلية الأكثر استعمالاً عبر الدول، حيث تسمح بتركيز الرقابة والحصول على هيكل الرقابة أقلية (حقوق تدفقات نقدية أقلية)<sup>1</sup>، تستخدم الهياكل الهرمية على أوسع نطاق في الدول الآسيوية وفي الدول الأوروبية وكذا في كندا.

كما أشار la porta et al (1999) إلى مثال لهيكل الملكية الهرمي في كندا مؤسسة Barrick Gold رابع رسمية بورصية في بورصة Toronto سنة 1995 حيث تراقب Barrick Gold من طرف Horsham Corporation التي تملك 16.3% من رأس مالها وحقوق التصويت فيها، وتراقب Horsham من طرف Peter Munk الذي يملك 7.3% من رأس المال و79.7% من حقوق التصويت، يوضح هذا المثال أن عائلة Munk تملك رقابة Barrick Gold من خلال ملكية 1.18% فقط من رأس مالها.<sup>2</sup>

3- هياكل الملكية ذات مساهمات متبادلة أو المتقاطعة :

تعد هياكل الملكية ذات المساهمات المتبادلة امتداداً للهياكل الملكية الهرمية، غير أن المؤسسات في الهياكل ذات مساهمات متبادلة ترتبط بين بعضها البعض عبر مساهمات أفقية وبذلك تزيد من سلطة المساهمين النهائيين.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Rafael La Porta, and al, Corporate ownership around the world, Journal of Finance, Vol. 54, N° 2, April 1999, P 478.

<sup>2</sup>Ibid, P 481.

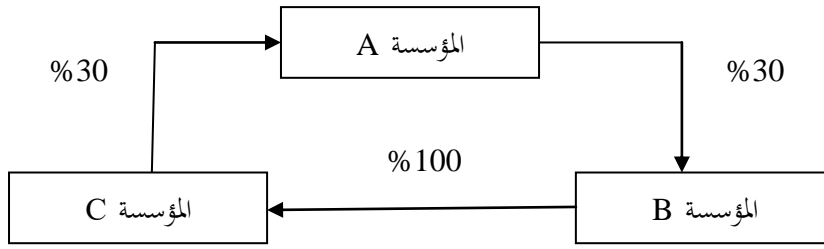
<sup>3</sup>Walid Ben Amar , Op.Cit, P11.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

يمكن الفرق الأساسي بين الهياكل الهرمية والهياكل ذات مساهمات متبادلة في حقوق التصويت التي تسمح برقابة المجموعة، فهي موزعة على كل مجموعة عوضاً أن تكون مركزة بين أيدي مساهم فردي أو المؤسسة القابضة التي تراقب كل المجموعة.

إن هذا النوع من هياكل الملكية يمكن أن يكون بين مؤسسات مستقلة فيما بينها كما قد يكون بين المؤسسة الأم وفروعها، تنتشر هياكل الملكية ذات مساهمات متبادلة بكثرة في آسيا وأوروبا.

### الشكل رقم (2.2) : المساهمات المتبادلة



المصدر: Imen Latrous , Op.Cit, P63

يمثل الشكل أعلاه مثال عن هياكل الملكية ذات مساهمات متبادلة، حيث تملك المؤسسة A 30% من أسهم المؤسسة B، هذه الأخيرة تملك رقابة وملكية كلية بنسبة 100% على المؤسسة C، كما تملك المؤسسة C نسبة 30% من أسهم المؤسسة A، وبذلك نستخلص أن المؤسستين A و B مساهمتين بالتبادل (من خلال المؤسسة C) إضافة إلى ذلك تمتلك المؤسسة A 9% من رأس مالها الخاص (0.3×0.3).

بعد عرضنا لمختلف آليات الفصل بين حقوق التصويت (الرقابة) وحقوق التدفقات النقدية (الملكية)، سوف نقوم بمناقشة نتائج هذا الفصل خاصة الامتيازات الخاصة التي يمكن للمساهم المهيمن (المسيطر) الاستفادة منها من خلال رقابته غير متناسبة مع مساهمته في رأس المال.

### الفرع الثاني : نتائج الفصل بين الملكية والرقابة

تؤدي سيطرة مجموعة من المساهمين على رقابة المؤسسة إلى الحصول على امتيازات مالية وتقسيم للثروة غير متناسب مع مساهمتهم في رأس المال وهو ما تم الاضطلاع عليه بمفهوم الأرباح الخاصة Les bénéfices privés.

حيث استخدم مفهوم الأرباح الخاصة في أعمال كل من Harris و (1988) Grossman et Hart و (1988) et Raviv، إذ أشار هؤلاء الباحثون إلى أن جزء من المساهمين بإمكانهم الحصول على جزء معتبر

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

ومهم من التدفقات النقدية المحققة داخل المؤسسة غير متناسبة مع مساهمتهم في رأس مالها، هذا الفائض من الأرباح المتحصل عليها يطلق عليه الأرباح الخاصة.<sup>1</sup>

كما أشار (1999) Bebchuk et al إلى أن مساهمي الرقابة الأقلية بإمكانهم السعي لتحقيق أهداف تعارض مصلحة بقية المساهمين، ويظهر هذا الاختلاف في الأهداف خصوصا إذا كان مساهمو الرقابة يشاركون في تسيير المؤسسة أو يمتلكون مستوى من حقوق التصويت أكبر من مساهمتهم في رأس مال المؤسسة.<sup>2</sup>

أما (2001) Dyck et Zingales فقد عرفا الأرباح الخاصة للرقابة على أنها الامتيازات النقدية وغير النقدية التي يحصل عليها مساهمو الرقابة، من بين هذه الامتيازات المعلومات التي يمتلكها المساهمون الأغلبية عن المؤسسات المراقبة من طرفهم والتي يمكن استغلالها في مجالات أخرى.<sup>3</sup>

وتجدر الإشارة هنا إلى أن مفهوم الرقابة المقصود هو السلطة التي يمتلكها شخص طبيعي أو معنوي في تسيير المؤسسة (المفهوم الواسع للرقابة)، أما بخصوص الامتيازات النقدية التي يمكن أن يحصل عليها مساهمو الرقابة الأقلية هي كما يلي:<sup>4</sup>

- يمكن للمساهم المهيمن (المسيطر) اتخاذ قرار التنازل عن أصل من أصول المؤسسة بسعر أقل من قيمته في المؤسسة التي يملك الرقابة عليها.
- كما يمكن للمساهم المسيطر تعيين أعضاء دون كفاءة في المجلس إدارة المؤسسة إضافة إلى منحهم أجورا جد مرتفعة.
- يمكن للمساهم -المسير- أن يؤدي بالمؤسسة إلى استثمار أكبر في مشاريع لا تزيد من ثروة مجموع المساهمين في حين تعظم من امتيازاتهم الخاصة.
- شراء السلع والخدمات بدون فواتير من مؤسسة مراقبة بواسطة الداخلين.

### المطلب الثالث : جغرافيا هيكل الملكية

تتميز المؤسسات الأوروبية (عدا المملكة المتحدة) والمؤسسات الآسيوية بهيكل ملكية مختلف عن نظيرتها من المؤسسات الأنجلوساكسونية، وسوف نتطرق فيما يلي إلى بعض الأعمال التي تناولت هيكل الملكية في أوروبا وبعد ذلك سوف نشير إلى هيكل الملكية للمؤسسات الآسيوية.

<sup>1</sup>Julien Le Maux, Les bénéfices privés : une rupture de l'égalité entre actionnaires, Finance Contrôle Stratégie – Vol. 6, N° 1, mars 2003, P 65.

<sup>2</sup>Julien Le Maux, Les déterminants de l'ampleur des bénéfices privés : un test sur données françaises, Finance Contrôle Stratégie – Vol. 7, N° 2, juin 2004, P 197.

<sup>3</sup>Thibault Biebuyck, et al, Les Leviers de contrôle des actionnaires majoritaires, document de travail, Université Libre de Bruxelles, DULBEA, N°05-03.RS, P3.

<sup>4</sup>Walid Ben Amar, Op.Cit, P12.

الفرع الأول : جغرافيا هيكل الملكية في أوروبا

أجرت الشبكة الأوروبية لحوكمة المؤسسات European Corporate Governance Network (ECGN) بحثاً لدراسة هيكل ملكية في أوروبا، حيث أشارت المنظمة إلى أن هوية مساهمي الرقابة تختلف من دولة إلى أخرى، والجدول أدناه يوضح مقارنة بين هوية مساهمي الرقابة في الدول الأعضاء لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE.<sup>1</sup>

الجدول رقم (2.2) : ملكية رأس المال حسب هوية مساهمين الرقابة

الوحدة : نسبة مئوية (%)

كوريا 1996	استراليا 1996	السويد 1996	ايطاليا 1994	المملكة المتحدة 1994	فرنسا 1994	ألمانيا 1996	اليابان 1994	و.م.أ. 1994	هوية مساهمي الرقابة
26	37	30	8	68	8	30	44	46	القطاع المالي :
12	4	1	5	10	4	10	28	6	- البنوك والمؤسسات المالية الأخرى
6	25	14	3	50	2	12	16	28	- شركات التأمين وصناديق التقاعد
8	8	15	-	8	2	8	-	12	- صناديق الاستثمار
74	63	70	92	32	92	70	56	54	القطاع الغير المالي :
21	11	11	25	1	58	42	24	-	- مؤسسات غير مالية
34	20	19	50	21	19	15	24	49	- الأفراد
7	-	8	8	1	4	4	1	-	- السلطات العمومية
12	32	32	9	9	11	9	7	5	- الأجانب
100	100	100	100	100	100	100	100	100	المجموع

المصدر : Maria Maher, Thomas Andersson, Corporate governance: effects on firm performance and economic growth, Op.cit P16.

يظهر من خلال الجدول أنه في نظام الخارجين أو النظام الانجلوسكسوني لحوكمة المؤسسات (و.م.أ. والمملكة المتحدة) رأس مال المؤسسات مملوك بواسطة المستثمرين المؤسسيين، في حين الملكية الفردية منتشرة بكثرة في و.م.أ مقارنة بالمملكة المتحدة، كما يتميز نظام الداخلين أو النظام الألماني الياباني لحوكمة المؤسسات بانتشار واسع للمؤسسات المهيمن عليها من طرف العائلات، المؤسسات، المؤسسات المالية... الخ.

<sup>1</sup>Maria Maher, Thomas Andersson, Corporate governance: effects on firm performance and economic growth, organization for economic co-operation and development, 1999, P12.

حلل Faccio et Lang (2002) هيكل ملكية لعينة من المؤسسات مأخوذة من 13 دولة أوروبية، إذ تطرق الباحثان لهيكل ملكية ورقابة 5232 مؤسسة أوروبية مدرجة في البورصة، حيث حدد Faccio et Lang (2002) من خلال دراستهما هوية مساهمي الرقابة المسيطرين – الأساسيين – للمؤسسات، وعليه ميز الباحثان بين المؤسسات حسب هيمنتها – سيطرتها – من طرف : العائلات، المؤسسات المالية ذات رأس المال المشتت، الدولة، المؤسسات ذات رأس مشتت ومن طرف المساهمات المتبادلة.<sup>1</sup>

وفي هذا السياق تعد المؤسسات مهيمنة من طرف العائلات عندما يكون مساهم الرقابة عبارة عن عائلة أو فرد أو يكون مؤسسة غير مدرجة في البورصة.

أيضا تعد المؤسسة مراقبة من طرف مؤسسة مالية ذات رأس مال مشتت عندما يكون مساهم الرقابة عبارة عن مؤسسة مالية ذات هيكل ملكية مشتت عند عتبة الرقابة المعتمدة، في حين تعد المؤسسة مراقبة من طرف الدولة عندما تكون مهيمنة من طرف الحكومة (محليا أو خارجيا) أو من طرف السلطة المحلية، من جهة أخرى يمكن أن يكون مساهم الرقابة للمؤسسة عبارة عن مؤسسة غير مالية ذات رأس مال مشتت.

كما يمكن أيضا مراقبة مؤسسة من خلال المساهمات المتبادلة (المؤسسة A مراقبة من طرف مؤسسة أخرى التي هي بدورها مراقبة من طرف المؤسسة A أو عندما ترأب بطريقة مباشرة أكثر من 20% من أسهمها الخاصة)، أما الفئة الأخيرة لمساهم الرقابة فتشمل ملكية العمال والمستثمرين الأقلية الأجانب... الخ.

<sup>1</sup>Mara Faccio, Larry H.P. Lang, The ultimate ownership of western european corporations, Journal of Financial Economics , Vol.65 ,2002, PP 367-373.

الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

الجدول رقم (3.2) : مساهمي الرقابة الأساسيين للمؤسسات الأوروبية

الدول	عدد المؤسسات	السنة	ملكية مشتتة (%)	العائلة (%)	الدولة (%)	مؤسسات ذات رأس مال شتت (%)	مؤسسات مالية ذات رأس مال مشتت (%)	أخرى (%)	مساهمات متبادلة (%)
النمسا	99	1999	11.11	52.86	15.32	0.00	8.59	11.11	1.01
بلجيكا	130	1999	20.00	51.54	2.31	0.77	12.69	12.69	0.00
فنلندا	129	1999	28.68	48.84	15.76	1.55	0.65	4.52	0.00
فرنسا	607	1996	14.00	64.82	5.11	3.79	11.37	0.91	0.00
ألمانيا	704	1996	10.37	64.62	6.30	3.65	9.07	3.37	2.62
ايرلندا	69	1999	62.32	24.63	1.45	2.17	4.35	5.07	0.00
ايطاليا	208	1996	12.98	59.61	10.34	2.88	12.26	1.20	0.72
النرويج	155	1998	36.77	38.55	13.09	0.32	4.46	4.54	2.27
البرتغال	87	1997	21.84	60.34	5.75	0.57	4.60	6.90	0.00
اسبانيا	632	1997	26.42	55.79	4.11	1.64	11.51	0.47	0.05
السويد	245	1998	39.18	46.94	4.90	0.00	2.86	5.71	0.41
سويسرا	214	1996	27.57	48.13	7.32	1.09	9.35	6.31	0.23
المملكة المتحدة	1953	1996	63.08	23.68	0.08	0.76	8.94	3.46	0.00
المجموع	5232		36.93	44.29	4.14	1.68	9.03	3.43	0.51

المصدر : Mara Faccio, Larry H.P. Lang, Op.cit P379

نلاحظ من خلال الجدول أن هناك تشتت في الملكية بالنسبة لـ 36.93% من مؤسسات عينة الدراسة، إضافة إلى ذلك أن نسبة 44.29% من المؤسسات مهيمن عليها (مسيطر عليها) من طرف العائلات. كما يبين الجدول وجود اختلافات بين هياكل الملكية في دول أوروبا القارية والمملكة المتحدة وايرلندا، حيث أن نسبة 63.08% من مؤسسات المملكة المتحدة ونسبة 62.32% من المؤسسات الايرلندية هي ذات هياكل ملكية مشتتة، في حين تنخفض هذه النسبة في دول أوروبا القارية حيث تبلغ 10.37% في ألمانيا و11.11% في النمسا و12.98% في ايطاليا، أما بالنسبة للرقابة العائلية فتكون منخفضة جدا في المملكة المتحدة بنسبة 23.68% وفي ايرلندا بنسبة 24.63%، في حين تكون أغلبية المؤسسات في أوروبا الغربية مهيمن عليها من طرف العائلات.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

كما نلاحظ من خلال الجدول أن الدولة تراقب أكثر من 10% من المؤسسات النمساوية، الفنلندية، الإيطالية والنرويجية، في حين تكون رقابة الدولة منخفضة في المملكة المتحدة وإيرلندا (0.08% و 1.45% على التوالي).

نجد كذلك أن نسبة 9.03% من المؤسسات في أوروبا الغربية مهيمن عليها من طرف المؤسسات المالية ذات رأس مال مشتت وتكون النسبة جد مرتفعة في بلجيكا وإيطاليا (12.69% و 12.26% على التوالي).

أشارت دراسة Bloch et Kremp (1999) التي قامت باختبار هيكل الملكية 282322 مؤسسة فرنسية (أغلبها غير مدرجة في البورصة)<sup>1</sup> إلى أن المؤسسات التي تملك أكثر من 500 عامل تكون مهيمن عليها (مسيطر عليها) من طرف كبار المساهمين الذين يملكون في المتوسط 88% من رأس مالها، كما أشارت الدراسة إلى أهمية تركيز الملكية وحقوق التصويت (سلطة التصويت) في فرنسا بالنسبة للمؤسسات المدرجة وغير المدرجة في البورصة وحتى المؤسسات المكونة لمؤشر CAC40.

كذلك أشارت الدراسة إلى أن أكبر المساهمين في المؤسسات غير مدرجة في البورصة يملك 66% من رأس المال بطريقة مباشرة، في حين يكون تركيز الملكية منخفضا بالنسبة للمؤسسات المدرجة في البورصة، ورغم ذلك تبقى النسبة مهمة حيث يملك أكبر المساهمين نسبة 52% من رأس المال، إضافة إلى ذلك يسيطر المالك الأكبر لكتل الرقابة bloc de contrôle في المؤسسات ذات المؤشر CAC40 بين 20% و 30% من حقوق التصويت ويملك رقابة فعلية على تلك المؤسسة.

كما لاحظ Bloch et kremp (1999) أن ثاني أكبر المساهمين يملك نسبة 18% من رأس المؤسسات غير المدرجة و 10% بالنسبة للمؤسسات المدرجة في حين تتراوح النسبة بين 5% و 10% بالنسبة لمؤسسات مؤشر CAC40.

وفي الأخير استخلص Bloch et kremp (1999) أن الملكية العائلية تعد مهمة في فرنسا بالنسبة لمؤسسات CAC40 وكذلك بالنسبة لمؤسسات غير مدرجة في البورصة، حيث أن 40% من المؤسسات غير مدرجة في البورصة مسيطر عليها من طرف الأفراد الذين يملكون مباشرة أكثر من 50% من رأس مال المؤسسة، أما بالنسبة للمؤسسات المكونة للمؤشر CAC40 يراقب الأفراد 30% من حقوق التصويت فيها ويملكون رقابة فعلية على المؤسسات.

<sup>1</sup>Laurence Bloch, Elizabeth Kremp, Ownership and voting power in France. In: Barca, F., Becht, M. (Eds.), Ownership and Control: A European Perspective, Oxford, Oxford University Press, 1999, PP5-18



## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

كذلك فيما يخص هيكل ملكية المؤسسات الأوروبية حلل Becht et Roell (1999) أعمالا تجريبية قامت بها سابقا الشبكة الأوروبية لحكومة المؤسسات ECGN حيث أظهر الباحثان أهمية تركيز حقوق التصويت في أوروبا القارية نسبيا مع حقوق التصويت في الو.م.أ والمملكة المتحدة.<sup>1</sup>

يعرض الجدول أدناه تركيز حقوق تصويت مساهمي الرقابة الأساسيين في أوروبا و و.م.أ.

### الجدول رقم (4.2) : حقوق تصويت مساهمي الرقابة الأساسيين للمؤسسات الصناعية المدرجة

الدولة	عدد المؤسسات	القيمة المتوسطة لأكبر كتلة تصويت (%)
النمسا	50	52.0
بلجيكا	121	50.6
	20	45.1
ألمانيا	374	52.1
	30	11.0
اسبانيا	193	34.2
فرنسا	40	20.0
ايطاليا	216	54.53
هولندا	137	43.5
المملكة المتحدة	250	9.9
الولايات المتحدة الأمريكية	1309	5
	2831	5

المصدر : Marco Becht, Ailsa Roell, Op.cit, P1052

يتضح من خلال الجدول أن مساهمي الرقابة في دول أوروبا القارية (أوروبا باستثناء المملكة المتحدة) يسيطرون بين 40% و 54% من حقوق التصويت، في حين تنخفض هذه النسبة إلى 10% في المملكة المتحدة و 5% في و.م.أ.

والجدول أدناه يعرض تحليلا مفصلا لهيكل الرقابة في أوروبا و و.م.أ والمملكة المتحدة.

<sup>1</sup>Marco Becht, Ailsa Roell, Blockholdings in Europe : An international comparison, European Economic Review, Vol 43 ,1999, PP 1052-1053.

الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

الجدول رقم (5.2) : تركيز حقوق تصويت مساهمي الرقابة

المجال	النمسا	ألمانيا	هولندا	الولايات المتحدة الأمريكية (بورصة الناسداك (NASDAQ)	الولايات المتحدة الأمريكية (بورصة نيويورك (NYSE)
	%مؤسسات	% مؤسسات	% مؤسسات	% مؤسسات	% مؤسسات
0 - 5%	0	1.1	10.2	54.4	52.8
5% - 10%	0	1.9	11.7	17.4	21.1
10% - 25%	14	14.5	13.7	20.6	20.9
25% - 50%	18	18.3	24.8	5.5	3.5
50% - 75%	54	25.5	19.7	1.5	1.5
75% - 90%	8	17.5	6.6	0.5	0.2
90% - 95%	6	5.7	5.1	0	0
95% - 100%	0	15.6	8.00	0.1	0

المصدر : Marco Becht, Ailsa Roell, Op.cit, P1053

يتضح من خلال الجدول أن 54% من المؤسسات النمساوية مسيطرة من طرف مساهمي الرقابة الذي يملكون ما بين 50% و 75% من حقوق التصويت في حين يملك أكبر مساهم في 50% من المؤسسات الأمريكية 5% فقط من حقوق التصويت.

الفرع الثاني : جغرافيا هيكل الملكية في آسيا

تناولت العديد من الدراسات هيكل ملكية المؤسسات الآسيوية، وفي هذا الصدد نجد دراسة Claessens et al (2000) التي شملت 9 دول من شرق آسيا،<sup>1</sup> حيث تتبعت الدراسة هيكل الملكية والرقابة لـ 2980 مؤسسة آسيوية مدرجة في البورصة من أجل تحديد مساهمي الرقابة الأساسيين، والجدول التالي يعرض هيكل الرقابة عند عتبة 10% و 20% للمؤسسات الآسيوية.

<sup>1</sup>Stijn Claessens, and al, The separation of ownership and control in East Asian corporations, Journal of Financial Economics, Vol. 58, 2000, PP 103-104.

الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

الجدول رقم (6.2) : هيكل الرقابة عند عتبة 10% و 20% للمؤسسات الآسيوية

الدول	عدد المؤسسات	رأس المال الممشتت (%)	العائلة (%)	الدولة (%)	المؤسسات المالية ذات رأس مال ممشتت (%)	مؤسسات ذات رأس مال ممشتت (%)
<b>عتبة الرقابة 10%</b>						
هونغ كونغ	330	0.6	64.7	3.7	7.1	23.9
اندونيسيا	178	0.6	68.6	10.2	3.8	16.8
اليابان	1240	42.0	13.1	1.1	38.5	5.3
كوريا	345	14.3	67.9	5.1	3.5	9.2
ماليزيا	238	1.0	57.5	18.2	12.1	11.2
الفلبين	120	1.7	42.1	3.6	16.8	35.9
سنغافورة	221	1.4	52.0	23.6	10.8	12.2
تايوان	141	2.9	65.6	3.0	10.4	18.1
تايلندا	167	2.2	56.5	7.5	12.8	21.1
<b>عتبة الرقابة 20%</b>						
هونغ كونغ	330	7.0	66.7	1.4	5.2	19.8
اندونيسيا	178	5.1	71.5	8.2	2.0	13.2
اليابان	1240	79.8	9.7	0.8	6.5	3.2
كوريا	345	43.2	48.4	1.6	0.7	6.1
ماليزيا	238	10.3	67.2	13.4	2.3	6.7
الفلبين	120	19.2	44.6	2.1	7.5	26.7
سنغافورة	221	5.4	55.4	23.5	4.1	11.5
تايوان	141	26.2	48.2	2.8	5.3	17.4
تايلندا	167	6.6	61.6	8.0	8.6	15.3

المصدر: Stijn Claessens, et al, Op.cit, P103

يتضح من خلال الجدول أنه عند عتبة رقابة 20%، 9.7% من المؤسسات اليابانية مراقبة من طرف العائلات اليابانية التي تملك ما بين 10% و 20% من رأس مال المؤسسات، كما يشير الجدول أن 79.8% من المؤسسات اليابانية لها هيكل رأس مال ممشتت.

من جهة أخرى وعند عتبة رقابة 10% تكون 67.9% من المؤسسات الكورية مسيطر عليها من طرف العائلات وتنخفض هذه النسبة إلى 48.4% عند تثبيت عتبة الرقابة عند 20%، نفس الشيء تنخفض الرقابة

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

العائلية في تايوان من 65.6% إلى 48.2% عندما تتحول عتبة الرقابة من 10% و 20%، في حين ترتفع نسبة المؤسسات التايلندية المراقبة من طرف العائلات من 56.5% إلى 61.6% ما بين عتبة الرقابة 10% و 20%، وأخيرا يبقى هيكل الرقابة مستقرا في الفلبين وسنغافورة ما بين عتبي الرقابة 10% و 20%.

بعد ذلك قام كل من Claessens et al (2000) بدراسة أثر الحجم على هيكل الرقابة للمؤسسات الآسيوية، حيث يظهر الحجم كعامل حاسم يسمح بتفسير عملية توزيع الرقابة في المؤسسات الآسيوية،<sup>1</sup> إذ تكون الرقابة العائلية مهمة في المؤسسات الصغيرة الحجم في معظم الدول الآسيوية، فمثلا في اليابان تهيمن (تسيطر) العائلات على 57% من المؤسسات الصغيرة الحجم وتصل إلى نسبة 80% في تايوان.

من جهة أخرى تراقب العائلات في كوريا 97% من المؤسسات الصغيرة الحجم في حين تراقب العائلات 20% فقط من المؤسسات الكبيرة الحجم.

خلافا لذلك تعتبر الرقابة العائلية في الفلبين، سنغافورة، ماليزيا، اندونيسيا وتايلندا مهمة في المؤسسات الكبيرة كما في المؤسسات الصغيرة الحجم، فيما عدا هونغ كونغ أين تهيمن العائلات على 72.5% من المؤسسات الكبيرة الحجم في حين تسيطر العائلات على 57% فقط من المؤسسات الصغيرة الحجم.

من ناحية أخرى تبين النتائج التي حصل عليها Claessens et al (2000) أن أغلبية المؤسسات اليابانية والكورية الكبيرة والمتوسطة الحجم تتميز بهيكل ملكية مشتت.

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أن قوة تركيز الملكية في دول أوروبا القارية وآسيا هي ما يميز النظام الألماني الياباني لحكومة المؤسسات (نظام الداخلين)، حيث يتميز هذا النظام بالمؤسسات المسيطر عليها من طرف مساهمي الرقابة، بعدد قليل من المؤسسات المدرجة في البورصة مقارنة بحجم الاقتصاد وأسواق مالية قليلة السيولة، في حين يتميز نظام حكومة المؤسسات للدول الأنجلوساكسونية (نظام الخارجين) بعدد مهم من المؤسسات المدرجة في البورصة وأسواق مالية ذات سيولة.

كذلك نخلص مما سبق إلى أن هيكل الملكية والرقابة في المؤسسات الأوروبية والآسيوية مختلف تماما عن نظيره من المؤسسات الأنجلوساكسونية.

نتطرق من خلال الجدول أدناه إلى الإيجابيات والسلبيات المرتبطة بمختلف هياكل الملكية وسلطة التصويت – الرقابة – المقترحة من طرف Crama et al (2000)، حيث أشار هؤلاء الباحثون إلى أن كل من النظام الألماني الياباني (نظام الداخلين) والنظام الأنجلوساكسوني (نظام الخارجين) لحكومة المؤسسات يشتمل كل منهما على نقاط قوة ونقاط ضعف يمكن أن تحلل في إطار نظرية الوكالة.

<sup>1</sup>Ibid, P106.

الجدول رقم (7.2) : هياكل الملكية والرقابة

الخصائص	ملكية مشتتة ورقابة مشتتة	ملكية مشتتة ورقابة مركزة	ملكية مركزة ورقابة مشتتة	ملكية مركزة ورقابة مركزة
المكان	- و، م، أ - المملكة المتحدة	في الدول التي يمكن لأصحاب المصلحة الحصول على وكالة التصويت وتحالفات المساهمين تكون مسموح بها.	جميع المؤسسات التي تضع قيود على ممارسة حقوق التصويت.	أوروبا القارية (أوروبا باستثناء المملكة المتحدة) واليابان.
الإيجابيات	- تنوع حافظة الأوراق المالية. - سيولة الأسواق المالية. - إمكانية القيام بعمليات الاستحواذ (الاستيلاء).	- رقابة المسيرين. - تنوع حافظة الأوراق المالية. - سيولة الأسواق المالية.	- حماية حقوق المساهمين الأقلية.	- حوافز قوية لرقابة المسيرين.
السلبيات	- رقابة غير كافية للمسيرين. - مشكل المستفيدين بالجنان من المعلومات.	- الإخلال بمبدأ سهم واحد - حق تصويت واحد. - إمكانية ضعيفة للقيام بعمليات الاستحواذ (الاستيلاء).	- الإخلال بمبدأ سهم واحد - حق تصويت واحد. - حوافز ضعيفة لرقابة المسيرين. - إمكانية ضعيفة لتنوع حافظة الأوراق المالية. - سيولة منخفضة في الأسواق المالية. - ارتفاع تكلفة رأس المال. - إمكانية ضعيفة للقيام بعمليات الاستحواذ (الاستيلاء).	- إمكانية ضعيفة لتنوع حافظة الأوراق المالية. - سيولة منخفضة في الأسواق المالية. - إمكانية ضعيفة للقيام بعمليات الاستحواذ (الاستيلاء).
صراع الوكالة	المسيرين مقابل المساهمين	مساهمي الرقابة مقابل المساهمين الأقلية.	المسيرين مقابل المساهمين	مساهمي الرقابة مقابل المساهمين الأقلية.

المصدر : Imen Latrous, Op.Cit, P46

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

يتميز النظام الأنجلوساكسوني لحوكمة المؤسسات بتشتت مهم لرأس المال وحقوق التصويت، إضافة إلى ذلك ضعف حافر المساهمين المشتتين في مراقبة سلوك المسيرين، كما يعرض نظام الخارجين (النظام الأنجلوساكسوني) فرص مهمة لتنويع الحافظة المالية من خلال أسواق مالية ذات سيولة، كما يسمح بتهديب سلوك المسيرين الانتهازيين من خلال أسواق الرقابة النشطة.

من جهة أخرى بالرغم من أن تركيز الملكية وسلطة التصويت - الرقابة - في النظام الألماني الياباني (نظام الداخلين) تسمح بضمان رقابة فعالة للمسيرين إلا أنها تؤدي إلى نزاع (مصادرة) ملكية المساهمين الأقلية من طرف مساهمي الرقابة (مساهمي الأغلبية)، أيضا تركيز الملكية يقلل سيولة السوق المالي ويؤدي به إلى قلة نشاط أسواق الرقابة.

أيضا تسمح آليات تركيز وتخفيف درجة الرقابة من الحصول على مزيج من هيكل ملكية مركزة مع رقابة مشتتة أو ملكية مشتتة مع رقابة مركزة، حيث يسمح هذا الهيكل الأخير للملكية والرقابة بمراقبة ممتازة للمسيرين.

### الفرع الثالث : مختلف هياكل الملكية

يمكن التمييز بين صنفين لهياكل ملكية المؤسسات :

#### (1) الملكية المشتتة

يتميز هيكل الملكية المشتتة بامتلاك عدد كبير من المساهمين لعدد قليلا من الأسهم، كما يعتبر الفصل بين الرقابة والملكية جد مهم في هذا النوع من الهيكل وهو ما يؤدي إلى تضارب في المصالح بين المسيرين والمساهمين، لذلك يعتمد حملة الأسهم على الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة للحصول على المعلومات التي تمكنهم من تقييم أداء المسيرين بشكل موضوعي كما تضمن لهم حماية مصالحهم، وقد يؤدي هذا الهيكل للملكية الذي يحتوي على مديرين مستقلين (أعضاء مجلس الإدارة المستقلين) نشطين إلى زيادة قدرة هؤلاء المساهمين على مساءلة الإدارة وزيادة السيولة في أسواق رأس المال.

أهم ما يميز هذا النوع من الملكية هو ضعف حافر الرقابة لصغار المساهمين (المساهمين الأقلية)، فتشتت ملكية الأسهم لا يشجع أي مساهم لتحمل تكاليف الرقابة لوحده في حين يتم توزيع الأرباح على جميع المساهمين، لذلك فالإستراتيجية المتبعة من طرف صغار المساهمين في حالة عدم رضاهم على مستوى أداء المسيرين هي التخلي عن الأسهم في السوق المالي، كما تسعى الدول ذات هياكل الملكية المشتتة (و.م.أ والمملكة المتحدة) للحماية القانونية لصغار المساهمين من خلال مختلف القوانين التي تصدرها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Imen Latrous, Op.Cit, P24

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

إضافة إلى ذلك يزيد اهتمام حملة الأسهم في هذا النوع من الملكية على تحقيق أرباح على المدى القصير وهو ما يضعف حافز المسيرين لاتخاذ قرارات تزيد من ثروة المساهمين على المدى الطويل وذلك خوفا من فقدان مناصبهم على المدى القصير .

تعتبر المنافسة في سوق السلع والخدمات وسياسة المكافآت أهم الوسائل الفعالة من أجل تهذيب وتحفيز المسيرين في هيكل الملكية المشتت، غير أنه يبقى سوق الاستيلاء (الاستحواذ) الآلية الأكثر أهمية في هذا النموذج أو الهيكل والتي تسمح باستبدال فريق المسيرين بمسيرين آخرين أكثر كفاءة، كما تمكن من تعويض أعضاء مجلس الإدارة الحالية بأعضاء جدد قادرين على رقابة أداء وسلوك المسيرين، تتميز الو.م.أ. بنشاط سوق الاستيلاء (الاستحواذ) منذ سنة 1980 ويبقى هذا السوق أقل نشاط في باقي الدول.<sup>1</sup>

### (2) الملكية المركزة

يتميز هذا النمط من هيكل الملكية بامتلاك عدد قليل من المساهمين لحصة معتبرة ومهمة من الأسهم وهم عادة كبار المساهمين في المؤسسة، حيث يملك هؤلاء المساهمون حق رقابة جد قوية على سلوك المسيرين وعلى تسيير المؤسسة، إذ يستعمل كبار المساهمون دائما هيكل المساهمات المتبادلة والمساهمات الهرمية لتوسيع سلطتهم في الرقابة.<sup>2</sup>

بالإضافة إلى ذلك عادة ما يحتفظ هؤلاء المساهمون بأسهمهم لمدة طويلة ومن ثم فهم يؤيدون القرارات التي تعزز الأداء الجيد للمؤسسة على المدى الطويل.

إن المشكلة الأساسية التي تواجه حوكمة المؤسسات في هيكل الملكية المركزة تتمثل في كيفية حماية المساهمين الأقلية من خطر نزع ملكيتهم من قبل كبار المساهمين (المساهمون الأغلبية والمسيطرون)، حيث يمكن لهؤلاء المساهمون تسيير المؤسسة وفقا لمصالحهم الخاصة على حساب مصالح صغار المساهمين والمستثمرين الآخرين، وتظهر هذه الحالة خصوصا عند امتلاك كبار المساهمين لحقوق تصويت -حق الرقابة -أكبر من ملكيتهم لرأس مال المؤسسة -حق التدفقات النقدية- أي عند الإخلال بقاعدة "سهم واحد-حق تصويت واحد" (المساهمات المتبادلة والمساهمات الهرمية)، حيث تؤدي هذه الحالة لعدم التوزيع العادل للتدفقات النقدية المحققة من طرف المؤسسة بين جميع المساهمين وحصول كبار المساهمين على أرباح خاصة.<sup>3</sup>

وقد أشارت دراسة Holderness et sheehan (1988) إلى أن المساهمون الأغلبية (كبار المساهمين) في و.م.أ. يشاركون في عملية تسيير المؤسسة ويقومون بمصادرة (هدر) الموارد، وقد أكدت على تلك النتيجة كذلك دراسة Barclay et Holderness (1989) حيث أشارت الدراسة إلى أن المساهمون المسيطرون أو الأغلبية

<sup>1</sup>Que Giang Tran Thi, La gouvernance des entreprises dans les pays en transition : la propriété et la performance, Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, Paris, France, 2006, P 91.

<sup>2</sup>Imen Latrous, Op.Cit, P18.

<sup>3</sup>Que Giang Tran Thi, Op.Cit, P94.

يتمتعون بامتيازات تفوق حقوقهم في التدفقات النقدية (الملكية) غير أنه يصعب ملاحظة وقياس هذه الامتيازات الخاصة<sup>1</sup>.

## المبحث الثاني : الأسس النظرية للهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي *la structure financière* بأنه "تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على كافة العناصر التي تتكون منها مكونات الخصوم (الأموال الخاصة والديون)"<sup>2</sup> سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، أو هو كيفية تمويل إجمالي أصول المؤسسة ويتمثل ذلك بالجانب الأيسر للميزانية، كما يشير كذلك مصطلح الهيكل المالي للطريقة التي تمول المؤسسة بها أصولها من خلال مزيج من الأموال الخاصة والديون.

يعد موضوع اختيار الهيكل المالي من المواضيع التي نالت اهتمام الباحثين في الإدارة المالية منذ ظهور مقال *Franco Modigliani et Merton Miller* سنة 1958، إذ ظهرت العديد من النظريات التي حاولت تناول الجدل القائم بخصوص وجود هيكل مالي أمثل يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة، وسوف نحاول فيما يلي مناقشة مختلف تلك النظريات.

### المطلب الأول : المقاربة التقليدية للهيكل المالي *L'approche traditionnelle*

تستند هذه المقاربة على أن اتخاذ القرارات المالية داخل المؤسسة هو بهدف تعظيم ثروة المساهمين، كما يقوم على افتراض أن سلوك المستثمرين عقلائي، ولهم نفس التوقعات بالنسبة للأرباح، إضافة إلى غياب الضرائب على الأرباح وتكلفة الصفقات.

في ظل تلك الفرضيات خلص مؤيدوا المقاربة التقليدية إلى أن المؤسسة بإمكانها تعظيم قيمتها من خلال تعظيم نسبة الاستدانة بالهيكل المالي، وبالتالي يوجد هيكل مالي أمثل يؤدي إلى تدنية التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال وتعظيم ثروة المساهمين.

ولتوضيح تلك النتيجة يستند مؤيدوا المقاربة التقليدية على المفهومين التاليين : أثر الرافعة المالية وتكلفة رأس المال.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Ibid, P95.

<sup>2</sup>عدنان تايه النعمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009، ص 349.

<sup>3</sup>Salah Eddine Kartobi, Déterminants de la structure financière et réactions du marché boursier aux décisions de financement, Thèse de doctorat, Université Nice Sophia Antipolis, Nice, France, 2013, P 21.



الفرع الأول : أثر الرافعة المالية

أثر الرافعة المالية هو آلية تحدث نتيجة اللجوء إلى الاستدانة وتؤثر إيجابيا أو سلبيا على المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة).

ويمكن التمييز بين الحالات الممكنة لأثر الرافعة المالية من خلال علاقة المردودية المالية التي تعطى بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$R_f = R_e + (R_e - i) \frac{D}{CP}$$

حيث :

$R_f$ : المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة).

$R_e$  : المردودية الاقتصادية.

$i$  : معدل الفائدة على الديون.

$D$  : الديون المالية.

$CP$  : الأموال الخاصة.

$(R_e - i) \frac{D}{cp}$  : أثر الرافعة المالية.

$\frac{D}{cp}$  : الرفع المالي.

من خلال المعادلة السابقة نجد أن أثر الرافعة المالية يفسر المردودية المالية من خلال كل من المردودية الاقتصادية ومعدل الفائدة على الديون وتميز بين الحالات التالية<sup>2</sup>:

- إذا كان  $R_e > i$  : فإن المردودية المالية ترتفع بزيادة نسبة الاستدانة بالهيكل المالي، في هذه الحالة فإن المؤسسة تخلق الثروة لمساهميها.

- إذا كان  $R_e < i$  : المردودية المالية في هذه الحالة تنخفض بزيادة نسبة الاستدانة، والمؤسسة ليس من مصلحتها الاقتراض (الاستدانة).

- إذا كان  $R_e = i$  : يدل هذا على أن المردودية المالية مساوية للمردودية الاقتصادية، وأن نسبة الاستدانة ليس لها أي تأثير على المردودية المالية (تأثير محايد).

نلاحظ من خلال التحليل السابق لحالات أثر الرافعة المالية أن هذا الأخير لا يؤدي إلى خلق الثروة بالنسبة للمساهمين إلا في الحالة التي تكون فيها المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة على الديون.

<sup>1</sup>Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 5<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, France, 2002, P 314.

<sup>2</sup>Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 11<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, France, 1997, P 508.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

كذلك على افتراض أن المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الديون، فإنه حسب المقاربة التقليدية يفضل زيادة نسبة الاستدانة بالهيكل المالي إلى غاية النسبة 100% من أجل تعظيم قيمة المؤسسة وهو حل غير واقعي في ظل محدودية اللجوء إلى الاستدانة، إضافة إلى زيادة المخاطر المالية المتعلقة بزيادة نسبة الاستدانة بالهيكل المالي (مخاطر الافلاس).

### الفرع الثاني : تكلفة رأس المال

تمثل تكلفة رأس المال تكلفة الموارد المالية المستخدمة في نشاط المؤسسة وهي تعادل المتوسط المرجح لكل من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون، إذ يساوي معامل الترجيح الحصة النسبية لمختلف مصادر التمويل (الديون، الأموال الخاصة) بالهيكل المالي للمؤسسة.<sup>1</sup>

على افتراض أن المؤسسة يتم تمويلها عن طريق الأموال الخاصة والديون، فإن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال تعطى بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$K_0 = K_{CP} \frac{CP}{CP + D} + K_D \frac{D}{CP + D}$$

حيث :

- $K_0$  : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.  
 $D$  : القيمة الاجمالية للديون.  
 $K_{CP}$  : تكلفة الأموال الخاصة.  
 $CP$  : قيمة الأموال الخاصة.  
 $K_D$  : تكلفة الديون (معدل الفائدة).

يتضح من خلال العلاقة أعلاه أن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال تتحدد من خلال حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل (الأموال الخاصة والديون)، بالإضافة إلى الأهمية النسبية لكل مصدر تمويلي بالهيكل المالي للمؤسسة.

يؤكد مؤيدوا المقاربة التقليدية على وجود هيكل مالي أمثل يتحدد عند معدل أمثل للاستدانة، هذا الأخير يجعل التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال عند حدها الأدنى لتكون قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى.

مما سبق يتضح أن تكلفة رأس المال ليست مستقلة عن الهيكل المالي، لذلك سوف نتطرق فيما يلي لدراسة تأثير الهيكل المالي (نسبة الاستدانة) على التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

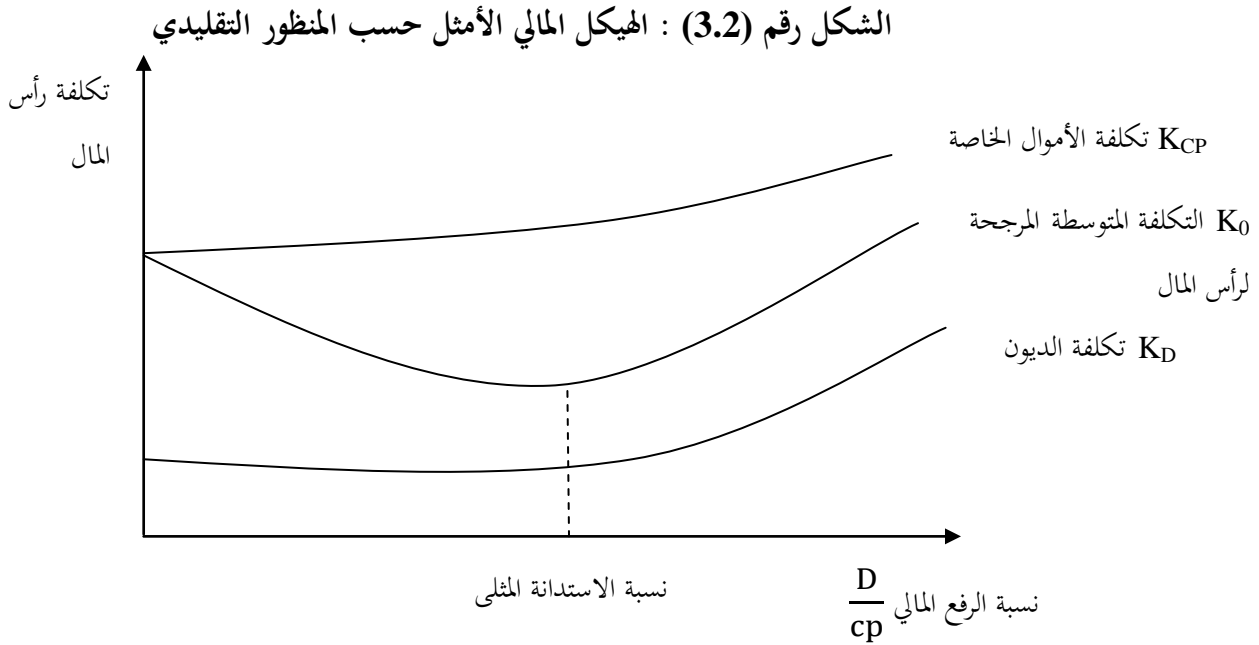
<sup>1</sup>Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Gestion financière, manuel & application, 9<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, France, 2000, P152.

<sup>2</sup>Elie Cohen, Gestion financière de l'entreprise et développement financier, Edief, Vanves, France, 1991, P236.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

يشير مؤيدوا المقاربة التقليدية إلى أن تكلفة الأموال الخاصة  $K_{CP}$  سوف تبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي تبدأ فيها نسبة الاستدانة (الديون) بالهيكل المالي للمؤسسة بالارتفاع وذلك بسبب زيادة درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها عائد (مردودية) المساهمين، في حين تظل تكلفة الديون  $K_D$  ثابتة لمستويات مرتفعة من الرفع المالي  $(\frac{D}{Cp})$ ، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي وذلك بسبب زيادة المخاطر المالية الناتجة عن ارتفاع مستوى الديون، إضافة إلى ذلك فبالرغم من أن تكلفة الديون ترتفع تدريجيا إلا أنه يظل مصدر تمويل منخفض التكلفة مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة (معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين).<sup>1</sup>

والشكل التالي يلخص مراحل تغيرات تكلفة رأس المال تبعاً لتغير نسبة الرفع المالي حسب المقاربة التقليدية.



المصدر : Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 11<sup>ème</sup> édition, Op.Cit, P812

انطلاقاً مما سبق ومن خلال الشكل أعلاه يتضح أن التكلفة المرجحة لرأس المال حسب المقاربة التقليدية تمر بثلاث مراحل كما يلي:<sup>2</sup>

### المرحلة الأولى :

تتصف هذه المرحلة بظهور ارتفاع طفيف لتكلفة الأموال الخاصة  $K_{CP}$  مع كل زيادة في نسبة الديون (الاستدانة) بالهيكل المالي للمؤسسة، في حين تظل تكلفة الديون  $K_D$  ثابتة خلال هذه المرحلة، إلا أن المزاي

<sup>1</sup>Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 11<sup>ème</sup> édition, Op.Cit, P812.

<sup>2</sup>حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، دار الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص ص 781 - 782.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

الناجمة عن ارتفاع نسبة الديون (المصدر المنخفض التكلفة) سوف تكون أكبر من الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة  $K_{CP}$ ، لذلك سوف تتجه التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال  $K_0$  بالانخفاض التدريجي في حين تبدأ القيمة السوقية للمؤسسة بالارتفاع الطفيف مع كل زيادة لنسبة الاستدانة (الرفع المالي) بالهيكل المالي للمؤسسة.

### المرحلة الثانية :

يستمر خلال هذه المرحلة الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة  $K_{CP}$  مما يؤدي إلى إرتفاع في التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال  $K_0$ ، إلى أن ارتفاع هذه الأخيرة يعادل الوفورات الناتجة على زيادة نسبة الاستدانة (المصدر الأقل تكلفة) ليتشكل ما يعرف بمعدل الاستدانة الأمثل، وإن كان بعض الباحثين يشيرون إلى أن هذه المرحلة تتمثل بمدى معين من نسبة الاستدانة وليس بنقطة محددة.

### المرحلة الثالثة :

يؤدي الارتفاع المفرط لتكلفة الأموال الخاصة  $K_{CP}$  خلال هذه المرحلة إضافة إلى ارتفاع تكلفة الديون  $K_D$  إلى ارتفاع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال  $K_0$ ، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة،

## المطلب الثاني : نظرية حياد الهيكل المالي **La théorie de neutralité de la structure financière**

يعد Franco Modigliani et Merton Miller أول من قاما بوضع الأسس النظرية للهيكل المالي من خلال مقالهما الذي نشر سنة 1958.

فقد خلص هذان الباحثان في ظل فرضيات معينة لعدم وجود هيكل مالي أمثل يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة سواء في ظل وجود أو عدم وجود الضريبة على أرباح الشركات.

### الفرع الأول : نموذج Modigliani et Miller (1958) في ظل غياب الضريبة

أكد Modigliani et Miller (1958) أنه في ظل غياب الضريبة على أرباح الشركات فإن قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال مستقلان تماما عن الهيكل المالي،<sup>1</sup> أي عن التغيرات في نسبة الاستدانة (الرفع المالي) وبالتالي خلصا لعدم وجود هيكل مالي أمثل.

ولقد طور Modigliani et Miller (1958) نظريتهما بخصوص حياد الهيكل المالي للمؤسسة (La neutralité de la structure financière استنادا على مجموعة من الفرضيات وهي<sup>2</sup> :

<sup>1</sup>Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Op.Cit, P157.

<sup>2</sup>Salah Eddine Kartobi, Op.Cit, P34.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

- أسواق رأس المال هي أسواق كاملة : المعلومات مجانية ومتاحة للجميع، المستثمرون لهم سلوك عقلائي، عدم وجود تكاليف للصفقات *Couts de transaction*.
- المستثمرين (الأفراد) بإمكانهم الاقتراض والإقراض بدون قيود وبنفس معدل اقتراض المؤسسات.
- خطر الإفلاس مستبعد.
- إمكانية تصنيف المؤسسات إلى طبقات (فئات) خطر متجانسة، حيث أن معدل الفائدة ضمن كل طبقة من تلك الطبقات ثابت.
- الأرباح يتم توزيعها كلياً من طرف المؤسسة.
- المؤسسة لها الاختيار بين نمطين للتمويل : القروض بدون خطر والأموال الخاصة ذات المخاطر.
- عدم وجود ضرائب.

خلص *Modigliani et Miller (1958)* بناءً على تلك الفرضيات إلى الاقتراحين التاليين<sup>1</sup> :

- قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي، وأنها تتحدد من خلال خصم نتيجة الاستغلال (النتيجة قبل المصاريف المالية) بمعدل خصم يتمثل في معدل المرودية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة تنتمي لنفس طبقة (فئة) المخاطر ولكنها ممولة بالكامل بالأموال الخاصة، وهي تعطى بالعلاقة التالية<sup>2</sup> :

$$V = CP + D = \frac{R_{ex}}{K_{cp}^*}$$

حيث :

*V* : قيمة المؤسسة.

*CP* : قيمة الأموال الخاصة.

*D* : قيمة الديون.

*R<sub>ex</sub>* : نتيجة الاستغلال.

*K<sub>cp</sub><sup>\*</sup>* : معدل المرودية المطلوب من طرف المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) لمؤسسة غير مستدينة.

- معدل المرودية المطلوب (المفروض) من طرف المساهمين لمؤسسة مستدينة يساوي معدل المرودية المطلوب لمؤسسة غير مستدينة مضافاً إليه علاوة المخاطرة، وهو يحسب بالعلاقة التالية<sup>3</sup> :

$$K_{cp} = K_{cp}^* + (K_{cp}^* - i) \frac{D}{CP}$$

<sup>1</sup>Samira Rifki, Abdessadeq Sadq, Un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises, la revue du financier, N° 131, P13.

<sup>2</sup>Franco Modigliani, Merton H. Miller, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, American Economic Review, Vol 48, N° 3, 1958, P268.

<sup>3</sup>Ibid, P271.

حيث :

$K_{cp}$  : معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) لمؤسسة مستدينة.

$K_{cp}^*$  : معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) لمؤسسة غير مستدينة.

$i$  : معدل الفائدة على الديون.

كما أكد Modigliani et Miller (1958) ضمن الاقتراح الأول على استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي للمؤسسة وأنها تساوي معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة أخرى تنتمي لنفس درجة المخاطر ولكنها ممولة بالكامل بالأموال الخاصة وهي تعطى بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$K_0 = K_{cp}^* = \frac{R_{ex}}{V} = \frac{R_{ex}}{CP + D}$$

يمكن اثبات رياضيا أن تكلفة رأس المال مستقلة عن الهيكل المالي للمؤسسة كما يلي :

لدينا علاقة تكلفة رأس المال :

$$K_0 = K_{CP} \frac{CP}{CP + D} + K_D \frac{D}{CP + D}$$

ولدينا علاقة المردودية المالية :

$$R_f = R_{CP} = R_e + (R_e - i) \frac{D}{CP}$$

بتعويض العلاقة 2 في العلاقة 1 نجد :

$$K_0 = R_e = \frac{R_{ex}}{CP + D} = K_{cp}^*$$

حيث :

$K_0$  : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

$R_e$  : المردودية الاقتصادية.

$K_{cp}^*$  : تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة.

أيضا قدم Modigliani et Miller (1958) لإثبات صحة الاقتراح الأول والذي يشير إلى تساوي قيمة مؤسستين تنتميان إلى نفس درجة الخطر ولكن تختلفان من حيث تركيبة الهيكل المالي فكرة الموازنة أو المرجحة<sup>2</sup> Arbitrage والتي تعتمد على افتراض أن المستثمرين بإمكانهم استبدال الرافعة المالية للمؤسسة برافعة مالية شخصية.

<sup>1</sup>Ibid, P269.

<sup>2</sup>Salah Eddine Kartobi, Op.Cit, P36.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

- في الأخير نشير إلى أن نموذج Modigliani et Miller (1958) تعرض للعديد من الانتقادات من أهمها أنه بني على افتراضات السوق التام وهي افتراضات في أغلبها غير واقعية خاصة<sup>1</sup> :
- افتراض عدم وجود تكلفة لبيع وشراء الأوراق المالية وهو شرط أساسي لنجاح عملية المراجعة.
  - صعوبة إحلال الرافعة المالية الشخصية للمستثمرين بالرافعة المالية للمؤسسة.
  - عدم واقعية افتراض تماثل معدل الفائدة اقتراض كل من المؤسسات والمستثمرين.
  - كذلك أهمل نموذج Modigliani et Miller (1958) تأثير كل من الضرائب، تكاليف الافلاس، تكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات عند اختيار الهيكل المالي للمؤسسة.

### الفرع الثاني : نموذج Modigliani et Miller المعدل ضريبيا

قام Modigliani et Miller (1963) وكرد فعل على الانتقادات التي تعرضت لها أطروحتهما سنة 1958 خصوصا افتراض توافر شروط السوق التام بنشر مقالة تصحيحية أسقطا من خلالها افتراض عدم وجود الضرائب على الأرباح، حيث أشارا من خلالها إلى أن لجوء المؤسسة إلى الاستدانة (الاقتراض) يحقق وفورات ضريبية، إذ تعد المصاريف المالية (الفوائد) من بين المصاريف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة وبالتالي تقليل الربح الخاضع للضريبة، وعليه توصلا أن قيمة المؤسسة تزداد بزيادة نسبة الاستدانة بالهيكل المالي للمؤسسة.

وقد خلاص Modigliani et Miller (1963) إلى الاقتراحين التاليين :

- قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من ديون وأموال خاصة تزيد عن قيمة مؤسسة مماثلة يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة فقط وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية لفوائد الديون، وهي تعطى بالعلاقة التالية<sup>2</sup> :

$$VE = VN + tD$$

حيث:

VE: القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة.

VN: القيمة السوقية لمؤسسة غير مستدينة. D : الديون.

t : معدل الضرائب على الأرباح. tD: القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

- تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مستدينة تساوي تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة تنتمي لنفس طبقة الخطر مضافا إليها مكافأة عن المخاطر المالية الناجمة عن الاستدانة *prime de risque*، تتحدد على

<sup>1</sup> تير زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009، ص75.

<sup>2</sup> Franco Modigliani, Merton H. Miller, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, The American Economic Review, Vol. 53, N°. 3, 1963, P 436.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

أساس الفرق بين تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة وتكلفة الديون وعلى نسبة الديون إلى الأموال الخاصة ومعدل الضريبة على أرباح الشركات، وهي تعطى بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$K_{cp} = K_{cp}^* + (K_{cp}^* - i) \frac{D}{CP} (1 - t)$$

حيث :

$K_{CP}$ : معدل المدروية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة مستدينة.

$K_{cp}^*$ : معدل المدروية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة غير مستدينة.

$i$ : معدل الفائدة على الديون.

$t$ : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

بالتالي حسب هذه المعادلة فإن تكلفة الأموال الخاصة تزداد بارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة (علاقة طردية) ولكن بمعدل أكثر بطءاً مما هو عليه في حالة غياب الضرائب وهذا هو السبب في نتيجة الاقتراح الأول الذي مؤداه أن قيمة المؤسسة ترتفع مع زيادة نسبة الاستدانة.

كذلك في حالة خضوع المؤسسة لضريبة على أرباح الشركات فإن ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي (المصدر الأقل التكلفة بسبب المزايا الضريبية) سوف يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال والتي تعطى بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$K_0 = K_{CP} \frac{CP}{CP + D} + K_D (1 - t) \frac{D}{CP + D}$$

حيث :

$K_0$ : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

$D$ : القيمة الاجمالية للديون.

$K_{CP}$ : تكلفة الأموال الخاصة.

$CP$ : قيمة الأموال الخاصة.

$K_D$ : تكلفة الديون (معدل الفائدة).

$t$ : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

### المطلب الثالث : نظرية التوازن La théorie de compromis

ظهرت نظرية التوازن نتيجة اسقاط افتراض أن الديون خالية من الخطر وبالتالي أصبح هناك احتمال لظهور تكلفة الافلاس كتأثير سلبي للديون، نتيجة لذلك أشار عدد من الباحثين (Baxter (1967)، Kraus (1973) et Litzenberger (1976) Scott (1976) لوجود مستوى أمثل من الديون يتحدد من خلال الموازنة أو

<sup>1</sup>Ibid, P 439.

<sup>2</sup>Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 11<sup>ème</sup> édition, Op.Cit, P830.



## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

المراجعة بين التأثير الإيجابي للديون (الوفورات الضريبية) والتأثير السلبي للديون (تكلفة الافلاس)، وقد أطلق على تلك النظرية بنظرية التوازن *La théorie de compromis*، حيث عرفت تلك النظرية مرحلتين إذ تم الأخذ في المرحلة الأولى محصلة التوازن بين الوفورات الضريبية وتكلفة الافلاس أما في المرحلة الثانية فقد تم ادخال تكلفة الوكالة على النموذج الأول.

### الفرع الأول : تكلفة الإفلاس

يسمح لجوء المؤسسة لتمويل احتياجاتها المالية باستخدام الديون بتحقيق وفورات ضريبية تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، غير أن الإفراط في اللجوء إلى الاستدانة يمكن أن يؤدي بالمؤسسة إلى زيادة تعرضها إلى مخاطر الافلاس نتيجة عدم القدرة على تسديد الفوائد وأقساط القروض عند تاريخ الاستحقاق بسبب احتمال عدم كفاية العوائد المستقبلية لتسديد مستحقات الديون.

وفي هذا الصدد أشار *Malécot (1984)* إلى أن الافلاس الذي قد يتعرض له المؤسسة يتضمن تكاليف تم الاصطلاح على تسميتها تكاليف الافلاس، حيث ميز *Malécot (1984)* بين تكاليف الافلاس المباشرة وتكاليف الافلاس غير المباشرة<sup>1</sup>:

- تكاليف الإفلاس المباشرة : تتضمن التكاليف المرتبطة مباشرة بعملية التصفية مثل التكاليف الإدارية والقانونية المتعلقة بتصفية المؤسسة.
- تكاليف الإفلاس غير المباشرة : تشمل الانخفاض المتوقع للمبيعات والذي يرجع إلى شكوك العملاء ومدى الوثوق بالمؤسسة كمورد دائم، انخفاض الأرباح نتيجة انخفاض الكفاءة والأداء قبل حدوث الإفلاس، إضافة إلى صعوبة الحصول على ائتمان تجاري من طرف الموردين.

إن ظهور تكاليف الإفلاس كتأثير سلبي للديون سوف يؤدي بالدائنين من البداية إلى رفع معدل الفائدة على السندات والقروض وذلك لحماية أنفسهم من مخاطر الافلاس عند حدوثه، وبالتالي نقل تكاليف الإفلاس إلى المساهمين، وهو ما يؤدي كذلك بهؤلاء المساهمين إلى المطالبة بمعدل عائد مطلوب أعلى لتعويضهم على تلك التكاليف.

يتبين مما سبق أن لجوء المؤسسة للاستدانة لتمويل احتياجاتها المالية يحقق وفورات ضريبية تؤدي إلى تخفيض التكلفة الحقيقية للديون وبالتالي انخفاض تكلفة رأس المال وارتفاع قيمة المؤسسة، غير أن زيادة نسبة الاستدانة بعد مستوى معين قد يؤدي إلى تزايد مخاطر الإفلاس، مما ينتج عنه ارتفاع معدل الفائدة على الديون

<sup>1</sup>Mélanie Croquet, Anne Heldenbergh, Structure financière de l'entreprise : nouvelles perspectives, Larcier-De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2008, P49.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

وبالتالي ارتفاع معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال وانخفاض قيمة المؤسسة.

وفي هذا الصدد أشار Baxter (1967) أن الهيكل المالي الأمثل يتحدد من خلال الموازنة (المراجعة) بين المزايا الحدية (الوفورات الضريبية) والتكاليف الحدية (تكاليف الافلاس) للديون.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : تكلفة الوكالة

ظهرت تكلفة الوكالة نتيجة إسقاط Jensen et Meckling (1976) افتراض تماثل دالة الهدف بالنسبة لكل من المسيرين والملاك والدائنين، وقد توصل الباحثان كما سبقت الإشارة إليه إلى وجود نوعين من تضارب المصالح : تضارب المصالح بين المسيرين والملاك من جهة وتضارب المصالح بين الملاك والدائنين من جهة أخرى.

#### 1- تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين (تكلفة الوكالة لحقوق الملكية)

يحدث تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين بسبب الملكية الجزئية للمؤسسة، حيث يملك المسيرون نسبة تقل عن 100% من أسهم المؤسسة، كما لا يحصل المساهمون على الأرباح الكلية المحققة في حين يتحملون كل التكاليف الناجمة عن استغلال المسيرين لسلاطهم في زيادة منافعهم الشخصية وهو ما يعرف بمشكلة المخاطرة الأخلاقية،<sup>2</sup> أي إمكانية تعرض المساهمين للخسارة بسبب أخلاق وتصرفات المسيرين.

وحتى في حالة قدرة المساهمين على رقابة أداء المسيرين بشكل مباشر والتحقق من نتائج قراراتهم، قد تشأ مشكلة أخرى وتعرف بمشكلة الاختيار العكسي بسبب عدم تماثل المعلومات المتاحة لكل من المسيرين والمساهمين، مثل احتفاظ المسيرين ببعض المعلومات الخاصة أو الداخلية، وفي هذه الحالة لا يستطيع الملاك تحديد ما إذا كان المسيرين يقومون بالاختيار السليم أو لا عند اتخاذ القرارات المالية وبما يحقق مصالح المساهمين وخصوصا عندما يتعلق الأمر باختيار المشاريع الاستثمارية.

لكي يتحقق المساهمون من أن المسيرين يعملون على تحقيق مصالحهم (تعظيم ثروتهم) فإنهم يتحملون في سبيل ذلك تكاليف يطلق عليها تكاليف الوكالة لحقوق الملكية، من بين تلك التكاليف والتي تم التطرق إليها سابقا نجد تكاليف المراقبة، تكاليف الالتزام والخسارة المتبقية.<sup>3</sup>

- تكاليف المراقبة : وهي التكاليف التي يتحملها المساهمون من أجل التأكد من أن جهود المسيرين تتوافق مع مصالحهم.

<sup>1</sup>Ziane Ydriss, La structure d'endettement des petites et moyennes entreprises Françaises: une étude sur donnes de panel, Revue Internationale PME, Vol. 17, N°. 1, 2004, P3.

<sup>2</sup>Milton Harris, Artur Raviv, The theory of capital structure, Journal Of Finance, Vol. 46, N°. 1, March,1991, P300.

<sup>3</sup>Salah Eddine Kartobi, Op.Cit, P66.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

- تكاليف الالتزام : وهي التكاليف التي يتحملها المسيريون من أجل إقناع المساهمين أنهم يعملون لمصلحتهم.
  - التكاليف المتبقية : تنتج هذه التكاليف من رغبة المسيرين والمساهمين في الحد من خسارة القيمة نتيجة القرارات غير المثلى التي يتخذها المسيريون، وذلك أن خسارة القيمة تلك لا يمكن القضاء عليها تماما، حيث أنه عند مستوى معين من الرقابة فإن التكاليف الحدية للرقابة تتجاوز الإيرادات الحدية لعملية الرقابة.
- يتضح مما سبق أن التمويل بالأموال الخاصة يعتبر مصدرا لتكاليف الوكالة لحقوق الملكية (الأموال الخاصة) نتيجة للفصل بين الملكية والتسيير.
- أشار Jensen et Meckling (1976) إلى أن زيادة نسبة ملكية المسيرين في أسهم المؤسسة وكذلك زيادة نسبة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة يتوقع أن تخفف من حدة تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين وبالتالي تخفيض تكلفة الوكالة لحقوق الملكية.<sup>1</sup>
- كذلك أكد Jensen (1986) أن التمويل بالديون من شأنه إلزام المؤسسة بمدفوعات نقدية لخدمة الدين (الفوائد وأقساط القروض)، مما يؤدي إلى تقليل التدفق النقدي الحر Frés cash flow المتاح للمسيرين والذي قد يستخدمونه في الإنفاق على المنافع الشخصية، وعليه تتمثل منفعة التمويل بالديون في تخفيض حدة الصراع بين المسيرين والمساهمين.<sup>2</sup>
- كما أن التمويل عن طريق الديون يزيد من احتمال تعرض المؤسسة لخطر الإفلاس، وبالتالي فقدان المسيرين لسمعتهم ومناصبهم، وهو ما يدفع بالمسيرين لبذل المزيد من الجهد وتقليل الإنفاق على المنافع الشخصية والعمل على تحقيق مصلحة المساهمين من أجل تخفيض احتمال حدوث الإفلاس.
- كذلك اللجوء إلى الاستدانة وخصوصا عن طريق البنك من شأنه أن يرفع مستوى الرقابة من طرف البنك (الدائنين) على تصرفات المسيرين، كما أن تسديد أقساط القرض والفوائد في الآجال المحددة يخفض من احتمال مشكلة قصور الاستثمار من طرف المسيرين وبالتالي تخفيض مستوى التدفق النقدي الحر.<sup>3</sup>
- إذا كانت الديون (الاستدانة) تسمح بتقليل تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين وبالتالي تقليل تكلفة الوكالة لحقوق الملكية (الأموال الخاصة)، إلا أن تلك الديون تعد مصدرا آخر لتضارب المصالح بين المساهمين والدائنين وبالتالي مصدر لتكاليف وكالة أخرى.

<sup>1</sup>Michael C. Jensen, William H. Meckling, Op.Cit, P334.

<sup>2</sup>Michael C. Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, Op.Cit, P 324.

<sup>3</sup>Ziane Ydriss, Op.Cit, P5.

## 2- تضارب المصالح بين المساهمين والدائنين (تكاليف الوكالة للديون)

يحدث تضارب المصالح بين المساهمين والدائنين بسبب مشكلة عدم تماثل المعلومات خلال فترة التعاقد بينهما أو حتى قبل إبرام عقد الافتراض، حيث تطرح نوعية المشاريع الاستثمارية التي سوف يتم تمويلها باستخدام الديون مشكلة الاختيار العكسي *Sélection adverse*<sup>1</sup>، فالمساهمون من الممكن أن يكون لهم حافز لاستخدام أموال الدائنين (القروض) في تمويل مشاريع استثمارية أكثر مخاطرة بهدف تعظيم مردودية الاستثمار، وهو ما يسمح بنقل الثروة من الدائنين إلى المساهمين أو ما يعرف بمشكلة استبدال الأصول *Substitution d'actifs*.

وقد أشار *Jensen et Meckling (1976)* إلى أن مشكلة استبدال الأصول تحدث بسبب اختلاف تفضيلات المخاطرة بين المساهمين والدائنين، إضافة إلى عدم تماثل (تناظر) المعلومات بينهما *L'asymétrie d'information* يؤدي بالمساهمين إلى محاولة استنزاف ثروة الدائنين عن طريق استخدام أموال الديون في تمويل مشاريع استثمارية أكثر مخاطرة من التي سبق الاتفاق عليها وذلك لتحقيق عائد أعلى، الأمر الذي يضر بمصلحة الدائنين عند فشل تلك المشاريع الاستثمارية.<sup>2</sup>

كما أشار *Jensen et Meckling (1976)* إلى أن الدائنين مدركون لدوافع المساهمين لذلك سوف يراقبونها فتكون هناك تكلفة تقييد، كما يطلبون من البداية أسعار فائدة أعلى على ديونهم من التي يتم طلبها في المعتاد، وقد يضعون شروط مقيدة في عقود الديون (عند التعاقد) لضمان حقوقهم وهذه هي تكلفة الوكالة للديون التي يمكن أن تتحملها المؤسسة عند استخدام الديون.<sup>3</sup>

وقد أضاف *Myers (1977)* سببا آخر لتضارب المصالح بين المساهمين والدائنين والذي يمكن أن يكون مصدر آخر لتكاليف الوكالة للديون وهو ما يعرف بمشكلة قصور الاستثمار أو الاستثمار أقل مما يجب *Sous investissement*.

حيث أشار *Myers (1977)* في نظرية الاستثمار أقل مما يجب أن مساهموا المؤسسة المستدينة بإمكانهم رفض المشاريع الاستثمارية ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة ( $VAN > 0$ ) إذا كانت أرباح تلك المشاريع سوف تذهب إلى الدائنين (البنوك، حملة السندات)، ففي حالة عدم لجوء المؤسسة لتمويل بالديون فإن المساهمين يقبلون بأي مشروع استثماري يحقق قيمة حالية صافية موجبة ( $VAN > 0$ )، غير أنه في حالة اللجوء إلى التمويل بالديون فإن الملاك (المساهمين) يقبلون فقط المشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية أكبر من قيمة الديون، وبالتالي فإن وجود الديون بالهيكل المالي للمؤسسة من شأنه أن يؤدي إلى رفض المساهمين لأي مشروع استثماري حتى ولو أعطى

<sup>1</sup>Idem.

<sup>2</sup>Michael C. Jensen, William H. Meckling, Op.Cit, P342.

<sup>3</sup>Idem.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

صافي قيمة حالية أقل من قيمة الديون، ونظرا إلى أن الدائنين مدركون لدوافع المساهمين ولحماية أنفسهم من زيادة احتمال التوقف عن السداد فإنهم سوف يطلبون من البداية معدل فائدة أعلى على ديونهم مما يعني تحمل المساهمين في النهاية لهذه الزيادة والتي تعرف بتكلفة الوكالة للديون.<sup>1</sup>

إذا كانت الديون (الاستدانة) تعد بمثابة آلية لتقليل تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين، غير أنها تعد كذلك بمثابة مصدر لتضارب المصالح بين المساهمين والدائنين والذي ينتج عنه تكاليف وكالة للديون، وعليه فإن الهيكل المالي الأمثل يتحدد من خلال المراجعة بين مزايا التمويل بالديون (تخفيض تكاليف الوكالة بين المساهمين والمسيرين) وتكاليف الوكالة للديون.<sup>2</sup>

إن أهم ما يعاب على نظرية الوكالة عند تحديدها للهيكل المالي الأمثل إهمالها لتأثير الوفورات الضريبية وتكاليف الإفلاس عند اللجوء إلى الديون (الاستدانة)، لذلك فإن الأخذ بعين الاعتبار الضرائب، مخاطر الإفلاس وتضارب المصالح بين مختلف الأطراف الفاعلة في المؤسسة (مسيرين، مساهمين، دائنين) أدى إلى ظهور شكل آخر لنظرية التوازن *La théorie de compromis* والتي تفترض وجود معدل تمويل أمثل يتحدد من خلال المراجعة بين مزايا وتكاليف التمويل بالديون.<sup>3</sup>

حسب هذه النظرية يتحدد الهيكل المالي الأمثل (نسبة الاستدانة المثلى) من خلال المراجعة بين المزايا الحدية للوفورات الضريبية الناتجة عن اللجوء للتمويل بواسطة الديون (الاقتصاد في الضريبة) والمزايا الحدية لتخفيض تكاليف الوكالة لحقوق الملكية (الأموال الخاصة) والتكاليف الحدية للإفلاس المصاحبة للتمويل بالديون والتكاليف الحدية للارتفاع في تكاليف الوكالة للديون.<sup>4</sup>

والشكل التالي يوضح الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية التوازن.

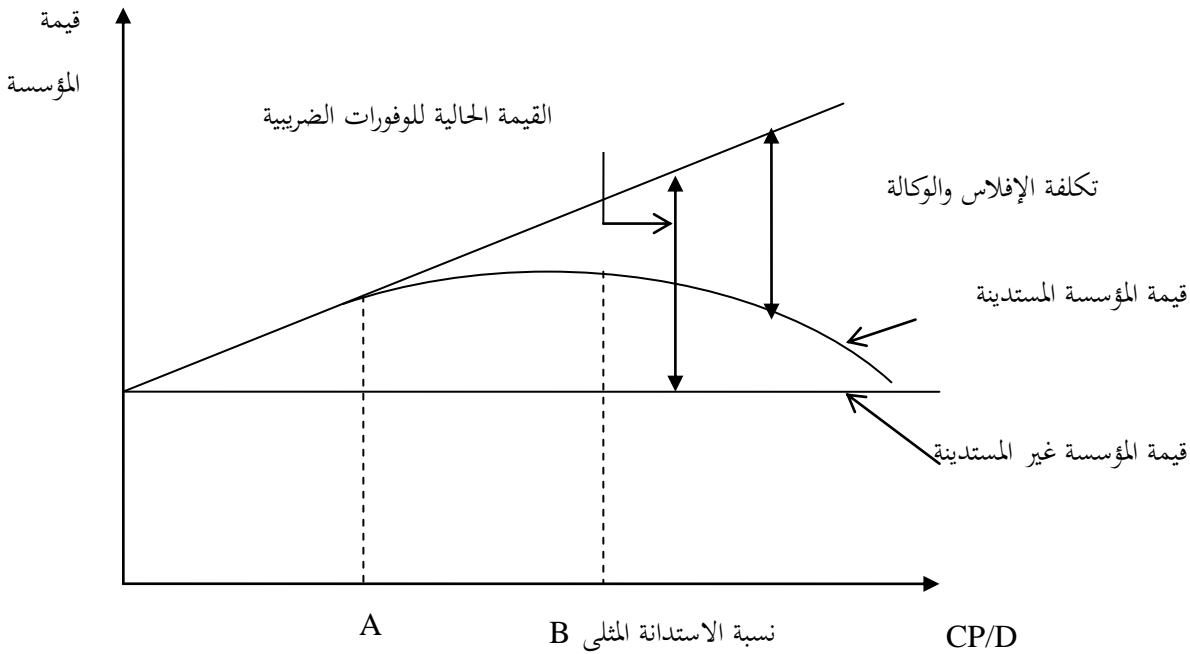
<sup>1</sup>Stewart C. Myers, Determinants of corporate borrowing, Op.Cit, P162.

<sup>2</sup>نور زغود، مرجع سبق ذكره، ص 97.

<sup>3</sup>Ziane Ydriss, Op.Cit, P7.

<sup>4</sup>Mélanie Croquet, Anne Heldenbergh, Op.Cit, P60.

الشكل رقم (4.2) : القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية التوازن



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 219.

يتضح من خلال الشكل أن ارتفاع نسبة الديون بالهيكل المالي تؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة نتيجة لتأثير الوفورات الضريبية (الاقتصاد في الضريبة) وذلك إلى غاية النقطة A وبعد تلك النقطة تظهر تكلفة الإفلاس والوكالة المصاحبة لزيادة الإفراط في الديون، ولأن خلال هذه المرحلة قيمة الوفورات الضريبية أكبر من محصلة تكلفة الإفلاس والوكالة تستمر قيمة المؤسسة بالارتفاع بمعدل متناقص إلى غاية التساوي بين قيمة الوفورات الضريبية وتكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس أي النقطة B بعدها تصبح محصلة تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة أكبر من قيمة الوفورات الضريبية لذلك تنخفض قيمة المؤسسة، وعليه تعتبر نظرية التوازن أن النقطة B بمثابة معدل الاستدانة الأمثل وتكون عندها قيمة المؤسسة في حدها الأقصى.

نخلص مما سبق أن نظرية التوازن La théorie de compromis تشبه المقاربة التقليدية للهيكل المالي من حيث وجود معدل أمثل للاستدانة بعده تنخفض قيمة المؤسسة، خلافا لنموذج Modigliani et Miller (1963) الذي يفترض أن قيمة المؤسسة تستمر بالارتفاع مع كل زيادة لنسبة الاستدانة وذلك نتيجة للوفورات الضريبية.

## المطلب الرابع : النظريات الحديثة للهيكل المالي les nouvelles théories de la structure financière

عرفت نظرية الهيكل المالي ونتيجة لإدراج حالة عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمستثمرين ظهور نظريات حديثة وهي : نظرية الإشارة، نظرية التمويل التسلسلي لمصادر التمويل (نظرية الالتقاط التدريجي) ونظرية توقيت السوق.

### الفرع الأول : نظرية الإشارة La théorie du signal

ترتكز هذه النظرية على فرضية عدم تماثل المعلومات L'asymétrie de l'information التي تميز الأسواق المالية، إذ يملك المسكرون معلومات أفضل من المستثمرين الخارجين عن أداء المؤسسة والفرص الاستثمارية المتاحة لها، كما أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تشير إلى إمكانية المسيرين في المؤسسات ذات الأداء الجيد إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات ذات المستوى الأقل أداء، وخاصة هذه الإشارات أنها صعبة التقليد من طرف المؤسسات الضعيفة الأداء.<sup>1</sup>

نشير في هذا الصدد إلى أن المسيرين يستخدمون العديد من الإشارات لإعلام المستثمرين الخارجين عن مستوى أداء المؤسسة من بين تلك الإشارات نذكر : الهيكل المالي، سياسة توزيعات الأرباح أو اللجوء إلى الأوراق المالية المعقدة (المركبة) ... الخ.

تقترح نظرية الإشارة نموذجاً يرتكز على استخدام الهيكل المالي للمؤسسة من أجل إرسال إشارات إلى المستثمرين الخارجين في السوق المالي تعكس نوعية وقيمة المؤسسة، من بين تلك الإشارات المستخدمة نجد نسبة الاستدانة بالهيكل المالي (نموذج Ross 1977) وحصّة رأس المال المملوك بواسطة المسيرين (نموذج Leland 1977 et Pyle).

#### 1. نموذج Ross (1977)

يعد Ross (1977) أول من استخدم نظرية الإشارة لتحليل الهيكل المالي للمؤسسة، حيث قدم Ross (1977) نموذجاً يشير من خلاله إلى أن المسيرين بإمكانهم استخدام الديون من أجل إرسال إشارات إلى المستثمرين الخارجين في السوق المالي تخص نوعية المؤسسة، ويقوم نموذج Ross (1977) على الافتراضات التالية:<sup>2</sup>

- أسواق رأس المال هي أسواق كاملة، عدم وجود تكاليف الصفقات والضرائب.

<sup>1</sup>Samira Rifki, Abdessadeq Sadq, Op.Cit, P18.

<sup>2</sup>Stephen A. Ross, The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach, The Bell Journal of Economics, Vol. 8, N° 1, 1977, PP25-28.

- عدم وجود تكاليف الوكالة.
- تتميز الأسواق المالية بعدم تماثل المعلومات.
- المسيريون على علم بشكل توزيعات الأرباح المستقبلية بخلاف المستثمرين .
- المستثمرون الخارجيون محايدون للمخاطر.

وبالتالي حسب نموذج Ross (1977) ينظر المستثمرون الخارجيون لإصدار الديون من طرف المؤسسة كإشارة على ارتفاع مستوى أداء المؤسسة،<sup>1</sup> فحسب نظرهم أن المسيرين لا يلجأون للتمويل بمزيد من الديون إلا إذا كانت الأرباح المستقبلية للمؤسسة لها قدرة على تسديد الفوائد وأقساط القروض، لأنه في الحالة العكسية يمكن أن يؤدي اللجوء لإصدار الديون إلى حالة إفلاس المؤسسة وبالتالي فقدان المسيرين لمناصبهم.

وعليه خلص Ross (1977) لوجود علاقة إيجابية بين قيمة المؤسسة ونسبة الديون بالهيكل المالي للمؤسسة، كذلك ونظرا لارتفاع مستوى التكاليف الحدية المتوقعة للإفلاس في المؤسسات الأحسن أداء عند أي مستوى للديون فإن مسيري المؤسسات الأقل أداء لا يمكنهم تقليد المؤسسات الأحسن أداء بإصدار المزيد من الديون.<sup>2</sup>

## 2. نموذج Leland et Pyle (1977)

أشار Leland et Pyle (1977) إلى أن المسيرين بإمكانهم استخدام نسبة ملكيتهم لرأس المال المؤسسة لإرسال إشارات إلى السوق المالي تخص مستوى أداء وقيمة المؤسسة، فقد خلص الباحثان إلى وجود علاقة إيجابية بين قيمة المؤسسة ونسبة رأس المال المملوك بواسطة المسيرين، وتفسير ذلك أن المسيرين لديهم معلومات بخصوص التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، ومن منظور التنوع لتقليل المخاطر المالية فإن المسيرين لا يحتفظون بنسبة ملكية كبيرة لرأس المال إلا إذا كانوا يتوقعون تحقيق المؤسسة لتدفقات نقدية مستقبلية عالية.<sup>3</sup>

وبالتالي حسب هذا النموذج فإن لجوء المسيرين إلى الاستدانة وعدم إصدار المزيد من الأسهم بهدف الاحتفاظ بنسبة ملكية عالية من الأسهم يكون بمثابة إشارة على أن المؤسسة ذات مردودية عالية.<sup>4</sup>

## الفرع الثاني : نظرية التمويل التسلسلي (نظرية الالتقاط التدريجي) la théorie de financement hiérarchique

تعد نظرية الالتقاط التدريجي من أحدث النظريات التي تفسر السلوك التمويلي للمؤسسة والتي ظهرت على يد Donaldson (1961)، الذي لاحظ من خلال الدراسة التي قام بها على عينة من المؤسسات

<sup>1</sup> تير زغود، مرجع سبق ذكره، ص 102.

<sup>2</sup>Ibid, P37.

<sup>3</sup>Mélanie Croquet, Anne Heldenbergh, Op.Cit, P65.

<sup>4</sup>Salah Eddine Kartobi, P91.



الأمريكية أن المؤسسات هناك تفضل المصادر الداخلية للتمويل، وأنها لا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي غير كاف، وحينئذ لا يكون ذلك على حساب التوزيعات التي تظل ثابتة، وأن المؤسسات في حالة احتياجها لتمويل خارجي تبدأ بإصدار ديون خالية من الخطر ثم أسهم ممتازة أو سندات قابلة للتحويل، ولا تلجأ إلى إصدار أسهم عادية إلا كملاذ أخير،<sup>1</sup> غير أن Donaldson (1961) لم يستطيع في ذلك الوقت تفسير ذلك السلوك التمويلي للمؤسسات.

### 1- نموذج Myers et Majluf (1984) و Myers (1984)

أطلق Myers (1984) على السلوك التمويلي الذي لاحظته Donaldson (1961) التمويل التسلسلي لمصادر التمويل، ولاحظ أن ذلك السلوك لا يتفق مع النماذج النظرية السابقة سواء الخاصة بعدم ارتباط قيمة المؤسسة بهيكل التمويل أو هيكل التمويل الأمثل (نظرية التوازن).<sup>2</sup>

طور بعد ذلك Myers (1984) و Myers et Majluf (1984) نظرية التمويل التسلسلي (الالتقاط التدريجي) لمصادر التمويل، حيث يفترض حسب هذه النظرية أن المؤسسة تلجأ عند تمويل الاستثمارات الجديدة إلى المصادر الداخلية (التمويل الذاتي) ثم الديون الأقل مخاطرة وفي النهاية إصدار أسهم عادية.

يفترض Myers et Majluf (1984) وجود عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمستثمرين الخارجين بخصوص الفرص الاستثمارية المتاحة، الحصول على المعلومات يعتبر مكلفاً، والمسيريون يعملون لمصلحة المساهمين القدامى (الحاليين).<sup>3</sup>

بناءً على الافتراضات السابقة حاول Myers et Majluf (1984) الإجابة عن الاسئلة التالية : لماذا تنخفض أسعار الأسهم في المتوسط عند إعلان المؤسسات عن إصدار أسهم عادية جديدة في حالة ما إذا كان لدى المسيرين معلومات بشأن قيمة أصول المؤسسة والفرص الاستثمارية غير متاحة للمستثمرين الخارجين؟ ولماذا يعتبر تأثير إصدارات الديون على السعر أقل من إصدارات الأسهم العادية.<sup>4</sup>

يتوقع Myers et Majluf (1984) أن يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى تقييم الأسهم العادية للمؤسسة على نحو خاطئ من قبل السوق وذلك بسبب الإشارات المالية التي يبعتها إصدار أسهم جديدة.

فقد أشار Myers et Majluf (1984) إلى أن إصدار أسهم جديدة يؤدي إلى إرسال إشارات سلبية على أن القيمة السوقية فيها مغالاة (surévaluées) وهو ما يعني انتقالاً ضمنياً للثروة من المساهمين الجدد إلى المساهمين القدامى، كما يعد في حد ذاته أمراً مشجعاً على قرار إصدار أسهم جديدة (رفع رأس المال)، ولما كان

<sup>1</sup> محمد عبده محمد مصطفى، نحو نظرية لتفسير السلوك التمويلي للشركات في مصر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عين شمس، مصر، 1998، ص 79.

<sup>2</sup> Stewart C. Myers, The Capital Structure Puzzle, Journal of Finance, Vol. 39, N° 3, 1984, P581.

<sup>3</sup> Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of Financial Economics, Vol. 13, 1984, P189.

<sup>4</sup> Ibid, P188.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

المستثمرون الجدد يدركون أن المسيرين يعملون لمصلحة المساهمين القدامى فإن تفسيرهم لقرار الإدارة إصدار أسهم جديدة هو أنها تهدف إلى استغلالهم لصالح المساهمين القدامى، ولذلك فإنهم لن يقدموا على شراء تلك الأسهم إلا بسعر أقل مما هي عليه وهو ما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهم المؤسسة.<sup>1</sup>

وعليه خلص Myers et Majluf (1984) إلى أن المسيرين إذا كانت لهم معلومات داخلية تدفعهم للعمل لمصلحة المساهمين الحاليين (القدامى) فإنهم سوف يمتنعون عن إصدار أسهم عادية جديدة (لأن إصدار الأسهم في هذه الحالة ينقل أخبارا سيئة إلى السوق المالية)، وبإمكانهم تمويل المشروع الجديد من خلال إصدار أوراق مالية لا تتأثر بدرجة كبيرة من قبل السوق المالية مثل مصادر الأموال الداخلية (التمويل الذاتي) أو الديون الخالية من الخطر أو حتى الديون الخطرة على اعتبار أنها أقل تأثرا بالسوق المالية بالمقارنة بالأسهم العادية.<sup>2</sup>

وقد أطلق Myers (1984) على ذلك نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل أو نظريات التمويل التسلسلي، حيث يفترض أن المؤسسة تلجأ عند تمويل الاستثمارات الجديدة إلى المصادر الداخلية (التمويل الذاتي) ثم الديون الأقل مخاطرة ثم الديون الخطرة وفي النهاية إصدار أسهم عادية.<sup>3</sup>

### 2- نموذج Williamson (1988)

يقوم هذا النموذج على افتراض أن أطراف العقد (المساهمين، المسيرين، الدائنين) ذو رشادة محدودة *la rationalité limitée* (لهم قدرة محدودة على التفكير والحساب)، وأن هؤلاء المتعاقدين يغيرون من سلوكهم حسب مصلحتهم (فائدتهم)، حيث بعد إمضاء العقد يمكن لهذا السلوك أن ينتج عنه تعديلات بعدية وبشكل دائم حتى يمكن لهذه العلاقة التعاقدية أن تستمر على المدى لطويل، عندما يتعلق الأمر بعقد تمويل فإن الديون ورفع رأس المال لا تعد مجرد مصادر تمويل وإنما وسيلة لتحقيق هذه التعديلات.<sup>4</sup>

بالتالي حسب Williamson (1988) فإن درجة خصوصية *spécificité* الأصل الاقتصادي المراد تمويله تلعب دورا كبيرا في اختيار مصدر التمويل المناسب، فعندما يتعلق الأمر بتمويل أصل غير خاص فإنه يفضل اللجوء إلى الاستدانة لأن احتمال القيام بتعديلات بعدية يكون قليل جدا، وذلك بسبب أن الاستثمار الممول يحقق عوائد منتظرة بشكل منتظم وفي تواريخ محددة، كما أن ذلك يشجع الدائنين على المشاركة في تمويله وفي حالة الافلاس يمكن بيع ذلك الأصل بسعر جيد، على العكس من عندما يتعلق الأمر بتمويل أصل خاص (أصل له استخدامات قليلة من طرف قلة من المؤسسات وليس له سوق ثانوي متطور) لا بد أن يكون محل عقد غير تام بين المؤسسة والممولين حتى يسمح بإجراء تعديلات لاحقا باعتبار أن المشروع لا يحقق العوائد المنتظرة في الآجال

<sup>1</sup>Ibid, PP209-210.

<sup>2</sup>Ibid, P220.

<sup>3</sup>Stewart C. Myers, The Capital Structure Puzzle, Op.Cit, PP589-590.

<sup>4</sup>تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 106.

المحددة له، فاللجوء إلى زيادة رأس المال (عن طريق إصدار أسهم وبجزم قليل) يكون أكثر فعالية من الاستدانة من أجل القيام بهذه التعديلات على العقد.

### الفرع الثالث : نظرية توقيت السوق La Théorie du Market Timing

يعد الباحثان Baker et Wurgler أول من أشارا إلى نظرية توقيت السوق سنة 2002 والتي تقوم على فكرة أن قرار اختيار مصدر التمويل المناسب يعتمد على ظروف السوق الملائمة، وقد خلصت هذه النظرية أن المؤسسة تلجأ إلى إصدار أسهم لتمويل احتياجاتها في التوقيت الذي تكون فيه أسعار أسهمها مقيمة بقيمتها الحقيقية أو بأعلى من قيمتها الحقيقية، في حين أن المؤسسة تلجأ إلى الاقتراض لتمويل نشاطاتها في الحالة التي تكون فيها أسهم المؤسسة مقيمة بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية،<sup>1</sup> وكما هو الحال في نظرية التوازن ونظرية الالتقاط التدريجي لا تقترح هذه النظرية وجود هيكل مالي أمثل.

كما خلصت الدراسة التي قام بها كل من Baker et Wurgler (2002) على المؤسسات الأمريكية أن تأثير توقيت السوق على الرافعة المالية يمتد إلى ما بعد العشر سنين، كما أشارا أيضا أن هيكل رأس المال الحالي له ارتباط وثيق بالقيم السوقية الماضية، وأن لقرارات إصدار الأسهم تأثيرات طويلة الأجل لاحقا على هيكل رأس المال.<sup>2</sup>

### المبحث الثالث : الأداء المالي ومؤشرات قياسه

يخظى موضوع الأداء المالي بأهمية بالغة بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية، لذلك نال اهتمام عدد كبير من الباحثين في مجال علوم التسيير، وهذا من منطلق أن قياس وتقييم الأداء المالي يسمح بمقارنة الأداء الفعلي لأنشطة المؤسسة من خلال مؤشرات محددة لتحديد الانحرافات عن الأهداف المسطرة مسبقا.

