

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المدرسة العليا للتجارة - الجزائر -

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، تخصص مالية بعنوان:

الهندسة المالية والحوكمة

لرفع قيمة المؤسسة

دراسة قياسية لعينة من الشركات الجزائرية

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

محمد براق

من إعداد الطالب:

محمد الشريف بن زواي

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	.....	أ.د الطاهر لطرش
مقررا	.....	أ.د محمد براق
عضوا	.....	د. مالك مرهون
عضوا	.....	د. أحسين عثمانى
عضوا	.....	د. السعيد قاسمي
عضوا	.....	د. حسان خبابة

السنة الجامعية: 2015/2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و عرفان



شكر و عرفان

الحمد والشكر لله الذلي وفقنلي لإتمام هذا العمل.

أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد على
إنجاز هذا العمل،

أخص بالذكر الأستاذ المشرف الأستاذ الدكتور محمد براق لجزيل التوجيهات
والنصائح القيمة التي لم يبخل بها علي والتي كانت عوناً لي في إتمام هذا
البحث.



الفهرس العام

الفهرس العام

شكر وعران

I	..... الفهرس العام
XII	..... قائمة الجداول
XIV	..... قائمة الأشكال والرسوم الببانية
XVI	..... قائمة الملاحق
XVII	..... الملخص
أ - ي	..... المقدمة العامة
[01-38]	الفصل الأول: التأصل النظري لحوكمة الشركات
02	..... المبحث الأول: نظرات حوكمة الشركات
02	..... المطلب الأول: نظرية حقوق الملكية
02	..... 1- تعريف حق الملكية
03	..... 2- أنواع حقوق الملكية
03	..... 1-2- حقوق الملكية الخاصة
04	..... 2-2- حقوق الملكية العامة
04	..... 3- حقوق الملكية وتخصيص الموارد
04	..... 4- الفصل ببين حق الملكية وحق الرقابة
05	..... 1-4- الإطار العام للفصل ببين حق الملكية وحق الرقابة
06	..... 2-4- حقوق الرقابة المتبقية وحقوق الربح المتبقية

06	..... حقوق الرقابة المتبقية. 4-2-1-
07	..... حقوق الربح المتبقية. 4-2-2-
07	.....المطلب الثاني: نظرية الوكالة.
07	..... 1- ظهور نظرية الوكالة.
09	..... 2- أقسام نظرية الوكالة.
09	..... 2-1- نظرية الوكالة الوضعية.
10	..... 2-2- العلاقة رئيس-وكيل.
11	..... 3- مشاكل الوكالة.
13	..... 4- تكاليف الوكالة.
14	.....المطلب الثالث: نظرية تكاليف الصفقات.
15	..... 1- تطور نظرية تكاليف الصفقات.
15	..... 1-1- مفهوم الصفقة وتكاليف الصفقات.
15	..... 1-2- نظرية تكاليف الصفقات عند كوز (Coase).
17	..... 1-3- تكاليف الصفقات عند وليامسون (Williamson).
17	..... 2- مصدر تكاليف الصفقات والعوامل المؤثرة بها.
17	..... 2-1- مصدر تكاليف الصفقات.
18	..... 2-1-1- الرشادة المحدودة (limited rationality).
18	..... 2-1-2- الانتهازية.
18	..... 2-2- العوامل المؤثرة في تكاليف الصفقات.
19	..... 2-2-2- خصوصية الأصول.
19	..... 2-2-2- عدم التأكد.

19	..... تكرار الصفقات 2-2-3
20	..... صعوبة تقييم الأداء 2-2-4
21	..... ترابط الصفقات 2-2-5
21	..... أقسام تكاليف الصفقات 3
21	..... التكاليف قبل الصفقة 3-1
22	..... التكاليف بعد الصفقة 3-2
22	..... المبحث الثاني: مختلف التفسيرات المقدمة لحوكمة الشركات
22	..... المطلب الأول: المقاربة الاقتصادية لحوكمة الشركات
25	..... المطلب الثاني: المقاربة القانونية لحوكمة الشركات
26	..... المطلب الثالث: المقاربة السياسية لحوكمة الشركات
27	..... المطلب الرابع: المقاربة الاجتماعية لحوكمة الشركات
29	..... المبحث الثالث: أساسيات حوكمة الشركات
29	..... المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات
29	..... 1- مفهوم حوكمة الشركات
31	..... 2- أهمية حوكمة الشركات
32	..... المطلب الثاني: المبادئ الأساسية لحوكمة الشركات
35	..... المطلب الثالث: الحوكمة الجيدة للشركات
37	..... خلاصة الفصل الأول
[39-69]	الفصل الثاني: آليات حوكمة الشركات
40	..... المبحث الأول: مختلف تقسيمات آليات حوكمة الشركات وتكلفتها
40	..... المطلب الأول: مختلف تقسيمات آليات الحوكمة

- 40 1- تقسيم آليات حوكمة الشركات حسب معيار التخصص
- 42 2- تقسيم آليات حوكمة الشركات حسب معيار داخلي-خارجي
- 43 المطلب الثاني: تكاليف آليات الحوكمة
- 43 1- تكاليف آليات الحوكمة بين الحتمية والاختيار
- 44 2- تكاليف الحوكمة واقتصاديات تكاليف الصفقات
- 46 3- تصنيف وقياس تكاليف الحوكمة
- 47 المبحث الثاني: الآليات الداخلية لحوكمة الشركات
- 47 المطلب الأول: مجلس إدارة الشركة
- 48 1- وظائف مجلس الإدارة
- 49 2- هيكله مجلس الإدارة
- 51 3- مجلس الإدارة ومتطلبات الحوكمة الجيدة
- 53 4- أعضاء مجلس الإدارة
- 54 5- إستقلالية مجلس الإدارة
- 55 المطلب الثاني: نظام الأجور، التحفيز والمكافآت
- 56 المطلب الثالث: لجنة التدقيق
- 56 1- لمحة عامة عن التدقيق ومكانته من حوكمة الشركات
- 58 2- وظائف التدقيق وعلاقته بالحوكمة
- 59 3- أسلوب التدقيق
- 60 4- لجنة التدقيق: المسؤوليات والأدوار الأساسية
- 62 المبحث الثالث: الآليات الخارجية لحوكمة الشركات
- 62 المطلب الأول: القوانين، الأخلاق وقيم المجتمع

63	.....المطلب الثاني: سوق الاستحواذ على حق الرقابة على الشركات
64	.....المطلب الثالث: سوق السلع والخدمات وسوق العمل الخاصة بالمسيرين
65	.....المطلب الرابع: التدقيق الخارجي
65	.....1- تعريف التدقيق الخارجي
66	.....2- أنواع التدقيق الخارجي
67	.....3- مهام المدقق الخارجي
68	.....4- التنسيق بين التدقيق الداخلي والتدقيق الخارجي
69	.....خلاصة الفصل الثاني
[70-103]	الفصل الثالث: التفاعل بين الهندسة المالية وحوكمة الشركات
71	.....المبحث الأول: مدخل للهندسة المالية
71	.....المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية وأهميتها
71	.....1- مفهوم الهندسة المالية
71	.....1-1- نشأة الهندسة المالية
72	.....1-2- تعريف الهندسة المالية
73	.....2- أهمية الهندسة المالية
74	.....المطلب الثاني: الابتكار المالي ومبررات الحاجة إلى الهندسة المالية
74	.....1- الارتباط بين الهندسة المالية والابتكار المالي
75	.....2- مبررات الحاجة إلى هندسة مالية
75	.....1-2- الحاجة إلى تبادل الأرصدة المالية
75	.....2-2- تكنولوجيا المعلومات والاتصال
76	.....2-3- كفاءة الأسواق

76	..... إدارة المخاطر 4-2
76	.....المطلب الثالث: خصائص الهندسة المالية.
77	..... 1- المنطق التقني للهندسة المالية.
77	..... 2- المقاربة متعددة التخصصات للهندسة المالية.
77	..... 3- الهندسة المالية عملية متخصصة ومتطورة.
78	.....المطلب الرابع: إطار الهندسة المالية.
81	.....المطلب الخامس: الهندسة المالية وتكنولوجيا المعلومات.
81	..... 1- الهندسة المالية والنماذج الحسابية.
82	..... 2- تحديات الهندسة المالية في ظل تكنولوجيا المعلومات.
82	.....المبحث الثاني: ضبط الهندسة المالية.
83	.....المطلب الأول: مخاطر الهندسة المالية.
83	..... 1- سلبيات الهندسة المالية.
84	..... 2- الهندسة المالية وأزمة 2008.
85	.....المطلب الثاني: ضبط الهندسة المالية من خلال آليات حوكمة الشركات.
	.....المطلب الثالث: نتائج الإخفاق في ضبط الهندسة المالية: دراسة حالة انهيار شركة
87	..... إنرون 2001.
87	..... 1- الاستعمال السيئ للهندسة المالية من طرف إدارة شركة إنرن.
89	..... 2- إخفاق آليات الحوكمة في ضبط منتجات الهندسة داخل شركة إنرون.
90	.....المبحث الثالث: دور الهندسة المالية في تفعيل حوكمة الشركات.
90	.....المطلب الأول: الحاجة إلى الهندسة المالية من أجل تفعيل حوكمة الشركات.
91	.....المطلب الثاني: الأزمات المالية والابتكار في حوكمة الشركات.
93	.....المطلب الثالث: التحديات الجديدة أمام آليات حوكمة الشركات وضرورة التكيف.

93	..... 1 - الفساد
94	..... 2 - حوكمة تكنولوجيا المعلومات
95	..... المطلب الرابع: دور الهندسة المالية في ابتكار آليات حوكمة مستحدثة
95	..... 1 - مراحل هندسة آليات حوكمة الشركات
96	..... 2 - خصائص نواتج الهندسة المالية في إطار حوكمة الشركات والطرق المعتمدة في استحداثها
97	..... 3 - أمثلة عن بعض نواتج الهندسة المالية في إطار الحوكمة
98	..... 1-3 - مبادرة تشيانغ ماي متعددة الأطراف (Chiang Mai Initiative Multilateralisation)
98	..... 2-3 - الشركات ذات المسؤولية المحدودة منخفضة الربح (Low-profit, Limited Liability Corporations)
99	..... 3-3 - شركة المنافع (Benefit Corporation)
99	..... 4-3 - تعاونيات أصحاب المصالح (The stakeholder co-operatives)
103	..... خلاصة الفصل الثالث
[104-138]	..... الفصل الرابع: ممارسات حوكمة الشركات وتأثيرها على قيمة الشركات غير المدرجة
105	..... المبحث الأول: طبيعة الشركات غير المدرجة
105	..... المطلب الأول: خصائص الشركات غير المدرجة
105	..... 1 - أهم تصنيفات الشركات غير المدرجة
106	..... 2 - خصائص الشركات العائلية
109	..... المطلب الثاني: مشكل الوكالة في الشركات غير المدرجة
112	..... المبحث الثاني: حوكمة الشركات غير المدرجة
112	..... المطلب الأول: أهمية حوكمة الشركات غير المدرجة
114	..... المطلب الثاني: الإطار القانوني لحوكمة الشركات غير المدرجة

- 114 1- ركائز الإطار القانوني لحوكمة الشركات غير المدرجة.....
- 116 2- دور قانون الشركات في إرساء إطار لحوكمة الشركات غير المدرجة.....
- 119 3- دور الاتفاقيات والأنظمة التعاقدية في وضع إطار قانوني لحوكمة الشركات غير المدرجة.....
- 119 1-3- النظام التعاقدية في الشركات غير المدرجة.....
- 120 2-3- أهمية الأنظمة التعاقدية في حوكمة الشركات العائلية.....
- 121 4- أهم الممارسات المثلى لحوكمة الشركات غير المدرجة.....
- 123 المطلب الثالث: مبادئ حوكمة الشركات غير المدرجة.....
- 123 1- تحديات الحوكمة في الشركات غير المدرجة.....
- 124 2- مبادئ حوكمة الشركات ممكنة التطبيق في كل الشركات غير المدرجة.....
- 125 3- مبادئ الحوكمة التي يمكن تطبيقها في الشركات الكبرى أو التي على درجة عالية من التعقيد
- 125 المبحث الثالث: استخدام مؤشرات حوكمة الشركات لدراسة تأثيرها على قيمة الشركات غير المدرجة.....
- 126 المطلب الأول: تأثير ممارسات حوكمة الشركات على قيمة الشركات.....
- 129 المطلب الثاني: مؤشرات حوكمة الشركات.....
- 129 1- الحاجة إلى القياس الكمي لحوكمة الشركات: لمحة تاريخية.....
- 131 2- استعمال مؤشرات الحوكمة في إثبات العلاقة بين الحوكمة وقيمة الشركة
- 134 3- حدود استخدام مؤشرات حوكمة الشركات.....
- 135 المطلب الثالث: تأثير ممارسات حوكمة الشركات على قيمة الشركات غير المدرجة
- 135 1- متطلبات دراسة علاقة ممارسات حوكمة الشركات بقيمتها.....
- 136 2- الطرق الإحصائية المتبعة في دراسة علاقة الحوكمة بقيمة الشركات غير المدرجة.....
- 138 خلاصة الفصل الرابع.....

[139-168]

الفصل الخامس: مؤشر لحوكمة الشركات في الجزائر

- المبحث الأول: واقع حوكمة الشركات في الجزائر..... 140
- المطلب الأول: نظرة عامة عن حوكمة الشركات في الجزائر..... 140
- 1- تسيير الشركات الجزائرية العمومية..... 140
- 2- نوع نظام حوكمة الشركات السائد في الجزائر..... 141
- 3- بؤادر تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر..... 142
- المطلب الثاني: الإطار القانوني لحوكمة الشركات في الجزائر..... 143
- 1- قانون الشركات (القانون التجاري)..... 143
- 2- تنظيم مهنة التدقيق في الجزائر..... 145
- 3- المصادر الأخرى لإجراءات حوكمة الشركات..... 148
- 3-1- قانون البنوك..... 149
- 3-2- قواعد الإدراج في البورصة..... 149
- 3-3- دليل حوكمة الشركات في الجزائر..... 151
- المبحث الثاني: مصادر البيانات ومناهج الدراسة..... 151
- المطلب الأول: مصادر وطرق جمع البيانات..... 151
- المطلب الثاني: التحليل الوصفي لعينة الدراسة..... 154
- المطلب الثالث: المناهج المتبعة في الدراسة..... 157
- 1- الانحدار بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS: ordinary least squares)..... 157
- 2- التحليل التمييزي الخطي (Linear discriminant analysis)..... 157
- 2-1- تعريف التحليل التمييزي..... 157
- 2-2- المفاهيم المستخدمة في التحليل التمييزي..... 159

159	..... 2-2-1- المتغيرات المستخدمة في التحليل التمييزي
159	..... 2-2-2- مصفوفة التصنيف
160	..... 2-2-3- طريقة التحليل التمييزي خطوة بخطوة
160	..... 2-2-4- اختبار قوة الدالة المميزة
160	..... المبحث الثالث: بناء مؤشر لحوكمة الشركات في الجزائر
160	..... المطلب الأول: وصف المؤشرات الفرعية
162	..... 1- مؤشر هيكلية مجلس الإدارة (10 عناصر)
163	..... 2- مؤشر هيكلية الملكية (05 عناصر)
163	..... 3- مؤشر الإفصاح (04 عناصر)
163	..... 4- مؤشر حقوق المساهمين (03 عناصر)
164	..... المطلب الثاني: المؤشر العام لحوكمة الشركات
168	..... خلاصة الفصل الخامس
[169-197]	..... الفصل السادس: حوكمة الشركات وقيمة الشركات غير المدرجة في الجزائر
170	..... المبحث الأول: الارتباط بين حوكمة الشركات وقيمتها
170	..... المطلب الأول: وصف متغيرات النموذج
170	..... 1- المتغير التابع
171	..... 2- المتغيرات المستقلة
173	..... المطلب الثاني: نموذج الدراسة
173	..... 1- بناء النموذج
174	..... 2- نتائج تحليل الانحدار
174	..... 2-1- تحليل نتائج نموذج الانحدار القاعدي (النموذج (1))

176	.....2-2- تحليل نتائج نموذج الانحدار (2) ونموذج الانحدار (3).....
181	.....المطلب الثالث: اختبارات صلاحية النموذج.....
181	.....1- اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (Normality test).....
183	.....2- اختبار الارتباط الذاتي للبواقي (Autocorrelation test).....
184	.....3- اختبار ثبات تباين الخطأ العشوائي (Heteroskedasticity Test).....
185	.....المطلب الرابع: تقييم نظام حوكمة الشركات غير المدرجة بالجزائر وعلاقته بقيمتها
188	.....المبحث الثاني: الشركات العائلية وتكاليف آليات الحوكمة.....
188	.....المطلب الأول: خصوصية الحوكمة في الشركات العائلية الجزائرية.....
189	.....المطلب الثاني: الدراسة الوصفية لعينة ومتغيرات الدراسة.....
189	.....1- عينة الدراسة.....
189	.....2- متغيرات الدراسة.....
190	.....المطلب الثالث: بناء الدالة المميزة.....
195	.....المطلب الرابع: أهمية الحوكمة في الشركات العائلية: حالة الجزائر.....
197	.....خلاصة الفصل السادس.....
198	.....الخاتمة العامة.....
[205-218]	.....المراجع.....

الملاحق

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
09	نظرة عامة عن نظرية الوكالة	01
20	مثال عن الصفقات	02
30	الاختلافات بين المفهوم الحديث والتقليدي لحوكمة الشركات	03
32	مختلف المبادئ الأساسية والخطوط العريضة لحوكمة الشركات تبعا لبعض المنظمات العالمية	04
41	آليات حوكمة الشركات حسب معيار التخصص	05
42	آليات حوكمة الشركات وفق معيار داخلي/خارجي	06
47	مقاربات تكاليف الحوكمة	07
52	مهام ومسؤوليات لجنة التعيينات ولجنة التعويضات والمكافآت	08
66	مقارنة بين التدقيق القانوني، التدقيق التعاقدية والخبرة القضائية	09
93	أهم الأزمات المالية العالمية والابتكار في الحوكمة	10
105	أهم تصنيفات الشركات غير المدرجة	11
117	المعيار المحاسبي (IAS 24) بعد مراجعته سنة 2003	12
122	ممارسات الحوكمة المثلى في الشركات المدرجة وغير المدرجة	13
127	أهم الدراسات التي تناولت تأثير ممارسات حوكمة الشركات على قيمة الشركة	14
130	أمثلة عن بعض مؤشرات حوكمة الشركات	15
132	الدراسات الميدانية التي اعتمدت على مؤشرات حوكمة الشركات مصنفة حسب النتائج المتوصل إليها	16
144	مواد القانون التجاري التي تخدم إجراءات حوكمة الشركات في الجزائر	17
146	أهم الاختلافات بين القانون 08-91 والقانون 01-10	18

153	مصادر وطرق جمع بيانات عينة الدراسة	19
154	توزيع عينة الشركات في الدراسة حسب القطاعات الذي تنتمي إليه	20
155	توزيع شركات العينة حسب الشكل القانوني وطبيعة الملكية	21
161	مؤشر حوكمة الشركات مع ملخص إحصائيات لعناصر المؤشرات الفرعية	22
166	ملخص لمعطيات إحصائية حول المؤشر العام لحوكمة الشركات في الجزائر (ACGI)	23
171	متغيرات النموذج التي لا تعبر عن حوكمة الشركات (Nongovernance Variables)	24
175	معادلة نموذج الانحدار القاعدي	25
177	نتائج تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى للنماذج (1)، (2) و(3)	26
180	مصفوفة الارتباط بين كل متغيرات الدراسة (ماعد المتغيرات النوعية)	27
181	معادلة خط الانحدار وفق النموذج (3) - هـ -	28
182	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	29
191	جدول يوضح القيم الذاتية للدالة المصنفة	30
191	جدول يوضح اختبار (Wilks' Lambda)	31
192	قيمة معاملات المتغيرات في الدالة القانونية المميزة	32
193	نتائج التصنيف حسب الدالة المميزة المتحصل عليها	33

قائمة الأشكال والرسوم البيانية

قائمة الأشكال والرسوم البيانية

الرقم	العنوان	الصفحة
01	الاختيار المعاكس في مقابل المخاطرة الأخلاقية	12
02	المفهوم الحديث لحوكمة الشركات	31
03	تكلفة الامتثال لقواعد الحوكمة	44
04	تكاليف الحوكمة	45
05	مختلف أنواع هيكله مجلس الإدارة حسب تريكر (Tricker)	50
06	مختلف محددات أسلوب التدقيق	60
07	إطار الهندسة المالية	79
08	نظام الحوكمة من خلال تعاونيات أصحاب المصالح في منطقة موندراقون	100
09	نموذج الدائرتين للإدارة في الشركات العائلية	108
10	نموذج الثلاث دوائر للإدارة في الشركة العائلية	108
11	مشكل الوكالة (العلاقة رئيس-وكيل) في الشركات المدرجة	110
12	مشكل الوكالة (العلاقة رئيس-وكيل) في الشركات غير المدرجة	111
13	إطار حوكمة الشركات غير المدرجة	115
14	توزيع شركات العينة حسب نشاط القطاع	155
15	طبيعة ملكية شركات العينة	156
16	منحنى بياني يوضح توزيع قيم مؤشر حوكمة الشركات في الجزائر (ACGI)	164
17	منحنى بياني يوضح توزيع قيم مؤشر حوكمة الشركات في الجزائر (ACGI) بعد إدخال اللوغاريتم النيبيري	165

176	منحنى بياني لمعادل خط الانحدار للنموذج (1)	18
182	منحنى بياني يمثل توزيع الأخطاء العشوائية للنموذج (3) - هـ -	19
184	نتائج اختبار الإحصائية Q (Q statistics)	20
194	شكل لقطع مربع يوضح تصنيف الشركات العائلية والشركات غير العائلية حسب قيم الدالة المميزة	21
195	منحنى بياني يوضح توزيع قيم الدالة المميزة على كل من الشركات العائلية والشركات غير العائلية	22

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	مختلف الدراسات التي تناولت بالبحث العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمتها
02	عينة الدراسة
03	مخرجات برنامج افيزوز (EViews 7)
04	مخرجات برنامج (SPSS)

المخلص

المخلص

تتناقش هذه الأطروحة العلاقة بين حوكمة الشركات والهندسة المالية، وتلقي الضوء على دور الهندسة المالية في تطوير آليات مستحدثة لحوكمة الشركات وكيف أن آليات حوكمة الشركات تضبط مخرجات الهندسة المالية. كما تناقش هذه الأطروحة طبيعة نظام حوكمة الشركات غير المدرجة وكيف ترفع من قيمتها.

في الجانب التطبيقي لهذه الأطروحة، تم دراسة عينة من 112 شركة جزائرية غير مدرجة، من خلال بناء مؤشر لحوكمة الشركات، ومن ثم استعماله كمتغير مستقل في نموذج انحدار متعدد بين قيمة الشركات ومؤشر حوكمة الشركات مع متغيرات مستقلة أخرى، وقد تم استخلاص أن هناك علاقة قوية بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة، بعد ذلك تم استعمال عينة الدراسة نفسها للوصول إلى وجود اختلاف بين نظام حوكمة الشركات العائلية وبقية الشركات من الناحية الإحصائية، وذلك من خلال استعمال التحليل التمييزي الخطي. تم التوصل إلى وجود عدة متغيرات مميزة تتعلق كلها بإجراءات حوكمة الشركات، مما يعني أن الشركات العائلية تختار آليات حوكمة الشركات التي تناسبها تحت قيد التكلفة.

Abstract:

This thesis discusses the relation between corporate governance and financial engineering, it highlights the role of financial engineering in the development of new corporate governance mechanisms and how corporate governance regulate the outputs of financial engineering. This thesis discusses also the nature of corporate governance system in non listed companies and how it is enhancing the firm value.

In the applied part I study a sample of 112 non listed Algerian companies, through building a corporate governance index, and then, I used this index as a regressor to build an OLS multiple regression model between the firm value and corporate governance index and some other control variables. The thesis concludes that there is a strong relation between firm value and firm corporate governance. I used the same sample to find a statistically signification difference between familial firms governance and the non familial firms governance. By using the linear discriminant analysis, I find that there are many corporate governance discriminant variables, which means that the family firms choose their corporate governance mechanisms under the restriction of cost.

المقدمة العامة

المقدمة العامة

1- أهمية الدراسة

شهدت نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين العديد من الانهيارات المالية لكبرى الشركات بالإضافة إلى أزمات مالية عالمية، جعلت الكل يركز على منتجات الهندسة المالية وسلبياتها كسبب رئيس في هذه المشاكل من جهة، وتطبيق آليات حوكمة الشركات كحل لها من جهة ثانية، فبعد الأزمة المالية لسنة 2008 اتجهت مجمل الأنظار نحو الدور الذي تؤديه حوكمة الشركات وما له من أهمية كبيرة في المساعدة على إرجاع الثقة بين المتعاملين الاقتصاديين، إذ صارت حوكمة الشركات تحوز على اهتمام الحكومات والشركات الكبرى، وتطبق في أغلب الشركات بما فيها الحكومية، الشركات العائلية، والمؤسسات غير الربحية كالجمعيات والمؤسسات الإدارية.

مع بداية القرن الواحد والعشرين، أصبح امتلاك نظام حوكمة قوي نقطة مهمة لكل من الشركات الكبيرة والصغيرة، المدرجة وغير المدرجة. لذا، تسعى كل شركة لبناء نظام حوكمة قوي خاص بها، مستعملة في ذلك مختلف الطرق والتقنيات. لعل أهم هذه الطرق هي الهندسة المالية، التي تعد أداة مهمة في عالم الأعمال الحديث، الذي يتميز بالتعقيد وارتفاع المخاطرة، فهي تعمل على تصميم وتطوير أدوات واستراتيجيات مالية لمواجهة مختلف المخاطر التي تعوق الشركة، والتي من بينها خطر الوكالة.

ولقد تغيرت ظروف وشروط تطبيق حوكمة الشركات، وظهرت العديد من المقاربات استجابة للضغوط التي تفرضها أنظمة الحوكمة الموجودة حالياً. لذا، بدأت العديد من الأفكار والممارسات في الظهور، والتي قد تم طرحها من قبل مختلف الجهات الفاعلة في السوق على مختلف المستويات. وقد ساهم في إيجاد هذه الأفكار الجديدة بشكل أساسي تقنيات الهندسة المالية، وهي طرق ووسائل يتم استعمالها من أجل إيجاد حلول لمختلف المشاكل والتحديات الجديدة التي تواجه الشركات والتي من بينها مشاكل حوكمة الشركات.

يظهر أنه بإمكان الهندسة المالية تطوير آليات حوكمة الشركات المتبناة من قبل مختلف الشركات وإيجاد أخرى مستحدثة، تماشياً مع التغيرات الحاصلة في عالم الأعمال من تطور تكنولوجي وتطور على

مستوى تقنيات الإعلام والاتصال، كما يمكنها المساعدة على اختيار آليات الحوكمة الأنسب والأقل تكلفة. وفي المقابل، تعمل آليات حوكمة الشركات على ضبط إبداعات الهندسة المالية في إطار يخدم أهداف الشركة. لذا فنتيجة العلاقة المتبادلة بين حوكمة الشركات والهندسة المالية هي تعظيم قيمة الشركة.

مؤخراً، تم إثبات الأثر الإيجابي لآليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة المدرجة في أسواق الأوراق المالية، ليس فقط من ناحية تخفيض تكاليف الوكالة، بل على الأداء المالي للشركة وقيمتها أيضاً. غير أن سوق الأوراق المالية ليست بنفس الدرجة من الكفاءة في جميع الدول، فهناك بعض الدول النامية التي لا تزال فيها السوق تتميز بالضعف، وقسم كبير من الشركات فيها هي شركات غير مدرجة كما هو الحال في الجزائر، ومشاكل الوكالة المرتبطة بالشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية ليست بالضرورة نفسها التي تظهر في حالة الشركات غير المدرجة، مما يجعل من حوكمة الشركات غير المدرجة تأخذ منحى ذا طبيعة خاصة، نظراً لتنوع أصناف الشركات غير المدرجة واختلاف خصائص هذه الشركات عن خصائص الشركات المدرجة.

2- إشكالية الدراسة

يهدف أصحاب رؤوس الأموال إلى ضمان الحصول على عائدات مقابل استثمار أموالهم، وتعد آليات الحوكمة الضمان المطلوب للحصول على عائدات على هذه الأموال المستثمرة من خلال تخفيض المبالغ التي كان من المفترض أن يحصل عليها المسكرون من جهة والرفع من أداء الشركة من جهة أخرى. وفي ظل التطورات الحادثة على مستوى عالم الأعمال الحديث صار من الواجب تطوير وإيجاد آليات حوكمة تتناسب مع تطور حاجات الشركات حتى تعمل على الرفع من قيمتها وتحسين أدائها.