ولقياس الأداء المالي يواجه المسيرون إشكالية اختيار وانتقاء المؤشرات والتي هي بطبيعة الحال كثيرة، فنجاح عملية التقييم المالي للمؤسسة يعتمد أساسا على قدرة المقيمين على اختيار أفضل وأحسن المؤشرات التي تعكس الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة، ولقد شهدت هذه المؤشرات تطور عبر الزمن لمسايرة تطور أهداف المؤسسة، فبعد أن كانت المؤسسة الاقتصادية تسعى إلى تحقيق هدف الربح تطور بعد ذلك ليشمل هدف النمو والبقاء، وحديثا أصبح اهتمام المؤسسات بتحقيق هدف خلق القيمة.

لذلك سوف نحاول من خلال هذا المبحث التعرف على مفهوم الأداء بشكل عام والأداء المالي خصوصا وأهم مؤشرات قياسه التقليدية والحديثة.

<sup>1</sup>Salah Eddine Kartobi, Op, Cit, P107.

<sup>2</sup>Salma Kasbi, Structure financière des entreprises : impact du market timing et de l'implication des banques dans la gouvernance des entreprises, Thèse de doctorat, Université Paris-Dauphine, Paris, France, 2009, P31.

## المطلب الأول : مفهوم الأداء

يعد الأداء مفهوما هاما لنسبة للمؤسسة باعتباره الدافع الأساسي لنشأتها، كما أن تحسينه أصبح ضرورة خاصة في ظل تسارع التغيرات البيئية واشتداد المنافسة في مختلف قطاعات الأنشطة الاقتصادية من أجل تحقيق أهدافها وضمان بقائها ونموها.

## الفرع الأول : تعريف أداء المؤسسة

يعتبر مصطلح الأداء من بين المصطلحات صعبة الإحاطة، والتحديد والتعريف الدقيق بشكل متفق عليه، ويرجع الاختلاف فيه إلى تباين وجهات نظر الباحثين.

كما أشار Voyer (1999) إلى أن الأداء مصطلح شامل ومتكامل ومن الصعب تحديد مفهوم دقيق له، وذلك بسبب تعدد أبعاد الأداء وأنه من أجل تحديد مفهوم للأداء لابد من تحديد لوجهات النظر (استخدام داخلي، العملاء) والأبعاد (البشرية، الاقتصادية، التشغيلية أو العملية).<sup>1</sup> وسوف نتطرق فيما يلي إلى عدد من التعريفات التي وردت بخصوص الأداء :

- تعريف الأداء حسب Miller et Bromily : ينظر هذان الكاتبان إلى الأداء على أنه "انعكاس لكيفية استخدام المؤسسة للموارد المالية والبشرية واستغلالها بكفاءة وفعالية بصورة تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها." نلاحظ من هذا التعريف أن الأداء هو حاصل تفاعل عنصرين أساسيين هما طريقة استعمال موارد المؤسسة (الكفاءة) والنتائج (الأهداف) المحققة من ذلك الاستخدام (الفعالية).<sup>2</sup>
  - تعريف الأداء حسب Bergeron (1999) : "الأداء عن عبارة عن إنجاز عمل وتنفيذه،"<sup>3</sup> حسب هذا المؤلف فإن الأداء يتكون من عنصرين : الأداء هو نتيجة لعمل والأداء بمثابة قياس لعملية الإنجاز.
  - تعريف الأداء حسب Bourguignon (2000) : "الأداء هو بمثابة إنجاز للأهداف التنظيمية، هذا الإنجاز يمكن أن يفهم بالمعنى الضيق (النتيجة أو النهاية) أو بمعنى الواسع أي الطريقة التي تؤدي إلى النتيجة (العمل أو النشاط)،"<sup>4</sup> حسب هذا التعريف فإن الأداء هو تحقيق للأهداف.
  - تعريف الأداء حسب Lorino (1997) : "الأداء هو تحسين الثنائية التكلفة - القيمة."<sup>5</sup>
- الأداء حسب هذا المؤلف يتمثل في تعظيم القيمة من خلال تعظيم نتيجة المؤسسة وتدنيه التكاليف.

<sup>1</sup>Pierre Voyer, Tableaux de bord de gestion et indicateurs de performance, 2<sup>ème</sup> édition, Presses de l'Université du Québec, Québec, Canada, 1999, P84.

<sup>2</sup>الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 07، 2009-2010، ص 218.

<sup>3</sup>Abdallah Boujlida, La performance financière des PME manufacturières : conceptualisation et mesure, mémoire présenté à comme exigence partielle de la maîtrise en gestion des PME et de leur environnement, Université du Québec à Trois-Rivières, Québec, Canada, 2002, P9.

<sup>4</sup>Angèle Renaud, Nicolas Berland, Mesure de la performance globale des entreprises, 2007, France, P4, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00544875>, consulté le 13/07/2016.

<sup>5</sup>Abdallah Boujlida, Op, Cit, P9.

- تعريف الأداء حسب Druker : ينظر إلى الأداء حسب هذا المؤلف على أنه "قدرة المؤسسة على الاستمرارية والبقاء محققة التوازن بين رضا المساهمين والعمال"، من هذا التعريف يتضح أن الأداء يعد مقياسا للحكم على مدى تحقيق المؤسسة لهدفها الرئيسي، وهو البقاء في سوقها واستمرارها في نشاطها في ظل التنافس، ومن ثم تتمكن المؤسسة من المحافظة على التوازن في مكافأة كل من المساهمين والعمال.<sup>1</sup>

من خلال التعريفات السابقة يمكن القول بأن الأداء هو تحقيق لأهداف المؤسسة.

## الفرع الثاني : مكونات الأداء

يشير الكثير من الباحثين إلى أن الكفاءة والفعالية هما المكونان الرئيسيان لمصطلح الأداء، أي أن المؤسسة التي تتميز بالأداء الجيد هي التي تجمع بين عاملي الكفاءة والفعالية في تسييرها وعليه سوف نحاول التطرق لهذين العنصرين :

### 1- الكفاءة Efficiency :

لا يوجد اتفاق بين الباحثين حول تعريف مصطلح الكفاءة والذي يتقاطع في كثير من الأحيان مع مصطلحات الإنتاجية، المردودية... إلخ، فهناك من عرف الكفاءة على "أنها القدرة على القيام بالعمل المطلوب بقليل من الإمكانيات والنشاط الكفء هو النشاط الأقل تكلفة".<sup>2</sup>

كما تم تعريف الكفاءة على أنها "الكيفية المثلى في استعمال الموارد المتاحة في عملية الإنتاج كما يمكن القول أن الكفاءة هي الانتفاع من الموارد المادية والبشرية المتاحة بأقل تكلفة ممكنة".<sup>3</sup>

وهناك من أشار إلى أن الكفاءة "تتمثل في العلاقة الاقتصادية بين الموارد المتاحة والنتائج المحققة من خلال تعظيم المخرجات على أساس كمية معينة من المدخلات".<sup>4</sup>

وعرف كل من Malo et Math الكفاءة "أنها تتمثل في العلاقة الاقتصادية بين الموارد المتاحة والنتائج المحققة، من خلال تعظيم المخرجات على أساس كمية معينة من المدخلات، أو تخفيض الكمية المستخدمة من المدخلات للوصول إلى حجم معين من المخرجات".<sup>5</sup>

<sup>1</sup> الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مرجع سبق ذكره، ص 218.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص 220.

<sup>3</sup> شوقي بوقبة، الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية دراسة تطبيقية مقارنة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة سطيف، الجزائر، 2011، ص 38.

<sup>4</sup> Racha Ghayad, Les facteurs déterminant de la performance globale des banques islamiques, Thèse de doctorat en sciences de gestion. Université de Caen, Caen, France, 2002, P 88.

<sup>5</sup> عبد الحميد بوخاري، علي بن ساحة، التحرير المالي وكفاءة الأداء المصرفي في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، يومي 22 و 23 نوفمبر 2011، ص 134.

وقد اقترح Voyer (1999) لقياس الكفاءة العلاقة التالية<sup>1</sup> :

$$\frac{\text{النتائج المحققة}}{\text{الموارد المستخدمة}} = \text{الكفاءة}$$

ويلاحظ أن التعريفات السابقة للكفاءة تركز على بعدين أساسيين يتضمنها المفهوم وهي: البعد المتعلق بالمدخلات متمثلاً في الاستخدام الأمثل للموارد ويتمثل البعد الثاني في العلاقة بين المدخلات والمخرجات حيث يفترض أن يؤدي الاستخدام الأمثل للموارد الى تحقيق أهداف المؤسسة، حيث تتحقق الكفاءة إذا تمكنت المؤسسة من إنتاج أكبر قدر ممكن من المخرجات باستخدام قدر محدد من المدخلات أو في حالة استخدام أقل قدر ممكن من المدخلات لإنتاج قدر معين من المخرجات.

## 2- الفعالية Efficacité :

عرف Bouquin (2008) الفعالية على أنها "قدرة المؤسسة على تحقيق الأهداف والغايات المنشودة"<sup>2</sup>

كما تم تعريف الفعالية على أنها "تلك العلاقة بين النتائج المحققة فعلاً والنتائج المقدرة وذلك من خلال قياس الانحراف."<sup>3</sup>

وقد اقترح Voyer (1999) لقياس الفعالية العلاقة التالية<sup>4</sup> :

$$\frac{\text{النتائج المحققة (الأهداف المحققة)}}{\text{النتائج المتوقعة (الأهداف المسطرة)}} = \text{الفعالية}$$

يتضح مما سبق الفعالية ترتبط بدرجة تحقيق الأهداف، أو هي عبارة عن مقارنة النتائج المحققة بالأهداف المحددة مسبقاً.

## الفرع الثالث : أبعاد الأداء

لقد اقتصر مفهوم الأداء ولفترة طويلة على البعد المالي، والذي يسعى لتحقيق المردودية المرجوة من طرف المساهمين، لكن في السنوات الأخيرة اتسع مفهوم الأداء ليشمل الأبعاد الاجتماعية والبيئية، كما ظهرت أطراف فاعلة أخرى (أصحاب المصلحة)، لذلك أصبحت مسؤولية المؤسسات لا تقتصر على تحقيق هدف المساهمين (المردودية) ولكن تشمل غيرهم من أصحاب المصلحة (الجمعيات والمنظمات غير حكومية، النقابات، العملاء، المورد، العمال.... الخ)، حيث أن الاهتمام هؤلاء الأطراف الجدد أصبح حيويًا لأداء واستدامة المؤسسات وهو

<sup>1</sup>Pierre Voyer, Op.Cit, P110.

<sup>2</sup>Henri Bouquin, Le contrôle de gestion, 8<sup>ème</sup> édition, Presses Universitaires de France, Paris, France, 2008, P75.

<sup>3</sup>شوقي بوقبة، مرجع سبق ذكره، 40.

<sup>4</sup>Pierre Voyer, Op.Cit, P113.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

ما يطلق عليه بالأداء الكلي للمؤسسة والذي يشتمل بالإضافة إلى الأداء المالي؛ الأداء الاجتماعي، الأداء التنظيمي، الأداء البشري، الأداء التكنولوجي.

### 1- الأداء المالي :

يرتبط الأداء المالي بالنتائج المحققة من طرف المؤسسة والتي تقدمها مصلحة المحاسبة، ويقاس الأداء المالي بالعديد من المؤشرات منها ما هو تقليدي ومنها ما هو حديث، يعرف الأداء المالي على أنه قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها المالية المتمثلة في خلق القيمة من خلال ضمان مستويات مردودية عالية.

### 2- الأداء الاجتماعي :

يعرف الأداء الاجتماعي للمؤسسة بأنه محصلة تقاطع الأبعاد الثلاثة التالية : مبادئ المسؤولية الاجتماعية، فلسفة الاستجابة للمشاكل الاجتماعية التي تحدث داخل المؤسسة، والمجالات الاجتماعية التي تشارك فيها المؤسسة،<sup>1</sup> لتقييم مستوى الأداء الاجتماعي تستخدم المعايير التالية<sup>2</sup>:

- طبيعة العلاقات الاجتماعية ونوعية اتخاذ القرارات الجماعية.
- مستوى رضا العاملين والذي يتم قياسه من خلال استطلاعات الرأي.
- درجة أهمية الصراعات والأزمات الاجتماعية (الإضرابات، الغيابات، حوادث العمل... الخ).
- معدل دوران ودرجة المشاركة في التظاهرات واجتماعات المؤسسة إضافة إلى الحوار مع لجان المؤسسة.

### 3- الأداء التنظيمي :

يقصد بالأداء التنظيمي طريقة وكيفية تنظيم المؤسسة (الهيكل التنظيمي) بغية تحقيق أهدافها.<sup>3</sup>

ولقد اقترح Kalika أربع معايير للفعالية التنظيمية<sup>4</sup>:

- احترام الهيكل التنظيمي الرسمي للمؤسسة : عدم احترام الهيكل المحدد من طرف إدارة المؤسسة يؤدي إلى خلل وظيفي داخل المؤسسة.
- العلاقات بين مصالح المؤسسة : لتقليل حدة الصراعات وتحقيق الكفاءة يعتبر من الضروري وجود تنسيق بين المصالح داخل المؤسسة.
- جودة تدفق المعلومات : يجب على المؤسسة تطوير نظم المعلومات حتى تسمح بالحصول على معلومات موثوقة وكاملة، حيث تعتبر هذه الأخيرة ضرورية لضمان التسيير الحسن للمؤسسة.

<sup>1</sup>Angèle Renaud, Nicolas Berland, Op, Cit, P8.

<sup>2</sup>Cherif Lahlou, Gouvernance des entreprises, Actionnariat et performances, La revue de l'économies & management, université de Tlemcen, N°7, Avril 2008, PP15-16.

<sup>3</sup>Landry Wonguin Goue, Analyse des déterminants de la performance d'une entreprise commerciale , 2014, P16. [http:// bibliotheque. cesag. sn /gestion/documents\\_numeriques/M0182DESAG14.pdf](http://bibliotheque.cesag.sn/gestion/documents_numeriques/M0182DESAG14.pdf), consulté le 20/ 08/2016.

<sup>4</sup>Cherif Lahlou, Op.Cit, P16.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

- مرونة الهيكل التنظيمي : قدرة الهيكل التنظيمي للمؤسسة على التغيير تعتبر عاملا رئيسيا للتكيف مع القيود البيئية.

### 4- الأداء البشري :

يعبر الأداء البشري عن مساهمة العمال في تحقيق أهداف المؤسسة، هذه المساهمة تكون من خلال فعالية العنصر البشري، القدرات الفردية، قدرة الأفراد على الابتكار داخل العملية الإنتاجية للمؤسسة، تقاس الفعالية البشرية بالعلاقة التالية<sup>1</sup> :

$$Eh=M \times C \times C$$

Eh: الفعالية البشرية.

M : الحافز للعمل والرغبة في تحقيق النجاح.

C : المهارات المهنية والتي تعتبر أساس الفعالية الفردية.

C : الثقافة، اللغة المشتركة، القيم المشتركة، تبادل المعارف والتي تعتبر شرطا أساسيا للفعالية الجماعية.

### 5- الأداء التكنولوجي :

يعرف الأداء التكنولوجي بأنه الاستخدام الفعال لموارد المؤسسة، درجة الابتكار في نظم التسيير وفي العملية الإنتاجية، إضافة إلى نوعية السلع والخدمات التي تنتجها المؤسسة.<sup>2</sup>  
يمكن قياس الأداء التكنولوجي من خلال عدة معايير منها<sup>3</sup> :

- الميزانية المخصصة للابتكار، التربصات والدورات التدريبية على الابتكار.
- استخدام وحدات التعليم الإلكتروني.
- التعديلات الدورية للتنظيم، واتخاذ إجراءات جديدة بهدف تطوير المشاريع والمؤسسة.

### المطلب الثاني : قياس الأداء المالي للمؤسسة

يعد موضوع تقييم الأداء المالي من المواضيع التي تكتسب أهمية كبيرة بالنسبة لأي مؤسسة اقتصادية مهما اختلفت طبيعة نشاطها، خاصة في ظل التنافس الكبير والمستمر بين المؤسسات في بيئة الأعمال للحصول على أكبر حصة سوقية ممكنة والتي تؤدي بدورها إلى تحقيق أرباح كبيرة والتي ستعكس بالتأكيد على ثروة أصحاب المؤسسة (الملاك)، وكذلك من أجل الحكم على القرارات المتخذة ذات العلاقة بنشاط المؤسسة، لذلك كان لزاما على المسيرين القيام بقياس الأداء المالي للمؤسسة.

<sup>1</sup>Landry Wonguin Goue, Op.Cit, PP17-18.

<sup>2</sup>Cherif Lahlou, Op.Cit, P17.

<sup>3</sup>Ibid.



## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

يعرف قياس الأداء المالي على أنه "قياس النتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء مؤشرات محددة سلفاً ومن ثم الحكم على مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية، وتحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على درجة الكفاءة."<sup>1</sup>

كما يمكن أن نعرف قياس الأداء المالي بأنه عملية حساب مؤشرات اعتماداً على الوثائق المالية التي تقدمها مصلحة المحاسبة بهدف إعطاء حكم على الوضعية المالية للمؤسسة.

يعد قياس الأداء المالي خطوة أولى لمرحلة تقييم الأداء المالي والذي هو عبارة عن عملية التأكد والتحقق من أن موارد المؤسسة قد استخدمت بكفاءة.

كذلك يسمح قياس الأداء المالي من الناحية الاستراتيجية بتشخيص لنقاط القوة والضعف، بحيث يساهم هذا التشخيص في بناء قرارات لإدارة أصول المؤسسة.

كما تتجلى أهمية قياس الأداء المالي في النقاط التالية :

- معرفة قدرة المؤسسة على توليد إيرادات وفوائض نقدية.
- يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات وفهم التفاعل بين البيانات المالية لاتخاذ القرار الملائم للمؤسسة.
- يساهم في تحسين وتطوير أداء المسؤولين من خلال مساعدتهم في اكتشاف جوانب الضعف والقصور في كفاءة العمال.
- قياس إنتاجية كل قسم من أقسام العملية الإنتاجية في المؤسسة.
- يمكن المستثمر من متابعة ومعرفة نشاط المؤسسة، كما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة ومدى تأثير مؤشرات الأداء المالي بذلك.

### المطلب الثالث : مؤشرات قياس الأداء المالي للمؤسسة

يتطلب قياس الأداء المالي الاعتماد على عدد من المؤشرات وسوف نتطرق فيما يلي لبعض هذه المؤشرات لكن نشير في البداية إلى مفهوم المؤشر.

يعد "المؤشر" Indicateur " كمصطلح يحمل العديد من الدلالات وهو مأخوذ من الفعل اللاتيني " Indicare، والذي يقابل Indiquer وهو يعني : دل وأشار وبين.

وقد تعددت تعريفات المؤشر حسب استخداماته نذكر من بين تلك التعريفات ما يلي :

<sup>1</sup> فيحاء عبد الله يعقوب، عماد عامر حسين، تفعيل مقاييس الأداء المالي على أساس القيمة وانعكاسها على أداء الشركات في ظل الحوكمة، مجلة دراسات محاسبية ومالية، جامعة بغداد، العراق، المجلد 09، العدد 26، 2014، ص 38.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

حسب المعجم الاقتصادي فإنه عبارة عن " مفهوم عام يبين ويخصص أداة للقياس، أو معيار لتحديد حالة ظاهرة في وقت محدد".<sup>1</sup>

كذلك تم تعريف المؤشر بأنه " عبارة عن معلومة تسمح وتساعد الفرد أو الجماعة على قيادة سيرورة العملية نحو الوصول إلى الأهداف، وبما يسمح بتقييم النتائج".<sup>2</sup>

من خلال التعريفين السابقين يمكن أن نعرف المؤشر على أنه أداة إحصائية تسمح بقياس ظاهرة ما، أما في مجال مالية المؤسسة يعتبر المؤشر بمثابة أداة لرقابة التسيير الذي يسمح بقياس مستوى الأداء المحقق.

تجدر الإشارة أن مؤشرات الأداء يجب أن تتصف ببعض الخصائص نذكر من بينها ما يلي<sup>3</sup>:

- الملاءمة : أي ارتباط المؤشرات بطريقة مباشرة ومنطقية بالأهداف الأساسية، أو بعبارة أخرى مدى قابلية المؤشر لتفسير الهدف من القياس، أي إن المعلومة التي يقدمها المؤشر تعكس بصورة دقيقة الظاهرة المدروسة، ولكي يكون المؤشر أكثر ملاءمة ودلالة (معنوية)، يجب أن يكون ذا موثوقية ولديه القدرة على الاستجابة، أي إن المعلومات التي يعكسها المؤشر دقيقة وصالحة للاستخدام وتعكس الهدف من القياس .
- الثبات : أي إن استخدام المؤشر في حالة استخدامه مرات عديدة، وفي نفس الظروف والشروط تكون نتائجه ثابتة (تخص أكثر الجوانب الكمية).
- الوضوح : أي إن المؤشر يعطي معلومات بطريقة يسهل على الجميع فهمها واستيعابها.
- المقارنة : الهدف من إعداد المؤشرات بصفة عامة، هو قابليتها للمقارنة بهدف الوقوف على ما تم التخطيط له وما تم الوصول إليه فعلا.
- الاستفادة : أي إعطاء المؤشرات والمقاييس معلومات ونتائج ذات قيمة.
- التوافق : أي أن يكون المؤشر متكاملا ومغطيا للجوانب المختلفة في الأداء.

عرفت مؤشرات قياس الأداء المالي تطورات عبر الزمن من حيث الشكل والنوع، فبعد أن كانت المؤشرات ذات طبيعة محاسبية ذات صلة بالمردودية والعوائد فقط تطورت إلى مؤشرات اقتصادية تأخذ بعين الاعتبار عامل التضخم والبعد الزمني للنقود.

في نفس السياق تداركت النظرية المالية أهمية ومدلول المؤشرات السوقية موازة مع المؤشرات الاقتصادية، لما تكتسبه هذه المؤشرات من قوة وتفسير للبيئة الاقتصادية والضوابط السوقية التي تحكم المؤسسة، الأمر الذي يفسر أن المؤشرات الاقتصادية والضوابط والوسائط الخارجية التي تواجهها المؤسسة في محيطها الخارجي ذات تأثير فعال

<sup>1</sup>Patrick Jaulent, Marie – Agnès Quarès, Pilotez vos performances, 2<sup>ème</sup> édition, Editions : Afnor, Paris, France, 2008, P4.

<sup>2</sup>Philippe Lorino, Méthodes et pratiques de la performance, 3<sup>ème</sup> édition, Éditions d'Organisation, Paris, France, 2003, P 148 .

<sup>3</sup>عادل بوجان، تأهيل الموارد البشرية لتحسين أداء المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص61.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

على مركزها الداخلي بالإضافة إلى الوسائط الداخلية ذات الصلة المباشرة بسوق البورصة والتي تتمثل في قيمة المؤسسة الناتجة عن الثروة المتراكمة.<sup>1</sup>

وعليه فإن مؤشرات الأداء المالي يمكن تصنيفها إلى مؤشرات محاسبية ومؤشرات اقتصادية<sup>2</sup>:

### الفرع الأول : المؤشرات المحاسبية

تعكس هذه المؤشرات أداء المؤسسة في الماضي، بمعنى أنها تحسب باستخدام البيانات المحاسبية التاريخية التي تم إعدادها بناء على مبدأ التكلفة التاريخية، بالرغم من ذلك فإن مؤشرات الأداء المحاسبية لازالت تحظى بالاستخدام واسع الانتشار كمقياس للأداء، من بين تلك المؤشرات نجد :

#### 1- المردودية الاقتصادية *La rentabilité économique* :

وهي عبارة عن معدل يفسر الأداء الصناعي والتجاري للمؤسسة بمعزل عن نمط التمويل (الأموال الخاصة أو الديون).<sup>3</sup>

كما تعتبر المردودية الاقتصادية عن النسبة بين النتيجة الاقتصادية للمؤسسة (نتيجة الاستغلال) وبين الأموال المستخدمة في تحقيق تلك النتيجة.<sup>4</sup>

وهي التي تحسب بالعلاقة التالية<sup>5</sup>:

$$Re = \frac{RE - (1 - IS)}{AE}$$

حيث :

Re : المردودية الاقتصادية.

RE : نتيجة الاستغلال.

IS : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

AE : الأصول الاقتصادية (مجموع الديون والأموال الخاصة).

كذلك يمكن قياس المردودية الاقتصادية من خلال النسبة التالية<sup>6</sup>:

$$Re = \frac{RN}{TA}$$

<sup>1</sup>عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد، 04، 2006، ص ص 42-43.

<sup>2</sup>Habibollah Nakhaei and al, Performance Appraisal with Accounting and Value Based Measures, International Proceedings of Economics Development and Research, Vol. 54, N°. 24, 2012, P124.

<sup>3</sup>Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye-Duprat, Finance d'entreprise, 4<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, France, 2013, P 140.

<sup>4</sup>Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 11<sup>ème</sup> édition, Op.Cit, P500.

<sup>5</sup>Pierre Vernimmen, Op.Cit, P309.

<sup>6</sup>Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 10<sup>ème</sup> édition, Sirey, Paris, France, 1990, P342.

حيث :

RN : النتيجة الصافية

TA : إجمالي الأصول (الأموال الخاصة + الديون).

Re : المردودية الاقتصادية.

## 2- المردودية المالية *la rentabilité financière* :

تقيس المردودية المالية الربحية لكل دينار مستثمر من طرف الملاك (المساهمين)، كما أن المردودية المالية تأخذ بعين الاعتبار إجمالي أنشطة المؤسسة (الرئيسية والثانوية)، وتدخل في مكوناتها كافة العناصر (دورة الاستغلال، الاستثمار، التمويل والدورة الاستثنائية) وهي تقاس بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$Rf = Rcp = \frac{RN}{CP}$$

حيث :

Rf : المردودية المالية.

Rcp : مردودية الأموال الخاصة.

RN : النتيجة الصافية.

CP : الأموال الخاصة.

تعتبر المردودية المالية أحد أهم المؤشرات المستخدمة من طرف المحللين الماليين في السوق المالية لاستخلاص مؤشرات حول أسعار الأسهم.

## 3- العائد على المبيعات *Return on sales* :

يعبر هذا المؤشر عن هامش الربح الصافي ويقاس حجم الأرباح الصافية بعد الفوائد والضرائب على الأرباح الناتجة عن كل دينار من صافي المبيعات، وهو يعتبر مقياسا عاما للحكم على كفاءة المؤسسة الإنتاجية، التسويقية والتمويلية ويحسب بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$ROS = \frac{RN}{CA_{HT}}$$

حيث :

ROS : العائد على المبيعات.

<sup>1</sup>Pierre Vernimmen, Op.Cit, P311.

<sup>2</sup>Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 10<sup>ème</sup> édition, Op.Cit, P342.

RN : النتيجة الصافية.

CA<sub>HT</sub> : رقم الأعمال خارج الرسم على القيمة المضافة.

#### 4- معدل نصيب السهم من الأرباح Earning Per Share :

يهدف هذا المؤشر إلى قياس نسبة ربحية السهم العادي، أي معدل المردودية الذي يحققه سهم المؤسسة، وهو من المؤشرات الواسعة الانتشار والمتكررة الاستخدام من طرف المساهمين والمحللين الماليين ويتم حسابه بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$EPS = \frac{RN - Divp}{N}$$

حيث :

EPS : معدل نصيب السهم من الأرباح.

RN : النتيجة الصافية.

Divp : توزيعات أرباح الأسهم العادية.

N : متوسط عدد الأسهم العادية المكتتب فيها.

#### 5- العائد على الاستثمار Return on investment :

يعتبر هذا المؤشر من بين المؤشرات المحاسبية الأساسية المستخدمة لقياس الأداء المالي للمؤسسة، بحيث يمكن من خلاله معرفة مردودية الأموال المستثمرة ويحسب بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$ROI = \frac{RN}{I}$$

حيث :

ROI : العائد على الاستثمار.

RN : النتيجة الصافية.

I : الاستثمارات المنجزة أو المحققة (الأموال المستثمرة).

يسمح تحليل هذه النسبة بمعرفة ثلاثة تأثيرات أساسية وهي : تسيير الهوامش، تسيير الأصول خاصة معرفة معدل دوران الأصول المتداولة، وأخير الأثر الخاص بالمبيعات المرتبط بالسوق.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Habibollah Nakhaei, Market value added and traditional accounting criteria: Which measure is a best predictor of stock return in Malaysian companies, Iranian Journal of Management Studies, Vol. 9, N°: 2, 2016, P441.

<sup>2</sup>Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 10<sup>ème</sup> édition, Op.Cit, P342.

<sup>3</sup>الطواري سويسبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 07، 2009-2010، ص56.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

يلاحظ مما سبق أن مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي تعاني من بعض القصور أهمها : عدم الأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال إضافة إلى اعتمادها على المعلومة المحاسبية المأخوذة من القوائم المالية والتي يمكن أن تكون غير صحيحة (يمكن تحريفها)، لهذا السبب ظهرت مؤشرات الأداء الاقتصادية والتي تركز على مفهوم القيمة في محاولة منها لتحسين المؤشرات المعتمدة على المعلومة المحاسبية.

### الفرع الثاني : المؤشرات الاقتصادية

ظهر المنظور الاقتصادي لتقييم الأداء المالي والمبني على القيمة كمحاولة للتغلب على قصور المنظور التقليدي الذي يعتمد على الربح المحاسبي، وعدم قدرة هذا الأخير على مواكبة تطورات المؤسسة ومحيطها، حيث يستند منظور القيمة الاقتصادية على تتبع الزيادة في ثروة المساهمين من منظور التكامل الإستراتيجي ومقاييس الأداء والمكافآت أو ما يعرف بخلق القيمة *la création de la valeur*.

إن مصطلح خلق القيمة لا يعتبر حديثا، فقد تناوله Alfred Marshall (1890) تحت اسم الربح الاقتصادي الذي يعرف بأنه الربح المتبقي المتاح للمساهمين بعد حسم مكافأة رأس المال.<sup>1</sup>

كما تناول مفهوم خلق القيمة Donaldson Brown في مقال كتبه سنة 1924 حول *General Motors* بقوله أن هدف التسيير ليس بالضرورة تحقيق مردودية عالية على رأس المال، لكن أكثر من ذلك ضمان أن كل نمو في النشاط يحقق ربحا على الأقل مساوي لتكلفة رأس المال الإضافي المطلوب.<sup>2</sup>

وبناء عليه فمنظور خلق القيمة هو منظور لتسيير المؤسسة يركز على الإطار العام للنظرية الحديثة للتمويل والإدارة المالية، ويجعل مفهوم القيمة الاقتصادية هو المعيار الأساسي الذي يحكم جميع القرارات بالمؤسسة وبحيث يتم الحكم على أي قرار من خلال مدى مساهمته في تعظيم ثروة المساهمين من خلال تعظيم قيمة السهم في السوق المالي.

ونشير إلى أنه من أهم العوامل التي ساعدت على الاهتمام بمفهوم خلق القيمة هو التحول من النظر لمردودية وقيمة المؤسسة من منظور داخلي (تسيير داخلي) فقط نحو المنظور الخارجي والمتمثل في وجهة نظر السوق المالي من خلال المساهمين الذين يمثلون عنصرا خارجيا على المؤسسة.

من بين أهم المؤشرات المبنية على خلق القيمة أو القيمة الاقتصادية نجد :

- الربح المتبقي RI.
- القيمة الاقتصادية المضافة EVA.
- القيمة السوقية المضافة MVA.

<sup>1</sup>Habibollah Nakhaei and al, Performance Appraisal with Accounting and Value Based Measures, Op.Cit, P125.

<sup>2</sup>Christian Hoareau et Robert Teller, Création de Valeur et Management de l'entreprise, 1<sup>ère</sup> édition, Vuibert, Paris, France, 2001, P07.

- نسبة Tobin's Q.

جميع تلك المؤشرات تتبنى مفهوم خلق القيمة وترتكز على عنصرين :

- المردودية (النتيجة الاقتصادية).

- تكلفة الأموال : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

### 1- الربح المتبقي Residual Income :

ظهر مؤشر الربح المتبقي في نهاية الستينيات للتغلب على عيوب العائد على الاستثمار بحيث يتضمن تحميلا على الربح يمثل تكلفة رأس المال،<sup>1</sup> وتم التعبير عنه بالفرق بين نتيجة الاستغلال بعد الضرائب وقيمة التكلفة المتوسطة لرأس المال المستثمر بالمؤسسة،<sup>2</sup> فعلى عكس مفهوم الربح المحاسبي الذي يأخذ في الحسبان صافي الربح بعد خصم تكلفة المصادر المقترضة فقط (الديون) والتي تتمثل في الفوائد، فإن الدخل المتبقي يأخذ في اعتباره إجمالي تكلفة مصادر التمويل (الديون والأموال الخاصة).

وبالتالي يعتمد هذا المؤشر على مبدأ أنه لا يمكن اعتبار أي مشروع يخلق قيمة للملاك إلا إذا كان الربح المحقق أعلى من تكلفة رأس المال المستخدم في تحقيق هذا الربح، بمعنى آخر أن هدف التسيير ليس بالضرورة تحقيق عائد مرتفع على الاستثمار، إنما ضمان ربح يغطي على الأقل تكلفة الأموال المستعملة.<sup>3</sup>

إن أهم انتقاد وجه لمؤشر الربح المتبقي هو اعتماده على نتيجة الاستغلال المحسوبة انطلاقا من القوائم المالية، حيث إن نتيجة الاستغلال لا تعبر عن الواقع الحقيقي للمؤسسة ضمن أصولها والتزاماتها، الأمر الذي ساهم في ظهور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي حاول تدارك أوجه ذلك القصور باعتبارها تمثل امتداد لمؤشر الربح المتبقي.

### 2- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added :

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة النسخة المطورة للربح المتبقي، الذي سوقته مؤسسة Stern & Stewart الأمريكية للخدمات الاستشارية التي أسسها Joel Stern et G Bennett Stewart كمؤشر لتقييم أداء المؤسسة،<sup>4</sup> حيث أجرت هذه الأخيرة عددا من التعديلات على الربح المتبقي وأصدرته بمسمى جديد كعلامة تجارية تحت مسمى EVA، وقد حقق هذا المؤشر نجاحا كبيرا في تفسير الأرباح المستقبلية وتقييم أداء المؤسسات.

<sup>1</sup>الهوري سويس، مرجع سبق ذكره، ص59.

<sup>2</sup>Habibollah Nakhaei and al, Performance evaluation using accounting variables (Net Profit and Operational Profit) and economic measurer, international journal of education business management learning, Vol 2, N° 5, Octobre 2012, P444.

<sup>3</sup>الهوري سويس، مرجع سبق ذكره، ص58.

<sup>4</sup>Habibollah Nakhaei and al, Performance evaluation using accounting variables (Net Profit and Operational Profit) and economic measurer, Op.Cit, P444.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

ويمكن الفرق بين المفهومين في الغرض من الاستعمال، حيث استعمل مؤشر "الربح المتبقي" لخدمة مسيري المؤسسات في سنوات الستينيات من القرن الماضي كأداة لتقييم الأداء الداخلي للمؤسسة ومختلف وحداتها (مؤشر داخلي)، بينما استعمل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA لخدمة المساهمين منذ بداية الثمانينيات من القرن الماضي كأداة اتصال يستعملها المسكرون لتمرير معلومات للمساهمين حول أداء المؤسسة.<sup>1</sup>

وقد عرف Stern et Stewart مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA على أنه مقياس للإنجاز المالي ويعتبر أقرب من أي مقياس آخر لتقدير الربح المتبقي، والذي عبر عنه رياضيا بأنه صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب مطروح منه حاصل ضرب رأس المال المستثمر بتكلفة رأس المال، أو الفرق بين مردودية الأموال المستثمرة والتكلفة المتوسطة المرجحة رأس مال مضروبا في الأموال المستثمرة.<sup>2</sup> وعليه تحسب القيمة الاقتصادية المضافة بإحدى العلاقتين التاليتين:<sup>3</sup>

$$EVA = ROAT - (CMPC \times CI)$$

حيث :

ROAT : النتيجة التشغيلية بعد الضرائب (نتيجة استغلال بعد الضريبة).  
CMPC : معدل تكلفة رأس المال ويتمثل في التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.  
CI : رأس مال المستثمر (الديون والأموال الخاصة).

أو العلاقة :

$$EVA = (RCI - CMPC) \times CI$$

حيث :

RCI : مردودية الأموال المستثمرة.

يتضح من خلال العلاقة السابقة أن القيمة الاقتصادية المضافة هي عبارة عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة وتكلفة الأموال المستخدمة وهو ما يصطلح عليه بالربح الاقتصادي، والذي يقيس قدرة المؤسسة على خلق الثروة بالنسبة للمستثمر المالي.

فإذا كانت EVA موجبة فإن ذلك يعني أن المؤسسة ساهمت بشكل مباشرة في التأثير إيجابيا على ثروة الملاك، ويعود السبب في ذلك إما إلى زيادة صافي الأرباح التشغيلية أو انخفاض تكلفة الاستثمار، أما إذا كانت

<sup>1</sup>الطواري سويسبي، مرجع سبق ذكره، ص60.

<sup>2</sup>Grégory Denglos, La création de valeur, Dunod, Paris, France, 2003, P24.

<sup>3</sup>Idem



## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

EVA سالبة فإن ذلك يعني أن المؤسسة تستهلك رأس المال المستثمر بأكبر من صافي الأرباح التشغيلية بعد الضرائب مما يؤثر سلبيًا على ثروة الملاك.

مما سبق يتبين أن المؤسسات الناجحة هي تلك التي تحقق أرباحًا تساوي على الأقل تكلفة الأموال المستثمر فيها.

تجدر الإشارة أن مؤسسة Stern & Stewart أجرت أكثر من 120 تعديلًا وتسوية على الأرباح المحاسبية ورأس المال المستثمر للحصول على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، وذلك لتقريب القيم المحاسبية من القيم الاقتصادية الحقيقية ومن بين أهداف تلك التعديلات<sup>1</sup>:

- قياس رأس المال ليكون أقرب للقيمة الحالية.
  - يجعل EVA أقرب ما يكون للتدفقات النقدية الفعلية للمؤسسة.
- ومن هذه التعديلات والتسويات المطلوب إجراؤها والتي اقترحتها مؤسسة Stern & Stewart نذكر منها<sup>2</sup>:

- مخصص ضرائب الدخل المؤجلة.
  - مخصص تقادم المخزون (LIFO).
  - احتلاك شهرة المحل.
  - رسملة الموجودات غير الملموسة مثل (نفقات البحث والتطوير والإعلان).
  - نفقات إعادة الهيكلة.
  - المنح الحكومية ومكافآت نهاية الخدمة وتقييم الالتزامات الطارئة.
- وهناك تعديلات أخرى تخص التضخيم والمشروعات المشتركة وترجمة العملة ونماذج السداد المؤجلة والتأجير التشغيلي ومخصص الديون المشكوك فيها.

### - إيجابيات القيمة الاقتصادية المضافة EVA :

تحقق القيمة الاقتصادية المضافة EVA عدد من المزايا والإيجابيات نذكر من بينها<sup>3</sup>:

- تقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لأجمالي رأس المال المستثمر.
- تعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض.

<sup>1</sup> سمير محمد حسين الرواشدة، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء بعوائد الأسهم، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2006، ص 18.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة وإتخاذ القرارات، الدار الجامعية، جامعة الإسكندرية، مصر، 2002، ص 494-495.

<sup>3</sup> الهواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 63.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

- ترتبط بشكل وثيق بالقيمة وبشروء حملة الأسهم، وتوجه نظر إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم.
  - تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المسيرين وتشجيعهم على التصرف كأهم ملاك المؤسسة.
  - تؤدي إلى تطابق أهداف المسيرين مع أهداف حملة الأسهم والمؤسسة ككل، حيث إن أي اقتراح استثماري يحقق قيمة اقتصادية مضافة موجبة يحقق مصلحة القسم والمؤسسة أيضا، بينما الاقتراحات الاستثمارية ذات القيمة الاقتصادية المضافة السالبة فهي غير مرغوبة سواء على مستوى القسم أو المؤسسة ككل وذلك على العكس من بعض المقاييس المالية الأخرى كالعائد على الاستثمار والذي قد يؤدي إلى خلق نوع من التعارض بين مصلحة القسم والمؤسسة ككل.
- كذلك من بين إيجابيات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA أنه يعتبر بمثابة أفضل المقياس لتقييم وقياس الأداء المالي للمؤسسة، كما يعتبر أداة مهمة لاتخاذ القرارات الإستثمارية.<sup>1</sup>
- نخلص مما سبق أن مقياس الأداء المبنية على الربح المحاسبي بما فيها معدل العائد على الاستثمار تختلف من حيث الهدف والمفهوم عن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA، حيث تهدف مقياس الأداء المبنية على الربح المحاسبي إلى زيادة الأرباح المحاسبية بينما يتمثل هدف مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA التأكيد على خلق القيمة للمساهمين (الملاك) كما أن مقياس الأداء المبنية على الربح المحاسبي لا يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال.
- أما بالنسبة لمقياس الربح المتبقي RI بالرغم من اعتبار القيمة الاقتصادية المضافة EVA امتدادا له من حيث تأثرها بالطرق المحاسبية المستخدمة في تحديد الدخل التشغيلي (نتيجة الاستغلال قبل الضريبة) وتقدير قيمة الأصول وأخذ كل منهما تكلفة رأس المال في الاعتبار عند حساب تكلفة رأس المال المستثمر واتفقهما على هدف خلق القيمة للمساهمين إلا أنهما يختلفان في إجراء التسويات أو التعديلات كما اقترحتها Stern et Stewart لكل من الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر.
- **حدود وانتقادات القيمة الاقتصادية المضافة EVA :**

يمكن تلخيص الانتقادات وأوجه القصور المرتبطة بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA فيما يلي<sup>2</sup>:

- تلقى القيمة الاقتصادية المضافة محدودية في كونها تحفز المسيرين على رعاية مصالح الملاك.

<sup>1</sup>Habibollah Nakhaei and al, Performance evaluation using accounting variables (Net Profit and Operational Profit) and economic measurer, Op.Cit, P445.

<sup>2</sup>الطواري سويسبي، مرجع سبق ذكره، ص ص 63-64.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

- من العيوب الجوهرية التي توجه إلى مقياس الاقتصادية المضافة أنها تركز على الأداء لسنة مالية واحدة أي الأداء قصير الأجل، مما ينجر عنه ما يعرف بمخطر الأجل القصير - *Risque du court Termisme*.
- باعتبار أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كغيره من المقاييس المالية يتم حسابه من البيانات المالية المعدة في نهاية الفترة فهو بذلك لا يساعد المسيرين على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية.
- لا يأخذ مقياس القيمة الاقتصادية المضافة الاختلافات في الحجم في الحسبان، لأنه قد يرجع السبب في انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة لقسم في المؤسسة بالمقارنة بقسم آخر لاختلاف حجم الاستثمار المتاح لكليهما .
- تلقى القيمة الاقتصادية المضافة على غرار باقي المقاييس المطورة للأداء من طرف شركات الاستشارة المبتكرة لها - انتقادا مفاده أن الدراسات التي يقدمها المنتسبون لهذه المؤسسات تتميز بعدم الحيادية أو التحيز بالنظر للمصلحة التجارية من وراء تسويق هذه المقاييس.

### 3- القيمة السوقية المضافة (MVA) Market Value Added :

تعتبر القيمة السوقية المضافة MVA المؤشر الثاني الذي سوقته مؤسسة Stern & Stewart كمؤشر لتقييم أداء المؤسسات، وهي القيمة الناتجة عن الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأموال المستثمرة، كما تشير القيمة السوقية المضافة إلى أنها المقياس التراكمي لعوائد رأس المال المساهم به.<sup>1</sup> وعليه تعطى صياغة القيمة السوقية المضافة MVA بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$MVA = VM - CI$$

حيث :

VM : القيمة السوقية للمؤسسة.

CI : القيمة الدفترية لرأس المال المستثمر.

وتحسب القيمة السوقية المضافة MVA انطلاقا من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA بالعلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + CMPC)^t}$$

حيث :

<sup>1</sup>Grégory Denglos, Op.Cit, P25.

<sup>2</sup>Idem.

<sup>3</sup>Jérôme Caby, Gérard Hirigoyen , La création de valeur de l'entreprise, 2<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, France, 2001, P23.

CMPC : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

فالقيمة السوقية حسب العلاقة الأخيرة هي عبارة عن مجموع القيم الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة المتوقعة خلال عمرها الإنتاجي.

نلخص مما سبق أن كل من MVA و EVA يعتبران مؤشرا لقياس الأداء حيث تحسب القيمة الاقتصادية EVA لفترة زمنية واحدة بينما تحسب القيمة السوقية المضافة لسلسلة من الفترات أو قد تحسب إلى مالا نهاية.

فالقيمة الاقتصادية المضافة EVA تشير إلى الفائض الناتج من تغطية الأرباح لتكاليف رأس المال في المؤسسة لفترة واحدة وبالتالي فهي مؤشر لقياس الأداء الداخلي للمؤسسة، بينما القيمة السوقية المضافة MVA تعبر عن تراكم القيم الناتجة عن المؤسسة لفترة طويلة وبالتالي فهي تستخدم لتقييم الأداء الخارجي للمؤسسة.

#### 4- نسبة Tobin 's Q :

تم إدخال نسبة Tobin 's Q بواسطة James Tobin، وهي من بين المؤشرات التي تهتم بالقيمة السوقية وتقارنها بالقيمة المحاسبية لإبراز خلق القيمة التي تكون في السوق وتم تعريفها على أنها نسبة القيمة السوقية للمؤسسة على تكلفة الإحلال أو تكلفة الاستبدال.<sup>1</sup>

وتقاس تكلفة الإحلال كما وصفها Lindenberg et Ross (1981) وفقا للمعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$RC_t = TA_t + RNP_t - HNP_t + RINV_t - HINV_t$$

حيث:

$RC_t$  : تكلفة الإحلال في السنة t.

$TA_t$  : إجمالي الأصول في السنة t.

$RNP_t$  : صافي قيمة المعدات والآلات بتكلفة الإحلال في السنة t.

$HNP_t$  : صافي قيمة المعدات والآلات بالتكلفة التاريخية في السنة t.

$RINV_t$  : قيمة المخزون بتكلفة الإحلال في السنة t.

$HINV_t$  : قيمة المخزون بالتكلفة التاريخية في السنة t.

<sup>1</sup> شهاب الدين حمد النعيمي، التنبؤ بأداء وربحية الشركات باستخدام معادلة Tobin's Q، مجلة دراسات محاسبية ومالية، جامعة بغداد، العراق، المجلد 07، العدد 20، 2012، ص24.  
<sup>2</sup> غسان أبو السعود، وآخرون، أثر هيكل الملكية على أداء الشركات الصناعية الأردنية، المجلة العربية للمحاسبة، جامعة البحرين، البحرين، المجلد 17، العدد 01، 2014، ص49.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

ولتجنب مشكلة عدم توفر المعلومات الخاصة بتكلفة الإحلال عند حساب نسبة : Tobin's Q قام الباحثان Chung et Pruitt (1994) بتطوير صيغة James Tobin من خلال تقريب قيمة Q أو ما يسمى "تقريب توبين كيو" Tobin's Q Approximation. ويحتسب التقريب وفقا للمعادلة التالية<sup>1</sup> :

$$\text{Tobin's Q Approximation} = \frac{(\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEPT})}{\text{TA}}$$

حيث:

MVE : وهي القيمة السوقية للأسهم العادية للمؤسسة والتي تساوي مجموع الأسهم العادية المكتتب فيها مضروبا في سعر السهم في آخر يوم تداول من السنة .

PS : القيمة النقدية للأسهم الممتازة للمؤسسة.

DEPT : هي قيمة الديون قصيرة الأجل - قيمة الأصول قصيرة الأجل + القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل

TA : إجمالي الأصول

من الناحية الاقتصادية إذا كانت نسبة Tobin's Q أكبر من الواحد فإن ذلك يعني أن القيمة السوقية لأصول المؤسسة أكبر من تكلفتها الفعلية وهذا يدل على أن أداء المؤسسة جيد واستطاعت خلق القيمة والعكس صحيح إذا كانت Tobin's Q أقل من الواحد.<sup>2</sup>

### خلاصة الفصل :

حاولنا من خلال هذا الفصل الإلمام بالإطار النظري لمتغيرات الدراسة والمتمثلة في هيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي وقد توصلنا من خلال هذا الفصل أن ظهور شركات المساهمة والذي أدى إلى انفصال الملكية عن التسيير، نتج عنه كذلك انفصال للملكية (حقوق التدفقات النقدية) عن الرقابة (حقوق التصويت) والتي تؤدي إلى انحراف القاعدة التي تربط - لكل سهم واحد حق تصويت واحد-، والذي يمكن أن يحدث إما من خلال إصدار عدة أصناف للأسهم مع حقوق تصويت مختلفة، أو هياكل ملكية هرمية أو هياكل ملكية ذات مساهمات متبادلة، هذا الفصل نتج عنه بالإضافة إلى تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين، تضارب المصالح بين المساهمين الأغلبية والمساهمين الأقلية.

كذلك توصلنا إلى أن المؤسسات في أوروبا (عدا المملكة المتحدة) وآسيا تتميز بتركيز شديد للملكية في يد مساهمي الرقابة (كبار المساهمين) وأن أغلب المؤسسات مهيمن عليها من طرف العائلات، على عكس

<sup>1</sup>Kee H. Chung, Stephen W. Pruitt, A Simple Approximation of Tobin's q, Financial Management, Vol. 23, N° 3, 1994, P71.

<sup>2</sup>شهاب الدين حمد النعمي، مرجع سبق ذكره، ص25.

## الفصل الثاني : الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

المؤسسات في الدول الأنجلوساكسونية التي تتميز بتشتت كبير للملكية وعدد كبير للمؤسسات المدرجة في السوق المالي إضافة إلى سيطرة المستثمرين المؤسسين على رأس مال تلك المؤسسات.

أيضا بالنسبة لموضوع الهيكل المالي فقد خلصنا إلى أنه هناك العديد من النظريات التي حاولت دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وذلك منذ نشر Modigliani et Miller لمقالهما الشهير سنة 1958 والذي أشارا من خلاله إلى عدم وجود هيكل مالي أمثل، لكن بعد اسقاط فرضية عدم وجود ضرائب، مخاطر الافلاس وتمائل دالة الهدف لأطراف المصلحة أشارت نظرية التوازن إلى وجود هيكل مالي أمثل يتحدد من خلال الموازنة بين الوفورات الضريبية، تكاليف الافلاس وتكاليف الوكالة، كما أشارت نظرية الالتقاط التدريجي أن المؤسسة تفضل اللجوء إلى التمويل الذاتي ثم الديون وأخيرا إلى إصدار أسهم، أما نظرية توقيت السوق فقد أشارت أن قرار اختيار مصدر التمويل المناسب يعتمد على ظروف السوق الملائمة.

أما فيما يخص الأداء المالي للمؤسسة فقد خلصنا من خلال هذا الفصل أن تقييم الأداء بصفة عامة والأداء المالي بصفة خاصة يعد من المواضيع المهمة بالنسبة للمؤسسة لأنه يمكننا من معرفة مدى تحقق الأهداف (الكفاءة) المسطرة ومدى الاستخدام الأمثل للموارد (الفعالية)، وبغية تقييم الأداء المالي يلجأ المسيرين إلى قياس الأداء المالي باستخدام مجموعة من المؤشرات المالية، وقد عرفت مؤشرات قياس الأداء المالي تطورا من مؤشرات محاسبية تقوم على أساس الربح المحاسبي وعلى هدف تعظيم الربح إلى مؤشرات اقتصادية تقوم على أساس الربح الاقتصادي وعلى هدف خلق القيمة بالنسبة للمؤسسة.

الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير  
هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء  
المالي للمؤسسة

تمهيد :

نال موضوع دراسة العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي اهتمام العديد من الباحثين في مجال الإدارة المالية بدءاً من أعمال Berle et Means (1932)، حيث أشار هذان المؤلفان إلى المشاكل التي يمكن أن تنجم عن الفصل بين الملكية والتسيير في المؤسسات الرأسمالية الكبرى، بعد ذلك تلتها دراسة Jensen et Meckling (1976) و Jensen et Fama (1983) الذين أثبتوا وجود تكاليف الوكالة في حالة الفصل بين الملكية والسلطة (التسيير).

كما حظي موضوع الهيكل المالي معبراً عنه بنسبة الاستدانة (الرفع المالي) وتأثيره على أداء المؤسسة باهتمام العديد من الباحثين المهتمين بموضوع حوكمة المؤسسات كآلية رقابية يستخدمها المساهمين للحد من السلوكيات الانتهازية للمسيرين، من خلال الاستفادة من الدور الرقابي المهم الذي يفرضه الدائنين على نشاط المؤسسة، كما أن اللجوء إلى التمويل بالديون من شأنه الحد من التدفقات النقدية الحرة المتولدة عن نشاط المؤسسة من خلال الزام المسيرين بتسديد أقساط القروض والفوائد.

بعدها تطرقنا في الفصل السابق للأسس النظرية لهيكل الملكية والهيكل المالي كآليات لحوكمة المؤسسات وكذلك لمؤشرات قياس الأداء المالي للمؤسسة، سوف نحاول من خلال هذا الفصل مراجعة الأدبيات النظرية التي تناولت طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي من جهة، وطبيعة العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي من جهة أخرى، وذلك قصد الالمام أكثر بالإطار النظري الذي يحكم العلاقة بين متغيرات الدراسة (هيكل الملكية، الهيكل المالي، الأداء المالي) من منظور حوكمة المؤسسات.

نشير إلى أن الأدبيات والدراسات الميدانية التي تناولت دراسة العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي للمؤسسة تمت من خلال ثلاثة مستويات وهي كما يلي :

المستوى الأول : تركيز الملكية.

المستوى الثاني : الملكية الإدارية.

المستوى الثالث : هوية وطبيعة كبار المساهمين.



## المبحث الأول : تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات

أشار Charreaux (1991) إلى أنه هناك ثلاث فرضيات أساسية عند دراسة العلاقة بين هيكل الملكية (تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك) والأداء المالي وهي كالتالي:<sup>1</sup>

### 1. فرضية تقارب المصالح *La thèse de la convergence des intérêts* : Berle et Means

(1932) و Jensen et Meckling (1976)، حسب هذه الفرضية كلما زادت نسبة ملكية المسيرين لرأس المال كلما أدى ذلك إلى تقارب الأهداف بين المسيرين والمساهمين.

### 2. فرضية الحياد *La thèse de la neutralité* : Demsetz et Lehn (1983)

(1985)، حسب هذه الفرضية فإن هيكل ملكية رأس المال يعتبر بمثابة نتيجة منطقية لتحقيق هدف تعظيم الأرباح الذي يرتبط بخصائص الاستغلال بالنسبة للمؤسسة، والضغوطات الممارسة من طرف المحيط الخارجي (الأسواق)، لذلك حسب هؤلاء المؤلفين فإن جميع هياكل ملكية المؤسسات متساوية ولا يوجد هيكل ملكية أمثل.

### 3. فرضية التجذّر *La thèse de l'enracinement* : Morck, et al (1988)، يعتبر المسير

متجذراً إذا لجأ إلى إستراتيجيات ترتبط بشدة بوجوده في المؤسسة بحيث يصبح أصلاً خاصاً *un actif spécifique* يصعب استبداله، تشير النظرية التجذرية (التي سبقت الإشارة لها) إلى أن امتلاك المسيرين لحصة معتبرة من رأس مال المؤسسة يعتبر بمثابة إستراتيجية لتجذّر المسيرين التي تسمح لهم بالتححرر من رقابة المساهمين، كما أنهم قد يسعون إلى تحقيق أهدافهم الخاصة والتي قد تتعارض مع هدف تعظيم القيمة.

إن دراسة تأثير تركيز ملكية رأس المال على الأداء المالي يعتبر من المواضيع المعقدة نظرياً والغامضة ميدانياً، فهناك العديد من الدراسات خلصت إلى وجود تأثير إيجابي لملكية كبار المساهمين (المساهمين الأغلبية) على الأداء المالي، في حين أشارت دراسات أخرى إلى عدم وجود علاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي. لذلك سوف نتطرق فيما يلي لأهمية ودور كبار المساهمين وطبيعة العلاقة المحتملة بين تركيز الملكية والأداء المالي.

## المطلب الأول : أهمية ودور كبار المساهمين (نموذج Shleifer et Vishny 1986)

اقترح Jensen et Fama (1983) وجود المساهم الأكبر الذي يشغل منصب الإدارة (التسيير) كوسيلة فعالة لحل مشاكل الوكالة، غير أن بعض الأدبيات لا تفضل هذا الحل كوسيلة للحد من صراعات أطراف

<sup>1</sup>Gérard Charreaux, Structure de propriété, relation d'agence et performance financière, Revue Economique, Vol. 42, N°. 3, 1991, P522.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

المصلحة في المؤسسة، وذلك بسبب أن اكتساب المسيرين لصفة المساهم يمكن أن يؤدي إلى سياسة تجذّر المسيرين L'enracinement والتي تصعب من آليات الرقابة الخارجية.<sup>1</sup>

أعاد بعد ذلك Shleifer et Vishny (1986) النظر في دور كبار المساهمين غير المسيرين (غير التنفيذيين)، حيث تتمثل مهمتهم حسب هذين المؤلفين في رقابة تصرفات المسيرين وإن اقتضى الأمر ممارسة آلية الاستيلاء (الاستحواذ) واستبدال فريق التسيير (المسيرين).

يهدف نموذج Shleifer et Vishny (1986) إلى إثبات دور وأهمية كبار المساهمين في تعظيم قيمة المؤسسة، إذا يقوم نموذجهما على افتراض أن المؤسسة يتم تسييرها من طرف فريق تسيير (مسيرين) يسعى إلى تعظيم قيمته في سوق المسيرين في حين يكون فريق تسيير آخر قادر فقط على تحسين تلك القيمة، في هذه الحالة يجب أن يستبدل الفريق الحالي بفريق التسيير المنافس، حسب هذين المؤلفين هنا يبرز دور المساهم الرئيسي (المساهم الأكبر) بحيث تتمثل مهمته في تسهيل استبدال فريق التسيير الحالي، ولتحقيق ذلك يجب أن يمتلك المساهم الأكبر نسبة معتبرة من أسهم المؤسسة كافية لممارسة مسؤولية مراقبة المسيرين.

كما يقوم نموذج Shleifer et Vishny (1986) على افتراض أنه في حالة عدم استطاعة المساهم الأكبر لوحده من القيام بالعرض العمومي للشراء OPA لاستبدال المسيرين الحاليين فإنه سوف يستعين بطرف آخر للتحالف معه واقتسام الأرباح معه.

كما أشار المؤلفان إلى أن المسيرين يمتلكون وسيلة وحيدة للدفاع وهي رفع تكاليف آلية الاستحواذ (الاستيلاء)، وبالرغم من ذلك يتمكن المساهم الأكبر من خلال ملكيته لغالبية أسهم المؤسسة من استبدال المسيرين الحاليين بمسيرين جدد أكثر فعالية.

كذلك أوضح Shleifer et Vishny (1986) أن صغار المساهمين (المساهمون الأقلية) يستفيدون من وجود المساهم الأكبر لأنه في حالة العرض العمومي للشراء OPA يجب على هذا الأخير توزيع الأرباح المستقبلية عليهم لتشجيعهم من أجل الحصول على تأييدهم مستقبلاً.

أيضاً يفترض Shleifer et Vishny (1986) أن مردودية الحافطة المالية للمساهم الأكبر (كبار المساهمين) تكفي لتغطية تكاليف الحصول على المعلومات ورقابة المسيرين.

اهتم المؤلفان كذلك في نموذجها بضمان ارتفاع الحصة التي يملكها المساهم الأكبر وبالتالي يصبح العرض العمومي للشراء OPA أكثر احتمالاً مما يؤدي في النهاية لتعظيم قيمة المؤسسة، كما أشار Shleifer et

<sup>1</sup>Samia Tnani, Les incidences des modifications de la structure de l'actionariat sur la richesse des actionnaires, Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, Paris, France, 2006, P 109.

Vishny (1986) إلى أن ثروة المساهمين تقل في حالة ارتفاع تكاليف الرقابة نتيجة لوضع المسيرين لوسائل الدفاع.

ينتج عن تدخل المساهم الأكبر في النهاية المراجعة L'arbitrage بين مكاسب تعظيم قيمة المؤسسة المرتبطة بمساهمته الناتجة عن استبدال المسيرين الحاليين ومبلغ تكاليف الحصول على معلومات فرص الاستثمار وتكاليف الرقابة المتعلقة بدفاع المسيرين.<sup>1</sup>

وقد خلص Shleifer et Vishny (1986) إلى أن وجود المساهم الأكبر يعتبر مفيدا بالنسبة لجميع المساهمين من خلال تسهيل ممارسة آلية الاستحواذ والاستيلاء لاستبدال فريق التسيير الحالي بمسيرين أكثر كفاءة من جهة، ومن جهة أخرى يعد توزيعهم للأرباح المستقبلية المنتظرة من استبدال المسيرين شرطا ضروريا لتفادي سلوك المستفيدين بالمجان من صغار المساهمين.

#### - نموذج Shleifer et Vishny (1986) :

من أجل توضيح الأثر الإيجابي لوجود المساهم الأكبر على قيمة المؤسسة افترض Shleifer et Vishny (1986) أن المساهم الرئيسي L له امتيازات في الحصول على المعلومات تسمح له بتحسين عملية تسيير المؤسسة على النحو التالي:<sup>2</sup>

حسب Shleifer et Vishny (1986) يستطيع المساهم L باحتمال قدره I تحسين قيمة المؤسسة Z أكبر من الصفر 0 بدالة توزيع F(Z) وتكلفة C(I)، حيث يقوم المساهم بعرض لشراء  $(0.5 - \alpha)$  من الأسهم بسعر  $(q + \pi)$  إذا كان فقط عرض الشراء مربحا وذا مردودية أي :

$$0.5Z - (0.5 - \alpha)\pi - C_T \geq 0 \dots \dots \dots 1$$

حيث :

q : سعر أسهم المؤسسة قبل الإعلان عن عرض الشراء.

$\alpha$  : المساهمة الأولية للمساهم الأكبر.

$\pi$  : العلاوة المقدمة من طرف المساهم الأكبر.

$C_t$  : تكلفة الإعلان عن العرض العمومي.

يستجيب مساهم ما لتأييد عرض المساهم L إذا كانت فقط قيمة العلاوة المعروضة عليه تفوق القيمة المتوقعة لتحسين قيمة المؤسسة، حيث تقدر هذه الأخيرة من خلال معرفة أن المساهم L لا يقوم بعرض الشراء إلا

<sup>1</sup>Alexis Guyot, Op.Cit, P277.

<sup>2</sup>Andrei. Shleifer, Robert W. Vishny, Large shareholders and corporate control, Op.Cit, PP466-471.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

في الحالة التي تكون فيها العلاقة 1 محققة، كذلك المساهم الآخر لا يستجيب لعرض L إلا إذا كانت العلاقة التالية محققة :

$$\pi - E[Z/Z \geq 0 (1 - 2\alpha)\pi + 2C_T] \geq 0 \dots \dots \dots 2$$

انطلاقاً مما سبق فإن المساهمين يحددون الحد الأدنى للعلاوة التي من خلالها يرفضون المساهمة في العرض العمومي للشراء OPA ولتكن العلاوة محددة بالعتبة  $\pi^*(\alpha)$ ، وبالتالي فإن المساهم الأكبر L يأخذ بعين الاعتبار تلك القيمة عند اتخاذ قرار العرض العمومي للشراء كما يلي :

- إذا كان :  $0.5Z - (0.5 - \alpha)\pi^*(\alpha) - C_T \geq 0$  فإن المساهم L يقرر العرض العمومي للشراء بثمن  $q + \pi^*(\alpha)$ .

- في حالة العكس فإن المساهم L لا يتخذ قرار العرض.

من جهة أخرى أشار Shleifer et Vishny (1986) إلى أن القيمة  $\pi^*(\alpha)$  هي دالة متناقصة بالنسبة لـ  $\alpha$ .

من خلال العلاقتين 1 و 2 استخلص الباحثان أنه كلما كانت قيمة  $\alpha$  أكبر كلما يسهل على المساهم الأكبر L إقناع المساهمين في حالة العرض العمومي للشراء بأن تحسين قيمة Z يكون ضعيفاً، لأنه في هذه الحالة يمكن أن يكون العرض ذا مردودية أقل بالنسبة للمساهم L ومربحاً بالنسبة للمساهمين المشاركين في العرض العمومي للشراء OPA، ذلك لأن العلاقة 2 تبقى محققة حتى في حالة التحسين الضعيف لقيمة المؤسسة Z.

أشار بعد ذلك Shleifer et Vishny (1986) إلى أن قيمة المؤسسة هي دالة متزايدة بالنسبة لمساهمة المساهم الأكبر  $\alpha$ ، إذ تعرف قيمة المؤسسة بمجموع العوائد المستقبلية المنتظرة عند استبدال المسيرين الحاليين بمسيرين جدد، وقد برر الباحثان ذلك أنه كلما كانت النسبة  $\alpha$  أكبر كلما لجأ المساهم الأكبر L بكثرة إلى آلية استبدال المسيرين من أجل تعظيم قيمة المؤسسة المستقبلية.

من جهة أخرى وجد Shleifer et Vishny (1986) أنه كلما كانت النسبة  $\alpha$  أكبر كلما شجع ذلك المساهم الأكبر على الاستثمار في مشاريع البحث والتطوير بهدف تعظيم قيمة المؤسسة المستقبلية.

وفي الأخير أشار Shleifer et Vishny (1986) إلى أن المساهم الأكبر ينبغي عليه امتلاك أكثر من 50% من رأس مال المؤسسة، فهذه النسبة حسب هذين المؤلفين كافية لإحداث التغيير داخل المؤسسة، لأنه في حالة العكس فاحتمال أن يشعر صغار المساهمين بالظلم فلا يشاركون في العرض العمومي للشراء OPA.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

ولقد أكد كذلك Simon (1989) على اقتراحات Shleifer et Vishny (1986) من خلال دراسة تجريبية<sup>1</sup>، حيث أشار في البداية إلى أن الملكية في المؤسسات الأمريكية ليست مشتتة كما تناو لها Berle et Means (1932) إذ إن أكبر المساهمين يمتلكون في المتوسط 15% من رأس مال المؤسسات.

كما لاحظ Simon (1989) أن احتمال العرض العمومي للشراء OPA مرتبط من جهة بسوء تسيير المؤسسة ومن جهة أخرى بهيكل الملكية، حيث لاحظ الباحث أن احتمال العرض العمومي يرتفع في حالة تركيز الملكية، في حين ينخفض ذلك الاحتمال عند تركيز الملكية بين أعضاء مجلس الإدارة.

إن النتيجة التي خلص لها Simon (1989) تدعم اقتراح Shleifer et Vishny (1986) الذي أوضح أهمية كبار المساهمين في تسهيل عملية القيام بالاستيلاء (الاستحواذ) من خلال العرض العمومي للشراء بهدف استبدال المسيرين ذوي الكفاءة المنخفضة وليس لضمان عملية إدارة المؤسسة، كذلك أكد Simon (1989) على أن تركيز الملكية لا بد أن لا يتجاوز عتبة محددة من أجل تفادي مشاكل الوكالة بين كبار المساهمين والمساهمين الأقلية (صغار المساهمين).

كما أشار Simon (1989) إلى أن تواجد المساهم الأكبر له تأثير على سياسة الاستثمار في المؤسسة، حيث لاحظ الباحث أنه كلما كان هناك تركيز في ملكية رأس المال كلما صاحبه استثمارات مهمة في مشاريع البحث والتطوير، لأن المسيرين غير المساهمين يرفضون الاستثمار في تلك المشاريع وذلك بسبب تأخر العوائد المنتظرة.

نلخص مما سبق إلى أنه وحسب Shleifer et Vishny (1986) هناك علاقة طردية بين تركيز الملكية أو تواجد كبار المساهمين وقيمة المؤسسة المعبرة عنها بالأداء المالي، غير أن هناك بعض الدراسات والأدبيات خلصت إلى عدم وجود علاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي أو ما يعرف بجيادية هيكل الملكية.

### المطلب الثاني : حياد هيكل الملكية

قام Demsetz et Lehn (1985) بدراسة العلاقة بين هيكل الأموال الخاصة (تركيز الملكية) والأداء المالي مقاساً بالمردودية المحاسبية على عينة مكوّنة من 511 مؤسسة أمريكية كبيرة الحجم وذلك بهدف اختبار اقتراح Berle et Means (1932)، وقد خلص الباحثان إلى عدم وجود علاقة بين المتغيرين وفسرا ذلك من خلال اختلاس أموال المؤسسة من طرف كبار المساهمين وهو ما يتعارض مع الأثر المتوقع لكبار المساهمين حسب Berle et Means (1932)، فبالنسبة لهذين المؤلفين وجود كبار المساهمين يحث المسيرين على العمل لمصلحة المساهمين لكن حسب Demsetz et Lehn (1985) يتواجد كبار المساهمين في وضعية مختلفة عن وضعية

<sup>1</sup>SamiaTnani, Op.Cit, PP 111-112.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

المساهمين الأقلية (صغار المساهمين) مما يؤدي إلى تباعد مصالحهم، كما خلص هذان الباحثان إلى أن هيكل الملكية يعتبر متغيرا داخليا يتحدد من خلال عدة عوامل مثل حجم المؤسسة، المخاطر والبيئة التنظيمية.<sup>1</sup>

قام كذلك Holderness et Sheehan (1988) بدراسة تأثير وجود كبار المساهمين في المؤسسة من خلال عينة مكونة من 114 مؤسسة مدرجة في بورصة نيويورك NYSE وبورصة الأسهم الأمريكية AMEX،<sup>2</sup> يملك المساهم الأكبر فيها لنسبة أكثر من 50.1% من الأسهم لكن أقل من 95%، إذ أشار الباحثان إلى أن هذا النوع من المؤسسات يمثل 5% من مؤسسات مؤشر NYSE و AMEX، كما يتواجد المساهمون الأغلبية في 50% من مؤسسات عينة الدراسة، حيث ضمن 46% منها المساهمين الأغلبية عبارة عن أفراد وضمن 4% الأخرى عبارة عن مؤسسات.

كما ميز Holderness et Sheehan (1988) بين هوية المساهمين الأغلبية وذلك لدراسة تأثيرهم على قيمة المؤسسة، حيث أشار الباحثان إلى أن 90% من الأشخاص الطبيعيين و 94% من المؤسسات يشاركون مباشرة في تسيير المؤسسات التي يملكون أسهمها، كما أظهر الباحثان أن دورهم لا يكمن في الحرص على السهر على التسيير الجيد والفعال للمؤسسة ورقابة سلوك المسيرين كما أشار له Shleifer et Vishny (1986).

كما لاحظ الباحثان Holderness et Sheehan (1988) أن 36% من مؤسسات عينة الدراسة تتضمن كبار المساهمين الذين يملكون أقل من 66% من رأس المال، لذلك طرح الباحثان إشكالية معرفة السبب لتجاوز المساهمين للعتبة الأدنى الضرورية لممارسة الرقابة، وقد اقترح الباحثان تفسيراً لذلك من خلال سهولة تحويل أموال المؤسسة للاستعمال الشخصي من طرف المساهم الأكبر.

من أجل اختبار هذا الاقتراح قام الباحثان بحساب المردودية (الأرباح) غير العادية لـ 31 مؤسسة قامت بجائزة كتل الرقابة blocs de contrôle (إما من خلال العرض العمومي للشراء OPA بالنسبة لـ 21 مؤسسة أو من خلال تنازل عادي بالنسبة لبقية المؤسسات)، حيث لاحظ الباحثان مردودية غير عادية تراكمية إيجابية وذات دلالة معنوية تقدر بـ 7.8% وهذا بالنسبة لتاريخ الإعلان عن OPA واليوم الذي يسبقه، ومردودية ذات دلالة معنوية تقدر بـ 12.8% خلال كل الفترة (ابتداء من 20 يوم قبل الإعلان عن OPA إلى غاية 10 أيام التي تلي العرض).

بالإضافة إلى ذلك درس Holderness et Sheehan (1988) المردودية غير العادية حسب هوية البائع والمشتري، وقد خلصا إلى عدم وجود اختلاف بين المشتري كشخص طبيعي أو شخص معنوي، لكن

<sup>1</sup>Harold Demsetz, Kenneth Lehn, The structure of corporate ownership : causes and consequences, Journal of Political Economy, Vol. 93, N° 6, 1985, PP 1155-1177.

<sup>2</sup>Clifford G. Holderness, Dennis P. Sheehan, The role of majority shareholders in publicly held corporations : an exploratory analysis, Journal of Financial Economics, Vol. 20, N° 1-2, 1988, PP317-346.

لاحظنا اختلافات حسب هوية البائع لكتل الرقابة (كتل الأسهم)، حيث وجد الباحثان أن هناك مردودية أعلى عندما يكون البائع شخصا طبيعيا.

## المبحث الثاني : تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات

تناولت العديد من الأدبيات دراسة العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة، حيث أكد بعض الباحثين على وجود علاقة طردية خطية بين المتغيرين، في حين خلص باحثون آخرون على وجود علاقة غير خطية بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة.

### 1. العلاقة الخطية بين الملكية الإدارية والأداء المالي :

أشار Janssen et Meckling (1976) إلى أنه كلما كانت حصة رأس المال المملوكة للمسيرين (المديرين) أكبر كلما أدى ذلك إلى تقليل تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين، إذ لاحظ الباحثان أن الملكية الإدارية لرأس المال تؤدي إلى تقليل ميل المديرين لاستغلال مناصبهم لإشباع رغباتهم الشخصية وهدر ثروة المساهمين (الملاك)، إضافة لذلك فإن ملكيتهم لجزء من رأس المال يشجعهم على اتخاذ قرارات تؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة وهذا في ظل فرضية تقارب المصالح *La convergence des intérêts* التي تشير إلى أن قيمة المؤسسة ترتفع بارتفاع نسبة رأس المال المملوك بواسطة المسيرين (المديرين).<sup>1</sup>

### 2. العلاقة غير خطية بين الملكية الإدارية والأداء المالي :

أشار Mork, et al (1988) إلى وجود علاقة غير خطية بين مساهمة أعضاء مجلس الإدارة مقاسة بنسبة رأس المال المملوك للمديرين (المسيرين) والأداء المالي معبرا عنه بنسبة *Tobin's Q*، حيث أجرى الباحثون دراستهم على عينة مكونة من 371 مؤسسة أمريكية سنة 1980، وقد فسّر Mork, et al (1988) العلاقة غير الخطية انطلاقا من فرضية تقارب المصالح *La convergence des intérêts* وفرضية تجذّر المسيرين *L'enracinement managerial* حيث كانت نتائج الدراسة على النحو التالي:<sup>2</sup>

- عندما تكون ملكية أعضاء مجلس الإدارة (المديرين) بين 0 و 5% من رأس مال المؤسسة فإن الأداء المالي معبرا عنه بنسبة *Tobin's Q* يكون على علاقة طردية مع الملكية الإدارية وقد فسّر الباحثون ذلك بوجود تقارب للمصالح بين المسيرين والمساهمين.

<sup>1</sup>Michael C. Jensen, William H. Meckling, Op.Cit, P 313.

<sup>2</sup>Randall Morck, and al, Management ownership and market valuation : an empirical analysis, Journal of Financial Economics, Vol. 20, N°. 1-2, 1988, PP 293-315.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

- عندما تكون ملكية أعضاء مجلس الإدارة بين 5% و 25% من رأس المال المؤسسة توجد هناك علاقة عكسية بين الملكية الإدارية والأداء المالي، وقد تم تفسير ذلك من خلال فرضية تجذّر المسيرين (المديرين) التي تؤدي إلى هدر ومصادرة ثروة المساهمين مما ينعكس سلبا على أداء المؤسسة.
- أما إذا تجاوزت نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة 25% من رأس مال المؤسسة يرتفع مرة أخرى الأداء المالي للمؤسسة وبالتالي وجود علاقة طردية بين الملكية الإدارية ونسبة Tobin's Q، وقد أشار Mork, et al (1988) إلى أنه خلال ذلك المجال فإن تجذّر المسيرين ينخفض مع ارتفاع تقارب المصالح بين المسيرين والمساهمين مرة أخرى.

وقد أكدت كذلك دراسة McConnell et Servaes (1990) التي تمت على 1173 مؤسسة أمريكية سنة 1976 و 1093 مؤسسة أمريكية سنة 1986 على وجود علاقة غير خطية بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة، حيث خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لرأس المال والأداء المالي معبرا عنه بنسبة Tobin's Q إلى غاية ملكية 40% و 50% من رأس مال المؤسسة وبعد ذلك تصبح العلاقة عكسية، وهو ما يدعم نتائج دراسة Mork, et al (1988) بخصوص العلاقة غير خطية بين ملكية أعضاء مجلس الإدارة والأداء المالي.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث : تأثير هوية الملاك على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات

أشارت نظرية الوكالة إلى أن جميع أطراف المصلحة في المؤسسة (المساهمين، المسيرين، الدائنين والعمال... الخ)، يعملون على تحقيق أقصى قدر ممكن من المنفعة في ظل تفضيلات مختلفة للمخاطرة وهذا ما يمكن أن يؤثر على استراتيجية المؤسسة ومستوى أدائها المالي.

لذلك عند تناول موضوع هيكل الملكية لا بد من دراسة عنصرين أساسيين وهما تركيز الملكية وهوية المساهمين (الملاك) ونسبة ملكيتهم لرأس مال المؤسسة، لذلك سوف نتناول فيما يلي كلا من الملكية العائلية، الملكية الأجنبية، ملكية الدولة، وملكية المستثمرين المؤسسيين.

#### المطلب الأول : الملكية العائلية والأداء المالي للمؤسسة

تعد الملكية العائلية نمط الملكية الأكثر انتشارا في العالم خصوصا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكن تعتبر موجودة كذلك في المؤسسات الكبيرة الحجم المدرجة بالبورصة، ففي الولايات المتحدة الأمريكية 35%

<sup>1</sup>John J. McConnell , Henri Servaes, Additional evidence on equity ownership and corporate value. Journal of Financial Economics, Vol. 27, N°. 2, 1990, PP 595-612.



من المؤسسات العائلية هي ضمن الـ 500 مؤسسة المصنفة على أنها أكبر المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية، وثلاثي المؤسسات العائلية ضمن المؤسسات المدرجة في البورصة الفرنسية.

### الفرع الأول : تعريف المؤسسة العائلية وأنواعها

يتطلب دراسة الأداء المالي للمؤسسة العائلية التطرق في البداية لمختلف التعريفات التي قدمت للمؤسسة العائلية وأنواعها.

#### 1. تعريف المؤسسة العائلية :

لقد دار نقاش أكاديمي واسع حول تعريف المؤسسات العائلية لكن من دون الوصول إلى اتفاق في تعريفها، فلقد جمعت دراسة Miller et al (2007) حوالي 28 تعريفا للمؤسسات العائلية والتي استخدمت في عدد كبير من الأبحاث في مجال المالية وعلوم التسيير.

من بين هذه التعريفات نذكر مايلي :

- تعريف Anderson et Reeb (2003) : تعرف المؤسسة العائلية على أنها "المؤسسة التي يكون مؤسسها أو أحد أفراد عائلته بالدم هو رئيس أو عضو مجلس إدارة أو مدير، أو مالك لـ 5% على الأقل من أسهم المؤسسة بشكل فردي أو جماعي".<sup>1</sup>
- تعريف Gomez –Mejia et al (2003) : المؤسسات العائلية هي "المؤسسات التي يكون فيها مديران أو أكثر على علاقة عائلية\* وأفراد العائلة يملكون على الأقل 5% من أسهم المؤسسة".<sup>2</sup>
- تعريف Barth et al (2005) : "تكون المؤسسة عائلية إذا تم امتلاك على الأقل 33% من أسهم المؤسسة من طرف فرد أو عائلة واحدة".<sup>3</sup>
- تعريف Villalonga et Amit (2006) : "تكون المؤسسة عائلية إذا كان المؤسس أو فرد من العائلة بمثابة مدير تنفيذي أو رئيس مجلس إدارة، أو مالك لأكثر من 20% من الأسهم العادية للمؤسسة بشكل فردي أو جماعي".<sup>4</sup>
- تعريف Perez-Gonzalez (2006) : تعرف المؤسسة العائلية على أنها "المؤسسة التي تتوفر على أحد هذين العنصرين"<sup>5</sup> :

<sup>1</sup>Ronald C. Anderson, David M. Reeb, Founding-family ownership and firm performance : evidence from the S&P 500, Journal of Finance, Vol. 58, N° 3, 2003, P1308.

\* العلاقة العائلية : الأب، الأم، الأخت والأخ، الابن والبنات، الزوج، الصهر، العم، العممة، ابن الأخ، ابنة الأخ، ابن العم.

<sup>2</sup>Danny Miller, and al, Are family firms really superior performers?, Journal of Corporate Finance, Vol. 13, N° 5, 2007, P833.

<sup>3</sup>Idem.

<sup>4</sup>Belen Villalonga, Raphael Amit, How do family ownership, control and management affect firm value? , Journal of Financial Economics, Vol. 80, N° 2, 2006, P389.

<sup>5</sup>Danny Miller, and al, Op.Cit, P835.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

- فردين أو أكثر مرتبطين بصلة الدم بمثابة مدراء، موظفين أو مساهمين.
- امتلاك الفرد على الأقل لـ 5% من ملكية المؤسسة (الأسهم)".
- تعريف Maury (2006) : "تكون المؤسسة عائلية إذا كان المساهم الأكبر الذي يملك مالا يقل عن 10% من أسهم المؤسسة متمثلاً في عائلة أو فرد.<sup>1</sup>"

### 2. أنواع المؤسسات العائلية :

يمكن تصنيف المؤسسات العائلية بناءً على مدى الجمع بين الملكية والتسيير إلى ثلاثة أصناف وهي كما يلي<sup>2</sup>:

#### أ- مؤسسة عائلية (تسيير و ملكية M&O) :

في هذا الصنف من المؤسسات العائلية يكون المدير العام أو رئيس مجلس الإدارة إما المؤسس أو ابنه، وتكون العائلة المؤسّسة المساهم الأكبر فيها، وبالتالي يكون للمؤسسة العائلية تأثير من خلال الملكية والتسيير، فحسب نظرية الوكالة تتمثل ميزة المؤسسات العائلية (M&O) في امتلاكها حوافز مالية قوية لتحسين أداء المؤسسة بسبب حيازة عدد كبير من الأسهم من طرف العائلة (تركيز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين).

إضافة إلى ذلك يكمن الهدف الأساسي من حيازة (السيطرة) غالبية الأسهم من طرف العائلة المؤسّسة هو الحفاظ على درجة رقابتهم على المؤسسة بدلا من الاستثمار لتحقيق عوائد على رأس المال، كما أن المؤسسات العائلية (M&O) لا تولي اهتماما كافيا بأداء مؤسسة كما أنها تتخذ قرارات تعود بالفائدة على العائلة المؤسّسة على حساب صغار المساهمين، فمثلا حتى وإن لم يثبت الابن كفاءته وجدارته في التسيير يمكن للعائلة متابعة تشجيعه لتنصيبه من بني كبار المساهمين، بدلا من توظيف مسيرين من خارج المؤسسة أكثر كفاءة.

#### ب- مؤسسة عائلية (ملكية O) :

وهي عبارة عن مؤسسة حيث تكون فيها العائلة المؤسّسة بمثابة المساهم الأكبر، لكن لا يكون المدير العام أو رئيس مجلس الإدارة فردا من العائلة، في هذا النوع من المؤسسات العائلية تمتلك العائلة المؤسّسة التأثير من خلال الملكية فقط، حيث يمكن للعائلات المؤسّسة القيام بالرقابة وتهذيب (انضباط) سلوك المسير بصفتها المساهم الأكبر وكذا المساهمة في التأثير على أداء المؤسسة.

<sup>1</sup>Benjamin Maury, Family ownership and firm performance : pmpirical evidence from Western European corporations , Journal of Corporate Finance, Vol. 12, N° 2, 2006, P 324.

<sup>2</sup>Takuji Saito, Family firms and firm performance : evidence from Japan, Wias Discussion Paper N° 2007-005, 2008, PP4-5.

ت- مؤسسة عائلية (تسيير M) :

في هذا النوع من المؤسسات العائلية يكون المدير العام أو رئيس مجلس الإدارة أحد أفراد العائلة المؤسّسة لكن لا تكون العائلة المؤسّسة المساهم الأكبر، تتمثل ميزة المؤسسات العائلية من الصنف (M) في صعوبة اتخاذ قرارات تعود بالفائدة على العائلة المؤسّسة على حساب بقية المساهمين وعلى أداء المؤسسة، حيث يتم تقييد المدير العام أو رئيس مجلس الإدارة (وهو فرد من العائلة) من طرف بقية كبار المساهمين، إضافة إلى ذلك لا يملك المدير العام أو رئيس مجلس الإدارة للمؤسسة حوافز مالية معتبرة لتحسين أداء المؤسسة العائلية بسبب انخفاض مستوى ملكية العائلة المؤسّسة.

تجدر الإشارة إلى أنه ونظرا لمشاكل الوكالة يتوقع عدم اختلاف أداء هذا النوع من المؤسسات العائلية عن المؤسسات غير العائلية.

الفرع الثاني : خصائص المؤسسات العائلية

أشارت النظرية المالية والكثير من الأبحاث الميدانية إلى بعض الخصائص التي يمكن اعتبارها نموذجية خاصة بالنسبة للملكية العائلية نذكر من بينها ما يلي :

1. الأفق الزمني الممتد لقرارات المؤسسة :

أشار James (1999) إلى أن الأفق الزمني الممتد لأفراد العائلة يسمح للمؤسسات العائلية بتقديم أداء أفضل مقارنة بنظيرتها من المؤسسات غير العائلية، حيث يعتبر الملاك (أفراد العائلة) مؤسستهم كإرث للأجيال القادمة وهو ما يجعل قرارات المؤسسات العائلية ممتدة في الأفق الزمني.<sup>1</sup>

أكد James (1999) كذلك على أن الروابط الأسرية والولاء والاستقرار والأمان توفر حوافز لمسيري العائلة لضمان الاستمرارية والقدرة التنافسية للمؤسسة في المستقبل، بعبارة أخرى تعمل رفاهية العائلة كحافز للملاك - المسيرين- لبذل جهد أكبر من أجل نجاح المؤسسة وضمان استمراريتها للأجيال القادمة من العائلة المؤسسة.<sup>2</sup>

كذلك أيدت دراسة Anderson et Reeb (2003) استنتاجات James (1999) بخصوص الأفق الزمني الممتد بالنسبة للمؤسسات العائلية، كما أكد الباحثان كذلك على أنه بإمكان أصحاب العائلة أن يتميزوا بملكية للمدى الطويل، حيث يجدون أنه من المهم تمرير مؤسستهم كإرث للأجيال القادمة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Harvey S. James, Owner as manager, extended horizons and the family firm, International Journal of Economics of Business, Vol. 6, N° 1, 1999, P47.

<sup>2</sup>Ibid, P48.

<sup>3</sup>Ronald C. Anderson, David M. Reeb, Op.Cit, P1302.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

بالإضافة إلى ما سبق واستنادا إلى الأدبيات السابقة بخصوص تكاليف الوكالة فإن الجمع بين الملكية والتسيير من شأنه أن يقلل من تكاليف الوكالة في المؤسسات العائلية ويساهم في الرفع من مستوى أدائها، إلى جانب ذلك أشار Fama et Jensen (1983) إلى أنه وبفضل التعاون الوثيق لملاك المؤسسة العائلية، ونظرا لزيادة كفاءتهم في الرقابة على سلوك المسيرين تصبح تكاليف الوكالة في المؤسسات العائلية ذات مسيرين من خارج العائلة أقل مقارنة بالمؤسسات غير العائلية.

بالرغم من ذلك أكد James (1999) على أن المؤسسات العائلية ذات فرد من العائلة بصفته مسيرا يمكن أن تواجه عدة مشاكل والتي يمكن أن تخفض أو حتى تدمر المزايا المحققة من طرف هيكل الرقابة للعائلة المسيرة، على سبيل المثال المحسوبة أي أن تفضيل أفراد العائلة كمسيرين لمؤسستهم على حساب المسيرين الموهوبين من خارج العائلة ينشأ صراع بين أفراد العائلة، بالإضافة إلى احتمال عدم استعداد ورثة العائلة لاستمرار نشاط المؤسسة، كلها عوامل من شأنها أن تؤدي إلى اتخاذ قرارات دون المستوى الأمثل واستثمارات سيئة التخطيط.<sup>1</sup>

### 2. تجنب أو النفور من المخاطر :

قدمت عدة دراسات ميدانية أدلة على أن للمؤسسات العائلية هيكل رأس مال متحفظ أكثر من المؤسسات غير العائلية، فقد أشارت دراسة المقارنة التي قام بها McConaughy et al (2001) بين المؤسسات الأمريكية المراقبة من طرف العائلة المؤسّسة\* والمؤسسات المراقبة من طرف عائلة غير مؤسّسة خلال الفترة 1986-1988 إلى أن للمؤسسات المراقبة من طرف مؤسس المؤسسة العائلية هيكل رأس مال متحفظ أكثر، وبالتالي مخاطر أقل مقارنة بالمؤسسات العائلية أين يكون المسيرون من خارج العائلة وذلك من خلال مقارنة نسبة إجمالي الأصول في كلا العينتين، كما كشفت ذات الدراسة أن المؤسسات العائلية المراقبة من طرف العائلة المؤسّسة تستعمل ديونا قصيرة المدى أقل من المؤسسات العائلية المراقبة من طرف العائلة غير المؤسّسة.<sup>2</sup>

كذلك خلصت دراسة Mishra et al (2001) التي أجريت على عينة من المؤسسات العائلية في النرويج إلى نتائج مماثلة لدراسة McConaughy et al (2001) حيث أشارت الدراسة إلى أن المؤسسات العائلية تستخدم ديونا أقل في هيكلها المالي.<sup>3</sup>

من جهة أخرى خلصت دراسة Mishra et McConaughy (1999) التي أجريت على عينة من المؤسسات الأمريكية المدرجة في البورصة إلى أن المؤسسات العائلية المراقبة من طرف العائلة المؤسّسة تستخدم ديونا أقل مقارنة بالمؤسسات العائلية المراقبة من العائلة غير المؤسّسة، كما كشفت الدراسة كذلك على أنه هناك

<sup>1</sup>Harvey S. James, Op.Cit, P52.

\* تعرف المؤسسة المراقبة من طرف عائلة مؤسّسة كشركة أسهم أين يكون المدير التنفيذي اما مؤسس المؤسسة أو أحد أفراد العائلة.

<sup>2</sup>Daniel L. McConaughy, and al, Founding Family Controlled Firms Performance, Risk, and Value, Journal of Small Business Management, Vol.39, N°.1, 2001, PP31-49.

<sup>3</sup>Chandra S. Mishra, and al, The effect of founding family influence on firm value and corporate governance, a study of Norwegian firms, Journal of International Financial Management and Accounting, Vol.12, N°. 3, 2001, PP235-259.

### الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

تجنب للديون قصيرة المدى في المؤسسات العائلية المراقبة من طرف العائلة المؤسّسة أكثر من مثلتها من المؤسسات العائلية المراقبة من طرف العائلة غير المؤسّسة.<sup>1</sup>

مما سبق نخلص إلى أن أغلب الدراسات الميدانية أشارت إلى تجنب المؤسسات العائلية للتمويل بالديون وخصوصا القصيرة المدى، كما أشارت تلك الدراسات إلى أن تجنب الديون في المؤسسات العائلية يمكن أن يؤدي إلى التخلي عن الاستثمارات المرحة وبالتالي يسبب تضاربا في المصالح بين العائلة والمساهمين الخارجيين، إضافة إلى أن انخفاض الرافعة المالية في المؤسسات العائلية يمكن أن يؤدي إلى تحقيق معدلات مردودية أدنى.