وفي هذا الإطار، يمكن عرض الإشكالية العامة للدراسة من خلال السؤال الموالي:

كيف يمكن استعمال الهندسة المالية لتحسين نظام حوكمة الشركات وما مدى تأثير إجراءات الحوكمة على قيمة الشركات؟

تدرج تحت الإشكالية العامة مجموعة من الأسئلة الفرعية يمكن عرضها كما يلي:

- ما هي العلاقة التي تربط الهندسة المالية بحوكمة الشركات؟
- ما هو تأثير نظام الحوكمة المستعمل في الشركات الجزائرية على قيمتها؟

- ما هي إجراءات الحوكمة المناسبة للشركات غير المدرجة عامة والشركات العائلية خاصة؟
- هل تؤثر تكلفة آليات الحوكمة على تبنيها من طرف الشركات الجزائرية؟

3- فرضيات الدراسة

في هذا الإطار يمكن عرض الفرضيات التي انطلقت منها هذه الدراسة كما يلي:

- الفرضية الأولى: تربط بين الهندسة المالية وحوكمة الشركات علاقة متبادلة، حيث تضبط حوكمة الشركات منتجات الهندسة المالية وتعمل الهندسة المالية على تطوير آليات حوكمة الشركات.
- الفرضية الثانية: تؤثر ممارسات حوكمة الشركات إيجاباً على قيمة الشركات الجزائرية، وتحسين نظام الحوكمة من شأنه أن يرفع من قيمتها.
- الفرضية الثالثة: - تختلف طبيعة الشركات العائلية عن بقية الشركات، غير أنها تبقى بحاجة أيضاً إلى ممارسات حوكمة الشركات كبقية الشركات.
- الفرضية الرابعة: تطبق الشركات الجزائرية مجموعة من آليات حوكمة الشركات، يقابلها حد معين من التكاليف التي تقبل الشركة تحملها إذا كانت أقل من متوسط التكاليف الناجمة عن خطر الوكالة والمتوقع أن تتحملها المؤسسة.

4- المناهج المتبعة في الدراسة

يتم الاعتماد في إنجاز هذه الدراسة على عدة مناهج، تتمثل أساساً في المنهج الاستنباطي من خلال الأسلوب الوصفي والتحليلي عند التعرض لحوكمة الشركات وأيضاً عند تحليل العلاقة المتبادلة بين حوكمة الشركات والهندسة المالية، كما يتم استعمال نفس المنهج عند تناول تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركات غير المدرجة، في حين تم استعمال المنهج الاستقرائي إلى جانب المنهج الاستنباطي عند دراسة واقع حوكمة الشركات في الجزائر من خلال دراسة قياسية لعينة من الشركات غير المدرجة. وقد تمت الاستعانة بمجموعة من تقنيات الهندسة المالية بشكل خاص خلال الفصل السادس وقد تمثلت في طريقة المربعات الصغرى العادية والتحليل التمييزي الخطي.

5- أسباب اختيار موضوع الدراسة

ملاحظة أغلب البحوث والمقالات العلمية التي نشرت مؤخرا في مجال المالية تعطي نظرة واضحة عن اتجاهات البحث في مجال المالية، والتي يمكن تلخيصها في اتجاهين أساسيين، البحوث التي تربط سلوك المستثمرين والمسيرين مع المالية، والبحاث التي تربط بين الضوابط القانونية والمالية.

وتتناول البحوث في مجال المالية بالدراسة مجالين، يتمثل الأول في مالية الأسواق، والثاني في مالية المؤسسة. في الجزائر يعد البحث في مجال مالية الأسواق جد منحصر نتيجة ضيق السوق وتعذر تطبيق مختلف جهات نظر الباحثين والتحقق منها على مستوى السوق، لذا تبقى مالية المؤسسة هي الجانب الأكثر تطورا والأوسع، إذ يسمح بتحقيق العديد من الدراسات بغية تطوير المؤسسة الجزائرية.

يجعل اتجاه توسع البحث العلمي في مجال المالية على المستوى العالمي والمستوى الوطني من موضوع حوكمة الشركات موضوعا جد مغري، يسمح للباحث بتوسيع أفق بحثه من خلال إيجاد حلول جديدة لمشاكل المؤسسة الجزائرية.

6- الهدف من الدراسة

تتمثل الأهداف المرجوة من هذا البحث في:

- إلقاء الضوء على أهمية الهندسة المالية في تحسين أنظمة حوكمة الشركات، وذلك من خلال توضيح كيف أن حوكمة الشركات تضبط إبداعات الهندسة المالية من جهة، ومن جهة أخرى تسهم الهندسة المالية في تطوير آليات حوكمة الشركات بهدف الرفع من قيمتها.

- محاولة بناء مؤشر لقياس حوكمة الشركات غير المدرجة الجزائرية.

- محاولة إثبات وجود علاقة ارتباط إيجابية بين مستوى حوكمة الشركات في الجزائر وقيمتها، وأن الشركات الجزائرية تتبنى آليات حوكمة الشركات من منطلق المقارنة بين تكلفتها والمكاسب التي ستترتب عنها، في إطار تعظيم قيمتها.

7- إطار الدراسة

من خلال هذه الدراسة، يتم بناء مؤشر لحوكمة الشركات في الجزائر بالاعتماد على عينة مكونة من 112 شركة متواجدة على مستوى الجزائر العاصمة، وباعتبار أن الجزائر من الدول النامية التي لا تزال سوق الأوراق المالية فيها غير مفعلة، فإن عينة الدراسة تضم مجموعة من الشركات غير المدرجة على اختلاف أصنافها من شركات عائلية، خاصة وعمومية اقتصادية. ونتيجة لكون الشركات المختارة في العينة غير مدرجة فسيتم بناء قاعدة نظرية حول هذه الشركات من خلال الفصل الرابع حتى يتسنى فهم الجانب التطبيقي للدراسة.

سيتناول الفصل الرابع بطريقة ضمنية مختلف أساليب وتقنيات الهندسة المالية المتبعة في بناء مؤشرات لحوكمة الشركات وكيفية ربطها بقيمة الشركات بهدف الرفع منها، وتجدر الإشارة إلى أنه سيتم الاكتفاء في الجانب التطبيقي للدراسة بتطبيق بعض تقنيات وأساليب الهندسة المالية التي تتمثل أساسا في طريقة المربعات الصغرى العادية والتحليل التمييزي لتعذر قياس مدى تطبيق الشركات المختارة ضمن العينة لتقنيات وأساليب الهندسة المالية، وهذا نتيجة لعدم توفر بيانات تسمح بذلك.

في الجانب التطبيقي للدراسة سيتم الاعتماد على تقنيات الهندسة المالية سابقة الذكر في اقتراح نموذج انحدار بالاعتماد على المؤشر الذي تم بناؤه مع قيمة الشركة، وسيتم الاعتماد في الحصول على القيمة الدفترية للشركات على القوائم المالية للسنة 2012، وذلك بعد التأكد من عدم وجود تغير في إجراءات حوكمة الشركات من أجل 26 شركة خلال الفترة 2008-2012. وسيتم استعمال نفس العينة المكونة من 112 شركة في القيام بتحليل تمييزي بغية التعرف على المتغيرات الأكثر تميزا بين الشركات العائلية وبقية الشركات في محاولة لإثبات أهمية تكاليف آليات الحوكمة في تحديد نظام الحوكمة المعتمد في الشركات الجزائرية.

8- الدراسات السابقة

يمكن تصنيف الدراسات السابقة التي تناولت بعض أجزاء موضوع الدراسة في هذه الأطروحة إلى قسمين، دراسات تناولت بالبحث دور الهندسة المالية في تطوير واستحداث آليات للحوكمة، وهي قليلة، والدراسات التي تناولت بالبحث دور حوكمة الشركات في الرفع من قيمة الشركة/أدائها.

من بين الدراسات التي تناولت بالبحث دور الهندسة المالية في تطوير واستحداث آليات للحوكمة ما يلي:

- هيلموت أنهير ومارك فلايقوف (Helmut Anheier & Mark Fliegau): دراسة بعنوان "مساهمات البحوث المنجزة حول الابتكار في فهم الابتكار في حوكمة الشركات"، " *The Contribution of Innovation Research to Understanding Governance Innovation: A Review* والتي نشرت كفصل في كتاب بعنوان تحديات الحوكمة والابتكارات: الحوكمة المالية والحيائية، *Governance Challenges and Innovations: Financial and Fiscal Governance*، مطبوعات جامعة أكسفورد لسنة 2013، حيث تعرض الدراسة مختلف الابتكارات في حوكمة الشركات وتقدم مفهوما متعدد الأبعاد للابتكار، كما تبحث في أسباب وشروط الابتكار في حوكمة الشركات ملقية الضوء على أهم خصائص الابتكار في حوكمة الشركات.

- هيلموت أنهير ومارك فلايقوف (Helmut Anheier & Mark Fliegau): دراسة بعنوان "الحوكمة المالية من منظور الابتكار"، " *Financial Governance Through the Lens of Innovation* والتي نشرت كفصل في كتاب بعنوان تحديات الحوكمة والابتكارات: الحوكمة المالية والحيائية، *Governance Challenges and Innovations: Financial and Fiscal Governance*، مطبوعات جامعة أكسفورد لسنة 2013. تعرض الدراسة تطور مختلف إجراءات حوكمة الشركات في النظام المالي الكلي عبر منظور الابتكار في حوكمة الشركات، كما تعرض علاقة الأزمات المالية بدرجة التعقيد المتزايدة في النظام المالي الحالي وما رافقها من ابتكار في آليات الحوكمة.

توجد العديد من الدراسات التي تناولت موضوع العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة/أدائها أو جانبا منه، ويمكن ذكر بعض هذه الدراسات على سبيل المثال لا الحصر فيما يلي:

- بيرنارد بلاك وآخرون (Bernard S. Black & Hasung Jang & Woochan Kim): دراسة قدمت سنة 2005 ونشرت ك مقال في مجلة حوكمة الشركات سنة 2006 بعنوان توقع اختيار الشركات لآليات حوكمتها: دراسة استدلالية من كوريا، " *Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from Korea*، تبثت الدراسة في العوامل التي تؤثر على استعمال آليات حوكمة الشركات، وقد تم التوصل من خلالها إلى أن للعامل القانوني أهمية كبيرة، لأن الضوابط والقوانين الكورية تفرض بعض إجراءات الحوكمة على الشركات الكبيرة بالإضافة إلى عوامل أخرى مهمة أيضا كالقطاع الصناعي، حجم

الشركة والمخاطرة، وقد خلصت إلى أن العديد من الشركات الكورية لا تختار أساليب حوكمتها من أجل تعظيم قيمة أسهمها كهدف أساسي.

- بيرنارد بلاك وبلاسبورامينين وفيكراميديتيا خانا (Bernard S. Black & Balasubramanian & Vikramaditya Khanna) دراسة قدمت في أبريل 2010 ونشرت في مجلة الأسواق النامية في ديسمبر 2010، تعرض كيفية استعمال آليات الحوكمة في الأسواق الناشئة، وتحمل عنوان **"العلاقة بين مستوى حوكمة الشركات وقيمتها السوقية -دراسة حالة الهند-**"، **" The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India"**، يقدم البحث دراسة مفصلة لكيفية استعمال الشركات الحكومية لآليات حوكمة الشركات، كما يحدد نقاط القوة والضعف عند استعمال هذه الآليات. وقد تم التوصل إلى وجود ارتباط إيجابي بين القيمة السوقية للشركات ومؤشر الحوكمة الرئيسي المعتمد في الدراسة، والنتيجة نفسها بالنسبة للمؤشر الثانوي المرتبط بحماية حقوق المساهمين، ويكون هذا الارتباط قويا بالنسبة للشركات ذات العائد المرتفع.

- ريتشارد بوزاك وايف بوزاك (Richard Bozec & Yves Bozec): نشرت الدراسة في المجلة الكندية لعلوم الإدارة سنة 2012، بعنوان **"استعمال مؤشرات حوكمة الشركات في الأدبيات التي تدرس العلاقة بين حوكمة الشركات وأدائها: دراسة استدلالية دولية"**، **" The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence"**. هدفت الدراسة إلى تقديم ملخص عن كل الدراسات التي أجريت حول العالم والتي تناولت بالبحث العلاقة بين مؤشر مستوى حوكمة الشركات وأداء الشركات، بالإضافة إلى مناقشة مختلف الطرق الممكنة لاستعمال مؤشرات حوكمة الشركات، وقد خلصت الدراسة إلى أن هناك ارتباطا إيجابيا واضحا بين حوكمة الشركات وقيمتها في أوروبا وفي الدول النامية، على خلاف الولايات المتحدة الأمريكية وكندا أين تم التوصل إلى نتائج متناقضة، وفي الأخير قدم الباحثان جملة من التوصيات للباحثين الذين يتناولون بالدراسة عملية بناء مؤشرات لحوكمة الشركات.

- علي مناد: **دور حوكمة الشركات في الأداء المؤسسي: دراسة قياسية حالة شركات المساهمة في الجزائر**، البحث عبارة عن أطروحة دكتوراه مقدمة بجامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان سنة 2014. تتحور إشكالية هذا البحث حول أثر تبني ممارسات الحوكمة في شركات المساهمة العامة الجزائرية على الأداء المؤسسي في ظل توفر محيط مؤسسي ملائم وتكريس أخلاقيات المسؤولية الاجتماعية، شملت الدراسة

120 شركة مساهمة عامة وتمت الدراسة باستخدام نموذج المعادلات الهيكلية. وقد خلص الباحث إلى أن حوكمة الشركات تساهم في رفع الأداء المؤسسي في حالة توفر نوعية مؤسساتية ملائمة للأعمال وتبني الشركات للمسؤولية الاجتماعية.

- علال بن ثابت: دراسة في تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة الشركات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، مقدمة بالمدرسة العليا للتجارة سنة 2012، عالج من خلالها الباحث إشكالية تأثير سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة الشركات. وقد توصل الباحث إلى نتيجة أساسية مفادها أن تأثير سوق الأوراق المالية يختلف من نموذج لآخر، حيث يظهر أن لسوق الأوراق المالية أهمية بالغة في نظام حوكمة الشركات بالنسبة للنموذج الأنكلوساكسوني، وتقل هذه الأهمية بالنسبة لنموذج الاقتصاد البنكي كألمانيا واليابان، في حين لا تساهم سوق الأوراق المالية كثيرا في نظام الحوكمة بالنسبة للدول الناشئة وهذا ما ينطبق على حالة الجزائر.

9- مساهمة الدراسة

بالنظر إلى الدراسات السابقة التي تمت على المستوى الدولي والتي تم عرض بعضها، وأيضا تلك التي تمت على المستوى الوطني، على حسب ما تم الاطلاع عليه، فإن مساهمة هذه الدراسة تتمثل أساسا فيما يلي:

- تحليل العلاقة المتبادلة بين حوكمة الشركات والهندسة المالية، وتوضيح كيفية استعمال كل منها بما يخدم مصلحة الشركة ويسهم في الرفع من أدائها وقيمتها.
- محاولة بناء مؤشر لحوكمة الشركات في الجزائر مكون من ستة مؤشرات فرعية تغطي أهم إجراءات حوكمة الشركات في الجزائر.
- استعمال بعض تقنيات وأساليب الهندسة المالية في محاولة بناء نموذج انحدار يوضح علاقة الارتباط الإيجابية بين مؤشر حوكمة الشركات في الجزائر وقيمة الشركات.
- توضيح أهمية تكاليف آليات حوكمة الشركات بالنسبة للشركات الجزائرية، وتحديد أهم إجراءات حوكمة الشركات التي تفضلها الشركات العائلية مقارنة ببقية الشركات.

10 - هيكل الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على النظرة الأولى للحوكمة الجيدة للشركات، والتي غالباً ما تركز على الفصل بين الملكية والرقابة وترى أن الهدف الأساسي لحوكمة الشركات هو تعظيم قيمة الشركة، وتهدف الدراسة إلى معرفة مدى مساهمة الهندسة المالية في تطوير نظام حوكمة الشركات من جهة ومدى مساهمة إجراءات حوكمة الشركات في الرفع من قيمة الشركات الجزائرية من جهة ثانية. لذلك، يسطر الفصل الأول من الدراسة طبيعة نظرية حوكمة الشركات، من خلال عرض مختلف نظرياتها ومقارباتها، كما يقدم مختلف أساسيات حوكمة الشركات انطلاقاً من مفهوما ومبادئها إلى مختلف المفاهيم الحديثة المرتبطة بها كمفهوم الحوكمة الجيدة ومتطلبات تطبيقها.

يضم الفصل الثاني شرحاً مفصلاً لآليات حوكمة الشركات انطلاقاً من عرض مختلف تقسيماتها، كما يسرد هذا الفصل إيجابيات وسلبيات كل آلية والظروف المناسبة لتطبيقها.

في حين يأتي الفصل الثالث ليعرض كل ما يتعلق بالهندسة المالية وكيف يمكن استعمالها من أجل تطوير أنظمة حوكمة الشركات، كما يركز هذا الفصل على العلاقة التفاعلية للحوكمة والهندسة المالية وكيف يمكن استغلالها للرفع من قيمة الشركة.

يتناول الفصل الرابع بالدراسة الشركات غير المدرجة، من خلال عرض مختلف تقسيماتها، كما يحلل كيفية تأثير تكاليف الوكالة على قيمة الشركات غير المدرجة، إلى جانب تناول أهمية مؤشرات حوكمة الشركات و مختلف تقنيات الهندسة المالية المستعملة في بنائها.

يأتي الفصل الأخير لدراسة واقع حوكمة الشركات في الجزائر من خلال عرض تأثير القوانين والقواعد التنظيمية على نظام حوكمة الشركات الجزائرية مركزاً على التطور التاريخي لمفهوم حوكمة الشركات في الجزائر. ومن ثم يتناول هذا الفصل عملية بناء مؤشر لحوكمة الشركات غير المدرجة في الجزائر، ليلم الاعتماد عليه في الفصل السادس عند دراسة علاقة إجراءات حوكمة الشركات في الجزائر بقيمة الشركات، حيث يقدم نموذج انحدار صالح لاختبار فرضيات الدراسة.

كما يدرس الفصل السادس سلوك الشركات غير المدرجة اتجاه تكاليف آليات حوكمة الشركات من خلال إجراء تحليل تمييزي لمجموعة من الشركات العائلية وأخرى غير العائلية.

في الأخير، يتم تخصيص خاتمة عامة لهذه الدراسة يتم من خلالها تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها واختبار الفرضيات وتقديم مجموعة من التوصيات التي من شأنها تحسين نظام الحوكمة في الشركات غير المدرجة الجزائرية.

الفصل الأول:

التأصيل النظري لحوكمة الشركات

الفصل الأول: التأصيل النظري لحوكمة الشركات

عانت الشركات الكبرى في الاقتصاديات الرأسمالية من مشاكل ومررت عبر العديد من الأزمات المالية الصعبة خلال السنوات الأخيرة، ولم ينجح في الصمود زمن الأزمات إلا الشركات التي تبنت قواعد الحوكمة كالإفصاح والشفافية ومحاربة الفساد والاحتيال، مما شد أنظار الباحثين للتعلم أكثر في ممارسات حوكمة الشركات بغية الوقوف على حلول نهائية للمشاكل والأزمات المالية التي تزداد كل مرة عمقا وحدة.

غير أن الحديث عن حوكمة الشركات ليس بالجديد، فقد بدأ الحديث عنها سنة 1929 من قبل فرانك نايت، ثم توصلت البحوث إلى غاية التسعينيات من القرن العشرين، أين ظهرت العديد من المقاربات المفسرة لحوكمة الشركات كالمقاربات الاقتصادية، القانونية، السياسية والاجتماعية، نتيجة تعدد المقاربات التي تناولت مفهوم حوكمة الشركات من جهة، ومن جهة أخرى الاستمرار في تقديم نتائج جديدة في إطار حوكمة الشركات والتطور المستمر للمفاهيم المرتبطة بها. صار من الصعب إعطاء تعريف مضبوط لها، غير أن أهم عنصر في تعريفها يتمثل في كونها مجموعة من الآليات التي تقوم بضمان حقوق ومصالح أصحاب المصالح في الشركة.

يهتم هذا الفصل بعرض التأصيل النظري لحوكمة الشركات في محاولة لتغطية كل الجوانب النظرية المرتبطة بها وذلك من خلال المباحث الثلاثة الآتية:

- نظريات حوكمة الشركات؛
- مختلف التفسيرات المقدمة لحوكمة الشركات؛
- أساسيات حوكمة الشركات.

المبحث الأول: نظريات حوكمة الشركات

لم يكن ظهور مفهوم حوكمة الشركات إلا نتاجاً لسلسلة من النظريات الاقتصادية، ترابطت فيما بينها ملقبة الضوء من كل جانب على أهم المشاكل التي واجهتها الأنظمة الاقتصادية ككل بدءاً من نظرية حقوق الملكية وما انجر عنها من تكاليف نتيجة فصل حق الملكية عن حق الرقابة، تكاليف فصل حق الملكية عن حق الرقابة كانت في حد ذاتها موضوع نظرية الوكالة التي حاولت تفسير جانب كبير من المعاملات الاقتصادية، غير أنها لوحدها لم تتجح في تفسير كل التطورات الحادثة لتظهر إلى جانبها نظرية تكاليف الصفقات موضحة الصورة أكثر. فضلاً عن ذلك، ظهرت عدة نظريات أخرى لم يتسنى إدراجها في هذا المبحث حتى يكون أكثر تركيزاً وإيجازاً على نحو يمكن من معالجة الإشكالية المطروحة، لذلك سيتناول هذا المبحث نظرية حقوق الملكية، نظرية الوكالة ونظرية تكاليف الصفقات.

المطلب الأول: نظرية حقوق الملكية

تكمن أهمية حقوق الملكية في أن تحديد حقوق الأفراد يوضح كيفية تخصيص كل من التكاليف والعائدات عند المساهمة في أي منظومة. وبما أن معرفة خصائص الحقوق تتأثر بالنظام التعاقدية، فإن سلوك الأفراد داخل المؤسسة بما فيهم المسيرين سيعتمد على طبيعة هذه العقود.

1- تعريف حق الملكية

يعرف أليشان آرمن (Alchian Armen) حق الملكية على أنه حق مقرر للفرد، مخصص وقابل للتحويل عن طريق التبادل مقابل حقوق مماثلة.¹ ويرى فيشر (Fisher) أن حقوق الملكية هي علاقات تنشأ بين الأفراد نتيجة الزيادة في ندرة المواد بسبب زيادة استخدامها.² وتنتج عن هذا التعريف نقطتان هامتان،³ النقطة الأولى تتمثل في أنه من الخطأ الفصل بين حقوق الإنسان وحقوق الملكية، لأن حق التصويت وحق إبداء الرأي هي حقوق ملكية لأنها تحدد العلاقات بين الأفراد، كما أن حقوق الملكية تنطبق على كل الحقوق التي يمتلكها فرد اتجاه الآخرين. النقطة الثانية تنبثق أساساً من النقطة الأولى، أي أن حقوق الملكية هي علاقات بين الأفراد، فهي تحدد طبيعة السلوك المنتهج بينهم مع احترام الحاجة

¹ - Alchian Armen, *Some Economics of Property Rights In: Economics Forces at Work*, Indianapolis: Liberty Press, Indiana, 1977, pp: 127-128.

² - Fisher Irving, *The Elementary Principles of Economics*, The Macmillan Company, New York, 1912, p: 27, Review by: B. M. Anderson, *Political Science Quarterly*, Vol. 28, No. 2, 1913, p: 343.

³ - Pejovich Svetozar, *The Economics of Property Rights: Towards a Theory of Comparative Systems*, Published by Kluwer Academic Publishers, Netherlands, USA, 1990, p: 27.

الاقتصادية لشيء ما، والتي يجب أن يلاحظها جميعهم، والتي ستعكس أيضا على تعاملاتهم مع البقية، وعدم ملاحظة هذه الحاجة الاقتصادية واحترامها يحمّل الفرد تكلفة عقابية لعدم مراعاته حق الملكية.

يمكن لحق الملكية أن يؤثر على السلوك الاقتصادي للأفراد من خلال عدة طرق، ويمكن اعتبار أن هذه الطرق هي خصائص حق الملكية، حيث تتمثل في حق حصرية الملكية (وتعني أن للمالك الحق في تقرير ما يريد فعله بالأصل)، حق الاستعمال، حق الاستغلال وحق التصرف (أي الحق في نقل ملكية الأصل للآخرين سواء عن طريق البيع أو وهب الأصل دون مقابل)، حق الإدارة والحق في الحصول على عائدات الأصل.¹

2- أنواع حقوق الملكية

توجد عدة تقسيمات لحقوق الملكية، فيمكن تقسيمها إلى حقوق ملكية عامة وخاصة، كما يمكن التفصيل أكثر بإضافة حقوق الملكية الجماعية وغيرها، لكن سيتم في هذه النقطة الالتزام بالتقسيم الأول لوروده في أغلبية المراجع حول موضوع حقوق الملكية.

2-1- حقوق الملكية الخاصة

يقصد بحق ملكية خاص أن شخفاً واحداً فقط يملك سلطة تحديد كيفية استعمال أصل أو خدمة معينة. ويمكن للفرد الذي يملك حق ملكية خاص أن يمنع بقية الأشخاص من استعماله من خلال إبداء عدم موافقته على استعمال ذلك الأصل.²

يجب لفت الانتباه إلى أن هذا التعريف لا يعني أن الملكية الخاصة لأصل معطى ستكون بالضرورة في يد شخص وحيد. فحق استعمال الأصل قد يكون مقسماً بين فردين أو أكثر، كما في حالة المالك والمستأجر، فكل منهما يملك حقاً مرتبطاً بالأصل، وهي حقوق خاصة، كما يمكن للشخص الواحد أن يمتلك عدة حقوق خاصة.

¹ - Christman John, *The myth of property : toward an egalitarian theory of ownership*, Oxford University Press, New York, USA, 1994, p: 19.

² - Alchian Armen, 1977, *Op-cit*, p: 138.

2-2- حقوق الملكية العامة

في بعض الحالات، يكون حق شخص في استعمال أصل معين مشترك مع شخص آخر أو مجموعة من الأشخاص كحق تنفس الهواء مثلاً، أو استعمال طريق عام، أو الصيد. لكن يمكن لمجموعة من الأفراد شراء حق عام في استعمال أصل معين من أجل تعظيم دخلهم كشراء رخصة صيد مثلاً.¹

في حالة الحقوق العامة كل فرد يحدد كيف ومتى يستعمل حقه العام، ولا يتوجب عليه طلب الإذن من الآخرين الذين يملكون نفس الأصل، لكن في حالة الحقوق الجماعية (المشتركة)، فإن القرار المتعلق باستعمال الأصل سيتم اتخاذه من طرف المجموعة.

3- حقوق الملكية وتخصيص الموارد

عملياً، يؤثر مضمون حقوق الملكية بشكل واضح على استعمال وتخصيص الموارد بشكل محدد وقابل للتنبؤ به.

لا يوجد اختلاف حول حقيقة أن كلاً من التجارة والإنتاج يحتاج إلى مجموعة من العقود لضمان سير العمليات التجارية والإنتاجية. هذه العقود تعتبر بدورها مكملات لتبادل حقوق الملكية، إذ تتحدد من خلالها كيفية السماح بالتصرف في الأصل أو الخدمة. وتعتمد قيمة الأصل الذي تم تبادله على مجموعة الحقوق التي تم نقلها عند المبادلة، ويترتب على تحويل عدد من حقوق الملكية المختلفة دخول جملة من الموارد إلى دالة المنفعة الخاصة بمتخذ القرار (الفرد الذي حصل على هذه الحقوق).²

وكنتيجة لذلك، يجب أن يؤثر التغيير في نظام الملكية على سلوك الأفراد، ومن خلال التغيير في سلوك الأفراد تؤثر حقوق الملكية على تخصيص الموارد وتوزيع الدخل.

4- الفصل بين حق الملكية وحق الرقابة

يقوم التحليل الاقتصادي للفصل بين الملكية والرقابة على عرض الإطار العام لدواعي هذا الفصل من جهة وما ينجم عنه من حقوق رقابة متبقية وحقوق ربح متبقية.

¹ - Martin Ricketts, *The Economics of Business Enterprise: An Introduction to Economic Organisation and the Theory of the Firm*, Edward Elgar Publishing Limited, UK, 2002, p: 89.

- Coriat.B et O.weinstein, *Les nouvelles théories de l'entreprise*, librairie général de France, France, 1995, pp : 77-82.

² - Pejovich Svetozar & Furubotn Eirik, "Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature", *Journal of Economic Literature*, Vol. 10, No. 4, USA, 1972, p: 1139.

4-1- الإطار العام للفصل بين حق الملكية وحق الرقابة

يرافق تأسيس ملكية أصل معين رقابة على هذا الحق (حق الملكية)، وهذه الرقابة هي ما يسمح بتحسين الأصول واستحداث أخرى جديدة، فغياب ملكية خاصة يعني غياب جانب التحفيز على الاستفادة من الأصول وتطويرها، وكذا تحمل المخاطرة لأجل استحداث ثروة. وعليه، من شأن حقوق الملكية التحفيز على تعظيم قيمة الأصول، وذلك من خلال إبرام صفقات فعالة تسمح بتحقيق هذا الهدف،¹ غير أن إبرام صفقات فعالة بهدف تعظيم القيمة قد يتطلب فصل حق الرقابة عن حق الملكية، وهذا ما لاحظته وأكد عليه كل من أدولف بارل وقاردينر مينز (Adolf A. Berle and Gardiner C. Means) خلال عملهما الذي يحمل عنوان "الشركة الحديثة والملكية الخاصة" (The Modern Corporation and Private Property) أين لاحظا أن هناك فصلا بين الملكية والرقابة في بعض الشركات الكبرى،² حيث تم تحديد ثلاثة أنواع لشركات المساهمة، تم تقسيمها حسب طبيعة المساهمة في ملكية الشركة:³

- تكون حقوق الرقابة الكاملة موجودة عندما يكون هناك مساهم بالأغلبية (أو مجموعة من المساهمين يتصرفون جماعيا) يملكون أكثر من 50% من الأسهم ذات حق التصويت. ولهذا، فإن أغلبية الشركات تقصّل بين ملكية الشركة وحقوق الرقابة فيها لأن أغلب المساهمين بالأقلية يساهمون في ملكية الشركة ولا يساهمون في الرقابة عليها.

- تكون هناك رقابة جزئية عندما يكون هناك مساهمون بالأغلبية أو مجموعة من المساهمين يتصرفون جماعيا في الشركة يملكون أقل من 50% من الأسهم ذات حق التصويت. تحوي الشركات التي بها رقابة جزئية هي الأخرى على فصل جزئي للملكية عن الرقابة.