من جهة أخرى أشارت عدة دراسات كذلك إلى أن هناك تجنباً للاستثمار في الأصول غير الملموسة من طرف المؤسسات العائلية وذلك لتجنب المخاطر، فقد وجدت تلك الدراسات أن هناك اختلافات من حيث نفقات البحث والتطوير بين المؤسسات العائلية والمؤسسات غير العائلية، فقد أشار Villalonga et Amit (2006) إلى أن نفقات البحث والتطوير في المؤسسات العائلية تكون أقل مقارنة بالمؤسسات غير العائلية.<sup>2</sup>

كذلك أكد Muñoz-Bullón et Sanchez-Bueno (2011) على أنه وبالرغم من إرتفاع نسبة الإستثمارات الصافية الإجمالية إلى مجموع الأصول في المؤسسات العائلية مقارنة بالمؤسسات غير العائلية غير أن نفقات البحث والتطوير R&D تكون أقل في المؤسسات العائلية مقارنة بالمؤسسات غير العائلية.<sup>3</sup>

### 3. تركيز الملكية :

أشارت العديد من الدراسات إلى أن المؤسسات العائلية تتميز بتركيز للملكية في يد العائلة المؤسّسة وهو ما يعزز من فاعلية الرقابة في المؤسسات العائلية مقارنة بالمؤسسات غير العائلية وبالتالي ارتفاع أرباح المؤسسات العائلية.

أكد Ang et al (2000) على أن تركيز الملكية بالنسبة للمؤسسات العائلية يسمح بتخفيض تكاليف الوكالة وذلك بسبب فعالية الرقابة فيها، كما أن تركيز الملكية يخفض من مشكلة المستفيدين بالمجان من الرقابة بالنسبة للمالكين غير المسيرين.<sup>4</sup>

كما أشارت دراسة Maury (2006) التي أجريت على عينة من دول أوروبا الغربية إلى أن الملكية تتركز أكثر في المؤسسات العائلية مقارنة بالمؤسسات غير العائلية، إضافة إلى ذلك فإن توظيف الملاك من العائلة بشكل معتبر يعزز أكثر من آليات الرقابة المختلفة فيها.<sup>5</sup>

<sup>1</sup>Chandra S Mishra, Daniel L. McConaughy, Founding family control and capital structure : The risk of loss of control and the aversion to debt, Entrepreneurship Theory and Practice, Vol.23, N°.4, 1999, PP53-64.

<sup>2</sup>Belen Villalonga, Raphael Amit, Op.Cit, P396.

<sup>3</sup>Fernando Muñoz-Bullón, Maria J. Sanchez-Bueno, The impact of family involvement on the R&D intensity of publicly traded firms, Family Business Review, Vol 24, N°. 1, 2011, PP 62-70.

<sup>4</sup>James S. Ang, and al, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Finance, Vol. 55, N°. 1, 2000, P87.

<sup>5</sup>Benjamin Maury, Op.Cit, P329.

### الفرع الثالث : مميزات وعيوب المؤسسات العائلية ومراحل تطورها

تؤدي المؤسسات العائلية دوراً مهماً وحيوياً في اقتصاديات الدول على مر العصور والأزمنة وخلال جميع المراحل التي تمر بها منذ تأسيسها من طرف مؤسسها وإلى غاية انتقالها للأجيال الأخرى، وذلك لامتلاكها بعض المميزات التي تسمح لها بتحقيق مستويات أداء عالية مقارنة بالمؤسسات غير العائلية، غير أنها تعاني في نفس الوقت من بعض العيوب والسلبيات والتي يمكن أن تؤثر على مستوى أدائها.

#### 1. مميزات وعيوب المؤسسات العائلية :

تطرت عدة أبحاث للخصائص المميزة للمؤسسات العائلية، إذ يمكن للرقابة المطبقة من طرف أفراد العائلة أن تحقق بعض الامتيازات كما أنها قد تتسبب في بعض المشكلات خاصة من حيث الحوكمة والكفاءة.

#### أ- مميزات المؤسسات العائلية :

تبرز مميزات المؤسسات العائلية مقارنة بالمؤسسات غير العائلية إما من خلال الملكية أو من خلال التسيير، فحسب معيار الملكية فإن غالبية أسهم المؤسسة تكون مملوكة لأفراد العائلة، أما حسب معيار التسيير فإن تسيير المؤسسة العائلية يكون من طرف أفراد العائلة شخصياً من خلال شغل منصب رئيس تنفيذي أو عضو مجلس إدارة.

أشار كذلك Demsetz et Lehn (1985) إلى أن الملكية المركزة إضافة إلى المساهمة في التسيير تسمح بوجود عائلات مؤسّسة، حيث تحتل العائلة وضعية مميزة في مؤسستهم وهذا ما يسمح لها برقابة فعالة عليها والبحث عن موارد بشرية أفضل لتسييرها، كذلك تقل الصراعات بين المالكين والمسيرين كما يرتفع أداء المؤسسة العائلية إلى أقصى حد، إضافة إلى ذلك بفضل تركيز الملكية يحظى أفراد العائلة أيضاً بسلطة أكثر من بقية المساهمين لتحقيق أهدافهم، كما أن مساهمة أفراد العائلة في التسيير من شأنه أن يرفع الأداء المالي للمؤسسة العائلية.<sup>1</sup>

كذلك من بين مميزات المؤسسات العائلية نذكر ما يلي<sup>2</sup>:

- الثقة المتبادلة بين أفراد العائلة وهو ما يؤدي إلى خلق مناخ مريح في العمل وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع مستوى أداء المؤسسات العائلية.
- قضاء أفراد العائلة أكبر وقت ممكن في مكان العمل وهذه ميزة اجتماعية حيث تزيد من قوة الروابط العائلية والتي تنعكس على النشاط الاقتصادي للمؤسسة.

<sup>1</sup>Harold Demsetz, Kenneth Lehn, Op.Cit, P1170.

<sup>2</sup>ماجد محمد الفراء، تقييم الممارسات الادارية لدى المنشآت العائلية في قطاع غزة، مجلة التجارة والتمويل، جامعة طنطا، مصر، العدد 01، 2005، ص ص 10-11.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

- الولاء للمؤسسة وهذا راجع لكونهم المالكين لرأس المال لذلك فهم يبذلون كل جهدهم ووقتهم من أجل إنجاح المؤسسة.
- المرونة والسرعة في عملية اتخاذ القرار.
- شهرة العائلة بالإضافة إلى العلاقات القوية مع الشركاء الخارجيين مثل الموردين، العملاء، البنوك... الخ.
- استقلالية مالية أكثر بسبب انخفاض مستوى الديون.
- الخبرة الموروثة من أصحاب المؤسسات العائلية، فعلى الرغم من قلة حظ عدد كبير منهم من التعليم فإن الكثير منهم يجيد فنون الإدارة.

### ب- سلبيات أو عيوب المؤسسات العائلية :

تتميز المؤسسات العائلية ببعض العيوب والتي يمكن أن تؤثر على مستوى أدائها فلقد أشار Sheifes et Vishny (1997) إلى أن تركيز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين في المؤسسات العائلية يمكن أن يؤدي إلى تحويل قدر من الأرباح لحسابهم الخاص وذلك بسبب صعوبة الفصل بين مصالحهم المالية الخاصة عن مصالح بقية المساهمين.<sup>1</sup>

كذلك أشار Pee (2006) إلى أن المؤسسات العائلية تميل إلى توظيف أفراد العائلة بدلا من البحث عن مسيرين أكثر كفاءة وخبرة .

كذلك من بين عيوب المؤسسات العائلية نذكر ما يلي<sup>2</sup>:

- المجاملة في تحمل الأخطاء والتغاضي عن بعض أو كل التجاوزات عند ارتكابها من قبل أحد أفراد العائلة العاملين في المؤسسة.
- عدم إخضاع أداء العاملين في المشاريع وسلوكهم للتقييم، وذلك بسبب الجمع بين التسيير والملكية، وعدم اللجوء إلى تغيير فريق التسيير إذا كان أداءه غير مرض.
- عدم الوضوح في تحديد الصلاحيات والمسؤوليات لأعضاء مجلس الإدارة من أفراد العائلة وذلك لعدم استخدام معايير سليمة لوضع الرجل المناسب في المكان المناسب.
- عدم الموضوعية في تحمل الأعباء والتكاليف ويحدث هذا لعدم وجود نظام للرواتب والإجازات والمصاريف مما يؤدي إلى زيادة الأعباء.

<sup>1</sup>Andrei Shleifer, Robert Vishny, A survey of corporate governance, Op.Cit, P754.

<sup>2</sup>ماجد محمد الفراء، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-12.

## 2. مراحل تطور المؤسسة العائلية :

تمر المؤسسة العائلية بعدة مراحل وهي<sup>1</sup> :

- **مرحلة الجيل الأول** : تبدأ معظم المؤسسات العائلية كمؤسسة فردية يمتلكها المؤسس، حيث أن سلطة الإدارة العليا لتلك المؤسسة تكون في يد المؤسس بحكم امتلاكه لها، ثم تأخذ المؤسسة مع مرور الزمن في التحول إلى مؤسسة عائلية من خلال دخول أبناء المؤسس للعمل في خدمة تلك المؤسسة مع المؤسس.
- **مرحلة الجيل الثاني** : وهي مرحلة مشاركة الأبناء (الورثة) حيث تبدأ هذه المرحلة بعد وفاة المؤسس أو عجزه الكامل عن العمل، أو اضطراره للتنازل عن سلطاته الإدارية للشخص الثاني في حياة المؤسس الذي عادة ما يكون الابن الأكبر الذي يأخذ دور الأب، وبالتالي يستمر نشاط المؤسسة العائلية لكن بوتيرة أقل من المرحلة السابقة.
- **مرحلة الجيل الثالث** : وهي مرحلة مشاركة الأحفاد، حيث تظهر خلال هذه المرحلة بعض مظاهر الخلاف العائلي حول تحديد من سيقود المؤسسة العائلية من الجيل الثالث فكل من الأبناء (الشركاء) يريد أن يكون ابنة هو القائد، مما يؤدي إلى بعض التعقيدات الإدارية والصعوبات في اتخاذ القرارات الإستراتيجية اللازمة لتطوير واستمرارية وبقاء المؤسسة العائلية.

## الفرع الرابع : تأثير الملكية العائلية على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات

تعتبر العائلات المؤسّسة طبقة واحدة من المساهمين الذين يملكون حافظات مالية غير متنوعة، حيث يعتبرون بمثابة مستثمرين على المدى البعيد (أجيال متعددة) وغالبا ما يراقبون المناصب الإدارية العليا، لذلك فالمؤسسات العائلية تمتلك امتيازات مهمة للتأثير والرقابة على المؤسسة فمن المحتمل أن يؤدي ذلك إلى اختلافات في الأداء مع المؤسسات غير العائلية.

### 1. التأثير السلبي للملكية العائلية :

ركزت الأبحاث التقليدية بخصوص المؤسسات العائلية على التكاليف المحتملة المرتبطة بالملكية العائلية والعلاقة السلبية بين ملكية العائلة المؤسّسة وأداء المؤسسات العائلية، وعلى العموم هناك فئتان مختلفتان بخصوص تلك الأبحاث، حيث تعتمد الفئة الأولى على نظرية الوكالة وتركز على سلوكيات مصادرة الثروة المتعلقة بالملكية العائلية، في حين اهتمت الفئة الثانية بالتداخلات المؤسساتية في المؤسسات العائلية وتركيز المساهمين والمسيرين في العائلة على الأهداف الاجتماعية قبل الأهداف الاقتصادية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عصام خلف الله عوض الكريم ، أخبار الشركات العائلية، رسالة ماجستير غير منشورة، الأكاديمية العربية البريطانية للتعليم العالي، لندن، إنجلترا، 2008، ص ص 16-18.  
<sup>2</sup>Wenyi Chu, The influence of family ownership on SME performance : evidence from public firms in Taiwan, Small Business Economics, Vol. 33, N°. 3, 2009, P355.



## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

من وجهة نظر نظرية الوكالة تم على نطاق واسع مناقشة تأثير هيكل الملكية على أداء المؤسسة وذلك منذ أن قدم Berle et Means (1932) مقاله الذي يشير فيه إلى آثار الفصل بين الملكية والتسيير مما نتج عنه مشاكل الوكالة، حيث يمكن تخفيف مشاكل الوكالة من خلال الرقابة الفعالة لكبار المساهمين (تركيز الملكية في أيدي عدد قليل من المساهمين)، لكن الجمع بين الملكية والرقابة يسمح أيضا للمساهمين المركزيين (كبار المساهمين) بتحويل الأرباح إلى أجور خاصة من خلال عدة وسائل كأسهم التصويت الأعلى أو أرباح الأسهم الخاصة.<sup>1</sup>

كذلك من المحتمل أن يكون للمساهمين والمسيرين في المؤسسات العائلية أدوار ومسؤوليات غير واضحة أو حتى قد تكون غير محددة وهو ما يؤثر سلبا على أداء المؤسسات العائلية.<sup>2</sup>

كما يمكن أن يملك المساهمون في المؤسسات العائلية حوافز وسلطة لاتخاذ قرارات تعود بالفائدة على أفراد عائلتهم على حساب أداء المؤسسة.<sup>3</sup>

يمكن كذلك للعائلات المؤسّسة العمل لصالحهم الخاص على حساب المساهمين الأقلية فمثلا يمكن للعائلات المؤسّسة مصادرة الموارد بعيدا عن المشاريع المربحة، كما يميل المساهمون في المؤسسات العائلية إلى معاملة المؤسسة كمصلحة لتوظيف العائلة، كما يمكنهم تقييد المناصب الإدارية العليا لأفراد العائلة بدلا من توظيف مسيرين مؤهلين وذوي خبرة.<sup>4</sup>

بالإضافة إلى ذلك يهتم الملاك في المؤسسات العائلية عادة بالأهداف غير الربحية مثل نمو المؤسسة وبقائها، في حين يهتم المستثمرون المؤسسيون والمساهمون الأقليةون أكثر بزيادة قيمة الأسهم (خلق القيمة).

كما أشارت العديد من الدراسات النظرية والتجريبية إلى أن المؤسسات العائلية تتميز بتجدر إداري أكبر للمسيرين مقارنة بالمؤسسات غير العائلية، فقد أكد Shleifer et Vishny (1997) على أن أحد أهم السلبيات التي يمكن لكبار المساهمين في المؤسسات العائلية فرضها تكمن في الحفاظ على البقاء ضمن فريق التسيير للمؤسسة حتى وإن انعدم التخصص والتأهيل لتسيير المؤسسة العائلية.<sup>5</sup>

لذلك أكدت عدة أبحاث على أن التجدر الإداري في المؤسسات العائلية وسلوكيات نزاع (مصادرة) ملكية المساهمين الأقلية في العائلة من طرف كبار المساهمين (المساهمين المركزيين) يؤدي إلى طرح قضية حوكمة المؤسسات العائلية والاهتمام بأداء المؤسسة العائلية.<sup>6</sup>

<sup>1</sup>Wenyi Chu, Family ownership and firm performance : Influence of family management, family control, and firm size, Asia Pacific Journal of Management, Vol. 28, N° 4, 2011, P835.

<sup>2</sup>Wenyi Chu, The influence of family ownership on SME performance : evidence from public firms in Taiwan, Op.Cit, P355.

<sup>3</sup>Ronald C. Anderson, David M. Reeb, Op.Cit, P1304.

<sup>4</sup>Wenyi Chu, Family ownership and firm performance : Influence of family management, family control, and firm size, Op.Cit, P835.

<sup>5</sup>Andrei Shleifer, Robert Vishny, A survey of corporate governance, Op.Cit, P760.

<sup>6</sup>Wenyi Chu, The influence of family ownership on SME performance : evidence from public firms in Taiwan, Op.Cit, P355.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

أما بالنسبة للفئة الثانية من الأبحاث فقد أكد Lansberg (1983) على أن طبيعة التداخل المؤسسي للمؤسسات العائلية يمكن أن تسبب مشكلا إداريا، حيث يعود التداخل المؤسسي إلى تعايش مؤسستين مختلفتين نوعيا- المؤسسة كعائلة والمؤسسة كنشاط اقتصادي- والتي تؤثر بشكل جوهري على نمط الحوكمة في المؤسسات العائلية.<sup>1</sup>

إن اعتبار المؤسسة كعائلة يفرض على تنظيم المؤسسة والموارد المخصصة في المؤسسات العائلية أن تعكس الثقة الشخصية والروابط الاجتماعية لضمان رعاية أفراد العائلة، في المقابل اعتبار المؤسسة كنشاط اقتصادي ينبغي على الإدارة العليا للمؤسسات العائلية اتباع منطق اقتصادي للسعي إلى تحقيق الكفاءة والفعالية، عدم التوافق من حيث القيم والمعايير لهاتين المؤسستين يحد من فعالية المؤسسات العائلية.

ونظرا لهذه التداخلات المؤسسية يمكن أن لا يهدف المالك أو المسير في المؤسسات العائلية دائما إلى تحقيق الربح، وإنما يسعى إلى تلبية الاحتياجات الاجتماعية والنفسية لأفراد العائلة مثل الحاجة إلى الانتماء والشعور بالهوية، لهذا يمكن أن تسعى العائلة المؤسسة لتحقيق مصلحتها الخاصة على حساب بقية المساهمين (المساهمين الأقلية)، من خلال معاملة المساهمين من العائلة المؤسسة كمصلحة لتوظيف العائلة، كذلك من المرجح أن تعارض العائلات المؤسسة (المؤسسات العائلية) توظيف مسيرين مؤهلين ومهنيين من خارج العائلة من خلال توفير مناصب تنفيذية لصالح أفراد العائلة المقربين مهما كانت خبراتهم ومواهبهم، ويمكن أن يؤثر ذلك على الإنتاجية في المؤسسات العائلية.

باختصار تعايش الأهداف الاقتصادية والاجتماعية يجعل تسيير المؤسسات العائلية معقدا بشكل خاص.

### 2. التأثير الإيجابي للملكية العائلية :

على الرغم من أن الأدبيات (التقليدية) أشارت إلى إمكانية التأثير السلبي للملكية العائلية على أداء المؤسسة، إلا أن تأثير العائلة يمكن أن يقدم امتيازات تنافسية ويكون له أثرا إيجابيا على أداء المؤسسات العائلية، فقد أشارت مجموعة من الدراسات التجريبية إلى أن ملكية العائلة المؤسسة تؤثر إيجابيا على أداء المؤسسة.

لقد تم فحص بعض الخصائص المتعلقة بالملكية العائلية وتم اقتراحها كمصادر للميزات التنافسية في المؤسسات العائلية من بينها : الجمع بين الملكية والرقابة، مزايا المعلومات، التواجد الدائم للمساهمين في العائلة، المقاولاتية وكفاءة الاستثمار.

أولا استنادا إلى منظور نظرية الوكالة أكد Demsetz et Lehn (1985) على أن الجمع بين الملكية والرقابة يعتبر حافزا لتقليل صراعات الوكالة (بين الملاك والمسيرين) وزيادة قيمة المؤسسة خصوصا أن ثروة المؤسسة مرتبطة ارتباطا وثيقا برفاهيتها، كما يملك المساهمون في العائلة حوافز قوية للرقابة على سلوك المسيرين وتقليل

<sup>1</sup>Idem.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

مشاكل المستفيدين بالجانب من المعلومات المرتبطة بصغار المساهمين (المساهمون الأقلية)، إضافة إلى ذلك بإمكان كبار المساهمين من العائلة العمل على تخفيف التجذّر الإداري ونزع (مصادرة) الملكية.<sup>1</sup>

ينظر إلى المساهمين والمسيرين في العائلة باعتبارهم المالكين والمطالبين والمتبعين والمراقبين للمؤسسة التي تنتمي إلى حد كبير لعائلاتهم، لهذا يمكن أن تمثل المؤسسات العائلية شكل تنظيمي مثالي حيث تتوافق أهداف المالك مع أهداف المؤسسة، فقد أشار Cavery (1998) إلى أن المؤسسات العائلية تواجه مخاطر الخطر الاخلاقي *risque moral* أقل مقارنة بالمؤسسات غير العائلية.<sup>2</sup>

ثانياً أشار باحثوا نظرية الوكالة إلى أن الرقابة تتطلب معلومات وأن المعلومات ليست مجانية (مكلفة)، لذلك مقارنة ببقية المساهمين يملك المساهمون من العائلة قدرة الحصول على معلومات أعلى ومعرفة أفضل حول نشاط المؤسسة بسبب اتصافهم بها منذ طفولتهم، وهو ما يجعل الرقابة في المؤسسات العائلية أسهل من المؤسسات غير العائلية، تحقق ميزة المعلومات التي يملكها المساهمون من العائلة مزايا وفرص لتهديب السلوكيات الممكنة للمسيرين وتقليل مشكلة المستفيدين بالجانب المرتبطة بصغار المساهمين.<sup>3</sup>

ثالثاً يمثل البقاء الدائم للمساهمين بالمؤسسات العائلية مورد خاص وغير ملموس والذي يمكن المؤسسة من تطوير علاقات طويلة الأجل مع أصحاب المصلحة : مثل العملاء، الموردين، الموظفين، البنوك... إلخ، يمكن لهذه العلاقات طويلة المدى أن تولد الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملة ويزيد من سمعة المؤسسة العائلية، هذه الأخيرة التي سوف يكون لها آثار اقتصادية طويلة المدى بالنسبة للمؤسسة العائلية مقارنة بالمؤسسة غير العائلية.<sup>4</sup>

بالإضافة إلى ذلك يعتبر المساهمون من العائلة أكثر وعياً بالنسبة لأداء مؤسستهم لأنها تعكس الإرث العائلي وسمعة مؤسستهم ومكانتها في المجتمع.

أشار Anderson et al (2002) إلى أن أحد أهم نتائج استمرار تواجد أفراد العائلات (المساهمون) في مؤسستهم على المدى البعيد يتمثل في تمتع المؤسسة العائلية بتكلفة أقل للديون الممولة مقارنة بالمؤسسات غير العائلية.<sup>5</sup>

رابعا تعتبر المؤسسات العائلية مصدرا للمشاريع المقاولانية والابتكارات التكنولوجية، حيث يتطلب النشاط المقاولاتي إعادة مزج للموارد المادية والمالية لضمان الابتكار، إضافة إلى التنسيق والتكامل وثقافة المخاطرة التي تعتبر مهمة في النشاط المقاولاتي، فمن المتوقع أن يسعى المالك المسير إلى متابعة الفرص الواعدة للمشاريع المقاولانية إضافة إلى دعم الابتكارات والتي تعزز من نمو المؤسسات العائلية.<sup>6</sup>

<sup>1</sup>Harold Demsetz, Kenneth Lehn, Op.Cit, P1174.

<sup>2</sup>Wenyi Chu, The influence of family ownership on SME performance : evidence from public firms in Taiwan, Op.Cit, P356.

<sup>3</sup>Idem.

<sup>4</sup>Ronald C. Anderson, David M. Reeb, Op.Cit, P1306.

<sup>5</sup>Idem.

<sup>6</sup>Wenyi Chu, The influence of family ownership on SME performance : evidence from public firms in Taiwan, Op.Cit, P357.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

أشار العديد من الباحثين في مجال منظمات الأعمال إلى أن المؤسسات العائلية تمثل أحد أهم أشكال المنظمات التي تدعم نشاطات المقاولاتية وتؤدي إلى مزايا تنافسية في المؤسسات.

خامسا فيما يتعلق بكفاءة الاستثمار ولأنه من بين أهم اهتمامات المؤسسات العائلية هو تمرير المؤسسة للأجيال القادمة، فإنه من المتوقع أن تمتلك المؤسسات العائلية أفقا أكبر للاستثمار مقارنة بالمؤسسات غير العائلية، مما يشير إلى استعدادها للاستثمار في مشاريع على المدى الطويل.<sup>1</sup>

أشار James (1999) إلى أن المؤسسات العائلية تستثمر بكفاءة أكثر من المؤسسات غير العائلية لأن العائلة تعتزم تمرير المؤسسة للأجيال القادمة.<sup>2</sup>

اتفق كل من Casson (1999) و Chami (1999) مع التبرير الذي قدمه James (1999) من خلال افتراض أن العائلة المؤسّسة تعتبر مؤسستهم على أنها أصول تنتقل إلى أحفادهم بدلا من ثروة للاستهلاك خلال سنوات حياتهم، إذ يعتبر بقاء المؤسسة في السوق الاهتمام الأكبر بالنسبة للعائلات.<sup>3</sup>

وفي الأخير يمكن القول بأن تركيز ملكية العائلة المؤسّسة يمنح مزايا لتحقيق أداء أفضل للمؤسسات العائلية مقارنة بالمؤسسات غير العائلية من خلال قوة التأثير والسلطة التي يمتلكها كبار المساهمين في العائلة.

### المطلب الثاني : الملكية الأجنبية والأداء المالي للمؤسسة

شهدت الدول النامية في السنوات الأخيرة احتدام التنافس على رؤوس الأموال الأجنبية، وذلك نتيجة للدور الهام الذي تلعبه الاستثمارات الأجنبية المباشرة في توفير التمويل المطلوب لإقامة المشاريع الاستثمارية، ونقل التكنولوجيا وتحسين المهارات والخبرات الإدارية وهو ما يفترض أن يؤثر على مستوى أداء المؤسسة، كما يساهم الاستثمار الأجنبي المباشر في خلق المزيد من فرص العمل وتعزيز قواعد الإنتاج والتصدير وتحقيق مزايا تنافسية للاقتصاد الوطني ورفع مستويات الدخل والمعيشة.

### الفرع الأول : تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر

يعرف الاستثمار الأجنبي بصفة عامة بأنه امتلاك أحد الأفراد أو المؤسسات في دولة ما لأصول تعمل في دولة أخرى، وهناك نوعان من الاستثمار الأجنبي، الأول هو الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفظي) ويقصد به امتلاك الأفراد أو المؤسسات في دولة ما لبعض الأوراق المالية (أسهم وسندات) لمؤسسات وطنية في دول أخرى دون ممارسة أي نوع من أنواع الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع الاستثماري، ولكن للأفراد

<sup>1</sup>Idem.

<sup>2</sup>Harvey S. James, Op.Cit, P48.

<sup>3</sup>Ronald C. Anderson, David M. Reeb, Op.Cit, P1306.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

والمؤسسات الحق في الحصول على عائد نظير امتلاكهم للأسهم والسندات، وهذا النوع من الاستثمار قصير الأجل.<sup>1</sup>

أما النوع الثاني من الاستثمار الأجنبي هو الاستثمار الأجنبي المباشر والذي سوف تركز عليه الدراسة الحالية فيما يخص الملكية الأجنبية، حيث وردت العديد من التعريفات للاستثمار الأجنبي المباشر نذكر من بينها ما يلي :

- يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه "تملك المستثمر الأجنبي لجزء أو كل الاستثمارات في المشروع المعني، بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني (المحلي) في حالة الاستثمار المشترك أو سيطرته الكاملة على الإدارة والتنظيم في حالة ملكيته المطلقة لمشروع الاستثمار، فضلا عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية في جميع المجالات إلى الدولة المضيفة."<sup>2</sup>
- كما يقصد بالاستثمار الأجنبي المباشر "كافة المشروعات التي يقوم بإنشائها المستثمرون الأجانب ويمتلكونها أو يشاركون المستثمر الوطني فيها (Joint Venture) أو يسيطرون فيها على الإدارة، وتتميز الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي تعتبر استثمارات طويلة الأجل باستقرار كبير، وهي غالبا ما تتم عن طريق شركات عالمية تساهم في نقل التكنولوجيا الحديثة والخبرة وتطوير الإدارة وفتح أسواق جديدة لمنتجات هذه الاستثمارات سواء من خلال انشاء مصانع حديثة أو قيامها بشراء مصانع بغرض التحديث والتطوير ورفع الانتاجية."<sup>3</sup>
- أما صندوق النقد الدولي (IMF) International Monetary Fund ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD فقد عرفا الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه "نوع من الاستثمار الدولي الذي يعكس هدف حصول كيان مقيم في اقتصاد ما (المستثمر المباشر) على مصلحة دائمة في مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر (مؤسسة الاستثمار المباشر)، وتنطوي هذه المصلحة على وجود علاقة طويلة الأجل بين المستثمر المباشر والمؤسسة، بالإضافة إلى تمتع المستثمر المباشر بدرجة كبيرة من النفوذ في إدارة المؤسسة."<sup>4</sup>
- كما عرف مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD) Development الاستثمار الأجنبي المباشر "هو نوع من الاستثمار الدولي، وفي ظله يقوم مقيم في دولة ما بالمساهمة في أو امتلاك مشروع في دولة أخرى، على أن تكون نسبة الملكية في الأسهم أو القوة التصويتية 10% أو أكثر."<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عبد الزواق مولاي، متطلبات تنمية القطاع الخاص بالدول النامية- دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلمسان، الجزائر، 2010، ص90.

<sup>2</sup> عبد السلام أبو قحف، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 1989، ص13.

<sup>3</sup> أحمد زغدار، الاستثمار الأجنبي المباشر كشكل من أشكال دعم التحالفات الاستراتيجية لمواجهة المنافسة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 03، 2004، ص159.

<sup>4</sup> OECD, Benchmark definition of foreign direct investment third edition, 1999, P7.

<sup>5</sup> عبد الكريم بعداش، الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996-2005، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص50.

تشير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD أنه يجب أن تزيد حصة المستثمر عن 10% من الأسهم العادية أو القوة التصويتية لمؤسسة فردية أو مؤسسة مدمجة.<sup>1</sup>

وخلاصة لما سبق يمكن تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه قيام شخص طبيعي أو معنوي في بلد غير بلده باستخدام خبراته أو أمواله في القيام بمشروعات اقتصادية سواء كان بمفرده أو بالمشاركة مع شخص طبيعي أو معنوي محلي أو مع الدولة في إنشاء مشروع أو مشروعات مشتركة.

### الفرع الثاني : أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر

تعدد أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر داخل الدولة المضيفة، لتتوقف على عدة عوامل منها ما يتعلق بملكية الاستثمار، الغرض من الاستثمار، والقطاعات الاقتصادية التي ينتمي إليها الاستثمار، ولأغراض الدراسة سوف يتم التركيز على معيار الملكية في تصنيف الاستثمار الأجنبي المباشر.

يمكن تصنيف الاستثمار الأجنبي المباشر حسب ملكيته إلى :

#### 1. الاستثمار المشترك (الاستثمار الثنائي Joint Venture) :

يعد الاستثمار المشترك أحد مشروعات الأعمال الذي يمتلكه أو يشارك فيها طرفان أو أكثر من دولتين مختلفتين بصفة دائمة، والمشاركة هنا لا تقتصر على الحصة في رأس المال للمشروع بل تتعداه أيضا إلى الإدارة، الخبرة، براءات الاختراع، والعلامات التجارية.<sup>2</sup>

من خلال هذا التعريف يمكن القول بأن هذا النوع من الاستثمار الأجنبي ينطوي على الجوانب التالية :

- الاتفاق طويل الأجل بين طرفين استثماريين أحدهما وطني والآخر أجنبي لممارسة نشاط انتاجي داخل الدولة المضيفة.
- أن الطرف الوطني قد يكون شخصية معنوية تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص.
- أن قيام أحد المستثمرين الأجانب بشراء حصة في شركات وطنية قائمة قد يؤدي إلى تحويل هذه المؤسسات إلى شركات استثمار مشترك.
- أن يكون لكل طرف من أطراف الاستثمار الحق في المشاركة في إدارة المشروع.
- المشاركة بين الطرفين المحلي والأجنبي لا تقتصر على تقديم حصة في رأس المال فقط بل يمكن أن تتعدى ذلك من خلال تقديم التكنولوجيا والخبرة.

<sup>1</sup>OECD, Op.Cit, P8.

<sup>2</sup>عبد الرزاق مولاي، مرجع سبق ذكره، ص92.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

يحدث هذا النوع من الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق إحدى الشكليات التالين<sup>1</sup> :

- إقامة مشروع جديد أو فرع جديد لشركة أجنبية مملوكة بالتساوي أو بدون تساوي بين مستثمر أو عدة مستثمرين أجانب ونظرائهم المحليين.
- شراء مستثمر أو عدة مستثمرين أجانب لجزء من رأس مال مشروع استثماري أو شركة محلية قائمة، وهنا ينبغي أن تكون نسبة مساهمة الطرف الأجنبي لا تقل عن 10% من رأس مال المشروع المعني حتى يصبح هذا الاستثمار الأجنبي مباشرا، وهذا حسب ما تشترطه بعض التعريفات المذكورة سابقا.

لقد نشأ هذا النوع من الاستثمارات الثنائية كرد فعل للنزعة الوطنية والاستقلالية التي سادت البلدان النامية بعد حصولها على الاستقلال، والميزة الأساسية التي يحققها هذا النوع من الاستثمارات للدولة المضيفة أن رأس المال الأجنبي لا ينفرد وحده بقرارات الإدارة والتشغيل والأرباح.<sup>2</sup>

ينطوي الاستثمار المشترك على مزايا وعيوب من وجهة نظر الدول المضيفة نذكر منها :

أ- **مزايا الاستثمار المشترك** : من أهم المزايا التي يحققها الاستثمار الأجنبي المشترك نشير إلى ما يلي<sup>3</sup> :

- يساهم الاستثمار المشترك في زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية والتنمية التكنولوجية وخلق فرص جديدة للعمل، بالإضافة إلى تحسين ميزان المدفوعات عن طريق زيادة فرص التصدير أو الحد من الاستيراد.
- بالنسبة للدول النامية يعتبر الاستثمار المشترك من أكثر أنواع الاستثمار الأجنبي قبولا في معظم هذه الدول، ويرجع هذا إلى أسباب سياسية واجتماعية من أهمها تخفيض درجة تحكم الطرف الأجنبي في الاقتصاد الوطني، ومن ثم ترتفع درجة استقلالية هذه الدول عن الدول المتقدمة، بالإضافة إلى أن هذا النوع من الاستثمار يساعد في تنمية الملكية الوطنية، وخلق طبقات جديدة من رجال الأعمال الوطنيين.
- يعتبر الاستثمار المشترك عاملا لتنشيط ودفع الاستثمار الأجنبي، حيث يسمح بجلب الاستثمارات سواء كانت نقدية أو عينية أو فنية كالدراسة (le savoir-faire) والتي تأخذ شكل تقنيات وخبرات، كما يعتبر وسيلة مهمة في دخول نظام المعلومات الاقتصادية التي تحتل دورا أساسيا بالنسبة للمؤسسة في تطوير استراتيجيتها.
- تنمية قدرات المديرين الوطنيين وخلق علاقات تكامل اقتصادية رأسية أمامية وخلفية مع النشاطات الاقتصادية والتنمية المختلفة بالدول المضيفة.

<sup>1</sup> عبد الكريم بعداش، مرجع سبق ذكره، ص52.

<sup>2</sup> أحمد زغدار، مرجع سبق ذكره، ص160.

<sup>3</sup> يحي سعيدي، تقييم مناخ الاستثمار الأجنبي في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2007، ص ص65-66.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

ب- عيوب الاستثمار المشترك : عيوب هذا النوع من الاستثمار مقارنة بالاستثمار المملوك بالكامل للمستثمر الأجنبي تتمثل فيما يلي<sup>1</sup> :

- حرمان الدول المضيفة من المزايا السابقة الذكر إذا أصر الطرف الأجنبي على عدم مشاركة أي طرف وطني في الاستثمار.
- تحقق المزايا المذكورة سابقا وغيرها يتوقف على مدى توافر الطرف الوطني ذو الاستعداد الجيد وتوفر القدرة الفنية والإدارية والمالية على المشاركة في مشروعات الاستثمار المشترك خاصة في الدول النامية.
- مساهمة الاستثمار المشترك في تحقيق أهداف الدول النامية الخاصة بتوفير العملات الأجنبية (رأس المال الأجنبي) وتحسين ميزان المدفوعات وغيرها يعتبر أقل بكثير مقارنة بالمشروعات المملوكة بالكامل من طرف المستثمر الأجنبي.
- نظرا لاحتمال انخفاض القدرة المالية للمستثمر الوطني، فقد يؤدي هذا إلى صغر حجم المشروع مما يصبح من المحتمل جدا أن تقل اسهامات هذا المشروع في تحقيق أهداف الدولة الخاصة، كزيادة فرص التوظيف، التحديث التكنولوجي، إشباع حاجات السوق المحلي، وانخفاض تدفق العملات الأجنبية.
- عندما يكون الطرف الوطني (المحلي) ممثلا في الحكومة فمن المحتمل جدا أن تضع شروط أو قيود صارمة على التوظيف وتحويل الأرباح الخاصة بالطرف الأجنبي إلى الدولة الأم، بالإضافة إلى كون هذا النوع من الاستثمار يحتاج إلى رأس مال كبير نسبيا.<sup>2</sup>

### 2. الاستثمار المملوك بالكامل للمستثمر الأجنبي :

وهو عبارة عن مشروعات مستقلة مالكتها هو المستثمر الأجنبي، حيث تعتبر الاستثمارات التي يملكها المستثمر الأجنبي بالكامل أكثر أنواع الاستثمارات الأجنبية تفضيلا لدى الشركات متعددة الجنسيات، لعدة أسباب من بينها أنه يسمح لها بإنشاء فروع للإنتاج والتسويق أو أي نوع آخر من أنواع النشاط الانتاجي أو الخدمي بالدولة المضيفة، كما تتيح لها الحرية الكاملة في التصرف والتحكم.<sup>3</sup>

على العكس من ذلك تتردد الكثير من الدول المضيفة في التصريح لهذه المؤسسات بالتملك الكامل لمشروعات الاستثمار خوفا من التبعية الاقتصادية وسياسة احتكار الشركات المتعددة الجنسية لأسواقها.

<sup>1</sup> عبد الحميد عبد المطلب، اقتصاديات المشاركة الدولية : من التكتلات حتى الكويز، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 67-68.

<sup>2</sup> سنوسي بن عومر، فعالية الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلمسان، الجزائر، 2014، ص16.

<sup>3</sup> يحيى سعيدي، مرجع سبق ذكره، ص 66.



## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

إلا أن الدلائل العلمية تشير إلى انتشار هذا النوع من الاستثمارات في الدول النامية واستخدامه كوسيلة لجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، كما لا توجد دلائل كافية لتأييد تخوف الدول النامية بشأن الآثار السياسية والاقتصادية السلبية لمثل هذا الشكل من الاستثمارات الأجنبية.<sup>1</sup>

يقع هذا النوع من الاستثمار نتيجة قيام مستثمر أجنبي أو عدة مستثمرين أجنبية بإحدى العمليتين التاليتين<sup>2</sup>:

- إقامة استثمار جديد كتأسيس شركة جديدة أو فرع جديد لشركة أجنبية في البلد المضيف دون إشراك الطرف المحلي بأية نسبة كانت.
- شراء مشروع أو شركة محلية قائمة، بحيث تحول ملكيتها بالكامل إلى مستثمر واحد أجنبي أو عدة مستثمرين أجنبية، وعادة ما تقع هذه الحالة في إطار عملية الخوصصة التي تلجأ إليها بعض الدول ضمن الإصلاحات الاقتصادية التي تعتمدها، ويتوقف ذلك على عدة عوامل منها مدى توافر منشآت قديمة للبيع في الدولة المضيفة، ومدى رغبة المستثمر الأجنبي واستعداده لتحمل الأعباء القديمة للمنشآت الموجودة أصلاً.

يحقق هذا النوع من الاستثمار الأجنبي المباشر مزايا وعيوب نذكر من بينها :

أ- مزايا الاستثمار المملوك بالكامل للمستثمر الأجنبي : تتلخص أهم هذه المزايا فيما يلي<sup>3</sup>:

- زيادة تدفقات رأس المال الأجنبي إلى الدول المضيفة.
- المساهمة الجيدة في اشباع حاجة السوق المحلي من السلع والخدمات المختلفة، وإيجاد فائض للتصدير مما يترتب عليه تحسن في ميزان المدفوعات.
- المساهمة في التحديث التكنولوجي على نطاق كبير وفعال.
- خلق فرص للعمالة.

ب- عيوب الاستثمار المملوك بالكامل للمستثمر الأجنبي : من أهم عيوب هذا النوع من الاستثمار ما يلي<sup>4</sup>:

- تعارض المصالح بين الشركات المتعددة الجنسيات (المستثمرة) والدول المضيفة.
- خشية الدول المضيفة من أخطار الاحتكار والتنمية الاقتصادية وما يترتب على ذلك من آثار سلبية في حالة تعارض المصالح بينها وبين الشركات المعنية.
- تحويل أرباح المشروعات الاستثمارية إلى بلد المؤسسة الأم وعدم إعادة استثمارها في الدول المضيفة.

<sup>1</sup>Hussein Elasrag, Foreign direct investment development policies in the Arab countries, MPRA Paper N°. 2230, University Library of Munich, Germany, Mar 2007, P13.

<sup>2</sup>عبد الكريم بعداش، مرجع سبق ذكره، ص52.

<sup>3</sup>سنوسي بن عومر، مرجع سبق ذكره، ص 17.

<sup>4</sup>Hussein Elasrag, Op.Cit, P13.

### الفرع الثالث : تأثير الملكية الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات

شهد النظام الاقتصادي العالمي في الآونة الأخيرة زيادة في التدفقات الدولية لرأس المال التي تأخذ شكل الاستثمارات الأجنبية المباشرة، استثمارات المحافظ الأجنبية والقروض.

كما نلاحظ أنه يجري حالياً استبدال الصادرات بإقامة فروع للشركات الأجنبية في البلدان المضيفة وهو ما يؤدي إلى استبدال التجارة الدولية بالاستثمار الأجنبي المباشر خصوصاً في البلدان النامية.

ونظراً لأهمية الاستثمار الأجنبي المباشر كشكل من أشكال التدفقات الدولية لرؤوس الاموال، تناولت العديد من الأبحاث تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على اقتصاديات الدول المضيفة، غير أن معظم تلك الدراسات كانت على المستوى كلي من خلال التركيز على تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على التنمية في البلدان المضيفة وعلى النمو الاقتصادي إضافة إلى محددات الاستثمار الأجنبي المباشر، في حين هناك قلة في الدراسات التي تناولت تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على المستوى الجزئي أي التأثير على أداء المؤسسات.

لذلك سوف نتطرق في ما يلي للآثار الايجابية والسلبية المحتملة للملكية الأجنبية (الاستثمار الأجنبي المباشر) على الأداء المالي للمؤسسات :

#### 1. التأثير الايجابي للملكية الأجنبية :

هناك العديد من الأدلة والبراهين النظرية التي تدعم التأثير الايجابي المحتمل للملكية الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسات، من بين تلك الحجج نجد أن المؤسسات الأجنبية تعتبر قناة هامة لنقل التكنولوجيا والمعارف خصوصاً في المؤسسات بالدول النامية، كما تمتلك المؤسسات الأجنبية الخبرة الإدارية والتقنية وهو ما يؤدي إلى تحسين الأداء بالنسبة للمؤسسات في الدول المضيفة، فضلاً عن كون تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر تعتبر مصدر تمويل مهم للمؤسسات خصوصاً في الدول النامية.

بالإضافة إلى الحجج التقليدية السابقة الذكر لتأثير الملكية الأجنبية على أداء المؤسسات تم التطرق حديثاً للدور الذي يؤديه المستثمر الأجنبي في تحسين حوكمة المؤسسات في البلدان المضيفة، فامتلاك المستثمرين الأجانب لحصصة من رأس مال المؤسسات المحلية (المشاريع المشتركة) يرفع من مستوى فعالية عملية الرقابة في تلك المؤسسات من خلال التمثيل في مجلس الإدارة (حقوق التصويت)، وبالتالي التقليل من مشاكل الوكالة بالنسبة للمساهمين المحليين،<sup>1</sup> كما أن وجود أعضاء أجنبية ضمن مجلس الإدارة في المؤسسات المحلية يعمل على زيادة درجة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة كما يعد ذلك مؤشراً قوياً للالتزام بمبدأ الافصاح والشفافية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Jin Q. Jeon, Juyoun Ryoo, How do foreign investors affect corporate policy?: evidence from Korea, International Review of Economics and Finance, Vol. 25, 2013, P53.

<sup>2</sup>Phan Huu Viet, Foreign ownership and performance of listed firms : evidence from an emerging economy, The Bulletin of the Graduate School of Commerce, Vol. 77, 2013, P 289.

## 2. التأثير السلبي للملكية الأجنبية :

تشير نظرية التجدر الإداري إلى أن امتلاك المستثمرين الأجانب لنسبة ملكية كبيرة من رأس مال المؤسسات المحلية يمكن أن يؤدي بهؤلاء المستثمرين لمصادرة ثروة (نزع الملكية) المساهمين الأقلين (المحليين) من خلال العمل على تحقيق مصالحهم الخاصة بدلا من مصلحة بقية المساهمين.<sup>1</sup>

كما أشارت العديد من الأبحاث إلى أن المستثمرين الأجانب بإمكانهم الحفاظ على مستوى حوكمة ضعيفة من خلال عدم سعيهم إلى تحسين الرقابة في المؤسسات التي يمتلكون فيها غالبية رأس مالها وذلك بهدف تحقيق منافع خاصة من تلك المؤسسات وبالتالي انخفاض مستوى أدائها المالي.<sup>2</sup>

كذلك أكدت الأبحاث على أنه عند ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية في المؤسسات المحلية يضعف اهتمام المستثمرين الأجانب لاتخاذ قرارات تؤدي إلى تعظيم قيمة تلك المؤسسات (المؤسسات المحلية) مثل قرار إعادة استثمار الأرباح المحققة، بل وتحويل تلك الأرباح بطرق احتيالية من فروع المؤسسات الأجنبية في الدول المضيفة إلى الشركة الأم وهو ما يؤثر سلبا على أداء المؤسسات المحلية التي يمتلك غالبية رأس مالها المستثمرين الأجانب.

## الفرع الرابع : واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر

بدأت الجزائر خلال فترة التسعينيات مسيرة تنمية حديثة بانتقالها إلى اقتصاد السوق وانفتاحها على العالم الخارجي، وذلك ضمن سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الدولة آنذاك، وهو تطلب من الجزائر بذل المزيد من الجهود بغية تهيئة المناخ الملائم لجلب وتشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة، حيث أصدرت الجزائر جملة من القوانين والأوامر والمراسيم التشريعية وإنشاء وكالات لترقية الاستثمار والتي تهدف في مجملها لترقية المجال الاستثماري بصفة عامة والاستثمار الأجنبي المباشر بصفة خاصة، ولعل أهمها صدور قانون النقد والقرض 90-10 والذي يعد أول قانون يعبر عن رغبة الدولة الجزائرية في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وهو قانون ينظم سوق الصرف وحركة رؤوس الأموال.

أهم ما نص عليه قانون النقد والقرض 90-10 هو السماح لغير المقيمين بتحويل رؤوس الأموال إلى الجزائر لتمويل أي نشاط اقتصادي، إضافة إلى استبدال معيار الجنسية الذي يفرق بين المستثمر الأجنبي والمحلي بمعيار الإقامة الذي يفرق بين المقيم وغير المقيم من خلال المادتين 181 و182 من هذا القانون، وكذلك الأحكام المتعلقة بنسب الملكية بالنسبة للشركات المختلطة (الغاء القاعدة 49/51)، وكذلك الغاء التمييز بين القطاعين العام والخاص.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Sudarat Ananchotikul, Does foreign investment really improve corporate governance? evidence from Thailand, Working Paper Series, Economic Research Department, Bank of Thailand, 2006, P 3.

<sup>2</sup>Idem.

<sup>3</sup>القانون رقم 90-10 المؤرخ في 14 أبريل 1990 يتعلق بالنقد والقرض، ج.ر العدد 16، الصادرة في 18 أبريل 1990، ص ص 541-542.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

بالرغم من أن هذا القانون فتح المجال أمام المستثمرين الأجانب لإقامة مشاريع في الجزائر غير أن هذا القانون لم ينص صراحة عن الامتيازات الممنوحة للمستثمرين الأجانب، لذلك قامت الدولة الجزائرية واستكمالا لرغبتها في انفتاح وتحفيز الاقتصاد الجزائري وتشجيع القطاعين الخاص والأجنبي للقيام بالاستثمار بإصدار قانون ترقية الاستثمار سنة 1993 من خلال المرسوم التشريعي رقم 93-12 المؤرخ في 05/10/1993 والذي نص على العديد من الامتيازات والضمانات والتحفيزات الممنوحة للمستثمرين الأجانب، كما نص على المساواة بين المستثمرين الأجانب والمستثمرين المحليين، أيضا تم من خلال هذا القانون انشاء وكالة ترقية ودعم الاستثمار APSI<sup>1</sup>، لكن هذا القانون لم يكن ناجحا في جلب أكثر للاستثمار الأجنبي بشكل يساعد وينمي الاقتصاد الوطني، فألغي هذا القانون بصدور قانون آخر يتعلق بتطوير الاستثمار بموجب الأمر رقم 01-03 المؤرخ في 20/08/2001 والذي منح المزيد من الامتيازات للمستثمرين الأجانب، كما أن الأمر 01-03 قد كرس مبدأ عدم التفرقة بين المستثمر الوطني والمستثمر الأجنبي، وبين المستثمر العمومي والمستثمر الخاص، وبين الأشخاص المعنويين والأشخاص الطبيعيين بحيث يحظى كلاهما بنفس المعاملة، كما تم بموجب هذا القانون انشاء الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI والمجلس الوطني للاستثمار CNI<sup>2</sup>.

وقد عرف قانون تطوير الاستثمار 01-03 اجراء عدة تعديلات كانت البداية من خلال صدور الأمر رقم 06-08 المؤرخ في 15/07/2006،<sup>3</sup> ثم قانون المالية التكميلي سنة 2009 والذي أدرج القاعدة 49/51 وصولا إلى القانون 16-09 المؤرخ في 03/08/2016 يتعلق بترقية الاستثمارات والذي منح المزيد من التسهيلات والامتيازات والضمانات للمستثمرين الأجانب كما حذف القاعدة 49/51.<sup>4</sup>

من خلال ما سبق يمكن القول أن الجزائر بذلت وما زالت تبذل جهود كبيرة من أجل استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية وذلك من خلال سلسلة القوانين والمراسيم التشريعية التي صدرت والتي تشجع في مجملها قيام مشروعات أجنبية أو شراكة مع المستثمرين المحليين على الرغم من القانون الاحترازي الذي صدر في قانون المالية التكميلي سنة 2009 لحماية المصلحة الوطنية (القاعدة 49/51)، هذا الأخير الذي ألغي في ظل شح الموارد المالية الناتجة عن انهيار أسعار النفط من خلال صدور قانون 16-09.

والجدول التالي يوضح وتيرة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الجزائر خلال الفترة 2001-2016

<sup>1</sup> مرسوم تشريعي رقم 93-12 مؤرخ في 5 أكتوبر 1993 يتعلق بترقية الاستثمار، ج.ر العدد 64، الصادرة في 10 أكتوبر 1963، ص ص 3-10.

<sup>2</sup> أمر رقم 01-03 مؤرخ في 20 أوت 2001 يتعلق بتطوير الاستثمار، ج.ر العدد 47، الصادرة في 22 أوت 2001، ص ص 4-9.

<sup>3</sup> أمر رقم 06-08 مؤرخ في 15 جويلية 2006 يعدل ويتمم الأمر رقم 01-03 المؤرخ في 20 أوت 2001 والمتعلق بتطوير الاستثمار، ج.ر العدد 47، الصادرة في 19 جويلية 2006، ص ص 17-20.

<sup>4</sup> القانون رقم 16-09 المؤرخ في 03 أوت 2016 يتعلق بترقية الاستثمار، ج.ر العدد 46، الصادرة في 03 أوت 2016، ص ص 18-24.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

### الجدول رقم (1.3) : تطور حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر

الوحدة : مليون دولار

السنة	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
القيمة	1 196	1 065	634	882	1 081	1 795	1 662	2 593
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
القيمة	2 746	2 301	2 580	1 499	1 684	1 507	-587	1 546

المصدر : UNCTAD, world investment report 2017, 2013, 2007, 2004

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن سنة 2001 عرفت ارتفاع كبير لحجم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الجزائر والذي بلغ 1 196 مليون دولار وهذا راجع إلى الاجراءات التحفيزية التي قدمتها الدولة لفائدة المستثمرين الأجانب والضمانات المقدمة وفق قانون تطوير الاستثمار 03-01، لينخفض سنتي 2002 و2003 مسجلا تدفق يقدر بـ 1 065 مليون دولار و634 مليون دولار على التوالي وذلك راجع إلى الركود الاقتصادي الذي أصاب العالم في تلك الفترة، ليشهد سنة 2004 ارتفاعا بنسبة 39.11% واستمر الارتفاع حتى سنة 2006 مسجلا تدفق يقدر بـ 1 795 مليون دولار بسبب تحسن الأوضاع الاقتصادية والأمنية في البلاد، وفي سنة 2007 تراجع تدفق الاستثمار الأجنبي بنسبة 7.41% ليرتفع مرة أخرى سنة 2008 إلى ما قيمته 2 593 مليون دولار وذلك لأن الجزائر وبسبب محدودية اندماج نظامها المالي في النظام العالمي لم تتأثر بتداعيات الأزمة، وواصل الارتفاع سنة 2009 ليسجل تدفق بـ 2 746 مليون دولار، ليعرف الاستثمار الأجنبي سنة 2010 تراجعا نتيجة انخفاض الاستثمار الوارد عالميا، ثم ارتفع سنة 2011 حيث بلغ 2 580 مليون دولار ويمكن ارجاع هذا الارتفاع للأوضاع الأمنية المضطربة لبعض الدول العربية وهو ما دفع بالمستثمرين الأجانب إلى التوجه للاستثمار في الجزائر، لكن شهد الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 2012-2016 تذبذبات نتيجة الأزمة الاقتصادية وكذا الفشل في تحسين جاذبية الاستثمار.

### المطلب الثالث : ملكية الدولة والأداء المالي للمؤسسة

يعد تقييم دور الدولة كمالك للمؤسسة من المواضيع الهامة لأنها تعتبر بمثابة نقطة البداية لاختيار أي سياسة اقتصادية خصوصا في ظل انتشار موجة الخصخصة.

### الفرع الأول : تعريف المؤسسة العامة والحاجة لظهورها

تعتبر المؤسسة العامة الدعامية الأساسية لاقتصاد أي دولة وحجر الزاوية في تنفيذ المخططات التنموية للدولة والتي ارتبط ظهورها بعدة أسباب.

## 1. تعريف المؤسسة العامة :

تعددت تعريفات المؤسسة العامة، وفقا لطبيعة الملكية أو الإدارة أو طريقة الرقابة على أنشطة تلك المؤسسات على النحو الذي يظهر في التعاريف الثلاثة التالية<sup>1</sup> :

- " المؤسسة العامة هي مجموع المنشآت التي تمتلكها وتديرها الدولة بطريقة مباشرة لإنتاج سلع وخدمات تشبع حاجات خاصة للأفراد".
  - "المؤسسة العامة هي المؤسسة التي تمتلكها وتديرها الحكومة أو إحدى الهيئات العامة سواء انفردت بذلك أو شاركها فيه الغير".
  - " المؤسسة العامة هي وحدة اقتصادية منفصلة عن الدولة (أي تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي)، وتقوم بنشاط يشبه نشاط المؤسسة الخاصة، إلا أنها تخضع بصفة عامة لرقابة الإدارة الحكومية".
- من التعريفات السابقة للمؤسسة العامة يتضح ما يلي :

- المؤسسة العامة عبارة عن وحدة إنتاجية اقتصادية تنشأ لإنتاج وتوفير مجموعة من السلع أو الخدمات، مثل خدمات النقل بأنواعه والصحة.
- ملكية المؤسسة العامة للدولة سواء بصفة كلية أو جزئية، وذلك من أجل التأثير في إدارة المؤسسة بما يسمح بتوجيه السياسات الاقتصادية بما يتفق وأهداف الدولة، كما تقوم الدولة بمشاركة القطاع الخاص أو المؤسسات الأجنبية في قطاعات معينة مثل التنقيب واستخراج البترول.
- المؤسسة العامة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي عن أموال الدولة (ميزانية مستقلة عن الميزانية العامة).
- يتم إدارة المؤسسة العامة بواسطة الهيئات العامة للدولة، كما تمارس الدولة الرقابة عليها لارتباطها بتحقيق أهداف الخطة الاقتصادية.

## 2. الحاجة لظهور المؤسسات العامة :

تمثل المؤسسات العامة إحدى الصور الحديثة لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، وقد يُحجم القطاع الخاص عن الاستثمار في مثل هذه المؤسسات للأسباب التالية<sup>2</sup> :

<sup>1</sup> المرسي السيد حجازي، اقتصاديات المشروعات العامة - النظرية والتطبيق -، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص25.

<sup>2</sup> مُجد صلاح، دور الشراكة بين القطاعين العام والخاص في رفع عوائد الإستثمار في البنى التحتية للاقتصاد وفق نظام البناء والتشغيل ونقل الملكية -حالة بعض اقتصاديات الدول العربية-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الشلف، الجزائر، 2015، ص ص13-14.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

- **ضخامة الاستثمارات :** فالاستثمار في مجال المؤسسات العامة يتطلب توفير رؤوس أموال ضخمة للتنفيذ مما يضع الدولة أو إحدى الهيئات التابعة لها أمام تحديات توفير التمويل اللازم من جهة، ومن جهة أخرى الحفاظ على التوازنات العامة.
  - **صغر حجم العائد التجاري :** تهدف المؤسسات العامة بصفة عامة إلى تحقيق النفع العام لجميع أفراد المجتمع في جميع طبقاتهم الاجتماعية، لكن من الناحية المتعلقة بالقطاع الخاص فالأمر يتعلق بالمقام الأول بمعدلات العائد على استثماراتهم، إذن فالأمر يتعلق بالعائد المرضي الذي يضمن تحقيق معدلات ربح تتوافق مع توقعاته.
  - **الدور الرقابي للدولة :** ويتمثل الدور الرقابي للدولة في تحديد أسعار السلع والخدمات التي تنتجها هذه المؤسسات مما يحدّ من العوائد التي يطمح إليها القطاع الخاص، ومن ناحية الدولة يجب أن توفر المنتجات العامة بأسعار مقبولة تضمن استفادة جميع أفراد المجتمع منها.
- ويأخذ الدور الرقابي للدولة على المؤسسات العامة الأشكال التالية<sup>1</sup>:
- رقابة تعاقدية : من خلال أدوات متعددة كالتراخيص، وحقوق الامتياز وغيرها.
  - التحديد المباشر لكمية وسعر السلعة أو الخدمة المقدمة أو عن طريق تحديد حد أقصى للسعر لا يتعداه.
  - تكوين لجان شبه قضائية كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية للإشراف على تشغيل المؤسسات العامة التي تعمل في مجال المياه والكهرباء وغيرها.
- وهكذا يتضح لنا أن قواعد تسيير ورقابة المؤسسات العامة غالباً ما تسعى إلى تحديد السعر المناسب للسلعة أو الخدمة من جهة، وتحقيق الكفاءة التشغيلية من خلال توفير السلعة والخدمة واستمرار وجودها بتكلفة معقولة للمواطنين من جهة أخرى.

### الفرع الثاني : مبررات وجود المؤسسات العامة والمشاكل التي تواجهها

إن بروز الدولة كأداة للتنمية يمثل المدخل الأساسي لبروز فكرة المؤسسات العامة باعتبارها تمثل أسلوب الدولة الرئيسي في إنجاز مهامها التنموية، غير أنها تواجه عدة مشاكل تعوقها في تحقيق ذلك الهدف.

#### 1. مبررات وجود المؤسسات العامة :

هناك مجموعة من الاعتبارات المالية والإستراتيجية والاجتماعية والاقتصادية وغيرها تبرر تدخل الدولة وقيام المؤسسات العامة وهي كالتالي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> المرسي السيد حجازي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص 35-37.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

- **الاعتبارات التمويلية :** ويتعلق الأمر بأحد مصادر تمويل النفقات العامة للدول، إذ تقوم بعض الدول باحتكار إنتاج وتوفير بعض السلع والخدمات العامة، كما تقوم العديد من الدول بإنشاء وإدارة الموانئ والمطارات والتي تحقق من خلالها إيرادات مالية مهمة.
- **الاعتبارات الإستراتيجية :** هناك العديد من الاعتبارات الإستراتيجية التي تبرر تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، ويتعلق الأمر بسيطرة الدولة على بعض الصناعات الهامة لسلامة الأمن القومي مثل صناعة الأسلحة والذخائر وذلك من أجل الحفاظ على سرية المعلومات عن أنواع وكميات الأسلحة الموجودة، فالمصلحة العامة هنا تقتضي عدم قيام القطاع الخاص بمثل تلك الصناعات.
- **الاعتبارات الاجتماعية :** تقوم الدولة بتوفير بعض السلع والخدمات التي يتعذر توفيرها بالنسبة لذوي الدخل المحدود والضعيف، فهذه الفئات تكون غير قادرة من الاستفادة من بعض السلع والخدمات فتقوم الدولة بتوفيرها لهم مجاناً أو بأسعار أقل من تكلفة الإنتاج مثل خدمات التعليم المجاني والصحة.
- **الاعتبارات الاقتصادية :** تحاول الدول تحقيق أهداف رفع كفاءة الاقتصاد القومي من خلال التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال محاولة الحد من الفجوات التضخمية والانكماشية على النحو التالي :
- سيطرة الدولة على الاقتصاد القومي من خلال سيطرتها على بعض النشاطات الأساسية.
- إنشاء الدولة لبعض الوحدات النموذجية للإنتاج، وإقامة ورشات الإنتاج لتدريب العاملين على المهارات المختلفة في جميع المجالات.
- قيام الدولة بإنشاء بعض المؤسسات من أجل جذب رؤوس الأموال الأجنبية للداخل.
- إقامة مؤسسات عامة وتوفير فرص العمل وزيادة الاستثمار القومي من خلال زيادة الاستثمار العام، بهدف تحقيق التوازن بين حجم الطلب الكلي الفعال مع العرض الكلي على مستوى العمالة الكاملة.

### 2. المشاكل التي تواجه المؤسسات العامة :

يمكن تحديد أهم المشاكل التي تواجه المؤسسات العامة فيما يلي<sup>1</sup> :

- النظرة التقليدية لدور الدولة بحيث يرى الكثير من أفراد المجتمع أن الدولة ملزمة بتقديم بعض الخدمات باعتبار أنها ضرورية لكل المجتمع.
- الضغوط السياسية والاجتماعية تجعل من المؤسسات العامة تعاني من حالة تضخم مثل التوظيف المستمر يؤدي إلى تضخم وظيفي واستنزاف إيرادات الدولة بدلا من استغلالها في مجالات ذات منفعة اقتصادية.

<sup>1</sup> نعيمة زعرور، أساليب مثلى لترشيد تكاليف الخدمات العامة، دراسة حالة : مؤسسة اتصالات الجزائر -وكالة بكرة-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بكرة، الجزائر، 2015، ص ص85-86.



## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

- تفشي بعض أوجه الانحراف والفساد مثل تلقي الرشوة أو التغاضي عن تطبيق القانون على الحالات المخالفة.
- ندرة الموارد المالية ويتطلب ذلك قيام الدولة بالإصلاح والتطوير والحد من ممارسات الفساد.
- تشابك الاختصاصات أي وجود تداخل في الصلاحيات ومسؤوليات بعض المؤسسات والأجهزة الأمر الذي يستدعي معالجة الوضع.
- المشاكل الاقتصادية الناتجة عن قلة رأس المال وارتفاع تكلفة الإنتاج والتغيرات الاقتصادية المستمرة.
- المنافسة من قبل مؤسسات القطاع الخاص.
- المشاكل الإدارية الناتجة عن عدم الكفاءة والعيوب التنظيمية.
- المشاكل الاجتماعية الناتجة عن العادات والتقاليد والقيم السائدة في المجتمعات، والتي تنعكس سلبا على أداء المؤسسات العامة في أغلب الأحيان.

### الفرع الثالث : تأثير ملكية الدولة على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات

تكتسب المؤسسات المملوكة للدولة (المؤسسات العامة) أهمية خاصة، إذ أنه على الرغم من موجة الخصخصة التي شهدتها العديد من الدول، إلا أن تلك المؤسسات لازالت مساهمتها تمثل جزءا أساسيا من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي وتوفير مناصب عمل والعنصر الأساسي في النشاط الاقتصادي، حيث أنها غالبا ما تكون مسيطرة على الصناعات ذات المنفعة العامة والبنى التحتية، غير أنها تعاني من العديد من القيود والتي تعوق قدرتها على منافسة القطاع الخاص وهو ما يؤثر سلبا على مستوى أدائها المالي.

إذ تواجه المؤسسات المملوكة للدولة مشكلة الوكالة، وذلك بسبب انفصال الملكية عن التسيير وصعوبة رقابة سلوك المديرين من طرف الجهات الحكومية المخوّل لها الوصاية عن ملكية الدولة،<sup>1</sup> كما أن تعيين وعزل المديرين يتم بموجب قرارات سياسية ولا يوجد ربط بين مستوى الأداء المالي المحقق للمؤسسات العامة وجهودهم،<sup>2</sup> وهو ما يضعف من حافز المديرين للعمل على تعظيم قيمة المؤسسة، كذلك تتميز المؤسسات العامة بضعف مساءلة مديريها وهو ما يمكن أن يؤثر سلبا على مستوى أدائها وتحقيق أهدافها.

وعلى الرغم من تنوع الأهداف والمصالح في المؤسسات الخاصة إلا أنها تلتقي عادة مع هدف تعظيم الربح الذي يمكن أن توضع له معايير واضحة لقياسه، غير أن المؤسسات العامة تعاني من مشكلة تعدد الأهداف واختلافها والتي يمكن أن تكون متناقضة في بعض الأحيان، وغالبا ما يطلب من المؤسسات العامة أن تحقق

<sup>1</sup>Lifei Mao, State ownership, institutional ownership and relationship with firm performance : Evidence from Chinese public listed firms, IBA Bachelor Thesis Conference, 2015, P3.

<sup>2</sup>Yves Mard, et al, Structure de l'actionariat et performance : le cas français, Revue Finance Contrôle Stratégie, Vol. 17, N°. 4, 2014, P68.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

الأهداف الاقتصادية (تعظيم الربح) شأنها شأن المؤسسات الخاصة، وفي ذات الوقت يجب عليها أن تحقق الأهداف الاجتماعية مثل المسؤولية الاجتماعية، توفير السكن، والخدمات الصحية لعمالها... إلخ.<sup>1</sup>

كما تعاني المؤسسات العامة غالباً من التدخل السياسي في قراراتها الداخلية وهو ما يشكل عبئاً عليها وينعكس سلباً عن مستوى أدائها المالي، أيضاً تواجه المؤسسات العامة مشكلة عدم وضوح الأهداف وبالتالي استراتيجياتها وهو ما يصعب من عملية تقييم الأداء ومساءلة المديرين عن مستوى تحقيق تلك الأهداف.

أيضاً بالإضافة إلى إسهام المؤسسات العامة في تحقيق الأهداف الاجتماعية، يتم تكليفها وإجبارها في بعض البلدان على الإفراط في التوظيف من أجل استيعاب العمالة الزائدة التي ليست قادرة على إيجاد عمل في القطاع الخاص، وهو ما يؤثر على مستوى أدائها المالي في حالة ضعف مستوى إنتاجية العامل، كما أن تسريح العمال قد يكون غير مقبول على الصعيد الاجتماعي وبالتالي على الصعيد الاقتصادي.

### الفرع الرابع : المؤسسة العامة الاقتصادية في الجزائر

تعد المؤسسة العامة الاقتصادية في الجزائر الأداة الرئيسة في القيام بعملية التنمية وفقاً للاحتياجات ومتطلبات المجتمع وهذا منذ حصول الجزائر على استقلالها سنة 1962، وقد عرفت المؤسسة العامة إصلاحات عديدة بسبب ضعف مستوى أداءها وكاستجابة لضرورة التحول نحو اقتصاد السوق.

#### 1. مراحل تطور المؤسسة العامة الاقتصادية في الجزائر :

مرت الملكية العامة في الجزائر من حيث التنظيم وأساليب التسيير بعدة مراحل، توّجت أخيراً بظهور المؤسسة العامة الاقتصادية، وهو مفهوم جديد لتنظيم الملكية العامة الاقتصادية للدولة، وللتوضيح أكثر لابد من تحديد تلك المراحل بالترتيب على النحو التالي :

#### أ- مرحلة ما قبل الإصلاحات 1962-1980 :

تميزت هذه المرحلة بلم الشمل بالنسبة للاقتصاد الجزائري بصفة عامة كمرحلة أولى ثم إنشاء المؤسسة العامة كمرحلة ثانية، ويمكن تقسيم هذه المرحلة إلى ثلاث مراحل :

#### - مرحلة التسيير الذاتي 1962-1964 :

فرض هذا النوع من التسيير من الواقع والظروف السائدة في الأيام التي عقت سنة 1962، حين غادر المعمرون الفرنسيون التراب الوطني تاركين المؤسسات التي كانوا يديرونها شاغرة، مما أدى بالعمال الجزائريين إلى مواصلة عملية الإنتاج والتسيير للمؤسسات، وتعتبر هذه المبادرة العمالية شهادة ميلاد المؤسسة المسيرة ذاتياً والتي

<sup>1</sup>عباس حميد يحيى التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 79.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

دفعت بالمشروع الجزائري إلى تنظيم نشاطها في إطار قانوني جسده المرسوم رقم 63-95 الصادر في 22 مارس 1963 والمتعلق بتنظيم وتسيير المؤسسات المسيرة ذاتيا.<sup>1</sup>

تطبيق نظام التسيير الذاتي بمقتضى مرسوم 22 مارس 1963 في الوحدات الصناعية والزراعة في حقيقته لم يكن تطبيقا لأيدلوجية واضحة المعالم مسبقا، بقدر ما كان أمرا واقعا (معاشا) أملت مجموعة من العوامل أبرزها ظاهرة الأملاك الشاغرة التي برزت كنتيجة للهجرة الجماعية للمعمرين بعد الاستقلال.

حيث حاول هذا المرسوم منع ممتلكات المعمرين من مؤسسات وعقارات وأموال تحويلها إلى الملكية الخاصة أو الفردية وذلك حفاظا على الاقتصاد الوطني والذي ركز على القطاع العام.

فمن خلال تسمية مؤسسة عامة وإدارية (EPA) والمؤسسة العامة الصناعية والتجارية (EPIC) بات واضحا أن الدولة تتكفل بعملية التصنيع وذلك من خلال المؤسسة العامة باعتبارها الركيزة الأساسية للتنمية الوطنية، وأداة لتجسيد البناء الاقتصادي والاجتماعي للدولة الجزائرية الفتية لاسيما في المجال الصناعي.<sup>2</sup>

### - مرحلة الشركة الوطنية 1965-1970 :

أخذت الجزائر خلال هذه المرحلة منعرجا جديدا نظرا لأحداث التصحيح الثوري جوان 1965، حيث شاع في هذه الفترة استعمال مفهوم الشركة الوطنية خاصة بعد التوسع في سياسة التأميم وامتصاص المؤسسات المسيرة ذاتيا من طرف الشركة الوطنية.

والجدير بالذكر أن الشركات الوطنية هي شركات حكومية، وأن عملية التسيير والإدارة ترجع لأعوان الدولة والذين يعينون بمقتضى مرسوم وزاري، مع تهميش كل مشاركة من طرف العمال أو القطاع الخاص، وهذا ما أدى إلى إثارة العديد من الصراعات داخل الشركات الوطنية بين الإدارة (المسيرين) والعمال، وإزالة التناقضات الموجودة في علاقات العمل أصدرت السلطة ميثاق التسيير الاشتراكي للمؤسسات.

### - مرحلة التسيير الاشتراكي 1971-1979 :

عرفت المؤسسة العامة تحولات هيكلية بصدور الأمر 71-74 المؤرخ في 16 نوفمبر 1971 والمتعلق بالتسيير الاشتراكي للمؤسسات، وكان الهدف منه إشراك العمال في تسيير المؤسسة، وتجاوز علاقات العمل القائمة على الأجر فقد أصبح العامل منتجا ومسيرا في نفس الوقت.

تم خلال هذه المرحلة الانتقال من شكل المؤسسة العامة أو المشروع العام إلى شكل المؤسسة الاشتراكية، وكان هذا بتأثير عوامل أهمها اعتبار تجربة التسيير الذاتي بكل إيجابياتها وسلبياتها باعثا على ضرورة إيجاد صيغة

<sup>1</sup> مرسوم رقم 63-95 ، مؤرخ في 18 ديسمبر 1963، يتعلق بتنظيم وتسيير المؤسسات المسيرة ذاتيا، ج. ر. عدد 15، الصادرة في 22 مارس 1963.

<sup>2</sup> محمد بوهزة، الإصلاحات في المؤسسة العمومية الجزائرية بين الطموح والواقع، الملتقى الدولي الثاني حول "اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة"، جامعة سطيف، الجزائر، أيام 07-03 أكتوبر 2004.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

لتجسيد المشاركة الفعالة في التسيير، وكذلك تحول تسيير المؤسسة الوطنية العامة من الأسلوب التقليدي إلى أسلوب جديد يتخذ من العاملين عناصر نشطة تضطلع بمهام التسيير والرقابة من خلال مساهماتهم الفعلية في ذلك، إضافة إلى ذلك تتجسد المشاركة العمالية في تسيير المؤسسة الوطنية العامة وفقا لميثاق التسيير الاشتراكي للمؤسسات من خلال المجلس المنتخب الذي يسهر على حسن تسيير المؤسسة وعلى زيادة الانتاج وعلى التحسين المستمر للجودة.<sup>1</sup>

المؤسسة الاشتراكية هي ملك للدولة وتابعة للقطاع العام، حيث تتولى الدولة الاستثمار فيها ومشاركة العمال في إدارتها وتسييرها وهي تسيير حسب مبادئ التسيير الاشتراكي، ويتكون رأس مالها من أموال عامة وتتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي وتتضمن وحدة أو عدة وحدات، ويعتبر عمالها منتجين ومسيرين في آن واحد.<sup>2</sup>

اعتبرت المؤسسة الاشتراكية بمثابة الوسيلة الأساسية لتحقيق أهداف التنمية الوطنية على جميع الأصعدة الاجتماعية، الاقتصادية، السياسية والثقافية، حيث تقوم بوضع الهياكل العاملة لها ولوحداتها بمراعاة الطرق التي تحقق أعلى درجات الفعالية والكفاءة.

تبلورت استراتيجية الدولة خلال مرحلة التسيير الاشتراكي من خلال المخططات التنموية التي اعتمدها الدولة فبعد المخطط الثلاثي التجريبي (1967-1969)، جاء المخطط الرباعي الأول (1970-1973) الذي أنشئت فيه العديد من المؤسسات نذكر منها على سبيل المثال (مركب الحجار ومصنع أرزيو)، ثم المخطط الرباعي الثاني (1974-1977) الذي اعتبر تكملة للمخطط السابق.<sup>3</sup>

باء هذا النظام بالفشل نظرا لظهور البيروقراطية التي تسبب في ظهورها مساهمة العمال في اتخاذ القرارات والتسيير، نظرا لكون العمال أميين وانتشار الأمية بصفة كبيرة، هذا ما دفع إلى إبعاد العمال من المساهمة الفعلية في التسيير واتخاذ القرارات، وهو ما أدى إلى خلق صراعات وخلافات بين العمال والإداريين وارتفاع العبء المالي للمؤسسة العامة على خزينة الدولة نظرا لعدم تمكنها من الاعتماد على نفسها، مما دفع إلى التفكير في انتهاج أسلوب جديد لإدارة المؤسسة وتسييرها.

### ب- مرحلة إعادة الهيكلة 1980-1987 :

تعتبر مرحلة إعادة الهيكلة أولى مراحل الإصلاحات التي مرت بها الملكية العامة الاقتصادية، والتي اعتبرت كحل للمؤسسات الاشتراكية من المشاكل التي كانت تعاني منها، وقد ظهرت إعادة الهيكلة مع المخطط الخماسي

<sup>1</sup> عبد الرحمن بن عنتر، مراحل تطور المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وآفاقها المستقبلية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة بسكرة، ورقة، العدد 02، 2002، ص 4.

<sup>2</sup> الأمر 74-71 المؤرخ في 16 نوفمبر 1971، يتعلق بالتسيير الاشتراكي للمؤسسات، ج.ر العدد 101، الصادرة في 13 ديسمبر 1971، ص 1736.

<sup>3</sup> الطيب داودي، عبد الحق ماني، تقييم إعادة هيكلة المؤسسات الاقتصادية العمومية الجزائرية، مجلة المفكر، جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 03، 2004، ص 134.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

الأول (1980-1984)، والذي جاء في ظروف اقتصادية متدهورة خلفتها الفجوة التي شهدتها المخططات التنموية في الفترة ما بين 1978-1980.

وقد تمت إعادة هيكلة المؤسسات العامة على مرحلتين :

- **إعادة الهيكلة العضوية** : كان الهدف منها إعادة هيكلة المؤسسات كبيرة الحجم التي كانت خاضعة للتسيير المركزي وكانت تعاني من صعوبات في تسييرها إلى مؤسسات صغيرة الحجم أكثر تخصصا وكفاءة، حيث استهدفت هذه العملية 85 مؤسسة وطنية و526 مؤسسة محلية، فأسفرت هذه العملية على تفتيت الأولى إلى 145 مؤسسة والثانية إلى 1200 مؤسسة.<sup>1</sup>

- **إعادة الهيكلة المالية** : في إطار العمل على تحسين الوضعية المالية المزرية التي آلت إليها المؤسسات العامة، حيث عرفت عجزا ماليا كبيرا على مستوى المؤسسة، والمتمثلة في تراكم الخسائر وتضخم حجم القروض مع عدم القدرة على تسديدها دفعت الدولة إلى إعادة هيكلة مالية للمؤسسات،<sup>2</sup> وكان الغرض منه إعادة هيكلة ديون المؤسسات (التطهير المالي للديون)، تصفية الحسابات المالية بين المؤسسات العامة، تخصيص رأس مال للمؤسسات الوطنية وإعادة تخصيصه والذي يستعمل لتغطية العجز المالي،<sup>3</sup> وذلك من أجل إعادة التوازن المالي للمؤسسات.

رغم أن نظام إعادة الهيكلة بنوعيه (الهيكلة العضوية والهيكلة المالية) قد حقق نوعا من النجاح كاستقلالية المؤسسة عن الدولة وذلك من الجانب المتعلق بالذمة المالية، إلا أنه لم يخلُ من قيام مشاكل وتناقضات متعلقة بالوصاية، السلطة والإشراف ومنها ما يتعلق بالتمويل والعجز الكبير الذي آلت إليه الكثير من المؤسسات من جهة، وما يتعلق بمحتوى فلسفة التسيير المتبعة من طرف إدارة هذه المؤسسات من جهة أخرى.<sup>4</sup>

وبناء عليه عمدت السلطة السياسية والاقتصادية إلى طرح مشروع بديل للإصلاحات، يتمثل هذا المشروع فيما عرف باسم استقلالية المؤسسة العامة وذلك بموجب القانون رقم 88-01 والقاضي باستقلالية المؤسسة العامة الجزائرية.

### ت- مرحلة استقلالية المؤسسات 1988-1994 :

نتيجة لعدم تحقيق إعادة الهيكلة النتائج المرجوة منها من جهة، وتضخم حجم المديونية الخارجية وضعف مردودية المؤسسات العامة المعاد هيكلتها من جهة أخرى، عمدت الدولة الجزائرية إلى تبني إصلاحات اقتصادية

<sup>1</sup> سيدي محمد ساهل، مصطفى بلقادم، خصخصة المؤسسة العمومية الاقتصادية الجزائرية لماذا؟ الملتقى الدولي حول : السياسات الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، يومي 29-30 نوفمبر 2004، ص 08.

<sup>2</sup> الطيب داودي، عبد الحق ماني، مرجع سبق ذكره، ص 138.

<sup>3</sup> عبد الرحمن بن عنتر، مرجع سبق ذكره، ص 07.

<sup>4</sup> سيدي محمد ساهل، مصطفى بلقادم، مرجع سبق ذكره، ص 08.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

جذرية عرفت باسم استقلالية المؤسسات الاقتصادية وقد تجسد ذلك من خلال القانون التوجيهي للمؤسسات العامة الاقتصادية والذي صدر بشأنه القانون 88-01 المؤرخ في 12/1/1988 المتعلق باستقلالية المؤسسات.

وقد كان الهدف من استقلالية المؤسسات منح المؤسسات مزيداً من المبادرة في إطار العمل على التجسيد الفعلي للامركزية، من خلال إعادة القانون الأساسي للمؤسسة الذي يجعلها تأخذ فردية المبادرة والتسيير من أجل استغلال طاقاتها الذاتية مع احتفاظ الدولة بملكية الأسهم فيها، حيث تنوب صناديق المساهمة للدولة في أداء دور المالك لرأس المؤسسة، كما تتيح الاستقلالية إمكانية التعاقد بحرية وفق القانون التجاري.<sup>1</sup>

كما نشير إلى أن قانون 88-01 المتعلق باستقلالية المؤسسات ظهر من خلاله مفهوم المؤسسة العامة الاقتصادية EPE والتي عرفها على أنها شركة مساهمة أو شركة ذات مسؤولية محدودة حيث تملك الدولة أو الجماعات المحلية فيها بصفة مباشرة أو غير مباشرة جميع الأسهم أو الحصص.<sup>2</sup>

وهكذا أصبح الهدف المنشود من الاستقلالية هو دفع المؤسسات العامة إلى التفاعل مع السوق، وتلبية حاجاته بإنتاج السلع والخدمات التي تعد مصدر التراكم للاستثمارات الممولة بمواردها الذاتية، ومن أجل تحقيق هذا الهدف أُجبرت المؤسسات العامة الاقتصادية آنذاك على تقديم الدليل على مردوديتها وقدرتها على التنافس، وهذا من خلال انتهاج سياسة تقليل التكاليف، ومراعاة الجودة لمنتجاتها سواء الموجهة للأسواق الداخلية أو الخارجية، وكذا اتباع استراتيجية تقضي إلى توفير الأموال بما في ذلك العملة الصعبة، المساهمة في التنمية الشاملة للاقتصاد، وزيادة القيمة المضافة والوطنية حجماً وقيمة.<sup>3</sup>

### ث - إعادة الهيكل الصناعية 1994 :

بعد فشل تجربة استقلالية المؤسسة العامة الاقتصادية في الوصول إلى النتائج المرجوة، كان لابد من إعادة هيكلتها لتغطية العجز الذي مس الاقتصاد الوطني بصفة عامة والمؤسسة العامة بصفة خاصة، وهو الأمر الذي تجسد بتبني سياسة إعادة الهيكلة الصناعية، والتي جاءت في إطار الوفاء بالالتزامات مع صندوق النقد الدولي أفريل 1994.

وتعرف إعادة الهيكلة الصناعية بأنها مجموعة الإجراءات المتعلقة بإعادة تنظيم أداة الانتاج الوطنية تنظيمها وتوزيعها، وتحديثها، قصد رفع فعاليتها وقدرتها التنافسية وإدماجها في التقسيم الدولي للعمل.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> الطيب داودي، عبد الحق ماني، مرجع سبق ذكره، ص 142.

<sup>2</sup> المادة 05 القانون 88-01 المؤرخ في 12 جانفي 1988، يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، ج.ر العدد 02، الصادرة في 13 جانفي 1988، ص 31.

<sup>3</sup> الشيخ الداوي، الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر وإشكالية البحث عن كفاءة المؤسسات العامة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، سوريا، المجلد 25، العدد 02، 2009، ص ص 260-261.

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق، ص 268.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

هذه المرحلة جاءت لتكريس نظام اقتصاد السوق وضرورة انسحاب الدولة من الانتاج كمتعامل اقتصادي ومن النشاطات ذات الطابع التنافسي جميعها، وفتح المجال أمام المبادرة الخاصة.

### ج- مرحلة الخوصصة 1995- إلى يومنا هذا :

لجأت الجزائر إلى نظام الخوصصة في منتصف سنة 1995 نتيجة لضغوطات والشروط التي فرضها عليها صندوق النقد الدولي للاستدانة من بينها إعادة هيكلة القطاع العام الاقتصادي وفتح المجال للخوصص.

وعليه ظهر مفهوم الخوصصة في التشريع الجزائري من خلال الأمر رقم 22/95 المؤرخ في 26 أوت 1995 والمعدل بالأمر رقم 11/97 المؤرخ في 19 مارس 1997، والذي ألغى بموجب الأمر 04-01 حيث عرفت المادة 13 منه الخوصصة بأنها "كل صفقة تتجسد في نقل الملكية إلى أشخاص طبيعيين، أو معنويين خاضعين للقانون الخاص من غير المؤسسات العامة، وتشمل هذه الملكية :

- كل رأسمال المؤسسة أو جزء منه، تحوزه الدولة مباشرة أو غير مباشرة و/أو الأشخاص المعنويين الخاضعون للقانون العام، وذلك عن طريق التنازل عن أسهم أو حصص اجتماعية أو اكتتاب لزيادة في الرأسمال.

- الأصول التي تشكل وحدة استغلال مستقلة في المؤسسات التابعة للدولة.<sup>1</sup>

ونشير في هذا الصدد إلى أن عدد المؤسسات العامة الاقتصادية المنحلة خلال الفترة بين سنة 1994 وسنة 1998 بلغ 813 مؤسسة منها 134 مؤسسة عامة اقتصادية وطنية و679 مؤسسة عامة اقتصادية محلية.<sup>2</sup>

في حين وصل عدد المؤسسات العامة التي تم خوصصتها بين سنة 2001 و2009 إلى 464 مؤسسة عامة مخصصة، 23% منها بيعت للمستثمرين الأجانب و77% للمستثمرين الخواص الجزائريين.<sup>3</sup>

تبنت الجزائر خيار خوصصة المؤسسات العامة الاقتصادية وذلك لتحقيق الأهداف الآتية<sup>4</sup>:

- تنمية القطاع الخاص بواسطة تحويل القطاع العام إلى القطاع الخاص، ومراقبته مع توضيح قواعد اللعبة، وتجنب المعاملة التفضيلية في الممارسات العادية.

- الاستعمال الأمثل للموارد النادرة، وذلك بإخضاع القطاعين العام والخاص لقواعد السوق.

- تحسين الوضعية المالية للقطاع العام بواسطة التصفية، وتحويل الملكية إلى القطاع الخاص أو برامج إعادة التأهيل، وتنمية الهيئات المالية التي تُستعمل كركيزة مهمة لنجاح صيرورة الخوصصة.

<sup>1</sup> المادة 13 من الأمر رقم 04-01، المؤرخ في 20 أوت 2001، يتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخوصصتها، ج.ر العدد 47، الصادرة في 22 أوت 2001، ص ص 11-12.

<sup>2</sup> حمادو بن نعمون، تقييم برنامج خوصصة المؤسسات العمومية في الجزائر، مجلة الأصول للبحوث الاقتصادية والإدارية، جامعة خنشلة، الجزائر، العدد 02، 2017، ص 171.

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص 174.

<sup>4</sup> الشيخ الداوي، الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر وإشكالية البحث عن كفاءة المؤسسات العامة، مرجع سبق ذكره، ص ص 271-272.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

- تحسين المحيط القانوني للاقتصاد باختيار وسائل التنظيم الأكثر عقلانية، هذا من أجل تحسين الكفاءة والفعالية الاقتصادية للمؤسسات باللجوء إلى قواعد السوق.
- تخفيض العبء المالي للمؤسسات العامة الاقتصادية الذي يتقل ميزانية الدولة.
- تنمية سوق الأسهم وتوسيع قاعدة الملكية، وتشجيع تنمية سوق رؤوس الأموال.
- إحداث مناصب عمل على المدى الطويل.
- تنمية أسواق المنافسة، ومحاولة الالتحاق بالسوق الدولية في ميداني التكنولوجيا ورأس المال.

ونشير في الأخير إلى أن الخوصصة في الجزائر تميزت بالبطء إن لم نقل بالجمود، وهذا بإجماع جل الأطراف (المؤسسات المالية العالمية، الخبراء الاقتصاديين، الهياكل المنفذة للخوصصة...)، وهذا ما يؤكد وجود عدة عوامل أدت إلى هذا البطء، كالمحيط الاقتصادي الذي لم يهيأ بالطريقة الكافية، وقوانينها التي لا زالت تضع قيودا أمام المستثمرين الخواص، علاوة على العوامل الاجتماعية والسياسية التي ساهمت بشكل واضح وكبير في عرقلة مشروع الخوصصة.

### 2. أجهزة تسيير المؤسسة العامة الاقتصادية :

بظهور قانون استقلالية المؤسسة العامة الاقتصادية وإخضاعها إلى قواعد القانون التجاري فإن الدولة انسحبت من تسيير المؤسسة العامة الاقتصادية، وأوكلت ذلك لشركات ائتمانية والتي بدأت بصناديق المساهمة تم تعويضها بالشركات القابضة العامة والتي بدورها تم تعويضها بشركات تسيير المساهمات :

#### أ- صناديق المساهمة :

تم إنشاء صناديق المساهمة بموجب القانون 88-03 المؤرخ في 12 جانفي 1988 المتعلق بصناديق المساهمة، وذلك تجسيدا لمبدأ استقلالية المؤسسات العامة، والتي تعرف على أنها "عون ائتماني للدولة التي تُسند إليه أموال عامة يتولى تسييرها المالي، وبهذا الصدد يتولى الصندوق القيام باستثمارات اقتصادية لحساب الدولة، لاسيما عن طريق المساهمة في رأسمال المؤسسات العامة الاقتصادية بهدف تحقيق أرباح مالية، وبهذا يشكل حافضة للقيم المنقولة التي يتولى تسييرها."<sup>1</sup>

وبالتالي صناديق المساهمة هي مؤسسات عامة اقتصادية تتولى الوساطة التي تمكن الدولة من المساهمة في المؤسسات العامة الاقتصادية وممارسة حقها في الملكية وعدد هذه الصناديق هو ثمانية صناديق.

<sup>1</sup> المادة 02 القانون 88-03 المؤرخ في 12 جانفي 1988، يتعلق بصناديق المساهمة، ج.ر العدد 02، الصادرة في 13 جانفي 1988، ص45.



## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

يتولى إدارة صندوق المساهمة مجلس إدارة تعين الحكومة أعضائه الذين يتراوح عددهم من خمسة إلى تسعة لمدة خمس سنوات قابلة للتجديد.<sup>1</sup>

وبإلغاء القانون 88-01 المتعلق باستقلالية المؤسسات تم حل صناديق المساهمة وتعويضها بالشركات القابضة.

### ب- الشركات القابضة العامة (هولدينغ) :

تم إنشاء الشركات القابضة العامة بموجب الأمر 95-25 المؤرخ في 25 سبتمبر 1995 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة وإدارتها، والتي تعرف على أنها "شركات مساهمة تحوز الدولة فيها رأسمالها كاملا و/أو تشترك فيه مع أشخاص معنويين آخرين تابعين للقانون العام، وتخضع في إنشائها وتنظيمها للأشكال المنصوص عليها في القانون التجاري".<sup>2</sup>

تتولى الشركات القابضة العامة بالإضافة إلى تسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة وإدارتها، تسيير الأسهم أو سندات المساهمة أو شهادات الاستثمار أو أي قيم منقولة أخرى تحوزها الدولة أو المكتتبه باسمها وإدارة ذلك، كما تتولى الشركات القابضة العامة مهام استثمار حافظة الأسهم والمساهمات والقيم المنقولة الأخرى المحولة إليها وجعلها أكثر مردودية، وتشجيع تنمية المجموعات الصناعية والتجارية والمالية التي تراقبها.<sup>3</sup>

يسير الشركة القابضة العامة مجلس المديرين، يوضع تحت رقابة مجلس المراقبة، تعين الجمعية العامة مجلس المديرين وأعضاء مجلس المراقبة لمدة ست سنوات قابلة للتجديد،<sup>4</sup> حيث يحدد القانون الأساسي عدد أعضاء مجلس المديرين في حين يتكون مجلس المراقبة من سبعة أعضاء، وقد بلغ عدد الشركات القابضة العامة الوطنية 11 والمحلية 5.

كما تم بموجب الأمر 95-25 إنشاء المجلس الوطني لمساهمات الدولة CNPE الذي كلف بتنسيق نشاط الشركات القابضة، والذي كان تحت سلطة رئيس الحكومة والذي هو رئيسه طبقا لنص المادة 18 من نفس الأمر، وبصدور الأمر 01-04 تم حل الشركات القابضة وعوضها بشركات تسيير المساهمات.