- تكون هناك رقابة تسييرية عندما لا يكون في الشركة حامل أو حملة أسهم يتصرفون جماعيا يملكون قدرا كافيا من الأسهم التي تمنحهم عملا رقابيا داخل الشركة. تحوي الشركات ذات الرقابة التسييرية فصلاً كاملاً للملكية عن الرقابة.

وقد أكد كل من فاما وجونسون (Eugene F. Fama & Michael C. Jensen) أن الفصل بين الملكية والرقابة الملاحظ في الشركات الكبرى من قبل أدولف بارل وقاردينر مينز يمكن ملاحظته

¹ - P.Milgrom et J.Roberts, *Economie, Organisation et Management*, PUG, France, 1997, pp : 375-376.

² - Mark Mizruchi, "*Berle and Means revisited: the governance and power of large U.S. corporations*", working paper, University of Michigan, 2004, p: 3.

³ - Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, Oxford University Press, New York, 2008, p: 5.

أيضا في المؤسسات الأخرى كالصناديق الجماعية، والمؤسسات غير الربحية، كما تم التأكيد على أن هذا الفصل بين الملكية والإدارة راجع إلى فوائد التخصص في تسيير المخاطرة من جهة، ومن جهة أخرى إلى فاعلية التحكم في مشكل الوكالة الناتج عن الفصل بين الملكية والرقابة من قبل كلا الطرفين.¹

4-2-2- حقوق الرقابة المتبقية وحقوق الربح المتبقية

المؤسسة عبارة عن علاقة تعاقدية، قد تكون مكتوبة أو غير مكتوبة، بين المالكين لعوامل الإنتاج والمستهلكين. هذه العقود تحدد حقوق كل عون في المؤسسة، معايير الأداء التي يقيم من خلالها ودالة الأجر الخاصة به، ويحدد العقد الرئيسي لكل مؤسسة طبيعة الحقوق المتبقية، كيفية تخصيص حق اتخاذ القرار بين الأعوان وكذا حقوق الأرباح المتبقية، كما تسمح هذه العقود بإمكانية التمييز بين العديد من أشكال المؤسسات. وفيما يلي سيتم تناول حقوق الرقابة المتبقية وحقوق الربح المتبقية.

4-2-1- حقوق الرقابة المتبقية

يعد مفهوم الملكية معقدا، وإن كان يعني أصولا مادية بسيطة. فالشخص الذي يملك أصولاً له بعض الحقوق وعليه بعض الواجبات المرتبطة باستعمال ذلك الأصل. وفي التحليل الاقتصادي غالبا ما تتم ترجمة ملكية أصل كحق رقابة متبقي، والذي يعني حق اتخاذ القرارات حول استعمال الأصل.

لكن من الصعب وضع عقد يحدد بدقة مجمل حقوق الرقابة المحتملة، والمرتبطة بالحالات الممكنة مصادفتها في المستقبل غير المحدود (عدم القدرة على وضع عقود كاملة)، إلا أن هيكله العقود لمختلف أشكال المؤسسات تسمح بالحد من المخاطر التي من الممكن أن يتسبب فيها غالبية الأعوان، وذلك من خلال وضع أو تخصيص أنظمة دفع محفزة مرتبطة بمقياس خاص للأداء.²

ينتج عن عدم التأكد الذي يظهر مع مجموعة معينة من الأعوان، قيمة مضافة بالنسبة لأصحاب حقوق الرقابة المتبقية، لأنه يقلل من تكاليف الرقابة عند إمضاء عقود أخرى مع مجموعة أخرى من الأعوان، لأن عدم التأكد الناتج مع المجموعة الأولى سيؤدي إلى ضبط عقود المجموعة الثانية لتحمل المخاطر التي من الممكن أن تنتج عنهم.³

¹ - Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, "Separation of Ownership and Control", Journal of Law and Economics, Vol. 26, No. 2, The University of Chicago Press, USA, 1983, pp: 301-302.

² - Milgrom & Roberts, J, 1997, Op-cit, pp: 376-377.

³ - Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, 1983, Op-cit, pp: 302-303.

4-2-2- حقوق الربح المتبقية

يرافق مفهوم الملكية عناصر أخرى إلى جانب عنصر الرقابة المتبقية، فللملكية نتائج اقتصادية أخرى، تسمح للمالك بعدم السماح لأي شخص باستعمال الأصل الذي يملكه ما لم يدفع الثمن الذي يرضيه. بهذه الطريقة، يمكن أن يحصل المالك وأن يحتفظ بالأرباح المتبقية للأصل، هذه الأخيرة يمكن أن تكون تدفقات نقدية مباشرة أو تغيرات مستقبلية في التدفقات النقدية. فحسب هذا المفهوم فإن مالك الشركة هو الشخص الذي له الحق في الحصول على عائدات الشركة ودفع كل المصاريف الناتجة عنها من ديون والتزامات أخرى. ومنه الحق في الأرباح المتبقية هو الحق في العائد الصافي.¹

هناك حاجة ماسة إلى حقوق رقابة متبقية وحقوق ربح متبقية، باعتبار أن كلا منهما يشكل عاملاً محفزاً أساسياً على تكوين الملكية، فإذا كان بإمكان فرد معين امتلاك حق رقابة متبقية والحصول على أرباح متبقية، ستؤول قراراته المتبقية إلى الفاعلية، من ناحية أخرى، إذا كان صاحب القرار لا يحصل إلا على جزء من الأرباح المحققة تبعاً لقراراته، فمصالحته هنا تقوم على جزء فقط من هذه العوامل التحفيزية، وبالتالي قد تؤدي إلى قرارات غير فعالة.

المطلب الثاني: نظرية الوكالة

كتملة لاقتصاديات حقوق الملكية، تظهر وبشكل قريب نظرية الوكالة، إذ تنطلق من تحليل آخر نقطة تم التوقف عندها في المطلب السابق، أي الفصل بين الملكية والرقابة. تقوم نظرية الوكالة على النظرة التعاقدية للمؤسسة وتفسر بعض أهم الإشكالات المطروحة حديثاً من خلال تحليل تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين. لذا، تعد إحدى أهم نظريات حوكمة الشركات.

1- ظهور نظرية الوكالة

خلال سنوات 1960 حتى 1970، ركز الباحثون الاقتصاديون في دراساتهم على توزيع المخاطرة بين الأفراد والمجموعات، حيث وصفوا مشكل اقتسام المخاطرة على أنه ناتج عن اختلاف سلوك الأعوان اتجاه المخاطرة. وتعود دراسة علاقة الوكالة والأسئلة المترتبة عنها إلى الأعمال التي قام بها آدم سميث (Adam Smith)، إضافة إلى دراسة بارل ومينز (Berle and Means) حول مشكل العلاقة بين المالك والمسير في شركة المساهمة، غير أن هذه الدراسات كانت بمثابة حالة خاصة عما يعرف بنظرية

¹ - Milgrom & Roberts.J, 1997, *Op-cit*, pp: 378-379.

الوكالة،¹ فقد قامت نظرية الوكالة بتوسيع مفهوم اقتسام المخاطرة ليضم ما يعرف بمشكل الوكالة. هذا الأخير الذي ينتج عندما يملك كل من الطرفين أهدافا مختلفة. وتعبير أدق، ترتبط نظرية الوكالة بعلاقة الوكالة التي يقوم من خلالها أحد الأطراف، يدعى الرئيس (the Principal) بإيصال عمل من أجل تنفيذه لطرف ثاني يدعى الوكيل (the Agent)، ويترتب عن ذلك تفويض جزء من سلطة الرئيس في اتخاذ القرار إلى الوكيل. ويمكن وصف هذه العلاقة بالعقد.²

تعنى نظرية الوكالة بحل مشكلين من الممكن أن يقعوا عند وجود علاقة وكالة، الأول هو مشكل ينجم عن تعارض رغبة أو أهداف الرئيس والوكيل، و المشكل الثاني يتمثل في أنه من الصعب أو المكلف على الرئيس أن يتحقق من ما إذا كان الوكيل يسلك سوفا انتهازيا لا يخدم مصلحته. المشكل الثاني للوكالة هو مشكل اقتسام المخاطرة، الذي ينتج عندما يكون لكل من الرئيس والوكيل سلوك مختلف اتجاه المخاطرة، وهذا راجع ربما إلى أن الرئيس والوكيل يفضلان القيام بتصرفات مختلفة نتيجة اختلاف تفضيلاتهم اتجاه المخاطرة.³

لأن وحدة التحليل هنا هي العقد، والذي يحكم العلاقة بين الرئيس والوكيل، سيكون تركيز النظرية على تحديد أهم العقود الكفوة التي تحكم العلاقة رئيس-وكيل، مع وضع فرضيات حول الأشخاص، فرضيات حول المنظمات وفرضيات حول المعلومة، وخصوصا إشكالية فعالية العقود الموجهة للسلوك (من خلال الرواتب، هرمية السلطة...) أو العقود التي تركز على النتيجة (المنح، نقل حقوق ملكية الأسهم...)، والجدول رقم (01) يقدم نظرة عامة عن نظرية الوكالة.

¹ - B. Coriat & O. Weinstein, *Les nouvelles théories de l'entreprise*, librairie générale de France, France, 1995, p: 93.

² - Michael C. Jensen & William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, V. 3, No. 4, USA, 1976, p: 6. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=94043>

³ - Thomas Clarke, *Theories of corporate governance: The philosophical foundations of corporate governance*, Rutledge, Canada, 2004, p: 79.

الجدول رقم (01): نظرة عامة عن نظرية الوكالة

علاقة الرئيس-وكيل يجب أن تعكس بشكل جيد كل من تنظيم المعلومة وتكاليف تحمل المخاطرة.	الفكرة الأساسية
العقد بين الرئيس والوكيل.	وحدة التحليل
تفضيل المصلحة الخاصة. الرشادة المحدودة. كره المخاطرة.	الفرضيات حول الأشخاص
تضارب في الأهداف الجزئية للمشاركين في المنظمة. عدم تماثل المعلومات بين الرئيس والوكيل.	الفرضيات حول المنظمات
تعد المعلومة سلعة قابلة للشراء.	فرضيات حول المعلومة
الوكالة (المخاطرة الأخلاقية والاختيار المعاكس). اقتسام المخاطرة.	المشاكل التعاقدية
علاقة يكون من خلالها للرئيس والوكيل أهداف مختلفة وسلوك مختلف اتجاه المخاطرة.	نطاق المشكلة

المصدر: Thomas Clarke, 2004, *Op-cit*, p: 79.

2- أقسام نظرية الوكالة

تطورت نظرية الوكالة اعتماداً على أصولها في الاقتصاد على طول خطين اثنين، نظرية الوكالة الوضعية (المعيارية) والعلاقة رئيس-وكيل. ويشترك كلا القسمين في نفس وحدة التحليل وهي العقد بين الرئيس والوكيل، كما يشتركان في الفرضيات نفسها التي سبق وأن تم توضيحها في الجدول أعلاه.

2-1- نظرية الوكالة الوضعية

ترتكز نظرية الوكالة الوضعية على الحالات التي يكون فيها تضارب في الأهداف والمصالح بين الوكيل والرئيس، ومن ثم تحديد آليات الحوكمة التي تسمح بالحد من سلوك خدمة الوكيل لمصلحته الخاصة، وترتكز هذه النظرية على الحالة الخاصة للعلاقة رئيس-وكيل بين كل من المالكين والمسيرين للشركات الكبرى.¹

¹ - Gérard Duthil & Dominique Vanhaecke, *Les fondements de l'économie d'entreprise*, l'harmattan, France, 1993, p : 33.

وهناك اقتراحان ضمن نظرية الوكالة الوضعية للحد من السلوك الانتهازي للوكيل، الاقتراح الأول يتمثل في العقود التي تركز على نتيجة النشاط، ويعود سبب فاعلية هذا النوع من العقود في الحد من السلوك الانتهازي للوكيل إلى أنها تربط بين تفضيلات الوكيل وتفضيلات الرئيس، لأن المكافآت التي يحصل عليها كل منهما تتوقف على نفس الأفعال. ونتيجة لذلك، يقل تضارب المصالح بين الرئيس والوكيل، فمثلا رفع نسبة ملكية المسير لأسهم الشركة من شأنه أن يقلل من سلوكه الانتهازي.¹

الاقتراح الثاني يتمثل في أن نظام المعلومة هو الآخر يقلل من السلوك الانتهازي للوكيل، لأنه من شأن نظام المعلومة أن يدل الرئيس على كل التصرفات التي يقوم بها الوكيل، مما يؤدي إلى الحد من السلوك الانتهازي للوكيل، بسبب إدراك هذا الأخير لعدم قدرته على خداع الرئيس.²

يمكن القول أن نظرية الوكالة الوضعية (المعيارية) قد قدمت نظرة أخرى أكثر تعقيداً للمنظمات، بالإضافة إلى جذبها لاهتمام الكثير من الباحثين.

2-2- العلاقة رئيس-وكيل

تمثل العلاقة رئيس-وكيل نظرية عامة يمكن تطبيقها بين العامل-صاحب العمل، المحامي-زبونه، البائع-المشتري وعلاقات وكالة أخرى، ترتبط خصائص نظرية الوكالة للنموذج رئيس-وكيل بمجموعة من الفرضيات الخاصة المثبة باستنتاجات منطقية ورياضية.

مقارنة مع النظرية المعيارية، تعد نظرية الرئيس-وكيل نموذج رياضي مختصر، ولهذا فهي قليلة الاستعمال، فضلا على أن أغلب الانتقادات التي وجهت إلى نظرية الوكالة ركزت مبدئياً على قسمها المعياري، إذ اهتمت نظرية الوكالة رئيس-وكيل بالجانب العام والمضامين النظرية. وفي المقابل، ركزت النظرية المعيارية بشكل خاص على حالة العلاقة مالك-مسير في الشركات الكبرى.

بالنسبة للباحثين في نظرية المنظمات، توفر هذه الاختلافات خلفية لفهم الانتقادات الموجهة لنظرية الوكالة، في حين أنها لا تعد اختلافات جوهرية. كما أن أهم نقطة في هذا الإطار هي أن كلا القسمين لنظرية الوكالة متكاملان، من حيث إن النظرية المعيارية تحدد مختلف بدائل العقود المتاحة،

¹ - Michael C. Jensen & William H. Meckling, 1976, *Op-cit*, p: 07.

² - Thomas Clarke, 2004, *Op-cit*, p: 79.

ونظرية الرئيس-وكيل تحدد أي هذه العقود هي الكفؤة تحت مستويات مختلفة من الدخل غير الأكيد، الحياد اتجاه المخاطرة، المعلومات المتاحة ومتغيرات أخرى.¹

تركز البحوث في نظرية الرئيس-وكيل حول تحديد العقد الأمثل بين الرئيس والوكيل، والنموذج البسيط للنظرية يفترض تضارب الأهداف بين الرئيس والوكيل. ويمكن وصف مقارنة النموذج البسيط حسب حالتين، حالة وجود معلومة كاملة وحالة كون الرئيس لا يملك أي معلومات دقيقة حول ما يفعله الوكيل:²

- الحالة الأولى، حالة بسيطة وهي حالة وجود معلومة كاملة، وتكون عندما يعلم الرئيس بكل ما قام به الوكيل، مع العلم أن الرئيس يدفع لمراقبة سلوك الوكيل، وهنا العقد الذي يعتمد على السلوك هو الأكثر كفاءة، والعقد الذي يعتمد على الدخل سيقوم بنقل المخاطرة إلى الوكيل، الذي يفترض أنه أكثر حيادا اتجاه المخاطرة مقارنة بالرئيس.

- الحالة الثانية، عندما يكون الرئيس لا يملك معلومات دقيقة حول ما يفعله الوكيل، مع اختيار الوكيل لمصلحته الشخصية، وبالتالي يمكنه أن يتصرف أو لا يتصرف حسب ما تم الاتفاق عليه. وهنا يظهر مشكل الوكالة بسبب تضارب الأهداف بين كل من الرئيس والوكيل، بحيث لا يمكن للرئيس التحقق منّا إذا كان الوكيل قد تصرف بشكل مناسب.

3- مشاكل الوكالة

يملك الرئيس أهدافاً تختلف عن أهداف الوكيل، مما يحدث تضاربا في المصالح يؤدي إلى مشاكل الوكالة، هذه الأخيرة التي تتسبب في نقص الكفاءة وانخفاض قيمة المؤسسة (تكاليف الوكالة).

لاحظ أراو (Arrow, 1985) أن هناك مصدرين أساسيين لمشاكل الوكالة،³ الأفعال المخفية (المخاطرة المعنوية) والمعلومات المخفية (الاختيار المعاكس). تعني المخاطرة الأخلاقية الحالات التي تكون فيها أغلب أفعال الوكيل مخفية عن الرئيس، أو أنها تكون مكلفة حتى تتم ملاحظتها، أو أنه

¹ - Kathleen M. Eisenhardt, "Agency Theory: an Assessment and Review", The Academy of Management Review, Vol. 14, No. 1, USA, 1989, p: 60.

² - Kathleen M. Eisenhardt, 1989, Op-cit, pp: 60-61.

³ - Many books as:

- Stewart R Clegg & Cynthia Hardy & Walter R. Nord, Handbook of Organization Studies, SAGE publication ltd, London, 2003, p: 125.

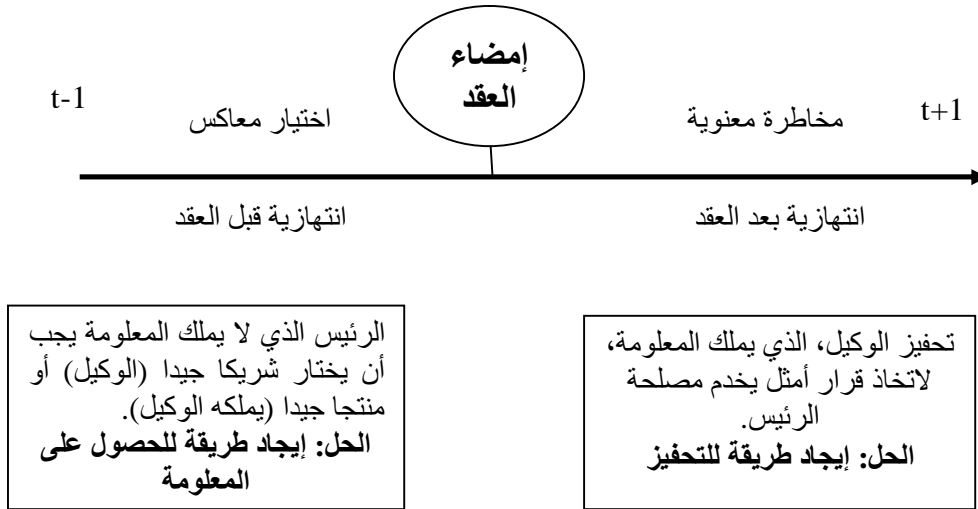
- Christopher S. Chapman & Anthony G. Hopwood & Michael D. Shields, Handbooks of Management Accounting Research, Elsevier, united Kingdome, 2007, p: 418.

يستحيل على الرئيس مراقبة الوكيل كلياً، فمثلاً، قد يجد المساهمون أو حتى المدراء أنه لا يمكن ملاحظة أو التأكد من المقدرة والجهد الذي يملكه العمال.

يمكن أن تشمل مشاكل الوكالة أيضاً الاختيار المعاكس، أين يمتلك الوكيل في هذه الحالة معلومات لا يمكن ملاحظتها من قبل الرئيس أو من المكلف الحصول عليها، نتيجة لذلك لا يمكن للرئيس التأكد من أن قرارات الوكيل تصب في صالحه.

يقوم كل من الرئيس والوكيل بحل مشاكل الوكالة من خلال الرقابة والتوثيق، حيث تشمل عملية الرقابة ملاحظة سلوك و/أو أداء الوكيل، أما التوثيق فيعني الاتفاق حول العقوبات التي يتحملها الوكيل عند قيامه بأفعال تمس بمصلحة الرئيس، أو مكافأته عند عمله من أجل تحقيق أهداف الرئيس. والشكل الموالي يوضح التوقع الزمني لهذه المشاكل بالنسبة للعقد والحلول الممكنة للبحث عنها.¹

الشكل رقم (01): الاختيار المعاكس في مقابل المخاطرة الأخلاقية



المصدر: Mohammed Bensaïd, *Economie des organisations: tendances actuelles*, L'Harmattan, Paris, 2007, p : 269.

¹ - Stewart R Clegg & Cynthia Hardy & Walter R. Nord, 2003, *Op-cit*, p: 125.

4- تكاليف الوكالة

تنشأ علاقة الوكالة بين طرف (أو عدة أطراف) بحاجة إلى طرف آخر من أجل إكمال عمل معين، مما يعني تفويض جزء من قدرته على اتخاذ القرار إلى الطرف الثاني. ولهذا، يمكن أن تتضمن كل أشكال التضامن والتعاون وعلاقات الوكالة. ويستقر الإطار التحليلي لنظرية الوكالة على مفهوم العقد (التمثيل والتفويض)، وهذا ما يسمح أيضا بتفسير عدد كبير من الظواهر الملاحظة داخل الشركات وبالتالي التفتن لوجود تضارب مصالح أو مشاكل وكالة بين مختلف علاقات التعاون الموجودة.

حتى تكون هناك تكاليف وكالة من الضروري وجود شرطين متعلقين بالمحيط والسلوك،¹ أما الأول المتعلق بالمحيط، فيجب قبول فرضية المحيط غير الأكيد، وفرضية عدم تماثل المعلومات، لأنه إن لم يكن هناك عدم تأكد، لن يترتب عن إبرام العقود أية تكاليف ويصبح من الممكن وضع عقود كاملة بطريقة سهلة. ومن دون عدم تماثل المعلومات بإمكان أحد الأطراف الملاحظة والتحقق من أن الطرف الثاني ينفذ العقد بالطريقة المتفق عليها، وبالتالي لا تظهر مشاكل الوكالة. أما الشرط الثاني فيتمثل في وجهة نظر سلوكية، حيث يتوقع أن الأعوان يهدفون إلى تعظيم دالة منفعتهم الخاصة، وهم قادرون على توقع حدوث مشاكل الوكالة بطريقة رشيدة.

يؤثر هذان الشرطان المتعلقان بالمحيط والسلوك مباشرة على طبيعة علاقات الوكالة، لهذا ومن أجل عملية التعاون والتضامن يقوم الأفراد بإبرام عقود، غير أنه بسبب وجود عدم تماثل المعلومات مرفقة بحالة عدم التأكد، ستكون هذه العقود غير كاملة وغير كفؤة. يعود سبب كونها غير كاملة إلى أن بنود العقد لا يمكن أن تضم توقعات لأحداث مستقبلية، أما كونها غير كفؤة فيرجع إلى أن الحلول التي تضمنها بنود العقد مسبقا ليست الأنسب مع ما سيحدث فيما بعد، ولهذا يبحث الأطراف عن الاستفادة من الأخطاء في العقد بهدف تعظيم منفعتهم، أخذا بعين الاعتبار تميز هؤلاء الأطراف بالرشادة.

يبذل كلا طرفي العقد جهودا من أجل الاستفادة من الأخطاء في العقد، وينجر عن هذه الجهود ثلاثة أنواع من تكاليف الوكالة هي:²

- تكاليف رقابة يتحملها الرئيس لأجل ضمان أن تصرفات الوكيل تصب في صالحه.
- تكاليف تخليص يتحملها الوكيل، حتى يشير للرئيس أنه يتصرف بطريقة تضمن مصالحه.

¹ - Alain Finet et Autre, *Gouvernement de l'entreprise : enjeux managériaux, comptables et financiers*, De Boeck & Larcier, Bruxelles, 2005, pp : 133-134.

² - *Idem*, pp : 134-136.

- تكاليف متبقية والتي تعد مكافئة لتكلفة الفرصة البديلة، وتمثل النقصان في منفعة الرئيس بسبب علاقة الوكالة على رغم الجهود المبذولة في الرقابة.

من خلال النوع الأول من التكاليف، يتحمل الرئيس تكاليف رقابة من أجل الحد من السلوك الانتهازي للوكيل، أي مراقبة الوكيل بهدف منع هذا الأخير من الاستفادة من العيوب المحتملة التي يتضمنها العقد الذي يربطه مع الرئيس.

من خلال النوع الثاني من التكاليف، يمكن أن يكون للوكيل مصلحة من طمأننة الرئيس، لهذا يتحمل هو الآخر -تكاليف التزام-، حيث يقبل الوكيل بعض التكاليف من خلال العقد لكي يطمئن الرئيس فيما بعد أن سلوكه رشيد ولا يحفزه على التصرف بانتهازية، لأن تكاليف الالتزام تجعل من السلوك الانتهازي أكثر تكلفة، مما يجعل من السلوك الرشيد للوكيل في أن لا يلجأ إلى التصرف الانتهازي. وهذا ما يجعل من تحديد الأفعال التي تحفز على التصرف بانتهازية عملية جد مهمة، إذ من المعقول أنه إذا سمحت البيئة التي يتواجد فيها الوكيل بسلوك تصرف انتهازي، فإن هذا الأخير سيفعل ذلك، لذا يعمل الرئيس على تغيير نظام التحفيز بطريقة تحد من السلوك الانتهازي للوكيل.¹

من ملاحظة كلا النوعين السابقين من تكاليف الوكالة يتبين أنها تكاليف واضحة مقارنة بالنوع الثالث، هذا الأخير الذي يتضمن الاستفادة من تكلفة الفرصة البديلة، ويسمى هذا النوع "خسارة متبقية"، وتعني الخسارة المتبقية انخفاض الرضا الذي يؤدي إلى ارتفاع التكلفة لمختلف استثمارات المؤسسة نتيجة علاقة الوكالة، وعملية وضع آلية بهدف الحد من تكاليف الوكالة وخاصة السلوك الانتهازي يؤدي إلى الخروج برضا أكبر من علاقة الوكالة. تمثل الخسارة المتبقية الفارق في درجة الرضا بين حالة كون الوكيل غير انتهازي وحالة كون الوكيل انتهازي، مما يدفع الرئيس للبحث عن طرق تعاقدية مكلفة.²

المطلب الثالث: نظرية تكاليف الصفقات

تعتبر المؤسسة كآلية تشبه السوق، ويكمن الفرق بين المؤسسة والسوق في أن داخل المؤسسة ينشط أعوان يختلف التنسيق بينهم عن السوق. وأهم النظريات التي تناولت هذا التحليل هي نظرية تكاليف الصفقات.

¹ - Josse Roussel, *Economie et management de l'entreprise*, L'harmattan, Paris, 2011, pp : 65-66.

² - *Idem*, p: 66.

1- تطور نظرية تكاليف الصفقات

يرتكز التحليل الحديث للمؤسسة على التصرفات وعلى طبيعة المؤسسة مقارنة بمختلف أشكال التنسيق والتنظيم للمعاملات الاقتصادية، وأهم هذه التحليلات هي نظرية تكاليف الصفقات، لكن قبل عرض هذه النظرية وجب إدراك مفهوم كل من الصفقة وتكاليف الصفقات.

1-1- مفهوم الصفقة وتكاليف الصفقات

الصفقة هي عبارة عن تبادل منتج بين وحدتين مستقلتين استقلالاً كاملاً أو جزئياً، ويمكن لهاتين الوحدتين أن تشملاً فردين أو ورشتين. ويمكن القول أن هناك صفقة عندما يكون هناك انتقال سلعة أو منتج من وحدة قرار إلى وحدة أخرى. وكل صفقة يمكن أن تعتبر كعقد (سواء كان صريحاً أو ضمناً)، حيث إن تحليل الصفقة يعتمد على تحليل العقد وما يترتب عنه من تكاليف (تكاليف البحث عن المعلومة مثلاً).

أما تكاليف الصفقات فهي التكاليف التي تسمح بتحقيق الصفقة، وهي تكاليف سير السوق، المكان الذي تتم فيه العلاقات بين الأفراد، أين يكونون مضطرين للبحث عن المعلومات لتحقيق الصفقة، وهذا ما ينجر عنه تكاليف تسمى تكاليف الصفقات.

1-2- نظرية تكاليف الصفقات عند كوز (Coase)

ترتكز كل من النظريات الكلاسيكية والنيوكلاسيكية على أن النشاطات الاقتصادية منسقة من خلال آليات السوق. انطلاقاً من هذه النقطة، حاول كوز (Coase) تفسير وجود المؤسسة في ظل وجود نظام تنسيق فعال والمتمثل في السوق، وذلك من خلال مقاله حول طبيعة المؤسسة سنة 1937،¹ حيث طرح في هذا المقال فكرة وجود المؤسسة بسبب قدرتها على التخفيض من تكاليف الصفقات، لأنه في الغالب تكون تكاليف تنظيم الصفقات في السوق كبيرة. وتتمثل النقطة الأساسية في نظرية تكاليف الصفقات في أن كلا من السوق والمؤسسة عبارة عن أسلوب لتنظيم الصفقات.

ترتكز نظرية تنظيم الصفقات على نقد النموذج النيوكلاسيكي الذي يعتبر أن التنسيق والتوازن في السوق يتم تلقائياً من خلال نظام الأسعار، في حين يعوض كوز (Coase) السوق بالمؤسسة، أخذاً بعين

¹ - R. H. Coase, "The Nature of the Firm", The London School of Economics and Political Science, Economica, New Series, Vol. 4, No. 16, United Kingdom, 1937, pp: 386-405.

الاعتبار قدرة هذه الأخيرة على التقليل من التكاليف الحدية، وربط كوز تكاليف السوق بتكاليف اكتشاف الأسعار المناسبة، تكاليف التفاوض وإبرام العقود.