### ت- شركات تسيير مساهمات الدولة :

تم إنشاء شركات تسيير مساهمات الدولة بموجب المرسوم التنفيذي رقم 01-283 المؤرخ في 24 سبتمبر 2001 وذلك تطبيقا لنص الفقرة الثالثة من المادة 05 من الأمر 01-04 المؤرخ في 20 أوت 2001، وهي

<sup>1</sup> المادة 13 القانون 88-03 المؤرخ في 12 جانفي 1988، يتعلق بصناديق المساهمة ، مرجع سبق ذكره، ص 46.

<sup>2</sup> المادة 05 الأمر 95-25 المؤرخ في 25 سبتمبر 1995، يتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة، ج.ر العدد 55، الصادرة في 27 سبتمبر 1995، ص 07.

<sup>3</sup> المادة 09 الأمر 95-25 المؤرخ في 25 سبتمبر 1995، يتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة، مرجع سبق ذكره، ص 08.

<sup>4</sup> المادة 11 الأمر 95-25 المؤرخ في 25 سبتمبر 1995، يتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة، مرجع سبق ذكره، ص 08.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

مؤسسات عامة اقتصادية مكلفة بتسيير مساهمات الدولة في المؤسسة العامة الاقتصادية التي تملك الدولة أو أحد أشخاص القانون العام كل رأسمالها الاجتماعي بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

تخضع شركات تسيير مساهمات الدولة والتي تنشأ في شكل شركة مساهمة لمزيج من النصوص القانونية المتمثلة في : نصوص الأمر 01-04، نصوص المرسوم التنفيذي 01-283، نصوص القانون التجاري، لوائح مجلس مساهمات الدولة، أحكام عهدة التسيير، أحكام القوانين الأساسية المؤسسة لشركة تسيير مساهمات الدولة.

وعليه أصبحت شركة تسيير مساهمات الدولة هي الهيئة المكلفة برقابة المؤسسات العامة الاقتصادية، إذ تمارس الدولة من خلالها حقها في ملكية المؤسسات العامة الاقتصادية وقد بلغ عدد شركات تسيير مساهمات الدولة 28.

يتولى إدارة وتسيير شركات تسيير مساهمات الدولة جمعية عامة ومجلس مديرين يتكون من ثلاثة أعضاء من بينهم الرئيس،<sup>1</sup> حيث يحدد مجلس مساهمات الدولة أعضاء مجلس المديرين.

يتم إنشاء شركات تسيير مساهمات الدولة بموجب قرار من مجلس مساهمات الدولة CPE الذي عوض المجلس الوطني لمساهمات الدولة CNPE وهو الجهاز المكلف برقابة شركات تسيير مساهمات الدولة وهو تحت سلطة رئيس الحكومة الذي يتولى رئاسته.

### ث- المجمعات الصناعية العامة :

إن الإصلاح الجديد في طرق تنظيم وتسيير القطاع العام الاقتصادي يندرج ضمن الإستراتيجية الصناعية الجديدة التي تبنتها الدولة الجزائرية، حيث تركز هذه الإستراتيجية على رد الاعتبار وإعادة بعث الصناعة الوطنية والاعتماد عليها في تكثيف خلق الثروة الاقتصادية، جاء هذا الإصلاح لمنح استقلالية أكبر للمؤسسات العامة في اتخاذ قراراتها، لكن هذا لا يستثني تدخل مجلس مساهمات الدولة CPE في رقابة تسيير المؤسسات العامة الاقتصادية، لقد تم مؤخرا وفي مرحلة أولى لتنظيم القطاع العام الصناعي إدماج شركات تسيير مساهمات الدولة السابقة في هياكل جديدة تسمى بالمجمعات الصناعية العامة.

وتضم هذه المجمعات التي أنشئت انطلاقا من أربعة عشر شركة لتسيير مساهمات الدولة سبعة مجموعات جديدة وخمسة كانت موجودة من قبل، وتخص المجمعات السبعة الجديدة قطاعات : الصناعات الغذائية، الصناعات الكيماوية، صناعات التجهيزات الكهربائية والكهرومنزلية والإلكترونية، الصناعات المحلية، الصناعات الميكانيكية، صناعات التعدين والحديد والصلب، وصناعات النسيج والجلود، أما المجمعات الخمسة الأخرى التي

<sup>1</sup> المادة 3 من المرسوم رقم 01-283، المؤرخ في 24 سبتمبر 2001، يتضمن الشكل الخاص بأجهزة إدارة المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها، ج.ر العدد 55، الصادرة في 26 سبتمبر 2001، ص 16.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

كانت موجودة من قبل فيتعلق الأمر بالشركة الوطنية للسيارات الصناعية، المجمع الصناعي للإسمنت، مجمع الصناعات الصيدلانية (صيدال)، الشركة الوطنية للتبغ والكبريت، ومجمع مناجم الجزائر.

في مرحلة ثانية تضمنت عملية إعادة تنظيم المؤسسات العامة الاقتصادية لقطاع النقل، ميلاد أربعة مجتمعات صناعية جديدة بإدماج شركات تسيير مساهمات الدولة الثلاث التي كانت تشرف على مؤسسات القطاع، المجتمعات الجديدة هي مجمع النقل البري للبضائع واللوجيستيك، ومجمع الخدمات المنائية، ومجمع النقل البحري للسلع، وأخيرا مجمع النقل البري للمسافرين.

وفي الأخير نشير إلى أن عدد المؤسسات المملوكة للقطاع العام بلغ 16 718 مؤسسة حسب إحصائيات 2011، أي ما يعادل نسبة 1.8% من مجموع المؤسسات الاقتصادية بالجزائر، وهو ما يشير إلى هيمنة القطاع الخاص على النسيج الاقتصادي، حيث بلغت عدد مؤسسات القطاع الخاص 915 316 مؤسسة وهو ما يمثل نسبة 98% من مجموع المؤسسات الاقتصادية<sup>1</sup> والجدول التالي يتضمن تقسيم المؤسسات العامة الاقتصادية خلال سنة 2011 حسب فئة رقم الأعمال.

الجدول رقم (2.3) : تصنيف المؤسسات العامة الاقتصادية حسب فئة رقم الأعمال حسب إحصائيات سنة

### 2011

فئة رقم الأعمال	أقل من 20 مليون دج	من 20 إلى 200 مليون دج	من 200 مليون إلى 2 مليار دج	أكثر من 2 مليار دج	المجموع
عدد مؤسسات القطاع العام	6 916	6 558	2 720	524	16 718

المصدر : الديوان الوطني للإحصاء، مرجع سبق ذكره، ص 17.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن 96.86% من المؤسسات العامة الاقتصادية هي مؤسسات صغيرة ومتوسطة PME، منها 41.37% مؤسسة مصغرة (6 916 مؤسسة)، 39.23% مؤسسة صغيرة (6 558 مؤسسة)، 16.27% مؤسسة متوسطة (2 720 مؤسسة)، في حين بلغ عدد المؤسسات العامة الاقتصادية الكبيرة الحجم 524 مؤسسة فقط أي ما يعادل 3.13% من مجموع المؤسسات العامة الاقتصادية بالجزائر.

### المطلب الرابع : ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي للمؤسسة

شهد العقدان الأخيران ظهور نوع جديد من المتعاملين في مختلف الأسواق المالية الدولية، أطلق عليهم اسم المستثمرون المؤسسيون، ففي سنة 1970 كان هؤلاء المستثمرون يسيطرون على ما يقارب 17.5% من الأسهم في الأسواق المالية في الولايات المتحدة، وارتفعت هذه النسبة إلى حوالي 30% سنة 1986، ووصلت إلى

<sup>1</sup> الديوان الوطني للإحصاء، الإحصاء الاقتصادي الأول، رقم 172، جويلية 2012، ص 13.

أكثر من 51% بحلول نهاية سنة 2004، كما لوحظ أيضا أهمية هؤلاء المستثمرين المؤسسين في أوروبا (خاصة في المملكة المتحدة وألمانيا وسويسرا وفرنسا وإسبانيا وإيطاليا) وفي آسيا (اليابان والصين وتايلند).

### الفرع الأول : تعريف المستثمرين المؤسسيين **Les investisseurs institutionnels**

يمكن تعريف المستثمرين المؤسسيين على أنهم : " هيئات مالية تقوم بجمع موارد ادخارية وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها بتوظيف جزء هام في شكل قيم منقولة،"<sup>1</sup> ومن بين تصنيفات المستثمرين المؤسسيين نجد<sup>2</sup> :

- **صناديق التقاعد Les fonds de pension** : وهي توظف جزء هاما من اقتطاعات المداخيل في بورصة القيم المنقولة قصد تحقيق عوائد وهذا لوجود فارق زمني طويل بين مدة الاقتطاع ومدة التسديد.
- **شركات التأمين Les compagnies d'assurances** : وهي مؤسسات مالية تقوم بالتأمين ضد الأخطار وعلى الحياة، وتعتبر من بين أهم المستثمرين المؤسسيين.
- **البنوك Les banques** : وهي مؤسسات مالية تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات وإعادة إقراضها.
- **صناديق البطالة Les fonds de chômages** : ووظيفتها توفير علاوات للبطالين الذين كانوا قد انخرطوا فيها بشكل منظم قبل أن يجدوا أنفسهم بدون عمل، وتستطيع هذه الصناديق توجيه سيولتها للتوظيف على شكل أوراق مالية.
- **صناديق الودائع والضمانات Les caisses des dépôts et consignations** : وتقوم بجمع الودائع من الذين يرغبون في الحصول على ضمانات خاصة، وتتمتع بسيولة هامة لا تجد لها سوى البورصة مكانا مناسباً للتوظيف.
- **هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)** : وتتكون أساسا من تنظيمات مهمتها تسيير محافظ للأوراق المالية لحساب عملاء من صغار المستثمرين، وتتكون هذه الهيئات من :
- **شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير Les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV)** : وهي التي يتكون رأسمالها من مجموعة مساهمات الأشخاص، وهذه

<sup>1</sup> نعيمة عبيدي، أثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة المؤسسات - دراسة نقدية تحليلية - مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، الجزائر، المجلد 7، العدد 2، 2014، ص 100.

<sup>2</sup> علاء بن ثابت، محمد بن جاب الله، المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، الملتقى الدولي حول : سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - جامعة بسكرة، الجزائر، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006، ص 7.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

المساهمات قابلة للزيادة والنقصان عن طريق التعديل في محفظة الأوراق المالية لها بانضمام مساهمين أو بيع الأوراق المالية.

- شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت **Les sociétés d'investissement à capital fixe**

**(SICAF) fixe** : ولا يمارس فيها المساهمون حق الحياة والتصرف المباشر في قيمة الأوراق المالية إلا باللجوء إلى السوق المالية وبيع حصتهم فيها.

- الصناديق الجماعية للتوظيف **Les fonds communs de placement (FCP)** : ويتم فيها

تجميع ادخارات العائلات غير المختصة نحو البورصة، وتسير من طرف هيئات مالية مختصة.

- نوادي الاستثمار **Les clubs d'investissement (CI)** : وتكون فيها المحفظة المالية ملكا

لمجموعة من الأشخاص من خلال تقديم أعضائها لدفعات شهرية.

ونشير في هذا الصدد إلى أنه هناك ثلاث مسائل مهمة ينبغي ملاحظتها بالنسبة للمستثمرين المؤسسيين

وهي كآلاتي :

- المسألة الأولى التي يجب ملاحظتها هو تغير الأهمية النسبية، فمنذ الستينيات وحتى السبعينيات كانت

صناديق التقاعد هي المؤسسات المهمة في سوق الأوراق المالية حيث كانت تمسك حوالي ربع الأسهم

المتداولة في السوق، ولكن أهميتها هذه تناقصت بسبب عوامل عديدة، بينما في الثمانينيات والتسعينيات

فإن صناديق الاستثمار المشتركة هي القوة الأساسية في سوق الأوراق المالية .

- المسألة الثانية التي ينبغي ملاحظتها هي العلاقة المزدوجة مع المستثمرين الأفراد إذ يستفيدون بشكل غير

مباشر من نشاطات المستثمرين المؤسسيين لكونهم يستفيدون من المحافظ المؤسسة، ومن جهة أخرى فإنهم

يتنافسون مع بقية المؤسسات، حيث أن كليهما يدير المحافظ ويريد أن ينجح ماليا في شراء وبيع الأوراق

المالية.

- أن المستثمرين المؤسسيين هم متخصصون **Professional** فإنهم في الغالب يتعاملون بشكل مختلف عن

المستثمرين الأفراد لكون بعض المؤسسات تكشف معلومات مهمة بشكل اختياري إلى بعض المستثمرين

المؤسسيين.

### الفرع الثاني : تأثير ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات

إن المستثمرين المؤسسيين يمكن اعتبارهم من أهم العناصر التي يمكن أن تتواجد داخل الأسواق المالية،

فبالإضافة إلى دورهم في تنشيط الأسواق المالية، يمارس المستثمرون المؤسسيون كذلك دورا مهما في ظل حوكمة

المؤسسات وبالتالي التأثير على الأداء المالي للمؤسسات، حيث يؤدي المستثمرون المؤسسيون دورا رئيسيا فيما

يخص عملية الرقابة ومتابعة المديرين في المؤسسات التي يستثمرون فيها، حيث كونهم ملاكا في المؤسسة فلهم

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

العديد من الحقوق ومنها انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والذين سوف يقومون بدور الوكيل في متابعة ورقابة الأداء الخاص بمديري المؤسسة.

وتجدر الإشارة إلى أن نشاط المستثمرين المؤسسيين يظهر جليا عندما يكون هناك نوع من عدم الرضا على الأداء المالي للمؤسسة الناجم عن سوء أداء أعضاء مجلس الإدارة وهو ما يطلق عليه بنزعة التأثير لدى المستثمرين المؤسسيين *L'activisme des investisseurs institutionnels*، حيث أشار *Smith* (1996) إلى أن نزعة التغيير التطرفية للمساهمين هي الرقابة ومحاولة إحداث تغيير في هيكل الرقابة التنظيمية على المؤسسة التي تفرض من خلال المستثمرين المؤسسيين الذين يدركون أن المؤسسة لا تسهر على تحقيق هدف تعظيم ثروتهم.<sup>1</sup>

ويستعمل المستثمرون المؤسسيون وسيلتين للتأثير على قرارات المديرين (المسيرين) في حالة عدم رضاهم على أداء المؤسسة : إما بالتخلي عن الأوراق المالية وبيعها دفعة واحدة، مما سيكون له الأثر السلبي على قيمتها، أو محاولة القيام بتعديل سياسة المؤسسة باستعمال سلطتهم وممارسة حقوقهم في التصويت، ومن هنا إصدار إشارات تأخذ إحدى الأشكال التالية<sup>2</sup>:

- المتابعة القضائية للمؤسسة في محاولة إرغامها على ممارسة كامل حقوقهم القانونية.
- التصويت ضد تعيين طاقم الإدارة في مجلس إدارة المؤسسة.
- الاستهداف الصريح للمؤسسة.

أشارت العديد من الدراسات التي تناولت تأثير ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسة إلى أنه مجرد تواجد المستثمرين المؤسسيين يقود المؤسسة إلى رقابة أكثر فاعلية مقارنة مع المستثمرين الأفراد وهذا في ظل ضخامة حجم استثماراتهم، وباعتبار أنهم مستثمرين على درجة عالية من الوعي ولديهم قدرة أكبر على جمع وتحليل البيانات، كما أن لهم حق التصويت للدفاع عن مصالحهم، وهو ما ينعكس إيجابيا على الأداء المالي للمؤسسة.

وفي هذا الصدد فقد أوضحت الدراسات أن الرقابة التي يمارسها المستثمرون المؤسسيون على سلوك إدارة المؤسسة يمكن أن تتم إما بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة، ويقصد بالرقابة المباشرة تلك الرقابة التي تمارسها تلك المؤسسات إما من خلال ممارستها لدور رقابي فاعل في الجمعية العامة للمساهمين أو من خلال الدور الذي تلعبه هذه المؤسسات في تفعيل الآليات الأخرى لحوكمة المؤسسات.

<sup>1</sup>Michael P. Smith, Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS , The Journal of Finance, Vol. 51, N°. 1, 1996, P229.

<sup>2</sup>علال بن ثابت، محمد بن جاب الله، مرجع سبق ذكره، ص12.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

فعلى سبيل المثال أوضح Smith (1996) أن مقترحات المساهمين في اجتماعات الجمعية العامة عادة ما تلقى اهتماما أكبر وتوضع موضع التنفيذ بشكل أسرع، مع زيادة نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين في المؤسسة الأمر الذي ينعكس إيجابا على الأداء المالي والتشغيلي لهذه المؤسسة.<sup>1</sup>

كما أشار Agrawal et Mandelker (1990) إلى أن حالات تغيير المديرين التنفيذيين للمؤسسة نتيجة انخفاض مستوى الأداء المالي تزداد بصورة معنوية في المؤسسات التي تزيد فيها نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين مقارنة مع المؤسسات التي تزيد فيها نسبة ملكية المستثمرين الأفراد،<sup>2</sup> وفي نفس الإطار أشار Wahal (1996) إلى أن المؤسسات التي تزيد فيها نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين تمتاز عن غيرها من المؤسسات بزيادة المبالغ المنفقة على أنشطة البحوث والتطوير وكذا المصروفات الرأسمالية الأمر الذي يساعد هذه المؤسسات على زيادة خلق القيمة لحملة الأسهم فيها.<sup>3</sup>

ومن ناحية أخرى فقد أوضحت الدراسات كذلك أن المستثمرين المؤسسيين بوسعهم ممارسة رقابة مباشرة على سلوك المديرين التنفيذيين من خلال تفعيل دور الآليات الأخرى لحوكمة المؤسسات، فعلى سبيل المثال وجد Feldmann et Schwarzkopf (2003) أن زيادة نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين في المؤسسة يرتبط طرديا مع زيادة عدد الأعضاء الخارجين في مجلس الإدارة وكذا زيادة عدد الأعضاء غير التنفيذيين في لجنة المراجعة، وهو ما يعني أن زيادة نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين في المؤسسة يؤدي إلى زيادة درجة استقلال مجلس الإدارة واللجان التابعة له مما يزيد من فاعلية دوره في حوكمة المؤسسات.<sup>4</sup>

أيضا أكد Velury et al (2003) على أن المستثمرين المؤسسيين عادة ما يفضلون القوائم المالية ذات جودة عالية لتسهيل أنشطتها الرقابية على المؤسسة، وهو ما يدفع المؤسسات التي يستثمر فيها هؤلاء المستثمرون المؤسسيون إلى السعي للتأثير على مديري المؤسسات لتحسين جودة التقارير المالية، ونحو اختيار مكاتب مراجعة متخصصة في القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة، وإذا كان تخصص المراجع يعتبر مؤشرا على جودة عملية المراجعة فإن هذا يعني زيادة جودة عملية المراجعة مع زيادة نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين.<sup>5</sup>

كما يمكن للمستثمرين المؤسسيين ممارسة الرقابة على سلوك إدارة المؤسسة بطريقة غير مباشرة من خلال التأثير على بيئة المعلومات الخاصة بالمؤسسة أو التأثير على العلاقة بين الربح المحاسبي وأسعار الأسهم، فإذا كان أحد أهم الأهداف الرئيسية لحوكمة المؤسسات هو زيادة جودة القوائم المالية المنشورة للمؤسسة وما تتضمنه من

<sup>1</sup>Michael P. Smith, Op.Cit, PP 246-247.

<sup>2</sup>Anup Agrawal , Gershon N. Mandelker, Large Shareholders and the Monitoring of Managers : The Case of Antitakeover Charter Amendments, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 25, N°. 2, 1990, PP 143-161.

<sup>3</sup>Sunil Wahal, Pension Fund Activism and Firm Performance, The Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 31, N°. 1, 1996, PP1-23.

<sup>4</sup>Dorothy Feldmann, David L Schwarzkopf , The Effect of Institutional Ownership on Board and Audit Committee Composition, Review of Accounting and Finance , Vol. 2 , N°. 4, 2003, PP87-109 .

<sup>5</sup>Uma Velury, and al, Institutional Ownership and the Selection of Industry Specialist Auditors, Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol. 21, N°. 1, 2003,PP35-48.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

معلومات فقد وجد Velury et Jenkins (2006) أن زيادة نسبة ملكية المستثمرين المؤسسين في أسهم المؤسسة تؤدي إلى تحسين الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية ومنها القدرة التنبؤية لتلك المعلومات، الحيادية، الحدائة والتمثيل الصادق والعاذل.<sup>1</sup>

كما أكد Jiambalvo et al (2002) على أن المستثمرين المؤسسين ومن خلال قدرتهم على تجميع وتحليل عدد كبير من المعلومات عادة ما يعتمدون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على معلومات بخصوص الربح المتوقع من المؤسسة في المستقبل، والتي لا تنعكس في القوائم المالية المنشورة للمؤسسة في الفترة الحالية مثل عقود البيع طويلة الأجل، وهو ما يعني زيادة قدرة أسعار الأسهم في السوق على أن تعكس الربح المستقبلي للمؤسسة كلما زادت ملكية المستثمرين المؤسسين لأسهم هذه المؤسسة، الأمر الذي يحد من دوافع المديرين نحو خداع السوق من خلال تبني بعض الممارسات التي تؤدي إلى المغالاة في الربح في الفترة الحالية على حساب الفترات المستقبلية.<sup>2</sup>

ومن ناحية أخرى أشار Piotroski et Roulstone (2004) إلى أن المستثمرين المؤسسين يعتمدون في اتخاذ قراراتهم على عدد كبير من المعلومات مثل المعلومات الخاصة بالسوق ككل والمعلومات الخاصة بالقطاع التي تعمل فيها المؤسسة بجانب المعلومات الخاصة بالمؤسسة التي يتم استقاؤها من القوائم المالية لتلك المؤسسة، ويعني ذلك أن زيادة نسبة ملكية تلك المؤسسات في أسهم المؤسسة يمكن أن يخفف من دوافع المديرين نحو زيادة الربح المنشور في تلك القوائم عن الحقيقة لتحسين صورة المؤسسة أمام المستثمرين ومن ثم التأثير على أسعار أسهم المؤسسة في السوق.<sup>3</sup>

مما سبق يمكن القول أن النمو السريع للمستثمرين المؤسسين وامتلاكهم لنسب كبيرة من أسهم المؤسسات، أدى إلى التحول في آليات حوكمة المؤسسات من النموذج الإداري المعتمد على آليات داخلية لمراقبة سلوك المسيرين خاصة من قبل مجلس إدارة المؤسسة، إلى نموذج يعتمد على آليات خارجية في عمليات المراقبة من قبل السوق والمساهمين، هذا النموذج الأخير المعتمد أساسا على رقابة المستثمرين المؤسسين.

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أن الدور الإيجابي للمستثمرين المؤسسين في الجزائر (البنوك وشركات التأمين) فيما يخص توظيف المدخرات في حيازة قيم منقولة سواء لمؤسسات مدرجة أو غير مدرجة في البورصة يكاد يكون غائبا تماما بفعل القوانين التي تعيق ذلك، فمثلا بالنسبة للفوائض التأمينية التي تحققها شركات التأمين

<sup>1</sup>Uma Velury , David Jenkins' Institutional ownership and the quality of earnings, Journal of Business Research, Vol. 59, N°. 9, 2006, PP1043-1051.

<sup>2</sup>James Jiambalvo, and al, Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings, Contemporary Accounting Research , Vol.19 , N°.1, 2002, PP117-145.

<sup>3</sup>Joseph D. Piotroski, Darren T. Roulstone, The influence of analysts, institutional investors and insiders on the incorporation of market, industry and firm-specific information into stock prices, The Accounting Review, Vol. 79, N°. 4, 2004, PP1119-1151.



وإعادة التأمين فإن الدولة الجزائرية تقيد التوظيفات المالية لها، والتي غالبا ما تستثمر في سندات الخزينة الحكومية وودائع لدى البنوك.<sup>1</sup>

### المبحث الرابع : تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات

يعد هدف تعظيم قيمة المؤسسة من أهم المواضيع التي نالت اهتمام الباحثين الماليين في مجال الإدارة المالية المعاصرة، حيث ظهرت العديد من الموضوعات والتي مازالت تثير الجدل حول الكيفية التي يمكن من خلالها تحقيق ذلك الهدف، ومن بين تلك الموضوعات الطريقة التي يمكن من خلالها إيجاد نوع من التوازن (المرج) بين الاعتماد على الاقتراض (الديون) أو على الأموال الخاصة وهو ما يعرف عند المنظرين الماليين بالرفع المالي (الهيكل المالي)، ولقد ظهرت كما سبقت الإشارة له في الفصل الثاني العديد من النظريات التي حاولت دراسة العلاقة بين تركيبة الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

#### المطلب الأول : العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي من منظور حوكمة المؤسسات

أشار Jensen et Meckling (1976) إلى أن الفصل بين الملكية والتسيير يمكن أن يؤدي إلى حدوث صراعات الوكالة والذي عادة ما يرتبط بمشكلة عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمساهمين وبالتدفق النقدي الحر، مما ينتج عنه تحمل المساهمين تكاليف من أجل مراقبة تصرفات المسيرين أطلق عليها تكاليف الوكالة، حيث أكد Jensen et Meckling (1976) على أنه يمكن التقليل من تكاليف الوكالة من خلال زيادة نسبة الملكية الإدارية أو من خلال اللجوء إلى التمويل بالديون.<sup>2</sup>

وعليه يتضح مما سبق أنه بظهور نظرية الوكالة أصبح ينظر إلى قرار المفاضلة بين البدائل التمويلية (تمويل ذاتي، ديون، أموال خاصة) على أنه تحديد لشكل علاقات الوكالة بين الأطراف الممولة وهو ما يؤثر على نمط الحوكمة في المؤسسة.

كما أشار Jensen (1986) إلى أن التمويل بالديون من شأنه الزام المسيرين بتسديد أقساط القروض والفوائد مما يؤدي إلى تقليل التدفق النقدي الحر المتاح والذي يستخدمه المسيرين في الانفاق على مصالحهم الشخصية، وعليه فالتمويل بالديون يخفض من تكاليف الوكالة وبالتالي تعظيم الأداء المالي للمؤسسة.<sup>3</sup>

كذلك التمويل بالديون خصوصا عن طريق البنك من شأنه أن يرفع من مستوى الرقابة المفروضة على تصرفات المسيرين والحد من سلوكياتهم الانتهازية في استخدام التدفق النقدي الحر لمصلحتهم الشخصية، من خلال

<sup>1</sup>أنظر المواد 05، 06، 07، 08، 09، القرار المؤرخ في 14 مايو سنة 2016، يتعلق بتمثيل الالتزامات المقتننة لشركات التأمين و/أو إعادة التأمين، ج.ر العدد 66، الصادرة في 09 نوفمبر 2016، ص 16.

<sup>2</sup>Michael C. Jensen, William H. Meckling, Op.Cit, P334.

<sup>3</sup>Michael C. Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, Op.Cit, P 324.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

الزامهم بتسديد أقساط القروض والفوائد وبالتالي تقليل التدفق النقدي الحر، وعليه فإن اللجوء للتمويل بالديون يجبر المسيرين على تحقيق معدلات أداء مرتفعة من أجل تحقيق فوائض نقدية لتسديد مستحقات البنك (أقساط القرض والفوائد).

إضافة إلى ذلك فإن التمويل عن طريق الديون يرفع من مستوى تعرض المؤسسة لخطر الإفلاس وهو ما يدفع المسيرين على العمل على بذل المزيد من الجهود لتحسين الأداء المالي للمؤسسة وتقليل الانفاق على المصلحة الشخصية من أجل تجنب خطر فقدان المنصب.

كما سبق يتضح أنه من وجهة نظر المقاربة الانضباطية لحوكمة المؤسسات والتي تركز أساساً على نظرية الوكالة يفترض وجود علاقة طردية بين نسبة الديون بالهيكل المالي للمؤسسة (الرفع المالي) ومستوى الأداء المالي للمؤسسة، كما أكدت النظرية التوازنية ونظرية الإشارة والتي سبقت الإشارة لهما على التأثير الإيجابي للديون على الأداء المالي (قيمة المؤسسة) من خلال الاستفادة من الوفورات الضريبية ومن أثر الرافعة المالية للديون.

كما نشير إلى أن نظرية التدفق النقدي الحر تعتبر أن التمويل الذاتي هو نتيجة للفرضية التجدرية للمسيرين والذي سوف يستخدم لتحقيق المصالح الشخصية على حساب مصلحة باقي أصحاب المصلحة، وعليه فإن تقليل اللجوء إلى الديون والاعتماد على التمويل الذاتي من شأنه تقليل التدفق النقدي الحر وتحسين الأداء المالي للمؤسسة.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني : حدود استخدام الديون كآلية لحوكمة المؤسسات

إذا كانت الديون تسمح بتقليل تكاليف الوكالة من خلال تخفيض تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين، فإنها أيضاً يمكن أن تمنع المؤسسة من الاستثمار في المشاريع المربحة، إذا كان الجزء الأكبر من خلق القيمة سوف يتحصل عليه الدائنين وهذا ما يتعارض مع مصلحة المساهمين.<sup>2</sup>

إضافة إلى ذلك المخاطر التي يشكلها الإفلاس بالنسبة للمسيرين تكاد تكون معدومة في بعض الأحيان مما يقلل من تأثيرها التحفيزي خصوصاً في الدول التي يتميز قانون الإفلاس فيها بمرونة عالية مع المسيرين مثل الولايات المتحدة الأمريكية.<sup>3</sup>

بالرغم من الحدود المذكورة سابقاً فيما يخص الديون كآلية لحوكمة المؤسسات، إلا أنه يمكن اعتبار وجود الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسات وتدخل كبار الدائنين في قرارات المؤسسة يسمح بمراقبة سلوك المسيرين.

<sup>1</sup>Rym Hachana, La gouvernance et la performance des entreprises pétrolières, Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, Paris, France, 2005, P56.

<sup>2</sup>Stewart C. Mayers, Determinants of corporate borrowing, Op.Cit, P157.

<sup>3</sup>Céline Du Boys, Op.Cit, P 116.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

وقد أكدت الكثير من الدراسات الميدانية على فعالية الديون كآلية لحوكمة المؤسسات وخصوصا الدراسات التي ركزت على الشراء بالاستدانة أو عن طريق الرافعة المالية (LBO) (Leveraged Buy Out)، حيث تسمح هذه الآلية للمسيرين بإعادة شراء المؤسسات التي يسيرونها وتمويل هذه العملية من خلال اللجوء إلى الاستدانة.

عرفت الجمعية الفرنسية للمستثمرين في رأس المال AFIC عملية LBO والتي هي اختصار للكلمة الانجليزية Leveraged Buy Out التي معناها باللغة الفرنسية acquisition par effet de levier بمعنى الاستحواذ أو الشراء بالاستدانة أو عن طريق الرافعة المالية، على أنها "شراء مؤسسة مستهدفة بواسطة شركة قابضة والتي تتكون من مساهمات مستثمرين بالإضافة إلى دين من قبل البنوك تدفعها الشركة القابضة كثمن للشراء كما تسترجع الشركة القابضة هذا الثمن من خلال التدفقات النقدية التي تدفعها لها المؤسسة المشتراة (المستهدفة)، تتميز هذه التقنية بالمشاركة في التسيير ما بين المسيرين في المؤسسة والمستثمر الجديد."<sup>1</sup>

عندما يشارك المسيرون الحاليون للمؤسسة في عملية الشراء يطلق على عملية الشراء هذه بالإدارة الداخلية (Leveraged Management Buy Out LMBO)، بمعنى أن المشتري يمول المسيرين الحاليين للاستحواذ على المؤسسة.

أما عندما يقوم المستثمرون المشاركون في عملية الشراء باستقدام فريق تسيير من خارج المؤسسة (مسيرون خارجيون) تسمى عملية الشراء هذه بالإدارة الخارجية (Leveraged Management Buy In LMBI). حسب Jensen (1989) تسمح عملية الشراء بالاستدانة بتحسين الأداء الاقتصادي للمؤسسات من خلال مايلي<sup>2</sup>:

- الضغط الممارس على المسيرين من خلال الالتزام بتسديد أقساط الدين إضافة إلى الفوائد.
- ارتفاع درجة الرقابة التسييرية للمستثمرين على المؤسسة.
- اختفاء تكاليف الوكالة والتي تنتج بسبب تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين.

### خلاصة الفصل :

حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق لمختلف الأدبيات النظرية التي ناقشت العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي والأدبيات التي تناولت العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسة، وقد خلصنا أن تناول موضوع هيكل الملكية وأثره على الأداء المالي للمؤسسة يتطلب دراسة الخصائص التالية : تركيز الملكية، الملكية الإدارية، وهوية الملاك.

<sup>1</sup>Jean-Louis Grange et al, LBO ; guide pratique AFIC, 2003, P6.

<sup>2</sup>Jérôme Maati, Op.Cit , P194.

## الفصل الثالث : الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

فبالنسبة لتركيز الملكية فقد أشار Shleifer et Vishny (1986) إلى أن وجود كبار المساهمين يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة خصوصا إذا تقلد كبار المساهمين مناصب تنفيذية، كما أن كبار المساهمين غير المسيرين (غير التنفيذيين) بإمكانهم الرقابة على المسيرين التنفيذيين، إضافة إلى سهولة قيام كبار المساهمين بالاستيلاء (العرض العمومي للشراء)، وبالتالي يفترض وجود علاقة طردية بين نسبة ملكية كبار المساهمين والأداء المالي للمؤسسة، غير أن Demsetz et Lehn (1985) خلاصا إلى عدم وجود علاقة بين ملكية كبار المساهمين والأداء المالي، وأن متغير تركيز الملكية هو متغير داخلي.

أما بخصوص الملكية الإدارية وحسب Janssen et Meckling (1976) تؤدي زيادة نسبة ملكية المسيرين (المديرين) إلى تقليل تكاليف الوكالة وإلى تقارب المصالح بين المسيرين والمساهمين وعليه يفترض وجود علاقة خطية بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة، غير أن Mork, et al (1988) أشاروا إلى وجود علاقة غير خطية بين المتغيرين وذلك بسبب اجتماع الأثرين تقارب المصالح بين المسيرين والمساهمين وفرضية تجدد المسيرين (المديرين) بسبب التركيز الشديد للملكية المسيرين، والذي يؤدي إلى سلوكيات مصادرة (تحويل) ثروة المساهمين.

كما توصلنا كذلك إلى أن الملكية العائلية للمؤسسة لها بعض الخصائص التي تسمح لها بتحقيق مستويات أداء مالي عالية مثل انخفاض مشاكل الوكالة بسبب الجمع بين الملكية والتسيير، سهولة الرقابة، الأفق الزمني الممتد... إلخ، غير أن التركيز الشديد للملكية العائلية يمكن أن يؤثر سلبا على الأداء المالي للمؤسسات العائلية وذلك بفعل التجدد الإداري لأفراد العائلة وسلوكيات مصادرة الثروة، أما بالنسبة للملكية الأجنبية فقد خلاصنا أن لها تأثير إيجابي على الأداء المالي للمؤسسات من خلال الاستفادة من التكنولوجيا المتطورة، رؤوس الأموال الأجنبية، الخبرة الإدارية والتقنية، إضافة إلى الدور الرقابي على سلوكيات مديري المؤسسات المحلية، غير أن التركيز الشديد للملكية الأجنبية يؤدي بالمستثمرين الأجانب إلى ممارسة سلوكيات مصادرة (تحويل) الثروة.

أما بالنسبة للملكية الدولة فقد توصلنا إلى أن المؤسسات العامة غالبا ما تحقق مستويات أداء مالي منخفضة وذلك بسبب مشكلة الوكالة الناتجة عن الفصل بين الملكية والتسيير وتعدد الأهداف المطلوب تحقيقها من طرف المؤسسات المملوكة للدولة، كذلك خلاصنا أن المستثمرين المؤسسيين لهم دور إيجابي في التأثير على مستويات الأداء المالي للمؤسسات من خلال دورهم الرقابي الفعال على أداء مديري المؤسسات.

وأخيرا بالنسبة للهيكل المالي أشارت نظرية الوكالة إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الاستدانة والأداء المالي للمؤسسة وذلك بفعل التأثير الرقابي للدائنين، في حين ومن منظور النظرية التجدرية لحوكمة المؤسسات يفترض وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون والأداء المالي للمؤسسة وذلك بفعل التدفق النقدي الحر.

الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير  
هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء  
المالي للمؤسسة

تمهيد :

بعد حصر الاطار النظري للدراسة ومناقشة مختلف الأدبيات النظرية التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي من جهة والعلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي من جهة أخرى، وتمهيدا لإجراء الدراسة الميدانية للإجابة على إشكالية البحث وفرضياته سوف نقوم من خلال هذا الفصل بمراجعة عددا من الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة التي تمت في بيئات أخرى، وهذا في ظل عدم وجود دراسات سابقة تمت على حالة الجزائر، وذلك بهدف معرفة نتائج تلك الدراسات وتفسيرها بخصوص متغيرات الدراسة (هيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي) والمقارنة بين نتائج تلك الدراسات، إضافة إلى تحديد طريقة قياس متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة.

ونشير إلى أنه ونظرا للعدد الكبير للدراسات السابقة التي تمت في بيئات أخرى والتي تناولت موضوع تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي، وموضوع تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي وذلك بسبب الجدل القائم بخصوص نتائج تلك الدراسات اعتمدنا في اختيار الدراسات السابقة لموضوع الدراسة الحالية على المعايير التالية :

- التنوع الجغرافي للدراسات السابقة من أجل معرفة احتمالية تأثير البيئة التي أجريت فيها الدراسة على نتائجها.
- اختلاف نتائج الدراسات السابقة فيما يخص طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة بهدف معرفة أي فريق من الدراسات السابقة سوف يتم تأييده من خلال الدراسة الميدانية التي سوف تجرى على البيئة الجزائرية.
- اختلاف الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسات السابقة من أجل معرفة احتمالية تأثير الأسلوب الإحصائي المستخدم على نتائج تلك الدراسات.
- اختلاف مؤشرات قياس متغيرات الدراسة.

كما قمنا بتقسيم الدراسات السابقة من حيث تناولها لتأثير أحد خصائص هيكل الملكية التالية : تركيز الملكية، الملكية الإدارية، الملكية العائلية، الملكية الأجنبية، ملكية الدولة، ملكية المستثمرين المؤسسين على الأداء المالي للمؤسسة، إضافة إلى الدراسات التي تناولت تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة، وفي قمنا بإبراز موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة.

## المبحث الأول : الدراسات السابقة لتأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة

إن تحليل العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة نظريا يمكن أن يستند على كل من نظرية الوكالة (وفرضية تقارب المصالح) ونظرية تجذّر المسيرين (المديرين)، فحسب Berle et Means (1932) فإن المؤسسات التي تتميز بتشتت رأس مالها تعاني من صعوبات في الرقابة على تصرفات مسيريهما وهو ما يؤثر على أدائها المالي، وبالتالي فتركيز ملكية رأس المال بين عدد قليل من المساهمين يسمح بتحسين الرقابة على سلوكيات المسيرين، كما أن تواجد كبار المساهمين يساهم في التأثير على قرارات مجلس الإدارة لتتوافق مع مصلحة المساهمين الآخرين.

من جهة أخرى يسمح تركيز الملكية بعدم استنزاف ثروة المساهمين من طرف المسيرين، كما أشار نموذج Shleifer et Vishny (1986) إلى أهمية الدور الذي يؤديه كبار المساهمين في ممارسة آلية الاستيلاء (الاستحواذ) واستبدال فريق التسيير (المسيرين) من أجل تعظيم قيمة المؤسسة.

إن تواجد كبار المساهمين بمثابة مسيرين (مديرين) أيضا داخل المؤسسة يجعل قرارات المسيرين تتوافق مع قرارات المساهمين (فرضية تقارب المصالح)، كما تجدر الإشارة إلى أن تركيز الملكية يوفر حماية أفضل لمصالح المساهمين خصوصا في البلدان ذات الحماية القانونية المنخفضة كما هو الحال في الأسواق المالية الناشئة.

مما سبق يفترض وجود علاقة طردية بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة.

من جهة أخرى تركيز الملكية يمكن أن يؤدي إلى تضارب المصالح بين المساهمين الأغلبية والمساهمين الأقلية (تضارب المصالح من النمط 2)، وخصوصا إذا كان كبار المساهمين هم أيضا مديرين مما يسمح لهم بالحصول على أرباح خاصة *bénéfices privés* على حساب المساهمين الأقلية، في هذه الحالة فإن تركيز الملكية يؤدي إلى ظاهرة تجذّر كبار المساهمين (المساهمين الأغلبية) وهو ما يؤثر سلبا على الأداء المالي للمؤسسة، وعليه يفترض وجود علاقة عكسية بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة.

إضافة إلى ذلك هناك أبحاث خلصت إلى عدم وجود علاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة من بينها دراسة (1985) Demsetz et Lehn ودراسة (1988) Holderness et Sheehan.

تجدر الإشارة إلى أنه هناك العديد من الدراسات الميدانية التي أجريت لاختبار العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة، نتائج تلك الدراسات كانت مختلفة فيما يخص طبيعة تلك العلاقة فهناك بعض الدراسات خلصت إلى وجود علاقة خطية بينهما، في حين هناك دراسات أخرى خلصت إلى عدم وجود علاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

من جهة أخرى هناك بعض الدراسات الميدانية خلصت إلى وجود علاقة غير خطية بين تركيز الملكية والأداء المالي وذلك بسبب اجتماع الأثرين الإيجابي والسلبي لتركيز الملكية في التأثير على الأداء المالي للمؤسسة، حيث يعود الأثر الإيجابي لتركيز الملكية إلى الدور الذي يؤديه كبار المساهمين في الرقابة على سلوكيات المسيرين وفي التأثير على قرارات مجلس الإدارة إضافة إلى سهولة ممارسة سياسة الاستيلاء (العرض العمومي للشراء) واستبدال فريق التسيير الحالي بفريق آخر وذلك في حالة انخفاض أداء المؤسسة، أما الأثر السلبي لتركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة فيتمثل في تجذّر كبار المساهمين خصوصا إذا كانوا مديرين مما يؤدي إلى مصادرة واستنزاف ثروة المساهمين الأقلية.

### المطلب الأول : الدراسات السابقة للعلاقة الخطية بين تركيز الملكية والأداء المالي

خلصت نتائج بعض الدراسات الميدانية التي تناولت العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي إلى وجود علاقة خطية بين المتغيرين، غير أن نتائج تلك الدراسات اختلفت في طبيعة تلك العلاقة الخطية، حيث أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة خطية طردية بين تركيز الملكية والأداء المالي وذلك بسبب التأثير الإيجابي لتركيز الملكية وفرضية تقارب المصالح بين كبار المساهمين وبقية المساهمين، في حين أشارت دراسات أخرى إلى وجود علاقة خطية عكسية بينهما نتيجة التأثير السلبي لتركيز الملكية وفرضية تجذّر كبار المساهمين.

### الفرع الأول : الدراسات السابقة للعلاقة الخطية الطردية بين تركيز الملكية والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى وجود علاقة خطية طردية بين تركيز الملكية والأداء المالي نجد الدراسات التالية :

#### 1- دراسة Gedajlovic et Shapiro (2002)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكوّنة من 334 مؤسسة يابانية مدرجة في البورصة خلال الفترة 1986-1991، وقد استخدم الباحثان لقياس متغير تركيز الملكية (المتغير المستقل) نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر خمسة مساهمين، في حين تم قياس الأداء المالي بنسبة العائد على الأصول ROA، كما تم التحليل الإحصائي بواسطة نماذج الآثار العشوائية لبيانات بانل Panel Data Models باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) Generalized Least Squares، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة خطية طردية بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة مقاساً

<sup>1</sup>Eric Gedajlovic, Daniel M. Shapiro, Ownership structure and firm profitability in Japan, Academy of Management Journal, Vol. 45, N° 2, 2002, PP565-575.



بمعدل العائد على الأصول ROA (المردودية الاقتصادية) وذلك بسبب فرضية تقارب المصالح بين المساهمين، إضافة إلى الدور الرقابي الفعال لكبار المساهمين على تصرفات المسيرين (المديرين).

## 2- دراسة Haniffa et Hudaib (2006)<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 347 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة كوالالمبور Kuala Lumpur -ماليزيا- خلال الفترة 1996-2000، استخدمت الدراسة لقياس المتغير المستقل (تركيز الملكية) نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر خمسة مساهمين، في حين تم قياس المتغير التابع (الأداء المالي) بنسبة Tobin's Q ومعدل العائد على الأصول ROA، كما استخدم الباحثان نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) Ordinary Least Squares، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة خطية طردية بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي سواء تم قياسه بمؤشر سوقي (Tobin's Q) أو مؤشر محاسبي (معدل العائد على الأصول ROA) وذلك بسبب التأثير الإيجابي لتركيز الملكية وفرضية تقارب المصالح بين كبار المساهمين وبقية المساهمين.

## 3- دراسة Mandaci et Gums (2010)<sup>2</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 203 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة إسطنبول - تركيا - خلال الفترة 2003-2005، وقد قام الباحثان بقياس متغير تركيز الملكية بنسبة الأسهم التي يمتلكها أكبر ثلاثة مساهمين (المتغير المستقل)، أما الأداء المالي (المتغير التابع) فقد تم قياسه بنسبة Tobin's Q ومعدل العائد على الأصول ROA، وقد خلصت نتائج نماذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى وجود علاقة خطية طردية بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي (نسبة Tobin's Q و ROA) وذلك بسبب فرضية تقارب المصالح بين المساهمين، إضافة إلى الدور الرقابي الفعال لكبار المساهمين على تصرفات المسيرين.

## 4- دراسة Almudehki et Zeitun (2012)<sup>3</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 26 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2006-2011، وقد استخدمت الدراسة لقياس تركيز الملكية (المتغير المستقل) نسبة الأسهم التي يمتلكها أكبر خمسة مساهمين، في حين تم قياس الأداء المالي (المتغير التابع) بثلاثة متغيرات : نسبة Tobin's Q، معدل العائد على الأصول ROA (المردودية الاقتصادية) ومعدل

<sup>1</sup>Roszaini Haniffa, Mohammad Hudaib, Governance structure and firm performance in Malaysia, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 33, N° (7) & (8), 2006, PP 1034-1062.

<sup>2</sup>Pinar Evrim Mandaci, Guluzar Kurt Gumus, Ownership concentration, managerial ownership and firm performance : Evidence from Turkey, South East European Journal of Economics and Business, Vol. 5, N° 1, 2010, PP57- 66.

<sup>3</sup>Noora Almudehki, Rami Zeitun, Ownership structure and corporate performance : Evidence from Qatar, Social Science Research Network, 2012, PP1-21.

العائد على حقوق الملكية ROE (المردودية المالية)، وقد خلصت نتائج الدراسة باستخدام نماذج بيانات بانل Panel Data Models إلى وجود علاقة خطية طردية بين نسبة تركيز الملكية والمؤشرات الثلاثة لقياس الأداء المالي (ROE، ROA، Tobin's Q).

#### 5- دراسة Manawaduge et De Zoysa (2013)<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 157 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة سريلانكا خلال الفترة 2000-2008، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير تركيز الملكية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر ثلاثة مساهمين، في حين تم قياس الأداء المالي بمؤشرات محاسبية متمثلة في : معدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE وبمؤشرات سوقية وهي : نسبة Tobin's Q ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأسهم المؤسسة MV/BV، كما استخدم الباحثان نموذج الانحدار المتعدد طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة خطية طردية بين نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر ثلاثة مساهمين (تركيز الملكية) والأداء المالي معبرا عنه بمؤشرات محاسبية (ROE، ROA) وذلك بسبب التأثير الإيجابي لتركيز الملكية، في حين لا توجد علاقة بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي مقاساً بمؤشرات سوقية (Tobin's Q، MV/BV).

#### 6- دراسة Akbar (2014)<sup>2</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 12 مؤسسة باكستانية تعمل في قطاع النسيج والمدرجة في بورصة كراتشي - باكستان- خلال الفترة 2007-2011، وقد استخدم الباحث لقياس متغير تركيز الملكية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر خمسة مساهمين، في حين تم قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE، كما تم التحليل الإحصائي باستخدام نماذج بيانات بانل Panel Data Models، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة خطية طردية بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي معبرا عنه بمعدل العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE.

#### 7- دراسة Jadoon et Baguri (2015)<sup>3</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 262 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة كراتشي - باكستان - خلال الفترة 2006-2011، حيث تم قياس

<sup>1</sup>Athula Manawaduge, Anura De Zoysa, The structure of corporate ownership and firm performance: Sri Lankan evidence, Corporate Ownership and Control, Vol. 11, N° 1, 2013, PP 723-734.

<sup>2</sup>Ahsan Akbar, Corporate governance and firm performance : Evidence from textile sector of Pakistan, Journal of Asian Business Strategy, Vol. 4, N° 12, 2014, PP 200 -207 .

<sup>3</sup>Imran Abbas Jadoon, Norkhairul Hafiz Bajuri, Ownership concentration and firm performance : Evidence from Pakistan, European Journal of Business and Management, Vol.7, N°17, 2015, PP200-208.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

متغير تركيز الملكية (المتغير المستقل) بنسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين، أكبر خمسة مساهمين، وأكبر عشرة مساهمين، في حين تم قياس المتغير التابع (الأداء المالي) بنسبة Tobin's Q، معدل العائد على حقوق الملكية ROE ومعدل العائد على الأصول ROA، كما استخدم الباحثان كأسلوب إحصائي الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة خطية طردية بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي سواء كان معبراً عنه بمؤشر سوقي (نسبة Tobin's Q) أو بمؤشرات محاسبية (معدل العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE).

### الفرع الثاني : الدراسات السابقة للعلاقة الخطية العكسية بين تركيز الملكية والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي أكدت على العلاقة الخطية العكسية بين تركيز الملكية والأداء المالي نجد الدراسات التالية :

#### 1- دراسة Gürsoy et Aydoğan (2002)<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 194 مؤسسة تركية غير مالية مدرجة في بورصة إسطنبول خلال الفترة 1992-1998، وقد استخدم الباحثان لقياس متغير تركيز الملكية نسبة الأسهم التي يمتلكها أكبر ثلاثة مساهمين، ولقياس الأداء المالي فقد استخدموا المؤشرات التالية : معدل العائد على حقوق الملكية ROE، معدل العائد على الأصول ROA، ربحية السهم EPS ومضاعف سعر السهم P/E، وقد خلصت نتائج نماذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى وجود علاقة خطية عكسية بين ملكية أكبر ثلاثة مساهمين (تركيز الملكية) وبين الأداء المحاسبي (ROE، ROA) نتيجة التأثير السلبي لتركيز الملكية وفرضية تجذّر كبار المساهمين، وعدم وجود علاقة بينها وبين الأداء السوقي (P/E، EPS).

#### 2- دراسة Foroughi et Fooladi (2012)<sup>2</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 45 مؤسسة إيرانية غير مالية شملت خمسة قطاعات ومدرجة في بورصة إيران خلال الفترة 2002-2004، وقد استخدم الباحثان لقياس متغير تركيز الملكية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين، في حين تم قياس الأداء المالي بربحية السهم EPS، وقد خلصت نتائج الدراسة باستخدام نماذج بيانات بانل Panel Data Models إلى وجود علاقة خطية عكسية بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسات مقاساً بربحية السهم

<sup>1</sup>Güner Gürsoy, Kürşat Aydoğan , Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance : An Empirical Investigation in Turkish Listed Companies, Emerging Markets Finance & Trade, Vol. 38, N° 6, 2002, PP6-25.

<sup>2</sup>Meysam Foroughi, Masood Fooladi, Concentration of Ownership in Iranian Listed Firms, International Journal of Social Science and Humanity, Vol. 2, N° 2, 2012, PP112-116.



1- دراسة Lee (2008)<sup>1</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 579 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة كوريا خلال الفترة 2006-2000 وقد استخدم الباحث لقياس متغير تركيز الملكية (المتغير المستقل) نسبة الأسهم التي يمتلكها أكبر المساهمين، في حين تم قياس الأداء المالي للمؤسسات (المتغير التابع) بنسبة العائد على الأصول ROA، خلصت نتائج الدراسة باستخدام نماذج بيانات بانل Panel Data Models إلى وجود علاقة تربيعية من الشكل  $\cap$  بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي معبرا عنه بنسبة العائد على الأصول ROA، حيث تكون العلاقة بين المتغيرين في البداية علاقة طردية بسبب فرضية تقارب المصالح بين المساهمين إضافة إلى الدور الرقابي المهم لكبار المساهمين على تصرفات المسيرين إلى غاية نسبة ملكية أكبر المساهمين 55%، ثم تصبح العلاقة بعد ذلك بين نسبة ملكية أكبر المساهمين والأداء المالي علاقة عكسية بسبب فرضية تحذّر المديرين (كبار المساهمين) وسلوكيات مصادرة ثروة المساهمين الأقلية.

2- دراسة Mard et Marsat (2014)<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 238 مؤسسة فرنسية تنتمي إلى مؤشر SBF 250 لبورصة باريس خلال الفترة 2008-2004، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير تركيز الملكية : نسبة الأسهم التي يمتلكها أكبر المساهمين، ثاني أكبر المساهمين، وثالث أكبر المساهمين، في حين تم قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ROA ونسبة Tobin's Q، وقد خلصت نتائج الدراسة باستخدام نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى وجود علاقة تربيعية من الشكل  $\cap$  بين نسبة الأسهم التي يمتلكها أكبر المساهمين والأداء المالي مقاساً بكل من ROA، ونسبة Tobin's Q، حيث تكون العلاقة بين المتغيرين في البداية علاقة طردية بسبب فرضية تقارب المصالح بين المساهمين إضافة إلى الدور الرقابي الفعال لكبار المساهمين على تصرفات المسيرين إلى غاية نسبة ملكية أكبر المساهمين 22.4% عند قياس الأداء المالي بـ Tobin's Q، ونسبة ملكية أكبر المساهمين 44% عند قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ROA، ثم تصبح العلاقة بعد ذلك بين نسبة ملكية أكبر المساهمين والأداء المالي علاقة عكسية بسبب فرضية تحذّر المديرين (كبار المساهمين)، والسلوك الانتهازي لكبار المساهمين في مصادرة ثروة المساهمين الأقلية.

أما بالنسبة لملكية ثاني أكبر المساهمين وثالث أكبر المساهمين فإنه في البداية يكون لها تأثير سلبي على الأداء المالي إلى غاية نسبة الملكية 14.6% (بالنسبة لثاني أكبر المساهمين) و16.1% (بالنسبة لثالث أكبر المساهمين) وهذا عند قياس الأداء المالي بنسبة Tobin's Q، ونسبة الملكية 13.9% (بالنسبة لثاني أكبر

<sup>1</sup>Sanghoon Lee, Ownership Structure and Financial Performance : Evidence from Panel Data of South Korea, Working Paper No: 2008-17.

<sup>2</sup>Yves Mard, et al, Op.Cit, PP 59-83.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

المساهمين) و11.6% (بالنسبة لثالث أكبر المساهمين) عند قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ROA، وبعد تلك المستويات ملكية ثاني أكبر المساهمين وثالث أكبر المساهمين تصبح العلاقة طردية مع الأداء المالي (Tobin's Q، ROA)، وهو ما يشير إلى الدور الإيجابي والمهم الذي يؤديه ثاني أكبر المساهمين وثالث أكبر المساهمين في الرقابة مع زيادة نسبة الأسهم المملوكة من طرفهم.

تجدر الإشارة إلى أن أغلب الدراسات الميدانية السابقة تناولت تركيز الملكية على أنه متغير خارجي في حين هناك دراسات أخرى أشارت إلى احتمالية أن يكون تركيز الملكية متغير داخلي، وهو ما يجعل العلاقة السببية بين تركيز الملكية والأداء المالي في الاتجاه العكسي (الأداء المالي يؤثر على تركيز الملكية)، فاختلاف التوقعات بين كبار المساهمين والسوق المالي بخصوص أداء المؤسسة تخلق حافزا لكبار المساهمين لتغيير نسبة الأسهم المملوكة من طرفهم، وهو ما يشير إلى أن الأداء المالي للمؤسسة يمكن أن يؤثر على نسبة ملكية كبار المساهمين.

### المطلب الرابع : الدراسات السابقة لاحتمال أن يكون تركيز الملكية متغير داخلي

من بين الدراسات الميدانية التي أشارت إلى احتمال أن يكون تركيز الملكية متغير داخلي نجد الدراسات التالية :

#### 1- دراسة Thomsen et Pedersen (2000)<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 435 مؤسسة أوروبية مدرجة في البورصة خلال سنة 1990، وقد تم قياس متغير تركيز الملكية بنسبة الأسهم التي يمتلكها أكبر المساهمين، في حين تم قياس الأداء المالي بنسبة Tobin's Q ومعدل العائد على الأصول ROA، كما استخدم الباحثان كأسلوب إحصائي الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات ثلاث مراحل Three Stage Least Square (3SLS)، حيث خلصت نتائج نماذج الانحدار إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\Omega$  بين ملكية أكبر المساهمين والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q ومعدل العائد على الأصول ROA، حيث تكون العلاقة بين المتغيرين في البداية علاقة طردية بسبب فرضية تقارب المصالح بين المساهمين إضافة إلى الدور الرقابي المهم لكبار المساهمين على تصرفات المسيرين، ثم تصبح العلاقة بعد ذلك بين نسبة ملكية أكبر المساهمين والأداء المالي علاقة عكسية بسبب فرضية تجذّر المديرين (كبار المساهمين) وسلوكيات مصادرة ثروة المساهمين الأقلية.

<sup>1</sup>Steen Thomsen, Torben Pedersen , Ownership structure and economic performance in the largest European companies, Strategic Management Journal, Vol.21, N°. 6, 2000,PP689-705.

## 2- دراسة Alonso-Bonis et Andrés-Alonso (2007)<sup>1</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 107 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة مدريد -إسبانيا- خلال الفترة 1991-1997، وقد استخدم الباحثان لقياس تركيز الملكية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين، في حين تم قياس الأداء المالي بنسبة Tobin's Q، كما استخدمت الدراسة للتغلب على مشكلة احتمال أن يكون متغير تركيز الملكية متغيراً داخلياً نماذج بيانات بانل الديناميكي Dynamic Panel Data Models باستخدام طريقة العزوم المعممة Generalised Method of Moments (GMM)، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين نسبة ملكية أكبر المساهمين لأسهم المؤسسة والأداء المالي مقاساً بالنسبة Tobin's Q، ويعود السبب في ذلك إلى الدور الرقابي الفعال الذي يقوم به كبار المساهمين في مراقبة تصرفات المسيرين وفي تأثير على قرارات مجلس الإدارة، كما أكدت الدراسة على أن تركيز الملكية يعتبر متغيراً يتحدد خارجياً وليس متغيراً داخلياً، خلافاً لدراسة Demsetz et Villalonga (2001) التي خلصت إلى أن متغير تركيز الملكية هو متغير داخلي.

## 3- دراسة Kapopoulos et Lazaretou (2007)<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 175 مؤسسة يونانية مدرجة في البورصة خلال سنة 2000، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير تركيز الملكية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين، أما الأداء المالي فتم قياسه بنسبة Tobin's Q، كما استخدم الباحثان كأسلوب إحصائي الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين Two-Stage Least-Squares (2SLS)، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة خطية طردية بين تركيز الملكية والأداء المالي مقاساً بالنسبة Tobin's Q وذلك بسبب فرضية تقارب المصالح بين المساهمين، إضافة إلى الدور الرقابي الفعال الذي يقوم به كبار المساهمين على تصرفات المسيرين، كما أشارت الدراسة كذلك إلى وجود علاقة طردية كذلك بين الأداء المالي (نسبة Tobin's Q) ونسبة ملكية أكبر المساهمين وهو ما يشير إلى أن متغير تركيز الملكية في هذه الدراسة يعتبر متغيراً داخلياً.

## 4- دراسة Cabeza-García et al (2009)<sup>3</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 135 مؤسسة إسبانية غير مالية مدرجة في البورصة خلال الفترة 2003-2008، وقد استخدمت الدراسة لقياس

<sup>1</sup>Susana Alonso-Bonis, Pablo de Andrés-Alonso, Ownership structure and performance in large Spanish companies. empirical evidence in the context of an endogenous relation, Corporate Ownership & Control, Vol. 4, N°. 4, 2007, PP 206-216.

<sup>2</sup>Panayotis Kapopoulos, Sophia Lazaretou, Corporate ownership structure and firm performance : evidence from Greek firms, Corporate Governance: An International Review, Vol. 15, N°.2, 2007,PP144-158.

<sup>3</sup>Laura Cabeza-García, and al. The role of large shareholders in firm profitability : evidence from Spanish listed firms, [https:// extranet .sioe .org/uploads/isnie2010/cabeza-garcia\\_gomez-anon\\_sacristan-navarro.pdf](https://extranet.sioe.org/uploads/isnie2010/cabeza-garcia_gomez-anon_sacristan-navarro.pdf), accessed 15/03/2014.

متغير تركيز الملكية (المتغير المستقل) نسبة الأسهم التي يمتلكها أكبر المساهمين في حين تم قياس الأداء المالي للمؤسسات (المتغير التابع) بنسبة العائد على الأصول ROA، كما اعتمدت الدراسة على نماذج بيانات بانل الديناميكي Dynamic Panel Data Models باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM لتغلب على مشكلة داخلية متغير تركيز الملكية، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن كلاً من الأداء المالي معبرا عنه بـ ROA والمخاطر وطبيعة القطاع تساهم في تفسير الاختلافات في نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين، وهو ما يشير إلى أن متغير تركيز الملكية يعتبر متغيراً داخلياً في حالة المؤسسات الإسبانية، كما أشارت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين نسبة ملكية أكبر المساهمين (المتغير المستقل) والأداء المالي مقاساً بـ ROA (المتغير التابع)، وبالتالي أكدت هذه الدراسة على أن نتائجها تتفق مع نتائج دراسة Demsetz et Villalonga (2001)، كما أقرت هذه الدراسة بالدور الإيجابي الذي يؤديه ثاني أكبر المساهمين في الرقابة على سلوكيات المسيرين.

#### 5- دراسة Weiss et Hilger (2012)<sup>1</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عيّنة من المؤسسات بلغ عددها 1079 مؤسسة غير مالية شملت ثمانية دول خلال سنة 2007 : المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، كندا، ألمانيا، البرازيل، فرنسا، إسبانيا وقد أخذت بيانات تلك المؤسسات من قاعدة المعطيات Datasretam، حيث تم قياس متغير تركيز الملكية (المتغير المستقل) بنسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر خمسة مساهمين، في حين تم قياس الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة بنسبة Tobin's Q، كما استخدم الباحثان لدراسة تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS وطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS، وقد خلصت نتائج الدراسة عند استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى وجود علاقة تربيعية من الشكل  $\cap$  بين تركيز الملكية والأداء المالي معبرا عنه بالنسبة Tobin's Q، حيث تكون العلاقة بين المتغيرين في البداية علاقة طردية بسبب فرضية تقارب المصالح بين المساهمين إضافة إلى الدور الرقابي الفعال لكبار المساهمين على تصرفات المسيرين، ثم تصبح العلاقة بعد ذلك بين نسبة ملكية أكبر خمسة مساهمين والأداء المالي علاقة عكسية بسبب فرضية تجذّر المديرين (كبار المساهمين) وسلوكيات مصادرة كبار المساهمين لثروة المساهمين الأقلية، أما عند استخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS لتغلب على احتمال أن يكون متغير تركيز الملكية متغيراً داخلياً فقد خلصت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين نسبة ملكية أكبر خمسة مساهمين (تركيز الملكية) والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q، وعليه خلص الباحثان أن نتائج دراستهما تتفق مع نتائج دراسة Demsetz et Villalonga (2001).

<sup>1</sup>Christian Weiss, Stefan Hilger, Ownership concentration beyond good and evil : is there an effect on corporate performance? Journal of Management & Governance, Vol. 16, N°. 4, 2012, PP727-752.



6- دراسة Tsionas et al (2012)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 107 مؤسسة تنشط في قطاع النقل البحري ومدرجة في بورصة نيويورك خلال سنة 2009، وقد استخدمت الدراسة لقياس تركيز الملكية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين، في حين تم قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE، كما اعتمدت الدراسة كأسلوب إحصائي على نماذج بيانات بانل الديناميكي Dynamic Panel Data Models باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين ملكية أكبر المساهمين والأداء المالي مقاساً بـ ROE و ROA ويعود السبب في ذلك إلى الدور الرقابي الفعال الذي يقوم به كبار المساهمين في مراقبة تصرفات المسيرين وفي تأثير على قرارات مجلس الإدارة لتتوافق مع مصلحة بقية المساهمين (فرضية تقارب المصالح)، كما أشارت الدراسة إلى أن متغير تركيز الملكية يتأثر بالأداء المالي للمؤسسة وعدد من المتغيرات الأخرى مثل الحجم والسيولة وبالتالي فتركيز الملكية يعتبر متغير داخلي.

7- دراسة Bredea (2014)<sup>2</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 69 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة بوخارست للأوراق المالية - رومانيا - خلال الفترة 2007-2011، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير تركيز الملكية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين، في حين تم قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ROA، كما اعتمد الباحث كأسلوب إحصائي على نماذج بيانات بانل الديناميكي Dynamic Panel Data Models باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين ملكية أكبر المساهمين والأداء المالي مقاساً بنسبة العائد على الأصول ROA.

بناء على الأدبيات النظرية ونتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة سوف نقوم بصياغة الفرضية الأولى للدراسة الحالية والخاصة بمتغير تركيز الملكية على النحو التالي :

توجد علاقة خطية طردية بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.

<sup>1</sup>Mike G. Tsionas, and al, Concentrated ownership and corporate performance revisited : The case of shipping, Transportation Review, Vol. 48, N°. 4, 2012, PP 843-852.

<sup>2</sup>Gabriela Bredea, Ownership structure, performance and capital structure of Romanian firms, Internal Auditing & Risk Management , Vol. 9, N°. 4, 2014, PP1-9.

## المبحث الثاني : الدراسات السابقة لتأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة

تناولت عدة دراسات العلاقة بين الملكية الإدارية وأداء المؤسسة بدءاً من أبحاث Berle et Means (1932) التي وجدت أن أغلب المؤسسات يمتلكها المسيرين (المديرين)، نتائج تلك الدراسات كانت متناقضة إذ خلصت بعض تلك الأبحاث إلى وجود علاقة خطية بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة، في حين أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة غير خطية بين المتغيرين.

يفترض Jensen et Meckling (1976) أن امتلاك المسيرين (المديرين) لنسبة من رأس مال المؤسسة يؤدي إلى تقليل تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين وبالتالي إلى انخفاض مشكلات الوكالة، كما أشار هذان الباحثان إلى أن الملكية الإدارية تؤدي إلى تقليل ميل المديرين لاستغلال مناصبهم في استنزاف ثروة المساهمين وتحقيق مصالحهم الشخصية، كما أن امتلاك المديرين لحصة من رأس مال المؤسسة يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة، وذلك في ظل فرضية تقارب المصالح التي تشير إلى أن قيمة المؤسسة ترتفع بزيادة نسبة رأس المال المملوك من قبل المديرين، وبالتالي يفترض وجود علاقة طردية بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة.

على العكس من ذلك أشار Fama et Jensen (1983) إلى أن امتلاك المديرين لحصة من رأس مال المؤسسة يمكن أن يؤدي إلى استنزاف ثروة المساهمين من خلال تضخيم رواتبهم، اتخاذ قرارات بما يخدم مصالحهم الشخصية أو الاستثمار في مشاريع صافي القيمة الحالية لها سالبة.

كما أشار Stulz (1988) إلى أن الملكية الإدارية لأسهم المؤسسة بإمكانها أن تؤدي بالمديرين لانتهاجهم سلوكاً تجديراً L'enracinement لتعزيز بقائهم في المؤسسة وخدمة لمصالحهم الشخصية، وبالتالي في ظل فرضية تجدر المديرين يفترض وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة.

في حين هناك دراسات ميدانية أكدت على وجود علاقة غير خطية بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة، ويعود السبب في ذلك لاجتماع الأثرين الإيجابي والسلبي معاً، حيث أن العلاقة الطردية بين الملكية الإدارية والأداء المالي هي سبب فرضية تقارب المصالح بين المديرين والمساهمين وانخفاض مشكلة الوكالة، أما العلاقة العكسية بينهما فتعود لفرضية تجدر المديرين (المسيرين) والذي يؤثر سلبي على الأداء المالي للمؤسسة، غير أن نتائج تلك الأبحاث كانت مختلفة من حيث شكل العلاقة غير الخطية بين الملكية الإدارية وأداء المؤسسة.

## المطلب الأول : الدراسات السابقة للعلاقة الخطية بين الملكية الإدارية والأداء المالي

خلصت نتائج العديد من الدراسات الميدانية السابقة التي تناولت العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي إلى وجود علاقة خطية بين المتغيرين، غير أن نتائج تلك الدراسات اختلفت فهناك دراسات خلصت إلى وجود

علاقة طردية بين الملكية الإدارية والأداء المالي بسبب فرضية تقارب المصالح بين المديرين (المسيرين) والمساهمين، في حين هناك دراسات خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين المتغيرين وذلك بسبب فرضية تجذّر المديرين.

### الفرع الأول : الدراسات السابقة للعلاقة الخطية الطردية بين الملكية الإدارية والأداء المالي

من الدراسات الميدانية التي أكدت على العلاقة الخطية الطردية بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة نجد الدراسات التالية :

#### 1- دراسة Leung et Horwitz (2010)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عيّنة مكونة من 506 مؤسسة صينية غير مالية مدرجة في بورصة هونغ كونغ خلال الفترة 1997-1998، وقد تم قياس متغير الملكية الإدارية بنسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة، في حين تم قياس المتغير التابع (الأداء المالي) بالتغير في الأسعار السوقية للأسهم، كما استخدمت الدراسة كأسلوب إحصائي نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلص الباحثان إلى وجود علاقة خطية طردية بين نسبة الملكية الإدارية والأداء المالي وذلك بسبب فرضية تقارب المصالح بين المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) والمساهمين وانخفاض مشكلة الوكالة.

#### 2- دراسة Madani et Khlif (2010)<sup>2</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عيّنة مكونة من 30 مؤسسة تونسية غير مدرجة في البورصة خلال فترة 1999-2002، وقد استخدم الباحثان لقياس الملكية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة، في حين تم قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE، وقد خلصت نتائج الدراسة وباستخدام نماذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى وجود علاقة خطية طردية بين الملكية الإدارية والأداء المالي (ROA)، ويعود السبب في ذلك إلى انخفاض تكاليف الوكالة نتيجة الجمع بين الملكية والتسيير، إضافة إلى اتخاذ المديرين قرارات على مستوى مجلس الإدارة تتوافق مع مصلحة المساهمين (فرضية تقارب المصالح بين أعضاء مجلس الإدارة والمساهمين).

<sup>1</sup>Sidney Leung, Bertrand Horwitz, Corporate governance and firm value during a financial crisis, Review of Quantitative Finance and Accounting, N<sup>o</sup>. 4, Vol. 34, 2010, PP459-481.

<sup>2</sup>Wiem Elmanaa Madani, Wafa Khlif, Op.Cit, PP 63-70.

## الفرع الثاني : الدراسات السابقة للعلاقة الخطية العكسية بين الملكية الإدارية والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي أكدت على العلاقة الخطية العكسية بين الملكية الإدارية والأداء المالي نجد الدراسات التالية :

### 1- دراسة Irina et Nadezhda (2009)<sup>1</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكوّنة من 270 مؤسسة ألمانية غير مالية مدرجة في البورصة خلال الفترة 2000-2006، استخدم الباحثان لقياس متغير الملكية الإدارية نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة، في حين تم قياس الأداء المالي بنسبة Tobin's Q ومعدل العائد على الأصول ROA، وقد خلصت نتائج نماذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى وجود علاقة خطية عكسية بين متغير الملكية الإدارية والأداء المالي (نسبة Tobin's Q و ROA) وذلك بسبب فرضية تجذّر المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) وسلوكيات مصادرة المديرين لثروة المساهمين.

### 2- دراسة Mandaci et Gumus (2010)<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكوّنة من 203 مؤسسة تركية غير مالية مدرجة في بورصة إسطنبول - تركيا - خلال الفترة 2003-2005، استخدم الباحثان كمقياس لمتغير الملكية الإدارية نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة، في حين تم قياس الأداء المالي (المتغير التابع) بنسبة Tobin's Q ومعدل العائد على الأصول ROA، كما استخدم الباحثان نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلصت نتائج نماذج الانحدار المتعدد إلى وجود علاقة خطية عكسية بين متغير الملكية الإدارية والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q و ROA وذلك بسبب فرضية تجذّر المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) والسلوك الانتهازي للمديرين في مصادرة ثروة المساهمين.

### 3- دراسة Wahla et al (2012)<sup>3</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكوّنة من 138 باكستانية غير مالية مدرجة في بورصة كراتشي خلال الفترة 2008-2010، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير الملكية الإدارية نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة، في حين تم قياس الأداء المالي بنسبة Tobin's Q، وقد خلصت نتائج نماذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى

<sup>1</sup>Ivashkovskaya Irina, Zinkevich Nadezhda, The relationship between corporate governance and company performance in concentrated ownership systems : The case of Germany, Journal of Corporate Finance, N<sup>o</sup>.4, Vol. 12, 2009, PP34-56.

<sup>2</sup>Pinar Evrim Mandaci, Guluzar Kurt Gumus, Op,Cit, PP57- 66.

<sup>3</sup>Khalil-Ur-Rehman Wahla, and al. Impact of ownership structure on firm performance evidence from non-financial listed companies at Karachi stock exchange, International Research Journal of Finance and Economics, Vol. 84 , 2012, PP 6-13.

وجود علاقة خطية عكسية بين متغير الملكية الإدارية والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q، وذلك نتيجة التأثير السلبي للملكية الإدارية على الأداء المالي بسبب فرضية تجذّر أعضاء مجلس الإدارة (المديرين).

### المطلب الثاني : الدراسات السابقة لعدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي

من بين الدراسات التي أشارت إلى عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة نجد الدراسات التالية :

#### 1- دراسة (Joher et Ali) (2005)<sup>1</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكوّنة من 100 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة كوالالمبور- ماليزيا- خلال الفترة 1997-2001، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير الملكية الإدارية (المتغير المستقل) : نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، في حين تم قياس الأداء المالي (المتغير التابع) بمعدل العائد على الأصول ROA، وقد خلصت نتائج الدراسة باستخدام نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى عدم وجود علاقة بين نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة المستقلين والأداء المالي مقاساً بنسبة ROA.

#### 2- دراسة (Siala et al) (2009)<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكوّنة من 467 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة كندا خلال الفترة 2002-2004، وقد استخدمت الدراسة لقياس الملكية الإدارية (المتغير المستقل) نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة، في حين تم قياس الأداء المالي (المتغير التابع) بنسبة Tobin's Q، وقد خلصت نتائج الدراسة باستخدام نماذج بيانات بانل Panel Data Models إلى عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q.

#### 3- دراسة (Ghazali) (2010)<sup>3</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكوّنة من 87 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة 1998-2001، وقد استخدم الباحث لقياس متغير الملكية الإدارية نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بنسبة Tobin's

<sup>1</sup>Huson Joher, Mohd Ali, Corporate governance structure and firm performance: Empirical evidence From Brusa Malaysia, Kuala Lumpur. International Business & Economics Research Journal, Vol.4, N°.9, 2005, PP59-66.

<sup>2</sup>Fatma Siala and al, The combined effect of external auditor reputation and internal corporate governance on performance. Journal of Academy of Business and Economics, Vol.9, N°.2, 2009, PP16-29.

<sup>3</sup>Nazli Anum Mohd Ghazali, Ownership structure, corporate governance and corporate performance in Malaysia. International Journal of Commerce and Management, Vol.20, N°.2, 2010, PP109-119.

Q، وقد خلصت نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي (Tobin's Q).

### المطلب الثالث : الدراسات السابقة للعلاقة غير الخطية بين الملكية الإدارية والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى وجود علاقة غير خطية بين الملكية الادارية والأداء المالي نجد الدراسات التالية :

#### 1- دراسة Hermalin et Weisbach (1991)<sup>1</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 142 مؤسسة مدرجة في بورصة نيويورك New York خلال الفترة 1971-1983، وقد استخدم الباحثان نسبة ملكية المديرين التنفيذيين كمقياس للملكية الإدارية (المتغير المستقل)، ونسبة Tobin's Q كمقياس للأداء المالي (المتغير التابع)، كما اعتمد الباحثان في التحليل الإحصائي على نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\wedge$  بين الملكية الإدارية (ملكية المديرين التنفيذيين) والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q، حيث تكون العلاقة طردية بين المتغيرين إذا كانت نسبة الملكية الإدارية أقل من 1% أو بين 5% و20%، وذلك بسبب فرضية تقارب المصالح بين المديرين التنفيذيين والمساهمين، بينما تكون العلاقة عكسية بين الملكية الإدارية والأداء المالي إذا كانت نسبة الأسهم المملوكة من طرف المديرين التنفيذيين بين 1% و5% أو أكبر من 20%، وذلك بسبب فرضية تجذّر المديرين التنفيذيين، والسلوك الانتهازي للمديرين التنفيذيين في مصادرة ثروة المساهمين.

#### 2- دراسة Short et Keasey (1999)<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة شملت 225 مؤسسة غير مالية في المملكة المتحدة والمدرجة في بورصة لندن خلال الفترة 1988-1992، وقد استخدم الباحثان كمقياس للملكية الإدارية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بنسبة Tobin's Q (مؤشر سوقي) ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE (مؤشر محاسبي)، كما اعتمد الباحثان في التحليل الإحصائي على نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\wedge$ ، حيث تكون العلاقة طردية بين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم المؤسسة (ملكية المديرين) والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q ومعدل العائد على

<sup>1</sup>Benjamin E. Hermalin, Michael S. Weisbach, The effects of board composition and direct incentives on firm performance, Financial Management, Vol. 20, N° 4, 1991, PP101-112.

<sup>2</sup>Helen Short, Kevin Keasey, Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK, Journal of Corporate Finance, Vol. 5, N°1, 1999, PP79-101.

حقوق الملكية ROE وذلك عندما تكون نسبة الملكية الإدارية أقل من 12% أو أكبر من 40% وهو ما يؤكد فرضية تقارب المصالح في تلك المجالات، وتكون العلاقة عكسية بين الملكية الإدارية والأداء المالي سواء تم قياسه بمؤشر سوقي (Tobin's Q) أو مؤشر محاسبي (العائد على حقوق الملكية ROE) عندما تكون الملكية الإدارية في المجال بين 12% و40% وهو ما يدعم فرضية تجذّر المديرين، الملاحظ أن نتائج دراسة Short et Keasey (1999) كانت عكس نتائج دراسة Mork et al (1988) التي وجدت أن العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي هي من الشكل  $\sqrt{\quad}$  فقط عند قياس الأداء المالي بنسبة Tobin's Q، وعدم وجود تلك العلاقة عند قياس الأداء المالي بمؤشر محاسبي (العائد على حقوق الملكية)، كما وجدت دراسة Mork et al (1988) أن العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q تكون عكسية عندما تكون الملكية الإدارية محصورة بين 5% و25% عكس دراسة Short et Keasey (1999) التي وجدت أن العلاقة تكون عكسية بينهما في المجال المحصور بين 12% و40% للملكية الإدارية (ملكية أعضاء مجلس الإدارة).

### 3- دراسة (2003) Chen et al<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عيّنة مكوّنة من 123 مؤسسة يابانية غير مالية مدرجة في بورصة طوكيو خلال الفترة 1987-1995، استخدمت الدراسة لقياس متغير الملكية الإدارية (المتغير المستقل) نسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة في حين تم قياس الأداء المالي (المتغير التابع) بنسبة Tobin's Q، وقد خلصت نتائج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل U بين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم المؤسسة والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q، حيث تكون العلاقة بين المتغيرين عكسية إذا كانت نسبة الملكية الإدارية أقل من 4% بسبب فرضية تجذّر المديرين (أعضاء مجلس الإدارة)، وتكون العلاقة طردية إذا تجاوزت نسبة الأسهم المملوكة من طرف أعضاء مجلس الإدارة للنسبة 4% بسبب فرضية تقارب المصالح بين المديرين والمساهمين وانخفاض تكلفة الوكالة.

### 4- دراسة (2008) Hu et zhou<sup>2</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عيّنة شملت 148 مؤسسة صينية غير مدرجة في البورصة خلال الفترة 1998-2000، وقد تم قياس الملكية الإدارية بنسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة، في حين تم قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ROA، كما استخدم الباحثان نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى

<sup>1</sup>Carl R. Chen, et al, Managerial ownership and firm valuation : Evidence from Japanese firms, Pacific-Basin Finance Journal, Vol.11,N°3, 2003, PP267-283.

<sup>2</sup>Yifan Hu, Xianming Zhou, The performance effect of managerial ownership: Evidence from China, Journal of Banking and Finance, Vol.32, N°10, 2008, PP 2099-2110.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

وجود علاقة غير خطية (تربيعية) من الشكل  $\cap$  بين الملكية الإدارية والأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الأصول ROA، إذا تكون العلاقة بين المتغيرين في البداية علاقة طردية بسبب فرضية تقارب المصالح بين المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) والمساهمين، بعد ذلك تنعطف عند مستوى ملكية إدارية أكثر من 50% لتصبح العلاقة بين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم المؤسسة والأداء المالي علاقة عكسية بسبب الفرضية التجدرية والسلوك الانتهازي لأعضاء مجلس الإدارة في مصادرة ثروة المساهمين.

كما توصلت دراسة Ruan et al (2011) إلى نفس نتيجة دراسة كل من Mork et al (1988) ودراسة short et Keasey (1999) من حيث وجود علاقة غير خطية بين الملكية الإدارية والأداء من الشكل  $\cap$  مع اختلاف فقط في نقاط الانعطاف (الانكسار).

### 5- دراسة Ruan et al (2011)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 197 مؤسسة صينية مدرجة في بورصة الصين خلال الفترة 2002-2007، وقد استخدمت الدراسة لقياس الملكية الإدارية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة، وقياس الأداء المالي نسبة Tobin's Q، حيث خلصت نتائج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى وجود علاقة غير خطية بين الملكية الإدارية والأداء المالي من الشكل  $\cap$ ، حيث تكون العلاقة طردية بين نسبة ملكية المديرين لأسهم المؤسسة والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q عندما تكون نسبة الأسهم المملوكة من طرف أعضاء مجلس الإدارة أقل من 18% أو أكبر من 64% من مجموع أسهم المؤسسة وذلك نتيجة لفرضية تقارب المصالح بين المديرين والمساهمين، وتكون العلاقة عكسية بين الملكية الإدارية والأداء المالي في المجال المحصور بين 18% و64% لنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة وذلك بسبب فرضية تجدر المديرين والسلوك الانتهازي لأعضاء مجلس الإدارة في مصادرة ثروة المساهمين.

تجدر الإشارة إلى أن معظم الأبحاث الميدانية السابقة تناولت الملكية الإدارية على أنها متغير خارجي، في حين هناك دراسات أخرى أشارت إلى احتمالية أن تكون الملكية الإدارية متغيراً داخلياً، وهو ما يجعل العلاقة السببية بين هيكل الملكية الإدارية والأداء المالي في الاتجاه العكسي (الأداء المالي يؤثر على الملكية الإدارية)، فالاختلافات في التوقعات بين المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) والسوق المالي حول أداء المؤسسة تخلق حافزاً للمديرين لتغيير نسبة ملكياتهم لأسهم المؤسسة، وهو ما يشير إلى أن الأداء المالي يمكن أن يؤثر على الملكية الإدارية.

<sup>1</sup>Wenjuan Ruan, Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms, Australasian Accounting, Business and Finance Journal, Vol.5, N° 3, 2011, PP73-93.



## المطلب الرابع : الدراسات السابقة لاحتمال أن تكون الملكية الإدارية متغير داخلي

من بين الدراسات الميدانية التي تناولت احتمالية أن تكون الملكية الإدارية متغير داخلي نجد الدراسات التالية :

### 1- دراسة Loderer et Martin (1997)<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 867 مؤسسة أمريكية تم الاستحواذ عليها خلال الفترة 1978-1988، حيث استخدمت الدراسة لقياس الملكية الإدارية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بمؤشر السوقية نسبة Tobin's Q، كما استخدم الباحثان نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS من أجل تفادي احتمال أن يكون متغير الملكية الإدارية متغيراً داخلياً، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن الملكية الإدارية لا تؤثر على الأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q، في حين يوجد تأثير سلبى لنسبة Tobin's Q على الملكية الإدارية وعليه تؤكد هذه الدراسة على أن الملكية الإدارية هي متغير داخلي.

### 2- دراسة cho (1998)<sup>2</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الملكية الإدارية، معدل الاستثمار والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 326 مؤسسة أمريكية صناعية مدرجة في البورصة خلال سنة 1991، استخدم الباحث لقياس الملكية الإدارية نسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بنسبة Tobin's Q، وقد خلص الباحث إلى نتائج مختلفة اعتماداً على الأسلوب الإحصائي المستخدم، فعند استخدام نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS خلصت نتائج الدراسة إلى أن الملكية الإدارية لا تؤثر على الأداء المالي، لكن عند استخدام نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS فإن معدل الاستثمار يؤثر على الأداء المالي للمؤسسة والذي يؤثر بدوره على الملكية الإدارية.

### 3- دراسة Himmelberg et al (1999)<sup>3</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 600 مؤسسة أمريكية مدرجة في البورصة خلال الفترة 1982-1984، وقد افترض الباحثون أن كلاً من الملكية الإدارية والأداء المالي يعتبران بمثابة متغيرين داخليين يتحددان من خلال متغيرات خارجية أخرى، كما

<sup>1</sup>Loderer, Claudio, Martin, Kenneth, Executive stock ownership and performance.Tracking faint traces, Journal of Financial Economics, Vol. 45,Nº.2, 1997, PP223-255.

<sup>2</sup>Myeong-Hyeon Cho, Ownership structure, investment, and the corporate value : An empirical analysis, Journal of Financial Economics, Vol. 47, Nº.1, 1998, PP103-121.

<sup>3</sup>Charles P.Himmelberg, and al, Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, Journal of Financial Economics, Vol. 53, Nº. 3, 1999, PP 353-384.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

استخدمت الدراسة لقياس الملكية الإدارية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة، في حين تم قياس الأداء المالي (المتغير التابع) بنسبة Tobin's Q، كما استخدمت الدراسة كأسلوب للتحليل الإحصائي نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلصت نتائج نموذج الانحدار المتعدد إلى عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q، غير أنه عند إضافة متغيرات أخرى إلى النموذج مثل: الحجم، نسبة الأصول الثابتة إلى المبيعات، تكاليف البحث والتطوير، تكاليف الإشهار، معدل الاستثمار، ونتيجة الاستغلال إلى المبيعات بالإضافة إلى اعتبار الملكية الإدارية بمثابة متغير داخلي خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية (علاقة تربيعية) من الشكل  $\cap$  بين الملكية الإدارية والأداء المالي.

### 4- دراسة Domsetz et Villalonga (2001)<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 223 مؤسسة أمريكية مدرجة في البورصة خلال فترة 1976-1980، وقد تم قياس الملكية الإدارية بنسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة، أما متغير الأداء المالي فتم قياسه بنسبة Tobin's Q، كما افترض الباحثان أن الملكية الإدارية وتركيز الملكية هما متغيران داخليان، استخدمت الدراسة كأساليب لتحليل الإحصائي نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS وبطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS، وقد خلصت نتائج الانحدار المتعدد إلى عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية، تركيز الملكية والأداء المالي معبراً عنه بنسبة Tobin's Q، أما عند دراسة العلاقة العكسية (تأثير الأداء المالي على هيكل الملكية) فقد أظهرت الدراسة أن السوق لديها القدرة على إنشاء هياكل الملكية الفعالة للمؤسسات، هذه الهياكل تختلف من مؤسسة إلى أخرى باختلاف الظروف المحيطة بتلك المؤسسة (أي أن هيكل الملكية هو متغير داخلي).

### 5- دراسة Kapopoulos et Lazaretou (2007)<sup>2</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 175 مؤسسة يونانية مدرجة في البورصة خلال سنة 2000، وقد استخدمت الدراسة لقياس الملكية الإدارية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة، أما متغير الأداء المالي فتم قياسه بنسبة Tobin's Q، كما استخدم الباحثان نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q وذلك بسبب فرضية تقارب المصالح بين المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) والمساهمين.

<sup>1</sup>Harold Demsetz, Belén Villalonga, Ownership structure and corporate performance, Journal of Corporate Finance, Vol 7, N°. 3, 2001, PP209-233.

<sup>2</sup>Panayotis Kapopoulos, Sophia Lazaretou, Op.Cit, PP144-158.

#### 6- دراسة Drakos et Bekiris (2010)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة شملت 954 مؤسسة مدرجة في بورصة أثينا خلال الفترة 2000-2004، وقد استخدمت الدراسة لقياس الملكية الإدارية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بنسبة Tobin's Q، كما اعتمد الباحثان على نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، ولاختبار احتمال أن يكون متغير الملكية الإدارية متغير داخلي استخدم الباحثان طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS، وطريقة المربعات الصغرى ذات الثلاث مراحل 3SLS، وقد خلصت نتائج الانحدار المتعدد إلى وجود علاقة خطية طردية بين نسبة الملكية الإدارية والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q وذلك بسبب فرضية تقارب المصالح بين المديرين التنفيذيين والمساهمين.

#### 7- دراسة Park et Jang (2010)<sup>2</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 251 مؤسسة إطعام بالولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2001-2006، وقد استخدم الباحثان لقياس الملكية الإدارية (المتغير المستقل) نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم المؤسسة، أما الأداء المالي فتم قياسه بنسبة Tobin's Q، كما اعتمد الباحثان على نموذج الانحدار المتعدد كأسلوب إحصائي، وقد خلصت نتائج نموذج الانحدار المتعدد عند استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\pi$ ، حيث تكون العلاقة طردية بين الملكية الإدارية والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q عندما تكون نسبة الملكية الإدارية أقل من 38% وذلك بسبب فرضية تقارب المصالح بين المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) والمساهمين، في حين تكون العلاقة عكسية بينهما عندما تتجاوز نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم المؤسسة النسبة 38% وذلك بسبب فرضية تجذّر المديرين التي تؤثر سلباً على الأداء المالي، أما عند استخدام الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى ذات مرحلتين 2SLS فقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن الملكية الإدارية لها تأثير إيجابي على الأداء المالي عندما تكون نسبة الملكية الإدارية في المجال بين 5% و25%، ويكون لها تأثير سلبي إذا تجاوزت نسبة الملكية الإدارية 25% وعليه أكدت الدراسة أن الملكية الإدارية تعتبر متغير داخلي variable endogène.

<sup>1</sup>A.A. Drakos, F.V. Bekiris, Corporate performance, managerial ownership and endogeneity: A simultaneous equations analysis for the Athens stock exchange, Research in International Business and Finance, Vol. 24, N° 1, 2010, PP 24-38.

<sup>2</sup>Kwangmin Park, SooCheong (Shawn) Jang, Insider ownership and firm performance: An examination of restaurant firms, International Journal of Hospitality Management, Vol. 29, N° 3, 2010, PP 448-458.

كما تجدر الإشارة إلى أن هناك بعض الأبحاث الميدانية درست احتمالية أن تكون الملكية الإدارية متغيرا داخليا غير أنها خلصت إلى نتيجة عكسية، أي أن الملكية الإدارية هي متغير خارجي من بين تلك الدراسات نجد:

#### 8- دراسة هناء عبد الفتاح الحنبلي (2007)<sup>1</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 55 مؤسسة صناعية و40 مؤسسة خدمية غير مالية مدرجة في بورصة عمان - الأردن- خلال الفترة 1999-2003، حيث استخدمت الباحثة لقياس الملكية الإدارية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة في حين تم قياس الأداء المالي بالمؤشرات : معدل العائد على حقوق الملكية ROE، معدل العائد على الأصول ROA، ونسبة Tobin's Q، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأسهم المؤسسة MV/BV، حيث خلصت نتائج الدراسة وباستخدام نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي، أما عند دراسة تأثير الأداء المالي على الملكية الإدارية فقد خلصت نتائج الدراسة كذلك إلى عدم وجود علاقة بين المتغيرين وعليه أكدت الباحثة على أن الملكية الإدارية تعتبر متغيرا خارجيا وليس داخليا.

#### 9- دراسة Cheng et al (2012)<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 1475 مؤسسة غير مالية في هونغ كونغ وكهونغ وغير مدرجة في البورصة خلال الفترة 2000-2003، وقد استخدمت الدراسة لقياس الملكية الإدارية (المتغير المستقل) نسبة الأسهم المملوكة من قبل المديرين التنفيذيين، أما الأداء المالي (المتغير التابع) فتم قياسه بنسبة العائد على الأصول ROA، وقد خلصت نتائج الدراسة وعند استخدام نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى وجود علاقة غير خطية بين الملكية الإدارية (ملكية المديرين التنفيذيين) والأداء المالي معبرا عنه بنسبة العائد على الأصول ROA من الشكل  $\sqrt{\quad}$ ، حيث تكون العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي عكسية عندما تكون نسبة ملكية المديرين التنفيذيين لأسهم المؤسسة أقل من 22.18% وأكبر من 78.02% وذلك بفعل سياسة تجنّب المديرين التنفيذيين، وتكون العلاقة طردية بين الملكية الإدارية والأداء المالي (العائد على الأصول) عندما تكون الملكية الإدارية محصورة بين 22.18% و78.02%، ويعود السبب في ذلك إلى تقارب المصالح بين المديرين التنفيذيين والمساهمين، ولاختبار احتمالية أن تكون الملكية الإدارية متغيرا داخليا قام الباحثون بإعادة تقدير نموذج الدراسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى

<sup>1</sup> هناء عبد الحنبلي، العلاقة بين هيكل الملكية وبين أداء الشركات وقيمتها واختيارات هيكل رأس المال في الشركات الأردنية غير المالية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة بين 1999 إلى 2003، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2007.

<sup>2</sup>Peter Cheng, Managerial ownership, board monitoring and firm performance in a family-concentrated corporate environment, Accounting and Finance, 2012, Vol. 52, N°4, PP1061-1081.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

ذات المرحلتين 2SLS وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن الملكية الإدارية تؤثر على الأداء المالي وليس العكس وبالتالي فالملكية تعتبر متغيرا خارجيا.

بناء على الأدبيات النظرية ونتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة سوف نقوم بصياغة الفرضية الثانية للدراسة الحالية والخاصة بمتغير الملكية الإدارية على النحو التالي :

توجد علاقة خطية بين نسبة الملكية الإدارية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.

### المبحث الثالث : الدراسات السابقة لتأثير هوية الملاك على الأداء المالي للمؤسسة

تناولت العديد من الدراسات الميدانية السابقة تأثير هوية ملاك المؤسسة ونسبة ملكيتهم لرأس مال المؤسسة على أدائها المالي، وسوف نعرض فيما يلي عددا من الدراسات السابقة التي تناولت تأثير كل من : الملكية العائلية، الملكية الأجنبية، ملكية الدولة، و ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسة.

#### المطلب الأول : الدراسات السابقة لتأثير الملكية العائلية على الأداء المالي للمؤسسة

يعد تأثير الملكية العائلية على الأداء المالي غامضا من الناحية النظرية، فحسب فرضية تقارب المصالح تركز المؤسسات العائلية على قرارات خلق القيمة على المدى الطويل، هذا الأفق الزمني الطويل المدى يسمح لها بتوطئة علاقتها مع الموظفين وأصحاب المصلحة الآخرين، كما تولي العائلة المؤسّسة (المؤسسة العائلية) أهمية بالغة لسمعتها في المحيط الاقتصادي، لذلك من المتوقع أن يكون لها حافز أقل لتحقيق منافع خاصة على حساب المساهمين الأقلية.

إضافة إلى ذلك تعتبر الرقابة في المؤسسات العائلية أسهل وأكثر فعالية مقارنة بالمؤسسات غير العائلية وذلك بسبب تركيز الملكية في يد كبار المساهمين من العائلة، وسهولة حصولهم على المعلومات الضرورية لممارسة الرقابة، كما تتمتع المؤسسة العائلية بتكلفة ديون أقل مقارنة بالمؤسسة غير العائلية وذلك بسبب العلاقات الطويلة المدى مع البنوك.

يفترض حسب الحجج النظرية السابقة الذكر أن يكون للملكية العائلية تأثير إيجابي على الأداء المالي.

من ناحية أخرى تتميز المؤسسات العائلية بتجدر إداري أكبر لمسيرها مقارنة بالمؤسسات غير العائلية (فرضية التجدر)، ويظهر ذلك جليا من خلال رغبة كبار المساهمين من العائلة في البقاء ضمن فريق التسيير للمؤسسة حتى وإن انعدم التخصص والتأهيل المطلوبين لذلك.

كما يمكن أن يكون لطبيعة التداخل المؤسّساتي في المؤسسات العائلية تأثير على أدائها المالي، فالمؤسسة العائلية مجبرة على تحقيق الأهداف الاجتماعية لأفراد العائلة (مناصب عمل تنفيذية، الشعور بالإنتماء، الشعور

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

بالهوية... إلخ)، كما أنها تسعى إلى تحقيق الكفاءة والفعالية الاقتصادية، هذا التعايش للأهداف الاجتماعية والاقتصادية يمكن أن يؤثر على فعالية وأداء المؤسسات العائلية.

إضافة إلى ذلك تعتبر الحوكمة في المؤسسات العائلية أمرا صعبا ومعقدا وذلك بسبب الجمع بين الملكية والتسيير، إضافة إلى عدم الفصل في كثير من الأحيان بين مهام رئيس مجلس الإدارة ومهام المدير العام (المدير التنفيذي) وهو ما يؤثر على نمط الحوكمة في المؤسسات العائلية، كما أن تركيز الملكية في يد كبار المساهمين من العائلة يمكن أن يؤدي إلى مصادرة (نزع الملكية) ثروة المساهمين الأقلية. انطلاقا مما سبق يفترض أن تؤثر الملكية العائلية بشكل سلبي على أدائها المالي.

أشارت أغلب الدراسات الميدانية إلى أن المؤسسات العائلية تحقق أداء ماليا أفضل مقارنة بالمؤسسات غير العائلية ومن بين تلك الأبحاث نجد :

### 1- دراسة Anderson et Reeb (2003)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الملكية العائلية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 403 مؤسسة مأخوذة من مؤشر S&P500 (مؤشر أسهم أمريكي يقيس أداء أكبر 500 مؤسسة في سوق الأسهم الأمريكية) خلال الفترة 1992-1999، حيث تضمنت العينة 141 مؤسسة عائلية و262 مؤسسة غير عائلية، وقد تم التعبير عن متغير الملكية العائلية في نموذج الدراسة بالمتغيرات الصورية (الوهمية) التي تأخذ رقم 1 إذا كانت المؤسسة عائلية والرقم 0 إذا كانت المؤسسة غير عائلية، حيث استخدم الباحثان كتعريف للمؤسسة العائلية على أنها المؤسسة التي يكون مؤسسها أو أحد أفراد عائلته بالدم هو رئيس أو عضو مجلس إدارة أو مدير، أو مالك لـ 5% على الأقل من أسهم المؤسسة بشكل فردي أو جماعي، أما متغير الأداء المالي فقد تم قياسه بمعدل العائد على الأصول ROA ونسبة Tobin's Q، كما استخدمت الدراسة لاختبار تأثير الملكية العائلية كمتغير مستقل على الأداء المالي (كمتغير تابع) نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS، ولدراسة احتمالية أن تكون الملكية العائلية متغيرا داخليا استخدمت الدراسة نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS، وقد خلصت نتائج الانحدار المتعدد إلى أن المؤسسات العائلية تحقق أداء أفضل من المؤسسات غير العائلية وهذا بالنسبة لكلا النموذجين ( نموذج ROA، نموذج Tobin'Q)، كما توصلت نتائج الدراسة أيضا إلى أن أداء المؤسسات العائلية يرتفع عندما يكون المدير التنفيذي أحد أفراد العائلة، كما أشارت الدراسة كذلك إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين نسبة ملكية المؤسسة العائلية والأداء المالي، حيث تكون العلاقة في البداية طردية بين المتغيرين بسبب فرضية تقارب المصالح بين أفراد العائلة إلى غاية بلوغ

<sup>1</sup>Ronald C. Anderson and David M. Reeb, Op.Cit, PP 1301-1328.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

نسبة الملكية العائلية 33%، لتصبح العلاقة بعد ذلك عكسية بين نسبة الملكية العائلية والأداء المالي بسبب فرضية تجذّر كبار المساهمين من العائلة.

### 2- دراسة Maury (2006)<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية العائلية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عيّنة مكوّنة من 1672 مؤسسة غير مالية مدرجة في البورصة مؤخوذة من 13 دولة من دول أوروبا الغربية خلال الفترة 2000-2003، حيث هدفت الدراسة إلى إجراء عملية مقارنة بين المؤسسات العائلية بشكل عام، المؤسسات العائلية التي يسيرها أفراد من العائلة والمؤسسات غير عائلية من خلال تأثير ذلك على الأداء المالي مقاساً بنسبة العائد على الأصول ROA ونسبة Tobin's Q، وقد استخدم الباحث كتعريف للمؤسسة العائلية تلك المؤسسات المملوكة من قبل أفراد العائلة أو من قبل المساهم الفرد الذي يمتلك أكثر من 10% من أسهم المؤسسة (المساهم بالأغلبية)، كما استخدم الباحث نماذج بيانات بانل Panel Data Models كأسلوب إحصائي للتحليل، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن المؤسسات العائلية بشكل عام تحقق أداء مالي أفضل من المؤسسات غير العائلية سواء تم قياس الأداء المالي بنسبة العائد على الأصول ROA أو نسبة Tobin's Q، كما أن أداء المؤسسات العائلية يرتفع إذا كان أفراد العائلة ضمن فريق تسير تلك المؤسسات (مجلس الإدارة)، وذلك بسبب أن الرقابة العائلية تقلل من مشكل الوكالة الكلاسيكي (الصراع بين المالكين والمسيرين)، بالرغم من أنه يؤدي إلى صراعات مع المساهمين الأقلية، خصوصاً إذا كانت الرقابة ضعيفة من طرفهم.

كما أشار الباحث إلى أن تأثير الرقابة العائلية على الأداء المالي يختلف باختلاف مستوى الشفافية والبيئة القانونية للدولة، حيث خلصت نتائج الدراسة إلى أن تأثير الرقابة العائلية على أداء المؤسسات العائلية في دول أوروبا الغربية يشبه إلى حد كبير ذلك الموجود في المؤسسات العائلية الأمريكية، ويعود السبب في ذلك إلى التنظيم الجيد وارتفاع مستوى الشفافية في الأسواق المالية لتلك الدول، فالمؤسسات العائلية المتواجدة في بيئة تنظيمية جيدة لا تسعى لإلحاق الضرر بالمساهمين الأقلية خشية السمعة السيئة للمؤسسات العائلية في حالة وضع المصلحة الشخصية ضمن أولويات تلك المؤسسات، كما أن التشريعات القانونية في تلك الدول تسعى لتحسين حماية المساهمين الأقلية.

### 3- دراسة Villalonga et Amit (2006)<sup>2</sup>

هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير كل من : الملكية، التسيير والرقابة بشكل منفصل في المؤسسات العائلية على الأداء المالي لتلك المؤسسات، حيث تم إجراء الدراسة كل المؤسسات الأمريكية الموجودة ضمن مؤشر S&P خلال الفترة 1994-2000، وقد استخدم الباحثان كتعريف للمؤسسة العائلية عندما يكون المؤسس أو

<sup>1</sup>Benjamin Maury, Op,Cit, PP 321-341.

<sup>2</sup>Belen Villalonga, Raphael Amit, Op,Cit, PP 385-417.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

أحد أفراد العائلة بمثابة مدير تنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة أو مالك لأكثر من 20% من أسهم المؤسسة بشكل فردي أو جماعي، في حين تم قياس متغير الأداء المالي (المتغير المستقل) بنسبة العائد على الأصول ROA ونسبة Tobin's Q، كما استخدم الباحثان الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS، إضافة إلى نماذج بيانات بانل Panel Data Models، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن المؤسسات العائلية تحقق أداءً مالياً أفضل من المؤسسات غير العائلية، كما أن أداء المؤسسات العائلية يرتفع عندما يشغل المؤسس منصب مدير تنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة، في حين ينخفض مستوى أداء تلك المؤسسات العائلية عند انتقالها إلى الأجيال الأخرى (الأبناء أو الأحفاد).

كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن صراع الوكالة الكلاسيكي بين الملاك والمسيرين في المؤسسات غير عائلية يكون أكثر تكلفة من الصراع بين أفراد العائلة والمساهمين من خارج العائلة (المساهمين الأقلية) عندما يكون المؤسس هو المدير التنفيذي، في حين صراع الوكالة بين العائلة والمساهمين من خارج العائلة عندما يكون المدير التنفيذي هو أحد الأبناء أو الأحفاد هو أكثر تكلفة من الصراع بين الملاك والمسيرين في المؤسسات غير العائلية.

### 4- دراسة Miller et al (2007)<sup>1</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الملكية العائلية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 893 مؤسسة مأخوذة من قائمة Fortune 1000 ( قائمة سنوية تقوم بتجميعها ونشرها مجلة Fortune لأكبر 1000 مؤسسة أمريكية من حيث الإيرادات) خلال الفترة 1996-2000، حيث قسم الباحثون عينة المؤسسات إلى: مؤسسات غير عائلية، مؤسسات عائلية يتواجد بها أكثر من فرد من أفراد العائلة، ومؤسسات عائلية بها فرد واحد فقط من أفراد العائلة يمتلك أكثر من 5% من أسهم المؤسسة (مؤسس وحيد ومساهم بالأغلبية) أو أنه مدير تنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة في تلك المؤسسة، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير الأداء المالي نسبة Tobin's Q، إضافة إلى استخدام نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن المؤسسات العائلية ذات المؤسس الوحيد (فرد واحد من أفراد العائلة) تحقق أداءً أفضل من المؤسسات العائلية التي يتواجد بها أكثر من فرد من أفراد العائلة، حيث تم افتراض أن وجود أكثر من فرد من أفراد العائلة يؤدي إلى عدم كفاءة اتخاذ القرارات الناتجة عن نزاع بين أفراد العائلة.

### 5- دراسة Martinez et al (2007)<sup>2</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية العائلية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 175 مؤسسة مدرجة في بورصة تشيلي (100 مؤسسة عائلية و75 مؤسسة غير عائلية) خلال الفترة 1995-

<sup>1</sup>Danny Miller and al, Op.Cit, PP 829-858.

<sup>2</sup>Jon I. Martínez, and al, Family Ownership And Firm Performance : Evidence From Public Companies In Chile, Family Business Review, Vol. 20, N° 2, 2007, PP83-94.



## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

2004، حاول الباحثون دراسة تأثير الملكية العائلية على الأداء المالي للمؤسسة، وقد استخدمت الدراسة تعريف Anderson et Reeb (2003) للمؤسسة العائلية لتمييز بين المؤسسات العائلية والمؤسسات غير العائلية، كما تم قياس الأداء المالي (المتغير المستقل) بمعدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE ونسبة Tobin's Q، إضافة إلى استخدام نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS كأسلوب للتحليل الإحصائي، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن المؤسسات العائلية تحقق أداء مالي أفضل من المؤسسات غير العائلية وهذا بالنسبة لمختلف مؤشرات الأداء المالي ROA، ROE، Tobin's Q وهو ما يدعم نتائج دراسة Anderson et Reeb (2003).

### 6- دراسة Sraer et Thesmar (2007)<sup>1</sup>

حاول الباحثان إجراء مقارنة بين المؤسسات العائلية والمؤسسات غير العائلية من خلال عينة مكوّنة من 420 مؤسسة مدرجة في بورصة باريس خلال الفترة 1994-2000، حيث أشار الباحثان إلى أن المؤسسات العائلية تشكل ثلثي المؤسسات المدرجة في بورصة باريس، وقد استخدمت الدراسة كتعريف للمؤسسة العائلية هي المؤسسة التي يمتلك فيها المؤسس (الفرد) أو أفراد العائلة أكثر من 20% من أسهم المؤسسة (تعريف Villalonga et Amit (2006))، أما بالنسبة لمتغير الأداء المالي قتم قياسه بمعدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE ونسبة Tobin's Q، كما استخدمت الدراسة الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS كأسلوب إحصائي، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن أداء المؤسسات العائلية يعتبر أفضل من أداء المؤسسات غير العائلية خصوصا في المؤسسات العائلية التي يسيروها المؤسس (مدير تنفيذي)، كما أشارت الدراسة إلى أن أداء المؤسسات العائلية يظل أفضل من أداء المؤسسات غير العائلية حتى في حالة انتقال المؤسسة العائلية للأبناء (الجيل الثاني).

### 7- دراسة Saito (2008)<sup>2</sup>

هدف الباحث لدراسة الأداء المالي للمؤسسات العائلية اليابانية، حيث تم إجراء هذه الدراسة على جميع المؤسسات المدرجة في بورصة اليابان والبالغ عددها 1818 مؤسسة (باستثناء المؤسسات المالية) خلال الفترة 1990-1998، حيث استخدمت الدراسة كتعريف للمؤسسات العائلية تعريف Anderson et Reeb (2003) للمؤسسة العائلية، في حين تم قياس الأداء المالي (المتغير التابع) من خلال نسبة Tobin's Q، كما استخدم الباحث الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن المؤسسات العائلية تمثل 38% من المؤسسات المدرجة في بورصة اليابان وأن تلك المؤسسات يتم إدارتها (تسييرها) من طرف المؤسس أو أحد أفراد العائلة، كما أشار الباحث إلى أن أداء المؤسسات العائلية التي يتم تسييرها من طرف

<sup>1</sup>David Sraer, David Thesmar, Performance And Behavior Of Family Firms: Evidence From The French Stock Market , Journal of the European Economic Association, Vol. 5, N°. 4, 2007, PP 709–751.

<sup>2</sup>Takuji Saito, Op.Cit, PP 1-49.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

المؤسس (الفرد) أفضل من أداء المؤسسات غير العائلية، أما عند انتقال المؤسسة إلى الأبناء والأحفاد يصبح أداؤها أقل من أداء المؤسسات غير العائلية في بعض المؤسسات العائلية، في حين يظل أداء بعض المؤسسات العائلية أفضل من أداء المؤسسات غير العائلية حتى عند انتقالها إلى الأبناء أو الأحفاد.

### 8- دراسة Isakov et Weisskopf (2008)<sup>1</sup>

حاول الباحثان دراسة تأثير الملكية العائلية على الأداء المالي من خلال دراسة اختبارية لعينة مكونة من 178 مؤسسة سويسرية مدرجة في بورصة سويسرا للأوراق المالية خلال الفترة 2003-2007، وقد استخدمت الدراسة كتعريف للمؤسسة العائلية (المتغير المستقل) على أنها المؤسسة التي يمتلك فيها أفراد العائلة أو الفرد أكثر من 20% من أسهم المؤسسة، في حين تم قياس متغير الأداء المالي (المتغير التابع) بنسبة العائد على الأصول ROA ونسبة Tobin's Q، كما استخدمت الدراسة نموذج الآثار الثابتة بمتغيرات وهمية كأسلوب إحصائي، وقد خلص الباحثان إلى أن المؤسسات العائلية تحقق أداء مالي أحسن من المؤسسات غير العائلية وذلك بسبب توفر بعض الخصائص في المؤسسات العائلية التي تسمح لها بتحقيق مستوى أداء مرتفع وهي :

أولا : كشفت الدراسة على أن وجود ثاني أكبر مساهم في المؤسسات العائلية يسمح ليس فقط بتقليل تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين وإنما أيضا بين المساهمين بالأغلبية والمساهمين الأقلية.

ثانيا: أشار الباحثان إلى أن مشاركة أفراد العائلة أو الفرد (المؤسس والمساهم الأكبر بالأغلبية) في تسيير المؤسسة العائلية إما كمدير تنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة يسمح بتحقيق أداء مالي أفضل من حالة وجود مدير تنفيذي من خارج المؤسسة.

وأخيرا أشارت الدراسة إلى أنه في حالة انتقال المؤسسة العائلية من المؤسس (الفرد) إلى الأجيال الأخرى (الأبناء والأحفاد) يبقى أداؤها المالي أفضل من المؤسسات غير العائلية.

### 9- دراسة Pindado et al (2008)<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الملكية العائلية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 779 مؤسسة في دول أوروبا الغربية خلال الفترة 2000-2006، وقد استخدمت الدراسة كتعريف للمؤسسة العائلية تلك المؤسسات التي يمتلك فيها المساهم الفرد أو أفراد العائلة على الأقل 10% من أسهم المؤسسة، أما متغير الأداء المالي (المتغير المستقل) فقد تم قياسه بنسبة العائد على الأصول ROA، كما اعتمدت الدراسة على نماذج بيانات بانل الديناميكي Dynamic Panel Data Models باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM

<sup>1</sup>Dušan Isakov, Jean-Philippe Weisskopf, Family Ownership, Multiple Blockholders and Firm Performance , Paris December 2009 Finance International Meeting AFFI - EUROFIDAI. Online: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1484574](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1484574), accessed 20/06/2015.

<sup>2</sup>Julio Pindado, Does family ownership impact positively on firm value? Empirical evidence from Western Europe, Working Paper N°. 2, Universidad Salamanca, Spain, 2008, PPI-34.

كأسلوب إحصائي لتحليل البيانات، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين نسبة الملكية العائلية والأداء المالي للمؤسسات العائلية حيث يكون التأثير إيجابيا للملكية العائلية في البداية وذلك بسبب الأفق الزمني طويل المدى والاهتمام بسمعة المؤسسة العائلية، غير أن التركيز الشديد للملكية العائلية يؤدي إلى انخفاض الأداء المالي للمؤسسات العائلية وهو ما يفسر بمصادرة (نزع) كبار المساهمين من العائلة لثروة المساهمين الأقلية، كما خلصت نتائج الدراسة إلى أن أداء المؤسسات العائلية حديثة النشأة أفضل من أداء المؤسسات العائلية قديمة النشأة، إضافة إلى ذلك تحقق المؤسسات العائلية أداء أفضل من المؤسسات غير العائلية.

#### 10- دراسة Kholmurodova (2009)<sup>1</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الملكية العائلية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 245 مؤسسة في الدانمارك غير مالية ومدرجة في البورصة خلال الفترة 1998-2007، حيث استخدم الباحث كتعريف للمؤسسة العائلية المؤسسة التي يمتلك فيها المؤسس (الفرد) أو أفراد العائلة أكثر من 25% من أسهم المؤسسة، في حين تم قياس متغير الأداء المالي بنسبة العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE، كما استخدم الباحث لتقدير نموذج الانحدار المتعدد طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS (لتقدير نموذج الآثار العشوائية) وطريقة المربعات الصغرى العادية OLS (لتقدير النموذج التجميعي)، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن أداء المؤسسات العائلية يعتبر أفضل من أداء المؤسسات غير العائلية بالنسبة لمؤشرات الأداء المالي ROA و ROE، وذلك بسبب مساهمة أفراد العائلة أو المؤسس في تسيير المؤسسة العائلية، فقد وجدت الدراسة أن 79% من المؤسسات العائلية يتم تسييرها من طرف العائلة إما كمدير تنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة.

#### 11- دراسة Chu (2011)<sup>2</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية العائلية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 786 مؤسسة عائلية غير مالية في التايوان خلال الفترة 2002-2007، حاول الباحث من خلال هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الملكية العائلية والأداء المالي وذلك بالتركيز على تأثير مساهمة أفراد العائلة في تسيير (إدارة) مؤسساتهم، الرقابة العائلية وحجم المؤسسة العائلية، وقد قام الباحث بقياس متغير الأداء المالي من خلال معدل العائد على الأصول ROA، كما استخدمت الدراسة الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS كأسلوب إحصائي، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن الملكية العائلية لها تأثير إيجابي على الأداء المالي مقاساً بـ ROA، وتكون العلاقة إيجابية قوية خصوصا إذا كان أفراد العائلة مديريين تنفيذيين أو مديريين (أعضاء مجلس الإدارة) وتكون العلاقة ضعيفة عندما لا يشارك أفراد العائلة في تسيير أو رقابة مؤسستهم، وعليه أكد الباحث أن الملكية العائلية يكون لها تأثير فعال على الأداء المالي عندما يتم الجمع بين الملكية العائلية والتسيير والرقابة في

<sup>1</sup>Adiba Kholmurodova, Family ownership and firm performance : Empirical evidence from Denmark, M.Sc. thesis in Business Administration, Université d'Aarhus, Aarhus, Danemark, 2009.

<sup>2</sup>Wenyi Chu, Family ownership and firm performance: Influence of family management, family control, and firm size , Op,Cit, PP833-851.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

المؤسسة العائلية، كما أشارت الدراسة إلى أن تأثير الملكية العائلية على الأداء يكون أقوى في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العائلية مقارنة بالمؤسسات العائلية كبيرة الحجم.

بناء على الأدبيات النظرية ونتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الملكية العائلية والأداء المالي للمؤسسة سوف نقوم بصياغة الفرضية الثالثة للدراسة الحالية والخاصة بمتغير الملكية العائلية على النحو التالي :

توجد علاقة خطية طردية بين نسبة الملكية العائلية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.

### المطلب الثاني : الدراسات السابقة لتأثير الملكية الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسة

تم مناقشة العلاقة بين الملكية الأجنبية والأداء المالي للمؤسسة على نطاق واسع من الدراسات والبحوث الميدانية، أولى تلك الدراسات أشارت إلى أن المؤسسات الأجنبية تمتلك بعض المزايا التي قد لا تتوفر للمؤسسات المحلية مما يسمح لها بتحقيق مستوى أداء أفضل مقارنة بأداء المؤسسات المحلية، من بين تلك المزايا نذكر : امتلاك المستثمرين الأجانب لأفضل تكنولوجيا، توفر الموارد المالية (رأس المال)، خبرة الموارد البشرية،... إلخ.

من ناحية أخرى خلصت مجموعة ثانية من الدراسات إلى أن المؤسسات المحلية تحقق أداء أفضل من المؤسسات المملوكة للأجانب، وذلك لأن أصحاب المشاريع المحلية هم أكثر معرفة ودراية للبيئة المحلية من المستثمرين الأجانب، كالمعرفة الجيدة للسوق المحلية والبيئة القانونية، إضافة إلى العلاقات السياسية المهمة مع الحكومات المحلية.

نشير إلى أن النتائج الغامضة التي خلصت لها تلك الأبحاث عند دراسة العلاقة بين الملكية الأجنبية وأداء المؤسسات ربما يعود لخصوصية كل بلد مستضيف للمستثمرين الأجانب، أو ربما يكون ناجم عن عدم الأخذ بعين الاعتبار المؤسسات المشتركة (المشاريع المشتركة)، لأن معظم تلك الدراسات عبرت عن الملكية الأجنبية بمتغيرات وهمية أو صورية (تأخذ الرقم 1 إذا كانت ملكية أجنبية، و0 خلاف ذلك).

كما نشير إلى أن هناك عددا محدودا من الدراسات التي تناولت تأثير نسبة الملكية الأجنبية على أداء المؤسسات المحلية، وقد خلصت تلك الدراسات إلى نتائج مختلفة، حيث خلصت بعض الدراسات إلى وجود علاقة خطية طردية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي للمؤسسات المحلية، حيث إن زيادة نسبة الملكية الأجنبية تسمح باستخدام المزيد من التكنولوجيا الحديثة، رؤوس الأموال الأجنبية، كذلك الاستفادة من الخبرة الإدارية والتقنية للمستثمرين الأجانب في تحسين أداء المؤسسات المحلية، إضافة إلى الدور الرقابي المهم والفعال للمستثمرين الأجانب من خلال التمثيل في مجلس إدارة المؤسسات المحلية.

وهناك دراسات أخرى خلصت إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي من الشكل n، حيث تكون العلاقة في البداية طردية بين المتغيرين إلى غاية بلوغ نسبة معينة للملكية الأجنبية، بعد

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

ذلك تصبغ العلاقة بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي علاقة عكسية، حيث يرجع سبب التأثير الإيجابي للملكية الأجنبية في الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة والخبرة التقنية والإدارية للمستثمرين الأجانب، إضافة إلى التأثير الرقابي الفعال للمساهمين الأجانب في رفع مستوى الأداء المالي للمؤسسات المحلية، أما التأثير العكسي (العلاقة السلبية) لنسبة الملكية الأجنبية عند تجاوز تلك النسبة فهو ناتج عن تأثير التجدر الإداري (مصادرة الثروة) للمستثمرين الأجانب عند ارتفاع أو تركيز نسبة الملكية الأجنبية، إضافة إلى اهتمام المساهمين الأجانب بتحقيق منافع خاصة على حساب بقية المساهمين المحليين من خلال المحافظة على مستوى رقابة إدارية ضعيفة لتحقيق تلك المزايا والمنافع.

في حين هناك دراسات أخرى خلصت إلى عدم وجود علاقة بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي، وسوف نتطرق فيما يلي إلى بعض الدراسات التي تناولت العلاقة بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي:

### الفرع الأول : الدراسات السابقة للعلاقة الخطية الطردية بين الملكية الأجنبية والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى وجود علاقة خطية طردية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي نجد الدراسات التالية :

#### 1- دراسة (2003) Douma et al<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية الأجنبية والمحلية على الأداء المالي من خلال عينة مكونة من 1005 مؤسسة هندية مدرجة في بورصة بومباي للأوراق المالية خلال الفترة 1999-2000، وقد استخدمت الدراسة لقياس الملكية الأجنبية نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب في المشروعات المشتركة مع المؤسسات المحلية الهندية، والملكية المحلية بنسبة الأسهم المملوكة من قبل الدولة، في حين تم قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ROA ونسبة Tobin's Q، ولاختبار تأثير نسبة الملكية الأجنبية والمحلية على الأداء المالي للمؤسسات الهندية استخدمت الدراسة الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد أسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية (تأثير إيجابي) بين الملكية الأجنبية والأداء مقاساً بمعدل ROA ونسبة Tobin's Q وذلك بسبب الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة، رؤوس الأموال الأجنبية، والخبرة التقنية والإدارية للمستثمرين الأجانب، إضافة إلى التأثير الرقابي الفعال للمساهمين الأجانب على سلوك المديرين المحليين، في حين خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الملكية المحلية والأداء المالي.

<sup>1</sup>Sytse Douma, and al, Foreign and domestic ownership, business groups and firm performance: evidence from a large emerging market, Discussion Paper Provided by Tilburg University, Center for Economic Research in its Series with Number, 104, 2003.

## 2- دراسة Choi et Yoo (2006)<sup>1</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الملكية الأجنبية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 443 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة كوريا خلال الفترة 1993-2002، وقد استخدمت الدراسة كمقياس لمتغير الملكية الأجنبية نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب في المؤسسات عينة الدراسة، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بنسبة Tobin's Q، كما استخدم الباحثان كأسلوب إحصائي الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للملكية الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسات الكورية، وذلك لأن المستثمرين الأجانب يفرضون رقابة قوية على المؤسسات الكورية التي يمتلكون فيها على حصص من رأس مالها من خلال التمثيل في مجلس الإدارة كما أن تواجد المستثمرين الأجانب يؤدي إلى تحسين انتاجية المؤسسة من خلال الاستفادة من التكنولوجيا والخبرة الأجنبية.

## 3- دراسة Guner (2015)<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير نسبة الملكية الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسة، وكذلك اختبار هل لاختلاف مستويات الملكية الأجنبية تأثير مختلف على الأداء المالي للمؤسسة؟ تم إجراء الدراسة على عينة مكونة من 270 مؤسسة صناعية تركية غير مالية (183 مؤسسة محلية كلياً، 87 مؤسسة مشتركة وأجنبية كلياً) خلال الفترة 2008-2012، وقد استخدم الباحث لقياس متغير الملكية الأجنبية نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب، كما تم التمييز بين أربع فئات للملكية الأجنبية الفئة الأولى : المؤسسات المحلية كلياً، الفئة الثانية نسبة الملكية الأجنبية أقل من 50% والفئة الثالثة نسبة الملكية الأجنبية أكبر من 50% وأقل من 100% وأخيراً الفئة الرابعة المؤسسات الأجنبية كلياً، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بنسبة العائد على المبيعات ROS، ونسبة العائد على الأصول ROA، كما استخدم الباحث نماذج بيانات بانل Panel Data Models لاختبار العلاقة بين الملكية الأجنبية والأداء المالي للمؤسسات التركية، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الملكية الأجنبية والأداء المالي مقاساً بنسبة ROS ونسبة ROA، وذلك بسبب الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة، رؤوس الأموال الأجنبية، والخبرة التقنية والإدارية للمستثمرين الأجانب، إضافة إلى التأثير الرقابي الفعال للمساهمين الأجانب على سلوك المديرين المحليين، وعدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين المستويات المختلفة للملكية الأجنبية والأداء المالي.

<sup>1</sup>Jongmoo Jay Choi, Sehyun Sean Yoo, Foreign ownership and corporate performance, Working paper : The Korean Institute of International Economic Policy, 2006.

<sup>2</sup>Ayşegül Guner, Foreign ownership and corporate performance in Turkey, Journal of Business, Economics and Finance, Vol.4, N°. 3, 2015, PP422-429.

#### 4- دراسة Musallam (2015)<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية الأجنبية وملكية الدولة على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 190 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2000-2009، وقد استخدم الباحث لقياس متغير الملكية الأجنبية نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب وملكية الدولة نسبة الأسهم المملوكة للدولة، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأسهم المؤسسة  $MV/BV$ ، إضافة إلى نسبة العائد على الأصول  $ROA$ ، واختبار العلاقة بين المتغيرات أجرى الباحث الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية  $OLS$  وطريقة المربعات الصغرى الموزونة  $Weighted Least Square$  (WLS)، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة خطية طردية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي، في حين توجد علاقة خطية عكسية بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي، وعليه أشار الباحث إلى أن الملكية الأجنبية تعزز من أداء المؤسسات المحلية أما ملكية الدولة فهي تهدر الأداء المالي للمؤسسات.

#### الفرع الثاني : الدراسات السابقة لعدم وجود علاقة بين الملكية الأجنبية والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى عدم وجود علاقة بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي نجد الدراسات التالية :

#### 1- دراسة Jun Jiang (2007)<sup>2</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الملكية الأجنبية والأداء المالي للمؤسسة من خلال إجراء دراسة اختبارية على عينة مكونة من 50 مؤسسة صينية بها مساهمات أجنبية مدرجة في بورصة شنغاي للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2004، وقد استخدم الباحث لقياس الملكية الأجنبية نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب في رأس مال المؤسسات الصينية عينة الدراسة، في حين تم قياس الأداء المالي بنسبة العائد على الأصول  $ROA$  ونسبة العائد على حقوق الملكية  $ROE$ ، كما استخدم الباحث الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى  $OLS$  كأسلوب إحصائي لاختبار العلاقة بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي وقد خلصت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين المتغيرين.

كما أشار الباحث إلى أن حقوق التصويت المملوكة للمستثمرين الأجانب في المؤسسات المدرجة في البورصة لها تأثير محدود في اتخاذ القرارات الاستراتيجية، تحسين نظم الإدارة الداخلية وعلى الرقابة وذلك بسبب الملكية الأغلبية للدولة في تلك المؤسسات.

<sup>1</sup>Sami R.M. Musallam, Relationships between Ownership Structures and Corporate Performance: Evidence from Malaysia, Mediterranean Journal of Social Sciences, Vol. 6, N°. 3 S1, 2015, PP70-76.

<sup>2</sup>Jun Jiang, A study on the relationship between foreign ownership and the performance of Chinese listed companies, BU Academic Review, Vol. 6, N°.1, 2007, PP 13-25.

## 2- دراسة Tsegba et al (2011)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الملكية الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 73 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة نيجيريا للأوراق المالية خلال الفترة 2001-2007، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير الملكية الأجنبية نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب، أما الأداء المالي فتم قياسه بالمؤشرات التالية : سعر السهم السوقي MPS، ربحية السهم EPS ومعدل العائد على الأصول ROA، كما استخدمت الدراسة الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS لاختبار العلاقة بين متغير الملكية الأجنبية ومتغير الأداء المالي، وقد خلصت نتائج الانحدار المتعدد إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الملكية الأجنبية ومؤشرات الأداء المالي : MPS، EPS، وROA.

## 3- دراسة Mihai et Mihia (2014)<sup>2</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية الأجنبية على الأداء المالي من خلال عينة مكونة من 261 مؤسسة صناعية في رومانيا مدرجة في بورصة بوخارست للأوراق المالية خلال سنة 2010، وقد استخدمت الدراسة لقياس الملكية الأجنبية نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب في المؤسسات الصناعية الرومانية، أما الأداء المالي فقد استخدم الباحثان لقياسه المؤشرات التالية : نسبة العائد على الأصول ROA، نسبة العائد على حقوق الملكية ROE والعائد على المبيعات ROS، وقد خلصت نتائج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS إلى عدم وجود علاقة بين نسبة الملكية الأجنبية ومؤشرات الأداء المالي الثلاث (ROA، ROE، ROS).

## الفرع الثالث : الدراسات السابقة للعلاقة غير الخطية بين الملكية الأجنبية والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي نجد الدراسات التالية :

## 1- دراسة Ferris et Park (2005)<sup>3</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الملكية الأجنبية والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 945 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة طوكيو للأوراق المالية خلال الفترة 1995-1997 وذلك لاختبار تأثير الملكية الأجنبية للمؤسسات المشتركة على الأداء المالي للمؤسسات الصناعية اليابانية، حيث تم التمييز بين 6

<sup>1</sup>Ioraver Nyenger Tsegba, Wilson Ezi Herbert, The relationship between ownership structure and firm performance : Evidence from Nigerian. African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research, Vol.7, N° 7, 2011, PP51-63.

<sup>2</sup>Iuliana Oana Mihai, Cosmin Mihai, The Impact of Foreign Ownership on the Performance of Romanians listed Manufacturing Companies, The International Journal of Management Science and Information Technology, Vol. 2, 2014, PP106-122.

<sup>3</sup>Stephen P. Ferris, Kwangwoo Park, Foreign ownership and firm value: Evidence from Japan, Corporate governance, Vol.11, 2005, PP1 - 29.



## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

فئات لنسب الملكية الأجنبية الفئة الأولى أقل من 1%، والفئة الثانية بين 1% و 5%، الفئة الثالثة بين 5% و 10%، الفئة الرابعة بين 10% و 20%، الفئة الخامسة بين 20% و 40% والفئة السادسة أكثر من 40%، وقد تم قياس متغير الأداء المالي (المتغير التابع) بنسبة Tobin's Q، كما درس الباحثان العلاقة بين نفقات البحث والتطوير ونسب الملكية الأجنبية في المؤسسات الصناعية اليابانية، استخدمت الدراسة كأسلوب إحصائي نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS واختبار امكانية أن يكون متغير الملكية الأجنبية متغيراً داخلياً استخدم الباحثان نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة خطية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي من الشكل  $n$ ، حيث ترتفع نسبة Tobin's Q (الأداء المالي) حتى تصل نسبة الملكية الأجنبية بين 40% و 45% وذلك بسبب الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة، رؤوس الأموال الأجنبية، والخبرة التقنية والإدارية للمستثمرين الأجانب، إضافة إلى التأثير الرقابي الفعال للمساهمين الأجانب على سلوك المديرين المحليين، ثم تصبح العلاقة بعد ذلك بين المتغيرين علاقة عكسية وذلك بسبب تحذّر المديرين الأجانب والسلوك الانتهازي للمستثمرين الأجانب في مصادرة ثروة المساهمين المحليين، كما خلص الباحثان إلى أن تكاليف البحث والتطوير يرتبط بارتفاع نسبة الملكية الأجنبية بين 10% و 40%.

### 2- دراسة Viet (2013)<sup>1</sup>

هدف الباحث إلى اختبار تأثير نسبة الملكية الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسات في الدول النامية من خلال عينة مكونة من 407 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة الفيتنام بما مساهمات أجنبية خلال الفترة 2006-2010، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير الملكية الأجنبية (المتغير المستقل) نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب، أما الأداء المالي (المتغير التابع) فقد تم قياسه بنسبة العائد على الأصول ROA ونسبة Tobin's Q، ولدراسة العلاقة بين المتغيرين استخدم الباحث الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS، واختبار امكانية أن يكون متغير الملكية الأجنبية متغيراً داخلياً، استخدم الباحث الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS، وقد خلص الباحث إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي من الشكل  $n$ ، حيث كانت العلاقة في البداية طردية بين المتغيرين إلى غاية بلوغ نسبة ملكية أجنبية 32% عند قياس الأداء المالي بنسبة Tobin's Q والنسبة 31% عند استخدام نسبة العائد على الأصول ROA كقياس للأداء المالي، لتصبح العلاقة بعد ذلك بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي علاقة عكسية، وقد خلص الباحث إلى أن العلاقة غير الخطية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي تتفق مع نظرية حوكمة المؤسسات، حيث أن وجود المستثمرين الأجانب ضمن هيكل رأس مال المؤسسة يسمح برقابة فعالة على سلوك المديرين المحليين، غير أن تجاوز نسبة الملكية الأجنبية حداً معيناً يؤدي إلى مصادرة (نزع) ملكية المساهمين المحليين

<sup>1</sup>Phan Huu Viet, Op.Cit, PP285-310.

والذي ينتج عنه تجذّر (ترسيخ) المديرين الأجانب ضمن مجلس إدارة المؤسسات المحلية وهو ما يؤثر سلبا على أدائها المالي.

### 3- دراسة Azzam et al (2013)<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسات المصرية من خلال دراسة ميدانية شملت 818 مؤسسة مصرية خلال الفترة 2006-2010، وقد تم قياس متغير الملكية الأجنبية (المتغير المستقل) بنسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين الأجانب في المؤسسات المصرية، في حين تم قياس متغير الأداء المالي (المتغير التابع) بنسبة العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE، كما استخدمت الدراسة كأسلوب إحصائي نماذج بيانات بانل Panel Data Models، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي للمؤسسات المصرية مقاساً بنسبة ROA، ROE، حيث تكون العلاقة في البداية طردية بين المتغيرين إلى غاية بلوغ نسبة ملكية أجنبية 80% وذلك بسبب الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة، رؤوس الأموال الأجنبية، والخبرة التقنية والإدارية للمستثمرين الأجانب، إضافة إلى التأثير الرقابي الفعال للمساهمين الأجانب على سلوك المديرين المحليين، لكن تصبح العلاقة عكسية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي عند تجاوز نسبة الملكية الأجنبية 80% وذلك بسبب تجذّر المديرين الأجانب والسلوك الانتهازي للمستثمرين الأجانب في مصادرة ثروة المساهمين المحليين.

### 4- دراسة Greenaway et al (2014)<sup>2</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين نسبة الملكية الأجنبية وأداء المؤسسات الصينية المستضيفة للاستثمار الأجنبي المباشر من خلال اختبار عينة مكوّنة من 21582 مؤسسة صينية خلال الفترة 2000-2005، وقد استخدم الباحثان لقياس متغير الملكية الأجنبية نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين الأجانب في المؤسسات الصينية محل الدراسة، في حين تم قياس الأداء المالي بالمتغيرات التالية : معدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على المبيعات ROS ونتاجية العامل PROP (نسبة الأرباح الصافية على عدد العمال)، ولاختبار تأثير وطبيعة العلاقة بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي استخدم الباحثان نماذج بيانات بانل الديناميكي Dynamic Panel Data Models باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين المتغيرين، حيث تكون العلاقة في البداية طردية بين نسبة الأسهم التي يمتلكها المستثمر الأجنبي في المؤسسات الصينية والأداء المالي وذلك إلى غاية بلوغ نسبة ملكية أجنبية 52.31%، 64.24%، 55.65% بالنسبة لمؤشرات الأداء ROA، ROS و PROP على التوالي، وبعد ذلك

<sup>1</sup>Islam Azzam, and al, Foreign Ownership and Financial Performance : Evidence from Egypt, International Journal Of Business, Vol.18, N°. 3, 2013, PP232-254.

<sup>2</sup>David Greenaway, and al, The more the better? Foreign ownership and corporate performance in China, The European journal of finance, Vol. 20, N°. 7-9, PP681-702.

تصبح العلاقة بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي علاقة عكسية، وعليه أشارت الدراسة إلى أنه لا بد من وجود نسبة معينة للملكية المحلية لضمان الأداء الأمثل للمؤسسات الصينية.

كما خلصت نتائج الدراسة إلى أن المشاريع المشتركة تعتبر أفضل من المؤسسات المملوكة كلياً للمستثمرين الأجانب والمؤسسات المحلية كلياً وذلك بسبب اشتراك السمات الأساسية للطرف المحلي والطرف الأجنبي، فالمستثمرون المحليون لديهم معرفة واسعة للأسواق الصينية والبيئة القانونية والسياسية، في حين يجلب المستثمرين الأجانب رأس المال والتكنولوجيا الحديثة، كما يفرض المستثمرين الأجانب حوكمة ورقابة أفضل إضافة إلى مهارات التواصل الإدارية والدولية.

### 5- دراسة Thù Vy et Trinh (2016)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير نسبة الملكية الأجنبية على ربحية المؤسسة من خلال عينة شملت 161 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة الفيتنام بما مساهمات أجنبية (استثمار مشترك) خلال الفترة 2007-2014، وقد استخدم الباحثان لقياس متغير الملكية الأجنبية نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب في المؤسسات الفيتنامية، في حين تم قياس متغير الأداء المالي (الربحية) بنسبة العائد على الأصول ROA، كما استخدم الباحثان كأسلوب إحصائي نماذج بيانات بانل Panel Data Models، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل U بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي مقاساً بنسبة العائد على الأصول ROA، حيث تكون العلاقة بين المتغيرين عكسية إلى غاية بلوغ نسبة الملكية الأجنبية 25.6%، وبعد ذلك تصبح العلاقة بين نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب والربحية معبراً عنها بمعدل العائد على الأصول ROA علاقة طردية، وقد فسر الباحثان هذه النتيجة على أن نسبة الملكية الأجنبية عندما تكون عند مستويات منخفضة فإنه لا يمكن للمساهمين الأجانب القيام بدورهم الرقابي إضافة إلى عدم استفادة المؤسسات المحلية من مزايا الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث إن ممارسة المستثمرين الأجانب للرقابة على سلوكيات المسيرين في المؤسسات الفيتنامية المدرجة في البورصة يتطلب امتلاكهم لنسب معتبرة من رأس مالها، وهو ما يجبر المسيرين على مواءمة أهدافهم مع أهداف المساهمين وبالتالي التقليل من مشاكل الوكالة وتحسين ربحية المؤسسة، كما أن امتلاك المستثمرين الأجانب لنسبة ملكية عالية يسمح لهم بنقل المعرفة والتكنولوجيا الحديثة وهو ما يمكن المؤسسات المحلية (الفيتنامية) من الاستفادة من تلك الموارد من أجل تحسين أداءها المالي (ربحيتها).

<sup>1</sup>Võ Thị Thù Vy, Võ Hoàng Diễm Trinh, The impact of foreign ownership on profitability of Vietnamese firms listed on Ho Chi Minh stock exchange, <http://veam.org/wp-content/uploads/2016/08/126.-Vo-Hoang-Diem-Trinh.pdf>, accessed 03/11/2016.

## 6- دراسة Hintosova et Kubikova (2016)<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير نسبة الملكية الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 2000 مشاهدة لمؤسسات صناعية في سلوفاكيا خلال الفترة 2004-2013، وقد استخدمت الدراسة لقياس الملكية الأجنبية (المتغير المستقل) نسبة الأسهم التي يمتلكها المستثمرين الأجانب في المؤسسات الصناعية السلوفاكية، في حين تم قياس متغير الأداء المالي (المتغير التابع) بنسبة العائد على المبيعات ROS، كما استخدم الباحثان نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS لقياس تأثير نسبة الملكية الأجنبية على الأداء المالي، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين متغير نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي مقاساً بنسبة العائد على المبيعات ROS، حيث يرتفع الأداء المالي للمؤسسات الصناعية السلوفاكية مع كل زيادة لنسبة الملكية الأجنبية إلى غاية بلوغ النسبة بين 61% و 65% وذلك بسبب الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة، رؤوس الأموال الأجنبية، والخبرة التقنية والإدارية للمستثمرين الأجانب، إضافة إلى التأثير الرقابي الفعال للمساهمين الأجانب على سلوك المديرين المحليين، وبعد ذلك ينخفض مستوى الأداء المالي مع كل زيادة لنسبة الملكية الأجنبية وذلك بسبب تجدد المديرين الأجانب والسلوك الانتهازي للمستثمرين الأجانب في مصادرة ثروة المساهمين المحليين.

بناء على الأدبيات النظرية ونتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الملكية الأجنبية والأداء المالي للمؤسسة سوف نقوم بصياغة الفرضية الرابعة للدراسة الحالية والخاصة بتغير الملكية الأجنبية على النحو التالي :

توجد علاقة غير خطية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.

### المطلب الثالث : الدراسات السابقة لتأثير ملكية الدولة على الأداء المالي للمؤسسة

تتميز المؤسسات المملوكة للدولة (المؤسسات العامة) عادة بارتفاع مشكلة الوكالة بسبب الفصل بين الملكية والتسيير، وصعوبة الرقابة على مسيرها (المديرين) الذين عادة ما يتم تعيينهم بواسطة قرارات سياسية ولا يوجد ربط بين مكافآتهم ومستوى الأداء المحقق في المؤسسات العامة، إضافة إلى ذلك تعاني المؤسسات العامة من التدخل السياسي في قراراتها ومن مشكلة نعد الأهداف فبالإضافة إلى تحقيق الهدف الاقتصادي (تحقيق الربح) تكون المؤسسات العامة مجبرة كذلك على تحقيق الأهداف الاجتماعية مثل ضمان مستوى معين من الأجور للعمال وعدم تسريحهم حتى وإن انعدمت مستوى انتاجيتهم، المسؤولية الاجتماعية، الخدمات الصحية... الخ، كما أن المؤسسات العامة يتم تكليفها وإجبارها على توفير مناصب شغل للعاطلين على العمل.

<sup>1</sup>Aneta Bobenič Hintošová, Zuzana Kubíková, The effect of the degree of foreign ownership on firms' performance, Review Of Economic Perspectives, Vol. 16, N°. 1, 2016, PP 29-43.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

بناء على الحجج النظرية السابقة يفترض وجود تأثير سلبي لملكية الدولة على الأداء المالي للمؤسسة.

وعلى العكس من ذلك تتمتع المؤسسات العامة ببعض الامتيازات والتي يفترض أن تسمح لها بتحقيق معدلات أداء عالية مثل سهولة وصولها إلى الموارد الطبيعية إضافة إلى التسهيلات الممنوحة لها في حصولها على الموارد المالية (التمويل اللازم) من البنوك خصوصاً.

بناء على ذلك يفترض وجود علاقة طردية بين ملكية الدولة والأداء المالي للمؤسسة.

تجدر الإشارة إلى أن هناك العديد من الدراسات الميدانية التي تم إجرائها لاختبار العلاقة بين ملكية الدولة والأداء المالي للمؤسسة، بعض تلك الدراسات تم إجرائها على المؤسسات المملوكة للدولة والتي تم خوصصتها بصفة جزئية بهدف تقييم نتائج الخوصصة، نتائج تلك الدراسات كانت مختلفة فيما يخص طبيعة تلك العلاقة فهناك بعض الدراسات خلصت إلى وجود علاقة خطية طردية والبعض الآخر خلص إلى وجود علاقة خطية عكسية.

من جهة أخرى هناك بعض الدراسات الميدانية خلصت إلى وجود علاقة غير خطية بين ملكية الدولة والأداء المالي وذلك بسبب اجتماع الأثرين الإيجابي والسلبي لملكية الدولة في التأثير على الأداء المالي للمؤسسة.

### الفرع الأول : الدراسات السابقة للعلاقة الخطية الطردية بين ملكية الدولة والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى وجود علاقة خطية طردية بين ملكية الدولة والأداء المالي نجد الدراسات التالية :

#### 1- دراسة (Najid et Rahman 2011)<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية العامة (ملكية الدولة) على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 48 مؤسسة ماليزية بها مساهمات للدولة و96 مؤسسة ماليزية لا توجد بها مساهمات للدولة خلال الفترة 2001-2006، وقد استخدمت الدراسة لقياس ملكية الدولة (الملكية العامة) نسبة الأسهم المملوكة للدولة، أما الأداء المالي فقد استخدم الباحثان لقياسه نسبة Tobin's Q، وقد خلصت نتائج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS إلى وجود علاقة طردية بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q، وقد فسر الباحثان سبب تلك العلاقة الإيجابية أنه ناتج عن الرقابة الفعالة للدولة على سلوكيات المديرين في المؤسسات التي تم خوصصتها إضافة إلى امتيازات سهولة الحصول على الموارد المالية من

<sup>1</sup>Nurul Afzan Najid, Rashidah Abdul Rahman, Government ownership and performance of Malaysian government-linked companies, International Research Journal of Finance and Economics, Vol. 61, 2011, PP 42-56.

طرف الدولة، كما خلصت نتائج الدراسة إلى أن المؤسسات التي بها مساهمات للدولة تحقق مستوى أداء مالي أقل من المؤسسات من المؤسسات التي لا توجد بها مساهمات للدولة (المؤسسات الخاصة).

## 2- دراسة Rafiei et Hossemi Far (2014)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير ملكية الدولة للمؤسسات على أدائها المالي من خلال عينة مكونة من 158 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة طهران -إيران- خلال الفترة 2009-2011، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير ملكية الدولة (المتغير المستقل) متغيرات وهمية تأخذ القيمة 1 إذا كانت المؤسسة مملوكة للدولة والقيمة 0 خلاف ذلك، أما الأداء المالي (المتغير التابع) فقد تم قياسه بربحية السهم EPS، ولدراسة العلاقة بين المتغيرين استخدم الباحثان الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لملكية الدولة على الأداء المالي مقاساً بربحية السهم EPS ويعود السبب في ذلك حسب رأي الباحثان للدور الرقابي الفعال للدولة على المؤسسات المملوكة لها.

## الفرع الثاني : الدراسات السابقة للعلاقة الخطية العكسية بين ملكية الدولة والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى وجود علاقة خطية عكسية بين ملكية الدولة والأداء المالي نجد الدراسة التالية :

## 1- دراسة Gunasekarage et al (2007)<sup>2</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين ملكية الدولة (الملكية العامة) والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 1034 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة الصين خلال الفترة 2000-2004، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير ملكية الدولة (المتغير المستقل) نسبة الأسهم المملوكة للدولة في المؤسسة، في حين تم قياس الأداء المالي (المتغير التابع) بمعدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE، ونسبة Tobin's Q كما استخدمت الدراسة نماذج بيانات بانل Panel Data Models كأسلوب إحصائي للتحليل، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لنسبة ملكية الدولة على الأداء المالي مقاساً بـ ROA، ROE، ونسبة Tobin's Q، وذلك بسبب مشكلة الوكالة في المؤسسات المملوكة للدولة (المؤسسات العامة).

<sup>1</sup>Mojtba Rafiei, Seyede Atefe Hossemi Far, Effect of state ownership on firm performance and dividend payout policy, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, Vol. 4, N°. 7, 2014, PP 213-219.

<sup>2</sup>Abeyratna Gunasekarage, and al, The influence of the degree of state ownership and the ownership concentration on the performance of listed Chinese companies, Vol, 21, N°. 3, 2007, PP 379-395.

### الفرع الثالث : الدراسات السابقة للعلاقة غير الخطية بين ملكية الدولة والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى وجود علاقة غير خطية بين ملكية الدولة والأداء المالي نجد الدراسات التالية :

#### 1- دراسة (Sun et al (2002)<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية العامة (ملكية الدولة) على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من المؤسسات العامة الصينية غير المالية التي تم خصصتها والمدرجة في بورصة الصين خلال الفترة 1994-1997، حيث بلغ عدد مشاهدات الدراسة 1877 مشاهدة، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير ملكية الدولة أو الملكية العامة (المتغير المستقل) نسبة الأسهم التي تمتلكها الدولة في تلك المؤسسات، في حين تم قياس متغير الأداء المالي (المتغير التابع) بالمؤشرات التالية : نسبة العائد على الأصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأسهم المؤسسة MV/BV، وقد خلصت نتائج الدراسة باستخدام نماذج بيانات بانل Panel Data Models إلى وجود علاقة تربيعية من الشكل  $\cap$  بين نسبة ملكية الدولة (الملكية العامة) والأداء المالي مقاساً بـ : ROA، ROE و MBR، حيث أشار الباحثون إلى أن سبب العلاقة العكسية بين المتغيرين عند ارتفاع نسبة ملكية الدولة هو انخفاض مستوى الرقابة على المؤسسات العامة من طرف الشركات القابضة الصينية، في حين حققت المؤسسات التي تم خصصتها مستويات أداء مرتفعة.

#### 2- دراسة (Mrad et Hallara (2013)<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير ملكية الدولة للمؤسسات على أدائها المالي من خلال عينة مكونة من 31 مؤسسة فرنسية تم خصصتها غير مالية مدرجة في بورصة فرنسا خلال الفترة 1987-2009، وذلك بهدف دراسة تأثير خصصة المؤسسات المملوكة للدولة على أدائها المالي، استخدمت الدراسة لقياس متغير ملكية الدولة (المتغير المستقل) نسبة الأسهم المملوكة للدولة في المؤسسات العامة التي تم خصصتها، في حين تم قياس الأداء المالي (المتغير التابع) بمعدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE، وبنسبة Tobin's Q، وقد خلصت نتائج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل U بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي مقاساً بـ ROA، ROE، وبنسبة Tobin's Q، حيث تكون العلاقة بين المتغيرين عكسية عند مستويات منخفضة لملكية الدولة في المؤسسات التي تم خصصتها وتكون العلاقة طردية عند زيادة نسبة ملكية الدولة بعد النسبة 50% في المؤسسات التي تم خصصتها وذلك بفعل التأثير الإيجابي للخصصة.

<sup>1</sup>Qian Sun, How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience, Journal of business finance and accounting, Vol. 29, N°. 1-2, 2002, PP 1-27.

<sup>2</sup>Mouna Mrad, Slaheddine Hallara, The impact of residual government ownership on performance and value creation: The Case of privatized French companies, Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol, 62, 2012, PP 473 – 488.

### 3- دراسة Yu (2013)<sup>1</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين ملكية الدولة (الملكية العامة) والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من جميع المؤسسات العامة غير المالية المدرجة في بورصة الصين خلال الفترة 2003-2010، حيث بلغ عدد المشاهدات 10639 مشاهدة، وقد استخدم الباحث لقياس متغير ملكية الدولة نسبة الأسهم المملوكة للدولة، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بمعدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE، ونسبة Tobin's Q، كما استخدم الباحث كأسلوب إحصائي للتحليل نماذج بيانات بانل Panel Data Models، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل U بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي مقاساً بـ ROA، ROE، ونسبة Tobin's Q، حيث تكون العلاقة في البداية عكسية بين المتغيرين إلى غاية نسبة ملكية الدولة 32% وبعد ذلك تصبح العلاقة بين ملكية الدولة والأداء المالي طردية، وقد أكد الباحث على أن ملكية الدولة لها تأثير إيجابي على الأداء المالي للمؤسسات العامة الصينية التي تم خوصصتها وذلك بسبب قدرتها في الحصول على الموارد المالية.

### 4- دراسة Tran et al (2014)<sup>2</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الملكية العامة (ملكية الدولة) على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة من المؤسسات الفيتنامية غير المالية توجد بها مساهمات للدولة (مؤسسات عامة تم خوصصتها) خلال الفترة 2004-2012 حيث بلغ عدد المشاهدات 38143 مشاهدة، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير ملكية الدولة (المتغير المستقل) نسبة الأسهم التي تمتلكها الدولة في المؤسسات العامة التي تم خوصصتها، في حين تم قياس الأداء المالي بالمؤشرات معدل العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE، كما استخدم الباحثون كأساليب لتحليل الإحصائي نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS، نموذج الآثار العشوائية بطريقة المربعات الصغرى المعممة GLS، نماذج بيانات بانل الديناميكي Dynamic Panel Data Models باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي مقاساً بـ ROA و ROE، حيث أن زيادة نسبة ملكية الدولة في البداية يكون لها تأثير إيجابي في المؤسسات التي تم خوصصتها وذلك ناتج عن الاستفادة من الامتيازات والتسهيلات الحكومية خصوصاً ما تعلق بالحصول على الموارد المالية، لكن ارتفاع نسبة ملكية الدولة بعد مستوى معين يكون لها تأثير سلبي على الأداء المالي بسبب ضعف مستوى الرقابة، وبالتالي أكدت الدراسة على أن الخوصصة كان لها تأثير إيجابي على الأداء المالي للمؤسسات التي كانت مملوكة للدولة في الفيتنام.

<sup>1</sup>Mei Yu, State ownership and firm performance : Empirical evidence from Chinese listed companies, China Journal of Accounting Research, Vol. 6, N° 2, 2013, PP 75-87.

<sup>2</sup>Ngo My Tran, and al, Government ownership and firm performance: the case of Vietnam, International Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 4, N° 3, 2014, PP628-650.



### 5- دراسة Mao (2015)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير ملكية الدولة للمؤسسات على أدائها المالي من خلال عينة من المؤسسات العامة التي تم خصصتها والمدرجة في بورصة الصين خلال الفترة 2008-2014، حيث بلغ عدد المشاهدات 6993 مشاهدة، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير ملكية الدولة (المتغير المستقل) نسبة الأسهم المملوكة للدولة، أما الأداء المالي (المتغير التابع) فقد تم قياسه بنسبة العائد على الأصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE، ونسبة Tobin's Q، ولدراسة العلاقة بين المتغيرين استخدم الباحث الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS، وقد خلص الباحث إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي من الشكل U، حيث كانت العلاقة في البداية عكسية بين المتغيرين إلى غاية بلوغ نسبة ملكية الدولة 84%، لتصبح العلاقة بعد ذلك بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي علاقة طردية، وقد أشار الباحث إلى أن سبب العلاقة العكسية بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي ناتج عن تعدد أهداف المؤسسات المملوكة للدولة (المؤسسات العامة) وعدم تركيزها على هدف تعظيم الربح.

### 6- دراسة Haochen (2016)<sup>2</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين ملكية الدولة (الملكية العامة) والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 552 مؤسسة صناعية بها مساهمات للدولة (مؤسسات عامة تم خصصتها) مدرجة في بورصة الصين خلال الفترة 2008-2014، وقد تم قياس متغير الملكية الحكومية (متغير مستقل) بنسبة الأسهم المملوكة من قبل الدولة، في حين تم قياس متغير الأداء المالي (المتغير التابع) بنسبة العائد على الأصول ROA ونسبة Tobin's Q، كما استخدم الباحث كأسلوب إحصائي نماذج بيانات بانل Panel Data Models، وقد أسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة غير خطية بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي مقاساً بـ ROA ونسبة Tobin's Q من الشكل U، وقد فسر الباحث ذلك بنجاح عملية خصصة المؤسسات العامة في الصين.

### 7- دراسة Hoang (2017)<sup>3</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير ملكية الدولة على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 76 مؤسسة مدرجة في بورصة هوشي منه - الفيتنام - خلال الفترة 2007-2015، حيث تم قياس متغير ملكية الدولة بنسبة الأسهم المملوكة للدولة في المؤسسات الصناعية التي تم خصصتها، أما متغير الأداء المالي فقد تم قياسه بنسبة Tobin's Q، كما استخدم الباحث كأساليب لتحليل الإحصائي نموذج الانحدار المتعدد بطريقة

<sup>1</sup>Lifei Mao, Op.Cit, PPI-13.

<sup>2</sup>Liu Haochen, An empirical analysis of state ownership and the corporate market performance: Evidence from China manufacturing industry, master's thesis, Tilburg University, Tilburg, Netherlands, 2016.

<sup>3</sup>Lai Trung Hoang, Ownership concentration, state ownership and firm performance : Empirical evidence from the Vietnamese stock market, master's thesis, Lincoln University, Lincoln, New Zealand, 2017.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

المربعات الصغرى OLS، ونماذج بيانات بانل الديناميكي Dynamic Panel Data Models باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي مقاساً بـ نسبة Tobin's Q، حيث أشار الباحث إلى أن الخصخصة الجزئية وسيلة فعالة لتحسين الأداء المالي للمؤسسات الفيتنامية.

بناءً على الأدبيات النظرية ونتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين ملكية الدولة والأداء المالي للمؤسسة سوف نقوم بصياغة الفرضية الخامسة للدراسة الحالية والخاصة بمتغير ملكية الدولة للمؤسسة على النحو التالي :

توجد علاقة خطية عكسية بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.

### المطلب الرابع : الدراسات السابقة لتأثير ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسة

يؤدي المستثمرون المؤسسيون دوراً مهماً في تحسين الأداء المالي للمؤسسات من خلال الدور الرقابي الفعال لهم على سلوكيات المسيرين (المديرين)، ومساءلتهم من خلال تمثيلهم في مجلس الإدارة، وقدرتهم في الوصول للمعلومات الضرورية للرقابة، مما يسمح بتخفيض تكاليف الوكالة بين المسيرين والمساهمين، وتخفيف المسيرين للعمل على تحقيق مصلحة المساهمين.

كما أن المستثمرين المؤسسيين لهم القدرة في التأثير على قرارات مجلس الإدارة وذلك بسبب نسبة ملكيتهم الكبيرة لرأس المال (كبار المساهمين) واتخاذ قرارات على المدى الطويل تتوافق مع مصلحة بقية المساهمين (فرضية تقارب المصالح) وتحسن من مستوى الأداء المالي للمؤسسة، وأيضاً لهم القدرة على استبدال المسيرين الحاليين بمسيرين آخرين في حالة عدم رضاهم على مستوى الأداء المالي المحقق للمؤسسة وذلك من خلال ممارسة العرض العمومي للشراء OPA.

وعليه حسب الحجج النظرية السابقة يفترض وجود علاقة طردية بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي للمؤسسة.

على العكس من ذلك يمكن أن يؤدي امتلاك المستثمرين المؤسسيين لنسبة كبيرة لرأس مال المؤسسة إلى تجذّر المستثمرين المؤسسيين وزيادة سلوكهم الانتهازي في تحقيق مصالحهم الشخصية والحصول على أرباح خاصة (تحويل للثروة) على حساب مصلحة باقي المساهمين وهو ما يؤثر سلباً على الأداء المالي للمؤسسة.

كما أن اهتمام المستثمرين المؤسسيين بتحقيق الأداء على المدى القصير في حالة امتلاكهم لسبة ملكية منخفضة يمكن أن يؤدي بالمسيرين إلى اتخاذ قرارات دون المستوى الأمثل وهو ما يؤثر سلباً على الأداء المالي للمؤسسة.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

وعليه مما سبق يفترض وجود علاقة عكسية بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي للمؤسسة.

ناقشت العديد من الدراسات الميدانية العلاقة بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي للمؤسسة، أغلب تلك الدراسات أكدت على العلاقة الطردية بين المتغيرين وذلك بسبب الدور الرقابي الفعال للمستثمرين المؤسسيين، غير أن هناك دراسات خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي وذلك نتيجة تجذّر المستثمرين المؤسسيين وزيادة سلوكهم الانتهازى لتحقيق مصالحهم الشخصية، بينما خلصت دراسات أخرى إلى عدم وجود علاقة بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي.

في حين أشارت دراسات ميدانية أخرى إلى وجود علاقة غير خطية بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي وذلك بسبب اجتماع الأثرين الإيجابي والسلبي لملكية المستثمرين المؤسسيين في التأثير على الأداء المالي للمؤسسة حيث يعود الأثر الإيجابي لملكية المستثمرين المؤسسيين إلى الدور الذي يؤديه المستثمرين المؤسسيين في الرقابة على سلوكيات المسيرين، وفي التأثير على قرارات مجلس الإدارة، إضافة إلى سهولة ممارسة سياسة الاستيلاء (العرض العمومي للشراء) واستبدال فريق التسيير الحالي بفريق آخر وذلك في حالة انخفاض أداء المؤسسة، أما الأثر السلبي لملكية المستثمرين المؤسسيين في التأثير على الأداء المالي للمؤسسة فيتمثل في تجذّر المستثمرين المؤسسيين خصوصا إذا كانوا مديرين كذلك مما يؤدي إلى مصادرة واستنزاف ثروة المساهمين الأقلية بسبب السلوك الانتهازى للمستثمرين المؤسسيين.

### الفرع الأول : الدراسات السابقة للعلاقة الخطية الطردية بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى وجود علاقة طردية بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي نجد الدراسات التالية :

#### 1- دراسة Li et al (2006)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكوّنة من 433 مؤسسة غير مالية مدرجة في هونغ كونغ -الصين- خلال الفترة 1996-1998، وقد استخدمت الدراسة لقياس ملكية المستثمرين المؤسسيين (المتغير المستقل) نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسيين، في حين تم قياس الأداء المالي (المتغير التابع) بمعدل العائد على الأصول ROA وربحية السهم EPS، كما استخدم الباحثون كأسلوب إحصائي نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى الجزئية Partial Least Squares (PLS)، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي سواء تم قياسه بمعدل العائد على الأصول ROA أو ربحية السهم EPS، وذلك بسبب

<sup>1</sup>Ji Li, and al, The Effects of Institutional Ownership on Corporate Governance and Performance : An Empirical Assessment in Hong Kong, Management International Review, Vol. 46, N°. 3 2006, PP 259-276.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

تأثير المستثمرين المؤسسيين على كل من : تشكيلة مجلس الإدارة، ازدواجية رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، تركيز الملكية.

### 2- دراسة Cornett et al (2007)<sup>1</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكوّنة من جميع مؤسسات مؤشر S&P100 (أحد مؤشرات البورصة الأمريكية) خلال الفترة 1993-2000، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير ملكية المستثمرين المؤسسيين (المتغير المستقل) نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسيين (البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد... إلخ) أما الأداء المالي (المتغير التابع) فقد تم قياسه بنسبة العائد على الأصول ROA، ولدراسة العلاقة بين المتغيرين استخدم الباحثون الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الأصول ROA، ويعود السبب في ذلك حسب الباحثين إلى الدور الرقابي الفعال للمستثمرين المؤسسيين على سلوك المديرين من خلال التمثيل في مجلس الإدارة.

### 3- دراسة Tsai et Gu (2007)<sup>2</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين ملكية المستثمرين المؤسسيين (البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار... إلخ) والأداء المالي لمؤسسات المطاعم، من خلال اختبار عينة مكوّنة من 187 مؤسسة مطاعم مدرجة في البورصة الأمريكية خلال الفترة 1999-2003، وقد استخدم الباحثان لقياس متغير ملكية المستثمرين المؤسسيين (المتغير المستقل) نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسيين، في حين تم قياس متغير الأداء المالي (المتغير التابع) بنسبة Tobin's Q، استخدمت الدراسة كأسلوب إحصائي نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS، ولاختبار امكانية أن يكون متغير ملكية المستثمرين المؤسسيين متغيراً داخلياً استخدم الباحثان نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي معبراً عنه بنسبة Tobin's Q، وذلك بسبب الدور الرقابي الفعال للمستثمرين المؤسسيين من خلال امتلاكهم لنسب كبيرة من أسهم مؤسسات المطاعم، وبالتالي امتلاك أغلبية حقوق التصويت في مجلس الإدارة والتأثير على قراراته.

<sup>1</sup>Marcia Millon Cornett, and al, The impact of institutional ownership on corporate operating performance, Journal of Banking & Finance, Vol. 31, N° 1, 2007, PP 1771-1794.

<sup>2</sup>Henry Tsai, Zheng Gu, Institutional Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from U.S.-Based Publicly Traded Restaurant Firms, Journal of Hospitality & Tourism Research, Vol. 31, N° 1, 2007, PP 19-38.

#### 4- دراسة (Chen et al (2008)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 259 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة نيوزلندا خلال الفترة 2000-2003، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير ملكية المستثمرين المؤسسيين نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسيين (البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، إلخ...)، في حين تم قياس الأداء المالي بمعدل العائد على حقوق الملكية ROE ونسبة Tobin's Q، كما استخدم الباحثون نموذج الانحدار المتعدد طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي معبرا عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية ROE ونسبة Tobin's Q، ويعود السبب في ذلك إلى الدور الرقابي الفعال للمستثمرين المؤسسيين على سلوكيات المديرين، وبالتالي على تكاليف الوكالة، والحد من سلوكهم الانتهازي في تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة بقية المساهمين.

#### 5- دراسة (Fazlzadeh et al (2011)<sup>2</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 137 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة طهران -إيران- خلال الفترة 2001-2006، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير ملكية المستثمرين المؤسسيين (المتغير المستقل) نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسيين، في حين تم قياس الأداء المالي (المتغير التابع) بمعدل العائد على الأصول ROA، كما استخدم الباحثون نماذج بيانات بانل Panel Data Models كأسلوب إحصائي للتحليل، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي مقاساً بنسبة العائد على الأصول ROA، غير أن التركيز الشديد للملكية المؤسسية يؤدي إلى انخفاض الأداء المالي وذلك بسبب محاولة المستثمرين المؤسسيين تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب باقي المساهمين.

#### 6- دراسة (Alfaraih et al (2012)<sup>3</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين ملكية المستثمرين المؤسسيين (البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، إلخ...)، ملكية الدولة، والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 134 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة الكويت خلال سنة 2010، وقد استخدمت الدراسة لقياس ملكية المستثمرين المؤسسيين نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسيين (البنوك، شركات التأمين)، أما ملكية الدولة فقد تم قياسها بنسبة الأسهم

<sup>1</sup>Jianguo Chen, and al, Does institutional ownership create values? the New Zealand case, Quarterly Journal of Finance and Accounting, Vol. 47, N°. 4, 2008, PP 109-124.

<sup>2</sup>Alireza Fazlzadeh, and al, The examination of the effect of ownership structure on firm performance in listed firms of Tehran stock exchange based on the type of the industry, International Journal of Business and Management, Vol. 6, N°. 3, 2011, PP 249-266.

<sup>3</sup>Mishari Alfaraih, and al, The influence of institutional and government ownership on firm performance: evidence from Kuwait, International Business Research, Vol. 5, N°. 10, 2012, PP 192-200.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

المملوكة للدولة، في حين استخدم الباحثون لقياس الأداء المالي معدل العائد على الأصول ROA ونسبة Tobin's Q، وقد خلصت نتائج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS إلى وجود علاقة طردية بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي مقاساً بـ ROA ونسبة Tobin's Q، وعلاقة عكسية بين ملكية الدولة والأداء المالي معبراً عنه بـ ROA ونسبة Tobin's Q، وقد فسر الباحثون سبب التأثير الإيجابي لملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسات أنه ناتج عن الرقابة الفعالة للمستثمرين المؤسسيين كآلية لحكومة المؤسسات على سلوكيات المديرين (المسيرين).

### 7- دراسة (2015) Tahir et al<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكوّنة من 21 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة كراتشي للأوراق المالية -باكستان- خلال الفترة 2008-2013، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير ملكية المستثمرين المؤسسيين (المتغير المستقل) نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسيين (البنوك، شركات التأمين)، أما متغير الأداء المالي (المتغير التابع) فقد تم قياسه بمعدل العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE، كما استخدمت الدراسة كأسلوب إحصائي نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS، ولاختبار امكانية أن يكون متغير ملكية المستثمرين المؤسسيين متغيراً داخلياً استخدم الباحثون نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي معبراً عنه بـ ROA و ROE، وقد فسر الباحثون هذه النتيجة بالدور الرقابي الفعال للمستثمرين المؤسسيين على سلوكيات المسيرين (المديرين).

### الفرع الثاني : الدراسات السابقة للعلاقة العكسية بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي نجد الدراسة التالية :

### 1- دراسة (2007) Bhattacharya et Graham<sup>2</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكوّنة من 116 مؤسسة غير مالية في فنلندا خلال سنة 2004، وقد استخدم الباحثان لقياس متغير ملكية المستثمرين المؤسسيين نسبة الأسهم التي يمتلكها المستثمرين المؤسسيين في حين تم قياس الأداء المالي بنسبة

<sup>1</sup>Safdar Hussain Tahir, and al, Institutional ownership and corporate value: evidence from Karachi stock exchange (KSE) 30-Index Pakistan, Praktični menadžment, Vol. 6, N°. 1, PP 41-49.

<sup>2</sup>Prasad S. Bhattacharya , Michael Graham, Institutional ownership and firm performance: evidence from Finland, 2007, Available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=1000092>, accessed 04/01/2017.

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

Tobin's Q، كما استخدم الباحثان كأسلوب إحصائي الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات ثلاث مراحل 3SLS، وقد خلصت نتائج نماذج الانحدار إلى وجود علاقة عكسية بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي مقاساً بنسبة Tobin's Q، وذلك بسبب السلوك الانتهازي للمستثمرين المؤسسيين في اتخاذ قرارات تخدم مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة باقي المستثمرين، إضافة إلى سلوكيات مصادرة (تحويل) ثروة المساهمين.

### الفرع الثالث : الدراسات السابقة لعدم وجود علاقة بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى عدم وجود علاقة بين المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي نجد الدراسة التالية :

#### 1- دراسة Al Najjar (2015)<sup>1</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين ملكية المستثمرين المؤسسيين (البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار،... إلخ) والأداء المالي للمؤسسات الأردنية من خلال اختبار عينة شملت 82 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2013، استخدم الباحث لقياس متغير ملكية المستثمرين المؤسسيين (متغير مستقل) نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسيين، في حين تم قياس متغير الأداء المالي (المتغير التابع) بنسبة العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE، كما استخدم الباحث كأسلوب إحصائي نماذج بيانات بانل Panel Data Models، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين متغير نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي مقاساً بنسبة ROA، ROE، وقد فسر الباحث هذه النتيجة أن التأثير الايجابي أو السلبي لملكية المستثمرين المؤسسيين يكون متعلق بدرجة مخاطر القرارات الاستثمارية التي يتخذها المديرين وهو ما يؤثر على مستوى الأداء المالي لتلك المؤسسات.

### الفرع الرابع : الدراسات السابقة للعلاقة غير خطية بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى وجود علاقة غير خطية بين المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي نجد الدراسات التالية :

<sup>1</sup>Dana AL-Najjar, The effect of institutional ownership on firm performance : evidence from Jordanian listed firms, International Journal of Economics and Finance; Vol. 7, N°. 12, 2015, PP 97-105.

## 1- دراسة Al Farooque et al (2007)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 606 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة دكا -بنغلاديش- خلال الفترة 1995-2001، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير ملكية المستثمرين المؤسسيين (المتغير المستقل) نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسيين (البنوك، شركات التأمين)، أما متغير الأداء المالي (المتغير التابع) فقد تم قياسه بمعدل العائد على الأصول ROA ونسبة Tobin's Q، كما استخدمت الدراسة لاختبار العلاقة بين المتغيرين نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS، ولدراسة احتمالية أن تكون ملكية المستثمرين المؤسسيين متغيراً داخلياً استخدمت الدراسة نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل U بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي مقاساً بـ ROA ونسبة Tobin's Q، حيث تكون العلاقة في البداية عكسية بين المتغيرين إلى غاية بلوغ نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين 13% عند قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ROA والنسبة 30% عند قياس الأداء المالي بنسبة Tobin's Q، وبعد ذلك تصبح العلاقة بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي طردية، وقد أكد الباحثون على أن ملكية المستثمرين المؤسسيين حتى يكون لها دور رقابي فعال على سلوكيات المديرين (المسيرين) وبالتالي تأثير إيجابي على الأداء المالي للمؤسسة لا بد أن يمتلك المستثمرين المؤسسيين نسبة معينة من رأس تلك المؤسسات (13% بالنسبة لـ ROA و30% بالنسبة لنسبة Tobin's Q).

## 2- دراسة Sahut et Gharbi (2011)<sup>2</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة من المؤسسات مأخوذة من مؤشر SBF120 خلال الفترة 2006-2008 حيث بلغ عدد المشاهدات 337 مشاهدة، استخدمت الدراسة لقياس متغير ملكية المستثمرين المؤسسيين (البنوك، شركات التأمين، وصناديق التقاعد) نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسيين الفرنسيين، ونسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسيين الأجانب، في حين تم قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ROA ونسبة Tobin's Q، وقد خلصت نتائج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل U بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي مقاساً بـ ROA ونسبة Tobin's Q، سواء كان المستثمرين المؤسسيين فرنسيين أو أجانب، حيث تكون العلاقة بين المتغيرين عكسية إذا كانت نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين الفرنسيين والأجانب أقل من 25% بالنسبة لـ ROA و35% بالنسبة لنسبة Tobin's Q، وتكون

<sup>1</sup>Omar Al Farooque, et al, Ownership structure and corporate performance : evidence from Bangladesh, Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, Vol. 14, N° 2, 2007, PP 127-149.

<sup>2</sup>Jean-Michel Sahut, Hidaya Othmani Gharbi, Influence des actionnaires institutionnels français et étrangers sur la performance financière des firmes, La Revue des Sciences de Gestion, N°251, 2011/5, PP 51-62.



## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

العلاقة طردية إذا تجاوزت نسبة الأسهم المملوكة من طرف المستثمرين المؤسسيين الفرنسيين والأجانب تلك النسب وذلك بسبب الدور الرقابي الفعال للمستثمرين المؤسسيين على سلوكيات المسيرين (المديرين).

بناء على الأدبيات النظرية ونتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي للمؤسسة سوف نقوم بصياغة الفرضية السادسة للدراسة الحالية والخاصة بمتغير ملكية المستثمرين المؤسسيين للمؤسسة على النحو التالي :

توجد علاقة خطية طردية بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.

### المبحث الرابع : الدراسات السابقة لتأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

نالت العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي نظريا اهتمام العديد من الباحثين في الإدارة المالية منذ نشر مقال Modigliani et Miller سنة 1958، فقد ظهرت عدة نظريات مفسرة للهيكل المالي حاولت دراسة تأثير الديون (الرفع المالي) على أداء المؤسسة (قيمة المؤسسة)، منها نظرية الوكالة التي أشارت إلى أن اللجوء للتمويل عن طريق الديون من شأنه تقليل تكاليف الوكالة بين المساهمين والمسيرين وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة، في حين أن نظرية التوازن أشارت إلى وجود مستوى أمثل للديون يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة، يتحدد ذلك المستوى من خلال المراجعة بين التأثير الإيجابي للديون (الوفورات الضريبية وتكاليف الوكالة لحقوق الملكية) والتأثير السلبي للديون (تكلفة الافلاس وتكاليف الوكالة للديون)، أما نظرية الالتقاط التدريجي فقد أشارت إلى أن المؤسسة تفضل التمويل أولا عن طريق التمويل الذاتي ثم اللجوء إلى الديون وأخيرا إلى إصدار أسهم.

أما على المستوى التجريبي فقد تناولت العديد من الدراسات السابقة تأثير الهيكل المالي (الرفع المالي أو نسبة الديون) على الأداء المالي للمؤسسة، نتائج تلك الدراسات كانت مختلفة، فهناك بعض الدراسات خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الرفع المالي (نسبة الديون) والأداء المالي وذلك بسبب التأثير السلبي للرافعة المالية أو بسبب وجود تدفق نقدي حر نتيجة للسلوك الانتهازي للمسيرين في تحقيق مصالحهم الشخصية من خلال الثروة المحققة من تلك الديون، وقد أشار Jensen (1986) إلى أنه يمكن التقليل من التدفق النقدي الحر من خلال اللجوء إلى التمويل بالديون، في حين أشارت دراسات أخرى إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الديون والأداء المالي، فحسب نظرية الوكالة يفترض أن يقلل اللجوء للتمويل عن طريق الديون من تكاليف الوكالة لحقوق الملكية، والتقليل من السلوك الانتهازي للمسيرين في تحقيق مصالحهم الشخصية، وذلك من خلال التأثير الرقابي للدائنين (خصوصا البنوك)، وهو ما ينعكس ايجابيا على مستوى الأداء المالي للمؤسسة، كما أن التأثير الإيجابي للديون على الأداء المالي يمكن أن يفسر من خلال الاستفادة من الوفورات الضريبية للديون أثر الرافعة المالي الإيجابي.

## المطلب الأول : الدراسات السابقة للعلاقة الخطية العكسية بين الهيكل المالي والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى وجود علاقة خطية عكسية بين الهيكل المالي والأداء المالي نجد الدراسات التالية :

### 1- دراسة (Bokhari et Arif Khan) (2013)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 380 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة كراتشي - باكستان - خلال الفترة 2010-2013، وقد استخدم الباحثان كمؤشرات لقياس متغير الهيكل المالي : نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، ونسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بالمؤشرات التالية : معدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE، وربحية السهم EPS، كما استخدمت الدراسة كأسلوب للتحليل الإحصائي طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين مؤشرات الهيكل المالي الثلاث والأداء المالي مقاساً بـ ROA، ROE، و EPS.

### 2- دراسة (Akeen et al) (2014)<sup>2</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصناعية النيجيرية من خلال عينة مكونة من 10 مؤسسات صناعية مدرجة في نيجيريا خلال الفترة 2003-2012، وقد استخدمت الدراسة نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (الرفع المالي) كمؤشر لقياس متغير الهيكل المالي، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بنسبة العائد على الأصول ROA ونسبة العائد على حقوق الملكية ROE، كما استخدمت الدراسة كأسلوب إحصائي نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والأداء المالي معبراً عنه بـ ROA و ROE.

### 3- دراسة (Hutten) (2014)<sup>3</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 100 مؤسسة أمريكية غير مالية مدرجة في البورصة خلال الفترة 2010-2013، وقد استخدم الباحث لقياس متغير الهيكل المالي نسبة القيمة الدفترية للديون إلى القيمة الدفترية للأسهم، نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بالمؤشرات التالية : معدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على

<sup>1</sup>Haseeb Wadood Bokhari, Muhammad Arif Khan, The impact of capital structure on firm's performance (A case of non-financial sector of Pakistan), European Journal of Business and Management, Vol.5, N°.31, 2013, PP 111-137.

<sup>2</sup>Lawal Babatunde Akeem, Effects of capital structure on firm's performance : empirical study of manufacturing companies in Nigeria, Journal of Finance and Investment Analysis, Vol. 3, N°.4, 2014, PP39-57.

<sup>3</sup>Elody Hutten, The influence of leverage on firm performance : A corporate governance perspective, [essay.utwente.nl/65216/1/Hutten\\_BA\\_MB%20.pdf](http://essay.utwente.nl/65216/1/Hutten_BA_MB%20.pdf), accessed 10/06/2015.

حقوق الملكية ROE، ونسبة Tobin's Q، كما استخدمت الدراسة كأسلوب للتحليل الإحصائي طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين مؤشرات الهيكل المالي والأداء المالي مقاساً بـ ROA، ROE، ونسبة Tobin's Q.

#### 4- دراسة (Nakhaei et Jafari) (2015)<sup>1</sup>

هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير الهيكل المالي والتدفق النقدي الحر على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 91 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة طهران -إيران- خلال الفترة 2009-2013، استخدمت الباحثان لقياس متغير الهيكل المالي نسبة الرفع المالي مقاسة بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، في حين تم قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ROA والقيمة الاقتصادية المضافة EVA، وقد خلصت نتائج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الرفع المالي (الهيكل المالي) والأداء المالي مقاساً بـ ROA و EVA، وعلاقة طردية بين التدفق النقدي الحر على الأداء المالي (ROA، EVA).

#### 5- دراسة (Vatavu) (2015)<sup>2</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 196 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة بوخارست - رومانيا- خلال الفترة 2010-2013، وقد استخدم الباحث لقياس متغير الهيكل المالي المؤشرات التالية : نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (الرفع المالي)، ونسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، في حين تم قياس متغير الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ROA، ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE، وقد خلصت نتائج الدراسة باستخدام نماذج بيانات بانل Panel Data Models إلى وجود علاقة عكسية بين مؤشرات الهيكل المالي الثلاث والأداء المالي مقاساً بـ ROA، و ROE.

#### 6- دراسة (Dada et Ghazali) (2016)<sup>3</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 100 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة 2010-2014، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير الهيكل المالي (المتغير المستقل) نسبة الرفع المالي (نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول)، في حين تم قياس الأداء المالي (المتغير التابع) بمعدل العائد على الأصول ROA، ونسبة Tobin's Q كما استخدم الباحثان نماذج

<sup>1</sup>Maryam Nakhaei, Seyedeh Mahbobeh Jafari, Survey of the relationship between capital structure and free cash flow with financial performance of companies listed in Tehran stock exchange, Indian Journal of Science and Technology, Vol. 8, N°. 27, 2015, PP 1-11.

<sup>2</sup>Sorana Vătavu, The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies, Procedia Economics and Finance, Vol. 32, 2015, PP 1314 – 1322.

<sup>3</sup>Ajayi Oziomobo Dada, Zahiruddin B. Ghazali, The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Empirical Evidence from Nigeria, Vol.7, N°.4, 2016, PP 23-30.

بيانات بانل Panel Data Models كأسلوب إحصائي للتحليل، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الرفع المالي (الهيكل المالي) والأداء المالي مقاساً بـ ROA ونسبة Tobin's Q.

#### 7- دراسة (Sedeq 2016)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 136 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة أسنطبول -تركيا- خلال الفترة 2005-2012، وقد استخدمت الدراسة لقياس متغير الهيكل المالي نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، في حين تم قياس الأداء المالي بالمؤشرات : معدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE وربحية السهم EPS، كما استخدم الباحث نموذج الانحدار المتعدد طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الرفع المالي (الهيكل المالي) والأداء المالي معبرا عنه بـ ROA، ROE، EPS.

#### المطلب الثاني : الدراسات السابقة للعلاقة الخطية الطردية بين الهيكل المالي والأداء المالي

من بين الدراسات الميدانية التي خلصت إلى وجود علاقة خطية طردية بين الهيكل المالي والأداء المالي نجد الدراسات التالية :

#### 1- دراسة (Nirajini et Priya 2013)<sup>2</sup>

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 234 مؤسسة مدرجة في بورصة سيريلانكا خلال الفترة 2006-2010، وقد استخدم الباحثان لقياس متغير الهيكل المالي (المتغير المستقل) نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بنسبة العائد على الأصول ROA ونسبة العائد على حقوق الملكية ROE، وقد خلصت نتائج نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى OLS، إلى وجود علاقة طردية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والأداء المالي معبرا عنه بـ ROA و ROE.

#### 2- دراسة (Chowdhury et Paul Chowdhury 2013)<sup>3</sup>

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسة من خلال اختبار عينة مكونة من 77 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة دكا - بنغلاديش - خلال الفترة 1994-2003، وقد استخدمت الباحثان لقياس متغير الهيكل المالي (المتغير المستقل) نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، أما الأداء المالي (المتغير

<sup>1</sup>Sedeq Nassar, The impact of capital structure on financial performance of the firms : evidence from borsa Istanbul, Journal of Business & Financial Affairs, Vol. 5, N°. 1, 2016, PP 1-4.

<sup>2</sup>A,Nirajini, K B Priya, Impact of capital structure on financial performance of the listed trading companies in Sri Lanka, International Journal of Scientific and Research Publications, Vol. 3, N°. 5, May 2013,

<sup>3</sup>Anup Chowdhury, Suman Paul Chowdhury, Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh, Business and Economic Horizons, Vol. 3, N°. 3, 2010, PP 111-122.

التابع) فقد تم قياسه بربحية السهم EPS، وقد خلصت نتائج الدراسة باستخدام نماذج بيانات بانل Panel Data Models، إلى وجود علاقة طردية بين الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول والأداء المالي معبرا عنه بربحية السهم EPS.