ويرى كوز (Coase) أن الشخص الذي يقوم بجمع المعلومات، تنفيذ الحسابات، وإعادة توزيع المعلومات... ينفذ الكثير من النشاطات الضرورية للحصول على التوازن بين العرض والطلب، وهي نقطة مهمة في تحليل كوز، لأن هذه النشاطات اللازمة للتناقص التجاري (السوقي) لها تكلفة، والتي تسمى بتكاليف الصفقات.¹

تكاليف الصفقات بدقة أكثر هي التكاليف المتداولة في السوق ويمكن تقسيمها حسب كوز إلى ثلاثة أصناف:²

- تكاليف البحث عن المعلومات، حيث إن الاستفادة من أي شيء تدفع للبحث والاستفسار عنه من أجل استخدامه على أكمل وجه، وهذه المعلومات التي يتم الحصول عليها تكلف نفقات تسمى بتكاليف الاستفسار والبحث.

- تكاليف التفاوض واتخاذ القرارات، إذ تنشأ في بعض الأحيان عندما تكون خصوصيات العقود بين الطالبين والعارضين معقدة، يؤدي ذلك التعقيد إلى مفاوضات تستغرق مدة من الزمن، وبالتالي تتسبب في تكاليف إضافية للمؤسسة.

- تكاليف الرقابة، حيث إنه إذا تم الإمضاء على العقد فلا بد من أن تكون هناك مراقبة من كلا الطرفين على الآخر، لمدى احترامه لبنود العقد وتطبيقها بالشكل اللازم.

لاحظ كوز أن للمتعاملين في الواقع الخيار بين طريقتين أو نموذجين للتنسيق، هما السوق والمؤسسة اللذين يضعان مع بعض البنية الأساسية للنظام الاقتصادي.

ومن جهة أخرى، فإن السوق هي طريقة تنسيق غير ثابتة قائمة على آلية السعر، بينما المؤسسة هي طريقة تنسيق ثابتة قائمة على السلطة (النفوذ). لذا، يجب المرور بالمؤسسة عوض السوق للتخفيض من تكاليف الصفقات. ولكن استعمال المؤسسات أيضا مكلف، فكلما كانت المؤسسة كبيرة

¹ - Olivier Boubay-Olga, *L'économie de l'entreprise*, Seuil, France, 2003, p : 67.

² - *Idem*, pp : 67-68.

ومعقدة كلما كان التنسيق الفعال للسلطة والنشاطات داخلها صعبا. لذا، فالاختيار بين السوق والمؤسسة يعتمد على المقارنة بين تكاليف الصفقات وتكاليف التنظيم الداخلي.¹

لم يفسر كوز جيدا أصل ومصدر ووقت وقوع تكاليف الصفقات، وفي أي حالة سوف تكون مرتفعة ومتى ستكون منخفضة. ولكن ويليامسون (Williamson)، اهتم بالتعمق وتحديد هذه المتغيرات على أساس التكاليف المحددة من طرف كوز.

1-3- تكاليف الصفقات عند ويليامسون (Williamson)

قام ويليامسون (Williamson) بالتحليل المفصل لتكاليف الصفقات اعتمادا على ما جاء به كوز (Coase) من شرحه لفكرة المؤسسة والرشادة المحدودة لسيمون (Simon) وكذا فكرة كامونز (Cammons) الذي اعتبر أن التحليل الاقتصادي ينطلق من تحليل الصفقات.

مثل ويليامسون المؤسسة من خلال تكاليف الصفقات، حيث اعتمد في تحليله على الرشادة المحدودة، وبالتالي، فإن العقود المبرمة من طرف المؤسسة تكون غير كاملة نظرا لاتصاف المحيط بحالة عدم التأكد، وعدم إمكانية تحديد كل الظروف المحيطة بالعقد، وهذا ما قد يؤدي إلى ظهور انتهازيين يضررون بمصالح المؤسسة، وبالتالي ارتفاع تكاليف الصفقات، وبين ويليامسون أن الاختيار المناسب للتنظيم يمكن المؤسسة من تقادي التصرفات الانتهازية.

2- مصدر تكاليف الصفقات والعوامل المؤثرة بها

تهتم نظرية تكاليف الصفقات بتحليل أسباب تضارب المصالح بين طرفي العقد من خلال البحث في مصدر تكاليف الصفقات التي تنشأ أساسا عن هذا التضارب ومحاولة تحديد العوامل المؤثرة بها، لذا يتم من خلال هذه النقطة تقديم عرض لأصل تكاليف الصفقات ومختلف العوامل المؤثرة بها.

1-2- مصدر تكاليف الصفقات

من الواضح أن أصل تكاليف الصفقة التي تتم بين فردين مرتبط مباشرة بعوامل سلوكية طبيعية عند الإنسان، وتتمثل أساسا في محدودية الرشادة والانتهازية، وقد شكل هذان العاملان لب النظرية المعيارية للوكالة، بحيث يمكن اعتبار نظرية تكاليف الصفقات امتدادا لنظرية الوكالة المعيارية. ويظهر

¹ - Olivier Bouba-Olga, 2003, *Op-cit*, p: 68.

الارتباط بين النظريتين في كون نظرية الوكالة تشرح أسباب تضارب المصالح بين شريكين، في حين أن نظرية تكاليف الصفقات تحلل هذه الأسباب لتشرح التكاليف المترتبة عن الصفقة التي تربط بين المتعاقدين.¹

2-1-1-1 - الرشادة المحدودة (limited rationality)

تم تطوير مفهوم الرشادة المحدودة من قبل سيمون (simon) سنة 1947، وتعني عدم القدرة على المعرفة والتنبؤ بردود فعل العمال، الموردين، الزبائن والمنافسين، أي عدم قدرة الأعوان على تقرير ما يجب فعله مسبقا بغية تعظيم منفعتهم.² ومنه مفهوم الرشادة المحدودة يعني عدم القدرة على اتخاذ القرارات المناسبة دائما بسبب كون المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات محدودة.³

2-1-1-2 - الانتهازية (opportunism)

تم تناول مفهوم الانتهازية من قبل كل من أليان وديمسيترز (Alchian et Demsetz) سنة 1972،⁴ ثم من قبل ويليامسون (Williamson) سنة 1975، ويعني تصرف الأفراد بطريقة طوعية لخدمة مصالحهم عن طريق خداع الآخرين، سواء من خلال الغش أو الحيلة.⁵

يمكن التمييز بين نوعين من الانتهازية، انتهازية قبلية من خلال إخفاء المعلومات أو النوايا، وانتهازية بعدية، وذلك من خلال استغلال العناصر غير المقيدة في العقد أو الوضع الداخلي للشركة وذلك للاستفادة من الأحداث غير المتوقعة، بحيث يصعب التحقق مما إذا كانت كل الأطراف قد نفذت التزاماتها أم لا.

2-2 - العوامل المؤثرة في تكاليف الصفقات

وتتمثل العوامل المؤثرة في تكاليف الصفقات أساسا في خصوصية الأصول، عدم التأكد وتكرار الصفقات، صعوبة تقييم الأداء وترابط الصفقات. وفيما يلي سيتم التعرض لهذه العوامل لفهمها أكثر.

¹ Frédéric Kalala Tshimpaka, *La restructuration de l'espace microfinancier du Kivu (Est R. D. Congo)*, Presses universitaires de Louvain, Belgique, 2005, pp : 109.

² - Michel GHERTMAN, "Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction", *Revue française de gestion*, n° 160, 2006, p : 194.

³ - *Idem*, p: 194.

⁴ - Armen A. Alchian and Harold Demsetz, "Production, Information Costs, and Economic Organization", *The American Economic Review*, Vol. 62, No. 5, 1972, pp: 777-795.

⁵ - Michel GHERTMAN, 2006, *Op-cit*, p : 194.

2-2-1- خصوصية الأصول

يعتبر أصل ما أنه خاص إذا كان استعماله محدوداً، سواءً من ناحية الوظيفة التي يؤديها أو من ناحية الأفراد الذين يستعملونه. فإذا كان أصل ما منتشر بكثرة يمكن القول عنه أنه ذو خصوصية ضعيفة، لكن إذا كان أصل ما يملك خصوصية قوية فتأثيره على قيمة تكاليف الصفقة سيظهر من خلال زيادة فترة العقد. الزيادة في فترة العقد تأخذ ضمناً في الحسبان درجة الانتشار المحدودة لهذا الأصل، وستكون التكاليف البعدية للصفقة في هذه الحالة أكثر أهمية، فإذا تم إدماج كل الحالات التي يمكن تصورها في العقد، سيتم الوصول إلى عقد كامل بأكبر قدر ممكن وهذا ما سيؤدي بالضرورة إلى ارتفاع التكاليف القبلية للعقد.¹

2-2-2- عدم التأكد

عدم التأكد هو نقطة أساسية ينطلق منها مفهوم "الرشادة المحدودة". لذا، فإن مفهوم تكاليف الصفقات مرتبط بمفهوم عدم التأكد، فإذا كانت درجة عدم التأكد مرتفعة أو أقل ارتفاعاً ستؤثر بشكل مباشر على أهمية هذه التكاليف. وعليه، عند درجة مرتفعة من عدم التأكد ستكون هناك عقود أكثر كمالاً تتجر عنها تكاليف أكبر للصفقات.²

2-2-3- تكرار الصفقات

يعد تكرار الصفقات عاملاً مهماً جداً عند دراسة العلاقة بين السلوك الانتهازي للأفراد وتكاليف الصفقات باعتباره أحد أسبابها. لهذا تسمح الصفقات المتماثلة والمتكررة بالوصول إلى عقود معيارية وملزمة تقلل من تكاليف الصفقات.³

تتم بعض الصفقات مرة واحدة وأخرى تتكرر باستمرار. بالنسبة للصفقات التي تتم مرة واحدة فإن الأطراف المتعاقدة ستلجأ إلى عقد مسبق أو ضمانات وآليات قياسية، وعند نشوء أي نزاع سيعرض أمام المحاكم. أما في الصفقات المتكررة عند نشوء نزاع، يتم استعمال آليات مختلفة بحيث تعكس العلاقة الخاصة لهذه الصفقات كاستحداث لجنة خاصة لتنظيم العلاقة بين الأطراف وحل النزاعات.⁴

¹ - Michel GHERTMAN, 2006, *Op-cit*, p : 195.

² - Frédéric Kalala Tshimpaka, 2005, *Op-cit*, p : 110.

³ - *Idem*, p : 111.

⁴ - Milgrom & Roberts.J, 1997, *Op-cit*, p : 43.

تكرار الصفقات ومدتها لها أثر آخر، بحيث يمكن أن يكون للأطراف المتعاقدة في العلاقات طويلة المدى فرصاً لتبادل المنافع، كما أنه سيجنبها عقوداً ملزمة ومبهماً، لأنه يمكن وصف العقود طويلة المدى بالتفسيرية، لأن كل طرف يعلم ما هو مطلوب منه، فهذه العقود لا تتطلب تفسيراً لتطبق مما سيقبل ويجنب كلا الطرفين من تحمل تكاليف متكررة.

والجدول الموالي يوضح مثلاً عن العوامل المؤثرة في تكاليف الصفقات.

الجدول رقم (02): مثال عن الصفقات

درجة خصوصية الأصول			
خاصة	مختلطة	غير خاصة	
بناء مصنع	شراء تجهيزات بطلبية	شراء تجهيزات من السهل الحصول عليها	ضعيف
تحويل خاص لمنتج وسيط عبر عدة مراحل متتالية	شراء مواد أولية بطلبية	شراء مواد أولية من السهل الحصول عليها	قوي
		التكرار	

المصدر: Linda Rouleau, *Théories des organisations*, Presses de l'université du Québec, Canada, 2006, p : 104.

من خلال الجدول، عملية بناء مصنع هي صفقة خاصة، وتكرار هذه الصفقة ضعيف عكس شراء تجهيزات من السهل الحصول عليها كتجهيز مكتب، فرغم التكرار الضعيف للصفقة إلا أنها غير خاصة ولا يترتب عنها تكاليف صفقات كبيرة.

2-2-4 - صعوبة تقييم الأداء

بعد إبرام صفقة ما، يصعب تقييم أداء أطراف الصفقة، فعلى سبيل المثال ورشة نجارة يشتغل فيها ثمانية عمال، في حالة ارتفاع أو انخفاض إنتاجية هذه الورشة، يصعب هنا على المدير تحديد مدى مشاركة كل واحد من العمال الثمانية في هذا الارتفاع أو الانخفاض في الإنتاجية. وبالتالي، هناك صعوبة في معرفة مردودية كل عامل، كما يصعب أيضاً مقارنة أداء أحد العمال مع أداء الآخرين الموجودين في سوق العمل.¹

¹ - P.Milgrom & J. Roberts, 1997, *Op-cit*, p: 44.

كما يلاحظ كذلك أنه بعد إبرام صفقة معينة، وبعد انتهاء المشروع محل الصفقة والحصول على النتائج، يصعب أو يستحيل تحديد مسؤوليات كل طرف في النتائج المحصل عليها. وبالتالي، في حالة وجود القدرة على تقييم الأداء المقدم وقياسه، لن يظهر مشكل منح التحفيز اللازم للأطراف المعنية، نظراً لمعرفة الأداء المقدم من طرف كل واحد منهم، إلا أنه يستحيل تقييم الأداء أو أن تكلفة تقييمه مرتفعة.¹

2-2-5- ترابط الصفقات

أثناء سيرورة نشاط مشروع معين، يمكن للصفقات المكونة لهذا المشروع أن تكون مستقلة عن بعضها البعض، لا تحتاج إلى أي تنسيق لا من حيث الزمن ولا من حيث الترتيب، إلا أنه توجد بعض الصفقات (غالبية الصفقات) التي تترايط فيما بينها، أي أنه لا تحقق إحداها إلا بتحقيق الأخرى، وهذا ما يفرض التنسيق بين هذه الصفقات قصد تقادي تكاليف إضافية أو تعطيل المشروع.²

قد يكون الترابط بين الصفقات متعلقاً بنمطية العناصر المستعملة في إنجاز المشروع، أو متعلقاً بالتسلسل الزمني بين الصفقات، كما قد يكون متعلقاً بالتناسب بين الصفقات، أي إجبارية كون الصفقات مناسبة لبعضها البعض. وبصفة عامة، يجب التنسيق المحكم بين مختلف صفقات مشروع معين، قصد الالتزام باحترام الآجال المسطرة وبأقل تكلفة ممكنة.

3- أقسام تكاليف الصفقات

ترتبط الصفقات حسب ويليامسون (Williamson) أساساً بمستويين من التكاليف، تكاليف قبل الصفقة وتكاليف بعد الصفقة.

3-1- التكاليف قبل الصفقة

يتم تحمل التكاليف قبل الصفقة عند محاولة تصور عقود تسمح بنقل حقوق الملكية من فرد لآخر، ومن بينها تكاليف البحث عن شركاء، تكلفة دراسة الملفات، تكلفة التفاوض حول العقد (التنقل، الترجمة، اللجوء إلى خبرة...)، تكلفة تحرير العقد، وهي في مجملها تكاليف أولية للصفقة والتي تأخذ في غالبها طابعاً قانونياً.³

¹ - Milgrom & Roberts.J, 1997, *Op-cit*, p:44.

² - *Idem*, p: 45.

³ - Frédéric Kalala Tshipaka, 2005, *Op-cit*, p : 109.

3-2- التكاليف بعد الصفقة

وهي تكاليف تعديل من أجل تصحيح ما يطرأ من مستجدات سواءً على العقد الأساسي أو عقد آخر يمكن اعتباره أفضل من العقد الأساسي، وذلك انطلاقاً من فكرة أن العقود غير كاملة، وتظهر هذه التكاليف بعد إمضاء العقد، وتتمثل في تكاليف الإدارة، المراقبة التي يتم وضعها من طرف المتعاقدين للسهر على احترام بنود العقد، فهي ملازمة للقيام بالواجبات وتطبيق العقد.¹

المبحث الثاني: التفسيرات المختلفة المقدمة لحوكمة الشركات

هناك العديد من المقاربات النظرية التي تشرح مختلف أنماط حوكمة الشركات، وأغلب هذه المقاربات ظهرت أواسط التسعينيات من القرن العشرين. من خلال نشر العديد من الدراسات الميدانية التي ألقت الضوء على ملكية الشركات وممارسة الحوكمة في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والنامية.²

وفيما يلي عرض لمختلف وجهات النظر الاقتصادية، القانونية، السياسية والاجتماعية حول حوكمة الشركات.

المطلب الأول: المقاربة الاقتصادية لحوكمة الشركات

تتميز المقاربات الاقتصادية لحوكمة الشركات بالتركيز على دور الحوافز التي تتيحها السوق في تحسين نتائج حوكمة الشركات. وهذه التفسيرات ترتبط بدرجة أولى بسلوك الشركات من خلال اختيارها لمستوى الحوكمة، كما تميل هذه المقاربات إلى فحص تغير تفضيلات الرشادة وتحسين السوق كعوامل أكثر تأثير على نتائج حوكمة الشركات مقارنة بالمتغيرات السياسية المؤدية إلى تغير القوانين والمؤسسات، والمتغيرات الاجتماعية.³

¹ - Frédéric Kalala Tshimpaka, 2005, *Op-cit*, p: 109.

² - من بين هذه الدراسات:

- Julian Frank & Colin Mayer, "*Hostile takeovers and the correction of managerial failure*", *Journal of Financial Economics*, n:40, 1996, pp:163.-181.

- Colin Mayer, "*Corporate governance, competition, and performance*", *Journal of Law and Society*, n: 1, Blackwell Publishers Ltd, 1997, pp: 152-176.

- Rafael La Porta & Florencio López de Silanes & Andrei Shleifer, "*Corporate Ownership around the World*", *Journal of Finance*, n: 54 volume 2, 1999, pp: 471-517.

³ - Roger M. Barker, *Corporate Governance, Competition, and Political Parties*, Oxford University Press Inc, New York, United States, 2010, p: 70.

ويعد فرانك نايت (Frank H. Knight) أول من لفت الانتباه إلى حوكمة الشركات من خلال دراسته الموسومة "المخاطرة، عدم التأكد والريح" والتي نشرت سنة 1929، حيث ناقش فكرة أنه يجب على المالكين أكثر من بقية أصحاب المصلحة في الشركة، أن يأخذوا على عاتقهم المهمة الأساسية في حوكمة الشركات في إطار الاقتصاد الرأسمالي. لأن بقية المشاركين في المؤسسة كالعمال، المسيرين، الدائنين والموردين قد ضمنوا عائداتهم المالية من خلال اتفاقياتهم التعاقدية الكاملة مع الشركة.¹

يعني تحليل فرانك نايت أن للمالكين أي المستثمرين الخواص صعوبة في وضع عقود آمنة، وفي الأخير هم من سيتحمل تكاليف فشل الشركات أو عدم كفاءتها، وهي النقطة التي انطلق منها قروسمان وهارت (Grossman and Hart) سنة 1980، حيث أوضح أن المالكين يواجهون مشكلة العقود غير الكاملة في علاقاتهم مع الشركة على خلاف بقية أصحاب المصالح. وفي هذه الحالات، ليس أمام المستثمرين إلا تقديم رأس المال وتحمل المخاطرة المرتبطة بالاستثمار مع إحكام الرقابة على أصول الشركة المادية والبشرية.²

يظهر من التحليل السابق أنه يمكن أن يكون لبقية الأطراف في الشركة مساهمة هامة في حوكمتها، غير أن الدور الرئيسي لاتخاذ القرار سيكون بيد مالكي الشركة، في حين سيكون لبقية الأطراف كالدولة والعمال أهمية من حيث كونهم أطرافا مؤثرة على العارضين للأموال.

ويعود السبق في الحديث عن حوكمة الشركات إلى أعمال بارل ومينز (Berle & Means) سنة 1932، حيث أوضح الباحثان أسباب الأزمة الاقتصادية لسنة 1929، وأرجعها إلى طبيعة هيكل الملكية آنذاك، إذ سمح القانون الأمريكي بالفصل بين وظيفة الملكية ووظيفة الرقابة، وهذا ما أدى حسب رأيهما إلى الأزمة، ويعود ذلك لرغبة المسيرين في تعظيم دالة منفعتهم وتحقيق أهداف لا تتناسب بالضرورة مع أهداف ومصصلحة ملاك الشركة، مما تسبب في إفلاس العديد من الشركات.

إلى جانب النقاش الذي طرحه فرانك نايت، ظهرت النظرية التي قدمها رونالد كوز (Ronald Coase) سنة 1937، تحت عنوان "اقتصاديات تكاليف الصفقات". كما سبق وأن تم عرض هذه النظرية من خلال المبحث الأول، حيث طرح كوز فكرة أن حجما كبيرا من النشاطات الاقتصادية تمر عبر المؤسسات، أكثر من تلك التي تتم خارج المؤسسة من خلال أنظمة السوق، عن طريق التبادل بين

¹ - Frank H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, The Riverside Press, New York, United States, 1921, p: 230. A copy of this book is available on this stable link: <http://www.econlib.org/library/Knight/knRUPCover.html>.

² - Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", *The Bell Journal of Economics*, Vol: 11, No: 1, The RAND Corporation, 1980, pp. 42-64.

الأعوان الاقتصاديين، وهذا كمحاولة لتقادي تكاليف الصفقات، والتي ترتبط حسب كوز بتكاليف البحث عن الأسعار والتفاوض، وقد ساهم ويليامسون (Williamson) في إثراء هذه النظرية، حيث ألقى الضوء على دور الأصول ذات الطبيعة الخاصة في تفسير وجود المؤسسة، وطرح إمكانية التكامل العمودي للمؤسسة الذي يركز على العلاقات طويلة المدى بين عوامل الإنتاج، وذلك كحل لتقادي تكاليف الصفقات.

رغم اختلاف وجهات النظر حول تكاليف الصفقات، هناك اتفاق في اقتصاديات تكاليف الصفقات يكمن في هدف المؤسسة، الذي يتمحور حول تخفيض تكاليف الصفقات.

انطلاقاً من أهم أشكال الصفقات الناتجة عن قرار الحوكمة في الشركات حسب مايكل جونسون وويليام ميكلين (Michael Jensen & William Meckling)، وهي تكاليف الوكالة الإدارية التي يواجهها ملاك الشركة، وقد حاول جونسون وميكلين من خلال تقديمهما لنظرية الرئيس-وكيل توظيف مفهوم الكفاءة في إطار حوكمة الشركات.

وفي هذا الإطار، تكمن مهمة الأعوان الاقتصاديين في تحديد نظام حوكمة الشركات الذي يسمح بتقليل تكاليف الوكالة، غير أن الدراسات التي أتت فيما بعد لم تحدد بشكل نهائي نظام الحوكمة الذي يسمح بتحقيق هذا الهدف. في حين يرى المدافعون عن نموذج المساهمين لحوكمة الشركات أن الاعتماد على رأس المال الخارجي يمنح المؤسسة حافزاً تنافسياً، من أجل الحصول على تمويل أقل تكلفة وأكبر حجماً. وقد أثبتت ذلك العديد من الدراسات الإحصائية،¹ فضلاً على أن هذا النموذج أكثر ملاءمة لتحمل المخاطر والتغير التكنولوجي السريع.²

نتيجة لهذا التطور، أصبح اختيار الخبراء المسيرين يتم بناءً على كفاءتهم وقدرتهم على تحقيق الرقابة الفعالة على أكبر الشركات، وهذا خلافاً للمؤسسات العائلية التي تفتقر للمهارات الإدارية.³

¹ - انظر دراسة كل من:

- Paul A. Gompers & Andrew Metrick, "Institutional Investors and Equity Prices", *The Quarterly Journal of Economics*, n: 116(1), 2001, p: 229. Available at stable link: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=93660.

- Paul A. Gompers & Joy L. Ishii & Andrew Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices", *the Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 2003, p: 108.

² - Roger M. Barker, 2010, *Op-cit*, p: 70.

³ - *Idem*, p: 71.

يرتكز نموذج المساهمين على النظام الخارجي لحوكمة الشركات الذي يحرر المسيرين من السيطرة المباشرة للمالكين. ويرى المدافعون عن هذا النموذج أن المؤسسات التي لا تتبع هذا النمط من الحوكمة ستزول.¹ ورغم هذا تبقى اعتبارات تكاليف الوكالة تؤدي دوراً أساسياً في تحديد مستوى الحوكمة في الشركة، كما أن تحقيق نجاح اقتصادي يمكن أن يكون من خلال استعمال أنظمة مختلفة لحوكمة الشركات.

المطلب الثاني: المقاربة القانونية لحوكمة الشركات

من المفاجئ وجود مقاربة قانونية مستقلة بذاتها لحوكمة الشركات، ففي النهاية القوانين هي مخرجات العمليات السياسية. ولهذا، ينظر للمقاربة القانونية على أنها ناتج للسياسة. غير أنه توجد العديد من المقالات خاصة التي قدمها لابورتا (La Porta)، والتي اقترحت عدة طرق تكون فيها الطبيعة الجوهرية للقوانين مستقلة عن محدداتها السياسية، والتي يمكن أن تؤثر على حوكمة الشركات. وتوجد ثلاثة اقتراحات حول المقاربة القانونية لحوكمة الشركات، بحيث يمكن تقييم كل واحدة على حدة.²

يكن المقترح الأول في أن القوانين والضوابط هي عبارة عن محددات لمخرجات حوكمة الشركات. وهذا ما يتناقض مع الفرضية الضمنية للنظرية الاقتصادية للمؤسسة، والتي تتمثل في أن مخرجات حوكمة الشركات ستحدد من خلال السلوك الخاص المستقل للأعوان الاقتصاديين كاستجابة للتحفيزات الاقتصادية.³

وعملية فحص المسائل القانونية تؤكد أن القانون ضروري لتشكيل حوافز للأعوان الذين يتميزون بالرشادة، وبالتالي تحديد سلوك الشركات في اختيار مستوى الحوكمة اللازم. ومنه يمكن اعتبار أن كل من المحفزات الاقتصادية والتدابير التشريعية تعتبر محددات أساسية للتغيير في مستوى الحوكمة في الشركات.

الاقتراح الثاني قدمه لابورتا (La Porta)، ويتمثل في أن مخرجات حوكمة الشركات محددة مبدئياً بنوع خاص من القوانين والضوابط، وبشكل خاص قوانين الشركات والأوراق المالية، التي تهدف لحماية المساهمين ذوي الأقلية.

¹ - Paul A. Gompers & Andrew Metrick, 2001, *Op-cit*, p: 229.

² - Roger M. Barker, 2010, *Op-cit*, p: 72.

³ - *Idem*, p:73.

وقد أكد لابورتا أن هذه الفئة من القوانين العامة غير كافية لتحديد طبيعة نظام حوكمة الشركات، الشيء نفسه بالنسبة للقوانين أو الضوابط التي لا تركز مباشرة على حوكمة الشركات كقانون العمل، قانون المنافسة، قانون المستهلك وغيرها، والتي لن تكون مفيدة في الوصول إلى مستوى حوكمة الشركات المطلوب.

وقد درس كل من قورفيتش وشين (Gaurevitch & Shinn) تأثير العديد من القوانين والضوابط على تحديد مخرجات حوكمة الشركات،¹ وقاما بتأكيد أن كل القوانين تؤثر بشكل عام على التنسيق في الاقتصاد وهي ذات صلة بحوكمة الشركات، بما في ذلك القوانين المرتبطة بسوق العمل، سياسات المنافسة، التعليم والتدريب، ضوابط المؤسسات المالية، ضوابط صناديق الضمان.

وفي دراسة قام بها قليزر وشلايفر (Glaeser & Shleifer)،² تم إلقاء الضوء على الفرق بين التشريعات والضوابط، وقد أثبت أن الضوابط التي يصدرها مسئولون في القطاع أكثر أهمية في التأثير على سلوك الحوكمة في الشركات.

المطلب الثالث: المقاربة السياسية لحوكمة الشركات

ينقسم تفسير حوكمة الشركات من وجهة نظر سياسية إلى مجموعتين كبيرتين من الآراء، من جهة العلماء الذين يؤكدون على دور الوكالات السياسية التي تميل إلى ربط نتائج حوكمة الشركات بالتحفيزات السياسية والتحالفات بين الفاعلين الاجتماعيين. وفي المقابل، المقاربات المؤسسية الحديثة التي تركز على حجم القوة التي تحوزها كل مؤسسة.

على خلاف المقاربة الاقتصادية لحوكمة الشركات التي ترى أن نتائج حوكمة الشركات محددة من خلال مدى اعتبار الملاك لتكاليف الوكالة، تنظر المقاربة السياسية للمؤسسة على أنها محل خصام بين الأعداء الاجتماعيين، وأن ناتج هذا الخصام سيكون محددًا تبعًا لقوة الموارد المتاحة لدى كل عون اجتماعي، وأن تنظيم المؤسسة سيعكس مصالح العون الاجتماعي الذي سيخرج منتصرًا في هذه الخصومة. كما أن الكفاءة النسبية لمختلف أنظمة حوكمة الشركات لن تكون بالضرورة تابعة لنتائج هذه

¹ - Andrei Shleifer & Daniel Wolfenzon, "Investor Protection and Equity Markets", *Journal of Financial Economics*, Volume 66, pp: 3-27.

² - Edward L. Glaeser & Andrei Shleifer, "The Rise of the Regulatory State", NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Working Paper 8650, Cambridge, 2001, pp: 2-39. Available at stable link: <http://www.nber.org/papers/w8650>. 05/12/2014, 10 :15.