### 3- دراسة (2014) Salmanzadeh et al<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الهيكل المالي والتدفق النقدي الحر على الأداء المالي للمؤسسة من خلال عينة مكونة من 220 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية -إيران- خلال الفترة 2006-2011، حيث استخدمت هذه الدراسة لقياس المتغير المستقل (الهيكل المالي) نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول في حين تم قياس المتغير التابع (الأداء المالي) بمعدل العائد على الأصول ROA، كما استخدم الباحثون نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى الجزئية PLS، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والأداء المالي مقاسا بمعدل العائد على الأصول ROA، وعلاقة عكسية بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي (ROA).

بناء على الأدبيات النظرية ونتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الهيكل المالي (نسبة الديون) والأداء المالي للمؤسسة سوف نقوم بصياغة الفرضية السابعة للدراسة الحالية والخاصة بمتغير الهيكل المالي للمؤسسة على النحو التالي :

توجد علاقة خطية طردية بين نسبة الديون المالية (الهيكل المالي) والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.

### المبحث الخامس : موقع الدراسة الحالية بين الدراسات السابقة

بعد عرض الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الأطروحة (حوالي 97 دراسة سابقة) نلاحظ أن هناك العديد من الدراسات الميدانية التي تناولت موضوع تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة، ويمكن القول أنها شملت أغلب بلدان العالم ومعظم تلك الدراسات تم تطبيقها في الدول المتطورة والدول الاشتراكية ودول شرق آسيا، لكن هناك ندرة في الدراسات التي تناولت هذا الموضوع بالكيفية التي تناولتها تلك الدراسات وبالتطبيق على الدول العربية بصفة عامة وعلى الجزائر بصفة خاصة.

لذلك تتميز هذه الدراسة بأنها من الدراسات القليلة التي تناولت موضوعا نال اهتمام الكثير من الباحثين وهو موضوع تأثير الآليات الرقابية لحكومة المؤسسات على أداء شركات المساهمة، وذلك بسبب مشاكل الوكالة الناتجة عن الفصل بين الملكية والتسيير في شركات المساهمة، حيث تسعى هذه الدراسة لتقديم دليل عملي يمكن

<sup>1</sup>Hossein Salmanzadeh, et al, Effect of capital structure, free cash flow and diversification on firm performance, Journal of Applied Business and Finance Researches, Vol. 3, N°. 2, 2014, PP33-39.

الحكم من خلاله على فعالية خصائص هيكل الملكية (تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك) والهيكل المالي كآليات رقابية على مستوى الأداء المالي المحقق لعيّنة من شركات المساهمة بالجزائر خلال الفترة 2010-2014.

وسوف نتطرق فيما يلي لأوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة لموضوع الأطروحة والدراسة الحالية.

### 1. أوجه التشابه بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة :

تتمثل أوجه التشابه بين دراستنا الحالية والدراسات السابقة التي تناولت موضوع تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي فيما يلي :

- جميع الدراسات السابقة التي تم عرضها من خلال هذا الفصل ذات صلة بموضوع الأطروحة من حيث تناولها لأحد متغيرات الدراسة الحالية، لكن مع اختلاف مكان الدراسة والمتغيرات الرقابية والأساليب الإحصائية المستخدمة والفترة الزمنية.

- تتفق الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة من حيث الاطار النظري المرجعي للدراسة الحالية والذي يقوم على أساس نظرية الوكالة واعتبار المؤسسة على أنها مجموعة من العلاقات التعاقدية لها مصالح مختلفة قد تكون متعارضة في كثير من الأحيان والتي ينتج عنها مشاكل الوكالة.

- تتفق الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة من حيث تناولها لموضوع هيكل الملكية والهيكل المالي كآليات رقابية لحكومة المؤسسات على سلوكيات المسيرين في شركات المساهمة، وبالتالي التأثير على مستوى أدائها المالي.

### 2. أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة :

تختلف الدراسة الحالية عن باقي الدراسات السابقة التي تم عرضها من خلال هذا الفصل في النقاط التالية:

- تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث أنها سوف تتناول تأثير جميع المتغيرات المتعلقة بهيكل الملكية والتي تضم : متغير تركيز الملكية، متغير الملكية الإدارية، متغير هوية الملاك والذي يشمل بدوره متغير الملكية العائلية، متغير الملكية الأجنبية، متغير ملكية الدولة، متغير ملكية المستثمرين المؤسسيين، على عكس الدراسات السابقة التي اقتصرنا على دراسة تأثير أحد تلك المتغيرات فقط بشكل منفرد على الأداء المالي للمؤسسة، حيث نسعى من خلال دراسة تأثير جميع متغيرات هيكل الملكية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر إلى إعطاء تشخيص أكثر دقة وشامل لمختلف أنماط الملكية (ملكية عائلية، ملكية أجنبية، ملكية الدولة وملكية المستثمرين المؤسسيين)، كما أن ذلك سوف يسمح بإجراء مقارنة وربط لنتائج تقدير

## الفصل الرابع : الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة

النماذج القياسية لمتغيرات هيكل الملكية بحكم وجود علاقة ترابط بين متغيرات هيكل الملكية نفسها، وهو ما يسمح بإعطاء تفسير دقيق لموضوع تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي لشركات المساهمة، وعلى حسب علم الباحثة تعد هذه الدراسة الأولى من نوعها التي سوف تتناول تأثير جميع متغيرات هيكل الملكية على الأداء المالي في دراسة واحدة.

- تختلف الدراسة الحالية على الدراسات السابقة من حيث تناولها لموضوع الهيكل المالي كآلية رقابية خارجية لحكومة المؤسسات وتأثيره على الأداء المالي للمؤسسة، إذ تم الأخذ بعين الاعتبار هوية الملاك عند دراسة العلاقة بين الهيكل المالي (نسبة الديون) والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر من أجل معرفة مدى تأثير تلك العلاقة بهوية الملاك، وهو ما لم تتطرق له أي دراسة سابقة من قبل.
- معظم الدراسات السابقة تمت في دول متطورة وتم إجرائها على مؤسسات مدرجة في البورصة والقليل منها تم على مؤسسات غير مدرجة في البورصة، وبالتالي تسمح الدراسة الحالية والتي سوف تجرى في دولة نامية وعلى عينة من شركات المساهمة بالجزائر غير مدرجة في البورصة من معرفة مدى اختلاف أو تشابه نتائج الدراسة الحالية مع نتائج تلك الدراسات، وما إذا كان تأثير مشاكل الوكالة في شركات المساهمة على الأداء المالي للمؤسسة هي نفسها أو أنها تتأثر بخصائص البيئة التي تنشط فيها المؤسسة.
- معظم الدراسات السابقة أهملت تأثير طبيعة القطاع كمتغير رقابي على الأداء المالي للمؤسسة على العكس من الدراسة الحالية التي سوف تحاول الأخذ بعين الاعتبار تأثير طبيعة القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، حيث سوف تشمل عينة الدراسة القطاعات التالية : القطاع الصناعي، قطاع البناء والأشغال العمومية، قطاع الخدمات، وقطاع التجارة.
- استخدمت أغلب الدراسات السابقة كأسلوب إحصائي طريقة المربعات الصغرى العادية عد تقدير النماذج القياسية وهي طريقة لا تأخذ بعين الاعتبار احتمال أن يكون أحد متغيرات هيكل الملكية (تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك) أو متغير الهيكل المالي متغيرا داخليا مما يجعل تقدير معاملات النموذج بطريقة المربعات الصغرى متحيزة وغير متسقة، لذلك تحاول الدراسة الحالية استخدام أساليب إحصائية حديثة تأخذ بعين الاعتبار احتمال أن يكون أحد متغيرات النموذج متغير داخلي، وتعطي نتائج أكثر اتساقا وغير متحيزة وذلك بالاعتماد على نماذج بيانات بانل الديناميكي **Dynamic Panel Data Models** باستخدام طريقة العزوم المعممة **GMM** حيث هناك قلة من الدراسات السابقة التي استخدمت هذه الطريقة.

### خلاصة الفصل :

تم من خلال هذا الفصل مراجعة العديد من الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الأطروحة، حيث أن أهم ما ميز الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين خصائص هيكل الملكية والأداء المالي للمؤسسة عدم وجود اتفاق بين نتائج تلك الدراسات، فبالنسبة لتأثير كل من متغير تركيز الملكية، ومتغير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة أغلب الدراسات السابقة لم تتفق على شكل العلاقة بين المتغيرين وذلك بسبب اجتماع تأثير فرضية تقارب المصالح وتأثير فرضية تجذّر كبار المساهمين، أو للمديرين (المسيرين) في كثير من الحالات.

أما بالنسبة للدراسات التي تناولت العلاقة بين الملكية العائلية والأداء المالي للمؤسسة أغلب تلك الدراسات أشارت إلى التأثير الايجابي لملكية أفراد العائلة على أداء المؤسسات العائلية وذلك بسبب الخصائص التي تميزها عن المؤسسات غير العائلية، أما الدراسات التي ناقشت تأثير ملكية المستثمرين الأجانب على أداء المؤسسات المحلية أشارت أغلب تلك الدراسات إلى وجود علاقة غير خطية بين المتغيرين وذلك بسبب اجتماع التأثيرين الايجابي والسلبي للمستثمرين الأجانب على الأداء المالي للمؤسسات المحلية.

أيضا بخصوص الدراسات السابقة التي تناولت تأثير ملكية الدولة على الأداء المالي أغلبها خلصت إلى وجود تأثير سلبي لملكية الدولة، وذلك بسبب مشكلة الوكالة الناتجة عن الفصل بين الملكية والتسيير وضعف الرقابة فيها، أما بالنسبة للمؤسسات العامة التي تم خصوصتها فقد أشارت أغلب الدراسات السابقة إلى تحسن مستوى أدائها بعد الخوصصة، لكن التأثير الايجابي لا يكون إلا بعد تنازل المؤسسات العامة عن مستوى ملكية معين للقطاع الخاص، أما فيما يتعلق بالدراسات السابقة التي ناقشت العلاقة بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي للمؤسسة أغلب تلك الدراسات أكدت على العلاقة الطردية وذلك بسبب الدور الرقابي الفعال للمستثمرين المؤسسيين على السلوكيات الانتهازية للمسيرين (المديرين).

أما الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الهيكل المالي (الرفع المالي أو نسبة الديون) والأداء المالي للمؤسسة نتائج تلك الدراسات كانت مختلفة، فهناك دراسات خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الرفع المالي (نسبة الديون) والأداء المالي وذلك بسبب التأثير السلبي للرافعة المالية أو بسبب وجود تدفق نقدي حر والسلوك الانتهازي للمسيرين في تحقيق مصالحهم الشخصية، في حين أشارت دراسات أخرى إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الديون والأداء المالي وذلك بسبب الدور الرقابي الفعال للديون في تخفيض مشاكل الوكالة وكذلك الاستفادة من الوفورات الضريبية للديون وأثر الرافعة المالي الايجابي.

وفي الأخير نشير إلى أن مراجعتنا للعديد من الدراسات السابقة التي تناولت تأثير متغيرات هيكل الملكية: تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة ساعدتنا في صياغة فرضيات الدراسة الحالية، وكذلك في تحديد طريقة قياس متغيرات الدراسة والأسلوب الإحصائي الذي سوف نستخدمه في الدراسة القياسية في الفصل التطبيقي من الأطروحة من أجل الإجابة عن إشكالية الدراسة واختبار فرضياتها.



الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير  
هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء  
المالي لشركات المساهمة بالجزائر

تمهيد :

أدت الانهيارات والفضائح المالية التي شهدتها العديد من المؤسسات مثل انهيار مؤسسة Enron سنة 2001 وانهيار مؤسسة World Com سنة 2002 إلى الاهتمام بموضوع آليات حوكمة المؤسسات، لما لها من دور هام في علاج مشاكل الوكالة وتحقيق التوازن بين مصالح المساهمين وباقي أطراف المصلحة ضمن إطار نظرية الوكالة، ولعل من أبرز أهم الآليات الرقابية التي نالت اهتمام الباحثين لموضوع حوكمة المؤسسات نجد هيكل الملكية والهيكل المالي لارتباطهما بمشكلة الوكالة في المؤسسة والتي تؤثر على مستوى أدائها المالي.

إن أهم ما ميز الدراسات الميدانية السابقة التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية، الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسة عدم وجود اتفاق حول نتائج تلك الدراسات والتي تمت أغلبها في دول غربية، وبرز جدل كبير بخصوص طبيعة تلك العلاقة، في حين لم تحظى تلك الاشكالية بالدراسة والاهتمام في الدول العربية بصفة العامة وفي الجزائر بصفة خاصة على رغم من أهميتها خصوصا مع توسع حجم شركات المساهمة ولجوءها إلى الأسواق المالية بهدف البحث عن مصادر تمويل خارجية أقل تكلفة من التمويل البنكي.

لذلك سوف نحاول من خلال هذا الفصل وبعد مراجعة الأدبيات النظرية وعددا من الدراسات السابقة التي تناولت تأثير هيكل الملكية (تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك) والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة إجراء دراسة قياسية على عينة من شركات المساهمة بالجزائر بهدف الإجابة عن إشكالية الدراسة واختبار فرضياتها، حيث خصص المبحث الأول لعرض منهجية الدراسة الميدانية وأدوات الدراسة القياسية، في حين قمنا في المبحث الثاني بعرض نتائج الدراسة القياسية لإخبار تأثير المتغيرات : تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك والهيكل المالي على الأداء المالي، أما في المبحث الثالث قمنا بمناقشة نتائج الدراسة القياسية بناء على الأدبيات النظرية للعلاقة بين هيكل الملكية، الهيكل المالي والأداء المالي إضافة إلى مقارنة تلك النتائج بنتائج الدراسات السابقة ونقد للفرضيات.

## المبحث الأول : منهجية الدراسة الميدانية

سوف نتطرق من خلال هذا المبحث إلى منهجية الدراسة الميدانية من حيث مجتمع وعينة الدراسة، أساليب جميع البيانات، قياس متغيرات الدراسة، والأساليب الإحصائية المستخدمة، إضافة إلى النماذج القياسية التي سوف يتم تقديرها في الدراسة الحالية.

### المطلب الأول : مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع شركات المساهمة غير المالية الناشطة في الجزائر إلى غاية سنة 2014 وهو نهاية الأفق الزمني لهذه الدراسة.

وقبل التطرق إلى عينة الدراسة سوف نشير في البداية إلى نظرة المشرع الجزائري لمفهوم شركة المساهمة وأسلوب إدارتها.

عرفت المادة 592 من القانون التجاري "شركة المساهمة هي الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى أسهم وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة، ولا يطبق الشرط المذكور على الشركات ذات رؤوس أموال عمومية".<sup>1</sup>

كما حدد المشرع الجزائري الحد الأدنى لرأس مال شركة المساهمة من خلال المادة 594 من القانون التجاري التي تنص على أنه "يجب أن يكون رأسمال شركة المساهمة بمقدار 5 ملايين دينار جزائري على الأقل إذا ما لجأت الشركة علنية للاذخار ومليون دينار على الأقل في الحالة المخالفة".<sup>2</sup>

ونظرا لأن شركات المساهمة تضم أعدادا كبيرة من المساهمين، فالمشرع الجزائري لم يضع حدا أقصى لعدد الأشخاص الذين يريدون تأسيس هذا النوع من المؤسسات، وإن كان قد وضع حداً أدنى لها (سبعة شركاء)، وما تقتضيه القواعد العامة هو أن يشارك جميع المساهمين في إدارتها باعتبارهم ملاك لرأس مال المؤسسة، ولكن العدد الكبير للمساهمين في المؤسسة يحول دون ذلك، ومن أجل ذلك تدخل المشرع الجزائري بنصوص آمرة تضمن حسن تسييرها، فلقد نص القانون التجاري على كيفيتين لإدارة شركات المساهمة، الأول نظام كلاسيكي قديم يكون فيه التسيير بمجلس وحيد وهو مجلس الإدارة ورئيس لهذا المجلس، والثاني نظام حديث يكون فيه التسيير بمجلسين هما مجلس المديرين ومجلس المراقبة، ويحق لكل شركة مساهمة اختيار أسلوبها الإداري بشرط أن تصرح به في قانونها الأساسي.

<sup>1</sup> المادة 592 من الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم، الأمانة العامة للحكومة، الجزائر، 2007، ص 150.

<sup>2</sup> المادة 594 من الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم، نفس المرجع السابق، ص 151.

ولقد حددت المادة 610 من القانون التجاري الحد الأدنى والحد الأقصى لعدد أعضاء مجلس الإدارة "يتولى إدارة شركة المساهمة مجلس إدارة يتألف من ثلاثة أعضاء على الأقل ومن إثني عشر عضوا على الأكثر".<sup>1</sup>

كما نص المشرع الجزائري من خلال المادة 619 على الحد الأدنى لرأس المال المملوك بواسطة أعضاء مجلس الإدارة "يجب على مجلس الإدارة أن يكون مالكا لعدد من الأسهم على الأقل 20% من رأسمال الشركة ويحدد القانون الاساسي العدد الأدنى من الأسهم التي يجوزها كل قائم بالإدارة".<sup>2</sup>

أما عند اختيار شركة المساهمة الأسلوب الحديث لإدارتها (مجلس المديرين ومجلس المراقبة) فقد حدد كذلك القانون التجاري عدد أعضاء كل مجلس، فقد نصت المادة 643 من القانون التجاري "يدير شركة المساهمة مجلس مديرين يتكون من ثلاثة (3) إلى خمسة (5) أعضاء ويمارس مجلس المديرين وظائفه تحت رقابة مجلس مراقبة".<sup>3</sup>

كما نصت المادة 657 من القانون التجاري "يتكون مجلس المراقبة من سبعة (7) أعضاء على الأقل ومن إثني عشر (12) عضوا على الأكثر".<sup>4</sup>

وللإجابة على إشكالية الدراسة واختبار فرضياتها قمنا بسحب وبطريقة عشوائية عينة مكونة من 250 شركة مساهمة موزعة على عدد من ولايات الجزائر.

تستثني الدراسة الحالية شركات المساهمة المالية مثل البنوك وشركات التأمين نظرا لخصوصية الهيكل المالي لتلك المؤسسات.

تم اختيار شركات المساهمة عينة الدراسة على أساس المعايير التالية :

- أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة هو شركة مساهمة وغير مالية.
- توفر القوائم المالية لشركة المساهمة خلال فترة خمس سنوات متتالية من 2010 إلى 2014.
- توفر البيانات بخصوص توزيع ملكية رأس مال شركة المساهمة (توزيع الأسهم على المساهمين) خلال فترة الدراسة.
- توفر البيانات عن أعضاء مجلس إدارة الشركة وملكيتهم لرأس المال خلال فترة الدراسة.
- عدم توقف شركة المساهمة عن النشاط خلال فترة الدراسة.
- تنوع شركات المساهمة من حيث طبيعة الملكية، طبيعة القطاع والتنوع الجغرافي.

<sup>1</sup> المادة 610 من الأمر رقم 59-75 المؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم، نفس المرجع السابق، ص 156.

<sup>2</sup> المادة 619 من الأمر رقم 59-75 المؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم، نفس المرجع السابق، ص 159.

<sup>3</sup> المادة 643 من الأمر رقم 59-75 المؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم، نفس المرجع السابق، ص 166.

<sup>4</sup> المادة 657 من الأمر رقم 59-75 المؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم، نفس المرجع السابق، ص 168.

## الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

وعليه كانت شركات المساهمة عينة الدراسة التي تستجيب للمعايير السابقة تتكون من 165 شركة مساهمة، حيث تم إلغاء بيانات 85 شركة مساهمة من مجموع 250 شركة مساهمة لعدم توفر البيانات الضرورية عن هيكل الملكية والقوائم المالية معا خلال فترة الدراسة 2010-2014، فهناك شركات مساهمة تحصلنا على بياناتها بخصوص توزيع الأسهم على المساهمين ومعلومات عن أعضاء مجلس الإدارة لكن لم نتمكن من الحصول على القوائم المالية لتلك المؤسسات خلال الفترة 2010-2014 بسبب عدم قيامها بالتصريح عنها خصوصا بالنسبة لشركات المساهمة الأجنبية، وبعض شركات المساهمة العائلية، كما تم إلغاء بيانات شركات المساهمة العامة التي كانت في مرحلة تصفية.

نشير إلى أن شركات المساهمة عينة الدراسة كانت متنوعة من حيث طبيعة القطاع إذ شملت القطاعات التالية : القطاع الصناعي، قطاع البناء والأشغال العمومية، القطاع الخدمي والقطاع التجاري.

أما من حيث التوزيع الجغرافي لشركات المساهمة محل الدراسة فقد توزعت على المناطق الصناعية بـ 26 ولاية في الجزائر وهذه الولايات هي : باتنة، بجاية، بسكرة، بشار، البليدة، البويرة، تلمسان، تيزي وزو، الجزائر العاصمة، سطيف، سكيكدة، عنابة، قلمة، قسنطينة، مستغانم، المسيلة، معسكر، ورقلة، وهران، برج بوعريش، بومرداس، خنشلة، عين تموشنت، غرداية.

كما نشير كذلك إلى أن شركات المساهمة لعينة الدراسة كانت متنوعة من حيث طبيعة الملكية حيث تضمنت العينة على شركات مساهمة عامة، شركات مساهمة أجنبية، شركات مساهمة مشتركة (بين المستثمرين الأجانب والعائلات، أو بين المستثمرين الأجانب والدولة) بالإضافة إلى عينة من شركات المساهمة العائلية في الجزائر.

والجدول التالي يوضح توزيع شركات المساهمة عينة الدراسة حسب طبيعة الملكية :

### الجدول رقم (1.5) : توزيع شركات المساهمة عينة الدراسة حسب طبيعة الملكية

العدد	طبيعة الملكية
44	- شركات مساهمة عائلية كليا
54	- شركات مساهمة أجنبية كليا وشركات مساهمة مشتركة (مستثمرين أجنبيا - عائلات أو مستثمرين أجنبيا - دولة)
64	- شركات مساهمة عامة
3	- شركات مساهمة بما مساهمات لمستثمرين مؤسسين (البنوك وشركات التأمين)
165	المجموع

المصدر : من إعداد الباحثة

## الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية واهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

وفيما يلي توزيع شركات المساهمة عينة الدراسة التي تحتوي على مساهمات على أجنبية حسب نسبة الملكية الأجنبية :

الجدول رقم (2.5) : توزيع شركات المساهمة عينة الدراسة حسب نسبة الملكية الأجنبية

عدد شركات المساهمة	نسبة الملكية الأجنبية
10	من 4% إلى 40%
8	من 41% إلى 50%
13	من 51% إلى 60%
8	من 61% إلى 70%
1	من 71% إلى 80%
2	من 81% إلى 90%
12	من 91% إلى 100%
54	المجموع

المصدر : من إعداد الباحثة

### المطلب الثاني : أساليب جمع البيانات

اعتمدنا في جمع بيانات هيكل الملكية لشركات المساهمة محل الدراسة على أسلوب الاستمارة (أنظر الملحق رقم 1) والتي تم ملؤها من خلال الاطلاع على القانون الأساسي لشركات المساهمة عينة الدراسة التي لم تقم بتعديل توزيع حصص رأسمالها (حالة شراكة أجنبية بين الدولة والمستثمرين الأجانب)، وعلى العقود التعديلية لرأس المال التي تمت خلال الفترة 2010-2014 بالنسبة لشركات المساهمة التي أجرت تعديلات على رأس مالها، وكذلك على العقود التعديلية لأعضاء مجلس الإدارة لشركات المساهمة عينة الدراسة والتي تمت خلال الفترة 2010-2014، وذلك أثناء فترة التبرص التي أجريتها بمديرية السجل التجاري بالمديرية العامة للسجل التجاري بالجزائر العاصمة خلال شهر أوت 2015 (الملحق رقم 2).

بالإضافة إلى ذلك اعتمدنا على القوائم المالية لشركات المساهمة عينة الدراسة للفترة الزمنية 2010-2014 والتي تم شراؤها من مديرية الإشهار القانوني بالمديرية العامة للسجل التجاري بالجزائر العاصمة وذلك بهدف تجميع البيانات الخاصة بالهيكل المالي والأداء المالي لتلك الشركات.

تم تصميم نموذج الاستمارة المتعلقة ببيانات هيكل الملكية لشركات المساهمة محل الدراسة بالشكل الذي يسمح لنا بجمع البيانات التالية : توزيع الأسهم ورأس مال شركة المساهمة على المساهمين، أعضاء مجلس الإدارة ونسبة ملكيتهم للأسهم، هوية المساهمين بالإضافة إلى بعض المعلومات العامة مثل : طبيعة النشاط، تاريخ التأسيس، تواريخ تعديلات رأس المال وأعضاء مجلس الإدارة، والمقر الاجتماعي لشركة المساهمة.

## الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

كان اعتمادنا على المديرية العامة للسجل التجاري بالجزائر العاصمة (مديرية السجل التجاري ومديرية الإشهار القانوني) في الحصول على بيانات شركات المساهمة عينة الدراسة وذلك بعد استحالة الحصول على القوائم المالية والبيانات بخصوص هيكل الملكية من شركات المساهمة نفسها خصوصا بالنسبة لشركات المساهمة العائلية، شركات المساهمة الأجنبية كليا وشركات المساهمة التي تحتوي على مساهمات أجنبية (شراكة أجنبية)، وكذلك في ظل غياب أي مصدر آخر يمكننا من الحصول على تلك البيانات.

كذلك كان لجوءنا لإجراء تربص بمديرية السجل التجاري بالمديرية العامة للسجل التجاري بالجزائر العاصمة للحصول على البيانات الخاصة بهيكل الملكية لشركات المساهمة وذلك نظرا لارتفاع تكلفة شراء العقود التأسيسية والعقود التعديلية لرأس المال والعقود التعديلية لأعضاء مجلس الإدارة لشركات المساهمة محل الدراسة مقارنة بتكلفة شراء القوائم المالية، حيث بلغت قيمة الفاتورة بالنسبة لـ 100 شركة مساهمة فقط 500 000 دج، إذ تمكنا وبصعوبة من الحصول على الموافقة لإجراء ذلك التربص لمدة شهر واحد فقط وذلك بسبب أن تلك الوثائق مخصصة لأغراض المتاجرة، على الرغم من أن تلك المدة كانت غير كافية لذلك اضطررنا إلى شراء بعض تلك العقود التعديلية.

أيضا قمنا خلال فترة الدراسة الميدانية بإجراء مقابلة مع مدير الاشهار القانوني في المديرية العامة للسجل التجاري، مقابلات مع مديري البنوك العمومية، ومقابلات مع مديري شركات التأمين في الجزائر من أجل إعطائنا توضيحات فيما يخص بعض النتائج التي تم التوصل لها من خلال هذه الدراسة.

### المطلب الثالث : قياس متغيرات الدراسة

توصلنا من خلال الفصل السابق (فصل الدراسات السابقة) إلى تحديد المتغيرات المستقلة التي يمكن لها أن تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة، غير أن إجراء دراسة اختبارية يتطلب تحديد كيفية قياس المتغيرات التابعة والمستقلة للدراسة الحالية.

### الفرع الأول : قياس المتغير التابع

يعد الأداء المالي المتغير التابع للدراسة الحالية، والذي سوف نحاول تفسيره من خلال عدد من المتغيرات المتعلقة بهيكل الملكية والهيكل المالي، إضافة إلى بعض المتغيرات الرقابية (الضابطة) الأخرى.

باستقراء مؤشرات قياس الأداء المالي للدراسات الميدانية السابقة (فصل الدراسات السابقة) نجد أن هناك بعض الدراسات استخدمت لقياس الأداء المالي المؤشرات السوقية مثل نسبة Tobin's Q ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأسهم المؤسسة  $MV/BV$ ، في حين هناك دراسات أخرى استخدمت كقياس للأداء المالي المؤشرات المحاسبية مثل معدل المردودية الاقتصادية (العائد على الأصول ROA)، معدل المردودية المالية (العائد

## الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية واهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

على حقوق الملكية (ROE) ومعدل مردودية المبيعات ROS، كما نشير إلى أن هناك دراسات استخدمت المؤشرات السوقية بالإضافة إلى المؤشرات المحاسبية لقياس الأداء المالي للمؤسسة.

أما في دراستنا الحالية فقد تم اختيار كمقياس للأداء المالي المؤشرات المحاسبية وتحديد معدل المردودية الاقتصادية (Re) La Rentabilité Economique أو ما يسمى كذلك بمعدل العائد على الأصول ROA، وقد تم استبعاد مؤشرات الأداء السوقية لقياس الأداء المالي لأن شركات المساهمة عينة الدراسة غير مدرجة في السوق المالي (عدا مؤسستين فقط مدرجتين في بورصة الجزائر صيدال والأوراسي).

كما تم استبعاد معدل المردودية المالية (Rf) La Rentabilité Financière أو ما يسمى كذلك بمعدل العائد على حقوق الملكية ROE والذي يحسب من خلال قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة من المؤشرات المحاسبية لقياس الأداء المالي لشركات المساهمة محل الدراسة، وذلك لأننا لاحظنا من خلال القوائم المالية لبعض شركات المساهمة عينة الدراسة خصوصا شركات المساهمة العائلية وشركات المساهمة الأجنبية كليا وشركات المساهمة المشتركة بين المستثمرين الأجانب والعائلات عدم دقة حساب رأس المال المصرح به في القوائم المالية واحتفاظ البعض من تلك الشركات برأس مال صغير (لأسباب جبائية) وهو ما يؤدي إلى عدم صحة حساب الأموال الخاصة، ولذلك يصبح مؤشر المردودية المالية في تلك الشركات غير معبر كذلك، لذلك فضلنا استخدام معدل المردودية الاقتصادية Re كمؤشر لقياس الأداء المالي لشركات المساهمة عينة الدراسة.

### قياس المردودية الاقتصادية Re :

يعد معدل المردودية الاقتصادية أحد أهم مقاييس الربحية، حيث يقيس قدرة الأموال المستثمرة (إجمالي الأصول) على تحقيق الأرباح بغض النظر عن طريقة تمويلها، سوف نستخدم في دراستنا الحالية للتعبير عن نسبة المردودية الاقتصادية مردودية الأموال المستثمرة (معدل العائد على الأصول ROA) والتي تحسب بقسمة النتيجة الصافية إلى إجمالي الأصول، وهو معدل مردودية يدخل في الاعتبار كل العناصر بما فيها الضريبة والمصاريف المالية (النتيجة الصافية)، وهو مقياس معبر طالما لسنا بصدد تقييم المردودية الاقتصادية الذي يفرض استبعاد أثر كل من السياسة المالية والضريبة للمؤسسة، وتقاس المردودية الاقتصادية بالعلاقة التالية :

$$Re = \frac{RN}{TA}$$

حيث :

Re : المردودية الاقتصادية.

RN : النتيجة الصافية.

TA : إجمالي الأصول.



## الفرع الثاني : قياس المتغيرات المستقلة

تعد متغيرات هيكل الملكية (تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك) ومتغير الهيكل المالي المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية إضافة إلى متغيرات أخرى رقابية (ضابطة) يفترض أنها تؤثر هي كذلك على الأداء المالي لشركات المساهمة عينة الدراسة.

### 1. قياس متغير تركيز الملكية :

أشارت معظم الدراسات الميدانية التي تناولت العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة إلى عدم وجود علاقة واضحة بينهما، فهناك دراسات خلصت إلى وجود علاقة خطية طردية بين تركيز الملكية والأداء المالي وذلك بسبب فرضية تقارب المصالح بين المساهمين، في حين أن هناك دراسات خلصت إلى وجود علاقة خطية عكسية بينهما نتيجة لفرضية تجذّر (ترسيخ) كبار المساهمين، بينما أشارت دراسات أخرى إلى وجود علاقة غير خطية بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة.

غير أن هناك دراسات أخرى أشارت إلى عدم وجود علاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة مثل دراسة (Chen et al (2005)، دراسة (Madani et Khelif (2011)، ودراسة (Brendea (2014).

أما فيما يخص مؤشرات قياس متغير تركيز الملكية فقد استخدمت الدراسات الميدانية السابقة العديد من المؤشرات، فهناك دراسات استخدمت نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين (Thomsen et al (2000)، Pedersen (2000)، Chen et al (2005)، Kapopoulos et Lazaretou (2007)، Alonso- (2009)، Cabeza-García et al (2008)، Sanghoon (2007)، Bonis et Andrés-Alonso (2009)، Madani et Khelif (2011)، Tsionas et al (2012)، Foroughi et Fooladi (2012)، Mard (2012)، Jadoon et Baguri (2015).

بينما استخدمت دراسات أخرى كمقياس لتركيز الملكية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر ثلاثة مساهمين (Gürsoy et Aydogan (2002)، Mandaci et Gums (2010)، Manawaduge et al (2013).

وهناك من الدراسات من استخدمت نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر خمسة مساهمين (Gedajlovic et Shapiro (2002)، Haniffa et Hudaib (2006)، Weiss et Hilger (2012)، Almudehki et Zeitun (2012)، Akbar (2014).

## الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية واهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

أما في دراستنا الحالية سوف نستخدم لقياس متغير تركيز الملكية نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين وذلك لاتفاق أغلب الدراسات عليها كمقياس لتركيز الملكية، كما أنه يعتبر مقياسا ملائما لشركات المساهمة عينة الدراسة لأن أغلب تلك المؤسسات غير مدرجة في البورصة (تركيز الملكية).

$$\text{تركيز الملكية } Act_1 = \frac{\text{عدد الأسهم المملوكة لأكبر المساهمين}}{\text{عدد الأسهم الإجمالية}}$$

حيث :

$Act_1$  : نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين.

### 2. قياس متغير الملكية الإدارية :

تناولت العديد من الدراسات الميدانية العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة، نتائج تلك الدراسات كانت متناقضة، فهناك دراسات خلصت إلى وجود علاقة طردية وذلك بسبب فرضية تقارب المصالح بين المديرين (المسيرين) والمساهمين، في حين هناك دراسات أخرى أشارت إلى وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية والأداء المالي وذلك بسبب فرضية تجذّر المديرين.

بينما خلصت دراسات أخرى إلى وجود علاقة غير خطية بينهما وذلك بسبب اجتماع التأثيرين الإيجابي والسلبي للملكية الإدارية (فرضية تقارب المصالح وفرضية تجذّر المديرين).

غير أن هناك دراسات أخرى أشارت إلى عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي للمؤسسة (فرضية الحياد)، مثل الدراسات التالية : دراسة (Johar et Ali) (2005)، دراسة (Siala et al) (2009)، دراسة (Ghazali) (2010).

أما فيما يتعلق بمؤشرات قياس الملكية الإدارية فقد استخدمت معظم الدراسات الميدانية السابقة (فصل الدراسات السابقة) نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة.

وهناك عدد قليل من الدراسات التي استخدمت نسبة الأسهم المملوكة من قبل المديرين التنفيذيين كمقياس للملكية الإدارية (Hermalim et weisbach) (1991)، (cheng et al) (2012).

أما في دراستنا الحالية سوف يتم قياس متغير الملكية الإدارية بنسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة وذلك لاتفاق أغلب الدراسات السابقة عليه كمقياس للملكية الإدارية.

$$\text{الملكية الإدارية } Manag = \frac{\text{عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة}}{\text{عدد الأسهم الإجمالية}}$$

حيث :

Manag : نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة.

### 3. قياس متغير هوية الملاك (المساهمين) :

تناولت العديد من الدراسات الميدانية السابقة تأثير هوية الملاك ونسبة ملكيتهم لرأس المال على الأداء المالي للمؤسسة، وقد خلصت تلك الدراسات إلى نتائج مختلفة، وفيما يلي سوف نتطرق للمؤشرات المستخدمة لقياس متغير هوية الملاك.

#### أ- قياس متغير الملكية العائلية :

أشارت أغلب الدراسات السابقة إلى أن المؤسسات العائلية تحقق أداء مالي أفضل مقارنة بالمؤسسات غير العائلية وذلك نتيجة لبعض الخصائص التي تتميز بها المؤسسات العائلية.

أما فيما يخص مؤشرات قياس الملكية العائلية فهناك دراسات استخدمت المتغيرات الصورية لقياس الملكية العائلية والتي تأخذ القيمة 1 إذا كانت المؤسسة عائلية والقيمة 0 إذا كانت المؤسسة غير عائلية، في حين هناك دراسات أخرى استخدمت نسبة الأسهم المملوكة من قبل العائلات لقياس الملكية العائلية.

غير أن تلك الدراسات اختلفت فيما بينها من حيث مفهوم المؤسسة العائلية المستخدم في الدراسة، فهناك دراسات استخدمت تعريف Anderson et Reeb (2003) للمؤسسات العائلية (Miller et al (2007)، Martinez et al (2007)، Saito (2008)).

في حين هناك دراسات أخرى اعتمدت على تعريف Villalonga et Amit (2006) للمؤسسة العائلية (Sraer et Thesmar (2007)، Isakov et Weisskopf (2008))، بينما اعتمدت دراسة Pindado et al (2008) على تعريف Maury (2006) للمؤسسة العائلية.

أما في دراستنا الحالية سوف نعتمد على تعريف Villalonga et Amit (2006) والذي يعرف المؤسسة العائلية عندما يكون المؤسس أو أحد أفراد العائلة بمثابة مدير تنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة أو مالك لـ أكثر من 20% من أسهم المؤسسة بشكل فردي أو جماعي، وذلك لأن المؤسسات العائلية لعينة الدراسة غير مدرجة في البورصة وتتميز بتركيز للملكية في يد عدد قليل من المساهمين.

كذلك سوف نعتمد لقياس متغير الملكية العائلية على نسبة الأسهم المملوكة من قبل العائلات في شركات المساهمة المشتركة بين أفراد العائلة والمستثمرين الأجانب (أفراد أجنبية أو شركات أجنبية) في حين سوف يأخذ هذا المتغير القيمة 1 بالنسبة لشركات المساهمة العائلية كليا، وسوف نستبعد المؤشرات الصورية لقياس تأثير الملكية العائلية على الأداء المالي لأننا لسنا بصدد مقارنة المؤسسات العائلية بالمؤسسات غير العائلية ولكن دراسة تأثير هوية الملاك (المساهمين) ونسبة ملكيتهم لرأس المال على الأداء المالي للمؤسسة.

$$\frac{\text{عدد الأسهم المملوكة للعائلات}}{\text{عدد الأسهم الإجمالية}} = \text{Famil}$$

حيث :

Famil : نسبة الأسهم المملوكة من قبل العائلات (أفراد العائلة).

ب- قياس متغير الملكية الأجنبية :

أشارت العديد من الدراسات الميدانية السابقة إلى وجود علاقة غير خطية بين الملكية الأجنبية والأداء المالي للمؤسسة، حيث تكون في البداية العلاقة طردية وذلك بسبب التأثير الإيجابي للمستثمرين الأجانب على الأداء المالي للمؤسسة من خلال الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة والخبرة التقنية والإدارية للمستثمرين الأجانب، إضافة إلى التأثير الرقابي الفعال للمساهمين الأجانب، وبعد ذلك تصبح العلاقة بين الملكية الأجنبية والأداء المالي علاقة عكسية وذلك بسبب فرضية التجذر الإداري واهتمام المستثمرين الأجانب بتحقيق منافع خاصة على حساب مصلحة المساهمين المحليين.

غير أن هناك دراسات أخرى أشارت إلى عدم وجود علاقة بين الملكية الأجنبية والأداء المالي مثل دراسة Jiang (2007)، دراسة Tsegba et al (2011)، دراسة Mihai et Mihia (2014).

أما فيما يخص مؤشرات قياس الملكية الأجنبية فإن أغلب تلك الدراسات الميدانية استخدمت نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين الأجانب في رأس مال المؤسسة.

لذلك سوف نعتمد في دراستنا الحالية لقياس متغير الملكية الأجنبية على نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين الأجانب (أفراد أجانب أو شركات أجنبية) في رأس مال شركات المساهمة المشتركة بين المستثمرين الأجانب والعائلات أو بين المستثمرين الأجانب والدولة، في حين سوف يأخذ هذا المتغير القيمة 1 بالنسبة لشركات المساهمة الأجنبية كليا.

$$\frac{\text{عدد الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب}}{\text{عدد الأسهم الإجمالية}} = \text{Etrang}$$

حيث :

Etrang: نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين الأجانب.

ت - قياس متغير ملكية الدولة :

أشارت أغلب الدراسات الميدانية السابقة إلى أن المؤسسات العامة تحقق أداء مالي منخفض مقارنة بالمؤسسات الخاصة وذلك نتيجة لمشاكل الوكالة التي تعاني منها المؤسسات العامة بسبب الفصل بين الملكية والتسيير فيها، إضافة إلى مشكلة تعدد الأهداف التي يجب على المؤسسات العامة تحقيقها.

أما فيما يخص مؤشرات قياس ملكية الدولة فإن أغلب تلك الدراسات الميدانية استخدمت نسبة الأسهم المملوكة من قبل الدولة في رأس مال المؤسسة.

لذلك سوف نعتمد في دراستنا الحالية لقياس متغير ملكية الدولة على نسبة الأسهم المملوكة من قبل الدولة الجزائرية في رأس مال شركات المساهمة المشتركة بين المستثمرين الأجانب والدولة، في حين سوف يأخذ هذا المتغير القيمة 1 بالنسبة لشركات المساهمة العامة كلياً (مملوكة للدولة بنسبة 100%).

$$\text{ملكية الدولة } Etat = \frac{\text{عدد الأسهم المملوكة للدولة}}{\text{عدد الأسهم الإجمالية}}$$

Etat : نسبة الأسهم المملوكة من قبل الدولة.

ث - قياس متغير ملكية المستثمرين المؤسسيين :

أكدت أغلب الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي للمؤسسة على وجود علاقة طردية بينهما وذلك بسبب الدور الرقابي الفعال للمستثمرين المؤسسيين على تصرفات المديريين مما ينتج عنه انخفاض مشاكل الوكالة في المؤسسات التي تحتوي على مساهمات للمستثمرين المؤسسيين.

أما فيما يخص مؤشرات قياس ملكية المستثمرين المؤسسيين فإن معظم الدراسات السابقة استخدمت نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسيين في المؤسسة، لذلك سوف نعتمد في دراستنا الحالية على نفس المؤشر لقياس ملكية المستثمرين المؤسسيين (البنوك وشركات التأمين) في شركات المساهمة بالجزائر.

$$\text{ملكية المستثمرين المؤسسيين } Instit = \frac{\text{عدد الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسيين}}{\text{عدد الأسهم الإجمالية}}$$

Instit : نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسيين.

4. قياس متغير الهيكل المالي :

أشارت معظم الدراسات الميدانية التي تناولت العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسة إلى عدم وجود علاقة واضحة بينهما، فهناك دراسات خلصت إلى وجود علاقة خطية طردية بين الهيكل المالي والأداء المالي

وذلك بسبب التأثير الايجابي للرافعة المالية، أيضا وحسب نظرية الوكالة يؤدي اللجوء للتمويل بالديون (الرفع المالي) إلى تقليل مشاكل الوكالة بين المسيرين والمساهمين وبالتالي تحسين مستوى الأداء المالي للمؤسسة، في حين أن هناك دراسات خلصت إلى وجود علاقة خطية عكسية بينهما نتيجة التأثير السلبي لأثر الرافعة المالية، أو كذلك نتيجة التدفق النقدي الحر بسبب السلوك الانتهازي للمسيرين (المديرين) والذي يؤثر سلبيا على الأداء المالي للمؤسسة.

أما فيما يخص مؤشرات قياس متغير الهيكل المالي فقد استخدمت الدراسات الميدانية السابقة العديد من المؤشرات، فهناك دراسات استخدمت نسبة الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (Bokhari et Arif Khan (2013)، Chowdhury et Paul Chowdhur (2013)، Hutten (2014)، Vatavu (2015)).

بينما استخدمت دراسات أخرى كقياس للهيكل المالي نسبة الرفع المالي (نسبة الديون) (Nirajini et al (2013)، Priya (2013)، Akeen et al (2014)، Salmanzadeh et al (2014)، Nakhaei et Jafari (2015)، Dada et Ghazali (2016)، Sedeaq (2016)).

أما في دراستنا الحالية سوف نستخدم لقياس متغير الهيكل المالي نسبة الاستدانة المالية (الرفع المالي) وذلك لاتفاق أغلب الدراسات عليها كقياس للهيكل المالي.

$$\text{End} = \frac{\text{TDF}}{\text{TA}}$$

حيث :

End : نسبة الاستدانة المالية (الرفع المالي).

TDF: إجمالي الديون المالية.

TA: إجمالي الأصول.

## 5. قياس المتغيرات الرقابية :

تتضمن النماذج القياسية للدراسة الحالية بالإضافة إلى متغير هيكل الملكية ومتغير الهيكل المالي متغيرات أخرى يفترض أن يكون لها تأثير على الأداء المالي للمؤسسات كمتغيرات رقابية (ضابطة)، حيث تعكس تلك المتغيرات بعض خصائص المؤسسة وقد تم تحديد المتغيرات الرقابية للدراسة الحالية بناء على مراجعة الدراسات السابقة، إذ إن أغلب تلك الدراسات استخدمت المتغيرات الرقابية التالية : حجم المؤسسة، معدل النمو، وطبيعة القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة.

أ- الحجم :

تمتع المؤسسات كبيرة الحجم بوفورات ناتجة عن حجمها الكبير، كما تكون قدرتها على تنويع نشاطاتها كبيرة مما يجعلها أقل عرضة لخطر الإفلاس، إضافة لذلك من المتوقع أن تكون تكلفة التمويل لمثل تلك المؤسسات أقل، بناء على ذلك يفترض وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة ومؤشرات الأداء المالي.

أما فيما يتعلق بمؤشرات قياس الحجم فإن أغلب الدراسات الميدانية السابقة استخدمت اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، غير أن هناك بعض الدراسات اعتمدت على اللوغاريتم الطبيعي لرقم الأعمال ((Madani et Khelif) (2011) كمقياس لحجم المؤسسة.

أما في دراستنا الحالية فسوف نستخدم على اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول وذلك لاتفاق أغلب الدراسات السابقة عليه كمقياس لحجم المؤسسة.

$$\text{Taille} = \text{LnTA}$$

حيث :

Taille : حجم المؤسسة.

TA : إجمالي الأصول.

ب- قياس معدل النمو :

يقيس معدل النمو مدى التوسع والتقدم الذي تحققه المؤسسة على مر الزمن، فالنمو هدف تسعى إلى تحقيقه أغلب المؤسسات، إذ إنه يمكنها من توسيع المؤسسة وتطوير منتجاتها، كما أن تحقيق معدلات نمو عالية يسمح للمؤسسة بزيادة قدرتها على التمويل الذاتي لاحتياجاتها وبالتالي التخلص من قيود الدائنين، وعليه نتوقع وجود علاقة طردية بين معدل النمو والأداء المالي للمؤسسة.

أما فيما يتعلق بمؤشرات قياس معدل النمو فإن أغلب الدراسات الميدانية السابقة استخدمت نسبة التغير في رقم الاعمال والذي يحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{Croiss} = \frac{\text{CA}_t - \text{CA}_{t-1}}{\text{CA}_{t-1}}$$

حيث :

Croiss : معدل نمو المؤسسة.

$\text{CA}_{t-1}$  : رقم أعمال السنة t-1.

$\text{CA}_t$  : رقم أعمال السنة t.

### ت- طبيعة القطاع :

تؤثر طبيعة قطاع الذي تنشط فيه المؤسسة على هامش الربح المحقق، لذلك سوف نعتمد في دراستنا الحالية لتصنيف شركات المساهمة عينة الدراسة حسب طبيعة القطاع على تصنيف الديوان الوطني للإحصائيات، والذي يصنف أنشطة المؤسسات الاقتصادية إلى القطاعات التالية : قطاع الصناعة، قطاع البناء والأشغال العمومية، قطاع الخدمات، وقطاع التجارة.

وتقاس طبيعة القطاع باستخدام المتغيرات الصورية أو الوهمية حيث يتم تمثيل كل قطاع بمتغير صوري يأخذ القيمة 1 إذا كانت المؤسسة تابعة لهذا القطاع أما إذا كانت لا تنتمي إليه يأخذ المتغير الصوري القيمة 0، بالتالي سوف يكون لدينا أربعة متغيرات صورية تمثل طبيعة قطاع شركات المساهمة عينة الدراسة.

### المطلب الرابع : أساليب التحليلي الإحصائي

يتمثل الأسلوب الإحصائي المستخدم في الدراسة الحالية لقياس تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي (المتغيرات المستقلة) على الأداء المالي (المتغير التابع) في تطبيق نماذج بانل الديناميكي لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية.

ولتحقيق هذا الغرض تستخدم هذه الدراسة في التحليلي القياسي قاعدة بيانات مدمجة (مقطع عرضي وسلاسل زمنية) مع عدد  $n=165$  من الوحدات المقطعية  $i$  المتمثلة في 165 شركة مساهمة، وفي نفس الوقت تحتوي كل وحدة مقطعية على سلسلة زمنية لعدد  $t=5$  من الفترات، فتغطي الفترة السنوية من سنة 2010 إلى سنة 2014، وبذلك يكون عدد المشاهدات المستخدمة في العينة الكلية 825 مشاهدة على عينة مكونة من 165 شركة مساهمة بالجزائر.

تستند النماذج الديناميكية بشكل أساسي على نماذج الانحدار الذاتي، أي الأخذ بعين الاعتبار إبطاء أو تأخير متغيرة واحدة أو عدة متغيرات داخلية endogènes (المتغير التابع) وإدخالها كمتغير خارجي مفسر إلى جانب المتغيرات الأخرى المفسرة، حتى يتسنى تقييم تأثير القيم الماضية للمتغيرة المفسرة على قيمتها الحالية،

<sup>1</sup> وبالأخذ بحالة وجود متغيرة داخلية واحدة مبطأة فإن النموذج الديناميكي يأخذ الصيغة التالية :<sup>2</sup>

$$y_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 y_{i,t-1} + \beta' x_{i,t} + n_i + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots 1$$

$i = 1 \dots \dots \dots N$   
 $t = 1 \dots \dots \dots T$

<sup>1</sup> محمد جبوري، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي، دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013، ص372.

<sup>2</sup> Maria V. Carkovic, Ross Levine, Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth? University of Minnesota Department of Finance Working Paper, 2002, P5.



$\beta, \alpha_1, \alpha_0$  : معاملات النموذج التي يجب تقديرها.

$i =$  المؤسسة =  $t$  = الفترة الزمنية :  $N$  : عدد المؤسسات المكونة لعينة الدراسة

$T$  : عدد الفترات الزمنية لكل مؤسسة.

حيث :

$y$  : الأداء المالي مقاساً بمعدل المددودية الاقتصادية.

$x$  : المتغيرات المستقلة (باستثناء  $y_{i,t-1}$ ) والمتمثلة في دراستنا الحالية في المتغيرات التالية :

- هيكل الملكية : تركيز الملكية، الملكية الإدارية وهوية الملاك.

- الهيكل المالي.

- المتغيرات الرقابية : معدل النمو، الحجم وطبيعة القطاع.

$n_i$  : يمثل الأثر الخاص أو الفردي المتعلق بعدم تجانس العينة (l'hétérogénéité individuelle) والذي

يتبع التوزيع  $[n_i \sim i. i. d(0, \sigma_n^2)]$ .

$\varepsilon_{i,t}$  : حد الخطأ العشوائي (Error term or Spécification error) والذي يفترض عدم ارتباط قيمته وهو

يتبع التوزيع  $[\varepsilon_{i,t} \sim i. i. d(0, \sigma_\varepsilon^2)]$ .

وحتى يتم الحصول على قيم مقدرة متقاربة (متسقة) وكفاءة لمعاملات انحدار النموذج المذكور أعلاه سوف يتم التقدير باستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM) Generalized Method of Moment، تجمع هذه الطريقة بين طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) Generalized Least Squares وطريقة المتغيرات المساعدة (IV) Instrumental Variables، حيث إن تقدير النموذج الديناميكي السابق باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) Ordinary Least Squares ينتج عنه تقدير متحيز biased وغير متقارب (غير متسق) بسبب الارتباط بين المتغيرة المبطأة  $y_{i,t-1}$  وحد الخطأ العشوائي  $\varepsilon_{i,t}$ <sup>1</sup>، كما أن تقدير هذا النوع من النماذج الديناميكية من خلال طريق المربعات الصغرى المعممة GLS ينتج عنه كذلك نتائج متحيزة بالنسبة للمعاملات المقدرة.<sup>2</sup>

وقد تم اختيار طريقة GMM لتقدير نماذج الدراسة الحالية لأنها تتمتع بالعديد من المزايا من أهمها : معالجة مشاكل التحيز الناتج عن إهمال بعض المتغيرات المستقلة، تجنب آثار جذر الوحدة في كل من اختيار المتغيرات المساعدة واستخدام متغيرات تابعة مبطأة، معالجة مشكلة احتمال أن تكون أحد المتغيرات المستقلة متغيرات داخلية Endogeneity<sup>3</sup>، فقد أشارت العديد من الدراسات الميدانية التي سبق التطرق إليها إلى

<sup>1</sup>Badi H. Baltagi, Econometric analysis of panel data, Third edition, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, England, 2005, P135.

<sup>2</sup>Ibid, P136.

<sup>3</sup>Janvier D. Nkurunziza, Robert H. Bates, Political institutions and economic growth in Africa, The Centre for the Study of African economies Working Paper Series, Paper 185, 2003, P11.

احتمال أن تكون المتغيرات المستقلة المتعلقة بهيكل الملكية (تركيز الملكية، الملكية الادارية، هوية الملكية) متغيرات داخلية.

ولقد اقترح كل من Anderson et Hsiao (1982) من أجل التخلص من مشكلة الارتباط بين الأثر الخاص أو الفردي (Individual heterogeneity) والذي يقيس الآثار غير الملحوظة  $n_i$  الخاصة بالمؤسسة  $i$  والمتغير التابع المبطل  $y_{i,t-1}$  استخدام الفروق الأولى لقيم متغيرات معادلة الانحدار وحد الخطأ العشوائي، حيث أنه باستخدام هذه الطريقة يتم استبعاد  $n_i$  مباشرة من عملية التقدير، ومن ثم فإن المعادلة رقم 1 بعد استخدام الفروق الأولى لقيم كل متغيراتها وحد الخطأ لها تصبح كما يلي :<sup>1</sup>

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \alpha_1(y_{i,t-1} - y_{i,t-2}) + \beta(x_{i,t-1} - x_{i,t-2}) + (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1}) \dots \dots \dots 2$$

يلاحظ أنه نتيجة لاستخدام الفروق الأولى لقيم كل من المتغيرات المستقلة وحد الخطأ العشوائي للمعادلة رقم 1 ظهرت مشكلتين :<sup>2</sup> أولهما وجود احتمال أن تكون المتغيرات التفسيرية أو المستقلة متغيرات داخلية وثانيهما وجود ارتباط بين حد الخطأ العشوائي الجديد  $(\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})$  والفروق الأولى لقيم المتغير التابع المبطل  $(y_{i,t-1} - y_{i,t-2})$ .

قام Arellano et Bond (1991) بتعميم المقاربة المقدمة من قبل Anderson et Hsiao (1982) باستغلال شروط التعامدية (Orthogonality Conditions) بين المتغير الداخلي المبطل وحد الخطأ العشوائي من خلال استخدام القيم المبطأة لمستويات المتغيرات المستقلة كمتغيرات مساعدة Instrumental Variables.<sup>3</sup>

وفي ظل الافتراضات التالية : أن حد الخطأ العشوائي غير مرتبط تسلسليا، أن المتغيرات المستقلة تعتبر متغيرات خارجية ولكن بشكل ضعيف فإن GMM سوف تستخدم شروط العزوم Moment Conditions التالية :<sup>4</sup>

$$E[Y_{it-s} * (\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})] = 0 \quad \text{for } s \geq 2; \quad t = 3 \dots \dots T$$

$$E[x_{it-s} * (\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})] = 0 \quad \text{for } s \geq 2; \quad t = 3 \dots \dots T$$

يتضح من المعادلة السابقة أن شروط العزوم يتم تطبيقها على المتغير التابع المبطل ومجموعة المتغيرات المستقلة ويطلق على GMM التي تعتمد على شروط العزوم الممثلة بالمعادلتين السابقتين بطريقة التقدير باستخدام الفروق الأولى GMM différence للقيم الأصلية لمتغيرات النموذج محل التقدير.

<sup>1</sup>Maria V. Carkovic, Ross Levine, Op.Cit, P5.  
<sup>2</sup>Idem.  
<sup>3</sup>Badi H. Baltagi, Op.Cit, P136.  
<sup>4</sup>Maria V. Carkovic, Ross Levine, Op.Cit, PP5-6.

تكمن أهمية هذه الطريقة في التحليل في المعالجة الصحيحة للإشكال المتعلق بالآثار الفردية المرتبطة وبإمكانية الأخذ بعين الاعتبار الخاصية الداخلية الكامنة للمتغيرات التفسيرية.

غير أنه إذا كانت المتغيرات بالفروق الأولى مرتبطة نوعاً ما مع قيمتها المبطأة، تكون الأدوات المستخدمة للمعادلات بالفروق الأولى ضعيفة في حالة  $s < 2$  وفي ظل وجود علاقة سببية  $E[x_{i,t}, \varepsilon_{i,t}] \neq 0$  هذا المقدر قد ينتج عنه معاملات متحيزة في حالة العينة صغيرة الحجم، حيث أوضح Blundell et Bond (1998) أن عدم دقة المقدر تزداد بزيادة أهمية الأثر الخاص وفي الحالة التي تكون فيها المتغيرات ثابتة ومستمرة في الزمن.<sup>1</sup>

لاستبعاد هذه النقائص اقترح Blundell et Bond (1998) طريقة GMM système التي تؤدي إلى التقدير في آن واحد المعادلة بالفروق الأولى والمعادلة عند المستوى،<sup>2</sup> ومنه تسمح هذه المقاربة بزيادة عدد المتغيرات المساعدة كأدوات.

ولقد أكد Blundell et Bond (1998) باستخدام محاكاة Monte-Carlo أن مقدر GMM système يكون أكثر دقة وقوة من مقدر الفروق الأولى GMM différence في الحالة التي تكون فيها الأدوات المساعدة ضعيفة،<sup>3</sup> لهذه الأسباب سوف نعلم في تقدير نماذج الدراسة الحالية على طريقة GMM système.

تعتبر نتائج التقدير باستخدام GMM système جيدة إذا كانت القيم المقدرة لمعاملات انحدار النماذج بواسطة تلك الطريقة متسقة (متقاربة) وغير متحيزة، ويتحقق ذلك من خلال تحقق الفرضيتين التاليتين:<sup>4</sup>

1. صلاحية المتغيرات المساعدة (الأدواتية) : أي عدم وجود ارتباط بين المتغيرات المساعدة وحد الخطأ العشوائي للنموذج ويتم التحقق من ذلك من خلال اختبار Sargan/Hansen الذي يتبع قانون chi-square عند درجة الحرية I-P (I تمثل عدد أبعاد المصفوفة، و P تمثل عدد المعلمات المقدرة) حيث :

- الفرضية العدمية  $H_0$  : المتغيرات المساعدة أو الأدواتية جيدة أي تتسم بالتقارب وعدم التحيز.
- الفرضية البديلة  $H_1$  : المتغيرات المساعدة أو الأدواتية غير جيدة.

2. عدم وجود الارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء، ويتم التحقق من ذلك من خلال اختبار Arellano et Bond (1991) حيث :

- الفرضية العدمية  $H_0$  : عدم وجود الارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء عند المستوى 2 (Prob>5%).

<sup>1</sup>المُجد جبوري، مرجع سبق ذكره، ص 374.

<sup>2</sup>Badi H. Baltagi, Op.Cit, P148.

<sup>3</sup>المُجد جبوري، مرجع سبق ذكره، ص 375.

<sup>4</sup>Maria V. Carkovic, Ross Levine, Op.Cit, P7.

- الفرضية البديلة  $H_1$  : وجود الارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء عند المستوى 2  
(Prob<5%).

#### المطلب الخامس : تحديد نماذج الدراسة

بعدما قمنا بتحديد متغيرات الدراسة وطريقة قياسها إضافة إلى الأسلوب الاحصائي المستخدم في الدراسة القياسية سوف نقوم فيما يلي بتحديد نماذج الدراسة القياسية والتي سوف يتم تقديرها باستخدام طريقة GMM système على عينة شركات المساهمة البالغ عددها 165 شركة مساهمة خلال الفترة الزمنية 2010-2014، وذلك اعتمادا على برنامج Stata.14 بغية الإجابة عن إشكالية الدراسة واختبار فرضياته :

#### 1. نموذج تركيز الملكية والأداء المالي :

$$Re = \alpha_0 + \alpha_1 Re_{it-1} + \beta_1 Act_{1it} + \beta_2 Act_{1it}^2 + \beta_3 Act_{1it}^3 + \beta_4 Croiss_{it} + \beta_5 Taille_{it} + \beta_6 End_{it} + \beta_7 Industrie_i + \beta_8 Services_i + \beta_9 Commerce_i + \beta_{10} BTPH_i + n_i + \varepsilon_{it}$$

#### 2. نموذج الملكية الادارية والأداء المالي :

$$Re = \alpha_0 + \alpha_1 Re_{it-1} + \beta_1 Manag_{it} + \beta_2 Manag_{it}^2 + \beta_3 Manag_{it}^3 + \beta_4 Croiss_{it} + \beta_5 Taille_{it} + \beta_6 End_{it} + \beta_7 Industrie_i + \beta_8 Services_i + \beta_9 Commerce_i + \beta_{10} BTPH_i + n_i + \varepsilon_{it}$$

#### 3. نموذج هوية الملاك والأداء المالي :

$$Re = \alpha_0 + \alpha_1 Re_{it-1} + \beta_1 Famil_{it} + \beta_2 Famil_{it}^2 + \beta_3 Famil_{it}^3 + \beta_4 Etrang_{it} + \beta_5 Etrang_{it}^2 + \beta_6 Etrang_{it}^3 + \beta_7 Etat_{it} + \beta_8 Etat_{it}^2 + \beta_9 Etat_{it}^3 + \beta_{10} Instit_{it} + \beta_{11} Instit_{it}^2 + \beta_{12} Instit_{it}^3 + \beta_{13} Croiss_{it} + \beta_{14} Taille_{it} + \beta_{15} End_{it} + \beta_{16} Industrie_i + \beta_{17} Services_i + \beta_{18} Commerce_t + \beta_{19} BTPH_i + n_i + \varepsilon_{it}$$

#### 4. نموذج تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي :

$$Re = \alpha_0 + \alpha_1 Re_{it-1} + \beta_2 End_{Famil\ it} + \beta_3 End_{Famil\ Etrang\ it} + \beta_4 End_{Etat\ Etrang\ it} + \beta_5 End_{Etat\ it} + \beta_6 End_{Etrang\ it} + \beta_7 Croiss_{it} + \beta_8 Taille_{it} + \beta_9 Industrie_i + \beta_{10} Services_i + \beta_{11} Commerce_i + \beta_{12} BTPH_i + n_i + \varepsilon_{it}$$

حيث :

Re : معدل المردودية الاقتصادية.

$Re_{it-1}$  : معدل المردودية الاقتصادية في الفترة السابقة.

$Act_{it}$  : نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين (تركيز الملكية) في شركة المساهمة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .  
 $Manag_{it}$  : نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة (الملكية الإدارية) في شركة المساهمة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$Famil_{it}$  : نسبة الأسهم المملوكة من قبل العائلة (الملكية العائلية) في شركة المساهمة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .  
 $Etrang_{it}$  : نسبة الأسهم المملوكة من قبل الأجانب (الملكية الأجنبية) في شركة المساهمة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$Etat_{it}$  : نسبة الأسهم المملوكة من قبل الدولة في شركة المساهمة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .  
 $Instit_{it}$  : نسبة الأسهم المملوكة من قبل البنوك وشركات التأمين (ملكية المستثمرين المؤسسيين) في شركة المساهمة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$Croiss_{it}$  : معدل النمو لشركة المساهمة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$Taille_{it}$  : حجم شركة المساهمة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$End_{it}$  : نسبة الاستدانة في شركة المساهمة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$End_{Famil\ it}$  : نسبة الاستدانة في شركة المساهمة العائلية كلياً  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$End_{Famil\ Etrang\ it}$  : نسبة الاستدانة في شركة المساهمة المشتركة بين العائلات والمستثمرين الأجانب  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$End_{Etat\ Etrang\ it}$  : نسبة الاستدانة في شركة المساهمة المشتركة بين الدولة والمستثمرين الأجانب  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$End_{Etat\ it}$  : نسبة الاستدانة في شركة المساهمة العامة  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$End_{Etrang\ it}$  : نسبة الاستدانة في شركة المساهمة الأجنبية كلياً  $i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .

$Industrie_i$  : قطاع الصناعة لشركة المساهمة  $i$ .

$Services_i$  : قطاع الخدمات لشركة المساهمة  $i$ .

$Commerce_i$  : قطاع التجارة لشركة المساهمة  $i$ .

$BTPH_i$  : قطاع البناء والأشغال العمومية لشركة المساهمة  $i$ .

$n_i$  : يمثل الأثر الخاص أو الفردي.

$\epsilon_{it}$  : حد الخطأ العشوائي.

## المبحث الثاني : عرض نتائج الدراسة القياسية

يهدف هذا المبحث إلى عرض النتائج الاختبارية للنماذج الديناميكية لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية باستخدام طريقة  $GMM_{sys}$ ، لكن قبل ذلك سنتطرق في البداية للتحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة بهدف إعطاء صورة عامة عن مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة عينة الدراسة وخصائص هيكل ملكيتها، كما نشير إلى أنه سوف يتم حذف تأثير طبيعة القطاع كمتغير رقابي عند دراسة تأثير متغيرات هيكل الملكية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، وذلك لعدم معنوية تلك المتغيرات عند وجودها مع المتغيرات الصورية لطبيعة القطاع في نفس النموذج.

### المطلب الأول : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يعرض الجدول (3.5) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة والتي تخص جميع شركات المساهمة لعينة الدراسة :

الجدول رقم (3.5) : الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Re	825	0.0357797	0.0678646	-0.198589	0.2763905
Act <sub>1</sub>	825	0.7792953	0.26328	0.142857	1
Manag	825	0.3691809	0.4457211	0	1
Famil	825	0.296651	0.4410567	0	1
Etrang	825	0.2023619	0.3238211	0	1
Etat	825	0.4947532	0.4520935	0	1
Instit	825	0.0002225	0.0023059	0	0.03
Croiss	825	0.0682083	0.2998753	-0.9699618	1.134514
Taille	825	21.98544	1.536887	17.61026	26.79178
End	825	0.1492999	0.1763756	0	0.7042055

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج Stata.14

وبالاعتماد على الإحصاءات الواردة في الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

- بلغ متوسط معدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة عينة الدراسة 3.58% وبانحراف معياري بلغ 6.79%، وهو ما يدل على أن الأداء المالي بالمتوسط لشركات المساهمة محل الدراسة كان منخفضا.
- بلغ متوسط نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين (تركيز الملكية) 77.93% وهو ما يعبر عن ارتفاع نسبة ملكية أكبر المساهمين في شركات المساهمة بالجزائر، مما يشير إلى وجود تركيز مرتفع في الملكية.
- بلغ متوسط نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة (الملكية الإدارية) 36.92% وفي هذا دلالة واضحة على ارتفاع نسبة الملكية الإدارية مما يؤكد على رغبة الملاك في إدارة شركات المساهمة التي يملكونها، في حين يدل الانحراف المعياري على وجود فروق كبيرة بين شركات المساهمة بالجزائر.

## الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

- شركات المساهمة عينة الدراسة مملوكة من قبل العائلات بمتوسط 29.66%، ومن قبل المستثمرين الأجانب بمتوسط 20.24%، ومن قبل الدولة بمتوسط 49.47%، في حين بلغ متوسط ملكية المستثمرين المؤسسين (البنوك وشركات التأمين) 0.02% وهي نسبة تشير إلى ضعف مساهمة المستثمرين المؤسسيين في رأس مال شركات المساهمة بالجزائر.

### المطلب الثاني : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير تركيز الملكية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

قمنا في البداية باختبار العلاقة بين نسبة تركيز الملكية معبر عنها بنسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة عينة الدراسة خلال الفترة الزمنية 2010-2011، ومن أجل معرفة مدى تأثير تلك العلاقة بهوية أكبر المساهمين قمنا في مرحلة مواءمة باختبار العلاقة بين هوية أكبر المساهمين (المتغير المستقل) والأداء المالي (المتغير التابع)، ويعرض الجدول رقم (4.5) نتائج تقدير النموذج الديناميكي باستخدام  $GMM_{syst}$  لتأثير تركيز الملكية على معدل المردودية الاقتصادية :

الجدول رقم (4.5) : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير تركيز الملكية على معدل المردودية الاقتصادية

المتغير التابع المردودية الاقتصادية Re	النموذج 1	النموذج 2
الثابت	-4.0796*** (0.7958)	4.8076 (5.2667)
المردودية الاقتصادية الأولية	0.8610*** (0.1448)	0.8782*** (0.1458)
نسبة ملكية أكبر المساهمين	3.7983*** (1.0198)	
تربيع نسبة ملكية أكبر المساهمين	-1.3802** (0.5638)	
أكبر المساهمين فرد من العائلة		-7.4814 (5.2520)
أكبر المساهمين مستثمر أجنبي		-6.5278 (5.0354)
أكبر المساهمين الدولة		-7.4401 (5.5887)
معدل النمو	0.0105*** (0.0034)	0.0098*** (0.0035)
الحجم	0.0946*** (0.0181)	0.1087*** (0.0191)
نسبة الاستدانة	-0.1230** (0.0544)	-0.1374** (0.0551)
عدد المشاهدات	825	825
اختبار	AR(2) Arellano-Bond (p-value)	0.7417
اختبار	Sargan- Hansen	Pr> = 0.0578
	Pr> = 0.1033	

المصدر : من اعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج Stata.14

( ) : الخطأ المعياري.

العلامة (\*\*\*), (\*\*), (\*) تشير إلى مستوى المعنوية 1%، 5%، 10% على الترتيب.



الفرع الأول : تأثير ملكية أكبر المساهمين على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

يوضح الجدول رقم (4.5) نتائج تقدير النماذج الديناميكية لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية المستخدمة لتأثير ملكية أكبر المساهمين (تركيز الملكية) على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، وتتعلق الملاحظة الأولى بمواصفات وجودة النماذج المقدرة، حيث يتضح من خلال هذا الجدول ما يلي :

- تشير قيمة إحصائية اختبار Arellano et Bond (1991) للارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء المقدرة في النماذج الديناميكية المقدرة بواسطة  $GMM_{\text{sys}}$  إلى عدم رفض فرضية العدم  $H_0$  لهذا الاختبار والتي تتمثل في عدم وجود هذا الارتباط، وهذا يعني أن حد الخطأ الأصلي غير مرتبط تسلسليا ويتبع عملية المتوسط المتحرك على الأقل من الدرجة الأولى.
- تشير قيمة إحصائية اختبار Sargan/Hansen لمدى ملاءمة (صلاحية) المتغيرات الأدواتية (المساعدة) المستخدمة في النماذج إلى عدم رفض فرضية العدم  $H_0$  لهذا الاختبار والتي تتمثل في صلاحية المتغيرات المساعدة عند مستوى معنوية 5%، وهذا ما يؤكد صلاحية شروط العزوم المستخدمة في التقدير، واتساق القيم المقدرة لمعاملات النماذج.
- توضح نتائج التقدير في الجدول رقم (4.5) معنوية معامل انحدار معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  في الفترة السابقة عند مستوى معنوية 1% في النماذج الديناميكية المستخدمة، وهو ما يشير إلى تأثير مؤشر الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية بقيمته في الفترة السابقة، ويعكس ذلك ملاءمة النموذج الديناميكي المستخدم.

يظهر من خلال نتائج النموذج رقم 1 في الجدول رقم (4.5) وجود أثر موجب ومعنوي لنسبة تركيز الملكية معبر عنها بنسبة ملكية أكبر المساهمين  $Act_1$  على الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى معنوية 1%، ووجود أثر سالب ومعنوي لتربيع نسبة ملكية أكبر المساهمين  $Act_1^2$  على معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى معنوية 5%، وهو ما يشير إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة تركيز الملكية معبر عنها بنسبة ملكية أكبر المساهمين  $Act_1$  ومعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  من الشكل  $n$ ، حيث تكون العلاقة في البداية بين نسبة ملكية أكبر المساهمين  $Act_1$  (تركيز الملكية) ومعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  علاقة طردية إلى غاية بلوغ نسبة ملكية أكبر المساهمين  $Act_1$  النسبة 59.74%، وعند تجاوز تلك النسبة تصبح العلاقة بين نسبة ملكية أكبر المساهمين  $Act_1$  ومعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  علاقة عكسية.

كما تكشف كذلك نتائج الجدول رقم (4.5) عن وجود أثر سالب ومعنوي لنسبة الديون المالية (الرفع المالي)  $End$  على معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى معنوية 5% في كلا النموذجين الديناميكيين المقدرين.

أيضا توضح نتائج تقدير النماذج الديناميكية في الجدول رقم (4.5) وجود أثر موجب ومعنوي لحجم المؤسسة  $Taille$  على معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى 1%.

كما تشير كذلك نتائج الجدول رقم (4.5) إلى وجود أثر موجب ومعنوي لمعدل النمو  $Croiss$  على معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى 1% في كلا النموذجين الديناميكيين المقدرين.

### الفرع الثاني : تأثير هوية ملكية أكبر المساهمين على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

استكمالا لتحليل تأثير متغير تركيز الملكية  $Act_1$  معبر عنه بنسبة ملكية أكبر المساهمين على الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$ ، قمنا خلال هذه المرحلة بدراسة العلاقة بين هوية أكبر المساهمين والأداء المالي من أجل معرفة إذا كان شكل العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي الذي تم الحصول عليه في النموذج رقم 1 في الجدول رقم (4.5) (الشكل  $n$ ) يتأثر بهوية أكبر المساهمين، ولأجل ذلك قمنا بإدخال متغيرات وهمية (صورية) على النموذج الديناميكي السابق تعبر عن هوية أكبر المساهمين، فمثلا إذا كان أكبر المساهمين من العائلة  $Act_1Famil$  فإن هذا المتغير يأخذ القيمة 1 وإذا كان خلاف ذلك يأخذ القيمة 0، ونفس الشيء إذا كان أكبر المساهمين أجنبيا  $Act_1Etrang$ ، أو إذا كان أكبر المساهمين هو الدولة  $Act_1Etat$ ، في حين تم إهمال المتغير الصوري الذي يعبر عن هوية أكبر المساهمين من المستثمرين المؤسسيين (البنوك وشركات التأمين) وذلك لعدم وجود ضمن عينة الدراسة شركات مساهمة يكون فيها أكبر المساهمين هو مستثمر مؤسسي (بنوك أو شركات التأمين)

وتشير نتائج النموذج الديناميكي رقم 2 في الجدول رقم (4.5) إلى عدم معنوية جميع المتغيرات الوهمية لهوية أكبر المساهمين في تأثيرها على معدل المردودية الاقتصادية  $Re$ ، وهو ما يدل على أن العلاقة غير خطية من الشكل  $n$  بين نسبة ملكية أكبر المساهمين (تركيز الملكية) والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية التي تم الحصول عليها في النموذج رقم 1 لا تتأثر بهوية أكبر المساهمين، بمعنى أن شكل العلاقة  $n$  بين متغير تركيز الملكية (نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين) والأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  هو نفسه سواء كان أكبر المساهمين من العائلة، أو مستثمر أجنبي أو دولة.

تجدر الإشارة في الأخير إلى أننا حاولنا في هذا الجزء كذلك اختبار تأثير نسبة ملكية ثاني أكبر المساهمين وثالث أكبر المساهمين على الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  لشركات المساهمة عينة الدراسة، إلا أن نتائج النماذج الديناميكية باستخدام طريقة العزوم المعممة  $GMM_{syst}$  أسفرت عن عدم وجود علاقة بين كل من نسبة الأسهم المملوكة من قبل ثاني أكبر المساهمين، نسبة الأسهم المملوكة من قبل ثالث أكبر المساهمين والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$ .

المطلب الثاني : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

قمنا في هذه الخطوة باختبار العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية مقاسة بنسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة Manag والأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة عينة الدراسة خلال الفترة الزمنية 2010-2011، والجدول التالي يعرض نتائج تقدير النموذج الديناميكي باستخدام  $GMM_{\text{sys}}$  لتأثير الملكية الإدارية على معدل المردودية الاقتصادية :

الجدول رقم (5.5): نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الملكية الإدارية على معدل المردودية الاقتصادية

النموذج 1	المتغير التابع المردودية الاقتصادية Re
-3.7868*** (0.9417)	الثابت Cons
0.8782*** (0.1458)	المردودية الاقتصادية الأولية Re(-1)
-37.6920** (15.4537)	نسبة الملكية الإدارية Manag
133.2037** (57.6116)	تربيع نسبة الملكية الإدارية Manag <sup>2</sup>
-93.7161** (41.0994)	تكعيب نسبة الملكية الإدارية Manag <sup>3</sup>
0.0098*** (0.0035)	معدل النمو Croiss
0.1087*** (0.0191)	الحجم Taille
-0.1374** (0.0551)	نسبة الاستدانة End
825	عدد المشاهدات
0.7417	اختبار AR(2) Arellano-Bond (p-value)
Pr> = 0.0578	اختبار Sargan- Hansen

المصدر : من اعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج Stata.14

( ) : الخطأ المعياري

العلامة (\*\*\*)، (\*\*)، (\*) تشير إلى مستوى المعنوية 1%، 5%، 10% على الترتيب.

يوضح الجدول رقم (5.5) نتائج نموذج بانل الديناميكي باستخدام  $GMM_{syst}$  لتأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، حيث تتعلق الملاحظات الأولى بمواصفات وجودة النموذج الديناميكي المقدر ويتضح من خلال هذا الجدول ما يلي :

- تشير قيمة إحصائية اختبار Arellano et Bond (1991) بخصوص الارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء المقدر في نموذج بانل الديناميكي المقدر بواسطة  $GMM_{syst}$  إلى عدم رفض فرضية العدم  $H_0$  لهذا الاختبار والتي تتمثل في عدم وجود هذا الارتباط، وهذا يعني أن حد الخطأ الأصلي غير مرتبط تسلسليا ويتبع عملية المتوسط المتحرك على الأقل من الدرجة الأولى.
- تشير قيمة إحصائية اختبار Sargan/Hansen لمدى ملاءمة (صلاحية) المتغيرات الأدواتية (المساعدة) المستخدمة في النموذج الديناميكي إلى عدم رفض فرضية العدم  $H_0$  لهذا الاختبار والتي تتمثل في صلاحية المتغيرات المساعدة عند مستوى معنوية 5%، وهذا ما يؤكد صلاحية شروط العزوم المستخدمة في التقدير، واتساق القيم المقدر لمعاملات انحدار النماذج.
- كما يتضح من خلال نتائج التقدير في الجدول رقم (5.5) معنوية معامل انحدار معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  في الفترة السابقة عند مستوى معنوية 1% في النموذج الديناميكي المستخدم، وهو ما يشير إلى تأثير مؤشر الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية بقيمته في الفترة السابقة، ويعكس ذلك ملاءمة نموذج بانل الديناميكي المستخدم.

كذلك يظهر من خلال نتائج تقدير النموذج رقم 1 في الجدول رقم (5.5) وجود أثر سالب ومعنوي لنسبة الملكية الإدارية مقاسة بنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة  $Manag$  على الأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى معنوية 5%، ووجود أثر موجب ومعنوي لتربيع نسبة الملكية الإدارية  $Manag^2$  على معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى معنوية 5%، ووجود أثر سالب ومعنوي لمكعب (تكعيب) نسبة الملكية الإدارية  $Manag^3$  على معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى معنوية 5%، وهو ما يشير إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\wedge$  بين نسبة الملكية الإدارية مقاسة بنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة  $Manag$  والأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$ ، حيث تكون العلاقة في البداية بين المتغيرين علاقة عكسية إلى غاية بلوغ نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة (الملكية الإدارية)  $Manag$  النسبة 20.20%، وعند تجاوز تلك النسبة تصبح العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية  $Manag$  ومعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  علاقة طردية إلى غاية بلوغ نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة النسبة 76.39%، لتصبح العلاقة بين المتغيرين بعد تلك النسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة علاقة عكسية.

## الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

أما بالنسبة لمتغير الهيكل المالي (نسبة الاستدانة) تشير نتائج النموذج الديناميكي في الجدول رقم (5.5) إلى وجود أثر سالب ومعنوي لنسبة الديون المالية (الرفع المالي) على معدل المردودية الاقتصادية Re عند مستوى معنوية 5%.

كما توضح نتائج تقدير نموذج بانل الديناميكي في الجدول رقم (5.5) وجود أثر موجب ومعنوي لحجم المؤسسة Taille على معدل المردودية الاقتصادية Re عند مستوى معنوية 1%.

أيضا وجود أثر موجب ومعنوي لمعدل النمو Croiss على معدل المردودية الاقتصادية Re عند مستوى معنوية 1%.

**المطلب الثالث: نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير هوية الملاك على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر**

قمنا في هذه المرحلة باختبار تأثير هوية الملاك معبر عنها بنسبة الملكية العائلية Famil، نسبة الملكية الأجنبية Etrang، ونسبة ملكية الدولة Etat، على الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة عينة الدراسة خلال الفترة 2010-2014، في حين تم استبعاد متغير نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين Inst (ملكية البنوك وشركات التأمين) لعدم معنوية هذا المتغير في تأثيره على معدل المردودية الاقتصادية Re، وذلك نتيجة العدد القليل لشركات المساهمة عينة الدراسة التي تحتوي على مساهمات للمستثمرين المؤسسيين (البنوك وشركات التأمين) من جهة، إضافة إلى النسبة الضعيفة جدا التي تمتلكها البنوك وشركات التأمين والتي لا تتجاوز نسبة 3% من رأس مال بعض شركات المساهمة عينة الدراسة من جهة أخرى، ويعود السبب في ذلك إلى التقييد الذي تفرضه الدولة الجزائرية على التوظيفات المالية للبنوك وشركات التأمين كما سبقت الإشارة له، ونشير إلى أن هذه النتيجة تتفق مع نتائج الدراسات السابقة التي أكدت على أن الدور الايجابي لتأثير المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي يتطلب امتلاكهم لنسبة معتبرة من رأس مال المؤسسة، والجدول التالي يعرض نتائج النموذج الديناميكي باستخدام  $GMM_{syst}$  لتأثير هوية الملاك على معدل المردودية الاقتصادية :

الجدول رقم (6.5) : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير هوية الملاك على معدل المردودية الاقتصادية

المتغير التابع	النموذج 1	النموذج 2	النموذج 3
المردودية الاقتصادية Re			
الثابت	-1.7899*** (0.4100)	-1.7598*** (0.3391)	-2.3449*** (0.3935)
cons			
المردودية الاقتصادية الأولية	0.8782*** 0.1458	0.5155*** (0.0962)	0.5560*** (0.0720)
Re(-1)			
نسبة الملكية العائلية	-45.4403** (21.1034)		
Famil			
تربيع نسبة الملكية العائلية	119.1715** (55.4350)		
Famil <sup>2</sup>			
تكعيب نسبة الملكية العائلية	-75.1648** (34.8092)		
Famil <sup>3</sup>			
نسبة الملكية الأجنبية		0.9507** (0.4173)	
Etrang			
تربيع نسبة الملكية الأجنبية		-0.9204** (0.4930)	
Etrang <sup>2</sup>			
نسبة ملكية الدولة			1.7687*** (0.4616)
Etat			
تربيع نسبة ملكية الدولة			-1.3171*** (0.3970)
Etat <sup>2</sup>			
معدل النمو	0.0098*** (0.0035)	0.0093*** (0.0030)	0.0087*** (0.0031)
Croiss			
الحجم	0.1087*** (0.0191)	0.0789*** (0.0153)	0.0953*** (0.0164)
Taille			
نسبة الاستدانة	-0.1374** (0.0551)	-0.1443*** (0.0484)	-0.1575*** (0.0484)
End			
عدد المشاهدات	825	825	825
اختبار AR(2) Arellano- Bond			
(p-value)	0.7417	0.8554	0.8632
اختبار Sargan Hansen			
Pr> =	Pr> =	Pr> =	Pr> =
0.0578	0.0789	0.0763	

المصدر : من اعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج Stata.14

( ) : الخطأ المعياري

العلامة (\*\*\*)، (\*\*)، (\*) تشير إلى مستوى المعنوية 1%، 5%، 10% على الترتيب.

يوضح الجدول رقم (6.5) نتائج النماذج الديناميكية المقدرة باستخدام  $GMM_{\text{sys}}$  لتأثير هوية الملاك على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، حيث تتعلق الملاحظات الأولى بمواصفات وجودة جميع النماذج المقدرة ويتضح من خلال هذا الجدول مايلي :

- تشير قيمة إحصائية اختبار Arellano et Bond (1991) بخصوص الارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء المقدرة في جميع نماذج بانل الديناميكية المقدرة بواسطة  $GMM_{\text{sys}}$  إلى عدم رفض فرضية عدم  $H_0$  لهذا الاختبار والتي تتمثل في عدم وجود هذا الارتباط، وهذا يعني أن حد الخطأ الأصلي غير مرتبط تسلسليا ويتبع عملية المتوسط المتحرك على الأقل من الدرجة الأولى.
- تشير قيمة إحصائية اختبار Sargan/Hansen لمدى ملائمة (صلاحية) المتغيرات الأدواتية (المساعدة) المستخدمة في النماذج الديناميكية إلى عدم رفض فرضية عدم  $H_0$  لهذا الاختبار والتي تتمثل في صلاحية المتغيرات المساعدة عند مستوى معنوية 5%، وهذا ما يؤكد صلاحية شروط العزوم المستخدمة في التقدير، واتساق القيم المقدرة لمعاملات انحدار النماذج.
- كما يتضح من خلال نتائج التقدير في الجدول رقم (6.5) معنوية معامل انحدار معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  في الفترة السابقة عند مستوى معنوية 1% في جميع النماذج الديناميكية المستخدمة، وهو ما يشير إلى تأثير مؤشر الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  بقيمته في الفترة السابقة، ويعكس ذلك ملائمة النماذج الديناميكية المستخدمة.

كذلك يظهر من خلال نتائج تقدير النموذج رقم 1 في الجدول رقم (6.5) وجود أثر سالب ومعنوي لنسبة الملكية العائلية مقاسة بنسبة الأسهم المملوكة لأفراد العائلة Famil على الأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى معنوية 5%، ووجود أثر موجب ومعنوي لتربيع نسبة الملكية العائلية  $Famil^2$  على معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى معنوية 5%، ووجود أثر سالب ومعنوي لمكعب (تكعيب) نسبة الملكية العائلية  $Famil^3$  على الأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى معنوية 5%، وهو ما يشير إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\sqrt{\quad}$  بين نسبة الملكية العائلية مقاسة بنسبة ملكية أفراد العائلة Famil والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$ ، حيث تكون العلاقة في البداية بين المتغيرين علاقة عكسية إلى غاية بلوغ نسبة الملكية العائلية Famil النسبة 20.55%، وعند تجاوز تلك النسبة تصبح العلاقة بين نسبة الملكية العائلية Famil ومعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  علاقة طردية إلى غاية بلوغ نسبة الملكية العائلية النسبة 78.92%، لتصبح العلاقة بين المتغيرين بعد تلك النسبة للملكية العائلية علاقة عكسية.

كما يتضح من خلال النموذج رقم 2 في الجدول رقم (6.5) وجود أثر موجب ومعنوي لنسبة الملكية الأجنبية Etrang مقاسة بنسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب (الأفراد أو الشركات الأجنبية) في شركات المساهمة المحلية على الأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية Re عند مستوى معنوية 5%، ووجود أثر سالب ومعنوي لتربيع نسبة الملكية الأجنبية Etrang<sup>2</sup> على معدل المردودية الاقتصادية Re عند مستوى معنوية 5%، وهو ما يشير إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة الملكية الأجنبية مقاسة بنسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب Etrang والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re من الشكل n، حيث تكون العلاقة في البداية بين نسبة الملكية الأجنبية Etrang ومعدل المردودية الاقتصادية Re علاقة طردية إلى غاية بلوغ نسبة ملكية المستثمرين الأجانب Etrang النسبة 52.88%، وعند تجاوز تلك النسبة تصبح العلاقة بين نسبة الملكية الأجنبية Etrang ومعدل المردودية الاقتصادية Re علاقة عكسية.

أيضا يشير النموذج رقم 3 في الجدول رقم (6.5) إلى وجود أثر موجب ومعنوي لنسبة ملكية الدولة Etat مقاسة بنسبة الأسهم المملوكة للدولة على الأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية Re عند مستوى معنوية 1%، ووجود أثر سالب ومعنوي لتربيع نسبة ملكية الدولة Etat<sup>2</sup> على معدل المردودية الاقتصادية Re عند مستوى معنوية 1%، وهو ما يعبر عن وجود علاقة غير خطية بين نسبة ملكية الدولة Etat ومعدل المردودية الاقتصادية Re من الشكل n، حيث تكون العلاقة في البداية بين نسبة ملكية الدولة Etat والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re علاقة طردية إلى غاية بلوغ نسبة ملكية الدولة Etat النسبة 46.29%، وعند تجاوز تلك النسبة تصبح العلاقة بين نسبة ملكية الدولة Etat ومعدل المردودية الاقتصادية Re علاقة عكسية.

كما تشير نتائج جميع النماذج الدينامية في الجدول رقم (6.5) إلى وجود أثر سالب ومعنوي لنسبة الديون المالية (الرفع المالي) على معدل المردودية الاقتصادية Re عند مستوى معنوية 1% بالنسبة للنموذجين رقم 2 و3، وعند مستوى معنوية 5% بالنسبة للنموذج رقم 1.

كذلك توضح نتائج تقدير نماذج بانل الدينامية في الجدول رقم (6.5) وجود أثر موجب ومعنوي لحجم المؤسسة Taille على معدل المردودية الاقتصادية Re عند مستوى معنوية 1% في جميع النماذج الدينامية المقدر.

أيضا تكشف نتائج جميع النماذج الدينامية في الجدول رقم (6.5) عن وجود أثر موجب ومعنوي لمعدل النمو Croiss على معدل المردودية الاقتصادية Re عند مستوى معنوية 1%.