العملية. ويؤكد دوقلاس نورث (Douglas North) أن المؤسسات الاجتماعية التي تعمل على توفير منتجات للمجتمع لن تكون كفؤة بالضرورة.¹

وكأحد الأسباب المفسرة لعدم كفاءة حوكمة الشركات -خلافاً لنظرة جونسون ومكلاين- هو أن تكاليف الوكالة قد لا تؤدي دوراً محورياً في تحديد حجم تكاليف الصفقات، والدليل على هذا قدمه مارك راو (Mark Roe)، فقد اعتبر أن حوكمة الشركات -حتى وإن تمت معرفة كيفية الوصول إلى النظام الأمثل لها- ليست مفتاح حسن أداء الاقتصاد والتنافسية. في حين أن تطبيق نظام حوكمة "مرضي" سيؤدي إلى تعطيل الشركات نوعاً ما (بمعدل طبيعي). أما السياسات الكلية، هيكل الصناعة، التعليم وتحفيز المسيرين والعمال سيؤثر على التنافسية والإنتاجية أكثر من الحوكمة لوحدها.²

إذا كانت تكاليف الوكالة غير مرتبطة بتكاليف الصفقات، فالأكثر احتمالاً أن يكون ناتج حوكمة الشركات مدفوعاً بعوامل سياسية واجتماعية والتي تعد حوافز اقتصادية، وهذا ما دفع البعض إلى رفض التعريف الذي قدمه شلايفر وفيشني (Shleifer & Vishny) لحوكمة الشركات والذي تم تناوله في هذا البحث، حيث تم تعريف حوكمة الشركات على أنها مختلف الطرق التي تسمح لعرضي الأموال على الشركات بضمان حصولهم على عائد مقابل استثماراتهم، حيث تم تعويضه بتعريف قوسبال وبندليتون (Gospel & Pendleton) الذي يقر بأن حوكمة الشركات تتعلق بالذي يراقب ويدير مصالح الشركة، ومختلف الطرق التي تمارس من خلالها هذه الرقابة.³

يترتب عن اعتماد النظرة السياسية لمفهوم حوكمة الشركات نوعان من الآثار، تشمل زيادة التركيز على السياق المؤسسي للحوكمة، وزيادة التركيز على دور الجهات الفاعلة الأخرى على غرار المالكين والمسيرين وخاصة العمال في تحديد نتائج حوكمة الشركات.

المطلب الرابع: المقاربة الاجتماعية لحوكمة الشركات

في مراجعة لأهم البحوث في علم الاجتماع الاقتصادي التي برزت في الفترة الأخيرة، يقر فرانك دوبن (Frank Dobbin) أن الفكرة الأساسية لعلم الاجتماع تكمن في أن الأفراد يتصرفون وفق

¹ - Roger M. Barker, 2010, *Op-cit*, p: 77.

² - Mark J.Roe, *Strong Managers Weak Owners*, Princeton university press, New Jersey, USA, 1994, p: 233.

³ - Howard Gospel & Andrew Pendleton, "Finance, Corporate Governance and the Management of Labour: A Conceptual and Comparative Analysis", *British Journal of Industrial Relations*, Blackwell Publishing, London, September 2003, p: 560.

النصوص التي تنظم الأدوار في المجتمع.¹ وعليه، فإن المقاربة الاجتماعية لحوكمة الشركات تبحث عن تفسير مخرجات حوكمة الشركات بالاعتماد على العمليات الاجتماعية أكثر منها على المنفعة الناتجة عن الحوافز القانونية والمادية، فالمؤسسات جزء لا يتجزأ من المجتمع، بحيث إن معايير ومفاهيم الملاءمة تؤدي أدواراً رئيسية في تحديد السلوكيات في المجتمع والمحفزات في حد ذاتها لن تقدم تفسيراً عاماً للسلوكيات لأنها تمثل معاني مختلفة للأفراد في أوقات وأماكن مختلفة. وهذا يعتمد على طبيعة وخصوصية الثقافة أو إن صح التعبير إطار الفهم الذي يحدد كيفية ترجمة هذه المحفزات.²

تركز المقاربة الاجتماعية على دور المعايير الاجتماعية والقيود غير الرسمية على النتائج السياسية -تأثير المؤسسات الاجتماعية على السياسة-.

بتطبيق المقاربة الاجتماعية على حوكمة الشركات، لم يلجأ الباحثون إلى البحث عن شرح يعتمد على إبقاء نموذج أصحاب الحصص، من خلال تحليل التكاليف التي يتحملها كل من الرئيس (ملاك المؤسسات) والوكيل، وهذا ما قام به كل من ميزرووتشي وباي (Mizruchi and Bey) سنة 2005،³ حيث اعتمدا على نظرة أخرى مفادها أن أصحاب المصالح هم جزء من الشبكة الاجتماعية المكونة من علاقات متشابكة بين المنظمات السياسية، المؤسسات المالية، نخبة المجتمع والدولة. وهذه العلاقات التي تنشأ لن تتبدد في الأمد القصير بعد إعادة تقييم تكاليف الوكالة. زيادة على هذا، فإن المعايير الاجتماعية التي تتميز بالمرونة ستعمل ضد نتائج حوكمة الشركات التي تم تغييرها بناء على تحليل التكاليف بين الفاعلين الاجتماعيين الذين يشكلون العلاقة رئيس وكييل.

ويصف دوبن وزورن (Dobbin & Zorn) استراتيجية قيمة حقوق المساهمين التي تتبناها الشركات الأمريكية بأنها "بناء اجتماعي للمصالح"، حيث ركزا على المصالح الاقتصادية للأعوان.⁴

توضح التفسير المقدمة من قبل علماء الاجتماع الاقتصاديين -ويقاسمهم فيها علماء السياسة- دور الكفاءة في تحديد النتائج الاقتصادية للمؤسسات، والذي قد يكون نتيجة لحوادث تاريخية أو صراع

¹ - Frank Dobbin, *The new economic sociology*, Princeton university press, USA, 2013, pp: 1-3. Available at a stable link: <http://scholar.harvard.edu/files/dobbin/files/pdf.pdf>.

² - Roger M. Barker, 2010, *Op-cit*, p: 85.

³ - Mizruchi Mark and Deborah M. Bey, *The Handbook of Political Sociology: States, Civil Societies, and Globalization*, Cambridge University Press, 2005, pp:310-313.

⁴ - Frank Dobbin and Dirk Zorn, "Corporate malfeasance and the myth of shareholder value", *Political power and social theory*, Volume 17, oxford, 2005, pp: 179-197. Available at a stable link: http://scholar.harvard.edu/files/dobbin/files/2005_ppst_corpmal_zorn_0.pdf.

بين الفاعلين الاجتماعيين على حد سواء، إذ أن مفاهيم مثل "الكفاءة" و"النزاهة" غالباً ما تكون مؤثرة خاصة في الخطابات التي تستعملها السياسة قبل اعتماد معايير سلوكية اقتصادية أو سياسية.¹

يظهر من شرح المقاربة الاجتماعية أعلاه أن التغيير في النصوص الاجتماعية، كافي لتقديم تفسير كافي للتغيرات ذات الدلالة، الحادثة في حوكمة الشركات ما بين العشر سنوات و الخمسين سنة الأخيرة، فضلاً على أن مخرجات حوكمة الشركات الحديثة قد تتزامن مع مفاهيم الرقابة مما يجعل من اختبار السببية بينهما جد صعب.

بالنظر إلى الصعوبات التي ينطوي عليها دمج المنظور الاجتماعي في التحليل التجريبي، تكتفي أغلب الدراسات باختيار الرشادة بالنسبة للعبء الاجتماعي كمؤشر على القوة التفسيرية للمقاربة الاجتماعية لحوكمة الشركات، وأيضاً كمبرر علمي لها.

المبحث الثالث: أساسيات حوكمة الشركات

على خلاف المبحثين السابقين، حيث تم من خلالهما عرض مختلف الأبعاد النظرية التي يمتد إليها مفهوم حوكمة الشركات بغية إعطاء صورة عن مدى عمق هذا المفهوم، جاء هذا المبحث ليعرض بعض المفاهيم المرتبطة بحوكمة الشركات انطلاقاً من المقاربة الاقتصادية وذلك من خلال الحديث عن ماهية حوكمة الشركات ومختلف المبادئ المرتبطة به، وأيضاً من خلال توضيح الإطار الجديد لحوكمة الشركات أو ما يعرف بممارسات الحوكمة الجيدة للشركات.

المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات

بعد إدراك مختلف نظريات ومقاربات حوكمة الشركات صار من الممكن تقديم تعريف مقبول لحوكمة الشركات في إطار المقاربة الاقتصادية تبرز من خلاله أهمية الحوكمة بالنسبة للشركات ومختلف أصحاب المصالح فيها.

1- مفهوم حوكمة الشركات

اكتست مؤخراً حوكمة الشركات أهمية كبيرة بالنسبة لكل من الباحثين وأصحاب القرار في الشركات، وهذا ما يلفت الانتباه، لأن بعض المفاهيم الأساسية المرتبطة بحوكمة الشركات قديمة فقد ظهرت منذ سنة

¹ - Roger M. Barker, 2010, *Op-cit*, p: 86.

1932، من خلال مشكل الوكالة الذي طرحه أدولف بارل وقاردينر مينز (Adolf Berle & Gardiner Means) اللذان لاحظا أن هناك فصلا بين الملكية والرقابة في بعض الشركات الكبرى.

ارتبط مصطلح الحوكمة بالعديد من المواضيع، لذا لا يوجد تعريف محدد لحوكمة الشركات، لكن من الممكن التمييز بين تعريفين، التعريف التقليدي لحوكمة الشركات والتعريف الحديث، فقد عرفها كادبوري (Cadbury) على أنها "النظام الذي يسير ويراقب الشركة"،¹ كما عرفها شلايفر وفيشني (Shleifer & Vishny) على أنها "مختلف الطرق التي يضمن من خلالها عارضو الأموال على الشركات حصولهم على عائد مقابل استثمارهم في هذه الشركات".²

حديثاً، صار مفهوم حوكمة الشركات أوسع، ومن بين التعاريف التي قدمت لها تعريف مارتين هيلب (Martin Hilb) الذي ضمه كتابه المعنون "الحوكمة الحديثة للشركات" (New Corporate Governance) الصادر سنة 2012، إذ عرف حوكمة الشركات على أنها " النظام الذي يسمح بالإدارة الاستراتيجية، التسيير التكاملي والرقابة الكلية بطريقة مقاولاتية وأخلاقية، وبأسلوب يتناسب مع كل سياق خاص"،³ بحيث فرق بين التعريف التقليدي والتعريف الحديث لحوكمة الشركات الذي يركز على أربعة أبعاد تتمثل في البعد الظرفي، البعد الاستراتيجي، بعد مجلس الإدارة المتكامل (Board Integrated Management) والبعد الرقابي.

والجدول الموالي يوضح الفرق بين التعريف التقليدي والتعريف الحديث لحوكمة الشركات حسب الأبعاد الأربعة.

الجدول رقم (03): الاختلافات بين المفهوم التقليدي والحديث لحوكمة الشركات

الأبعاد	المفهوم التقليدي لحوكمة الشركات	المفهوم الحديث لحوكمة الشركات
البعد الظرفي	لا يوجد فرق بين الصناعات الوطنية وثقافة الشركة.	تطبيق الحوكمة في شركة يكون بشكل ملائم لطبيعتها الخاصة.
البعد الاستراتيجي	التطوير الاستراتيجي ليس ضمن مهام مجلس الإدارة	يعد التطوير الاستراتيجي وظيفة محورية من وظائف مجلس الإدارة.
مجلس الإدارة المتكامل	توجد فقط البعض من الترشيحات	التكامل، تحديد الأهداف، التقييم، مكافأة

¹ - Adrian Cadbury, "The Financial Aspects of Corporate Governance", Report of Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Burgess Science Press, Great Britain, 1992, p:14.

² - Andrei Shleifer & Robert W.Vishny, "A survey of Corporate Governance", the Journal of Finance, vol.LII, no 2, June 1997, p: 737.

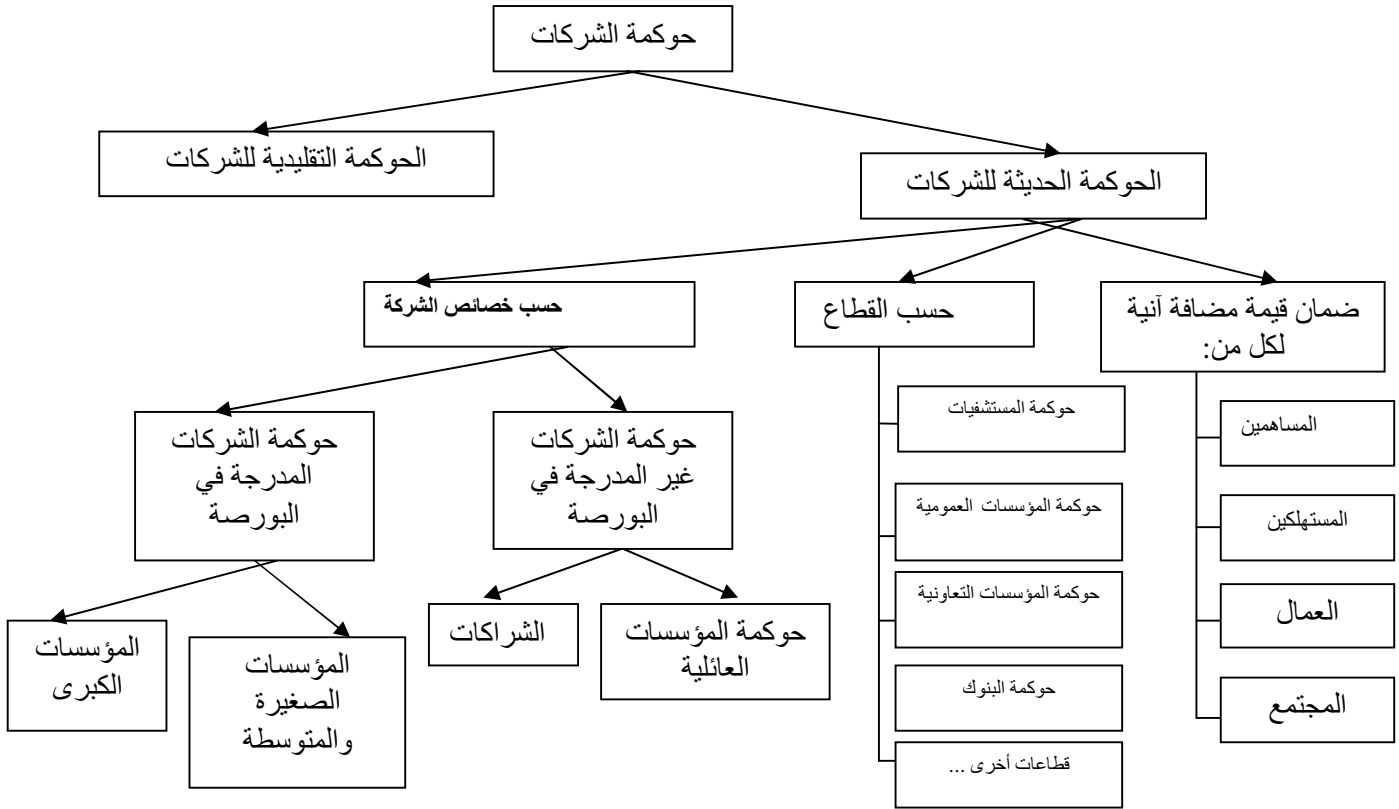
³- Martin Hilb, New Corporate Governance, Springer, New York, 2012, p: 7.

وتطوير مجالس الإشراف والإدارة.	والمكافآت المقدمة لمجالس الإدارة في الشركات المدرجة في البورصة.	
المراقبة الشاملة للنتائج انطلاقاً من وجهة نظر المساهمين، الزبائن، العمال والمجتمع.	مراقبة البعد المالي فقط.	المراقبة الشاملة

المصدر: Martin Hilb, 2012, *Op-cit*, p: 8.

وللتبسيط أكثر، تم إدراج الشكل التوضيحي الموالي:

الشكل رقم (02): المفهوم الحديث لحوكمة الشركات



المصدر: Martin Hilb, 2012, *Op-cit*, p: 8.

يعطي الشكل أعلاه صورة واضحة عن الحوكمة الحديثة للشركات والنطاق الذي امتدت إليه، فممارسات الحوكمة لم تعد نفسها المطبقة في كل الشركات وفي كل الحالات، فقد أخذت هذه الأخيرة عدة أبعاد تطورت بتطور المحيط الاقتصادي، أخذاً بعين الاعتبار مختلف أصحاب المصالح، مختلف القطاعات ومختلف الخصائص التي تتميز بها الشركات من دولة لأخرى.

2- أهمية حوكمة الشركات

تعد الشركات الكبرى إحدى أهم الوسائل لتحقيق الثروة داخل بلد ما، وهذه الشركات أنشئت أساساً لخدمة المجتمع، وحتى تقوم بهذا الدور يجب أن يتحلى مسيروها بالمسؤولية، وأن تعمل في إطار أسواق تنافسية طبقاً لرقابة عامة سليمة. فحوكمة الشركات ترسي القيم الديمقراطية، العدل، المساءلة، المسؤولية والشفافية في الشركات، وتضمن نزاهة المعاملات وبهذا تعزز سيادة القانون ضد الفساد، إذ تضع الحدود بين الحقوق الخاصة والمصالح العامة وتمنع إساءة استخدام السلطة.¹

تسمح حوكمة الشركات بضبط العلاقة بين المستثمرين، مجالس الإدارة، المديرين، المساهمين وغيرهم، وتهدف إلى زيادة استثمارات المساهمين إلى حد أقصى على المدى الطويل من خلال تحسين أداء الشركات، وهذا ما يستوجب تقديم حوافز وإجراءات تخدم مصالح المساهمين وتحترم بقية أصحاب المصالح داخل الشركة.

المطلب الثاني: المبادئ الأساسية لحوكمة الشركات

هناك عدة محاولات لتحديد وشرح أهم مبادئ حوكمة الشركات، إذ تم وضع جملة من المبادئ لحوكمة الشركات واعتبارها أساسية، إلا أن نظرة الباحثين حول ما يمكن اعتباره أساسياً قد تغير عبر الزمن. وهذا راجع إلى أن البحث في حوكمة الشركات في تطور مستمر، وذلك بناءً على رؤى وتحديات جديدة، وهذا ما يظهره الجدول الموالي.

الجدول رقم (04): مختلف المبادئ الأساسية والخطوط العريضة لحوكمة الشركات تبعا لبعض المنظمات

العالمية

المتغيرات المفتاحية المقترحة من طرف المنظمة الاقتصادية للتعاون والتنمية	المنظمة الاقتصادية للتعاون والتنمية Organisation of Economic Co-operation and development (OECD)	الشبكة المعلوماتية العالمية لحوكمة الشركات International Corporate Governance Network (ICGN)	منظمة دول آسيا والمحيط الهادي للتعاون الاقتصادي Asia-Pacific Economic Co-operation (APEC)
---	---	---	--

¹ - Center for International Private Enterprise , "Corporate Governance for Emerging Markets", Washington, 2008, p : 05. Available at stable link: http://www.cipe.org/programs/corp_gov/pdf/CGToolkit0808.pdf, last time sign in, 14/12/2013, 11:07.

<p>- ترسيخ الحقوق والواجبات بالنسبة لكل المساهمين.</p>	<p>- غالبية التغييرات التنظيمية تتطلب موافقة الجمعية العامة للمساهمين. - للجمعية العامة الفرصة في ممارسة حقها في التصويت. - اعتماد معيار الصوت الواحد لكل سهم واحد. - الحق في الحصول على المعلومات بشكل دوري. - للمستثمرين المؤسسيين الحق في القيام بمسؤوليات مفوضة لهم كحق التصويت.</p>	<p>- الحق في الحضور والمشاركة في الجمعيات العامة، انتخاب أعضاء الإدارة، الحصول على توزيعات الأرباح وحقوق أخرى متعلقة بالحصول على المعلومات والعلم بالتنظيمات المعتمدة. - الحق في تداول الأسهم. - الحق في معرفة هيكل رأس المال، الاتفاقيات المبرمة والحق في الرقابة. - الشفافية في عقد الصفقات. - محاسبة الإدارة.</p>	<p>حقوق المساهمين</p>
<p>- المعاملة المنصفة لجميع المساهمين.</p>	<p>- سهم واحد يساوي صوت واحد. - حماية حقوق المساهمين ذوي الأقلية والمساهمين الأجانب.</p>	<p>- يحصل كل من أصحاب الأسهم ذوي الأقلية والأجانب على المعاملة نفسها. - تسوية فعالة لانتهاكات الحقوق. - منع المتاجرة الداخلية والإتمام الذاتي للصفقات. - منع المدراء من اتخاذ القرارات المتعلقة بمصالحهم الخاصة.</p>	<p>المعاملة المنصفة لجميع المساهمين</p>
<p>- تأسيس معايير محاسبة ملزمة وفعالة.</p>	<p>- على المدراء والمسيرين إقامة علاقات جيدة مع أصحاب المصالح. - المدراء والمسيرين مسئولون عن تقديم المحاسبة للمساهمين.</p>	<p>- الاعتراف بحقوقهم كما يحددها القانون. - تشجيع تعاونهم الايجابي من أجل إيجاد مؤسسات مستدامة. - تمكينهم من الولوج إلى المعلومات الخاصة بالشركة.</p>	<p>دور أصحاب المصالح</p>
<p>- الإفصاح بشكل دوري عن المعلومات المالية والغير مالية المتعلقة بأداء الشركة.</p>	<p>- الإفصاح الدوري والدائم عن كل المعلومات. - الإفصاح عن أصحاب الأسهم والقانون الأساسي لحقوق التصويت. - الكشف عن سياسات المكافآت للمسيرين والمدراء. - المراجعة السنوية من قبل المراجعين المحددين في القانون الأساسي.</p>	<p>- الإفصاح الدقيق والدوري عن أهداف الشركة، تقارير أغلبية الملكية للأسهم، حقوق التصويت، نتائج النشاط والنتائج المالية، المكافآت المخصصة للمديرين والمسيرين، عوامل المخاطرة المتوقعة، هيكل وممارسات الحوكمة.</p>	<p>الإفصاح والشفافية</p>
<p>- تكوين مجلس إدارة وتحديد المكافآت الخاصة</p>	<p>- محاسبة المسيرين واستقلالية العمليات الإدارية.</p>	<p>- تحديد أهم النقاط حول مسؤوليات المجلس في الإشراف على عملية</p>	<p>مسؤوليات مجلس الإدارة</p>

<p>- تأسيس هيئة مراجعة، تحديد المكافآت والاعتماد على مسيرين خارجيين.</p>	<p>الإفصاح والاتصال، الرقابة، فعالية ممارسات حوكمة الشركات، ومنحه المقدر على تغييرها إن دعت الحاجة لذلك.</p>	<p>به.</p>
--	--	------------

المصدر: A. C. Fernand, *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Pearson education, India, 2009, p :19.

ومن أحسن التقارير التي تعتبر ناجحة في تحديد مبادئ حوكمة الشركات، تقارير الملك (King Reports) لجنوب إفريقيا، حيث ضم تقرير سنة 2002 سبعة مبادئ أساسية لحوكمة الشركات تمثلت في الانضباط، الشفافية، الاستقلالية، المحاسبة، المسؤولية، العدالة والمسؤولية الاجتماعية.¹ في حين ركزت تقارير الملك الموالية كتقرير 2009 على بعض الجوانب الأخرى كمفهوم وكيفية تطبيق بعض المفاهيم كالحوكمة الجيدة للشركات، الاستدامة والشركة كفرد من أفراد المجتمع.²

إضافة إلى تقارير جنوب إفريقيا، هناك مثال آخر عن التقارير التي ضمت مجموعة من المبادئ الأساسية للحوكمة كتقرير الحوكمة الجيدة للشركات والتوصيات من أجل ممارسة أفضل للحوكمة، الذي يصدر عن مجلس حوكمة الشركات في بورصة أستراليا (The Australian Stock Exchange Corporate Governance Council)، حيث ضم هذا التقرير سنة 2003 عشرة مبادئ، ثم صدر تقرير آخر سنة 2007 لنفس المجلس، وفي هذا التقرير يظهر أنه تم حذف مبدئين ضمهما تقرير سنة 2003، هما تشجيع وتحسين الأداء والاعتراف بالحقوق المشروعة لأصحاب المصالح في الشركة. إلا أنه في الحقيقة قد تم دمج هاذين المبدئين ضمن مبادئ أخرى، حيث ضم تقرير 2007 ثمانية مبادئ أساسية هي:³

- وضع أسس متينة للإدارة والرقابة، حيث يجب على الشركات تحديد مهام مجلس الإدارة.
- هيكله مجلس الإدارة لمنح قيمة مضافة، إذ ينبغي أن تكون تركيبة مجلس الإدارة فعالة، من ناحية الحجم والالتزام بأداء المسؤوليات والواجبات بالقدر الكافي.
- تشجيع اتخاذ القرارات الأخلاقية والمسؤولة اجتماعياً.

¹ -King Committee on Corporate Governance, "King Report on Corporate Governance", South Africa, 2002, pp: 2-20.

² - King Committee on Corporate Governance, "King Report on Corporate Governance", Institute of Directors in Southern Africa, South Africa, 2009, pp:4-61.

³ - يمكن الاطلاع على مختلف التقارير من خلال الموقع الرسمي للمجلس: <http://www.asx.com.au/regulation/corporate-governance-council.htm>، آخر اطلاع: 2013/12/1، 21:05.

- ضمان النزاهة في إعداد التقارير المالية، يجب أن يكون للشركة هيكله تسمح بالتحقيق المستقل وضمان النزاهة في إعداد تقاريرها المالية.
- الإفصاح بشكل متوازن ومضبوط من ناحية الوقت، إذ يجب على الشركة تشجيع الإفصاح المتوازن والدوري وذلك بالنسبة لكل مواردها المالية.
- احترام حقوق المساهمين، إذ على الشركات احترام حقوق المساهمين وتمكينهم من ممارسة هذه الحقوق.
- إدراك المخاطر والعمل على تسييرها، على الشركات وضع نظام إنذار ضد المخاطر، والعمل على إرساء رقابة داخلية لها.
- وضع نظام مكافآت مسؤول ونزيه، يتحتم على الشركات ضمان أن مستوى وهيكله نظام المكافآت كافية ورشيدة، حتى تسهم في أداء أفضل للشركة.

المطلب الثالث: الحوكمة الجيدة للشركات

ركزت حوكمة الشركات تقليدياً على مشكل الفصل بين ملكية المساهمين ورقابة الإدارة، ومن المتفق عليه أن الشركات اليوم يجب أن تأخذ بعين الاعتبار مجموعات أخرى من أصحاب المصالح، الأنواع العديدة لممارسات حوكمة الشركات، بما فيها الأخلاق والمسؤولية الاجتماعية، استراتيجيات الشركة، مشاركة أصحاب الحصص في عملية اتخاذ القرار والعمل على بناء اقتصاد مستدام.

يفرض الإطار الجديد لحوكمة الشركات على الشركات مجموعات أخرى من أصحاب المصالح بما فيهم العمال، المستهلكين، المساهميون المؤسستيين الكبار، الدولة والمجتمع ككل. ويمكن للشركة تعظيم قيمتها في المستقبل إذا أخذت بعين الاعتبار العدد الكبير والمتزايد لأصحاب المصالح.

في السنوات الأخيرة، ساهمت بعض مخرجات الشركات كسلامة المنتجات والآثار على البيئة في إعطاء أهمية ودلالة أكبر لحوكمة جيدة للشركات التي تؤدي دوراً كبيراً في الوصول إليها. يركز حالياً الباحثون بشكل كبير على جودة الحوكمة، وقد انطلق هذا التطور في مفهوم حوكمة الشركات بداية من تعريف ميلتون فريدمان (Milthon Friedman).

لم تعد أهمية الحوكمة والقيمة المضافة التي تقدمها للشركات محل نقاش، إذ تم إثبات ذلك من خلال العديد من الدراسات الميدانية كالدراسة التي قامت بها جامعة جورجيا، نشرت في ديسمبر 2004،

حيث أثبتت أن الشركات المدرجة التي بها مجلس إدارة مستقل تحقق عائداً كبيراً على رأس المال، هامش أرباح كبير، وتوزيعات أرباح كبيرة وتداول كبير لأسهمها.¹ والدراسة التي قامت بها مدرسة سلون للإدارة (MIT Sloan School of Management) على عينة من 250 شركة حيث أثبتت أن الشركات التي تطبق حوكمة إلكترونية تحصل على أرباح أكبر بنسبة 25% من أرباح الشركات الأخرى التي تطبق حوكمة ضعيفة.² إلا أن هناك بعض النقاط حول ممارسات الحوكمة الجيدة لا تزال محل نقاش، من بينها الضوابط الموحدة من أجل جميع الشركات، والتي تعني فرض ضوابط ثقيلة على الشركات ولا تعطي للشركات الكثير من الفرص لتنفيذ الممارسات التي تراها الأنسب لصالح الشركة، غير أن الحوكمة الجيدة للشركات مبنية أساساً على خطوط عريضة تم تحديدها طواعية من قبل الشركات، والتي يمكن استعمالها من أجل تطوير نموذج يتأقلم جيداً مع ظروفها. ولهذا من الأفضل تجنب هذه المقاربة، فالحوكمة الجيدة للشركات مرغوبة ومهمة لسببين، الأول، في شركة تتميز بحوكمة جيدة، يتم تخفيض المخاطر المتعلقة بالغش وانهايار الشركة، وهناك آليات تسمح بتخفيض احتمال خدمة مسيري الشركة لمصالحهم الخاصة على حساب المستثمرين. والحوكمة الجيدة للشركات مهمة لسبب ثاني يتمثل في أنها تسمح برفع القدرة على إنشاء الثروة من خلال تحسين الأداء والتسيير الأمين والإدارة المالية السليمة للشركات.³

بإمكان الحوكمة الجيدة للشركات إعطاء صورة من شأنها تحسين سمعة الشركات وجعلها أكثر

جاذبية للمستثمرين، المستهلكين، الموردين وغيرهم.⁴

¹ - Lawrence D. Brown and Marcus L. Caylor, "Corporate Governance and Firm Performance", Georgia State University, December 2004, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423.

² - Weill, "IT Governance: How Top Performers Manage IT Decision Rights for Superior Results", Boston: Harvard Business School Press, 2004.

³ - Jean Jacques du Plessis & Anil Hargovan & Mirko Bagaric, *Principles of Contemporary Corporate Governance*, cambridge university press, New York, 2011, pp: 14-15.

⁴ - محمد براق ومحمد الشريف بن زواي، "الأداء الاجتماعي للشركة كإشارة لحوكمتها الجيدة"، *حوليات جامعة الجزائر*، العدد 22، 2012، ص: 90-108.

خلاصة الفصل الأول

تم من خلال هذا الفصل عرض التأصيل النظري لحوكمة الشركات من خلال البحث في أهم النظريات التي أسهمت في ظهور هذا المفهوم، ومن ثم توضيح مختلف المقاربات التي تناولت هذا المفهوم، أما المبحث الأخير من هذا الفصل فقد عرض أساسيات حوكمة الشركات من خلال الوقوف على تعريف مقبول لها وعرض المبادئ والأطر الحديثة لممارسة حوكمة الشركات.

وقد تم استخلاص أن طبيعة حقوق الملكية تؤثر على تخصيص الموارد، وأن فصل حق الملكية عن حق الرقابة يترتب عنه جملة من التكاليف، تعرف بتكاليف الوكالة، هذه الأخيرة التي تقوم عليها نظرية الوكالة، لتكون بذلك تكملة لاقتصاديات حقوق الملكية من خلال تحليل تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين. هنا، ظهرت الحاجة إلى آليات تقلص من السلوك الانتهازي للمسيرين، غير أن المساهمين غالباً ما يجدون صعوبة في المفاضلة بين تكاليف تبني آليات تكبح السلوك الانتهازي للمسيرين والتكاليف المترتبة عن هذا السلوك الانتهازي. كل هذا كان موضوع نظرية تكاليف الصفقات التي حددت العوامل المؤثرة في تكاليف الصفقات كما حددت أيضاً مصدر هذه التكاليف.

ما تمت ملاحظته من خلال المبحث الثاني أظهر أن هناك العديد من المقاربات التي تشرح مختلف أنماط حوكمة الشركات، على غرار المقاربة الاقتصادية، القانونية، السياسية والاجتماعية. وقد لوحظ أن المقاربة الاقتصادية لحوكمة الشركات تركز على مستوى حوكمة الشركات المختار والتكاليف المترتبة عنه كما تركز على النتائج المتوصل إليها مقارنة مع تكاليف حوكمة الشركات التي تم تحملها.

كان من المفاجئ إيجاد مقاربة قانونية مستقلة بذاتها لحوكمة الشركات، حيث إن القوانين ليست إلا مخرجات العمليات السياسية، إلا أن الدراسات التي نشرت أكدت أن الطبيعة الجوهرية للقوانين مستقلة عن محدداتها السياسية، حيث تعد القوانين ضرورية لتشكيل حوافز للأعوان الذين يتميزون بالرشادة من أجل اختيارهم لمستوى الحوكمة الأمثل، ومنه يمكن اعتبار المحفزات الاقتصادية والتدابير التشريعية محددات أساسية لتغيير مستوى الحوكمة.

تنظر المقاربة السياسية لحوكمة الشركات على أنها محل خصام بين الأعوان الاجتماعيين وأن ناتج هذا الخصام سيتحدد تبعاً لقوة الموارد المتاحة لكل عون، بحيث إن تنظيم المؤسسة سيعكس مصالح كل عون اجتماعي، في حين أن المقاربة الاجتماعية تبحث عن تفسير مخرجات حوكمة الشركات بالاعتماد على المعايير الاجتماعية.

في هذا الفصل تم ضبط مفهوم حوكمة الشركات من خلال الالتزام بوجهة نظر حديثة أخذت بعين الاعتبار مختلف التطورات التي حدثت على مستوى الأنظمة الاقتصادية، كما تم توضيح أهمية حوكمة الشركات في ظل مبادئ يمكن وصفها بالمتعارف عليها نظراً للجهات والمؤسسات المالية الدولية التي وضعتها.

الفصل الثاني:

آليات حوكمة الشركات

الفصل الثاني: آليات حوكمة الشركات

تاريخياً، كانت هناك عدة رهانات من أجل تفعيل الحوكمة الجيدة للشركات من خلال تبني مختلف المبادئ التي تقوم عليها من إفصاح وشفافية وامتثال لمختلف المعايير التي تطلقها الهيئات الدولية. كل تلك الجهود كانت نتيجة وعي اتجاه أهمية الحوكمة الجيدة التي تعد مفتاحاً لسلامة الشركات والمؤسسات المالية والنقطة الأساسية لصحة أي اقتصاد واستقراره.

لا يكون تبني مبادئ ومعايير الحوكمة إلا من خلال وضع آليات حوكمة تبعث قدراً ملائماً من الطمأنينة بالنسبة لكل أصحاب المصالح، إلا أنه غالباً ما يرافق وضع آليات حوكمة داخل الشركة قدراً معيناً من التكاليف يجعل من قرار تبني مثل هذه الآليات محلاً للدراسة. قد تكون آليات الحوكمة في بعض الأحيان مفروضة على الشركة بقوة القانون كما يمكن أن تكون عبارة عن آلية عفوية لا يترتب عنها أي تكاليف، وفي كل الحالات وجب الوقوف عند هذه الآليات وعرضها بشيء من التحليل والتفصيل.

يأتي هذا الفصل ليتناول بالدراسة مختلف تقسيمات آليات حوكمة الشركات والتكاليف المترتب عنها، كما يوجه الاهتمام إلى أحد التقسيمات المعتمدة ليتم عرض مباحث هذا الفصل كما يلي:

- مختلف تقسيمات آليات حوكمة الشركات وتكلفتها؛
- الآليات الداخلية لحوكمة الشركات؛
- الآليات الخارجية لحوكمة الشركات.

المبحث الأول: مختلف تقسيمات آليات حوكمة الشركات وتكلفتها

تعمل آليات حوكمة الشركات على دعم الشرعية داخل الشركة وضمان حصول كل أصحاب المصالح فيها على حقوقهم، إلا أن دراسة هذه الآليات يتطلب تقسيمها وتبويبها وفق معايير معينة حتى يسهل فهم متطلبات تبني مثل هذه الآليات والنتائج المتوقعة منها، إذ يرافق كل آلية تكلفة محددة، تفرض على أصحاب المصالح داخل الشركة المفاضلة بين تطبيقها أو قبول مستوى معين من تكاليف الوكالة في حالة عدم تبنيها.

يقدم هذا المبحث مختلف التقسيمات المعتمدة في غالبية البحوث والدراسات الميدانية لآليات الحوكمة ويعرض مختلف المفاهيم المرتبطة بتكاليف الحوكمة وكيفية قياسها.

المطلب الأول: مختلف تقسيمات آليات الحوكمة

يعود تضارب المصالح بين المسيرين والملاك بالدرجة الأولى إلى عدم تماثل المعلومات بين الطرفين، لأن المسير يمكنه الاستفادة وتعظيم منفعته الخاصة من خلال مراقبة المعلومات ومنع وصولها إلى ملاك الشركة وخاصة تلك المتعلقة بأرباح الشركة، وهذا ما دفع بملاك الشركة إلى استعمال عدة آليات للحوكمة.

يتم تطبيق الحوكمة من خلال جملة من الآليات التي تفرض على الشركة أو أن الشركة هي التي تختار تطبيقها عن قصد منها، ويمكن تقسيم هذه الآليات حسب عدة معايير وعلى عدة مستويات. وفيما يلي سيتم عرض أهم تقييمين وردا في أغلب الدراسات الميدانية والمتمثلين في التقسيم حسب معيار التخصص والتقسيم حسب المعيار الداخلي-خارجي.

1- تقسيم آليات حوكمة الشركات حسب معيار التخصص

تضمن حوكمة الشركات فرض رقابة وضبطاً لسلوك الوكيل حماية لمصلحة الرئيس، وقد تناولت العديد من الأدبيات هذه الآليات التي تهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين وضمان مرودية الشركة. وتتفق أغلب الأدبيات على التمييز بين مجموعتين من آليات الحوكمة، آليات خارجية يفرضها المحيط الخارجي للشركة، وآليات داخلية تم وضعها من قبل الشركة لضمان احترام العلاقة التعاقدية بين أصحاب المصلحة

داخلها. وهناك تقسيم آخر اقترحه شارو (Charreaux)، يعتمد على التنوع في آليات الحوكمة بحيث يقسمها حسب تخصصها، والجدول الموالي يوضح هذا التقسيم.

الجدول رقم (05): آليات حوكمة الشركات حسب معيار التخصص

آليات غير متخصصة	آليات متخصصة	آليات
<ul style="list-style-type: none"> - البيئة القانونية والتشريعية. - النقابات الوطنية. - التدقيق المستقل (القانوني). - جمعيات المستهلكين 	<ul style="list-style-type: none"> - الرقابة المباشرة للمساهمين (الجمعيات العامة للمساهمين) - مجلس الإدارة. - أنظمة الأجور والتحفيزات. - الهيكل الرسمي. - التدقيق الداخلي. - لجان المؤسسة. - نقابة العمال. 	آليات قسدية
<ul style="list-style-type: none"> - سوق السلع والخدمات. - السوق المالية. - الوساطة المالية. - القروض بين المؤسسات. - سوق العمل. - البيئة الاجتماعية. - ثقافة إدارة الأعمال. - سوق المعلومة. 	<ul style="list-style-type: none"> - الرقابة الجماعية المفروضة على المسيرين والمديرين. - سمعة الموظفين (احترام العقود). - ثقافة المؤسسة. 	آليات عفوية

المصدر: Gérard CHARREAUX, "*La convergence des systèmes nationaux de gouvernance : une perspective contingente*", *Cahier du FARGO*, n° 1090701, Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations, Juillet 2009, p : 7.

يوضح الجدول أعلاه، تقسيم آليات الحوكمة حسب معيار تخصص آليات حوكمة الشركات، بحيث تم التمييز بين مختلف آليات الحوكمة حسب تخصصها. فالآليات المتخصصة تهدف للقضاء على خدمة المسيرين لمصالحهم الخاصة على حساب مصلحة المساهمين. أما الآليات غير المتخصصة فتهدف إلى التأثير على قرارات المسيرين لمجموعة معينة من الشركات. البعد الثاني الذي يظهر من خلال الجدول يقسم آليات الحوكمة إلى آليات عفوية مرتبطة بالأسواق وآليات قسدية تنشأ عن رغبة الشركة.¹

¹ - Sybille Mertens, *La gestion des entreprises sociales*, Edi.pro, Belgique, 2010, p p : 244- 245.

يقسم التقاطع بين البعدين آليات حوكمة الشركات إلى أربع مجموعات، المجموعة الأولى هي الآليات المتخصصة القصدية، وتتمثل في كل الأنظمة الرسمية التي تطبق ضوابط محددة وتؤثر على الفرص المتاحة، التنسيق المعرفي والثقافة التنظيمية.

تتمثل المجموعة الثانية في الآليات غير المتخصصة القصدية، وهي البيئة القانونية والتنظيمية التي تضمن الأجور وتحمي العلاقات التجارية والتأثير على المكتسبات المعرفية. المجموعة الثالثة، تتمثل في الآليات غير المتخصصة القصدية، وهي الآليات غير الرسمية المحددة لتسهيل إدراك ورصد الفرص المتاحة والتأثير على التنسيق التنظيمي والاكتماب المعرفي. وأخيرا المجموعة الرابعة، وهي الآليات غير المتخصصة العفوية، وتتمثل في الأسواق.¹

2- تقسيم آليات حوكمة الشركات حسب معيار داخلي-خارجي

يوضح الجدول رقم (06) تقسيم هذه الآليات حسب المعيار الأكثر شيوعا وهو معيار الآليات الداخلية والخارجية.

الجدول رقم (06): آليات حوكمة الشركات وفق معيار داخلي/خارجي

الآليات الداخلية	الآليات الخارجية
- مجلس الإدارة.	- سوق السلع والخدمات.
- مساهمة المسيرين في رأس المال.	- سوق الاستحواذ على حق الرقابة على الشركات.
- نظام الأجور والتحفيز.	- سوق العمل الخاص بالمسيرين.
- التدقيق الداخلية ولجان الشركات.	- سوق الأوراق المالية.
- حق التصويت في الجمعية العامة.	- المستثمرون المؤسسيون.
	- الديون والدائنون.
	- الوكالات التنظيمية والنظام القانوني.
	- الأخلاق وقيم المجتمع.

المصدر: ملخص تم انجازه بالاعتماد على عدة مراجع أهمها:

-Jean Jacques du Plessis and al., *Principles of Contemporary Corporate Governance*, Cambridge University Press, UK, 2011, pp: 71-100.

¹ - Gérard CHARREAUX, 2009, *Op-cit*, p : 7.

الآليات الداخلية للحوكمة هي الآليات التي تم وضعها عن قصد من طرف أصحاب المصلحة في الشركة (عادة المساهمين) أو من طرف المشرع من أجل الحماية والدفاع عن مصالحهم. أما الآليات الخارجية لحوكمة الشركات فتتمثل في مختلف وسائل الرقابة العفوية للسوق، والتي لم يتم اتخاذها من طرف أصحاب المصلحة في الشركة عن قصد بل تكون عفوية،¹ والجدول أعلاه يوضح بعض الأمثلة عن الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات.

فيما يلي سيتم تناول كل آليات الحوكمة وفق المعيار الداخلي/خارجي بحيث ترفق كل آلية من آليات الحوكمة بأهم البحوث والدراسات التي تناولتها، كما سيتم تقديم شرح مفصل عن هذه الآليات.

المطلب الثاني: تكاليف آليات الحوكمة

ترتبط الحوكمة بين مختلف أصحاب المصالح داخل الشركة، وتضمن حصول كل منهم على حقوقه داخلها، غير أن وضع آليات الحوكمة اللازمة يقابله حد معين من التكاليف، ووجود الشركة في سوق تتميز بارتفاع المنافسة يحتم عليها التحكم في مختلف التكاليف والتي من بينها تكاليف وضع آليات الحوكمة.²

1- تكاليف آليات الحوكمة بين الحتمية والاختيار

هناك اتفاق من طرف أغلبية الشركات على الحاجة إلى قواعد حوكمة، إلا أن بعض الشركات تشكي ارتفاع التكاليف المرتبطة بالامتثال لمثل هذه القواعد، فقد ارتفعت تكاليف تطبيق معايير التدقيق والمحاسبة بحوالي 30% بعد تطبيق قواعد ساربنز-أوكسلي (Sarbanes-Oxley)،³ حيث تمت دراسة عينة من الشركات سنة 2004 مكونة من 321 شركة يفوق ربحها خمسة ملايين دولار سنويا، يتوقع أن تدفع في المتوسط مبلغ 4,7 مليون دولار عند تطبيق القسم 404 من قواعد تقرير ساربنز-أوكسلي، وأغلب هذه الأموال تصرف على مستشارين، مدقي حسابات، محامين، وبرامج جديدة.

¹ - Marc-Hubert Depret, *Gouvernement d'entreprise: enjeux managériaux, comptables et financiers*, De Boeck édition, Paris, France, 2005, pp : 61- 66.

² - محمد براق ومحمد الشريف بن زواي ، 2012، *مرجع سبق نكره*، ص: 90.

³ - Sarbanes-Oxley، قانون فدرالي صدر بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 2002 خاص بالشركات المدرجة، ظهر بعد الانهيارات الكبرى مطلع سنة 2000 كشركة إنرون (Enron) وشركة وورلدكوم (Worldcom)، يحمل اسم السيناتور بول ساربنز (Paul Sarbanes) و النائب مايك أوكسلي (Mike Oxley) يهدف إلى حماية المستثمرين من خلال الشفافية والإفصاح المالي.

والشكل البياني الموالي يوضح حجم المبالغ والوقت المستغرق من طرف شركات مختلفة الأحجام لوضع أنظمة رقابة تتوافق مع القواعد الجديدة المنصوص عليها في تقرير ساربنز-أوكسلي.¹

الشكل رقم (03): تكلفة الامتثال لقواعد الحوكمة

عدد الساعات في السنة الأولى	تكاليف السنة الأولى بالمليون دولار	المدخلات
1996	0,28	أقل من 25 مليون دولار
3080	0,74	من 25 مليون دولار حتى 99 مليون دولار
5118	0,78	من 100 مليون دولار حتى 499 مليون دولار
6950	1,04	من 500 مليون دولار حتى 999 مليون دولار
13355	1,83	من 1 مليار دولار حتى 4,9 مليار دولار
41201	4,67	أكثر من 5 مليار دولار

المصدر: DEBORAH SOLOMON and CASSELL BRYAN-LOW, 2004, *Op-cit*, p: 3.

2- تكاليف الحوكمة واقتصاديات تكاليف الصفقات

تتعلق اقتصاديات تكاليف الصفقات بنتائج التوفيق بين مختلف أنواع الصفقات بالنظر إلى مختلف هياكل الحوكمة، حيث صارت مقارنة تكاليف الحوكمة في كل الأنظمة مفتاح الاختيار بين هياكل الحوكمة. واعتماد هذا المنطق يخضع إلى بعض الفرضيات المهمة حول سلوك الأفراد، والتي من بينها الانتهازية والرشادة المحدودة، بالإضافة إلى بعض الأبعاد المتعلقة بالصفقات كخصوصية الأصول وعدم التأكد.²

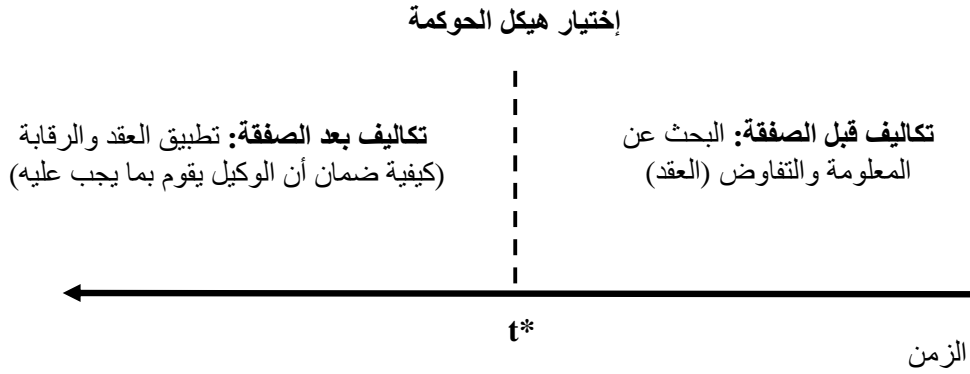
من الصعب ومن المكلف على الرئيس (principal) تحديد أي الأطراف جدير بالثقة قبل القيام بالصفقة، كما أن المشكل الأكبر هو الانتهازية، لأنه إذا أتاحت الفرصة أمام متخذي القرار فسيقومون بالغش والكذب وعدم احترام الصفقة، بالإضافة إلى الانتهازية التي تتميز بها العلاقات التعاقدية المرتبطة بأصول ذات طبيعة الخاصة، لأنه في حالة الأصول الخاصة تفقد المنافسة في السوق الدور المنتظر

¹ - Deborah Solomon and Cassell Bryan-Low, "Companies Complain About Cost Of Corporate-Governance Rules", Dow Jones & Company Inc, THE WALL STREET JOURNAL, USA, 10 February 2004, pp: 1-3. Available at stable link: <http://online.wsj.com/ad/article/ironmountain/SB107636732884524922.html>, last time seen: 30/12/2013, 19:11.

² - Oliver E. Williamson, *Handbook of industrial organization*, Edited by Schmalensee and R.willig, Elsevier Sciences publishers, USA, 1989, volume 1, pp: 138-139.

منها في التقليل من خطر الوكالة.¹ إلى جانب فرضية الانتهازية هناك فرضية أخرى هي الرشادة المحدودة، حيث إن متخذي القرار يملكون معارف محدودة، قدرة محدودة على التواصل ومعالجة المعلومات، بالإضافة إلى الزمن المحدود وغيرها من العوامل. هذه القيود تصبح أساسية في حالة كون بيئة الأعمال لا تسمح بتوقع خطر الوكالة البعدي (بيئة غير أكيدة)، وأيضا في حالة صعوبة التأكد من حسن أداء الأفراد (سلوك غير أكيد). وعليه، من أجل التعامل مع حالة عدم التأكد يجب إخضاع مرحلتي الصفقة (القبليّة والبعديّة) إلى حوكمة مشتركة.²

الشكل رقم (04): تكاليف الحوكمة



المصدر: Ulf Andersson & Ulf Holm, *Managing the Contemporary Multinational: The Role of Headquarters*, Edward Elgar Publishing, UK, 2010, p:141.

يُميز الشكل أعلاه بين اختيارات نظام الحوكمة قبل وبعد الصفقة، فاختيار هيكل الحوكمة يتم عند النقطة (t^*)، حيث من شأن هيكل الحوكمة أن يكبح بعض السلوكيات، إذ أن هذه السلوكيات تعد ذات صلة بالسوق وأيضاً بحوكمة الشركات وبتكلفتها أيضاً. وتظهر تكاليف الحوكمة نتيجة محاولة التنسيق داخل الشركة وأيضاً نتيجة للتواصل الخاطيء، وعملية الرقابة التي يمكن إرجاعها أساساً إلى السلوك الانتهازي، خصوصية الأصول، عدم تماثل المعلومات وعدم التأكد.

¹ - Oliver E. Williamson, 1989, *Op-cit*, p: 139.

² - *Idem*, pp: 138-139.

3- تصنيف وقياس تكاليف الحوكمة

تبعاً لـ أرو (Arrow)، يمكن حصر تكاليف الحوكمة في تكلفة تسيير النظام الاقتصادي¹، ويقدم هذا التعريف الشامل العديد من المقاربات لتكاليف الحوكمة تم تلخيصها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (07): مقاربات تكاليف الحوكمة

المقاربات	طبيعة تكاليف الحوكمة	إمكانية القياس	أهم الباحثين
1	تعد تكاليف الحوكمة هدفاً لكنها تابعة	لا يمكن قياسها	ويليامسون (Williamson, 1985)
2	يمكن تجميع تكاليف الحوكمة، وهي موضوعية وتعد هدفاً.	يمكن قياسها	نورث (North, 1990)
3	تعد تكاليف الحوكمة ذاتية	يمكن قياسها	باكلي وشابمان، داستروم ونيقارد (Backley & Chapman, 1997 ; Dahlstrom & Nygaard, 1999)

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على Ulf Andersson & Ulf Holm, 2010, *Op-cit*, p:142.

تصنف المقاربات السابقة تكاليف الحوكمة إلى قبلية وبعدية، فحسب ويليامسون التكاليف قبلية هي تكاليف صياغة العقد، التفاوض وحماية الاتفاق. أما البعدية فتتمثل في تكاليف التطبيق السيئ نتيجة عدم الالتزام ببند الصفقة، تكاليف المساومة من أجل تصويب التطبيق السيئ للصفقة، تكاليف تطبيق الصفقة وتكاليف التنسيق بين الأطراف المشتركة في الصفقة. في حين قسم ميلقروم وروبارتس (Milgrome & Roberts) سنة 1992 تكاليف الحوكمة إلى بعدين، بعد يضم تكاليف التنسيق وبعد يضم تكاليف التحفيز، بحيث يركز البعد الأول على تكاليف الحصول على المعلومات في حين يركز البعد الثاني على تحفيز الأعوان المختصين من طرف الرئيس من أجل تحقيق مصالحه الخاصة في حالة كون المعلومات غير كاملة وغير متماثلة، بالإضافة إلى تكاليف عدم الالتزام التام ببند الصفقة.

تعد المنافسة في الأسواق أحد أهم الآليات التي تحدد طبيعة المؤسسات التي ستبقى في السوق، ويرجع ذلك إلى أن المؤسسات التي تملك القدرة على التحكم في تكاليف الصفقات هي فقط من ستصمد في وجه المنافسة. من شأن الشركات التي تتحكم في تكاليف الحوكمة وتقلل منها أن تحسن من أدائها مما يسمح لها بالصمود في وجه المنافسة، حتى وإن كان من الصعب ملاحظة وقياس تكاليف الحوكمة.

¹ - Oliver E. Williamson, "The modern corporation: origins, evolution, attributes", *Journal of economic literature*, USA, vol.19 N 04, 1981, p: 1543.

تعد عملية قياس تكاليف حوكمة الشركات صعبة، وقد طرحت الأدبيات الاقتصادية ثلاث عراقيل يمكن أن تواجه عملية قياس تكاليف الحوكمة تتمثل في صعوبة الحصول على معلومات معقولة حول تكاليف التعاقد، لأن هذه التكاليف يتم تحملها من جهة طرفي العقد، الصعوبة الثانية تكمن في توقع تكاليف الإخفاق في الالتزام ببند العقد قبل حصولها. أما الصعوبة الثالثة فتكمن في أن بعض هذه التكاليف هي في الحقيقة تكاليف الفرصة البديلة.

لذلك، اقترح ماستن (Masten) قياس تكاليف الحوكمة داخل الشركة عوض قياس تكاليف الحوكمة للصفقات في السوق، حيث إن أغلب هذه التكاليف هي تكاليف مباشرة مرتبطة بعمليات الرقابة، التنسيق والمبادلات، وحتى تكلفة الفرصة البديلة من خلال الفشل في إبرام عقود فعالة.

وقد عرف كل من بارثيليمي وكيلن (Barthélemy & Quelin) سنة 2006 تكاليف الحوكمة البعدية بعدد العمال المسؤولين عن الرقابة على القيود وتسيير العلاقات مع الموردين، والتكلفة السنوية للرقابة على القيود وتسيير العلاقات مع الموردين. وقد ركز الباحثان بشكل حصري على التكاليف المتعلقة بالحد من الغش في تعاملات الأعوان الاقتصاديين، من خلال تخفيض الخسارة الناجمة عن اختيار الشريك الخاطيء في الصفقة.

المبحث الثاني: الآليات الداخلية لحوكمة الشركات

اتضح من المبحث السابق أن هناك عدة معايير لتقسيم آليات حوكمة الشركات حتى تسهل دراستها. وفي هذه الدراسة، سيتم الاعتماد على معيار التقسيم داخلي-خارجي من خلال تناول كل مجموعة على حدة. يختص هذا المبحث بعرض آليات الحوكمة الداخلية ومختلف الجزئيات المرتبطة بها.

المطلب الأول: مجلس إدارة الشركة

مجلس الإدارة هو هيئة رسمية قانونية، يسهر على حوكمة الشركة التي يخدمها، ولا يساهم مجلس الإدارة في النشاط الروتيني للشركة، بل يقف خلف مختلف العمليات التي تتم يوميا من خلال تقديم النصح، ويقوم المجلس بتمثيل المساهمين في الشركة، فهو يحكم ويسيطر على المدير التنفيذي (: CEO chief executive officer) أو المدير المحاسبي¹، حيث يعنى مجلس الإدارة بمهمة ائتمانية تتمثل في

¹ - Arlyne Diamond, *Gouvernement d'entreprise: enjeux managériaux, comptables et financiers*, Productive Publications, Canada, 2005, p : 11.

الرقابة على الشركة، كما يمكن أن توكل إليه أدوار أخرى كالقدرة على عزل مسير الشركة، مهمة الرقابة والتدقيق في القرارات المهمة التي يتخذها المسير وغيرها.¹

وفيما يلي سيتم عرض وظائف وهيكله مجلس الإدارة، ومختلف الجوانب الأخرى المتعلقة به.

1- وظائف مجلس الإدارة

لا يشارك أصحاب الحصص في إدارة الشركة، فليس لهم الحق كما لا تقع عليهم مسؤولية ذلك، وحقهم المبدئي يتمثل في انتخاب هؤلاء المسؤولين عن الرقابة على حسن أداء الشركة، وهم من يكونون مجلس إدارة الشركة. فالشركة عبارة عن هيئة قانونية يجب إدارتها، وهذه المهمة يقوم بترسيخها مجلس الإدارة.

يواجه مجلس الإدارة تحديين، يكمن الأول في أنه يمثل المساهمين في الشركة (المالكين)، والثاني أنه قد تم وضعه بقوة القانون مع واجب قيادة الشركة بعقلانية. هذه المسؤولية المزدوجة راجعة إلى أن القانون يعتبر الشركة كشخص ذي وجود معنوي يمثل مجموعة من الملاك.²

ويعد مجلس الإدارة مسؤولاً عن قيادة الشركة في الأمد الطويل، فلمجلس الإدارة واجبات قانونية، اجتماعية وأخلاقية من خلال تمثيله لملاك الشركة.

يمكن تقسيم وظائف مجلس الإدارة من خلال حصرها في أربعة مجالات واسعة هي:³

- مركز اتخاذ القرار الأعلى، إذ أنه يتحتم على الشركات أن تتخذ مركز قرار وحيد من أجل التنسيق داخل الشركة. ففي الشركات الكبرى، توجد عدة مراكز لاتخاذ القرار، بحيث يكون مجلس الإدارة هو المركزي والأعلى عن بقية مراكز اتخاذ القرار. فالقرارات التي لا يمكن الفصل فيها في أي من المراكز الدنيا تنتقل مباشرة إلى مركز القرار الأعلى، وبعد أن يتم الفصل فيها تعود إلى المراكز الدنيا في شكل شروط محددة بكل مركز. ويمكن لمجلس الإدارة ممارسة وظائفه كأعلى مركز لاتخاذ القرار بعدة طرق كتحديد ووضع الغايات، تشكيل وتبني سياسات، الموافقة على الأهداف، البرامج والخطط، واختيار المدير التنفيذي وكذا مراقبة أفعاله.