المطلب الرابع : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

أسفرت نتائج جميع النماذج الديناميكية السابقة عن وجود أثر سالب لنسبة الديون المالية على معدل المردودية الاقتصادية، واستكمالاً لتحليل العلاقة بين الهيكل المالي معبر عنه بنسبة الديون المالية والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية، ومن أجل معرفة إذا كانت العلاقة العكسية بين المتغيرين التي أشارت لها نتائج تلك النماذج الديناميكية تتأثر بهوية الملاك قمنا في هذه الخطوة بدراسة تأثير الهيكل المالي مقاساً بنسبة الديون المالية (الرفع المالي) End مصنفة حسب هوية الملاك على الأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة عينة الدراسة خلال الفترة 2010-2014، والجدول التالي يعرض نتائج النموذج الديناميكي باستخدام  $GMM_{\text{sys}}$  لتأثير الهيكل المالي على معدل المردودية الاقتصادية:

الجدول رقم (7.5) : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الهيكل المالي على معدل المردودية الاقتصادية

النموذج 4	النموذج 3	النموذج 2	النموذج 1	المتغير التابع المردودية الاقتصادية Re
-2.9735*** (0.5369)	-10.2369*** (3.0409)	0.9588 (1.3389)	10.3767** (4.3610)	الثابت cons
0.8378*** (0.1460)	0.8378*** (0.1460)	0.8378*** (0.1460)	0.8378*** (0.1460)	المردودية الاقتصادية الأولية Re(-1)
-0.1779** (0.0909)	-0.1779** (0.0909)	-0.1779** (0.0909)	-0.1779** (0.0909)	نسبة الاستدانة في شركات المساهمة العائلية كلياً End <sub>Famil</sub>
-0.2578 (0.1696)	-0.2578 (0.1696)	-0.2578 (0.1696)	-0.2578 (0.1696)	نسبة الاستدانة في شركات المساهمة المشتركة (العائلات والمستثمرين الأجانب) End <sub>FamilEtrang</sub>
-0.0911 (0.1602)	-0.0911 (0.1602)	-0.0911 (0.1602)	-0.0911 (0.1602)	نسبة الاستدانة في شركات المساهمة المشتركة (الدولة والمستثمرين الأجانب) End <sub>EtatEtrang</sub>
-0.0874 (0.0823)	-0.0874 (0.0823)	-0.0874 (0.0823)	-0.0874 (0.0823)	نسبة الاستدانة في شركات المساهمة العامة (مملوكة للدولة كلياً) End <sub>Etat</sub>

الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية واهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

-0.1703 (0.1894)	-0.1703 (0.1894)	-0.1703 (0.1894)	-0.1703 (0.1894)	نسبة الاستدانة في شركات المساهمة الأجنبية كليا End <sub>Etrang</sub>
0.0097*** (0.0034)	0.0097*** (0.0034)	0.0097*** (0.0034)	0.0097*** (0.0034)	معدل النمو Croiss
0.1052*** (0.0190)	0.1052*** (0.0190)	0.1052*** (0.0190)	0.1052*** (0.0190)	الحجم Taille
	7.2634*** (2.6842)	-3.9323** (1.6024)	-13.3502*** (4.6843)	قطاع الصناعة Industrie
-7.2634*** (2.6842)		-11.1957*** (4.2526)	-20.6136*** (7.3609)	قطاع الخدمات Services
3.9323** (1.6024)	11.1957*** (4.2526)		-9.4179*** (3.1307)	قطاع التجارة Commerce
13.3502*** (4.6843)	20.6136*** (7.3609)	9.4179*** (3.1307)		قطاع البناء والأشغال العمومية BTPH
825	825	825	825	عدد المشاهدات
0.8362	0.8362	0.8362	0.8362	اختبار AR(2) Arellano- Bond (p-value)
Pr> = 0.0546	Pr> = 0.0546	Pr> = 0.0546	Pr> = 0.0546	اختبار Sargan Hansen

المصدر : من اعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج Stata.14

( ) : الخطأ المعياري

العلامة (\*\*\*), (\*\*), (\*) تشير إلى مستوى المعنوية 1%، 5%، 10% على الترتيب.

يوضح الجدول رقم (7.5) نتائج النماذج الديناميكية المقدرة باستخدام  $GMM_{\text{sys}}$  لتأثير الهيكل المالي (نسبة الاستدانة المالية) على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، حيث تتعلق الملاحظات الأولى بمواصفات وجودة جميع النماذج المقدرة ويتضح من خلال هذا الجدول ما يلي :

- تشير قيمة إحصائية اختبار Arellano et Bond (1991) بخصوص الارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء المقدرة في جميع نماذج بانل الديناميكي المقدرة بواسطة  $GMM_{\text{sys}}$  إلى عدم رفض فرضية العدم  $H_0$  لهذا الاختبار والتي تتمثل في عدم وجود هذا الارتباط، وهذا يعني أن حد الخطأ الأصلي غير مرتبط تسلسليا ويتبع عملية المتوسط المتحرك على الأقل من الدرجة الأولى.

## الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية واهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

- تشير قيمة إحصائية اختبار Sargan/Hansen لمدى ملاءمة (صلاحية) المتغيرات الأوتية (المساعدة) المستخدمة في النماذج الدينامية إلى عدم رفض فرضية العدم  $H_0$  لهذا الاختبار والتي تتمثل في صلاحية المتغيرات المساعدة عند مستوى معنوية 5%، وهذا ما يؤكد صلاحية شروط العزوم المستخدمة في التقدير، واتساق القيم المقدرة لمعاملات المخار النماذج.
  - كما يتضح من خلال نتائج التقدير في الجدول رقم (7.5) معنوية معامل المخار معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  في الفترة السابقة عند مستوى معنوية 1% في جميع النماذج الدينامية المستخدمة، وهو ما يشير إلى تأثير مؤشرات الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  بقيمتها في الفترة السابقة، ويعكس ذلك ملاءمة النماذج الدينامية المستخدمة.
- كذلك يظهر من خلال نتائج تقدير النموذج رقم 1 في الجدول رقم (7.5) وجود أثر سالب ومعنوي لنسبة الديون المالية (الرفع المالي) في شركات المساهمة العائلية كليا  $End_{Famil}$  على الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى معنوية 5%.
- كما تشير نتائج النماذج الدينامية رقم 2، 3، 4 في الجدول رقم (7.5) إلى عدم وجود أثر معنوي لكل من : نسبة الاستدانة في شركات المساهمة المشتركة بين العائلات والمستثمرين الأجانب  $End_{FamilEtrang}$ ، نسبة الاستدانة في شركات المساهمة المشتركة بين الدولة والشركات الأجنبية  $End_{EtatEtrang}$ ، نسبة الاستدانة في شركات المساهمة العامة (مملوكة كليا للدولة)  $End_{Etat}$ ، نسبة الاستدانة في شركات المساهمة الأجنبية كليا  $End_{Etrang}$  على الأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$ .
- كذلك توضح نتائج تقدير نماذج بانل الدينامية في الجدول رقم (7.5) وجود أثر موجب ومعنوي لحجم المؤسسة  $Taille$  على معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى معنوية 1% في جميع النماذج الدينامية المقدرة.
- أيضا تكشف نتائج الجدول رقم (7.5) عن وجود أثر موجب ومعنوي لمعدل النمو  $Croiss$  على معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى معنوية 1% في جميع النماذج الدينامية المقدرة.
- وكذلك يشير نتائج جميع النماذج الدينامية لبيانات بانل في الجدول رقم (7.5) إلى وجود تأثير لطبيعة القطاع الذي تنشط فيه شركة المساهمة على معدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عند مستوى معنوية 1% و 5%.

### المبحث الثالث : مناقشة نتائج الدراسة ونقد الفرضيات

سوف نقوم من خلال هذا المبحث بمناقشة نتائج نماذج بانل الديناميكي التي أسفرت عنها الدراسة القياسية في المبحث السابق على ضوء ما تم التطرق اليه من أدبيات نظرية لتأثير متغير هيكل الملكية واهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة ومقارنة تلك النتائج بنتائج الدراسات السابقة إضافة إلى نقد فرضيات الدراسة.

#### المطلب الأول : تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

خلصت نتائج النموذج الديناميكي لبيانات بانل في الجدول رقم (4.5) إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $n$  بين نسبة تركيز الملكية معبر عنها بنسبة ملكية أكبر المساهمين  $Act_1$  والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  لشركات المساهمة بالجزائر، حيث تكون العلاقة بين المتغيرين طردية عندما تكون نسبة ملكية أكبر المساهمين  $Act_1$  أقل من 59.74%، في حين تكون العلاقة عكسية بين نسبة تركيز الملكية ومعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  عندما تكون نسبة ملكية أكبر المساهمين  $Act_1$  أكبر من 59.74%.

يمكن تفسير الارتفاع في مستوى الأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  لشركات المساهمة بالجزائر مع كل زيادة لنسبة تركيز الملكية  $Act_1$  (العلاقة الطردية) قبل النسبة 59.74% حسب فرضية تقارب المصالح والتي تشير إلى أنه كلما ارتفعت نسبة ملكية أكبر المساهمين كلما أدى ذلك بأكبر المساهمين والذي عادة ما يكون عضو مجلس إدارة إلى اتخاذ قرارات داخل مجلس الإدارة تتوافق مع مصلحة المساهمين الآخرين أو الأقلية وتحسن من مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة.

إضافة إلى ذلك فإن أكبر المساهمين غالباً ما يكون رئيس مجلس الإدارة (مدير تنفيذي) وعليه فإنه سوف يكون أكثر حرصاً على رقابة تنفيذ القرارات التي يتم اتخاذها على مستوى مجلس الإدارة، وحتى في حالة عدم توليه منصب رئيس مجلس الإدارة (في حالات قليلة) فإن أكبر المساهمين له قدرة عالية على رقابة تصرفات المديرين التنفيذيين (دور رقابي فعال) من خلال قدرته على الوصول إلى المعلومات داخل شركة المساهمة والتي تعد ضرورية لممارسة الرقابة عليها، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة بين المديرين التنفيذيين وبقية المساهمين، وهو ما ينعكس إيجابياً على مستوى الأداء المالي لشركة المساهمة.

أما انخفاض مستوى الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية  $Re$  لشركات المساهمة بالجزائر مع كل زيادة لنسبة تركيز الملكية  $Act_1$  (العلاقة العكسية) بعد النسبة 59.74% فيمكن تفسيره بأن امتلاك أكبر المساهمين لغالبية الأسهم في شركة المساهمة وبالتالي أغلبية حقوق التصويت ضمن مجلس الإدارة وهو ما يؤدي به إلى اتخاذ القرارات التي تخدم مصالحه الشخصية على حساب مصلحة باقي المساهمين.

كما أن امتلاك أكبر المساهمين لنسبة أكبر من 59.74% من مجموع أسهم شركة المساهمة وحسب الفرضية التجدرية تعزز من السلوك الانتهازي لأكبر المساهمين بهدف تحقيق أقصى قدر من المنافع أو الأرباح الخاصة، فغالبا عند التركيز الشديد للملكية الأسهم في يد أكبر المساهمين (امتلاكه لأكثر من 59.74% من مجموع أسهم شركة المساهمة) يتولى أكبر المساهمين منصب رئيس مجلس الإدارة (أي مدير تنفيذي) وهو ما يسمح له باستغلال منصبه الإداري هذا بمصادرة (تحويل) الثروة من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح\* من أجل تحقيق أقصى قدر من المنافع والأرباح الخاصة، وذلك بتحويل جزء من الأرباح المحققة لمصلحته الشخصية من خلال التلاعب في صحة القوائم المالية وإخفاء جزء من الأرباح، وذلك إما بإخفاء جزء من الإيرادات المحققة أو تضخيم المصاريف خلال الدورة المحاسبية، وبالتالي تركيز الملكية في يد أكبر المساهمين يؤدي إلى مشكلة تجدر كبار المساهمين ومصادرة (تحويل) الثروة وهو ما يؤثر سلبا على مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة، كما أن تركيز الملكية تضعف من مصداقية المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية وذلك لتزايد ممارسة سياسة إدارة الأرباح من طرف أكبر المساهمين، وتضعف كذلك عملية الرقابة على التصرفات الانتهازية لأكبر المساهمين.

كذلك كشفت نتائج النموذج الديناميكي في الجدول رقم (4.5) لتأثير هوية أكبر المساهمين على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر عن عدم وجود علاقة بين هوية أكبر المساهمين والأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية Re، وهو ما يشير إلى أن العلاقة غير خطية من شكل n بين تركيز الملكية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر لا تتأثر بهوية أكبر المساهمين، بمعنى أن تأثير نسبة ملكية أكبر المساهمين على الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر يكون من الشكل n سواء كان أكبر المساهمين فردا من العائلة، أو مستثمرا أجنبيا، أو دولة، وعليه فإن التفسير المقدم أعلاه لتأثير تركيز الملكية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر يبقى نفسه سواء كان أكبر المساهمين أحد أفراد العائلة، أو مستثمرا أجنبيا، أو دولة.

إلا أننا سوف نستبعد من التحليل السابق وجود سلوك انتهازي للدولة عند امتلاكها لأغلبية أو جميع الأسهم في شركة المساهمة العامة (المؤسسات العامة) يؤدي إلى انخفاض مستوى أدائها المالي، وذلك لأن التأثير السلبي لتركيز الملكية في يد الدولة على الأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية Re إنما يعود بالدرجة الأولى إلى ضعف مستوى الرقابة من طرف مؤسسات تسيير مساهمات الدولة والتي تعد المساهم الوحيد لشركات المساهمة العامة بالجزائر، وهذا ما يجعل هذه الأخيرة شركات ذات أسهم وهمية، فتركيز ملكية الأسهم في يد مساهم واحد يجعل من عملية الرقابة على شركات المساهمة العامة صعبة، إضافة إلى مشكلة الوكالة التي تعاني منها شركات المساهمة المملوكة للدولة بسبب الفصل بين الملكية والتسيير، حيث يكون المديرون (أعضاء مجلس الإدارة) ليسوا ملاكا، وبالتالي لن يكون لهم حافز للبذل جهد أكثر لتحسين مستوى أداء شركات المساهمة العامة بالجزائر.

\* إدارة الأرباح عبارة عن ممارسات متعمدة من الإدارة في تحديد الربح المحاسبي والتقرير عنه كي يعكس رغبات ومصالح الإدارة أكثر من كونه انعكاس للأداء الاقتصادي الحقيقي للمؤسسة.

تتفق نتائج دراستنا مع نتائج دراسة كل من (Thomsen et Pedersen (2000)، Lee (2008)، Mard et Marsat (2012)، حيث خلصت تلك الدراسات كذلك إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين متغير تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسة مع اختلاف فقط في نقاط انعطاف الشكل  $\cap$ ، وقد كانت نتائج دراستنا الحالية الخاصة بتأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة قريبة جدا لنتائج دراسة Lee (2008) التي تم إجراؤها على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة كوريا، حيث وجدت تلك الدراسة نقطة انعطاف العلاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي عند نسبة تركيز ملكية 55%، أما في دراستنا فقد كانت النسبة 59.74%.

بناء على ما سبق سوف نرفض الفرضية الأولى للدراسة الحالية التي نصت على وجود علاقة خطية طردية بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، إذ خلصنا من خلال الدراسة القياسية إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين نسبة تركيز الملكية معبر عنها بنسبة ملكية أكبر المساهمين  $Act_1$  والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر.

كشفت نتائج النماذج الدينامكية لتركيز الملكية كذلك عن عدم وجود تأثير لنسبة ملكية ثاني أكبر المساهمين  $Act_2$  ونسبة ملكية ثالث أكبر المساهمين  $Act_3$  على الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر، وهو ما يشير إلى أن ثاني أكبر المساهمين وثالث أكبر المساهمين ليس لهما أي تأثير على قرارات مجلس إدارة شركات المساهمة بالجزائر وبالتالي على مستوى أدائها المالي، باعتبار أن مجلس الإدارة يتشكل عادة من كبار المساهمين في شركات المساهمة، وربما يعود السبب في ذلك إلى نسبة ملكيتهم الضعيفة لأسهم شركة المساهمة مقارنة بنسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين  $Act_1$  والذي عادة ما يكون رئيس مجلس الإدارة (مدير تنفيذي)، وهو ما يضعف من حافز ثاني أكبر المساهمين وثالث أكبر المساهمين للرقابة على سلوكيات وتصرفات أكبر المساهمين.

كما نشير كذلك في هذا الصدد إلى أن شركات المساهمة العائلية بالجزائر خصوصا من الجيل الأول (الأب والأبناء) والتي تتميز بتركيز شديد لملكية الأسهم في يد أكبر المساهمين (الأب) والذي يسيطر غالبا على معظم الأسهم (حوالي 90%) ويكون رئيس مجلس الإدارة، وبالتالي فإن نسبة الأسهم التي يمتلكها الأبناء لا يكون لها أي تأثير على مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة العائلية بسبب عدم قدرتهم على التأثير على قرارات مجلس الإدارة والذي يسيطر عليه المؤسس (الأب)، ولا يوجد هناك أي حافز للأبناء من أجل فرض رقابة على تصرفات أكبر المساهمين (الأب)، وبالتالي وجود الأبناء ضمن هذا الصنف لشركات المساهمة العائلية بالجزائر هو فقط من أجل استيفاء متطلبات الشكل القانوني لشركات المساهمة (على الأقل 7 أفراد)، كما نشير إلى أنه وحسب نتائج نموذج تركيز الملكية أن هذا النوع من شركات المساهمة العائلية (الأب والأبناء) هو الأكثر مصادرة (تحويل) للثروة من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح والتلاعب في صحة القوائم المالية، وبالتالي على صحة مؤشرات أدائها المالي

والتي تصبح لا تعكس الوضعية المالية الحقيقية لتلك الشركات العائلية مقارنة بباقي شركات المساهمة العائلية من الجيل الثاني أو الجيل الثالث أو شركات المساهمة العائلية المكونة من أكثر من عائلتين.

### المطلب الثاني : تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

خلصت نتائج النموذج الديناميكي لبيانات بانل في الجدول رقم (5.5) إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\sqrt{\quad}$  بين الملكية الإدارية Manag مقاسة بنسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر، حيث تكون العلاقة عكسية بينهما عندما تكون نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة (الملكية الإدارية) أقل من 20.20% وأكبر من 76.39%، في حين تكون العلاقة طردية بين نسبة الملكية الإدارية ومعدل المردودية الاقتصادية Re عندما تكون نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة محصورة بين 20.20% و 76.39%.

يمكن تفسير النتائج التي أسفر عنها النموذج الديناميكي في الجدول رقم (5.5) على أن نسبة الملكية الإدارية Manag لا يكون لها أي تأثير على الأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر إلا عند نسبة ملكية إدارية 20.20%، أي إن أعضاء مجلس الإدارة لا يكون لهم حافز للقيام برقابة فعالة على تنفيذ القرارات المتخذة على مستوى مجلس الإدارة إلا عند امتلاكهم لنسبة 20.20% من مجموع أسهم شركة المساهمة، وهي تقريبا نفس النسبة التي ألزم القانون التجاري أعضاء مجلس الإدارة على امتلاكها (20%).

كما يمكن تفسير الارتفاع في الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر مع كل زيادة لنسبة الملكية الإدارية Manag (العلاقة الطردية) بعد النسبة 20.20%، أن زيادة نسبة ملكية الأسهم من قبل أعضاء مجلس الإدارة يؤدي إلى زيادة مستوى رقابتهم على تنفيذ القرارات المتخذة على مستوى مجلس الإدارة، وبالتالي تقليل تكاليف الوكالة بين المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) وبقية المساهمين وهو ما ينعكس ايجابيا على مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة، كما أن زيادة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم شركة المساهمة تؤدي حسب فرضية تقارب المصالح إلى اتخاذ أعضاء مجلس الإدارة (المديرين) لقرارات تتوافق مع مصلحة بقية المساهمين وتؤدي إلى تحسين مستوى الأداء المالي لشركة المساهمة.

أما انخفاض معدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر مع كل زيادة لنسبة الملكية الإدارية Manag (العلاقة العكسية) بعد النسبة 76.39% فيمكن تفسيره أن زيادة نسبة ملكية الأسهم من قبل أعضاء مجلس الإدارة يؤدي حسب فرضية تجذّر المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) إلى زيادة سلوكهم الانتهازي في مصادرة (تحويل) الثروة من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح والتلاعب في صحة القوائم المالية لإخفاء جزء من الأرباح المحققة وتحويل تلك الأرباح لتحقيق منافع ومصالح شخصية، ويتم ذلك من خلال التأثير على مستوى الربح المحاسبي سواء بإخفاء جزء من الإيرادات المحققة أو تضخيم المصاريف خلال الدورة المحاسبية، وبالتالي تركيز الملكية

## الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية واهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

الإدارية تؤدي إلى تجدد المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) ومصادرة الثروة وهو ما يؤثر سلبيا على مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، كما أن تركيز الملكية الإدارية تضعف من مصداقية المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية وذلك لتزايد ممارسة سياسة إدارة الأرباح من طرف أعضاء مجلس الإدارة.

تجدر الإشارة إلى أن عملية المقارنة بين نتائج النموذج الديناميكي لتأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي ونتائج النموذج الديناميكي لتأثير تركيز الملكية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر تكشف أن تأثير ملكية أعضاء مجلس الإدارة على الأداء المالي يتماشى مع تأثير نسبة ملكية أكبر المساهمين على الأداء المالي، وهو ما يشير إلى أن تأثير الملكية الإدارية Manag على الأداء المالي معبر عنه بمعدل المردودية الاقتصادية Re سواء أكان إيجابيا أو سلبيا يرتبط بنسبة ملكية أكبر المساهمين Act<sub>1</sub> في شركات المساهمة بالجزائر، وهو ما يدل على أن نسبة ملكية أكبر المساهمين لها تأثير كبير على قرارات مجلس الإدارة وعلى درجة الرقابة في شركات المساهمة، وهذا التأثير قد يكون إيجابيا ويخدم مصلحة جميع المساهمين (عندما يكون أكبر المساهمين غير مهيمن أو مسيطر) وقد يكون تأثيرا سلبيا ويخدم مصالحه الشخصية على حساب باقي المساهمين (عند امتلاك أكبر المساهمين لنسبة أكبر من 59.74% من مجموع أسهم شركة المساهمة).

كما تؤكد كذلك نتائج نموذج الملكية الإدارية على أن أحد أهم أسباب ضعف مستوى شركات المساهمة المملوكة للدولة (المؤسسات العامة) هو مشكلة الملكية الإدارية الغائبة الناتجة عن الفصل بين الملكية والتسيير، وذلك لأن أعضاء مجلس الإدارة ليسوا ملاك حقيقيين لشركة المساهمة التي يسيرونها، وهو ما لا يشجعهم على بذل المزيد من الجهود لتحسين أداء شركات المساهمة العامة، وحتى يكون لأعضاء مجلس الإدارة تأثير على مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة العامة لابد أن يمتلكوا على الأقل نسبة 20.20% من مجموع أسهم شركات المساهمة المملوكة للدولة.

تتفق نتائج دراستنا فيما يتعلق بتأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي مع نتائج دراسة cheng et al (2012) التي تمت على عينة من المؤسسات في هونغ كونغ والتي خلصت كذلك إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\sqrt{\quad}$  بين متغير الملكية الإدارية والأداء المالي حيث كانت نقاط انعطاف الشكل عند نسبة ملكية إدارية 22.18% و 78.02% وهي قريبة جدا لنتائج دراستنا الحالية أين كانت نقاط الانعطاف عند نسبة ملكية إدارية 20.20% و 76.39%.

بناء على ما سبق سوف نرفض الفرضية الثانية للدراسة الحالية التي نصت على وجود علاقة خطية طردية بين نسبة الملكية الإدارية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، إذ خلصنا من خلال الدراسة القياسية إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\sqrt{\quad}$  بين نسبة الملكية الإدارية معبر عنها بنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة Manag والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر.



### المطلب الثالث : تأثير هوية الملاك على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

سوف نقوم فيما يلي بتفسير نتائج النماذج الديناميكية المتعلقة بتأثير الملكية العائلية، الملكية الأجنبية، ملكية الدولة على الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re.

### الفرع الأول : تأثير الملكية العائلية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

خلصت نتائج النماذج الديناميكية لبيانات بانل في الجدول رقم (6.5) إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\sqrt{\quad}$  بين نسبة الملكية العائلية Famil مقاسة بنسبة الأسهم المملوكة من قبل أفراد العائلة والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر، حيث تكون العلاقة عكسية بينهما عندما تكون نسبة الملكية العائلية Famil أقل من 20.55% وأكبر من 78.92%، في حين تكون العلاقة طردية بين نسبة الملكية العائلية Famil والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re عندما تكون نسبة الملكية العائلية Famil محصورة بين 20.55% و78.92%.

ويمكن تفسير النتائج التي أسفرت عنها نماذج بانل الديناميكي على أن نسبة الملكية العائلية Famil لا يكون لها أي تأثير على الأداء المالي (معدل المردودية الاقتصادية Re) لشركات المساهمة العائلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب الأفراد أو الشركات الأجنبية إلا عند نسبة ملكية عائلية Famil 20.55%، أي إن ملكية أفراد العائلة لا يكون لها أية سلطة للتأثير على قرارات مجلس الإدارة أو حافز لرقابة تنفيذ تلك القرارات في شركات المساهمة العائلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب الأفراد أو الشركات الأجنبية إلا عند امتلاكهم لنسبة 20.55% من مجموع أسهم شركة المساهمة.

أما الارتفاع في معدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة العائلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب الأفراد أو الشركات الأجنبية مع كل ارتفاع لنسبة الملكية العائلية Famil (العلاقة الطردية) بعد النسبة 20.55% فيتم تفسيره بالدور الإيجابي للمستثمرين الأجانب في تحسين مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة العائلية المشتركة (شراكة أجنبية) من خلال الاستفادة من الدور الرقابي للمستثمرين الأجانب على تنفيذ القرارات المتخذة على مستوى مجلس الإدارة وبالتالي التقليل من مشاكل الوكالة، وكذلك الاستفادة من الخبرة الإدارية والتقنية والتكنولوجيا المتطورة التي يجلبها المستثمرين الأجانب.

كما أن زيادة نسبة الملكية العائلية (ملكية أفراد العائلة) يؤدي أيضاً إلى زيادة مستوى الرقابة العائلية على القرارات المتخذة ضمن مجلس الإدارة، كذلك زيادة نسبة الملكية العائلية تؤدي إلى تقليل صراعات الوكالة بين الملاك والمديرين (أعضاء مجلس الإدارة) بسبب الجمع بين الملكية والتسيير والرقابة وهو ما يكون له تأثير إيجابي على الأداء المالي لشركات المساهمة العائلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب الأفراد أو الشركات الأجنبية.

كما يتمتع أفراد العائلة بقدرة كبيرة على الوصول للمعلومات داخل شركات المساهمة العائلية ومعرفة أفضل حول نشاط مؤسستهم بسبب اتصالهم بها منذ طفولتهم وتواجدهم الدائم بها، وهو ما يجعل الرقابة في شركات المساهمة العائلية فعالة وسهلة.

أيضا تتميز شركات المساهمة العائلية بأن لها علاقات طويلة الأجل مع أصحاب المصلحة مثل العملاء، الموردین، الموظفين، البنوك... إلخ، حيث تولد تلك العلاقات الطويلة الأجل الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملة مع شركات المساهمة العائلية وهو ما يزيد من سمعتها وبالتالي ينعكس إيجابيا على مستوى أدائها المالي، كما تسمح تلك العلاقات الطويلة الأجل خصوصا مع البنوك من سهولة الحصول على التمويل اللازم (القروض البنكية) بسبب سمعة شركات المساهمة العائلية.

إضافة إلى ما سبق فإن أفراد العائلة في شركات المساهمة العائلية من بين أهم اهتماماتهم هو تمير المؤسسة للأجيال القادمة، لذلك فإن الملاك في شركات المساهمة العائلية يكونون أكثر حرصا على أداء مؤسستهم، لأنها تعكس الإرث العائلي وسمعة مؤسستهم ومكانتها في المجتمع، كما تتميز شركات المساهمة العائلية أن لها أفق زمني طويل المدى لذلك فهي تهتم بالاستثمارات على المدى الطويل بهدف زيادة قيمة المؤسسة العائلية وهو ما ينعكس إيجابيا على الأداء المالي لشركات المساهمة العائلية.

أيضا كبار المساهمين في شركات المساهمة العائلية عادة ما يكونون بمثابة مديرين (أعضاء مجلس الإدارة) لذلك سوف يقومون باتخاذ قرارات تتوافق مع مصالح بقية المساهمين في العائلة (المساهمين الأقلية) ومصلحة المستثمرين الأجانب وبالتالي تؤدي فرضية تقارب المصالح بينهم إلى تحسين مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة العائلية.

غير أن امتلاك أفراد العائلة لنسبة أكبر من 78.92% من مجموع أسهم شركات المساهمة العائلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب الأفراد أو الشركات الأجنبية يؤدي إلى انخفاض مستوى أدائها المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re، وهذا بالرغم من الخصائص الايجابية التي تتميز بها شركات المساهمة العائلية السابق ذكرها في التفسير أعلاه، والتي كان من المفروض أن يؤدي زيادة تركيز الملكية العائلية إلى زيادة الاستفادة من تلك الخصائص في تحسين مستوى الأداء المالي لتلك المؤسسات العائلية.

ويمكن تفسير الانخفاض في الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة العائلية المشتركة (شراكة أجنبية) مع كل زيادة في نسبة ملكية العائلة Famil (العلاقة العكسية) بعد النسبة 78.92% حسب فرضية تجذّر المديرين يؤدي تركيز الملكية في يد كبار المساهمين من العائلة وتواجدهم ضمن مجلس الإدارة إلى زيادة سلوكهم الانتهازي في مصادرة (تحويل) الثروة من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح والتلاعب في صحة المعلومات المحاسبية لتحقيق المصالح الشخصية لأفراد العائلة على حساب مصلحة المستثمرين الأجانب (المساهمين الأقلية في هذه الحالة)، وهذا في ظل انخفاض حافز المستثمرين الأجانب للرقابة على سلوكيات المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) من أفراد العائلة عند امتلاكهم لنسبة أسهم أقل من 21.08% من مجموع أسهم شركات المساهمة

## الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

العائلية، وكذلك انخفاض قدرة المستثمرين الأجانب في التأثير على قرارات مجلس الإدارة في تلك المؤسسات العائلية وذلك بسبب ضعف مستوى ملكيتهم، وبالتالي فتركيز الملكية العائلية في شركات المساهمة العائلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب تؤدي إلى تجذّر أفراد العائلة ومصادرة الثروة، وهو ما يؤثر سلبيا على مستوى الأداء المالي لتلك المؤسسات العائلية.

أما بالنسبة لشركات المساهمة العائلية المملوكة كلياً لأفراد العائلة فغالباً أعضاء مجلس الإدارة هم أنفسهم أفراد العائلة وهو ما يؤدي حسب فرضية تجذّر المديرين إلى زيادة السلوك الانتهازي لأفراد العائلة في مصادرة (تحويل) الثروة المتولدة عن نشاط المؤسسات العائلية، من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح والتلاعب في صحة المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية، بهدف إخفاء جزء من الأرباح وتحويلها لتحقيق المصلحة الشخصية لأفراد العائلة، وبالتالي تركيز الملكية العائلية في شركات المساهمة العائلية كلياً تؤدي إلى تجذّر أفراد العائلة ومصادرة الثروة وبالتالي التأثير سلبيا على مؤشرات الأداء المالي، حيث تصبح تلك المؤشرات لا تعكس الوضعية المالية الحقيقية لشركات المساهمة العائلية بالجزائر، كما أن تركيز الملكية العائلية تضعف من مصداقية المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية لشركات المساهمة العائلية، وذلك لتزايد ممارسة سياسة إدارة الأرباح من طرف أفراد العائلة.

وبالتالي يتضح مما سبق أن السلوك الانتهازي لشركات المساهمة العائلية في ممارسة سياسة إدارة الأرباح ومصادرة الثروة المحققة في تلك المؤسسات العائلية يرتفع مع كل انخفاض لنسبة رأس المال المملوك من قبل المستثمرين الأجانب الأفراد أو الشركات الأجنبية إلى أقل من النسبة 21.08%، وهو ما يشير إلى الدور الرقابي الفعال للمستثمرين الأجانب (الشراكة الأجنبية) في التقليل من ممارسة شركات المساهمة العائلية بالجزائر لسياسة إدارة الأرباح وتحويل تلك الأرباح لتحقيق مصالح شخصية للعائلة.

تتفق نتائج دراستنا مع نتائج دراسة Anderson et Reeb (2003)، ودراسة Pindado et al (2008)، حيث خلصت تلك الدراستين كذلك إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة الملكية العائلية والأداء المالي للمؤسسة، مع اختلاف فقط في شكل العلاقة غير الخطية بين نسبة الملكية العائلية والأداء المالي والتي كانت في دراستنا الحالية من الشكل  $\wedge$  بينما في تلك الدراسات كانت العلاقة غير الخطية بين نسبة الملكية العائلية والأداء المالي من الشكل  $\cap$ .

بناءً على ما سبق سوف نرفض الفرضية الثالثة للدراسة الحالية التي نصت على وجود علاقة خطية طردية بين نسبة الملكية العائلية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، إذ خلصنا من خلال الدراسة القياسية إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\wedge$  بين نسبة الملكية العائلية معبر عنها بنسبة الأسهم المملوكة من قبل العائلة Famil والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر.

الفرع الثاني : تأثير الملكية الأجنبية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

خلصت نتائج نماذج بانل الديناميكي باستخدام طريقة العزوم المعممة  $GMM_{syst}$  في الجدول رقم (6.5) إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين نسبة الملكية الأجنبية Etrang معبر عنها بنسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين الأجانب والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر، حيث تكون العلاقة طردية بين المتغيرين عندما تكون نسبة الملكية الأجنبية Etrang أقل من 52.88%، في حين تكون العلاقة عكسية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي عندما تكون نسبة الملكية الأجنبية Etrang أكبر من 52.88%.

ويمكن تفسير الارتفاع في الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة المحلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب الأفراد أو الشركات الأجنبية مع كل زيادة لنسبة الملكية الأجنبية Etrang (العلاقة الطردية) قبل النسبة 52.88% على أن زيادة نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين الأجانب في شركات المساهمة المحلية (المملوكة للعائلات أو للدولة) يؤدي إلى زيادة مستوى الرقابة المفروضة على المديرين المحليين سواء في شركات المساهمة العامة أو شركات المساهمة العائلية من خلال التمثيل في مجلس إدارة شركات المساهمة المشتركة بين المستثمرين الأجانب والمستثمرين المحليين (الدولة أو العائلات)، وبالتالي التقليل من مشاكل الوكالة بالنسبة للمساهمين المحليين وهو ما يكون له تأثير إيجابي على الأداء المالي لشركات المساهمة المشتركة (شراكة أجنبية)، كما أن وجود أعضاء أجنبي ضمن مجلس الإدارة في شركات المساهمة المحلية يعمل على زيادة درجة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة والذي يعتبر مؤشراً إيجابياً للالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية في القوائم المالية.

كما أن زيادة نسبة رأس المال المملوك من قبل المستثمرين الأجانب في شركات المساهمة المحلية (المملوكة للدولة أو للعائلات) يؤدي إلى الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة، فالمستثمرون الأجانب يعتبرون قناة هامة لنقل التكنولوجيا إلى المؤسسات المستضيفة للاستثمار الأجنبي في البلدان النامية، إضافة إلى الاستفادة من الخبرة الإدارية والتقنية للمستثمرين الأجانب وهو ما يؤدي إلى تحسين مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة المحلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب الأفراد والشركات الأجنبية، كما يعد الاستثمار الأجنبي المباشر قناة لتدفق رؤوس الأموال وبالتالي مصدر لتمويل الاحتياجات المالية لشركات المساهمة المحلية المشتركة (شراكة أجنبية).

أما الانخفاض في مستوى الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة المحلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب الأفراد أو الشركات الأجنبية مع كل زيادة لنسبة الملكية الأجنبية Etrang (العلاقة العكسية) بعد النسبة 52.88% فيمكن تفسيره على أن زيادة نسبة تركيز الملكية الأجنبية تؤدي حسب فرضية تجذّر المديرين الأجانب إلى زيادة سلوكهم الانتهازي في مصادرة ثروة (تحويل ثروة) المساهمين الأقلية (المحليين سواء عائلات أو دولة) من خلال ممارسة المديرين الأجانب (أعضاء مجلس الإدارة الأجانب) لسياسة إدارة الأرباح

## الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية واهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

والتلاعب في صحة المعلومات المحاسبية في القوائم المالية، بهدف إخفاء جزء من الأرباح المحققة في تلك المشاريع وتحويلها إلى بلد الشركة الأم، حيث لاحظنا من خلال القوائم المالية خصوصا بالنسبة لشركات المساهمة الأجنبية كليا الارتفاع الكبير جدا لحساب الاستهلاكات من المواد الأولية، وهو ما يشير إلى تضخيم فواتير الاستيراد من خلال أسعار التحويل بهدف تحويل جزء من الأرباح المحقق في الجزائر إلى الخارج.

وبالتالي تركيز الملكية الأجنبية تؤدي إلى تجذّر المستثمرين الأجانب الأفراد والشركات الأجنبية ومصادرة (تحويل) الثروة وهو ما يؤثر سلبا على مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة المحلية المشتركة (شراكة أجنبية) وبالتالي تصبح مؤشرات الأداء المالي في هذه الحالة لا تعكس حقيقة الوضعية المالية لتلك المؤسسات، كما أن تركيز الملكية الأجنبية تضعف من مصداقية المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية لتلك المؤسسات بسبب تزايد ممارسة سياسة إدارة الأرباح من طرف المستثمرين الأجانب.

كما أن ارتفاع نسبة رأس المال المملوك من قبل المستثمرين الأجانب في شركات المساهمة المحلية يؤدي بهم إلى الاحتفاظ بمستوى رقابة ضعيفة بهدف تحقيق مصالح شخصية على حساب مصالح المستثمرين المحليين، وهذا كذلك في ظل انخفاض مستوى الرقابة من طرف المستثمرين المحليين (العائلات أو الدولة) وذلك بسبب نسبة ملكيتهم الضعيفة في شركات المساهمة المشتركة مع المستثمرين الأجانب الأفراد أو الشركات الأجنبية وسيطرة المستثمرين الأجانب على مجلس الإدارة، إضافة إلى ضعف مستوى الرقابة المفروضة من طرف الدولة خصوصا على نشاط شركات المساهمة الأجنبية كليا.

أيضا ارتفاع نسب الملكية الأجنبية في شركات المساهمة المحلية المشتركة (شراكة أجنبية) وكذلك في شركات المساهمة الأجنبية كليا يضعف من اهتمام المستثمرين الأجانب لاتخاذ قرارات على مستوى مجلس الإدارة تؤدي إلى تعظيم قيمة تلك المؤسسات، مثل قرار إعادة استثمار الأرباح المحققة بل وتحويل تلك الأرباح من فروع الشركات الأجنبية في الجزائر إلى الشركة الأم، وهو ما يؤثر سلبا على الأداء المالي لشركات المساهمة المحلية والتي يمتلك غالبية رأس مالها المستثمرين الأجانب وكذلك بالنسبة لشركات المساهمة الأجنبية كليا.

تتفق نتائج دراستنا مع نتائج الدراسات التالية: دراسة Ferris et Park (2005)، دراسة Viet (2013)، دراسة Azzam et al (2013)، دراسة Greenaway et al (2014)، دراسة Hintosova et Kubikova (2016)، حيث خلصت تلك الدراسات إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي من الشكل n مع اختلاف فقط في نسبة الملكية الأجنبية التي ينعطف عندها ذلك الشكل، وقد كانت نتائج دراستنا الحالية فيما يخص نسبة الملكية الأجنبية القصى لانعطاف الشكل n والتي كانت 52.88% قريبة جدا لنتائج دراسة Greenaway et al (2014) التي تمت على عينة من المؤسسات الصينية خلال الفترة 2005-2000 حيث كانت تلك النسبة 52.31%.

من خلال ما سبق سوف نقبل الفرضية الرابعة للدراسة الحالية التي نصت على وجود علاقة غير خطية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، اذ خلصنا من خلال الدراسة القياسية إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين نسبة الملكية الأجنبية معبر عنها بنسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين الأجانب Etrang والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر.

### الفرع الثالث : تأثير ملكية الدولة على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

خلصت نتائج نماذج بانل الديناميكي باستخدام طريقة العزوم المعممة  $GMM_{syst}$  في الجدول رقم (6.5) إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين نسبة ملكية الدولة Etat معبر عنها بنسبة الأسهم المملوكة للدولة والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر، حيث تكون العلاقة طردية بين المتغيرين عندما تكون نسبة ملكية الدولة أقل من 46.29%، في حين تكون العلاقة عكسية بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي عندما تكون نسبة ملكية الدولة أكبر من 46.29%.

ويمكن تفسير الارتفاع في الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re بالنسبة لشركات المساهمة المشتركة بين الدولة الجزائرية والشركات الأجنبية مع كل زيادة لنسبة ملكية الدولة Etat (العلاقة الطردية) قبل النسبة 46.29% على أن الشراكة الأجنبية تؤدي إلى زيادة كفاءة استخدام الموارد المحلية، والاستفادة من التكنولوجيا الحديثة وتبادل الخبرات بين المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) المحليين والأجانب وهو ما ينعكس ايجابيا على مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة المشتركة بين الدولة والشركات الأجنبية، كما تساهم الشراكة الأجنبية في زيادة القدرة الانتاجية للعمال وهذا بتدريب القوى العاملة على الأساليب الفنية الحديثة والمتطورة، كذلك تؤدي الشراكة الأجنبية إلى تحسين مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة المملوكة جزئيا للدولة من خلال تخفيض تكاليف الانتاج والسيطرة على المخاطر.

كما تتميز شركات المساهمة التي بها مساهمات للدولة بقدرتها الكبيرة في الحصول على الموارد المالية من البنوك الجزائرية لتمويل احتياجاتها المالية، وكذلك الاستفادة من رؤوس الأموال الأجنبية وهو ما يسمح لها بتحقيق معدلات مرتفعة لأدائها المالي.

أيضا تساهم الشراكة الأجنبية في تقليل مشاكل الوكالة في شركات المساهمة العامة الناتجة عن الفصل بين الملكية والتسيير (أعضاء مجلس الإدارة ليسوا ملاك) من خلال الاستفادة من الدور الرقابي الفعال للمديرين الأجانب (أعضاء مجلس الإدارة الأجانب) على سلوكيات أعضاء مجلس الإدارة المحليين وعلى نشاط شركات المساهمة العامة (المملوكة للدولة) وهو ما ينعكس ايجابيا على مستوى أدائها المالي، حيث تعد مشاكل الوكالة أحد أهم أسباب ضعف مستوى أداء شركات المساهمة العامة، وهذا كذلك في ظل ضعف مستوى الرقابة عليها بسبب

## الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

تركيز ملكية جميع الأسهم في يد مساهم واحد وهو مؤسسات تسيير مساهمات الدولة، وبالتالي شركات المساهمة العامة (المملوكة كلياً للدولة) هي في الحقيقة شركات مساهمة وهمية (مساهم واحد).

نخلص مما سبق أن الشراكة الأجنبية بين الدولة الجزائرية والشركات الأجنبية سواء بالنسبة لشركات المساهمة التي تم انشائها في إطار اتفاقيات شراكة أجنبية أو شركات المساهمة العامة (المؤسسات العامة) التي تم التنازل عن جزء من رأس مالها إلى المستثمرين الأجانب في إطار خصوصية المؤسسات العامة كان لها تأثير إيجابي في تحسين مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة المشتركة (شراكة أجنبية)، غير أن هذا التأثير الإيجابي ينخفض بزيادة نسبة ملكية الدولة بعد النسبة 46.29% وانخفاض نسبة الملكية الأجنبية بعد النسبة 53.71% في شركات المساهمة المشتركة بين الدولة الجزائرية والشركات الأجنبية، وعلية تعتبر حسب نتائج الدراسة الحالية الشراكة الأجنبية وفق النسب 46.29% نسبة ملكية الدولة و53.71% نسبة ملكية الشركات الأجنبية كنسبة شراكة أجنبية مثلى.

أما انخفاض الأداء المالي مع كل زيادة لنسبة ملكية الدولة Etat في شركات المساهمة المشتركة بين الدولة والشركات الأجنبية بعد النسبة 46.29% فيمكن تفسيره أن زيادة نسبة ملكية الدولة تؤدي إلى ارتفاع مشكلة الوكالة بسبب انفصال الملكية عن التسيير وهذا في ظل انخفاض نسبة رأس المال المملوكة للمستثمرين الأجانب في شركات المساهمة المشتركة بين الدولة والشركات الأجنبية.

أما بالنسبة لشركات المساهمة العامة (المملوكة كلياً للدولة) ولأن المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) لا يعتبرون ملاك في شركات المساهمة العامة فإن ذلك لا يشجعهم على الاهتمام بهدف تعظيم أداؤها المالي، إضافة إلى ضعف مستوى رقابة شركات تسيير مساهمات الدولة المكلفة من طرف الدولة بتسيير شركات المساهمة العامة على أداء المديرين (أعضاء مجلس الإدارة).

كما أن شركات المساهمة العامة عادة ما تعاني من مشكلة تعدد الأهداف، فبالإضافة إلى تحقيق الأهداف الاقتصادية المتمثلة في تحقيق هدف الربح تكون مجبرة كذلك على تحقيق الأهداف الاجتماعية مثل المسؤولية الاجتماعية، الخدمات الصحية... إلخ وهو ما يؤثر سلباً على مستوى أداؤها المالي.

كما أن شركات المساهمة العامة تكون مجبرة على ضمان أجور مناسبة لعمالها وتفادي تسريحهم، إضافة إلى ضرورة توفير مناصب عمل من أجل استيعاب العمالة الزائدة التي لم تجد منصب شغل في القطاع الخاص وهو ما يؤثر سلباً على مستوى أداؤها المالي خصوصاً في حالة انخفاض مستوى إنتاجية العامل.

أيضاً تعيين المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) في شركات المساهمة العامة (المملوكة كلياً للدولة) يتم عادة بموجب قرارات سياسية، ولا يتم ربط مكافآتهم بمستوى الأداء المالي المحقق في تلك المؤسسات وهو ما لا يشجع

المديرين على بذل المزيد من الجهد لرفع مستوى الأداء المالي للمؤسسات العامة الاقتصادية، كما تتميز شركات المساهمة العامة بضعف أو غياب مساءلة المديرين في حالة تحقيق مستويات أداء مالي ضعيفة.

تتفق نتائج دراستنا مع نتائج الدراسات التالية: دراسة (Sun et al (2002)، دراسة (Tran et al (2014)، دراسة (Hoang (2017)، حيث خلصت تلك الدراسات إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي من الشكل  $\Pi$ ، مع اختلاف فقط في نسبة ملكية الدولة التي يعطف عندها ذلك الشكل، حيث كانت تلك النسبة في دراستنا الحالية 46.29%.

من خلال ما سبق سوف نرفض الفرضية الخامسة للدراسة الحالية التي نصت على وجود علاقة خطية عكسية بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، إذ خلصنا من خلال الدراسة القياسية إلى وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\Pi$  بين نسبة ملكية الدولة معبر عنها بنسبة الأسهم المملوكة من قبل الدولة Etat والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر.

#### المطلب الرابع : تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

كشفت نتائج نماذج بانل الديناميكي باستخدام طريقة العزوم المعممة  $GMM_{syst}$  في الجدول رقم (7.5) عن وجود أثر سالب ومعنوي لنسبة الديون المالية (الاستدانة) على الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re في شركات المساهمة العائلية كلياً (مملوكة كلياً لأفراد العائلة)، ويمكن أن نفسر الانخفاض في مستوى الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية لشركات المساهمة العائلية مع كل زيادة لنسبة الاستدانة (العلاقة العكسية) وحسب الفرضية التجدرية بالسلوك الانتهازي للمديرين من أفراد العائلة (أعضاء مجلس الإدارة) في الحصول على قروض (طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل) من البنوك وخاصة العمومية منها ومصادرة (تحويل) الثروة المحققة من تلك المشاريع لتحقيق مصالح شخصية للعائلة، من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح التي تتم من خلال تدخل المديرين من العائلة (أعضاء مجلس الإدارة وخصوصاً المدير التنفيذي) لتأثير على محتوى القوائم المالية بما يخدم مصلحة العائلة.

أيضاً وحسب نظرية التدفق النقدي الحر تفسر العلاقة العكسية بين نسبة الاستدانة (نسبة الديون) والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية في شركات المساهمة العائلية بأن الأرباح التي تحققها تلك المؤسسات العائلية في المشاريع الممولة بالقروض البنكية جزء منها لا يعاد استثماره في تمويل الاحتياجات المالية لشركات المساهمة العائلية، وإنما يتم تحويله أو مصادرته خارج المؤسسة العائلية لتحقيق مصالح شخصية للعائلة (تدفق نقدي حر)، أي لا يستخدم كتمويل ذاتي وتلجأ شركات المساهمة العائلية إلى طلب قروض مجدداً من البنوك لتمويل احتياجاتها المالية طالما أنها تتوفر على الضمانات الكافية للحصول على قروض بنكية، وذلك السلوك الانتهازي لشركات المساهمة العائلية في تحويل الثروة يؤثر سلباً على مستوى أدائها المالي.



كذلك يفسر الأثر السالب والمعنوي للديون المالية (القروض البنكية) على الأداء المالي لشركات المساهمة العائلية كليا بضعف مستوى رقابة البنوك خاصة العمومية منها على أداء شركات المساهمة العائلية وذلك بسبب أن تلك القروض البنكية هي قروض رهنية، أي أن البنك يشترط تقديم ضمانات للحصول عليها من أجل تغطية مخاطر التعثر المالي لشركات المساهمة العائلية والتوقف عن الدفع (أقساط القرض والفوائد)، إضافة إلى أن تلك الضمانات المقدمة لحصول على القروض تقلل من حالة عدم تماثل المعلومات بين شركات المساهمة العائلية والبنوك (الدائنين)، كما أن سمعة شركات المساهمة العائلية الكبيرة الحجم والعريقة إضافة إلى العلاقات الدائمة التي تنشئها شركات المساهمة العائلية مع البنوك والتي تستمر حتى للأجيال القادمة، أي الثقة المكتسبة من خلال طول فترة التعامل مع البنك تساعد في سهولة الحصول على القروض دون تعرضها لرقابة البنك أو توقع افلاسها أو تعثرها ماليا أثناء فترة التعاقد بين البنك و شركات المساهمة العائلية الكبيرة الحجم.

كما كشفت نتائج النماذج الديناميكية في الجدول (7.5) كذلك عن عدم وجود أثر معنوي لنسبة الديون المالية (الاستدانة) على الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re في كل من : شركات المساهمة العائلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب (أفراد أو شركات أجنبية)، شركات المساهمة المشتركة بين الدولة والشركات الأجنبية (شراكة أجنبية)، وشركات المساهمة الأجنبية كليا، وهو ما يمكن أن يفسر بالسلوك الانتهازي لمديري (أعضاء مجلس الإدارة) تلك المؤسسات في الحصول على القروض البنكية دون الاستثمار في مشاريع مربحة، أي هناك سوء استغلال القروض البنكية من خلال المردودية الضعيفة لتلك المؤسسات، أو بالسلوك الانتهازي لمديري تلك المؤسسات في مصادرة (تحويل) الثروة أو الأرباح المحققة من تمويل تلك المؤسسات بقروض بنكية من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح بهدف التأثير على محتوى القوائم المالية وإخفاء جزء من الأرباح لتحقيق المصالح الشخصية لتلك المؤسسات.

كما أشارت نتائج النماذج الديناميكية في الجدول (7.5) إلى عدم وجود أثر معنوي لنسبة الديون المالية (الرفع المالي) على الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re في شركات المساهمة العامة وهو ما يفسر على أن المؤسسات العامة تلجأ إلى طلب القروض البنكية من أجل تمويل العجز في احتياجاتها المالية بعد استنفاد التمويل الذاتي (الأرباح المولدة داخليا) من أجل تحقيق هدف البقاء والاستمرار فقط دون السعي إلى تحقيق هدف التوسع والنمو، وذلك نظرا للصعوبات المالية وسوء التسيير الذي تعاني منه المؤسسات العامة خصوصا ما تعلق بالمنافسة من طرف القطاع الخاص، إضافة إلى مشكلة الوكالة وضعف الرقابة عليها من طرف مؤسسات تسيير مساهمات الدولة (المساهم الوحيد)، ولذلك فإن بقاء وصمود شركات المساهمة العامة خصوصا مع هيمنة القطاع الخاص على الأنشطة الاقتصادية أصبح بمثابة تحدي بالنسبة لشركات المساهمة العامة.

وعليه نخلص أن إجبار شركات المساهمة العامة على تحقيق الأهداف الاقتصادية (تعظيم الربح) إلى جانب تحقيق الأهداف الاجتماعية مثل المسؤولية الاجتماعية، ضمان أجور مناسبة لعمالها وتفادي تسريحهم إضافة إلى

توفير مناصب عمل للأفراد الذين لم يتمكنوا من الحصول على منصب شغل في القطاع الخاص كل ذلك كان عائقا على شركات المساهمة العامة للاستفادة من القروض البنكية في تحقيق هدف النمو والتوسع.

تتفق نتائج دراستنا مع نتائج الدراسات التالية : دراسة Bokhari et Arif Khan (2013)، دراسة Akeen et al (2014)، دراسة Hutten (2014)، دراسة Nakhaei et Jafari (2015)، دراسة Vatavu (2015)، دراسة Dada et Ghazali (2016)، دراسة Sedeaq (2016)، حيث خلصت تلك الدراسات إلى وجود علاقة خطية عكسية بين نسبة الديون (الرفع المالي) والأداء المالي للمؤسسة.

من خلال ما سبق سوف نرفض الفرضية السابعة للدراسة الحالية التي نصت على وجود علاقة خطية طردية بين نسبة الديون المالية (الهيكل المالي) والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، إذ خلصنا من خلال الدراسة القياسية إلى وجود علاقة خطية عكسية بين نسبة الاستدانة المالية (الرفع المالي) معبر عنها بنسبة إجمالي الديون المالية والأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re بالنسبة لشركات المساهمة العائلية كلياً بالجزائر، في حين توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين المتغيرين بالنسبة لشركات المساهمة العائلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب (أفراد أو شركات أجنبية)، شركات المساهمة المشتركة بين الدولة والشركات الأجنبية (شراكة أجنبية)، شركات المساهمة الأجنبية كلياً، وشركات المساهمة العامة (المملوكة كلياً للدولة).

#### المطلب الخامس : تأثير المتغيرات الرقابية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

سوف نحاول فيما يلي تفسير نتائج المتغيرات الرقابية التي تم ادراجها في النماذج الديناميكية لتأثير متغيرات هيكل الملكية و الهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر :

#### 1. تأثير الحجم على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر :

كشفت نتائج جميع النماذج الديناميكية لبيانات بانل في الجداول رقم (4.5)، (5.5)، (6.5)، (7.5)، عن وجود أثر موجب ومعنوي لحجم المؤسسة Taille على الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر، ويفسر ذلك بأن شركات المساهمة الكبيرة الحجم تحقق ربحية أكثر وذلك بسبب وفورات الحجم والحصة السوقية التي تسيطر عليها، كما أن شركات المساهمة الكبيرة الحجم لديها قدرة أكبر على تمويل استثماراتها والتوسع من خلال الأرباح المولدة داخليا (التمويل الذاتي)، كما أنها قادرة على الحصول على الأموال اللازمة لتمويل تلك من البنوك بسهولة أكبر، إضافة إلى ذلك فإن شركات المساهمة الكبيرة تتميز بأنها أكثر كفاءة في تسيير نشاطاتها الانتاجية وبالتالي تحقيق مستويات أداء مرتفعة.

## 2. تأثير معدل النمو على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر :

أشارت نتائج جميع نماذج بانل الديناميكي في الجداول رقم (4.5)، (5.5)، (6.5)، (7.5) إلى وجود أثر موجب ومعنوي لمعدل النمو Croiss على الأداء المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re لشركات المساهمة بالجزائر، ويعود السبب في ذلك أن شركات المساهمة التي تحقق معدلات نمو مرتفعة تكون أكثر قدرة على تحقيق أرباح مرتفعة وعلى تمويل نشاطاتها من خلال الأرباح المحققة داخليا (التمويل الذاتي).

## 3. تأثير طبيعة القطاع على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر :

كشفت نتائج جميع النماذج الديناميكية لبيانات بانل في الجداول رقم (4.5)، (5.5)، (6.5)، (7.5) عن وجود تأثير لطبيعة القطاع الذي تنشط فيه شركات المساهمة على أدائها المالي مقاساً بمعدل المردودية الاقتصادية Re وهو ما يدل على أن معدلات المردودية الاقتصادية Re تختلف باختلاف القطاع الذي تنشط فيه شركة المساهمة.

## خلاصة الفصل :

بناء على الجدول القائم بخصوص طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية، الهيكل المالي كآليات رقابية لحكومة المؤسسات والأداء المالي للمؤسسة حولنا من خلال هذه الدراسة إجراء دراسة قياسية لاختبار تأثير متغيرات هيكل الملكية التالية : تركيز الملكية، الملكية الإدارية وهوية الملاك، إضافة إلى متغير الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة مكونة من 165 شركة مساهمة بالجزائر خلال الفترة الزمنية 2010-2014، ولتحقيق ذلك الهدف والإجابة على اشكالية الدراسة واختبار فرضياتها اعتمدنا على بناء نماذج ديناميكية لبيانات بانل Dynamic Panel Data ولتقدير تلك النماذج تم استخدام طريقة العزوم المعممة GMM<sub>sys</sub> وبالاستعانة ببرنامج Stata.14 .

وقد توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، حيث تكون العلاقة بين المتغيرين طردية عندما تكون نسبة ملكية أكبر المساهمين أقل من 59.74%، في حين تكون العلاقة عكسية بين نسبة تركيز الملكية ومعدل المردودية الاقتصادية (الأداء المالي) عندما تكون نسبة ملكية أكبر المساهمين أكبر من 59.74%.

كما خلصت الدراسة كذلك إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة الملكية الإدارية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، حيث تكون العلاقة عكسية بينهما عندما تكون نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة (الملكية الإدارية) أقل من 20.20% وأكبر من 76.39%، في حين تكون العلاقة طردية بين نسبة الملكية الإدارية ومعدل المردودية الاقتصادية عندما تكون نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة محصورة بين 20.20% و 76.39%.

أيضا توصلت الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة الملكية العائلية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، حيث تكون العلاقة عكسية بينهما عندما تكون نسبة الملكية العائلية أقل من 20.55% وأكبر من

## الفصل الخامس : الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر

78.92%، في حين تكون العلاقة طردية بين نسبة الملكية العائلية والأداء المالي عندما تكون نسبة الملكية العائلية محصورة بين 20.55% و78.92%.

كذلك أشارت نتائج الدراسة الحالية إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، حيث تكون العلاقة طردية بين المتغيرين عندما تكون نسبة الملكية الأجنبية أقل من 52.88%، في حين تكون العلاقة عكسية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي عندما تكون نسبة الملكية الأجنبية أكبر من 52.88%.

إضافة إلى ذلك خلصت الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، حيث تكون العلاقة طردية بين المتغيرين عندما تكون نسبة ملكية الدولة أقل من 46.29%، في حين تكون العلاقة عكسية بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي عندما تكون نسبة ملكية الدولة أكبر من 46.29%.

كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين (البنوك وشركات التأمين) والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، وذلك نتيجة نسبة الملكية الضعيفة جدا للمستثمرين المؤسسيين والتي لم تتجاوز 3% في بعض شركات المساهمة بالجزائر.

أما فيما يخص متغير الهيكل المالي فقد كشفت نتائج الدراسة عن وجود أثر سالب ومعنوي لنسبة الديون المالية (الاستدانة) على الأداء المالي في شركات المساهمة العائلية كليا (مملوكة كليا لأفراد العائلة)، في حين خلصت الدراسة إلى عدم وجود أثر معنوي لنسبة الديون المالية (الاستدانة) على الأداء المالي في كل من : شركات المساهمة العائلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب، شركات المساهمة المشتركة بين الدولة الجزائرية والشركات الأجنبية، شركات المساهمة الأجنبية كليا، وشركات المساهمة العامة.

الخاتمة

أدى انفصال الملكية عن التسيير في شركات المساهمة إلى ظهور مشكلة الوكالة وصعوبة الرقابة على تصرفات المسيرين خصوصا مع توسع وتوجه تلك الشركات إلى الأسواق المالية للحصول على مزيد من مصادر التمويل الخارجية، وهو ما أدى إلى بروز بعض السلوكيات الانتهازية السلبية في تحقيق المصلحة الشخصية لهؤلاء المسيرين على حساب مصلحة المساهمين وأطراف المصلحة الآخرين، وانتشار الفساد الإداري والمالي والمحاسبي والذي أدى إلى انهيار العديد من شركات المساهمة في العالم وضياع حقوق أصحاب المصلحة، وهو ما دفع بالمستثمرين في الأسواق المالية إلى المطالبة بالأدلة والبراهين على أن المؤسسات التي يرغبون الاستثمار فيها يتم تسييرها وفقا للممارسات السليمة التي تضمن تقليل السلوك الانتهازي للمسيرين والفساد وسوء التسيير إلى أقل حد ممكن، وقد تجسد ذلك من خلال الاهتمام المتزايد بضرورة التزام تلك المؤسسات بمبادئ حوكمة المؤسسات بهدف حماية حقوق المساهمين وأطراف المصلحة وتحقيق الثقة والمصداقية في القوائم المالية.

ولقد ركزت العديد من البحوث والدراسات التي تناولت موضوع حوكمة المؤسسات على الآليات الضرورية لتنفيذ مبادئ حوكمة المؤسسات، ولعل من بين أهم الآليات التي نالت اهتمام الدراسات الميدانية نجد هيكل الملكية والهيكل المالي وذلك لارتباطهما بمشكلة الوكالة في شركات المساهمة والتي تؤثر على مستوى أدائها المالي، حيث برز هناك جدل كبير بين نتائج تلك الدراسات حول طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي للمؤسسة، وكذلك بين الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسة، لذلك حاولنا من خلال هذه الأطروحة معالجة الإشكالية التالية :

ما مدى تأثير الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر بهيكل ملكيتها؟ وما مدى إمكانية الاعتماد

على نسبة الديون المالية (الهيكل المالي) كألية رقابية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر؟

وقد تم معالجة موضوع الأطروحة من خلال خمسة فصول باستخدام المنهج الوصفي وأدوات الاقتصاد القياسي حيث تم صياغة فرضيات كإجابات أولية لإشكالية الدراسة، وبعد اجراء الدراسة القياسية تم التوصل إلى مجموعة من النتائج وهي كالتالي :

#### أولا : نتائج الدراسة

1. نصت الفرضية الأولى على أنه "توجد علاقة خطية طردية بين نسبة تركيز الملكية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر" من خلال الدراسة القياسية تم رفض هذه الفرضية من خلال النتيجة التالية :

- وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين نسبة تركيز الملكية مقاسة بنسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر وهو ما يشير إلى أن الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر يتأثر بنسبة ملكية أكبر المساهمين على النحو التالي :

أ- ارتفاع نسبة ملكية أكبر المساهمين تؤدي إلى ارتفاع الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر إلى غاية النسبة 59.74%، وهو ما يتوافق مع فرضية تقارب المصالح والتي تشير إلى أنه كلما كانت نسبة الأسهم المملوكة من

قبل أكبر المساهمين أكبر كلما كان لأكبر المساهمين قدرة أكبر للتأثير على قرارات مجلس الإدارة، وعلى اتخاذ قرارات على مستوى مجلس الإدارة تتوافق مع مصلحة بقية المساهمين (المساهمين الأقلية)، وأيضا يكون له حافزا أكبر لرقابة تنفيذ تلك القرارات وهو ما يؤثر إيجابيا على الأداء المالي لشركات المساهمة.

**ب-** ارتفاع نسبة ملكية أكبر المساهمين (تركيز الملكية) بعد النسبة 59.74% من مجموع أسهم شركة المساهمة يؤدي إلى انخفاض مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر وهو ما يتوافق مع الفرضية التجدرية (الترسيخ) والتي تقوم على أساس السلوك الانتهازي لأكبر المساهمين في مصادرة (تحويل) الثروة من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح لتحقيق مصالح شخصية وهو ما يؤثر سلبيا على الأداء المالي لشركات المساهمة.

**2.** نصت الفرضية الثانية على أنه "توجد علاقة خطية بين نسبة الملكية الإدارية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر" من خلال نتائج الدراسة القياسية تم رفض هذه الفرضية على النحو التالي :

- وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\sqrt{\quad}$  بين نسبة الملكية الإدارية مقاسة بنسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، وهو ما يدل على أن الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر يتأثر بنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة (الملكية الإدارية) على النحو التالي :

**أ-** الملكية الإدارية لا يكون لها أي تأثير على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر إلا عند امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لنسبة 20.20% من مجموع أسهم شركة المساهمة، وهو ما يشير إلى أن الدور الرقابي لأعضاء مجلس الإدارة وتأثير القرارات التي يتم اتخاذها من طرفهم على الأداء المالي لشركات المساهمة يتطلب امتلاك أعضاء مجلس الإدارة على الأقل نسبة 20.20% من مجموع أسهم شركة المساهمة.

**ب-** ارتفاع نسبة الملكية الإدارية بعد النسبة 20.20% تؤدي إلى ارتفاع الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر وهو ما يتوافق مع فرضية تقارب المصالح بين المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) وبقية المساهمين، والتي تشير إلى أنه كلما زادت نسبة الملكية الإدارية كلما أدى بأعضاء مجلس الإدارة إلى اتخاذ قرارات تتوافق مع مصلحة بقية المساهمين وتؤدي إلى تحسين مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة، إضافة إلى زيادة دورهم الرقابي على تنفيذ تلك القرارات وعلى نشاط شركات المساهمة، وهو ما يكون له تأثير إيجابي على الأداء المالي لشركات المساهمة.

**ت-** ارتفاع نسبة الملكية الإدارية بعد النسبة 76.39% يؤدي إلى انخفاض مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر وهو ما يتوافق مع الفرضية التجدرية (الترسيخ) والتي تشير إلى أن تركيز الملكية الإدارية يعزز من السلوك الانتهازي لأعضاء مجلس الإدارة في تحويل (مصادرة) الثروة المكونة من نشاط شركات المساهمة لتحقيق منافع ومصالح شخصية، وذلك من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح وبالتالي التأثير سلبيا على مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة.

**3.** نصت الفرضية الثالثة على أنه "توجد علاقة طردية بين نسبة الملكية العائلية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر" من خلال نتائج الدراسة القياسية تم رفض هذه الفرضية على النحو التالي :

- وجود علاقة غير خطية من الشكل \(\sqrt{\quad}\) بين نسب الملكية العائلية مقاسة بنسبة الأسهم المملوكة للعائلة والأداء المالي لشركات المساهمة العائلية بالجزائر، وهو ما يشير إلى الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر يتأثر بنسبة ملكية العائلة المؤسّسة على النحو التالي :
- أ- الملكية العائلية لا يكون لها أي تأثير على الأداء المالي لشركات المساهمة المشتركة بين العائلات والمستثمرين الأجانب (أفراد أجنب أو الشركات الأجنبية) عند امتلاك أفراد العائلة لنسبة أقل من 20.55% من مجموع أسهم تلك المؤسسات، وهو ما يشير إلى أنه وحتى يكون لأفراد العائلة سلطة لتأثير على قرارات مجلس الإدارة بالنسبة لشركات المساهمة المشتركة بين العائلات والمستثمرين الأجانب، ويكون لهم كذلك حافز للرقابة على تنفيذ القرارات المتخذة على مستوى مجلس الإدارة لا بد على الأقل امتلاك أفراد العائلة لنسبة 20.55% من مجموع أسهم تلك المؤسسات.
- ب- ارتفاع نسبة الملكية العائلية بعد النسبة 20.55% تؤدي إلى ارتفاع الأداء المالي لشركات المساهمة العائلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب وذلك إلى غاية نسبة ملكية عائلية 78.92%، وذلك نتيجة الاستفادة من الدور الرقابي المهم للمستثمرين الأجانب والخبرة الإدارية والتقنية والتكنولوجيا المتطورة، كما أن زيادة نسبة الملكية العائلية في تلك المؤسسات تؤدي إلى زيادة مستوى رقابة أفراد العائلة المؤسّسة على نشاط مؤسستهم، وانخفاض صراعات الوكالة بين المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) والمساهمين وذلك بسبب الجمع بين الملكية والتسيير، وكذلك إلى اتخاذ أفراد العائلة قرارات على مستوى مجلس الإدارة تتوافق مع مصلحة بقية المساهمين (فرضية تقارب المصالح) وتحسن من مستوى الأداء المالي لمؤسستهم، كما تسمح كذلك بعض الخصائص التي تتميز بها شركات المساهمة العائلية (سمعة الشركة العائلية، العلاقات طويلة المدى مع البنوك والعملاء والموردين والعمال... إلخ) بتحقيق معدلات أداء مالي مرتفعة.
- ت- ارتفاع نسبة الملكية العائلية بعد النسبة 78.92% يؤدي إلى انخفاض مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة العائلية وهو ما يتوافق مع الفرضية التجدرية (الترسيخ) والتي تشير إلى أن التركيز الشديد لنسبة المديرين من العائلة (أعضاء مجلس الإدارة من العائلة المؤسّسة) يعزز السلوك الانتهازي للعائلة المؤسّسة في تحويل (مصادرة) الثروة المكونة من نشاط شركات المساهمة العائلية لتحقيق منافع ومصالح شخصية لأفراد العائلة من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح، وبالتالي التأثير سلبيا على مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة العائلية.
4. نصت الفرضية الرابعة على أنه "توجد علاقة غير خطية بين نسبة الملكية الأجنبية والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر" من خلال نتائج الدراسة القياسية تم قبول هذه الفرضية على النحو التالي :
- وجود علاقة غير خطية من الشكل n بين نسبة الملكية الأجنبية مقاسة بنسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر وهو ما يشير إلى أن الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر يتأثر بنسبة ملكية المستثمرين الأجانب على النحو التالي :



أ- ارتفاع نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين الأجانب يؤدي إلى ارتفاع الأداء المالي لشركات المساهمة المحلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب وذلك إلى غاية نسبة ملكية أجنبية 52.88% وذلك نتيجة الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة، رؤوس الأموال الأجنبية، الخبرة الإدارية والتقنية للمستثمرين الأجانب، إضافة إلى الدور الرقابي الفعال الذي يقوم به المستثمرون الأجانب من خلال التمثيل في مجلس الإدارة على سلوكيات المديرين المحليين (أعضاء مجلس الإدارة)، مما يساهم في تقليل تكاليف الوكالة بالنسبة للمستثمرين المحليين (العائلات والدولة)، إضافة إلى اتخاذ المديرين الأجانب لقرارات على مستوى مجلس الإدارة تخدم مصلحة المستثمرين المحليين (فرضية تقارب المصالح)، وهو ما ينعكس إيجابيا على مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة المحلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب.

ب- ارتفاع نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين الأجانب بعد النسبة 52.88% يؤدي إلى انخفاض مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة المحلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب وهو ما يتوافق مع فرضية تجذّر المديرين الأجانب التي تشير إلى أن زيادة ملكية المديرين الأجانب ضمن مجلس الإدارة تؤدي إلى مصادرة (تحويل) الثروة من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح بهدف تحويل جزء من الأرباح المحققة في الجزائر إلى بلد الشركة الأم، وبالتالي التأثير سلبيا على الأداء المالي لشركات المساهمة المحلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب.

5. نصت الفرضية الخامسة على أنه "توجد علاقة خطية عكسية بين نسبة ملكية الدولة والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر" من خلال نتائج الدراسة القياسية تم رفض هذه الفرضية على النحو التالي :

- وجود علاقة غير خطية من الشكل  $\cap$  بين نسبة ملكية الدولة مقاسة بنسبة الأسهم المملوكة للدولة والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر وهو ما يدل على أن الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر يتأثر بنسبة ملكية الدولة في المؤسسات الاقتصادية على النحو التالي:

أ- ارتفاع نسبة الأسهم المملوكة من قبل الدولة في شركات المساهمة المشتركة بين الدولة الجزائرية والشركات الأجنبية يؤدي إلى ارتفاع أدائها المالي إلى غاية نسبة ملكية الدولة 46.29%، وذلك نتيجة التأثير الإيجابي للشراكة الأجنبية في تحسين مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة المشتركة بين الدولة الجزائرية والشركات الأجنبية من خلال الاستفادة من مزايا الشراكة الأجنبية (التكنولوجيا المتطورة، الخبرة الإدارية والتقنية، رؤوس الأموال الأجنبية، تدريب العمال على الأساليب الحديثة، خفض تكاليف الإنتاج... إلخ)، كذلك الاستفادة من الدور الرقابي الفعال للمستثمرين الأجانب على سلوكيات المديرين المحليين (أعضاء مجلس الإدارة المحليين) من خلال تمثيلهم في مجلس الإدارة وبالتالي التقليل من تكاليف الوكالة في شركات المساهمة المملوكة للدولة.

ب- ارتفاع نسبة ملكية الدولة في شركات المساهمة المشتركة بين الدولة الجزائرية والشركات الأجنبية بعد النسبة 46.29% يؤدي إلى انخفاض أدائها المالي، وذلك نتيجة لانخفاض مزايا الشراكة الأجنبية والدور الرقابي للمستثمرين الأجانب، وكذلك نتيجة لارتفاع تكاليف الوكالة مع كل زيادة لنسبة ملكية الدولة في شركات المساهمة المشتركة (شراكة أجنبية) وهو ما يؤثر سلبيا على أدائها المالي.

ت- أما بالنسبة لضعف مستوى الأداء المالي للشركات المساهمة العامة (المملوكة كلياً للدولة) فهو يعود بالدرجة الأولى حسب نتائج الدراسة إلى مشكلة الوكالة التي تعاني منها ومشكلة الملكية الإدارية الغائبة (أعضاء مجلس الإدارة غير ملاك)، إضافة إلى صعوبة الرقابة عليها بسبب تركيز ملكية جميع الأسهم في يد مساهم واحد (مؤسسات تسيير مساهمات الدولة)، كذلك تعاني شركات المساهمة العامة من مشكلة تعدد الأهداف، منافسة القطاع الخاص، التدخل السياسي في قراراتها وهو ما يؤثر سلباً على مستوى أدائها المالي.

6. نصت الفرضية السادسة على أنه " توجد علاقة طردية بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر " من خلال نتائج الدراسة القياسية تم رفض هذه الفرضية على النحو التالي :

- عدم وجود علاقة بين نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين مقاسة بنسبة الأسهم المملوكة للبنوك وشركات التأمين والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر، وذلك نتيجة نسبة الملكية الضعيفة جداً للمستثمرين المؤسسيين والتي لم تتجاوز 3% وفي عدد قليل جداً من شركات المساهمة بسبب تقييد الدولة الجزائرية لتوظيفات البنوك وشركات التأمين وإجبارها على حيازة سندات الخزينة، تتفق نتيجة دراستنا هذه مع نتائج الدراسات السابقة التي أكدت على أن الدور الإيجابي لتأثير المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي يتطلب امتلاكهم لنسبة معتبرة من رأس مال المؤسسة.

7. نصت الفرضية السابعة على أنه " توجد علاقة خطية طردية بين نسبة الديون المالية (الهيكال المالي) والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر " من خلال نتائج الدراسة القياسية تم رفض هذه الفرضية على النحو التالي :

- وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون المالية والأداء المالي في شركات المساهمة العائلية كلياً، وذلك نتيجة للسلوك الانتهازي الكبير لشركات المساهمة العائلية كلياً في مصادر الثروة (تحويل الأرباح) المحققة من تمويل احتياجاتها التمويلية بقروض بنكية من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح، وهو ما يعني وجود علاقة طردية بين حجم القروض البنكية وذلك السلوك الانتهازي للشركات العائلية، أي إن شركات المساهمة العائلية كلياً التي تحصل على قروض بنكية أكبر تمارس سياسة إدارة الأرباح وتحويل الثروة أكبر مقارنة بالشركات العائلية التي تحصل على قروض بنكية أقل.

- عدم وجود علاقة بين نسبة الديون المالية والأداء المالي في كل من : شركات المساهمة العائلية المشتركة مع المستثمرين الأجانب، شركات المساهمة المشتركة بين الدولة والشركات الأجنبية، والشركات الأجنبية كلياً، وذلك بسبب سوء استغلالها للقروض البنكية إضافة إلى السلوك الانتهازي في تحويل الأرباح المحققة من تمويل تلك الشركات بقروض بنكية.

- عدم وجود علاقة بين نسبة الديون المالية والأداء المالي في شركات المساهمة العامة وذلك بسبب أن القروض البنكية التي تحصل عليها تلك المؤسسات هي بهدف تحقيق البقاء والاستمرار وليس بهدف تحقيق هدف النمو والبقاء خاصة في ظل منافسة القطاع الخاص.

8. تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر يعتمد بدرجة كبيرة على نسبة ملكية أكبر المساهمين، والذي عادة ما يكون رئيس مجلس الإدارة (مدير تنفيذي) مما يسمح له منصبه هذا عندما يكون مساهما غير مسيطر باتخاذ قرارات على مستوى مجلس الإدارة تخدم مصالح بقية المساهمين إضافة إلى دوره الرقابي الفعال على تنفيذ تلك القرارات وعلى نشاط شركة المساهمة وهو ما يؤثر إيجابيا على الأداء المالي، لكن عند امتلاك أكبر المساهمين لنسبة أسهم أكثر من 59.74% فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع السلوك الانتهازي لأكثر المساهمين باستغلال منصبه كرئيس مجلس الإدارة في مصادرة (تحويل) الثروة المحققة من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح لتحقيق مصالح شخصية، وهو ما يؤثر سلبا على مؤشرات الأداء المالي.
9. لم يساهم النظام المحاسبي المالي في تحسين جودة القوائم المالية خصوصا بالنسبة لشركات المساهمة العائلية والشركات الأجنبية، وذلك لأن المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية لتلك الشركات لازالت حسب نتائج الدراسة الحالية لا تعكس الوضعية المالية الحقيقية لها بسبب السلوكيات الانتهازية في مصادرة الثروة وممارسة سياسة إدارة الأرباح.
10. محتوى القوائم المالية لشركات المساهمة بالجزائر يتأثر بدرجة كبيرة بنسبة ملكية أكبر المساهمين، نسبة الملكية الإدارية وهوية الملاك، وهو ما يشير إلى أن خصائص هيكل الملكية (تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك) تؤثر على الممارسة المحاسبية عند إعداد القوائم المالية لشركات المساهمة في الجزائر.
11. اعتماد البنوك التجارية العمومية في سياسة منحها للقروض البنكية للمؤسسات الاقتصادية على الضمانات بالدرجة الأولى (قروض رهنية) كآلية لتغطية مخاطر التعثر المالي للمؤسسة المستفيدة من القرض وكذلك التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الدائنين (البنوك) والمؤسسات الاقتصادية، أضعف من حافز البنك لفرض رقابة على أداء شركات المساهمة بعد حصولها على القروض البنكية (أثناء فترة التعاقد)، وهو ما ساهم في زيادة السلوك الانتهازي لشركات المساهمة العائلية والشركات الأجنبية وشركات المساهمة المشتركة بين العائلات والأجانب في مصادرة الثروة (تحويل جزء من الأرباح) المحققة من تمويل احتياجاتها المالية بقروض بنكية من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح لتحقيق مصالح شخصية، وهو ما يشير إلى عدم إمكانية الاعتماد على نسبة الديون المالية كآلية رقابية على مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
12. تساهم الشراكة الأجنبية مع المؤسسات العائلية في تحسين مستوى أدائها المالي من خلال الاستفادة من مزايا الشراكة الأجنبية، بالإضافة إلى ذلك تؤدي إلى التقليل من السلوك الانتهازي للشركات المساهمة العائلية في ممارسة سياسة إدارة الأرباح لتحقيق المصلحة الشخصية (مصادرة أو تحويل الثروة)، فحسب نتائج الدراسة الحالية امتلاك المستثمرين الأجانب لنسبة 21.08% فقط من رأس مال شركات المساهمة العائلية كافية لفرض رقابة على سلوكيات المديرين من العائلة (أعضاء مجلس الإدارة من العائلة) والتقليل من سلوكياتهم الانتهازية من خلال تمثيل المستثمرين الأجانب في مجلس إدارة تلك الشركات العائلية.

**13.** مقارنة نتائج الدراسة الحالية مع نتائج الدراسات السابقة التي تمت على بيئات اقتصادية أخرى أغلبها دول غربية متطورة، تشير إلى أنه وبالرغم من اختلاف خصائص البيئة الاقتصادية الجزائرية عن خصائص تلك البيئات الاقتصادية خصوصا ما تعلق بسوق رأس المال، لأن معظم تلك الدراسات تمت على مؤسسات مدرجة في البورصة، إضافة إلى اختلاف النظام المحاسبي المالي المعتمد عليه عند إعداد القوائم المالية بالجزائر عن باقي الأنظمة المحاسبية في باقي الدول، إلا أن نتائج دراساتنا كانت متشابهة إلى حد بعيد مع نتائج تلك الدراسات، وهو ما يشير إلى أن تأثير خصائص هيكل الملكية التالية : تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك على مصداقية المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية وبالتالي على مؤشرات الأداء المالي ليس له علاقة بخصائص البيئة الاقتصادية والمالية والقانونية للدولة أو بطبيعة الأنظمة المحاسبية المعتمد عليها عند إعداد القوائم المالية، خصوصا ما تعلق بالسلوك الانتهازي في مصادرة الثروة من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح، وهو ما يؤكد على أن تأثير مشاكل الوكالة في شركات المساهمة على أدائها المالي هي نفسها في جميع الدول ولا تتأثر بخصائص البيئة التي تنشط فيها شركات المساهمة.

**14.** كشفت نتائج تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر إلى أنه وحتى يكون لأعضاء مجلس الإدارة تأثير على الأداء المالي لشركات المساهمة لابد أن يمتلكوا على الأقل نسبة 20.20% من مجموع أسهم شركة المساهمة، وهو ما يشير إلى عدم إمكانية اقتراح كحل لتخفيف مشكلة الوكالة في المؤسسات العامة تنازل الدولة الجزائرية عن جزء من الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة، لأن ذلك سوف يتطلب منها التنازل على الأقل عن ما نسبته 20.20% من أسهم شركات المساهمة العامة لأعضاء مجلس الإدارة، وهو حل في نظرنا غير ممكن تطبيقه بسبب النسبة الكبيرة للأسهم التي يجب على الدولة التنازل عليها لأعضاء مجلس الإدارة (20.20%)، مما يستدعي البحث عن آليات أخرى لتخفيف مشاكل الوكالة في المؤسسات العامة.

**15.** نتائج الدراسة الحالية تؤكد على أن الأداء المالي يتأثر بخصائص هيكل الملكية لشركات المساهمة بالجزائر، وبالتالي اعتمادا على نتائج الدراسة الحالية يمكن التمييز بين شركات المساهمة التي يعبر مستوى الأداء المالي فيها إلى حد ما عن الوضعية المالية الحقيقية لتلك الشركات، وشركات المساهمة التي تتميز بسلوك انتهازي كبير في تحويل الثروة، من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح وبالتالي التأثير على مستوى الأداء المالي ليصبح لا يعكس الوضعية المالية الحقيقية لتلك الشركات، وعليه نخلص أن خصائص هيكل الملكية تعد أحد أهم المحددات التي تفسر تفاوت السلوك الانتهازي في تحويل الثروة لشركات المساهمة في الجزائر.

**16.** تشير نتائج الدراسة الحالية إلى أن شركات المساهمة بالجزائر تتميز بتركيز شديد ملكية الأسهم سواء في يد العائلات أو في يد الدولة (شركات مساهمة وهمية) وهو ما يصعب من عملية الرقابة عليها وبالتالي حوكمة تلك المؤسسات، إضافة إلى إلزام المشرع الجزائري (المادة 638 من القانون التجاري) على ضرورة تولي رئيس

مجلس الإدارة إدارة شركات المساهمة (منصب تنفيذي) ربما يعد مشكل آخر يعوق مسألة الحوكمة في شركات المساهمة بالجزائر.

**17.** ساهمت الشراكة الأجنبية في تحسين مستوى الأداء المالي بالنسبة لشركات المساهمة العامة سواء التي تم إنشاؤها في إطار اتفاقيات الشراكة بين الدولة الجزائرية والمستثمرين الأجانب أو شركات المساهمة العامة التي تم التنازل على جزء من رأس مالها للمستثمرين الأجانب في إطار عملية الخوصصة الجزئية للمؤسسات العامة، من خلال الاستفادة من مزايا الشراكة الأجنبية، كما أنها ساهمت في تخفيض مشكلة الوكالة في المؤسسات المملوكة للدولة من خلال تمثيل المستثمرين الأجانب في مجلس الإدارة وهو ما انعكس إيجابيا على مستوى أدائها المالي.

**18.** حسب نتائج الدراسة الحالية فإن التأثير الإيجابي للشراكة الأجنبية على الأداء المالي للشركات المساهمة المملوكة للدولة كان في أقصى مستوى له عند امتلاك الشركات الأجنبية نسبة 53.71% والدولة الجزائرية نسبة 46.29% (نسبة الشراكة الأجنبية المثلى)، وبعد ذلك أدى انخفاض نسبة ملكية المستثمرين الأجانب أقل من النسبة 53.71% إلى انخفاض التأثير الإيجابي للشراكة الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسات المشتركة بين الدولة الجزائرية والشركات الأجنبية، وذلك بسبب زيادة مشكلة الوكالة وانخفاض الدور الرقابي للمستثمرين الأجانب على سلوكيات المديرين المحليين وكذلك انخفاض الاستفادة من التكنولوجيا المتطورة والخبرة الإدارية والتقنية، فحسب ما أشارت إليه الدراسات السابقة أن مستوى جلب المستثمرين الأجانب للتكنولوجيا الحديثة يرتبط بنسبة الشراكة الأجنبية.

**19.** يتفاوت السلوك الانتهازي في مصادرة الثروة (تحويل الأرباح) المكونة في شركات المساهمة العائلية بالجزائر حسب نسبة ملكية أكبر المساهمين من العائلة وطبيعة العلاقة التي تربط أفراد العائلة، حيث كشفت نتائج الدراسة أن شركات المساهمة العائلية من الجيل الأول والمكونة من الأب والأبناء هي أكثر الشركات العائلية ممارسة لسلوكيات مصادرة الثروة (تحويل الأرباح) من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح مقارنة بباقي شركات المساهمة العائلية من الجيل الثاني (الأبناء) أو الجيل الثالث (الأحفاد) أو شركات المساهمة العائلية التي تتكون من أكثر من عائلة (عائلتين فأكثر)، هذه الأخيرة وحسب نتائج الدراسة الحالية هي أقل الشركات العائلية ممارسة لسلوكيات مصادرة الثروة (تحويل الأرباح).

**20.** حسب نتائج الدراسة الحالية فيما يتعلق بخصائص هيكل الملكية لشركات المساهمة بالجزائر، فإن هذه الأخيرة تشبه مؤسسات النموذج الألماني الياباني لحوكمة المؤسسات الذي يتميز بتركيز شديد للملكية في يد كبار المساهمين والاعتماد بدرجة كبيرة على التمويل البنكي، أما من حيث آليات حوكمة المؤسسات في النموذج الألماني الياباني فهو يعتمد أساسا على رقابة مجلس الإدارة ورقابة الدائنين (البنوك)، غير أن هاتين الآليتين في

الجزائر حسب نتائج الدراسة الحالية لازال دورها محدود في الرقابة على شركات المساهمة، ربما يعود السبب لضعف القوانين المنظمة لعمل تلك الآليات (مجلس الإدارة، رقابة الدائنين أو البنوك).

### ثانيا : التوصيات

- بناء على النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة نوصي بجملة من التوصيات :
- ضرورة الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة ومهام المدير العام، وذلك لأن الجمع بين الدورين يجعل شركة المساهمة تحت إدارة شخص واحد، كما أن الجمع بين الدورين يفقد رئيس مجلس الإدارة ومجلس الإدارة دوره الرقابي على تصرفات المديرين التنفيذيين (المدير العام).
  - ضرورة فرض بنك الجزائر لرقابة على أسعار التحويل بالنسبة لفواتير استهلاكات المستثمرين الأجانب وكذلك الشركات العائلية والتي تستخدمها كآلية لتحويل الأرباح المحققة (الثروة المحققة) إلى الخارج.
  - تشجيع البنوك وشركات التأمين على الاستثمار في بورصة الجزائر، ورفع التقييد الذي تفرضه الدولة على التوظيفات المالية لها، وذلك لتنشيط الأسواق المالية وكأحد أهم الآليات الرقابية الخارجية لحكومة الشركات والتي تحد من السلوكيات الانتهازية للمسيرين.
  - ضرورة إعادة النظر في المعايير البنكية التي يتم على أساسها منح القروض البنكية للمؤسسات الاقتصادية بصفة عامة، وعدم التركيز بصفة أساسية على الضمانات لتغطية مخاطر التعثر المالي للمؤسسة وتقليل عدم تماثل المعلومات بين المؤسسات الاقتصادية والبنوك، كربط قيمة القروض البنكية بمستوى التدفقات النقدية المستقبلية، أو تشديد الرقابة البنكية أثناء فترة التعاقد مع شركات المساهمة لتمويل احتياجاتها التمويلية.
  - تشجيع الشراكة الأجنبية بين الدولة والمستثمرين الأجانب وفق نسب تقترب من نسبة الشراكة المثلى التي تم تحديدها في الدراسة الحالية (53.71% للمستثمرين الأجانب و46.29% للدولة الجزائرية)، سواء من خلال إنشاء شركات مساهمة جديدة في إطار اتفاقيات الشراكة الأجنبية أو بالتنازل عن جزء من رأس مال المؤسسات العامة التي تعاني من صعوبات مالية وضعف مستوى أدائها للمستثمرين الأجانب، وذلك بهدف الاستفادة من الشراكة الأجنبية في تحسين الأداء المالي لشركات المساهمة العامة.
  - تشجيع الشراكة الأجنبية بين شركات المساهمة العائلية والمستثمرين الأجانب وذلك لأهمية الدور الرقابي لهم على السلوكيات الانتهازية لأفراد العائلة في مصادرة الثروة (تحويل الثروة).
  - ضرورة تفعيل آليات رقابية على مستوى أجهزة الدولة للحد من السلوك الانتهازي الذي تمارسه شركات المساهمة والذي يلحق الضرر بالدولة من خلال التأثير السلبي على إيراداتها الجبائية، باعتبار أنه يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي وعدم الاقتصار على رقابة مصلحة الضرائب.

- الحد من التدخل السياسي في قرارات شركات المساهمة العامة (المملوكة كلياً للدولة)، وضرورة ربط مكافآت المديرين (أعضاء مجلس الإدارة) بمستوى الأداء المالي المحقق كآلية تحفيزية للتخفيف من مشكلة الوكالة القائمة في شركات المساهمة العامة، إضافة إلى عدم الاقتصار على رقابة مؤسسات تسيير مساهمات الدولة التي تعد المساهم الوحيد لها وضرورة تفعيل آليات رقابية أخرى على مستوى أجهزة الدولة.
- ثبت من خلال هذه الدراسة أن مؤشر الأداء المالي في شركات المساهمة بالجزائر يتأثر بخصائص هيكل الملكية خصوصاً عند تركيز الملكية وزيادة السلوك الانتهازي في تحويل الأرباح، من خلال ممارسة سياسة إدارة الأرباح وهو ما يفقد ذلك المؤشر أهميته في تقييم الوضعية المالية الحقيقية لتلك الشركات، مما يستدعي ضرورة البحث عن مؤشرات أخرى لتقييم الأداء المالي لا ترتبط بالقوائم المالية.

### ثالثاً : آفاق الدراسة

كشفت نتائج الدراسة الحالية أن الأداء المالي لتلك الشركات يتأثر بخصائص هيكل الملكية (تركيز الملكية، الملكية الإدارية، هوية الملاك)، وعليه يفترض أن تؤثر تلك الخصائص كذلك على متغيرات أخرى ذات صلة بالأداء المالي للمؤسسة، على اعتبار أن هذا الأخير تم قياسه على أساس مؤشر محاسبي، وتلك المتغيرات لم تتمكن من دراستها في هذه الدراسة نظراً لحدود الدراسة الموضوعية والتي تقتصر على دراسة تأثير تلك الخصائص على الأداء المالي دون متغيرات أخرى، لذلك سوف نقترح تلك المتغيرات كأفاق للدراسة الحالية، وهذه المواضيع هي كالتالي:

- تأثير هيكل الملكية على تكاليف الوكالة في المؤسسة.
- تأثير هيكل الملكية على عدم تماثل المعلومات في المؤسسة.
- تأثير هيكل الملكية على مستوى الإفصاح المحاسبي.
- تأثير هيكل الملكية على الممارسة المحاسبية.
- تأثير هيكل الملكية على الاختيار بين البدائل المحاسبية.
- تأثير هيكل الملكية على دور المراجع الخارجي.