¹ - Marc-Hubert Depret, 2005, *Op-cit*, p: 62.

² - Leon Garoyan and Paul Orlander Mohn, *The Board of Directors of Cooperatives*, UCANR Publications, California, USA, 1976, p: 3.

³ - *Idem*, pp : 2-3.

- الوظيفة الاستشارية، بحيث يقدم مجلس الإدارة المشورة لكل من المدراء التنفيذيين وأصحاب الحصص (المالكين)، بحيث ترتبط الوظيفة الاستشارية للمجلس اتجاه أصحاب الحصص بوظيفته كوصي، في حين يعد الدور الاستشاري الذي يقدمه للمدير التنفيذي جد معقد، وترتبط عملية المشورة هنا بالسياسات، البرامج والخطط التي يضعها المجلس، مما يحتم على المدير التنفيذي طلب المشورة، في حين يبقى بإمكانه قبول تلك المشورة أو رفضها وانتهاج ما يراه مناسب لتحقيق تلك السياسات أو البرامج المسطرة.

- وظيفة الوصاية، مجلس الإدارة هو الوصي لأصحاب الحصص والدائنين من خلال قبوله للمسؤوليات المتعلقة بإدارة الشركة، وتعنى هذه الوظيفة بمراقبة كل أصول الشركة بهدف حمايتها. ويقوم مجلس الإدارة بهذه الوظيفة من خلال التدقيق في قرارات المدراء التنفيذيين.

- وظيفة رمزية، يؤدي مجلس الإدارة دور قائد الشركة، فهو رمز للقوة فيها وقادر على تحفيز أفرادها من أجل تحقيق الأهداف المسطرة.

إلا أن هذا التقسيم في الوقت الحالي لم يعد مقبولاً عند الكثير من الباحثين، ويوجد عدد قليل من المراجع التي تشرح التقسيم الحالي للوظائف بين مجلس الإدارة والإدارة والمدراء التنفيذيين. وقد قام روجرز (Rogers Cj) سنة 1992 بشرح ذلك، بحيث حصر وظائف مجلس الإدارة في وضع الأهداف للشركة، تعيين الرئيس التنفيذي للشركة، الإشراف على خطط المدراء التنفيذيين في تنظيم الموارد المالية والبشرية وتوجيهها نحو تحقيق أهداف الشركة، والوظيفة الأخيرة تتمثل في التدقيق في مدى تحقيق الشركة لأهدافها وفق جدول زمني دوري. ويؤكد روجرز من خلال جملة الوظائف التي حددها أنه من غير المعقول أن يقوم مجلس الإدارة بمتابعة أعمال الشركة يوماً بيوم، وأن هذه الوظيفة يجب أن تترك للمدير التنفيذي.¹

ملاحظة التغيرات التي طرأت على القوانين التأسيسية للشركات تظهر أن إدارة أعمال الشركة لم تعد من مهام مجلس الإدارة، بل صارت حالياً عملية إدارة وتسيير الشركات تتم تحت إشراف مجلس الإدارة فقط أي أن دور المجلس الإدارة قد انحصر في الرقابة والتوجيه.

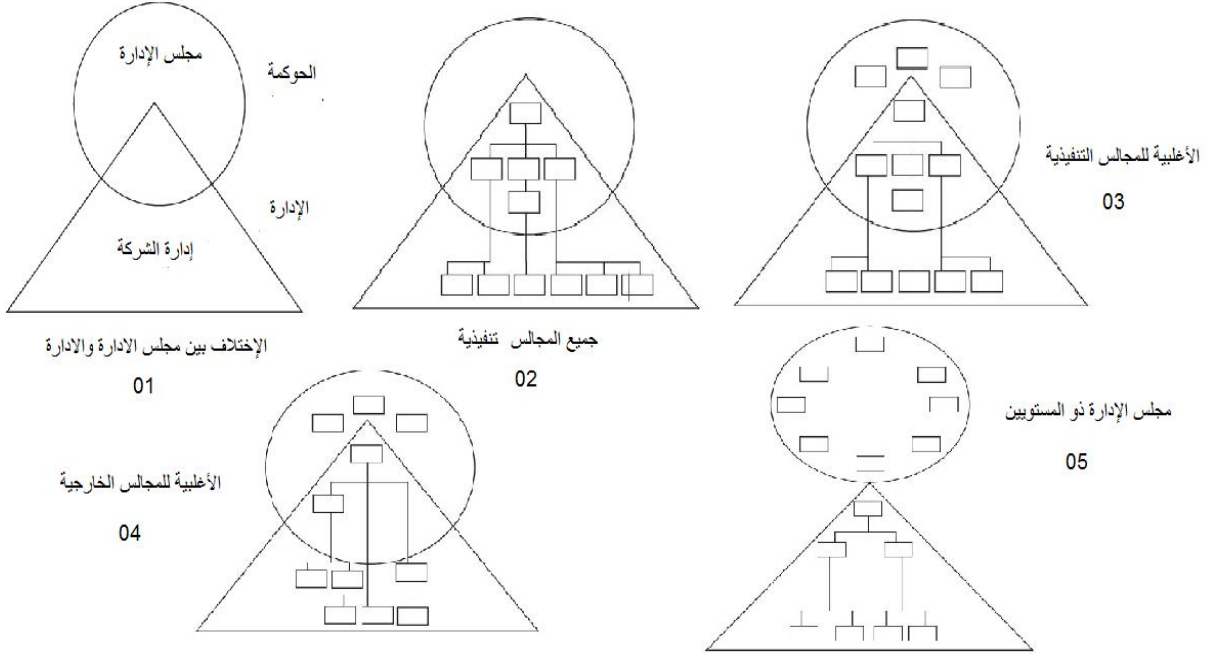
2- هيكلية مجلس الإدارة

عموماً، هناك نوعان من هياكل مجلس الإدارة، مجلس الإدارة ذو مستوى وحيد ومجلس الإدارة ذو مستويين. ومن الصعب التمييز بدقة بين هذين النوعين من الهيكلة، لأن أغلب الشركات في الدول

¹ - Jean Jacques du Plessis & Anil Hargovan & Mirko Bagaric, 2011, *Op-cit*, p : 77.

المتقدمة قد غيرت هيكله مجلس إدارتها من هيكل ذي مستوى إلى هيكل ذي مستويين، والشكل الموالي يشرح مختلف أنواع هيكله مجلس الإدارة.

الشكل رقم (05): مختلف أنواع هيكله مجلس الإدارة حسب تريكر (Tricker)



المصدر: بالاعتماد على عدة مراجع لـ "تريكر"

- Robert I Tricker, *International Corporate Governance*, Prentice-Hall, London, 1994, pp: 98-100.
- Bob Tricker, Robert Ian Tricker, *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, United Kingdom, 2012, pp: 173-194.

يوضح الجزء (02) من الشكل أعلاه الهيكله النموذجية لمجلس الإدارة قديما، لكن مع ظهور تدخلات جديدة تمثلت في الوظيفة الجديدة لمجلس الإدارة وضرورة استقلاليته، انتقلت هيكله مجلس الإدارة نحو الجزء (03) من الشكل. إلا أنه مؤخرا كانت هناك عدة انتقالات حتى صار غالبية المجلس من مدراء مستقلين، إلى أن تم الوصول إلى الهيكله الموضحة في الجزء (05) من الشكل، أين توجد حلقة الحوكمة التي تمثل مجلس الإشراف والهرم الإداري الذي يمثل الإدارة، وهذا ما يعرف بالهيكله ذات المستويين لمجلس الإدارة. ويمكن استعمال النموذج الأساسي لتريكر (Tricker) لشرح هيكله وفعالية حوكمة الشركات.

يسمح كلا نوعي الهيكلية لمجلس الإدارة بالقيام بالوظيفة الإشرافية والوظيفة الإدارية، إلا أن التمييز بين الوظيفتين يكون أوضح في الهيكلية ذات المستويين لمجلس الإدارة.

3- مجلس الإدارة ومتطلبات الحوكمة الجيدة

هناك وعي متزايد في أن الفضل في وجود الشركات يعود للمساهمين، وأن الاستدامة لهذه الشركات على المدى البعيد تعتمد على اكتساب ثقتهم من خلال الإفصاح والشفافية في عمليات الشركة ومحاسبتها، ويتم التوصل إلى هذا المستوى من خلال النشاط الطوعي الذي يقوم به مجلس الإدارة، من خلال الإطار القانوني الذي يعمل ضمنه كضوابط البورصات مثلا، وقد تم اعتبار هذه المبادئ اصطلاحا على أنها مبادئ حوكمة الشركات.

تتطلب ممارسة الحوكمة الجيدة أكثر من مجلس إدارة فعال، وحتى تكون هناك حوكمة جيدة لابد من توفر عدة معايير هي:¹

- هيكلية مجلس إدارة فعالة، تسمح بقيام مجلس الإدارة بوظيفة الإشراف والمدراء بإدارة الشركة.
- آليات مساعدة فعالة تساعد المجلس على القيام بالدور المنوط به كـلجان المجلس (لجنة التعيينات، المكافآت، التدقيق، تسيير المخاطر، المساهمين...) وأمانة الشركة.
- أحكام قانونية فعالة خاصة قوانين الشركات، قانون البنوك، ضوابط سوق الأوراق المالية وضمن معايير للتدقيق.
- ميثاق فعال للقيادة والممارسة الجيدة للحوكمة.

كما سبق وتم شرحه في النقطة السابقة، لا توجد هيكلية وحيدة لمجلس الإدارة من أجل كل الشركات، لكن هذا لا ينفي إمكانية وجود مبادئ لحوكمة الشركات تضمن هيكلية فعالة لمجلس الإدارة، فوظائف مجلس الإدارة والمتمثلة في التوجيه، الحوكمة، الرقابة، الإشراف والمتابعة يجب أن يتم تمييزها عن وظائف هيئة الإدارة والمتمثلة في الإدارة اليومية لأعمال الشركة. وحتى يعمل مجلس الإدارة بشكل فعال، يجب أن يكون هناك تفاعل سليم بينه وبين إدارة الشركة.²

حتى يقوم مجلس الإدارة بوظائفه، فإنه يحتاج مساعدة مجموعة من اللجان التابعة له. وفي هذا الإطار، تبرز كل من لجان التعيين، لجان المكافآت، لجان التدقيق، لجان تسيير المخاطر ولجان

¹ - Jean Jacques du Plessis & Anil Hargovan & Mirko Bagaric, 2011, *Op-cit*, p : 91.

² - *Idem*, 92.

المساهمين، وكلها تحضاً بخصوصية وقد تنص عليها قوانين الدول. وتتميز كلها في أنها تقوم بعملها بشكل مستقل عن الإدارة العامة للشركة. كما يمكن أيضاً لأمانة الشركة أن تساعد مجلس الإدارة في القيام بمهامه، بل تتجاوز ذلك إلى ضمان التفاعل السليم لمجلس الإدارة وإدارة الشركة من خلال مساهمتها في تدفق المعلومات السليمة بينهما.¹

والجدول رقم (08) يوضح المهام التي يحددها المجلس لبعض اللجان (مهام لجنة التعيينات والمكافآت).

الجدول رقم (08): مهام ومسؤوليات لجنة التعيينات ولجنة التعويضات والمكافآت

مهام ومسؤوليات لجنة المكافآت والتعويضات	مهام ومسؤوليات لجنة التعيينات
القيام بالتدقيق واعتماد الخطط الخاصة بالحوافز التي يحصل عليها كبار المسيرين.	تحديد ودراسة الأشخاص المتوقع ترشيحهم في منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب المدير العام.
القيام بمراجعة واعتماد الأهداف المرتبطة بمكافأة المدير العام والقيام بتقييم أدائه في ضوء تلك الأهداف. ويمكن أن يشارك اللجنة في تلك المهمة أحد أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين والذي يوصي مجلس الإدارة بإشراكه في تلك المهمة مع اللجنة. وتقوم اللجنة أيضاً بمراجعة واعتماد مكافآت خاصة ببقية المسيرين التنفيذيين.	تقديم اقتراحات وتوصيات خاصة بالأفراد المرشحين لعضوية مجلس الإدارة، وذلك في ضوء المتطلبات التي تم وضعها من قبل مجلس الإدارة. وتقوم اللجنة أيضاً بدراسة وتقييم المرشحين الذين يتم ترشيحهم من قبل المساهمين، ويجب أن تكون هذه الترشيحات مدعومة بالخبرات والشهادات المتوافرة وكذلك موافقة كتابية من المرشح على قبوله الخدمة في مجلس الإدارة.
القيام بإعداد واعتماد تقرير لجنة المكافآت الذي يتم نشره في التقرير السنوي للمؤسسة، ويوضح هذا التقرير المهام التي قامت بها اللجنة خلال العام.	تقديم اقتراحات وتوصيات خاصة بالأفراد المرشحين للمناصب التنفيذية وذلك على ضوء المتطلبات التي تم وضعها من قبل مجلس الإدارة.
لجنة المكافآت السلطة في استدعاء مستشارين ذوي خبرة لكي يقوموا بمساعدتها في القيام بمسؤولياتها وذلك حسب الحاجة.	يمكن لها الاستعانة بإحدى المؤسسات المتخصصة لكي تساعد في اختيار المرشحين وللجنة الحق في تحديد أتعاب تلك المؤسسة.
القيام بتدقيق واجباتها ومسؤولياتها التي يتم ذكرها في النظام الأساسي الخاص بها وإعطاء توصيات لمجلس الإدارة بشأن تعديلها إذا لزم الأمر.	تدقيق وإدارة الإرشادات الخاصة بتطبيق قواعد ومبادئ حوكمة المؤسسات وإمداد مجلس الإدارة بالتوصيات الخاصة بتطوير وتحديث تلك الإرشادات.

¹ - Jean Jacques du Plessis & Anil Hargovan & Mirko Bagaric, 2011, *Op-cit*, 93.

يجب على لجنة المكافآت القيام بإجراء تقييم ذاتي لأدائها وذلك بشكل سنوي، بهدف تحديد ما إذا كانت تقوم بمسؤولياتها بفعالية أم لا.	تدقيق قواعد السلوك المهني والأخلاقي بالإضافة إلى إمداد مجلس الإدارة بالمقترحات المتعلقة بتغيير تلك القواعد أو تعديلها لكي تتماشى مع المتطلبات القانونية ومتطلبات بورصة الأوراق المالية التي قد تتغير من وقت لآخر.
يجب على لجنة المكافآت القيام بتقديم محاضر اجتماعاتها إلى جميع أعضاء مجلس الإدارة وذلك لمجرد اعتماد اللجنة لتلك المحاضر	القيام بفحص التقييم الذاتي الخاص بأعضاء المجلس وأعضاء لجنة المكافآت والمسيرين وذلك بمجرد تقديمه إلى مجلس الإدارة.

المصدر: علال بن ثابت، "دراسة في تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة الشركات"، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2011/2012، ص: 83.

من المهم جدا أن يكون هناك تشريع فعال يضمن وجود نموذج حوكمة شركات خاص بكل دولة، ويظهر هذا النموذج من خلال قوانين الشركات، قوانين البنوك، ضوابط سوق رأس المال ومعايير محددة للتدقيق. وتسمح هذه القوانين بتحديد عقوبات لأجل الشركات أو الأشخاص المسؤولين عن الشركات عند خرقهم للقوانين. كما أن وجود ضوابط فعالة يضمن تحقيق حوكمة جيدة للشركات.¹

منذ تقرير كاد بوري (Cadbury Report) سنة 1992، صارت فكرة الالتزام بممارسات محددة من خلال تقارير وقوانين شائعة، وقد أثبت هيزوز (Huse) أن أغلب تقارير حوكمة الشركات التي صدرت مؤخرا قد ساهمت في تطور الشركات. وأشار إلى أنه من الصعب وضع ميثاق خاص بكل الشركات، من شركات مدرجة وشركات غير مدرجة، شركات صغيرة وكبيرة، شركات عامة وشركات خاصة... كما أن نجاح هذا الميثاق يرتبط بدرجة كبيرة بمدى تطبيق مختلف آليات حوكمة الشركات، كما أنه يجب على الشركات أن تطور ميثاقا داخليا للحوكمة خاص بها.²

4- أعضاء مجلس الإدارة

تتميز غالبية الشركات بتركز الملكية الكلية للشركة عند بعض المساهمين، والعديد منها يملكها عددا محدودا من الأشخاص أو العائلات. ويبقى عدد محدود من هذه الشركات التي تعود ملكيتها إلى مستثمرين مؤسساتيين، وفي أغلب الحالات، يكون أعضاء مجلس الإدارة هم أنفسهم المساهمون الرئيسيون

¹ - Jean Jacques du Plessis & Anil Hargovan & Mirko Bagaric, 2011, *Op-cit*, p : 94.

² - Morten Huse, *Boards, Governance and Value Creation*, Cambridge University Press, UK, 2007, pp: 181-182.

للشركة. وفي المؤسسات العائلية، يعد مجلس الإدارة أحد الاجتماعات الرسمية أو غير الرسمية للعائلة، أين تتخذ فيها القرارات المهمة والنهائية، وأغلب النقاشات الحالية حول مجلس الإدارة تأخذ هذه النقطة بعين الاعتبار.¹

في أغلب الحالات، فإن المساهمين هم من يعينون أعضاء مجلس الإدارة، لكن في بعض الشركات وفي بعض الدول، تفرض قوانين الدولة أن يتم تعيين بعض أعضاء مجلس الإدارة من طرف أصحاب مصالح آخرين داخل الشركة كالعامل.²

5 - إستقلالية مجلس الإدارة

يجب على مجلس الإدارة أن يكون هيئة مستقلة وذلك حتى يكون قادرا على ضبط سلوك المسيرين وضمان أن يكون تصرفهم يصب في مصلحة المساهمين وليس خدمة لمصالحهم الخاصة، وهناك العديد من الأدبيات التي حاولت توضيح ما هو لازم من أجل استقلالية مجلس الإدارة،³ كأن لا يكون عدد مسيري الشركة يمثل غالبية الأعضاء في مجلس الإدارة وأن لا يسيطر المدير التنفيذي أو كبار المسيرين في الشركة على جدول أعمال اجتماع مجلس الإدارة.

غير أن استقلالية مجلس الإدارة لوحدها لا تضمن الحوكمة الجيدة للشركة، لأن وظائف مجلس الإدارة لا تنحصر في ضبط سلوك المسيرين، بل تتعداها إلى وظائف أخرى كالنخيط وتحديد الأهداف وهي مرتبطة أساسا بمعلومات يمتلكها المسكرون. ولا يوجد نظام قانوني يمكنه إجبار المسيرين على تقديم المعلومات الصحيحة واللازمة، مما يرفع من خطر عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمجلس. وعليه، فإن استقلالية مجلس الإدارة ليست إيجابية بالضرورة، لأنها ترفع من خطر عدم تماثل المعلومات بينه وبين المسيرين مما يضعف قوته. وفي هذه الحالة، يفضل التوازن في الاستقلالية، من خلال حضور أقلية من المسيرين في مجلس الإدارة مما يسمح بتحفيزهم، ويتيح إمكانية تقييمهم.⁴

وتلخيصا لما سبق، يمكن القول أن الحديث عن مجلس الإدارة قد بدأه فاما (Fama) سنة 1980، وهو عبارة عن مجلس ينتخب من طرف المساهمين/الملاك ويمثلهم، يتكون من إداريين داخلين وخارجيين عن الشركة، يهدف إلى ضبط سلوك المسيرين حتى تصب في مصلحة المساهمين/الملاك من

¹ - Morten Huse, 2007, *Op-cit*, pp: 70-71.

² - *Idem*, p: 71.

³ - Elizabeth A. Collins, *Corporate Governance and Value Creation*, The Research Foundation of CFA Institute, United States of America, 2005, p: 23.

⁴ - *Idem*, p: 23.

خلال عدة وظائف كاختيار المدير التنفيذي، وضع الخطط والأهداف وتقييم نشاط الشركة والمشرفين عليها. إلا أن هذه الآلية قد تكون محدودة الدور في حالة ما إذا كان هناك عدد معتبر من الإداريين أعضاء في المجلس، بحيث يمكن أن تصب قرارات مجلس الإدارة في مصلحة الإدارة على حساب المساهمين.

المطلب الثاني: نظام الأجور، التحفيز والمكافآت

غالبا ما تتمحور فكرة حوكمة الشركات حول المسيرين، وبالضبط أجور هؤلاء المسيرين، ويعد تحديد مستوى معين لأجور المسيرين جد مهم في حوكمة الشركات، وقد أكدت أغلب الدراسات والبحوث الميدانية أنه لا بد من دفع أجر للمسير يحفزه على العمل لتحقيق مصالح المساهمين، لهذا تعد آلية الأجور والمكافآت إحدى أهم الآليات التي يجب التركيز عليها لتحسين حوكمة الشركات.¹

يعد نظام الأجور، التحفيز والمكافآت أحد أهم شروط الحوكمة الجيدة للشركات، وقد نص عليه تقرير قرينبوري (Greenbury) سنة 1995،² كما اشترط ضرورة الإفصاح عن أجور المسيرين، وأيضا ضرورة تكوين لجنة تابعة لمجلس الإدارة تعمل على تحديد الأجور اللازمة لجذب وتحفيز المسيرين ذوي النوعية التي يرغب فيها المساهمون، مع تجنب دفع أكثر مما هو ضروري.

وقد أكدت منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي على المبادئ التي ذكرها تقرير قرينبوري، ففي القسم الخامس والسادس من مبادئها للحوكمة الجيدة أكدت على ضرورة الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بأجور المسيرين.³

تدخل الأجور والمكافآت ضمن الآليات التحفيزية لصالح المسيرين، حتى يمكن تقليص الفجوة بين مصالحهم ومصالح المسيرين. ويمكن أن تأخذ شكلين إما حوافز مالية تتوافق مع الهيكل المالي للشركة (حصص من الأرباح التي تحققها الشركة)، أو منح علاوات على شكل أسهم (حصص في رأس مال الشركة).⁴

¹ - Jill Solomon and Aris Solomon, *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons Ltd, UK, 2004, pp: 80-82.

² - Richard Greenbury, "*Directors' Remuneration*", the Confederation of British Industry (CBI), UK, 1995, pp: 9-49.

³ - ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, "*OECD Principles of Corporate Governance*", OECD Publications, France, 2004, pp: 22-24.

⁴ - عبد الرحمن العايب، "ميكانيزمات تحفيز المسيرين كأحد محددات حوكمة الشركات وتأثيرها في الأزمة العالمية الراهنة - حالة المؤسسات المالية المصرفية المتضررة"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف يومي 20، 21 أكتوبر 2009، ص: 757.

وتعد مساهمة المسيرين في رأس مال الشركة في حد ذاتها آلية مستقلة بذاتها، يعود السبق في الحديث عنها لكل من جونسون ومكلين (Jonson & Mackling) سنة 1976، بحيث يكون للمساهمين الذين يملكون نسبة كبيرة من المساهمات في رأس مال الشركة ميل للتصرف وفق ما يصب في مصلحة المساهمين/الملاك. إلا أن هذا قد يدفع المساهمين إلى اتباع مناورات خطيرة على مستقبل الشركة بهدف رفع سعر أسهم الشركة وبالتالي تعظيم عائداتهم في مدة زمنية قصيرة، وهذا ما جعل من هذا النوع من المكافآت يلاقي معارضة كبيرة من طرف المساهمين والعمال والنقابات.

المطلب الثالث: لجنة التدقيق

تعد لجنة التدقيق إحدى أهم آليات الحوكمة الداخلية، لذا يعتمد عدد كبير من الشركات إلى وضع لجنة تدقيق بشكل طوعي من أجل ضمان سيرها الجيد.

1- لمحة عامة عن التدقيق ومكانته من حوكمة الشركات

أخذا بعين الاعتبار التسارع الحالي والتوجه نحو العولمة الاقتصادية والاجتماعية، يجب أن تتم الإشارة إلى الجذور التاريخية للتدقيق قبل إعطاء مفهوم مقبول له.

للتدقيق أصول قديمة في أغلب حضارات العالم، ويمكن اعتبار كل من التدقيق الداخلي والخارجي في الوقت الراهن ناتج لتراكم العديد من الخبرات عبر القرون من الخدمة في هذه المهنة، حيث يعود ظهوره حسب كتاب فالمينك (Valmminck) الذي يحمل عنوان تاريخ وتعاليم المحاسبة (Histoire et doctrine de la comptabilité) إلى بناء الدولة الرومانية، التي احتاجت إلى جمع الضرائب مما جعل من عملية مسك الحسابات ضرورية.

بالإضافة إلى كتاب براون (Brown) الذي يحمل عنوان تاريخ المحاسبة والمحاسبين (History of accounting and accountants). وهناك العديد من الكتاب الذين تناولوا أيضا تاريخ المحاسبة، وكلهم قدموا مجموعة من الأمثلة التي كانت بمثابة دليل على أن الحضارات القديمة أعطت أهمية كبيرة لنظام معلومات التسيير، والذي تضمن أنظمة رقابة داخلية. صحيح أن المحاسبة ظهرت ربما بآلاف السنين قبل الميلاد، لكن أهمية التدقيق كوظيفة ظهرت فقط في القرن الثالث عشر ميلادي، أين أعطيت أهمية كبيرة للأخطاء المحاسبية والتهرب الضريبي الذين يتم اكتشافهما من طرف مدقي الحسابات.¹

¹ - Gérard valin & al, *Controlor & Auditor*, Dunod, Paris, 2006, pp : 1-46.

بصفة عامة، يعرف التدقيق على أنه عملية منهجية تهدف للحصول على تقييم موضوعي مدعم بأدلة حول هيئة معينة في ظل الظروف الراهنة المتعلقة بالمكان، العملية، الحسابات المالية، الرقابة، ومقارنتها مع معايير مقبولة محددة مسبقاً، وإيصال نتائج هذه العملية إلى الأطراف المعنية. ويمكن أن تكون تلك المعايير المحددة والتي تستخدم في عملية التدقيق عبارة عن قوانين أو سياسات وإجراءات مطبقة داخل الهيئة المعنية بالتدقيق.¹

ويعرف معهد المدققين الداخليين التدقيق على أنه "عملية مستقلة تهدف إلى ضمان تقديم استشارات موضوعية مهمة لتقديم قيمة مضافة للشركة وتحسين أداء عملياتها، تساعد الشركة على تحقيق أهدافها من خلال مقارنة منهجية مضبوطة تهدف إلى تقييم وتحسين فعالية تسيير المخاطر، الرقابة، وعملية الحوكمة".²

ويضم التعريف السابق مختلف المراحل التي مر بها تعريف التدقيق الداخلي، حيث كان ينظر إليه على أنه وظيفة مساعدة على الإدارة يركز خاصة على حل المشاكل المالية والمحاسبية، لكن الآن يمكن أن ينسب إليه أدوار مختلفة، كتسيير المخاطر وتقييم مختلف آليات الرقابة، كما يعد جزءاً مكملًا لحوكمة الشركات.

ويمكن إعطاء تعريف أكثر إيجازاً وأسهل فهماً لكل من التدقيق والتدقيق الداخلي، إذ يعني التدقيق إبداء رأي مستقل حول وضعية محددة مسبقاً من خلال مرجع وذلك بعد القيام بتحقيق تقني من طرف أشخاص محترفين ذوي خبرة يتمتعون بمسؤولية مدنية وقانونية. ويجب التفريق بين التدقيق الخارجي (القانوني أو التعاقدية) والتدقيق الداخلي.

فالتدقيق الداخلي هو عملية يقوم بها مدققون أجراء تابعين للمديرية العامة أو هيئة التدقيق في الشركة إذا وجدت، تهدف إلى فحص ومتابعة متطلبات وضعية مالية متعلقة بنشاط عملي أو استراتيجي متبع، وذلك انطلاقاً من معايير داخلية موجودة ضمن الإطار المحاسبي بهدف تحقيق مخطط رقابة. أما التدقيق الخارجي فسيتم عرض كل ما يتعلق به ضمن آليات الحوكمة الخارجية.

¹ - Henning Kagermann, *Internal Audit Handbook*, Springer, USA, 2008, p: 02.

² - *Idem*, p: 04.

2- وظائف التدقيق وعلاقته بالحوكمة

لا يتفق العديد من الباحثين حول وظائف التدقيق الداخلي، فكأى وظيفة حديثة يشهد التدقيق الداخلي ممارسات في تطور مستمر، فمنذ سنة 1980 يوجد خلط بين وظائف التدقيق الداخلي والرقابة، إلا أنه يمكن حصر مجال عمل التدقيق الداخلي في أربع مجموعات أساسية:¹

- تدقيق مدى الامتثال للنظام، من خلال هذه الوظيفة يقوم المدقق باستعمال طريقة بسيطة تعتمد على التحقق من حقيقة الأفعال ومن تطابقها مع المرجع المنهجي الداخلي المعتمد أو القوانين المستمدة من القانون الوضعي.

- تدقيق الفعالية وحسن الأداء، ويعتمد على التعمق في الطريقة السابقة من خلال إجبار المدقق الداخلي بإبداء موقفه اتجاه جودة القواعد المعمول بها انطلاقاً من عملية التشخيص التي قام بها.

- تدقيق الإدارة، فهي حكم على الشكل وليس المضمون للقرارات التي تتخذها الإدارة العليا.