## قائمة المصادر والمراجع



## المصادر والمراجع باللغة العربية

### الكتب :

1. المرسي السيد حجازي، اقتصاديات المشروعات العامة - النظرية والتطبيق-، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
2. أحمد علي خضر، حوكمة الشركات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012.
3. حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
4. طارق حماد عبد العال، حوكمة الشركات : المفاهيم، المبادئ، التجارب، الدار الجامعية، مصر، 2005.
5. عبد الحميد عبد المطلب، اقتصاديات المشاركة الدولية : من التكتلات حتى الكويز، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
6. عبد السلام أبو قحف، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 1989.
7. عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009.
8. مُجّد صالح الحناوي ، جلال ابراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة وإتخاذ القرارات، الدار الجامعية، جامعة الإسكندرية، مصر، 2002.
9. مُجّد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور اعضاء مجالس الادارة والمديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، مصر، 2008.
10. مُجّد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
11. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2005.

### الأطروحات والمذكرات

12. أحمد ممدوح أحمد المرسي، إطار مقترح للنظرية الايجابية في المحاسبة في بيئة الحوكمة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة بنها، مصر، 2009.
13. تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009.
14. جمال بدير علي الخولي، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاع العام والخاص، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، مصر، 1995.
15. حسام عبد الرشيد عبد الشافي شرف الدين، دراسة تحليلية لتقييم أداء الشركات القابضة والتابعة في ظل نظرية الوكالة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، مصر، 1989.
16. سمير مُجّد حسين الرواشدة، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء بعوائد الأسهم، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2006.
17. سنوسي بن عومر، فعالية الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلمسان، الجزائر، 2014.

18. شوقي بوقبة، الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية دراسة تطبيقية مقارنة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة سطيف، الجزائر، 2011.
19. عادل بوجمان، تأهيل الموارد البشرية لتحسين أداء المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015.
20. عباس حميد يحيى التميمي، أثر نظرية الوكالة في التطبيقات المحاسبية والحوكمة في الشركات المملوكة للدولة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بغداد، العراق، 2008.
21. عبد الرزاق مولاي، متطلبات تنمية القطاع الخاص بالدول النامية- دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلمسان، الجزائر، 2010.
22. عبد الكريم بعداش، الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996-2005، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008.
23. عدنان عبد المجيد عبد الرحمن قباجه، أثر فاعلية الحوكمة المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2008.
24. عصام خلف الله عوض الكرم، اختيار الشركات العائلية، رسالة ماجستير غير منشورة، الأكاديمية البريطانية للتعليم العالي، لندن، إنجلترا، 2008.
25. عمر عيسى فلاح المناصير، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات الخدمات المساهمة العامة الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الهاشمية، الزرقاء، الأردن، 2013.
26. محمد جبوري، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي، دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013.
27. محمد صلاح، دور الشراكة بين القطاعين العام والخاص في رفع عوائد الإستثمار في البنى التحتية للاقتصاد وفق نظام البناء والتشغيل ونقل الملكية -حالة بعض اقتصاديات الدول العربية-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الشلف، الجزائر، 2015.
28. محمد عبده محمد مصطفى، نحو نظرية لتفسير السلوك التمويلي للشركات في مصر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عين شمس، مصر، 1998.
29. نعيمة زعور، أساليب مثلى لترشيد تكاليف الخدمات العامة، دراسة حالة: مؤسسة اتصالات الجزائر- وكالة بسكرة-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015.
30. هناء عبد الحنبلي، العلاقة بين هيكل الملكية وبين أداء الشركات وقيمتها واختيارات هيكل رأس المال في الشركات الأردنية غير المالية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة بين 1999 إلى 2003، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2007.
31. يحيى سبيدي، تقييم مناخ الاستثمار الأجنبي في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2007.

### المقالات والمدخلات

32. ابراهيم محمد علي الجزراوي، بشرى فاضل خضير، تقويم حوكمة الشركات وآلياتها الداخلية في القوانين والتشريعات العراقية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، بغداد، العراق، العدد 40، 2014.

33. الديوان الوطني للإحصاء، الإحصاء الاقتصادي الأول، رقم 172، جويلية 2012 .
34. الشيخ الداوي، الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر وإشكالية البحث عن كفاءة المؤسسات العامة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، سوريا، المجلد 25، العدد 02، 2009.
35. الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 07، 2009-2010.
36. الطيب داودي، عبد الحق ماني، تقييم إعادة هيكلة المؤسسات الاقتصادية العمومية الجزائرية، مجلة المفكر، جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 03، 2004.
37. الهواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 07، 2009-2010.
38. أحمد زغدار، الاستثمار الأجنبي المباشر كشكل من أشكال دعم التحالفات الاستراتيجية لمواجهة المنافسة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 03، 2004.
39. جوناتان تشاركهام، ارشادات لأعضاء مجالس إدارة البنوك، المنتدى العلمي لحوكمة الشركات، البنك الدولي للإنشاء والتعمير، 2003.
40. حمادو بن نعمون، تقييم برنامج خصوصية المؤسسات العمومية في الجزائر، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، جامعة خنشلة، الجزائر، العدد 02، 2017.
41. زرزور العياشي، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية للشركات، الملتقى الدولي الثامن حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة : واقع، رهانات وآفاق، جامعة أم البواقي، الجزائر يومي 07 / 08 ديسمبر 2010.
42. سيدي محمد ساهل، مصطفى بلمقدم، خصخصة المؤسسة العمومية الاقتصادية الجزائرية لماذا؟ الملتقى الدولي حول : السياسات الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، يومي 29-30 نوفمبر 2004.
43. شريف حمزاوي، القدرات القائمة على السوق والأداء المتميز، إطار نظري وفرضيات بحثية، مجلة التواصل، جامعة عنابة، الجزائر، العدد 24، 2009.
44. شهاب الدين حمد النعيمي، التنبؤ بأداء وربحية الشركات باستخدام معادلة Tobin's Q، مجلة دراسات محاسبية ومالية، جامعة بغداد، العراق، المجلد 07، العدد 20، 2012.
45. عبد الحميد بوخاري، علي بن ساحة، التحرير المالي وكفاءة الأداء المصرفي في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، يومي 22 و 23 نوفمبر 2011.
46. عبد الرحمن بن عنتر، مراحل تطور المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وآفاقها المستقبلية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 02، 2002.
47. عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 04، 2006.
48. عبد الفتاح بوخمخ، نظريات الفكر الإداري تطور وتباين أم تنوع وتكامل، المؤتمر العلمي الدولي عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، لبنان، 15-17 ديسمبر 2012.

49. علال بن ثابت، مُجدد بن جاب الله، المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، الملتقى الدولي حول : سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - جامعة بسكرة، الجزائر، يومي 21 و22 نوفمبر 2006.
50. غسان أبو السعود، وآخرون، أثر هيكل الملكية على أداء الشركات الصناعية الأردنية، المجلة العربية للمحاسبة، جامعة البحرين، البحرين، المجلد 17، العدد 01، 2014.
51. فيحاء عبد الله يعقوب، عماد عامر حسين، تفعيل مقاييس الأداء المالي على اساس القيمة وانعكاسها على أداء الشركات في ظل الحوكمة، مجلة دراسات محاسبية ومالية، جامعة بغداد، العراق، المجلد 09، العدد 26، 2014.
52. ماجد مُجدد الفراء، تقييم الممارسات الادارية لدى المنشآت العائلية في قطاع غزة، مجلة التجارة والتمويل، جامعة طنطا، مصر، العدد 01، 2005.
53. مُجدد بوهزة، الاصلاحات في المؤسسة العمومية الجزائرية بين الطموح والواقع، الملتقى الدولي الثاني حول "اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة"، جامعة سطيف، الجزائر، أيام 03-07 أكتوبر 2004.
54. مُجدد حسن يوسف، محددات الحوكمة ومعاييرها مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر، بنك الاستثمار القومي، 2007.
55. مُجدد سفير، عاشور حيدوشي، دور حوكمة الشركات في تدعيم نمو واستمرارية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المركز الجامعي ميله، الجزائر، العدد 02، 2017.
56. مُجدد ياسين غادر، محددات الحوكمة ومعاييرها، المؤتمر العلمي الدولي : عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 15-17 ديسمبر 2012.
57. مركز المشروعات الدولية الخاصة، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، 2004.
58. مركز المشروعات الدولية الخاصة، تشجيع حوكمة الشركات في الشرق الأوسط وشمال افريقيا تجارب وحلول، 2011.
59. وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، ميثاق الحكم الراشد في الجزائر، 2009.
60. نعيمة عبيدي، أثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة المؤسسات - دراسة نقدية تحليلية - مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، الجزائر، المجلد 7، العدد 2، 2014.
61. نوال صبايحي، واقع الحوكمة في دول مختارة - مع التركيز على التجربة الجزائرية-، المؤتمر الدولي الثامن حول : دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، جامعة الشلف، الجزائر، يومي 19-20 نوفمبر 2013.

### المراسيم

62. القانون 88-01 المؤرخ في 12 جانفي 1988، يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، ج.ر العدد 02، الصادرة في 13 جانفي 1988.
63. القانون 88-03 المؤرخ في 12 جانفي 1988، يتعلق بصناديق المساهمة، ج.ر العدد 02، الصادرة في 13 جانفي 1988.
64. القانون 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990 يتعلق بالنقد والقرض، ج.ر العدد 16، الصادرة في 18 أفريل 1990.
65. القانون 16-09 المؤرخ في 03 أوت 2016 يتعلق بترقية الاستثمار، ج.ر العدد 46، الصادرة في 03 أوت 2016.
66. الأمر 71-74 المؤرخ في 16 نوفمبر 1971، يتعلق بالتسيير الاشتراكي للمؤسسات، ج.ر العدد 101، الصادرة في 13 ديسمبر 1971.

- 67.الأمر رقم 59-75 المؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم، الأمانة العامة للحكومة، الجزائر، 2007.
- 68.الأمر رقم 25-95 المؤرخ في 25 سبتمبر 1995، يتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة، ج.ر العدد 55، الصادرة في 27 سبتمبر 1995.
- 69.الأمر رقم 04-01 المؤرخ في 20 أوت 2001، يتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخصوصتها، ج.ر العدد 47، الصادرة في 22 أوت 2001.
- 70.الأمر رقم 03-01 مؤرخ في 20 أوت 2001 يتعلق بتطوير الاستثمار، ج.ر العدد 47، الصادرة في 22 أوت 2001.
- 71.الأمر رقم 08-06 مؤرخ في 15 جويلية 2006 يعدل ويتمم الأمر رقم 03-01 المؤرخ في 20 أوت 2001 والمتعلق بتطوير الاستثمار، ج.ر العدد 47، الصادرة في 19 جويلية 2006.
- 72.المرسوم رقم 95-63 مؤرخ في 18 ديسمبر 1963، يتعلق بتنظيم وتسيير المؤسسات المسيرة ذاتيا، ج.ر عدد 15، الصادرة في 22 مارس 1963.
- 73.المرسوم التشريعي رقم 12-93 مؤرخ في 5 أكتوبر 1993 يتعلق بترقية الاستثمار، ج.ر العدد 64، الصادرة في 10 أكتوبر 1963.
- 74.المرسوم رقم 01-283، المؤرخ في 24 سبتمبر 2001، يتضمن الشكل الخاص بأجهزة إدارة المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها، ج.ر العدد 55، الصادرة في 26 سبتمبر 2001.
- 75.القرار المؤرخ في 14 مايو سنة 2016، يتعلق بتمثيل الالتزامات المقننة لشركات التأمين و/أو إعادة التأمين، ج.ر العدد 66، الصادرة في 09 نوفمبر 2016.

## المصادر والمراجع باللغة الأجنبية

### Livres :

- 76.Badi H. Baltagi, Econometric analysis of panel data, Third edition, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, England, 2005.
- 77.Christian Hoareau et Robert Teller, Création de Valeur et Management de l'entreprise, 1<sup>ère</sup> édition, Vuibert, Paris, France, 2001.
- 78.Elise Cohen, Gestion financière de l'entreprise et développement financier, Edief, Vanves, France, 1991.
- 79.Eustache Ebondo Wa Mandzila, Gouvernance de l'entreprise, L'Harmattan, Paris, France, 2005.
- 80.Frédéric Parrat, Le gouvernement d'entreprise : ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer, Maxima, Paris, France, 1999.
- 81.Frédéric Parrat, Le gouvernement d'entreprise, Dunod, Paris, France, 2003.
- 82.Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 10<sup>ème</sup> édition, Sirey, Paris, France, 1990.
- 83.Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 11<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, France, 1997.
- 84.Gérard Charreaux, Le gouvernement de l'entreprise : corporate governance, théories et faits, Economica, Paris, France, 1997.
- 85.Gérard Charreaux, Peter Wirtz, Gouvernance des Entreprises : Nouvelles perspectives, Economica, Paris, France, 2006.

86. Gomez.Piere -Yves, Le gouvernement de l'entreprise, Inter Editions - Masson, Paris, France, 1996.
87. Grégory Denglos, La création de valeur, Dunod, Paris, France, 2003.
88. Henri Bouquin, Le contrôle de gestion, 8ème édition, Presses Universitaires de France, Paris, France, 2008.
89. Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye-Duprat, Finance d'entreprise, 4<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, France, 2013.
90. Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Gestion financière, manuel & application ,9<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, France, 2000.
91. Jean Tirole, The theory of corporate finance, Princeton University Press, Oxfordshire, England, 2006.
92. Jérôme Caby, Gérard Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, 2<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, France, 2001.
93. Jérôme Maati, Le gouvernemen d'entreprise, De Boeck & Larcier s.a. Paris, France, 1999.
94. Marc-Hubert Depret, et al, Gouvernement d'entreprise : Enjeux managériaux, comptables et financiers, 1<sup>re</sup> édition, de Boek, Paris, France, 2005.
95. Mélanie Croquet, Anne Heldenbergh, Structure financière de l'entreprise : nouvelles perspectives, Larcier-De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2008.
96. Patrick Jaulent, Marie – Agnès Quarès, Pilotez vos performances, 2<sup>ème</sup> édition, Editions : Afnor, Paris, France, 2008.
97. Philippe Lorino, Méthodes et pratiques de la performance, 3<sup>ème</sup> édition, Éditions d'Organisation, Paris, France, 2003.
98. Pierre Cabane, Manuel de gouvernance d'entreprise, Eyrolles, Paris, France, 2013.
99. Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 5<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, France, 2002.
100. Pierre Voyer, Tableaux de bord de gestion et indicateurs de performance, 2<sup>ème</sup> édition, Presses de l'Université du Québec, Québec, Canada, 1999.

## Thèses

101. Abdallah Boujlida, La performance financière des PME manufacturières : conceptualisation et mesure, mémoire présenté à comme exigence partielle de la maîtrise en gestion des PME et de leur environnement, Université du Québec à Trois-Rivières, Québec, Canada, 2002.
102. Adiba Kholmurodova, Family ownership and firm performance : Empirical evidence from Danemark, M.Sc. thesis in Business Administration, Université d'Aarhus, Aarhus, Danemark, 2009.
103. Alexis Guyot ,Structure de propriété et liquidité : un arbitrage entre coûts de contrôle et coûts du service d'immédiateté, Thèse de doctorat, Université Lumière Lyon 2, Lyon, France, 2007.
104. Ali Dardour, L'influence de la gouvernance et de la performance sur la rémunération des dirigeants, Thèse du doctorat, Université Toulouse 1, Toulouse, France, 2009.
105. Amir Louizi, Les déterminants d'une Bonne Gouvernance et la performance des entreprises Françaises, Thèse de doctorat, Université Jean Moulin Lyon 3, Lyon, France, 2011.
106. Céline Du Boys, Rôle des conflits d'agence, de la structure d'actionariat et des mécanismes de gouvernance sur les politiques de distribution, Thèse de doctorat, Université Paul Cézanne (Aix-Marseille 3), Marseille, France, 2007.

107. Imen Latrous, Actionnaires de contrôle, bénéfiques privés et endettement des entreprises : étude empiriques sur le marché français, Thèse doctorat, Université Paris 1Panthéon Sorbonne, Paris, France, 2006.
108. Jérémy Morvan, La Gouvernance d'entreprise managériale positionnement et rôle des gérant de fonds socialement responsables, Thèse de doctorat, Université de Bretagne Occidentale, Brest, France, 2005.
109. Ji-Yong LEE, La gouvernance d'entreprise et l'hybridation :le cas de l'Asie, Thèse du doctorat, Université Montesquieu – Bordeaux IV, Bordeaux, France, 2011.
110. Lai Trung Hoang, Ownership concentration, state ownership and firm performance : Empirical evidence from the Vietnamese stock market, master's thesis, Lincoln University, Lincoln, New Zealand, 2017.
111. Laurent Tanguy, De la théorie des coûts de transaction à une économie des coûts de traduction, Thèse de doctorat, Ecole des Hautes Etudes Commerciales, Paris, France, 2011.
112. Liu Haochen, An empirical analysis of state ownership and the corporate market performance: Evidence from China manufacturing industry, master's thesis, Tilburg University, Tilburg, Netherlands, 2016.
113. Mohamed Ali Khaldi, Impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale, Thèse de doctorat, Université de Grenoble, Grenoble, France, 2014.
114. Mohamed Aymen Bellakhdar, Contribution à la Connaissance du Cycle de vie du dirigeant-actionnaire dans le gouvernement de l'entreprise familiale non cotée, Thèse de doctorat, Université Montesquieu – Bordeaux IV, Bordeaux, France, 2011.
115. Moufida Labadi, Protection des salaires et des actionnaires et partage de la valeur : effet de complémentarité ou de substituabilité ? Thèse de doctorat, Université De Reims, Reims, France, 2011.
116. Péter Harbula, Gouvernement d'entreprise et structure actionnariale en France, Thèse de doctorat, Université Paris II, France, 2004.
117. Que Giang Tran Thi, La gouvernance des entreprises dans les pays en transition : la propriété et la performance, Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, Paris, France, 2006.
118. Racha Ghayad, Les facteurs déterminant de la performance globale des banques islamiques, Thèse de doctorat en sciences de gestion. Université de Caen, Caen, France, 2002.
119. Riadh Garfatta, Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale : application au contexte français, Thèse de doctorat, Université De Bourgogne, Bourgogne, France, 2010.
120. Rym Hachana, La gouvernance et la performance des entreprises pétrolières, Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, Paris, France, 2005.
121. Salah Eddine Kartobi, Déterminants de la structure financière et réactions du marche boursier aux décisions de financement, Thèse de doctorat, Université Nice Sophia Antipolis, Nice, France, 2013.
122. Salma Kasbi, Structure financière des entreprises : impact du market timing et de l'implication des banques dans la gouvernance des entreprises, Thèse de doctorat, Université Paris-Dauphine, Paris, France, 2009.
123. Samia Tnani, Les incidences des modifications de la structure de l'actionnariat sur la richesse des actionnaires, Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, Paris, France, 2006.

124. Sophie Audoussert-Coulier, La publication des honoraires d'audit par les les sociétés cotées françaises, Thèse de doctorat, Ecole des Hautes Etudes Commerciales, Paris, France, 2008.
125. Thi Ngoc Vân Huynh, L'externalisation de la fonction comptable, une analyse processuelle de la décision et de la gestion, Thèse de doctorat, Université Lille1, Lille, France, 2010.
126. Walid Ben Amar, Analyse de relation entre la structure de propriété et la performance des Acquéreurs Au Canada, Thèse de doctorat, Université de Montréal, Montréal, Canada, 2004.
127. Xavier Hollandts, Les effets de participation des salariés sur la performance de l'entreprise, Thèse du doctorat, Université Jean Moulin, Lyon, France, 2007.
128. Yun-Hsiang Tien, Etude et comparaison des facteurs décisionnels de l'externalisation informatique dans les établissements hospitaliers publics et privés, Thèse de doctorat, Université François - Rabelais De Tours, Tours, France, 2008.
129. Yves-Cédric Koyo, Les mécanismes de gouvernance entre les gestionnaires de fonds et les dirigeants de PME en contexte d'investissement socialement responsable, Mémoire présenté comme exigence partielle de la maîtrise en administration des affaires, Université Du Québec, Québec, Canada, 2011.

#### Articles :

130. A.Nirajini, K B, Priya, Impact of capital structure on financial performance of the listed trading companies in Sri Lanka, International Journal of Scientific and Research Publications, Vol. 3, N<sup>o</sup>. 5, May 2013,
131. Abeyratna Gunasekarage, and al, The influence of the degree of state ownership and the ownership concentration on the performance of listed Chinese companies, Vol, 21, N<sup>o</sup>. 3, 2007, PP 379-395.
132. Adolf A. Berle, Gardiner C. Means, The modern corporation and private property; with a new introduction by Murray L. Weidenbaum and Mark Jensen, Transaction Publishers, New Brunswick (U.S.A) and London (U.K), 1991.
133. Ahsan Akbar, Corporate governance and firm performance : Evidence from textile sector of Pakistan, Journal of Asian Business Strategy, Vol. 4, N<sup>o</sup>. 12, 2014, PP 200 -207.
134. Aida Guerhazi, Enracinement des dirigeants : Cas de la Tunisie, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00558034>, 2006, consulté le 20/ 07/ 2016.
135. Ajayi Oziomobo Dada, Zahiruddin B. Ghazali, The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Empirical Evidence from Nigeria, Vol.7, N<sup>o</sup>.4, 2016, PP 23-30.
136. Alireza Fazlzadeh, and al, The examination of the effect of ownership structure on firm performance in listed firms of Tehran stock exchange based on the type of the industry, International Journal of Business and Management , Vol. 6, N<sup>o</sup>. 3, 2011, PP 249-266.
137. Anastasios A. Drakos, F.V. Bekiris, Corporate performance, managerial ownership and endogeneity: A simultaneous equations analysis for the Athens stock exchange, Research in International Business and Finance, Vol. 24, N<sup>o</sup>. 1, 2010, PP 24–38.
138. Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, A Survey of corporate governance, The Journal of Finance, Vol. 52, N<sup>o</sup>. 2, 1997, PP 737–783.
139. Andrei. Shleifer, Robert W. Vishny, Large shareholders and corporate control, Journal of Political Economy, Vol. 94, N<sup>o</sup>.3, 1986, PP 461-488.



140. Aneta Bobenič Hintošová, Zuzana Kubíková, The effect of the degree of foreign ownership on firms' performance, *Review Of Economic Perspectives*, Vol. 16, N<sup>o</sup>. 1, 2016, PP 29–43.
141. Angèle Renaud, Nicolas Berland, *Mesure de la performance globale des entreprises*, 2007, France, P4, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00544875>, consulté le 13/07/2016.
142. Anup Agrawal, Gershon N. Mandelker, Large Shareholders and the Monitoring of Managers : The Case of Antitakeover Charter Amendments, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, N<sup>o</sup>. 2, 1990, PP 143-161.
143. Anup Chowdhury, Suman Paul Chowdhury, Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh, *Business and Economic Horizons*, Vol. 3, N<sup>o</sup>. 3, 2010, PP 111-122.
144. Armen A.Alchian, Harold Demsetz, Production, Information Costs and Economic Organization, *American Economic Review*, Vol. 62, N<sup>o</sup>. 5. Dec., 1972, PP 777-795.
145. Athula Manawaduge, Anura De Zoysa, The structure of corporate ownership and firm performance: Sri Lankan evidence, *Corporate Ownership and Control*, Vol. 11, N<sup>o</sup>. 1, 2013, PP723-734.
146. Ayşegül Guner, Foreign ownership and corporate performance in Turkey, *Journal of Business, Economics and Finance*, Vol.4, N<sup>o</sup>. 3, 2015, PP422-429.
147. Belen Villalonga, Raphael Amit, How do family ownership, control and management affect firm value?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, N<sup>o</sup>. 2, 2006, PP 385-417.
148. Benjamin E. Hermalin, Michael S. Weisbach, The effects of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management*, Vol. 20, N<sup>o</sup>. 4, 1991, PP101–112.
149. Benjamin Maury, Family ownership and firm performance : pmpirical evidence from Western European corporations, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, N<sup>o</sup>. 2, 2006, PP 321-341.
150. Benoît Pigé, Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.1, N<sup>o</sup>. 3, 1998, PP131-158.
151. Carl R. Chen, et al, Managerial ownership and firm valuation : Evidence from Japanese firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.11,N<sup>o</sup>.3, 2003, PP267–283.
152. Chandra S Mishra, Daniel L. McConaughy, Founding family control and capital structure : The risk of loss of control and the aversion to debt, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.23, N<sup>o</sup>.4, 1999, PP 53-64.
153. Chandra S. Mishra, and al, The effect of founding family influence on firm value and corporate governance, a study of Norwegian firms, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol.12, N<sup>o</sup>. 3, 2001, PP 235-259.
154. Charles P.Himmelberg, and al, Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, N<sup>o</sup>. 3, 1999, PP 353-384.
155. Cherif Lahlou, Gouvernance des entreprises, Actionnariat et performances, *La revue de l'économies & management*, université de Tlemcen, N<sup>o</sup>7, Avril 2008.
156. Christian Weiss, Stefan Hilger, Ownership concentration beyond good and evil : is there an effect on corporate performance? *Journal of Management & Governance*, Vol. 16, N<sup>o</sup>. 4, 2012, PP727-752.
157. Clifford G. Holderness, Dennis P. Sheehan, The role of majority shareholders in publicly held corporations : an exploratory analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, N<sup>o</sup>. 1-2, 1988, PP 317-346.

158. Dana AL-Najjar, The effect of institutional ownership on firm performance : evidence from Jordanian listed firms, *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 7, N<sup>o</sup>. 12, 2015, PP 97-105.
159. Daniel L. McConaughy, and al, Founding Family Controlled Firms Performance, Risk, and Value, *Journal of Small Business Management*, Vol.39, N<sup>o</sup>.1, 2001, PP 31–49.
160. Danny Miller,el al, Are family firms really superior performers?, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, N<sup>o</sup>. 5, 2007, PP 829-858.
161. David Greenaway, and al, The more the better? Foreign ownership and corporate performance in China, *The European journal of finance*, Vol. 20, N<sup>o</sup>. 7-9, PP681-702.
162. David Sraer, David Thesmar, Performance And Behavior Of Family Firms: Evidence From The French Stock Market , *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5, N<sup>o</sup>. 4, 2007, PP 709–751.
163. Dennis Leech, John Leahy,Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies, *Economic Journal*, vol. 101, N<sup>o</sup> 409, November 1991, PP 1418-1437.
164. Dorothy Feldmann, David L Schwarzkopf , The Effect of Institutional Ownership on Board and Audit Committee Composition, *Review of Accounting and Finance* , Vol. 2 , N<sup>o</sup>. 4, 2003, PP 87-109.
165. Dušan Isakov, Jean-Philippe Weisskopf, Family Ownership, Multiple Blockholders and Firm Performance, Paris December 2009 Finance International Meeting AFFI - EUROFIDAI, Online : [https:// papers. ssrn .com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1484574](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1484574), accessed 20/06/2015.
166. Elody Hutten, The influence of leverage on firm performance: A corporate governance perspective, [essay.utwente.nl/65216/1/ Hutten\\_BA\\_MB%20.pdf](http://essay.utwente.nl/65216/1/Hutten_BA_MB%20.pdf), accessed 10/06/2015.
167. Eric Brousseau, Analyse economique des pratiques liées a l’externalisation, Colloque «Aspect Juridiques de l’Externalisation» ,Université de Lille II, France, 21/11/1997.
168. Eric Gedajlovic, Daniel M. Shapiro, Ownership structure and firm profitability in Japan, *Academy of Management Journal*, Vol. 45, N<sup>o</sup>. 2, 2002, PP565-575.
169. Eugene F. Fama, Agency problems and the theory of the firm, *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, N<sup>o</sup>. 2 Apr 1980, PP 288-307.
170. Fatma Siala and al, The combined effect of external auditor reputation and internal corporate governance on performance. *Journal of Academy of Business and Economics*, Vol.9, N<sup>o</sup>.2, 2009, PP16–29.
171. Fernando Muñoz-Bullón, Maria J. Sanchez-Bueno, The impact of family involvement on the R&D intensity of publicly traded firms, *Family Business Review*, Vol 24, N<sup>o</sup>. 1, 2011, PP 62-70.
172. Franco Modigliani, Merton H. Miller, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, Vol 48, N<sup>o</sup>. 3, 1958, PP 261-297.
173. Franco Modigliani, Merton H. Miller, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, Vol. 53, N<sup>o</sup>. 3, 1963, PP 433-443.
174. Gabriela Brendea, Ownership structure, performance and capital structure of Romanian firms, *Internal Auditing & Risk Management* , Vol. 9, N<sup>o</sup>. 4, 2014, PP1-9.
175. Gérard Charreaux, Structure de propriété, relation d’agence et performance financière, *Revue Economique*, Vol. 42, N<sup>o</sup>. 3, 1991, PP 521-552.
176. Gérard Charreaux, Conseil d’administration et pouvoirs dans l’entreprise, *Revue d’économie financière*, Vol. 31, N<sup>o</sup>. 4, 1994, PP 49-79.

177. Gérard Charreaux, Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises, Working Papers, Centre de recherches en gestion des organisations, Université de Bourgogne, 1996.
178. Gérard Charreaux, Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance, Revue du Financier, N°.127, 2000, PP6-17.
179. Gérard Charreaux, Philippe Desbrières, Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale, Finance Contrôle Stratégie, Vol.1,N°.2, 1998, PP57-88.
180. Güner Gürsoy, Kürşat Aydoğan, Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance : An Empirical Investigation in Turkish Listed Companies, Emerging Markets Finance & Trade, Vol. 38, N°. 6, 2002, PP6-25.
181. Habibollah Nakhaei, Market value added and traditional accounting criteria: Which measure is a best predictor of stock return in Malaysian companies, Iranian Journal of Management Studies, Vol. 9, N°. 2, 2016, PP 433-455.
182. Habibollah Nakhaei and al, Performance Appraisal with Accounting and Value Based Measures, International Proceedings of Economics Development and Research, Vol. 54, N°. 24, 2012, PP123-129.
183. Habibollah Nakhaei, and al, Performance evaluation using accounting variables (Net Profit and Operational Profit) and economic measurer, international journal of education business management learning, Vol 2, N° 5, Octobre 2012, P443-448.
184. Harold Demsetz, Towards a Theory of Property Rights, The American Economic Review, Vol. 57, N°. 2, May, 1967, PP 347-359.
185. Harold Demsetz, Belén Villalonga, Ownership structure and corporate performance, Journal of Corporate Finance, Vol 7, N°. 3, 2001, PP209-233.
186. Harold Demsetz, Kenneth Lehn, The structure of corporate ownership : causes and consequences, Journal of Political Economy, Vol. 93, N°. 6, Dec 1985, PP 1155-1177.
187. Harvey S. James, Owner as manager, extended horizons and the family firm, International Journal of Economics of Business, Vol .6, N°. 1, 1999, PP 41-55.
188. Haseeb Wadood Bokhari, Muhammad Arif Khan, The impact of capital structure on firm's performance (A case of non-financial sector of Pakistan), European Journal of Business and Management, Vol.5, N°.31, 2013, PP 111-137.
189. Héla Gharbi, Vers une nouvelle typologie de l'enracinement des dirigeants, 13<sup>ème</sup> conférence de «l'Association Internationale de Management Stratégique», Normandie, Vallée de Seine, France, 2, 3 et 4 juin 2004.
190. Helen Short, Kevin Keasey, Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK, Journal of Corporate Finance, Vol. 5, N°.1, 1999, PP79–101.
191. Henry Tsai, Zheng Gu, Institutional Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from U.S.-Based Publicly Traded Restaurant Firms, Journal of Hospitality & Tourism Research, Vol. 31, N°. 1, 2007, PP 19-38.
192. Hervé Alexandre, Mathieu Paquerot, Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants, Finance Contrôle Stratégie, Vol.3, N°. 2, 2000, PP5 - 29.
193. Hossein Salmanzadeh, el al, Effect of capital structure, free cash flow and diversification on firm performance, Journal of Applied Business and Finance Researches, Vol. 3, N°. 2, 2014, PP33-39.
194. Huson Joher, Mohd Ali, Corporate governance structure and firm performance: Empirical evidence From Brusa Malaysia, Kuala Lumpur. International Business & Economics Research Journal, Vol.4, N°.9, 2005, PP59–66.

195. Hussein Elasrag, Foreign direct investment development policies in the Arab countries, MPRA Paper N<sup>o</sup>. 2230, University Library of Munich, Germany, Mar 2007.
196. Imran Abbas Jadoon, Norkhairul Hafiz Bajuri, Ownership concentration and firm performance : Evidence from Pakistan, *European Journal of Business and Management*, Vol.7, N<sup>o</sup>.17, 2015, PP200-208.
197. Ioraver Nyenger Tsegba, Wilson Ezi Herbert, The relationship between ownership structure and firm performance : Evidence from Nigerian. *African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research*, Vol.7, N<sup>o</sup>. 7, 2011, PP51–63.
198. Islam Azzam, and al, Foreign Ownership and Financial Performance : Evidence from Egypt, *International Journal Of Business*, Vol.18, N<sup>o</sup>. 3, 2013, PP232-254.
199. Iuliana Oana Mihai, Cosmin Mihai, The Impact of Foreign Ownership on the Performance of Romanians listed Manufacturing Companies, *The International Journal of Management Science and Information Technology*, Vol. 2, 2014, PP106-122.
200. Ivashkovskaya Irina, Zinkevich Nadezhda, The relationship between corporate governance and company performance in concentrated ownership systems : The case of Germany, *Journal of Corporate Finance*, N<sup>o</sup>.4, Vol. 12, 2009, PP34–56.
201. James Jiambalvo, and al, Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings, *Contemporary Accounting Research*, Vol.19, N<sup>o</sup>.1, 2002, PP 117-145.
202. James S. Ang, and al, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, 2000, PP 81–106.
203. Jean-Louis Grange et al, LBO ; guide pratique AFIC, 2003.
204. Jean-Michel Sahut, Hidaya Othmani Gharbi, Influence des actionnaires institutionnels français et étrangers sur la performance financière des firmes, *La Revue des Sciences de Gestion*, N<sup>o</sup>.251, 2011/5, PP 51-62.
205. Ji Li, and al, The Effects of Institutional Ownership on Corporate Governance and Performance : An Empirical Assessment in Hong Kong, *Management International Review*, Vol. 46, N<sup>o</sup>. 3 2006, PP 259-276.
206. Jianguo Chen, and al, Does institutional ownership create values? the New Zealand case, *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, Vol. 47, N<sup>o</sup>. 4, 2008, PP 109-124.
207. Jin Q. Jeon, Juyoun Ryoo, How do foreign investors affect corporate policy? : evidence from Korea, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 25, 2013, PP 52–65.
208. John Cubbin, Dennis Leech : Growth versus Profit-Maximization : A Simultaneous-Equations Approach to Testing the Marris Model, *Managerial and Decision Economics*, vol. 7, N<sup>o</sup> 2, June 1986, PP 123-131.
209. John J. McConnell , Henri Servaes, Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 2, 1990, PP 595–612.
210. Jon I. Martínez, and al, Family Ownership And Firm Performance : Evidence From Public Companies In Chile, *Family Business Review*, Vol. 20, No. 2, 2007, PP83-94.
211. Jongmoo Jay Choi, Sehyun Sean Yoo, Foreign ownership and corporate performance, Working paper : The Korean Institute of International Economic Policy, 2006.
212. Joseph D. Piotroski, Darren T. Roulstone, The influence of analysts, institutional investors and insiders on the incorporation of market, industry and firm-specific information into stock prices, *The Accounting Review*, Vol. 79, N<sup>o</sup>. 4, 2004, PP 1119-1151.
213. Julien Le Maux, Les bénéfices privés : une rupture de l'égalité entre actionnaires, *Finance Contrôle Stratégie – Vol. 6, N<sup>o</sup> 1, mars 2003, PP 63–92.*

214. Julien Le Maux, Les déterminants de l'ampleur des bénéficiaires privés : un test sur données françaises, *Finance Contrôle Stratégie* – Vol. 7, N° 2, juin 2004, PP 195–231.
215. Julio Pindado, Does family ownership impact positively on firm value? Empirical evidence from Western Europe, Working Paper N° 2, Universidad Salamanca, Spain, 2008, PP1-34.
216. Jun Jiang, A study on the relationship between foreign ownership and the performance of Chinese listed companies, *BU Academic Review*, Vol. 6, No.1, 2007, PP 13-25.
217. Kee H. Chung and Stephen W. Pruitt, A Simple Approximation of Tobin's q, *Financial Management*, Vol. 23, N° 3, 1994, PP 70-74.
218. Khalil-Ur-Rehman Wahla, and al. Impact of ownership structure on firm performance evidence from non-financial listed companies at Karachi stock exchange, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 84, 2012, PP 6–13.
219. Kose John, Lemma W. Senbet, Corporate governance and board effectiveness, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, N°.4, 1998, PP 371-403.
220. Kwangmin Park, SooCheong (Shawn) Jang, Insider ownership and firm performance: An examination of restaurant firms, *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 29, No. 3, 2010, PP 448-458.
221. Landry Wonguin Goue, Analyse des déterminants de la performance d'une entreprise commerciale , 2014. [http:// bibliotheque. cesag. sn /gestion/ documents\\_numeriques/M0182DESAG14.pdf](http://bibliotheque.cesag.sn/gestion/documents_numeriques/M0182DESAG14.pdf), consulté le 20/ 08/2016.
222. Laura Cabeza-García, and al, The role of large shareholders in firm profitability : evidence from Spanish listed firms, [https:// extranet. sioe. org/uploads/isnie2010/cabeza-garcia\\_gomez-anson\\_sacristan-navarro.pdf](https://extranet.sioe.org/uploads/isnie2010/cabeza-garcia_gomez-anson_sacristan-navarro.pdf) ,accessed 15/03/2014.
223. Laurence Bloch, Elizabeth Kremp, Ownership and voting power in France. In: Barca, F., Becht, M. (Eds.), *Ownership and Control: A European Perspective*, Oxford, Oxford University Press, 1999, PP5-18.
224. Lawal Babatunde Akeem, Effects of capital structure on firm's performance : empirical study of manufacturing companies in Nigeria, *Journal of Finance and Investment Analysis*, Vol. 3, N°.4, 2014, PP39-57.
225. Lifei Mao, State ownership, institutional ownership and relationship with firm performance : Evidence from Chinese public listed firms, IBA Bachelor Thesis Conference, 2015.
226. Loderer, Claudio, Martin, Kenneth, Executive stock ownership and performance.Tracking faint traces, *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, N°.2, 1997, PP223–255.
227. Lynn Pi et Stephen G. Timme , Corporate control and bank efficiency , *Journal of Banking & Finance*, Vol. 17, N°. 2–3, April 1993, PP 515-530.
228. Mara Faccio, Larry H.P. Lang, The ultimate ownership of western european corporations, *Journal of Financial Economics* , Vol.65 ,2002, PP 365–395.
229. Marcia Millon Cornett, and al, The impact of institutional ownership on corporate operating performance, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 31, N°. 1, 2007, PP 1771–1794.
230. Marco Becht, Ailsa Roell, Blockholdings in Europe : An international comparison, *European Economic Review*, Vol 43 ,1999, PP 1049-1056.
231. Maria Maher, Thomas Andersson, Corporate governance: effects on firm performance and economic growth, organization for economic co-operation and development, 1999.

232. Mark.S Beasley, An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud, *The Accounting Review*, Vol .71, N<sup>o</sup>.4, 1996, PP 443-465.
233. Maryam Nakhaei, Seyedeh Mahbobeh Jafari, Survey of the relationship between capital structure and free cash flow with financial performance of companies listed in Tehran stock exchange, *Indian Journal of Science and Technology*, Vol. 8, N<sup>o</sup>. 27, 2015, PP 1-11.
234. Mei Yu, State ownership and firm performance : Empirical evidence from Chinese listed companies, *China Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, 2013, PP 75-87.
235. Meysam Foroughi, Masood Fooladi, Concentration of Ownership in Iranian Listed Firms, *International Journal of Social Science and Humanity*, Vol. 2, N<sup>o</sup>. 2, 2012, PP112-116.
236. Michael C. Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *The American Economic Review*, Vol. 76, N<sup>o</sup>. 2, May, 1986, PP 323-329.
237. Michael C. Jensen, The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *The Journal of Finance*, Vol. 48, N<sup>o</sup>. 3, 1993, PP 831-880.
238. Michael C. Jensen, William H. Meckling, Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, N<sup>o</sup>. 4, October, 1976, PP 305-360.
239. Michael P. Smith, Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS, *The Journal of Finance*, Vol. 51, N<sup>o</sup>. 1, 1996, PP 227–252.
240. Michel Ghertman, Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction, *Revue française de gestion*, Vol. 1, N<sup>o</sup> 160, 2006, PP 191-213.
241. Mike G. Tsionas, and al, Concentrated ownership and corporate performance revisited : The case of shipping, *Transportation Review*, Vol. 48, N<sup>o</sup>. 4, 2012, PP 843–852.
242. Milton Harris, Artur Raviv, The theory of capital structure, *Journal Of Finance*, Vol. 46, N<sup>o</sup>. 1, March,1991, PP 297–355.
243. Mishari Alfaraih, and al, The influence of institutional and government ownership on firm performance: evidence from Kuwait, *International Business Research*, Vol. 5, N<sup>o</sup>. 10, 2012, PP 192-200.
244. Mojtba Rafiei, Seyede Atefe Hosseini Far, Effect of state ownership on firm performance and dividend payout policy, *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, Vol. 4, N<sup>o</sup>. 7, 2014, PP 213-219.
245. Mouna Mrad, Slaheddine Hallara, The impact of residual government ownership on performance and value creation: The Case of privatized French companies, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol, 62, 2012, PP 473 – 488.
246. Myeong-Hyeon Cho, Ownership structure, investment, and the corporate value : An empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, N<sup>o</sup>.1, 1998, PP103-121.
247. Nazli Anum Mohd Ghazali, Ownership structure, corporate governance and corporate performance in Malaysia. *International Journal of Commerce and Management*, Vol.20, N<sup>o</sup>.2, 2010, PP109-119.
248. Ngo My Tran, and al, Government ownership and firm performance: the case of Vietnam, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 4, N<sup>o</sup>. 3, 2014, PP628-650.
249. Noora Almudehki, Rami Zeitun, Ownership structure and corporate performance : Evidence from Qatar, *Social Science Research Network*, 2012, PP1-21.
250. Nurul Afzan Najid, Rashidah Abdul Rahman, Government ownership and performance of Malaysian government-linked companies, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 61, 2011, PP 42-56.

251. OECD, Benchmark definition of foreign direct investment third edition, 1999.
252. Oliver E. Williamson, Transaction-cost economics : the governance of contractual relations, *Journal of Law and Economics*, Vol. 22, N° 2. Oct., 1979, PP 233-261.
253. Oliver E. Williamson, The modern corporation : origins, evolution, attributes, *Journal of Economic Literature*, Vol. 19, N° 4 Dec., 1981, PP 1537-1568.
254. Oliver E. Williamson, Comparative economic organization : the analysis of discrete structural alternatives, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 36, N° 2. Jun., 1991, PP 269-296.
255. Omar Al Farooque, et al, Ownership structure and corporate performance : evidence from Bangladesh, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, Vol. 14, N° 2, 2007, PP 127-149.
256. Panayotis Kapopoulos, Sophia Lazaretou, Corporate ownership structure and firm performance : evidence from Greek firms, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, N° 2, 2007, PP144-158.
257. Peter Cheng, Managerial ownership, board monitoring and firm performance in a family-concentrated corporate environment, *Accounting and Finance*, 2012, Vol. 52, N° 4, PP1061-1081.
258. Phan Huu Viet, Foreign ownership and performance of listed firms: evidence from an emerging economy, *The Bulletin of the Graduate School of Commerce*, Vol. 77, 2013, PP285-310.
259. Pierre-Yves Gomez, La théorie des coûts de transaction, EM Lyon, <http://www.grh.hec.ulg.ac.be/cours/supports/COSE/transactions.pdf>, consulté le 03/10/ 2013.
260. Pinar Evrim Mandaci, Guluzar Kurt Gumus, Ownership concentration, managerial ownership and firm performance : Evidence from Turkey, *South East European Journal of Economics and Business*, Vol. 5, N° 1, 2010, PP57- 66.
261. Prasad S. Bhattacharya , Michael Graham, Institutional ownership and firm performance: evidence from Finland, 2007, Available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=1000092>, accessed 04/01/2017.
262. Qian Sun, How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience, *Journal of business finance and accounting*, Vol. 29, No. 1-2, 2002, PP 1-27.
263. Rafael La Porta, and al, Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, Vol. 54, N° 2, April 1999, PP 471-517.
264. Rajeswararao Chaganti, Fariborz Damanpour, Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance, *Strategic Management Journal*, vol. 12, N° 7, October 1991, PP 479-491.
265. Randall Morck, et al, Management ownership and market valuation : an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, N° 1-2, 1988, PP 293-315.
266. Richard Arena, Nathalie Lazaric, La théorie évolutionniste du changement économique de Nelson et Winter : une analyse économique rétrospective, *Revue Economique*, Vol. 54, N° 2, 2003, PP 329-354.
267. Richard Calvi, L'externalisation des activités d'achat : l'apport de la théorie des coûts de transaction, VII<sup>ème</sup> Conférence Internationale de Management Stratégique «Perspectives en Management Stratégique» Louvain-la-Neuve, Belgique, 27-28-29 mai 1998.
268. Ronald C. Anderson, David M. Reeb, Founding-family ownership and firm performance : evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, Vol. 58, N° 3, 2003, PP1 301-1327.

269. Ronald. H. Coase, The Nature of the Firm, *Economica*, New Series, Vol. 4, N<sup>o</sup>.16. Nov, 1937, PP 386–405.
270. Ronald. H. Coase, et al, La nature de la firme, *Revue française d'économie*. Vol. 2 N<sup>o</sup>.1, 1987, PP 133-163.
271. Roszaini Haniffa, Mohammad Hudaib, Governance structure and firm performance in Malaysia, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, N<sup>o</sup>. (7) & (8), 2006, PP 1034–1062.
272. Safdar Hussain Tahir, and al, Institutional ownership and corporate value: evidence from Karachi stock exchange (KSE) 30-Index Pakistan, *Praktični menadžment*, Vol. 6, N<sup>o</sup>. 1, PP 41-49.
273. Sami R.M. Musallam, Relationships between Ownership Structures and Corporate Performance: Evidence from Malaysia, *Mediterranean Journal of Social Sciences*, Vol. 6, N<sup>o</sup>. 3 S1, 2015, PP70-76.
274. Samira Rifki, Abdessadeq Sadq, Un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises, *la revue du financier*, N<sup>o</sup> 131.
275. Samuel Mercier, L'apport de la théorie des parties prenantes au management stratégique : une synthèse de la littérature, *Xième Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique*, Université Laval, Québec, Canada, 13-14-15 juin 2001.
276. Sanghoon Lee, Ownership Structure and Financial Performance : Evidence from Panel Data of South Korea, Working Paper No: 2008-17.
277. Sedeaq Nassar, The impact of capital structure on financial performance of the firms : evidence from borsa Istanbul, *Journal of Business & Financial Affairs*, Vol. 5, N<sup>o</sup>. 1, 2016, PP 1-4.
278. Sidney Leung, Bertrand Horwitz, Corporate governance and firm value during a financial crisis, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, NO. 4, Vol. 34, 2010, PP459–481.
279. Sorana Vătavu, The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies, *Procedia Economics and Finance*, Vol. 32, 2015, PP 1314 – 1322.
280. Steen Thomsen, Torben Pedersen, Ownership structure and economic performance in the largest European companies, *Strategic Management Journal*, Vol.21, N<sup>o</sup>. 6, 2000, PP 689–705.
281. Stephen A. Ross, The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, N<sup>o</sup>. 1, 1977, PP23-40.
282. Stephen P. Ferris, Kwangwoo Park, Foreign ownership and firm value: Evidence from Japan, *Corporate governance*, Vol.11, 2005, PP1 – 29.
283. Stewart C. Mayers, Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, N<sup>o</sup>. 2, 1977, PP147-175.
284. Stewart C. Myers, The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, Vol. 39, N<sup>o</sup>. 3, 1984, PP 575-592.
285. Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 1984, PP 187-221.
286. Stijn Claessens, and al, The separation of ownership and control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 2000, PP 81–112.
287. Sudarat Ananchotikul, Does foreign investment really improve corporate governance? evidence from Thailand, Working Paper Series, Economic Research Department, Bank of Thailand, 2006.



288. Sunil Wahal, Pension Fund Activism and Firm Performance, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 31, N°. 1, 1996, PP 1-23.
289. Susana Alonso-Bonis, Pablo de Andrés-Alonso, Ownership structure and performance in large Spanish companies. empirical evidence in the context of an endogenous relation, *Corporate Ownership & Control*, Vol. 4, N°. 4, 2007, PP206-216.
290. Sytse Douma, and al, Foreign and domestic ownership, business groups and firm performance: evidence from a large emerging market, Discussion Paper Provided by Tilburg University, Center for Economic Research in its Series with Number, 104, 2003.
291. Takuji Saito, Family firms and firm performance : evidence from Japan, Wias Discussion Paper N°.2007-005, 2008.
292. Thibault Biebuyck, et al, Les Leviers de contrôle des actionnaires majoritaires, document de travail, Université Libre de Bruxelles, DULBEA, N°05-03.RS.
293. Uma Velury, David Jenkins, Institutional ownership and the quality of earnings, *Journal of Business Research*, Vol. 59, N°. 9, 2006, PP 1043-1051
294. Uma Velury, and al, Institutional Ownership and the Selection of Industry Specialist Auditors, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 21, N°. 1, 2003, PP 35–48.
295. UNCTAD, world investment report 2017, 2013, 2007, 2004.
296. Võ Thị Thùy Vy, Võ Hoàng Diễm Trinh, The impact of foreign ownership on profitability of Vietnamese firms listed on Ho Chi Minh stock exchange, <http://veam.org/wp-content/uploads/2016/08/126.-Vo-Hoang-Diem-Trinh.pdf>, accessed 03/11/2016.
297. Wenjuan Ruan, Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol.5, N°. 3, 2011, PP73-93.
298. Wenyi Chu, The influence of family ownership on SME performance : evidence from public firms in Taiwan, *Small Business Economics*, Vol. 33, N°. 3, 2009, PP 353-373.
299. Wenyi Chu, Family ownership and firm performance : Influence of family management, family control, and firm size, *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 28, N°. 4, 2011, PP 833-851.
300. Wiem Elmanaa Madani, Wafa Khelif, Effets de la structure de propriété sur la performance des entreprises tunisiennes, *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol.3, N°. 243-244, 2010, PP 63-70.
301. Yifan Hu, Xianming Zhou, The performance effect of managerial ownership: Evidence from China, *Journal of Banking and Finance*, Vol.32, N°.10, 2008, PP 2099–2110.
302. Yves Mard, et al, Structure de l'actionnariat et performance : le cas français, *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 17, N°. 4, 2014, PP 59-83.
303. Yves Simon, Théorie de la firme et réforme de l'entreprise: *Revue de la théorie des droits de propriété*, *Revue économique*, Vol. 28, N°. 3 May, 1977, PP 321-351.
304. Zhilan Chen, and al, Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13, N°. 4, 2005, PP431– 449.
305. Ziane Ydriss, La structure d'endettement des petites et moyennes entreprises Françaises: une étude sur donnes de panel, *Revue Internationale PME*, Vol .17, N°. 1, 2004, PP 123–138.

الملاحق

الملحق رقم (1.5) : استمارة جمع بيانات هيكل الملكية لشركات المساهمة عينة الدراسة

اسم شركة المساهمة :  
 التاريخ التأسيس :  
 النشاط :  
 المقر الاجتماعي :  
 تواريخ تعديل رأس المال :  
 تواريخ تعديل أعضاء مجلس الإدارة :

هوية الملاك				مجلس الإدارة		رأس المال المملوك للمساهم	قيمة السهم	عدد الأسهم	اسم المساهم
ملكية المستثمرين المؤسسين	ملكية الدولة	ملكية أجنبية	ملكية عائلية	عضو مجلس الإدارة	رئيس مجلس الإدارة				
									المساهم 1 :
									المساهم 2 :
									المساهم 3 :
									المساهم 4 :
									المساهم 5 :
									المساهم 6 :
									المساهم :
									المساهم :
									المساهم N :
									المجموع



Direction des Ressources  
Humaines

مديرية الموارد  
البشرية

N° 1127 /2016.

Alger, le

25 FEV. 2016

### ATTESTATION DE STAGE

Je soussigné, Monsieur le Directeur des Ressources Humaines du Centre National du Registre du Commerce (CNRC), sis à RN n°24, Lido, Mohammadia, Alger.

**Certifie** que Mlle ZEGHOUD Taber, étudiante en 5<sup>ème</sup> année Doctorat à la Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion, demeurant à la cité Djorf, 100 studio, Bab Ezzouar, Alger.

**A effectué** un stage pratique au sein du Centre dans le cadre de la préparation d'un mémoire de fin d'études ayant pour thème « L'effet de la structure de propriété et la structure financière sur la performance des entreprises », pendant la période allant du 1 au 31 août 2015.

La présente attestation est délivrée à l'intéressée pour servir et valoir ce que de droit.

Directeur des Ressources Humaines

H. ZAOUI

## الملحق رقم (3.5) : قائمة شركات المساهمة عينة الدراسة

N	Nom de l'entreprise	Wilaya
1	SPA Aménagement Environnement Hydraulique AMENHYD	Alger
2	SPA Babahoum	Biskra
3	SPA Bergerat Monnoyeur Algérie BMA	Ouargla
4	SPA CAMP CSSI	Ouargla
5	SPA Chain El Aurassi	Alger
6	SPA Concordal	Alger
7	SPA Corps Gras Alger COGRAL	Alger
8	SPA Entreprise De Plâtre Et Dérives	Biskra
9	SPA Entreprise Nationale de Géophysique ENAGEO	Ouargla
10	SPA Entreprise Nationale des Services aux Puits ENSP	Ouargla
11	SPA Entreprise Nationale du Forage ENAFOR	Ouargla
12	SPA EPE Entreprise de Terrassement et Travaux Routiers ETTR	Ouargla
13	SPA EPE Tubprofil	Alger
14	SPA Eriad Setif Les Moulins De Sidi Aissa	M'Sila
15	SPA Halliburton Entreprise de Services aux Puits HESP	Ouargla
16	SPA La Palette Algérienne LAPAL PRO	Boumerdès
17	SPA Plast Paper	Oran
18	SPA Riad Setif	Ouargla
19	SPA SARPI	Alger
20	SPA Société des Ciments de la Mitidja	Blida
21	SPA Société des Ciments de Sour El Ghozlane	Bouira
22	SPA Société Générale De Maintenance Industrielle WOODGROUP SOMIAS	Annaba
23	SPA Entreprise Nationale des Travaux aux Puits ENTP	Ouargla
24	SPA Algerian Oilfield Service	Ouargla
25	SPA Algiers Business Centers	Alger
26	SPA Alliance Chimie Algérie	Alger
27	SPA Amitech Algérie	Mostaganem
28	SPA Aqua Sim	Blida
29	SPA Associated Car And Truck Specialist ACTS	Alger
30	SPA Atlas Genie Civil Company	Alger
31	SPA BASP	Ouargla
32	SPA Bayat Cating	Ouargla
33	SPA Bayat Construction	Ouargla
34	SPA Beni Saf Water Company	Alger
35	SPA Bental	Alger
36	SPA Biopharm	Alger
37	SPA Bitumes Et Pétroles HADDAD	Alger
38	SPA BJSP	Alger
39	SPA British American Tobacco	Alger
40	SPA BYA Electronic	Oran
41	SPA C.T.C.Sud	Ghardaïa
42	SPA Calel Fibroptic	Alger
43	SPA Caprice	Alger
44	SPA Catel	Alger
45	SPA Cevital	Bejaia

46	SPA Complexe Avicole les Hauts Plateaux	Setif
47	SPA Condi La Belle Prestation Conditionnement Prdts Alimentaires	Boumerdès
48	SPA Condor Electronics	Bordj Bou Arreridj
49	SPA D.B.K.BOX	Tizi Ouzou
50	SPA Diphco	Oran
51	SPA El Afak	Alger
52	SPA Elsecom	Alger
53	SPA Ente Des Industries Des Câbles De Biskra.	Biskra
54	SPA Entreprise De Gestion Touristique De L'Ouest	Béchar
55	SPA Entreprise De Gestion Touristique Tamanrasset	Tamanrasset
56	SPA Entreprise De Produc De Matériaux De Construction	Tamanrasset
57	SPA Entreprise Nationale de Canalisations ENAC	Alger
58	SPA Entreprise Nationale de Grands Travaux Pétroliers ENGTP	Alger
59	SPA Entreprise Nationale de Réalisation d'Ouvrages Souterrains ENROS	Alger
60	SPA Entreprise Nationale De réalisation D'Infrastructures Energétiques INERGA	Blida
61	SPA Entreprise Nationale de Transformation des Produits Longs ENTPL	Oran
62	SPA EPE Entreprise de Production de Machines Outils Trading PMO TRADING	Constantine
63	SPA EPE Entreprise Nationale des Grands Ouvrages d'Art ENGOA	Alger
64	SPA EPE laiterie tell	Setif
65	SPA EPE Société des Mines de Fer d'Algérie SOMIFER	Tébessa
66	SPA EPE Alfapipe	Alger
67	SPA EPE Altumet	Alger
68	SPA EPE Baticim	Alger
69	SPA EPE Batisud	Ouargla
70	SPA EPE Cetim	Boumerdès
71	SPA EPE Cosider Construction	Alger
72	SPA EPE Ediel	Alger
73	SPA EPE Entreprise Nationale d'Approvisionnement en Bois et Dérivés ENAB	Alger
74	SPA EPE Entreprise Nationale d'Ascenseurs	Alger
75	SPA EPE Entreprise Nationale De Réalisation Générale De Travaux Hydrauliques GTH	Annaba
76	SPA EPE Entreprise Nationale Des Adduction Et Transfert d'Eau HYDRO TRANSFERT	Annaba
77	SPA EPE Entreprise Nationale des Granulais	Alger
78	SPA EPE Entreprise Nationale des Industries de l'Electroménager ENIEM	Tizi Ouzou
79	SPA EPE Entreprise Nationale des Peintures ENAP	Bouira
80	SPA EPE Entreprise Portuaire D'Arzew	Oran
81	SPA EPE Entreprise Portuaire De Ghazaouet EPG	Tlemcen
82	SPA EPE Entreprise Touristique De Kabylie ETK	Tizi Ouzou
83	SPA EPE Groupe Smide Les Moulins De Mermoura Guelma	Guelma

84	SPA EPE Infrarail	Alger
85	SPA EPE Kechroud Khenchela	Khenchela
86	SPA EPE L H C Sud	Ghardaïa
87	SPA EPE Les Moulins Du Littoral	Skikda
88	SPA EPE Metaleng	Alger
89	SPA EPE Papirec	Alger
90	SPA EPE Pmat	Alger
91	SPA EPE Promaint	Oran
92	SPA EPE Reelec	Alger
93	SPA EPE Rouiba Eclairage	Alger
94	SPA EPE Sapt	Alger
95	SPA EPE Société de Transformation & d'Application d'Aluminium STAA	Alger
96	SPA EPE Société des Emballages Fer Blanc et Fûts EMB FBF	Alger
97	SPA EPE Société d'Etudes Techniques Annaba SETA	Annaba
98	SPA EPE Société et Cartonnerie de Oued Smar SACAR	Alger
99	SPA EPE Sofape	Alger
100	SPA EPE SPA Laiterie Amizour	Béjaïa
101	SPA Eriad Setif Les Moulins Des Zibans	Biskra
102	SPA Euresa Algérie	Ouargla
103	SPA Flash Algérie	Alger
104	SPA Fruital	Alger
105	SPA Gepco	Ouargla
106	SPA Gi Linde Algérie	Alger
107	SPA Grands Moulins Dahmani La Belle	Boumerdès
108	SPA Greif Algérie	Oran
109	SPA Group ETRHB HADDAD	Alger
110	SPA GROUP KOUGC	Alger
111	SPA Groupe Industriel Goumidi GIG	Blida
112	SPA Groupe industriel Saidal	Alger
113	SPA Hamoud Boualem	Alger
114	SPA Helios	Oran
115	SPA Helison Production	Skikda
116	SPA Hydra Pharm	Alger
117	SPA Hydro Dragage	Alger
118	SPA Hyproc Shipping Company	Oran
119	SPA Hyundai Motor Algérie	Alger
120	SPA La Fleche Bleue Algérienne	Skikda
121	SPA Laboratoire Des Travaux Publics Du Sud	Ghardaïa
122	SPA Laiterie Aures Batna	Batna
123	SPA Laiterie Ichelatan	Alger
124	SPA les laboratoires Frater Razes	Alger
125	SPA Linde Gas Algérie	Alger
126	SPA Margarinerie La Belle	Alger
127	SPA Mega Pneu Distribution	Alger
128	SPA MESP	Alger
129	SPA Mi- Algeria	Ouargla
130	SPA NCA Rouiba	Alger

131	SPA Orascom Télécom Algérie	Alger
132	SPA Pfizer Pharm Algérie	Alger
133	SPA Pharma Ival	Oran
134	SPA Prodiphal Production	Alger
135	SPA R C Industrie	Alger
136	SPA Red Med	Ouargla
137	SPA Sadec	Alger
138	SPA Semoulerie Industriel De La Mitidja Sim Agro	Blida
139	SPA Smart Link Communication SLC	Alger
140	SPA Société d'Articles Hygiéniques Algérie	Annaba
141	SPA Société de Fabrication d'Accessoires Industriels et Sanitaires SANIAK	Setif
142	SPA Société de Maintenance Industrielle de Skikda SOMIK	Skikda
143	SPA Société Des Ciments Aintouta	Batna
144	SPA Société des Ciments de Zahana	Mascar
145	SPA Société Des Fertisnnt D'Algérie Fertial	Annaba
146	SPA Société des Ciments de Beni Saf	Ain Temouchent
147	SPA Société des Ciments de Hadjar Soud	Skikda
148	SPA Société d'Investissement Hôtelière	Alger
149	SPA Société Guedila des Eaux Minérales	Biskra
150	SPA Société Nationale de Génie Civil et Bâtiment GCB	Boumerdès
151	SPA SOGEMCO	Alger
152	SPA Somedial	Alger
153	SPA Sosapal	Alger
154	SPA Sotraco	Tizi Ouzou
155	SPA Sovac Algérie	Alger
156	SPA Star Aviation	Ouargla
157	SPA STUCKY ENHYD	Alger
158	SPA Tassili	Ouargla
159	SPA Torréfaction Et Mouture Café Belle Tomoca	Boumerdès
160	SPA Total Algérie	Alger
161	SPA Total Bitumes Algérie	Alger
162	SPA Vincotte International ALG	Alger
163	SPA Wataniya Télécom Algérie	Alger
164	SPA Weatherford Entreprise De Services Aux Puits WESP	Ouargla
165	SPA Winthrop Pharma Sidal	Alger



الملحق رقم (4.5) : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير تركيز الملكية على معدل المردودية الاقتصادية

```

System dynamic panel-data estimation      Number of obs      =      660
Group variable: Noentreprise              Number of groups   =      165
Time variable: Années

Obs per group:
      min =      4
      avg =      4
      max =      4

Number of instruments =      13           Wald chi2(6)      =      114.96
                                          Prob > chi2       =      0.0000
    
```

One-step results

Re	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Re					
L1.	.8610263	.1447673	5.95	0.000	.5772877 1.144765
Act1	3.798253	1.019834	3.72	0.000	1.799416 5.797091
Act12	-1.380188	.5637517	-2.45	0.014	-2.485121 -.2752547
Croiss	.0105449	.0034368	3.07	0.002	.003809 .0172808
Taille	.0946148	.0180846	5.23	0.000	.0591696 .1300601
End	-.1230484	.0544429	-2.26	0.024	-.2297546 -.0163423
_cons	-4.07964	.7957611	-5.13	0.000	-5.639303 -2.519977

```

Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)Re
Standard: D.Croiss D.Taille D.End
Instruments for level equation
GMM-type: LD.Re
Standard: _cons
    
```

. estat abond

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-2.7367	0.0062
2	-.3043	0.7609

H0: no autocorrelation

. estat sargan

Sargan test of overidentifying restrictions

H0: overidentifying restrictions are valid

```

chi2(6)      = 10.54942
Prob > chi2  = 0.1033
    
```

المصدر : مخرجات برنامج Stata

الملحق رقم (5.5) : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير هوية أكبر المساهمين على معدل المردودية الاقتصادية

```

System dynamic panel-data estimation      Number of obs   =       660
Group variable: Noentreprise              Number of groups =       165
Time variable: Années

Obs per group:
      min =       4
      avg =       4
      max =       4

Number of instruments =      13           Wald chi2(7)    =     119.41
                                           Prob > chi2     =       0.0000
    
```

One-step results

Re	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Re					
Ll.	.8781657	.1458102	6.02	0.000	.592383 1.163948
ActlFAMIL	-7.481417	5.252028	-1.42	0.154	-17.7752 2.812368
ActlEtrang	-6.527816	5.035394	-1.30	0.195	-16.39701 3.341376
ActlEtat	-7.440085	5.588706	-1.33	0.183	-18.39375 3.513578
Croiss	.0098271	.0034702	2.83	0.005	.0030256 .0166285
Taille	.1087449	.0191128	5.69	0.000	.0712846 .1462052
End	-.1373837	.0550914	-2.49	0.013	-.2453608 -.0294066
_cons	4.807591	5.266662	0.91	0.361	-5.514877 15.13006

```

Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)Re
Standard: D.Croiss D.Taille D.End
Instruments for level equation
GMM-type: LD.Re
Standard: _cons
    
```

. estat abond

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-2.7313	0.0063
2	-.32959	0.7417

H0: no autocorrelation

. estat sargan

Sargan test of overidentifying restrictions  
H0: overidentifying restrictions are valid

```

chi2(5)      = 10.69592
Prob > chi2   = 0.0578
    
```

المصدر : مخرجات برنامج Stata

الملحق رقم (6.5) : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الملكية الإدارية على معدل المردودية الاقتصادية

```
System dynamic panel-data estimation      Number of obs   =       660
Group variable: Noentreprise             Number of groups =       165
Time variable: Années

Obs per group:
      min =       4
      avg =       4
      max =       4

Number of instruments =      13           Wald chi2(7)    =     119.41
                                           Prob > chi2     =       0.0000
```

One-step results

Re	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Re					
L1.	.8781657	.1458102	6.02	0.000	.592383 1.163948
Mang	-37.69202	15.45373	-2.44	0.015	-67.98078 -7.403262
Mang2	133.2037	57.61163	2.31	0.021	20.287 246.1205
Mang3	-93.71613	41.09941	-2.28	0.023	-174.2695 -13.16278
Croiss	.0098271	.0034702	2.83	0.005	.0030256 .0166285
Taille	.1087449	.0191128	5.69	0.000	.0712846 .1462052
End	-.1373837	.0550914	-2.49	0.013	-.2453608 -.0294066
_cons	-3.786844	.9416924	-4.02	0.000	-5.632528 -1.941161

```
Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)Re
Standard: D.Croiss D.Taille D.End
Instruments for level equation
GMM-type: LD.Re
Standard: _cons
```

. estat abond

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-2.7313	0.0063
2	-.32959	0.7417

H0: no autocorrelation

. estat sargan

Sargan test of overidentifying restrictions

H0: overidentifying restrictions are valid

chi2(5) = 10.69592

Prob > chi2 = 0.0578

المصدر : مخرجات برنامج Stata

الملحق رقم (7.5) : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الملكية العائلية على معدل المدودية الاقتصادية

```
System dynamic panel-data estimation      Number of obs   =      660
Group variable: Noentreprise             Number of groups =      165
Time variable: Années

Obs per group:
      min =      4
      avg =      4
      max =      4

Number of instruments =      13           Wald chi2(7)    =      119.41
                                           Prob > chi2     =      0.0000
```

## One-step results

RE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
RE					
L1.	.8781657	.1458102	6.02	0.000	.592383 1.163948
Famil	-45.4403	21.10344	-2.15	0.031	-86.80228 -4.078329
Famil2	119.1715	55.43495	2.15	0.032	10.52098 227.822
Famil3	-75.16477	34.80922	-2.16	0.031	-143.3896 -6.939952
Croiss	.0098271	.0034702	2.83	0.005	.0030256 .0166285
Taille	.1087449	.0191128	5.69	0.000	.0712846 .1462052
End	-.1373837	.0550914	-2.49	0.013	-.2453608 -.0294066
_cons	-1.789941	.4100267	-4.37	0.000	-2.593578 -.9863031

```
Instruments for differenced equation
      GMM-type: L(2/.)RE
      Standard: D.Croiss D.Taille D.End
Instruments for level equation
      GMM-type: LD.RE
      Standard: _cons
```

```
. estat abond
```

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-2.7313	0.0063
2	-.32959	0.7417

H0: no autocorrelation

```
. estat sargan
```

Sargan test of overidentifying restrictions  
H0: overidentifying restrictions are valid

```
chi2(5)      = 10.69592
Prob > chi2  = 0.0578
```

المصدر : مخرجات برنامج Stata

الملحق رقم (8.5) : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الملكية الأجنبية على معدل المدروسة الاقتصادية

```

System dynamic panel-data estimation      Number of obs   =       660
Group variable: Noentreprise             Number of groups =       165
Time variable: Années

Obs per group:
      min =          4
      avg =          4
      max =          4

Number of instruments =      13           Wald chi2(6)    =      136.22
                                           Prob > chi2     =       0.0000
    
```

One-step results

RE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
RE					
L1.	.515506	.0962178	5.36	0.000	.3269226 .7040893
Etrang	.9507438	.4172638	2.28	0.023	.1329219 1.768566
Etrang2	-.9204007	.4929737	-1.87	0.062	-1.886611 .04581
Croiss	.009327	.0030478	3.06	0.002	.0033533 .0153007
Taille	.0788761	.0152837	5.16	0.000	.0489207 .1088315
End	-.1442728	.0483951	-2.98	0.003	-.2391254 -.0494202
_cons	-1.759838	.3391326	-5.19	0.000	-2.424526 -1.09515

```

Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)RE
Standard: D.Croiss D.Taille D.End
Instruments for level equation
GMM-type: LD.RE
Standard: _cons
    
```

. estat abond

Wells-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-3.0611	0.0022
2	-.18218	0.8554

H0: no autocorrelation

. estat sargan

Sargan test of overidentifying restrictions  
H0: overidentifying restrictions are valid

```

chi2(6)      = 11.32281
Prob > chi2  = 0.0789
    
```

المصدر : مخرجات برنامج Stata

الملحق رقم (9.5) : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير ملكية الدولة على معدل المدرودية الاقتصادية

```
System dynamic panel-data estimation      Number of obs   =       660
Group variable: Noentreprise             Number of groups =       165
Time variable: Années

Obs per group:
      min =       4
      avg =       4
      max =       4

Number of instruments =      13           Wald chi2(6)    =     142.62
                                           Prob > chi2     =      0.0000
```

One-step results

RE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
RE					
L1.	.5559868	.0719978	7.72	0.000	.4148737 .6970998
Estat	1.768668	.4615684	3.83	0.000	.8640103 2.673325
Estat2	-1.317143	.3970253	-3.32	0.001	-2.095299 -.5389883
Croiss	.0086641	.0030553	2.84	0.005	.0026758 .0146523
Taille	.0953168	.01636	5.83	0.000	.0632517 .1273819
End	-.1574611	.0484329	-3.25	0.001	-.2523879 -.0625342
_cons	-2.344852	.3935392	-5.96	0.000	-3.116175 -1.573529

```
Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)RE
Standard: D.Croiss D.Taille D.End
Instruments for level equation
GMM-type: LD.RE
Standard: _cons
```

. estat abond

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-3.0555	0.0022
2	-.17227	0.8632

H0: no autocorrelation

. estat sargan

```
Sargan test of overidentifying restrictions
H0: overidentifying restrictions are valid
```

```
chi2(6)      = 11.41677
Prob > chi2  = 0.0763
```

المصدر : مخرجات برنامج Stata

الملحق رقم (10.5) : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الهيكل المالي على معدل المردودية الاقتصادية

النموذج 1

```

System dynamic panel-data estimation      Number of obs   =       660
Group variable: Noentreprise             Number of groups =       165
Time variable: Années

Obs per group:
    min =         4
    avg =         4
    max =         4

Number of instruments =      17           Wald chi2(11)   =    123.44
                                           Prob > chi2     =     0.0000
    
```

One-step results

Re	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Re					
L1.	.83782	.1459771	5.74	0.000	.5517102 1.12393
EndFAMIL	-.1778591	.0908896	-1.96	0.050	-.3559996 .0002813
EndFAMILetrang	-.257762	.1695891	-1.52	0.129	-.5901505 .0746264
EndEtatetrang	-.0910752	.1601504	-0.57	0.570	-.4049642 .2228139
EndEtat	-.087393	.0822501	-1.06	0.288	-.2486002 .0738143
EndEtrang	-.1702859	.1893553	-0.90	0.368	-.5414154 .2008437
Croiss	.0097271	.0034292	2.84	0.005	.003006 .0164483
Taille	.1052274	.0189803	5.54	0.000	.0680267 .142428
Industrie	-13.3502	4.684339	-2.85	0.004	-22.53134 -4.169065
Services	-20.61358	7.36094	-2.80	0.005	-35.04076 -6.186407
Commerce	-9.41789	3.130698	-3.01	0.003	-15.55394 -3.281835
_cons	10.37669	4.360956	2.38	0.017	1.829373 18.92401

Instruments for differenced equation

GMM-type: L(2/.)Re

Standard: D.EndFAMIL D.EndFAMILetrang D.EndEtatetrang D.EndEtat  
D.EndEtrang D.Croiss D.Taille

Instruments for level equation

GMM-type: LD.Re

Standard: \_cons

. estat abond

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-2.857	0.0043
2	-.20678	0.8362

H0: no autocorrelation

. estat sargan

Sargan test of overidentifying restrictions

H0: overidentifying restrictions are valid

chi2(5) = 10.84404

Prob > chi2 = 0.0546

المصدر : مخرجات برنامج Stata

الملحق رقم (11.5) : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الهيكل المالي على معدل المردودية الاقتصادية

النموذج 2

```
System dynamic panel-data estimation      Number of obs   =      660
Group variable: Noentreprise             Number of groups =      165
Time variable: Années

Obs per group:
      min =      4
      avg =      4
      max =      4

Number of instruments =      17           Wald chi2(11)   =     123.44
                                           Prob > chi2     =      0.0000
```

One-step results

Re	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Inteval]
Re					
L1.	.83782	.1459771	5.74	0.000	.5517102 1.12393
EndFAMIL	-.1778591	.0908896	-1.96	0.050	-.3559996 .0002813
EndFAMILetrang	-.257762	.1695891	-1.52	0.129	-.5901505 .0746264
EndEtatetrang	-.0910752	.1601504	-0.57	0.570	-.4049642 .2228139
EndEtat	-.087393	.0822501	-1.06	0.288	-.2486002 .0738143
EndEtrang	-.1702859	.1893553	-0.90	0.368	-.5414154 .2008437
Croiss	.0097271	.0034292	2.84	0.005	.003006 .0164483
Taille	.1052274	.0189803	5.54	0.000	.0680267 .142428
Industrie	-3.932311	1.602411	-2.45	0.014	-7.072979 -.791643
Services	-11.19569	4.25258	-2.63	0.008	-19.5306 -2.860791
BTPH	9.41789	3.130698	3.01	0.003	3.281835 15.55394
_cons	.9588005	1.338864	0.72	0.474	-1.665326 3.582927

Instruments for differenced equation

```
GMM-type: L(2/.)Re
Standard: D.EndFAMIL D.EndFAMILetrang D.EndEtatetrang D.EndEtat
          D.EndEtrang D.Croiss D.Taille
```

Instruments for level equation

```
GMM-type: LD.Re
Standard: _cons
```

. estat abond

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-2.857	0.0043
2	-.20678	0.8362

H0: no autocorrelation

. estat sargan

Sargan test of overidentifying restrictions

H0: overidentifying restrictions are valid

```
chi2(5) = 10.84404
Prob > chi2 = 0.0546
```

المصدر : مخرجات برنامج Stata



الملحق رقم (12.5) : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الهيكل المالي على معدل المردودية الاقتصادية

النموذج 3

```
System dynamic panel-data estimation      Number of obs   =       660
Group variable: Noentreprise             Number of groups =       165
Time variable: Années

Obs per group:
      min =         4
      avg =         4
      max =         4

Number of instruments =      17           Wald chi2(11)   =     123.44
                                           Prob > chi2     =     0.0000
```

One-step results

Re	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Re					
L1.	.83782	.1459771	5.74	0.000	.5517102 1.12393
EndFamil	-.1778591	.0908896	-1.96	0.050	-.3559996 .0002813
EndFamilEtrang	-.257762	.1695891	-1.52	0.129	-.5901505 .0746264
EndEtatEtrang	-.0910752	.1601504	-0.57	0.570	-.4049642 .2228139
EndEtat	-.087393	.0822501	-1.06	0.288	-.2486002 .0738143
EndEtrang	-.1702859	.1893553	-0.90	0.368	-.5414154 .2008437
Croiss	.0097271	.0034292	2.84	0.005	.003006 .0164483
Taille	.1052274	.0189803	5.54	0.000	.0680267 .142428
Industrie	7.263383	2.684187	2.71	0.007	2.002473 12.52429
Commerce	11.19569	4.25258	2.63	0.008	2.860791 19.5306
BTPH	20.61358	7.36094	2.80	0.005	6.186407 35.04076
_cons	-10.23689	3.040852	-3.37	0.001	-16.19686 -4.276933

Instruments for differenced equation

```
GMM-type: L(2/.)Re
Standard: D.EndFamil D.EndFamilEtrang D.EndEtatEtrang D.EndEtat
          D.EndEtrang D.Croiss D.Taille
```

Instruments for level equation

```
GMM-type: LD.Re
Standard: _cons
```

. estat abon

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-2.857	0.0043
2	-.20678	0.8362

H0: no autocorrelation

. estat sargan

Sargan test of overidentifying restrictions

H0: overidentifying restrictions are valid

```
chi2(5)      = 10.84404
Prob > chi2  = 0.0546
```

المصدر : مخرجات برنامج Stata

الملحق رقم (13.5) : نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الهيكل المالي على معدل المردودية الاقتصادية

النموذج 4

```
System dynamic panel-data estimation      Number of obs   =       660
Group variable: Noentreprise              Number of groups =       165
Time variable: Années

Obs per group:
    min =         4
    avg =         4
    max =         4

Number of instruments =      17           Wald chi2(11)   =     123.44
                                           Prob > chi2     =     0.0000
```

One-step results

Re	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Re					
Ll.	.83782	.1459771	5.74	0.000	.5517102 1.12393
EndFamil	-.1778591	.0908896	-1.96	0.050	-.3559996 .0002813
EndFamilEtrang	-.257762	.1695891	-1.52	0.129	-.5901505 .0746264
EndEtatEtrang	-.0910752	.1601504	-0.57	0.570	-.4049642 .2228139
EndEtat	-.087393	.0822501	-1.06	0.288	-.2486002 .0738143
EndEtrang	-.1702859	.1893553	-0.90	0.368	-.5414154 .2008437
Croiss	.0097271	.0034292	2.84	0.005	.003006 .0164483
Taille	.1052274	.0189803	5.54	0.000	.0680267 .142428
Services	-7.263383	2.684187	-2.71	0.007	-12.52429 -2.002473
Commerce	3.932311	1.602411	2.45	0.014	.791643 7.072979
BTPH	13.3502	4.684339	2.85	0.004	4.169065 22.53134
_cons	-2.973511	.5369161	-5.54	0.000	-4.025847 -1.921174

```
Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)Re
Standard: D.EndFamil D.EndFamilEtrang D.EndEtatEtrang D.EndEtat
          D.EndEtrang D.Croiss D.Taille
Instruments for level equation
GMM-type: LD.Re
Standard: _cons
```

. estat abond

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-2.857	0.0043
2	-.20678	0.8362

H0: no autocorrelation

. estat sargan

```
Sargan test of overidentifying restrictions
H0: overidentifying restrictions are valid

chi2(5)      = 10.84404
Prob > chi2  = 0.0546
```

المصدر : مخرجات برنامج Stata

الفهرس

## الفهرس

III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	ملخص.....
VIII	قائمة المحتويات.....
X	قائمة الجداول.....
XI	قائمة الأشكال البيانية.....
XI	قائمة الملاحق.....
ب	المقدمة.....

### الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

2	تمهيد:.....
3	المبحث الأول: الجوانب الفكرية لحوكمة المؤسسات.....
3	المطلب الأول: نشأة حوكمة المؤسسات وأهميتها.....
3	الفرع الأول: نشأة حوكمة المؤسسات.....
7	الفرع الثاني: تعريف حوكمة المؤسسة.....
8	الفرع الثالث: أهمية حوكمة المؤسسات.....
9	المطلب الثاني: محددات ومبادئ حوكمة المؤسسات.....
9	الفرع الأول: محددات حوكمة المؤسسات.....
10	الفرع الثاني: مبادئ حوكمة المؤسسات.....
12	المطلب الثالث: حوكمة المؤسسات في الجزائر.....
12	الفرع الأول : ميثاق الحكم الراشد في الجزائر.....
13	الفرع الثاني : معوقات تطبيق مبادئ حوكمة المؤسسات في الجزائر.....
14	المبحث الثاني: الأسس النظرية لحوكمة المؤسسات.....
14	المطلب الأول: المقاربة الانضباطية (التعاقدية) لحوكمة المؤسسات.....
15	الفرع الأول: المقاربة التساهمية للحوكمة.....
44	الفرع الثاني: المقاربة التشاركية للحوكمة.....
46	المطلب الثاني: المقاربة المعرفية لحوكمة المؤسسات.....
48	المبحث الثالث: أنظمة حوكمة المؤسسات.....
48	المطلب الأول: تصنيف Berglof (1990).....

52	المطلب الثاني : تصنيف Fanks et Mayer (1992)
53	المطلب الثالث : تصنيف Moerland (1995)
56	المبحث الرابع : آليات حوكمة المؤسسات
57	المطلب الأول: آليات الحوكمة الخارجية
62	المطلب الثاني: آليات الحوكمة الداخلية
71	خلاصة الفصل

## الفصل الثاني: الأسس النظرية لهيكل الملكية، الهيكل المالي، والأداء المالي للمؤسسة

74	تمهيد:
75	المبحث الأول: هيكل الملكية ورقابة المؤسسة
75	المطلب الأول: رقابة المؤسسة وقياسها
75	الفرع الأول: مفهوم رقابة المؤسسة وتصنيفها
77	الفرع الثاني: قياس الرقابة
79	الفرع الثالث: تصنيف المؤسسات حسب نمط الرقابة
82	المطلب الثاني: الفصل بين الملكية والرقابة
82	الفرع الأول: آليات الفصل بين الملكية والرقابة
86	الفرع الثاني: نتائج الفصل بين الملكية والرقابة
87	المطلب الثالث: جغرافيا هيكل الملكية
88	الفرع الأول: جغرافيا هيكل الملكية في أوروبا
93	الفرع الثاني: جغرافيا هيكل الملكية في آسيا
97	الفرع الثالث: مختلف هياكل الملكية
99	المبحث الثاني: الأسس النظرية للهيكل المالي
99	المطلب الأول: المقارنة التقليدية للهيكل المالي
100	الفرع الأول: أثر الرافعة المالية
101	الفرع الثاني: تكلفة رأس المال
103	المطلب الثاني: نظرية حياد الهيكل المالي
103	الفرع الأول: نموذج Modigliani et Miller (1958) في ظل غياب الضريبة
106	الفرع الثاني: نموذج Modigliani et Miller المعدل ضريبيا
107	المطلب الثالث: نظرية التوازن
108	الفرع الأول: تكلفة الإفلاس
109	الفرع الثاني: تكلفة الوكالة

114	المطلب الرابع : النظريات الحديثة للهيكل المالي.....
114	الفرع الأول: نظرية الإشارة.....
115	الفرع الثاني: نظرية التمويل التسلسلي.....
118	الفرع الثالث: نظرية توقيت السوق.....
118	المبحث الثالث: الأداء المالي ومؤشرات قياسه.....
119	المطلب الأول: مفهوم الأداء.....
119	الفرع الأول: تعريف أداء المؤسسة.....
120	الفرع الثاني: مكونات الأداء.....
121	الفرع الثالث: أبعاد الأداء.....
123	المطلب الثاني: قياس الأداء المالي للمؤسسة.....
124	المطلب الثالث: مؤشرات قياس الأداء المالي للمؤسسة.....
126	الفرع الأول: المؤشرات المحاسبية.....
129	الفرع الثاني: المؤشرات الاقتصادية.....
136	خلاصة الفصل.....

### الفصل الثالث: الأدبيات النظرية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على

#### الأداء المالي للمؤسسة

139	تمهيد:.....
140	المبحث الأول: تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات.....
140	المطلب الأول: أهمية ودور كبار المساهمين.....
144	المطلب الثاني: حياد هيكل الملكية.....
146	المبحث الثاني: تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات.....
147	المبحث الثالث: تأثير هوية الملاك على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات.....
147	المطلب الأول: الملكية العائلية والأداء المالي للمؤسسة.....
148	الفرع الأول: تعريف المؤسسة العائلية وأنواعها.....
150	الفرع الثاني: خصائص المؤسسات العائلية.....
153	الفرع الثالث: مميزات وعيوب المؤسسات العائلية ومراحل تطورها.....
155	الفرع الرابع: تأثير الملكية العائلية على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات.....
159	المطلب الثاني: الملكية الأجنبية والأداء المالي للمؤسسة.....
159	الفرع الأول: تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر.....
161	الفرع الثاني: أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر.....

165	..... الفرع الثالث: تأثير الملكية الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات
166	..... الفرع الرابع: واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر
168	..... المطلب الثالث: ملكية الدولة والأداء المالي للمؤسسة
168	..... الفرع الأول: تعريف المؤسسة العامة والحاجة لظهورها
170	..... الفرع الثاني: مبررات وجود المؤسسات العامة والمشاكل التي تواجهها
172	..... الفرع الثالث: تأثير ملكية الدولة على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات
173	..... الفرع الرابع: المؤسسة العامة الاقتصادية في الجزائر
182	..... المطلب الرابع: ملكية المستثمرين المؤسسيين والأداء المالي للمؤسسة
183	..... الفرع الأول: تعريف المستثمرين المؤسسيين
184	..... الفرع الثاني: تأثير ملكية المستثمرين المؤسسيين على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات
188	..... المبحث الرابع: تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات
188	..... المطلب الأول: العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي من منظور حوكمة المؤسسات
189	..... المطلب الثاني: حدود استخدام الديون كآلية لحوكمة المؤسسات
190	..... خلاصة الفصل

## الفصل الرابع: الدراسات السابقة لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على

### الأداء المالي للمؤسسة

193	..... تمهيد:
194	..... المبحث الأول: الدراسات السابقة لتأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسة
195	..... المطلب الأول: الدراسات السابقة للعلاقة الخطية بين تركيز الملكية والأداء المالي
195	..... الفرع الأول: الدراسات السابقة للعلاقة الخطية الطردية بين تركيز الملكية والأداء المالي
198	..... الفرع الثاني: الدراسات السابقة للعلاقة الخطية العكسية بين تركيز الملكية والأداء المالي
199	..... المطلب الثاني: الدراسات السابقة لعدم وجود علاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي
199	..... المطلب الثالث: الدراسات السابقة للعلاقة غير خطية بين تركيز الملكية والأداء المالي
201	..... المطلب الرابع: الدراسات السابقة لاحتمال أن يكون تركيز الملكية متغير داخلي
205	..... المبحث الثاني: الدراسات السابقة لتأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي للمؤسسة
205	..... المطلب الأول: الدراسات السابقة للعلاقة الخطية بين الملكية الإدارية والأداء المالي
206	..... الفرع الأول: الدراسات السابقة للعلاقة الخطية الطردية بين الملكية الإدارية والأداء المالي
207	..... الفرع الثاني: الدراسات السابقة للعلاقة الخطية العكسية بين الملكية الإدارية والأداء المالي
208	..... المطلب الثاني: الدراسات السابقة لعدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي
209	..... المطلب الثالث: الدراسات السابقة للعلاقة غير الخطية بين الملكية الإدارية والأداء المالي

212	المطلب الرابع: الدراسات السابقة لاحتمال أن تكون الملكية الإدارية متغير داخلي.....
216	المبحث الثالث: الدراسات السابقة لتأثير هوية الملاك على الأداء المالي للمؤسسة.....
216	المطلب الأول: الدراسات السابقة لتأثير الملكية العائلية على الأداء المالي للمؤسسة.....
223	المطلب الثاني: الدراسات السابقة لتأثير الملكية الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسة.....
224	الفرع الأول: الدراسات السابقة للعلاقة الخطية الطردية بين الملكية الأجنبية والأداء المالي.....
226	الفرع الثاني: الدراسات السابقة لعدم وجود علاقة بين الملكية الأجنبية والأداء المالي.....
227	الفرع الثالث: الدراسات السابقة للعلاقة غير الخطية بين الملكية الأجنبية والأداء المالي.....
231	المطلب الثالث: الدراسات السابقة لتأثير ملكية الدولة على الأداء المالي للمؤسسة.....
232	الفرع الأول: الدراسات السابقة للعلاقة الخطية الطردية بين ملكية الدولة والأداء المالي.....
233	الفرع الثاني: الدراسات السابقة للعلاقة الخطية العكسية بين ملكية الدولة والأداء المالي.....
234	الفرع الثالث: الدراسات السابقة للعلاقة غير الخطية بين ملكية الدولة والأداء المالي.....
237	المطلب الرابع: الدراسات السابقة لتأثير ملكية المستثمرين المؤسسين على الأداء المالي للمؤسسة.....
238	الفرع الأول: الدراسات السابقة للعلاقة الخطية الطردية بين ملكية المستثمرين المؤسسين والأداء المالي.....
241	الفرع الثاني: الدراسات السابقة للعلاقة الخطية العكسية بين ملكية المستثمرين المؤسسين والأداء المالي.....
242	الفرع الثالث: الدراسات السابقة لعدم وجود علاقة بين ملكية المستثمرين المؤسسين والأداء المالي.....
242	الفرع الرابع: الدراسات السابقة للعلاقة غير خطية بين ملكية المستثمرين المؤسسين والأداء المالي.....
244	المبحث الرابع: الدراسات السابقة لتأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة.....
245	المطلب الأول: الدراسات السابقة للعلاقة الخطية العكسية بين الهيكل المالي والأداء المالي.....
247	المطلب الثاني: الدراسات السابقة للعلاقة الخطية الطردية بين الهيكل المالي والأداء المالي.....
248	المبحث الخامس: موقع الدراسة الحالية بين الدراسات السابقة.....
251	خلاصة الفصل.....
	<b>الفصل الخامس: الدراسة القياسية لتأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر</b>
253	تمهيد:.....
254	المبحث الأول: منهجية الدراسة الميدانية.....
254	المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة.....
257	المطلب الثاني: أساليب جمع البيانات.....
258	المطلب الثالث: قياس متغيرات الدراسة.....



258	.....	الفرع الأول: قياس المتغير التابع.
260	.....	الفرع الثاني: قياس المتغيرات المستقلة.
267	.....	المطلب الرابع: أساليب التحليلي الإحصائي.
271	.....	المطلب الخامس: تحديد نماذج الدراسة.
273	.....	المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة القياسية.
273	.....	المطلب الأول: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة.
274	.....	المطلب الثاني: نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير تركيز الملكية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
276	.....	الفرع الأول: تأثير ملكية أكبر المساهمين على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
277	.....	الفرع الثاني: تأثير هوية ملكية أكبر المساهمين على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
278	.....	المطلب الثاني: نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
280	.....	المطلب الثالث: نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير هوية الملاك على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
284	.....	المطلب الرابع: نتائج تقدير النموذج الديناميكي لتأثير الهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
287	.....	المبحث الثالث: مناقشة نتائج الدراسة ونقد الفرضيات.
287	.....	المطلب الأول: تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
290	.....	المطلب الثاني: تأثير الملكية الإدارية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
292	.....	المطلب الثالث: تأثير هوية الملاك على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
292	.....	الفرع الأول: تأثير الملكية العائلية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
295	.....	الفرع الثاني: تأثير الملكية الأجنبية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
297	.....	الفرع الثالث: تأثير ملكية الدولة على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
299	.....	المطلب الرابع: تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
301	.....	المطلب الخامس: تأثير المتغيرات الرقابية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.
302	.....	خلاصة الفصل.
305	.....	الخاتمة.
316	.....	المصادر والمراجع.
334	.....	الملاحق.
351	.....	الفهرس.