- تدقيق الاستراتيجيات، والذي يهدف إلى مطابقة سياسات واستراتيجيات الشركة مع بيئتها، بحيث يتم التحقق من مدى التناسق بينهما، ولا يمكن القيام بهذا التدقيق إلا إذا كان هناك مراجع معدة من قبل كنظام السير الجيد للنشاطات داخل الشركة، ميثاق الشركة، سياسة التسيير القطاعي وغيرها، بحيث تكون مقبولة لدى الأطراف ذات المصلحة.²

الوظيفة الأولى والثانية للتدقيق الداخلي هما تقليديتان، فمن خلالهما يعمل التدقيق الداخلي على التحقق من جودة المعلومة والتي تعد واجهة للشركة، كما يعمل على التقليل من عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمساهمين/المالكين. ومنه التدقيق هو آلية لمراقبة الشركة ويمكن اعتباره كنظام للحوكمة.

أماوظيفتان الأخيرتان فليستا معروفتين لدى كل الممارسين لمهنة التدقيق، وتعدان وظيفتين مساعدتين على التسيير وتحقيق أهداف الشركة. وبالتالي، يمكن القول أن التدقيق الداخلي يساهم في حوكمة الشركات كما يعمل على تقييم عملية الحوكمة من خلال تقييم مدى تحقيق الشركة لأهدافها.

¹ - Élisabeth Bertin, *Audit interne : enjeux et pratiques à l'international*, éditions eyrolles, Paris, 2007, pp : 49-51.

² - Gérard valin et autre, 2006, *Op-cit*, p : 49.

مما سبق، يمكن القول أن دور المدققين يتمثل في التحقق وليس إعداد القوائم المالية، ووظيفة التدقيق الداخلي هي وظيفة مكملة للوظائف التي تقوم بها الشركة، وقد أدت انهيارات الشركات الكبرى المتوالية إلى النظر لدور التدقيق كدور محوري في الشركة.

يؤدي المدققون دورا مهما في حوكمة الشركات، وهذا واضح من خلال الدور التكميلي الذي يؤديه التدقيق الداخلي في تقديم تقارير مالية حيادية تعطي صورة متوازنة عن حالة الشركة.¹

يملك المساهمون بصفة خاصة مصلحة في عملية التدقيق، لأنه يسهل عليهم عملية اتخاذ القرار، كما أن التدقيق مهم أيضا للمساهمين أنفسهم من خلال المساعدة في إعداد الحسابات بصورة صحيحة، ويعد التدقيق طرفا مهما في المعلومة المالية المتاحة على مستوى سوق الأوراق المالية فيما يخص كفاءتها، وعنصرا أساسيا للحوكمة الفعالة.²

3- أسلوب التدقيق

عند التخطيط لعملية التدقيق، يجب أخذ عدة معايير مهمة بعين الاعتبار من أجل تحديد أسلوب التدقيق الذي سيتم انتهاجه، هذه المعايير تضم الفترة التي تتم فيها عملية التدقيق ومضمون عملية التدقيق بالإضافة إلى معايير أخرى.

بغرض تحديد أسلوب التدقيق الذي سيتم اعتماده، تم وضع مجموعة من المحددات المتعلقة بشكل ومضمون عملية التدقيق، بحيث يتحدد مضمون عملية التدقيق من خلال مجال التدقيق ومقارباته، فكل من مجالات التدقيق الظاهرة في الشكل الموالي تحدد مضمونه، وليس فقط مجال التدقيق ما يحدد مضمونه بل من خلال المقاربة التي يعتمدها المدقق أيضا.

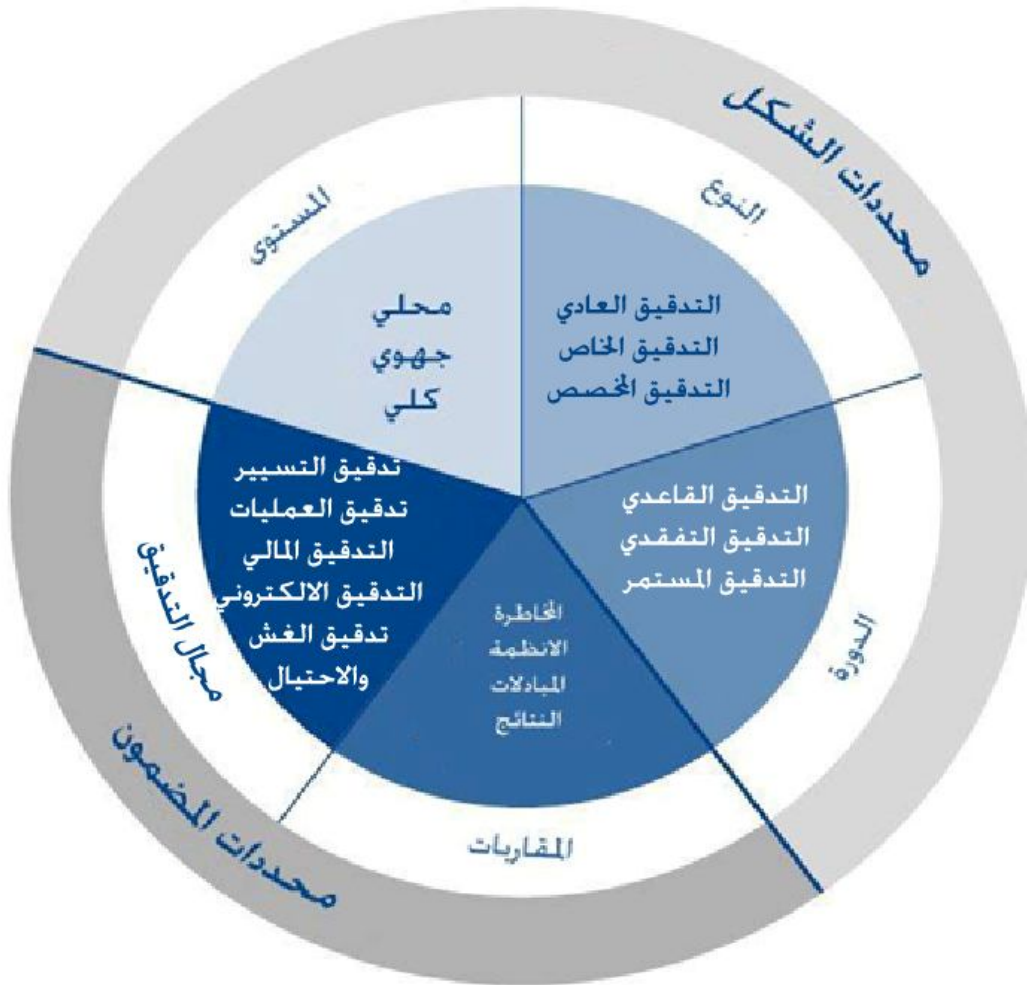
إضافة إلى محددات المضمون، هناك محددات أخرى لأسلوب التدقيق، وهي المحددات الشكلية، وتضم مستوى التدقيق، نوع التدقيق، طبيعة دورة التدقيق.

والشكل الموالي يوضح مختلف محددات أسلوب التدقيق.

¹ - Jean Jacques du Plessis & Anil Hargovan & Mirko Bagaric, *Op-cit*, 2011, p : 221.

² - *Idem*, p : 221.

الشكل رقم (06): مختلف محددات أسلوب التدقيق



المصدر: Henning Kagermann, *Op-cit*, 2008, p: 116.

عند المزج بين محددات أسلوب التدقيق، تظهر مجموعة من أساليب التدقيق التي يمكن استعمالها، وعلى المدقق أن يعرف كل هذه المحددات عند اعتماده لأسلوب تدقيق معين (مثلا: مجال التدقيق: تدقيق العمليات، مقارنة التدقيق: تعتمد على المبادلات، المستوى: جهوي، نوع التدقيق: عادي، دورة التدقيق: مستمرة).

4- لجنة التدقيق: المسؤوليات والأدوار الأساسية

مع زيادة التعقيد في الشركات الحديثة وزيادة الطلب على المحاسبة في الشركات، صار للجنة التدقيق أهمية كبيرة واعتبارا كبيرا في قيادة أعمال الشركة.

لجنة التدقيق عبارة عن إحدى اللجان المساعدة لمجلس الإدارة والتي يتم تعيينها من طرفه بغرض تقديم تقارير دورية أو خاصة عن المحاسبة والمالية في الشركة. وتعد هذه اللجنة فريدة من نوعها لأنها تتكون من مديرين مستقلين أو خارجيين (مديرين غير معنيين بإدارة الشركة)، وهم أيضا عبارة عن عمال في الشركة. وتعنى لجنة التدقيق بدور رئيسي في حوكمة الشركة، فهي عنصر أساسي يضمن نوعية التقارير والرقابة في الشركة.¹

حتى تكون لجنة التدقيق فعالة، يجب أن تمنح عدة اعتبارات عند تفويض السلطة لهذه اللجنة، وكذا عند إعداد ميثاقها، اختيار أعضائها وتحديد حجمها. فعلى مجلس الإدارة أن يحدد ويوضح مسؤوليات وسلطات هذه اللجنة.

تتبنى لجنة التدقيق ميثاقا يصف اللجنة ويحدد الأدوار والمسؤوليات التي تقوم بها، ويجب أن يكون متناسقا مع حاجات الشركة وطبيعة نشاطها.²

يجب أن تضم لجنة التدقيق مجموعة من الأعضاء ذوي مواصفات خاصة، إذ يجب على جميع أعضائها أن يكونوا مستقلين عن إدارة الشركة حتى يتمكنوا من إتمام المهام الموكلة إليهم، كما يجب أن يملك هؤلاء الأعضاء خبرة في كل ما يتعلق بنشاط الشركة وخاصة في الجوانب المالية.

في دراسة ميدانية لعينة من الشركات، تم التوصل إلى أن نسبة 90% من هذه الشركات تملك لجنة مراجعة يتراوح عدد أعضائها بين الثلاثة والخمسة أعضاء. وبصفة عامة، يختلف عدد الأعضاء في لجنة التدقيق من شركة لأخرى، ولا يرجع الاختلاف في عدد أعضاء اللجنة إلى مسؤولياتهم فقط، بل أيضا إلى عدد أعضاء مجلس الإدارة.³

لجنة التدقيق هي لجنة فرعية لمجلس الإدارة وتتحدد مهامها من قبله، فهي تشرف وتراقب عملية التدقيق في الشركة، بما فيها نظام الرقابة الداخلي للشركة، وتتضمن مهامها:⁴

- تقديم تقارير داخلية وخارجية (مالية وغير مالية في بعض الحالات).

¹ - LOUIS BRAIOTTA, *The Audit committee handbook*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2004, p: 42.

² - Institut Français de l'Audit et du Contrôle Internes, "*Normes pour la pratique professionnelle de l'audit interne*", The Institute of Internal Auditors, Paris, 2001, p : 04.

³ - LOUIS BRAIOTTA, 2004, *Op-cit.*, p: 57.

⁴ - The Auditing and Assurance Standards Board, Australian Institute of Company Directors and The Institute of Internal Auditors-Australia, *Audit Committees: A Guide to Good Practice*, Australia, 2008, p: 09.

- الإشراف على عملية تسيير المخاطر.
- القيام بالتدقيق الداخلي والخارجي.
- الإشراف على إطار عمل الرقابة الداخلية بما فيها السياسات والآليات.
- السهر على الامتثال للقوانين واللوائح المطبقة في الشركة.
- الإشراف على نشاطات الرقابة وتقديم تقارير حول حالات الاحتيال.

ويمكن أن يتضمن دور لجنة التدقيق عملية الإشراف على الرقابة الداخلية للنشاطات غير المالية التي يمكن أن تؤثر على التقارير المالية. كما أنه من غير الممكن أن يفوض مجلس الإدارة جزء من مهامه للجنة التدقيق.

من أجل قيام لجنة التدقيق بدورها على أتم وجه وبفاعلية، من الضروري أن تكون مستقلة عن إدارة الشركة، كما يجب أن لا تكون لها أي نشاطات إدارية أو تفويض لمسؤوليات مالية.

المبحث الثالث: الآليات الخارجية لحوكمة الشركات

من خلال المبحث الثاني تم عرض الآليات الداخلية لحوكمة الشركات وفق لمعيار التقسيم داخلي-خارجي، وقد خصص هذا المبحث لعرض الآليات الخارجية لحوكمة الشركات ومختلف الجوانب المتعلقة بها.

المطلب الأول: القوانين، الأخلاق وقيم المجتمع

في إطار علاقة الوكالة والتي سبق وأن تم عرضها على أنها أحد أهم أسباب الحاجة إلى آليات حوكمة، يربط بين الرئيس والوكيل عقد، يسمح للرئيس بالحصول على حقوق الرقابة على الأصل محل العقد، فإذا كان الرئيس في هذه الحالة هم المستثمرون/المساهمون، فإن الوكيل هي الإدارة ويمثلها المسير. وحسب العقد الذي يربط المساهمين بالمسير يجب أن يحصل الممولون (المستثمرون/المساهمون) على حقوق رقابة في المقابل.

في حالة خرق المسيرين للعقد، بإمكان المستثمرين/المساهمين اللجوء إلى القضاء للحصول على حقوقهم بقوة القانون. لذا، فإن جزء كبيراً من الاختلاف بين أنظمة الحوكمة يعود إلى الاختلاف في طبيعة الأنظمة القانونية بينها، وكذا إلى الاختلاف في اللوائح المفروضة على المسيرين.¹

أهم حق قانوني للمساهمين في الشركة هو حق التصويت، منه حق التصويت على أعضاء مجلس الإدارة، التوسع في المشاريع، التصفية وغيرها، ففي الدول ذات أنظمة قانونية ضعيفة يتم انتهاك هذا الحق.

إلى جانب الأنظمة القانونية التي تحمي المساهمين، يمكن في المقابل إيجاد قوانين أخرى رادعة للمسيرين فهذه القوانين موجهة للمسيرين في حالة خدمتهم لمصالحهم الخاصة على حساب مصالح المساهمين، كالسرقة من الشركة أو أخذ تعويضات ومكافآت عن قيامهم بالتسيير أكبر مما يجب. وفي حالة عدم وجود قوانين تمنع مثل هذه التجاوزات فبإمكان الشركات وضع ميثاق داخلي تمنع فيه ذلك. وكل ذلك يندرج تحت اسم "واجب الولاء" (The duty of loyalty)،² لكنه في الغالب من الصعب تحديد ما يفرضه هذا الولاء، لأنه مرتبط بالجانب الأخلاقي للمسيرين وقيم المجتمع، ولا يمكن للمساهمين تفويض كل سلطتهم للمسيرين بالاعتماد على ما يفرضه واجب الولاء. إلا أنه بإمكان المساهمين تجنب خرق المسيرين لواجب الولاء بالاعتماد على آلية أخرى من آليات الحوكمة تفرضها السوق تدعى سوق الاستحواذ على السلطة وتسمى أيضاً حق الرقابة على الشركة (Takeover).

المطلب الثاني: سوق الاستحواذ على حق الرقابة على الشركات (Takeover)

عند فشل آليات حوكمة الشركات الداخلية، تعمل سوق الرقابة على الشركات كآلية للضبط، لأن عدم ملاءمة الآليات الداخلية للحوكمة سيظهر من خلال سوء أداء الشركة، وهذا ما سيؤدي إلى إرسال إشارة إلى فريق إدارة آخر، بحيث ينظر للشركة كهدف محتمل لفرض السيطرة عليه. وهناك العديد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين الاستحواذ على حق الرقابة على الشركات وأدائها، كالدراسة التي قام بها بوال (powell) سنة 1997.³

¹ - Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, June 1997, *Op-cit*, pp: 757-759.

² - *Idem*, p : 759.

³ - Charlie Weir & David Laing & Phillip J. McKnight, "An empirical analysis of the impact of corporate governance mechanisms on the performance of UK firms", working paper, 2001, p: 11. Available at stable link: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=286440 last time seen 29/12/2013, 10:36.

يقصد بحق الرقابة على الشركة الحق في التصرف في الموارد البشرية المشرفة على إدارة الشركة، وهو الحق في التصرف في تعويضات ومكافآت المسيرين إما برفعها أو خفضها أو طرد المسير نهائياً. عندما تعرض شركة مبلغاً معيناً لقاء شراء شركة أخرى، إن تم البيع تنتقل حقوق الرقابة للشركة التي قامت بالشراء، ولأن مجلس الإدارة هو من يستحوذ على حقوق الرقابة عادة، سيقوم بتقويض هذه الحقوق إلى مسير الشركة الذي يتم اختياره، وبالتالي سيتم عزل المسير السابق للشركة.¹

تعمل العروض التي يقدمها مستثمرون معادون لشراء أسهم الشركة عند انخفاضها على إجبار المسيرين للعمل على رفع أسعار الأسهم لمصلحة المساهمين/الملاك حتى لا تصبح أسهم الشركة هدفاً لأي أطراف معادية.

وباختصار، فإن الاستحواذ على حق الرقابة على الشركات يركز على ثلاث نقاط أساسية تتمثل في أن الشركة المستهدفة تتميز بضعف أدائها، عملية الاستحواذ على حق الرقابة عليها سيؤدي إلى ارتفاع قيمتها من خلال الإشارة إلى أنه يتوقع زيادة ربح الشركة المستهدفة بعد نجاح عملية الاستحواذ على حق الرقابة عليها، وأخيراً، إذا نجحت عملية الاستحواذ على حقوق الرقابة سيتم عزل مسير الشركة.² إلا أن هذه العملية غالباً ما تكون مكلفة، بحيث تتجح فقط في حالة الإخفاقات الكبيرة في تحسين أداء الشركات، كما أن هذه الآلية تعتمد على طرف مؤثر من جهة واحدة وهم المعارضون لخيار الشراء المعادون للشركة وقيمة عرضهم محدودة بالزيادة في الربح المتوقع، وقد لا يعجب عرضهم المساهمين أصحاب الشركة المستهدفة بحيث يفضلون الاحتفاظ بأسهمهم.

المطلب الثالث: سوق السلع والخدمات وسوق العمل الخاصة بالمسيرين

تجبر أسواق السلع والخدمات التي تتميز بالمنافسة الشركات على ترشيد تكاليف الإنتاج، من أجل إنتاجية أفضل تسمح بالحصول على هامش ربح مقبول. وهذا ما يؤدي إلى ضبط وتوجيه سلوك العمال بما فيهم المسيرين خوفاً من فقدان وظائفهم في حالة كون أداء الشركة سيئاً مما قد يتسبب في إغلاقها وهذا ما يدفعهم للعمل إلى تحقيق الأهداف التي تصب في صالح المساهمين/الملاك.³ غير أن هذه الآلية لا تكون فعالة إلا في حالة سوق سلع وخدمات ذات منافسة تامة.

¹ - Michael C. Jensen & Richard S. Ruback, "The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, n 11, 1983, p: 06.

² - Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, June 1997, *Op-cit*, p: 780.

³ - François Labelle & Yves-Cédric Koyo, 2012, *Op-cit*, p : 73.

انطلاقاً من الضغط الذي تفرضه سوق السلع والخدمات وأيضاً آلية الاستحواذ على حق الرقابة على الشركات، يظهر أن المسيرين يبذلون جهوداً كبيرة من أجل رفع سعر السهم للشركة حتى لا يكون عرضة لخيارات الشراء المقدمة من أطراف معادية، والتي سينجر عنها عزل المسيرين بالدرجة الأولى، لأنهم المتسبب الرئيسي في ضعف أداء الشركة. من هنا، يمكن استنتاج أن الجهود المبذولة من طرف المسيرين لمنع حدوث عملية الاستحواذ على حق الرقابة تدل على ضيق سوق العمل بالنسبة للمسيرين، مما يدفع بالمسير لبذل مجهود للمحافظة على عمله.

في حالة وجود عدة مناصب عمل، والعديد من المسيرين على مستوى السوق، على المسيرين أن يكونوا ذوي أداء جيد حتى يكونوا مرغوبين ويحافظوا على مناصبهم، والتنافس على عدد المناصب المحدود يدفعهم نحو تتمين الفعالية في الإدارة، وهذا ما يصب في مصلحة المساهمين/الملاك.¹

المطلب الرابع: التدقيق الخارجي

يتم من خلال هذا المطلب تناول إحدى أهم آليات الحوكمة الخارجية وهي التدقيق الخارجي، وذلك من خلال تقديم تعريفه، أنواعه، مهام المدقق الخارجي وأيضاً مختلف النقاط التي تربطه بالتدقيق الداخلي.

1- تعريف التدقيق الخارجي

هناك العديد من التعاريف التي قدمت للتدقيق الخارجي، وفي هذا المقام لا يسع ذكر غالبيتها لذا سيتم الاكتفاء بذكر إحداها، فالتدقيق الخارجي يعرف على أنه سلسلة من العمليات المنهجية التي تهدف إلى جمع وتقييم الأدلة بموضوعية للحصول على تأكيدات حول الإجراءات والأحداث الاقتصادية للتأكد من درجة التوافق بينها وبين النظم والمعايير المرجعية المعدة مسبقاً ومن ثم تبليغ نتائج التدقيق للأطراف ذات المصلحة.²

يشرف على عمل التدقيق الخارجي محاسبون مستقلون تابعون لمؤسسات خاصة، ويتولى هؤلاء بشكل أساسي التدقيق المالي للشركة، بحيث يقومون في نهاية عملية التدقيق بتقديم تقرير نهائي يلخص النتائج المتوصل إليها إلى الأطراف ذات المصلحة.

¹ - François Labelle & Yves-Cédric Koyo, "Les mécanismes de gouvernance dans le contexte de fonds d'investissements responsables (FIR) et de PME : 5 cas de PME québécoises financées par un FIR", *entrepreneurial practice Review* Volume 2 Issue 3, 2012, p : 74.

² - Hossein Bidgoli, *Handbook of Information Security, Threats, Vulnerabilities, Prevention, Detection, and Management*, John Wiley & Sons, USA, 2006, p: 831.

2- أنواع التدقيق الخارجي

تبعاً للتغيرات التي ظهرت على بيئة الأعمال، تكيفت مهنة المحاسبة من خلال مجمل وظائفها والتي يمكن تقسيمها إلى أربع مجموعات تتمثل أساساً في مسك الدفاتر المحاسبية، مساعدة الأطراف ذات المصلحة في الشركة، الخبرة القضائية المالية والتي تقوم على عملية التقييم والتدقيق القانوني.¹

يختص المدقق الخارجي في القيام بآخر وظيفتين من خلال المصادقة السنوية وتقديم شهادات عن نشاط الشركة وأيضاً القيام بمهام خاصة تتعلق ببعض العمليات كالإدماج والتوسع. ومن هنا، يمكن التمييز بين نوعين من التدقيق الخارجي، هما التدقيق القانوني والتدقيق التعاقدية، ويتمثل التدقيق القانوني أساساً في عمل محافظ الحسابات أما التدقيق التعاقدية فهو الذي تقوم به مكاتب تدقيق متخصصة ويغطي مجمل المهام التي لا يفرضها القانون، ويمكن أن يكون عبارة عن تدقيق فرع من شركة أجنبية أو تدقيق شركة أخرى بغرض شرائها أو تمويلها.²

وهناك من ذهب إلى تصنيف التدقيق الخارجي إلى ثلاثة أنواع تتمثل في كل من التدقيق القانوني والتدقيق التعاقدية بالإضافة إلى الخبرة القضائية، والجدول الموالي يقدم مقارنة بين الأنواع الثلاثة.

الجدول رقم (09): مقارنة بين التدقيق القانوني، التدقيق التعاقدية والخبرة القضائية

أوجه المقارنة	تدقيق قانوني	تدقيق تعاقدية	خبرة قضائية
طبيعة المهمة	مؤسساتية : ذات طابع عمومي	تعاقدية	تحدد بكل دقة من طرف المحكمة
التعيين	من طرف المساهمين	من طرف المديرية العامة أو مجلس الإدارة	من طرف المحكمة
الهدف	المصادقة على شرعية وصدق الحسابات وتدقيق معلومات مجلس الإدارة.	المصادقة على شرعية وصدق الحسابات.	إعلام العدالة ولرشادها حول أوضاع مالية ومحاسبية، تقديم مؤشرات بالأرقام.
التدخل	مهمة دائمة تغطي مدة التعيين الشرعية	مهمة محددة حسب الاتفاقية	مهمة ظرفية يحدد القاضي مدتها

¹ - Gérard Valin et autre, 2006, *Op-cit*, pp : 68-69.

² - Claire Collin, *Les métiers de la comptabilité et de la gestion*, Editions l'Etudiant, France, 2007, p : 64.

تامة تجاه الأطراف	تامة من حيث المبدأ	تامة تجاه مجلس الإدارة والمساهمين	الاستقلالية
ينبغي احترامه	يحترم بدئياً لكن له تقديم إرشادات التسيير	يجب احترامه تماماً	مبدأ عدم التدخل في التسيير
إلى القاضي المكلف بالقضية	المديرية العامة، مجلس الإدارة	مجلس الإدارة، الجمعية العامة العادية/غير عادية	إرسال التقارير إلى
بحسب النتائج مبدئياً	بحسب الوسائل أو بحسب النتائج حسب نوع المهمة	بحسب الوسائل	الالتزام
مدنية، جنائية، تأديبية	مدنية، جنائية، تأديبية	مدنية، جنائية، تأديبية	المسئولية
من طرف القاضي المشرف على الخبرات	محددة في العقد	مهمة تأسيسية، عادة من طرف القضاء بعد طلب المؤسسة	التسريح
اقتراح من الخبير يحدد من طرف القاضي	محددة في العقد	قانون رسمي	الأتعاب
طريقة تتماشى وحاجة الخبرة القضائية المطلوبة	تقييم الإجراءات، تقييم المراقبة الداخلية، مراقبة الحسابات	تقييم الإجراءات، تقييم المراقبة الداخلية، مراقبة قانونية الحسابات، مراقبة قانونية	طريقة العمل المتبعة

المصدر: محمد بوتين، المراجعة ومراقبة الحسابات من النظرية إلى التطبيق، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون - الجزائر، 2005، ص: 28.

3- مهام المدقق الخارجي

يمكن حصر الأدوار الرئيسية التي يقوم بها المدققون الخارجيون في:¹

- فحص مدى كفاية أنظمة الرقابة المالية في الشركة ومدى التناسق بين هذه الأنظمة والعمليات، وللقيام بهذا سيعتمد المدققون الخارجيون على عمل المدققين الداخليين.
- فحص الحسابات المالية السنوية من خلال إعطاء الأولوية للتسجيلات المالية وأنظمة المالية للتحقق من ما إذا كانت هذه الحسابات المالية تعبر عن الأداء المالي ووضعيتها الشركة بالشكل الحقيقي.
- فحص الطريقة التي استعملتها الشركة لاستغلال الموارد المتاحة للوصول إلى المنتجات النهائية التي تحصلت من خلالها على الأرباح.

¹ - Claire Collin, 2007, *Op-cit*, p : 103.

4- التنسيق بين التدقيق الداخلي والتدقيق الخارجي

بينما يعد التدقيق الداخلي أداة تسيير وحوكمة تربط بين أعضاء الإدارة، يعد التدقيق الخارجي أداة مستقلة عن الشركة ويقدم نظرة خارجية عنها. في القطاع الخاص، يقدم المدققون الخارجيون تقارير للمساهمين في الشركة. أما في القطاع الحكومي، فالمدققون الخارجيون يقدمون تقارير للشركة في حد ذاتها لتقدمها لأمانة الدولة بغرض الإبلاغ عن التسيير المالي والرقابة فيها.¹

يجب أن تعقد لجنة التدقيق الداخلية عدة اجتماعات مع المدققين الخارجيين خلال السنة في أوقات محددة سلفاً. تناقش لجنة التدقيق من خلال هذه الاجتماعات مع المدققين الخارجيين المشاكل والصعوبات التي تواجهها، كما يمكنها التحقق من جودة التدقيق الداخلي التي تقدمها، من خلال الحصول على تقييم المدقق الخارجي، وحول ما إذا كانت هناك تعديلات يمكن القيام بها على نظام الرقابة الداخلية.²

يبقى الهدف الأساسي للتدقيق الخارجي هو تمكين المستعملين الخارجيين للحسابات الاجتماعية للشركة من اتخاذ قرارات تتميز بالرشادة والعقلانية إلى أقصى حد ممكن، كما تحاول ضمان أن إعداد الحسابات المالية للشركة قد تم بالنزاهة الكاملة، وعلى لجنة التدقيق باعتبارها ممثل مجلس الإدارة التحقق من أن كلا من نظام الرقابة الداخلية والتدقيق الخارجي يعمل بشكل مناسب، كما أنه يجب عليها بناء علاقات جيدة مع المدقق الخارجي المعتمد.

¹ - Malcolm Prowle, *The Changing Public Sector: A Practical Management Guide (Ebk - Epub)*, Gower Publishing, Ltd., France, 2009, p: 103.

² - Ahmed Naciri, *Internal and External Aspects of Corporate Governance*, Routledge, USA, 2010, p: 196.

خلاصة الفصل الثاني

خصص هذا الفصل لعرض مختلف آليات حوكمة الشركات، وقبل البدء في ذلك توجب إعطاء تقسيم يسهل عملية عرضها كما كان من الضروري توضيح التكاليف المرتبطة بها. وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على معيار التقسيم داخلي-خارجي في عرض مختلف آليات حوكمة الشركات وهو المعيار الأكثر شيوعاً.

الآليات الداخلية لحوكمة الشركات هي الآليات التي تم وضعها عن قصد من طرف أصحاب المصلحة في الشركة أو من طرف المشرع. ولعل أهم الآليات الداخلية هو مجلس الإدارة الذي يشرف على الرقابة في الشركة ويواجه تحديان، يكمن الأول في أنه يمثل أصحاب المصالح والثاني في أنه قد تم وضعه بقوة القانون. وإلى جانب مجلس الإدارة، هناك نظام الأجور والتحفيزات، إذ لا بد من دفع أجر للمسير أو العامل يحفزه على العمل لتحقيق مصالح المساهمين، كما أن هناك آلية أخرى جد مهمة تتمثل في لجنة التدقيق وهي إحدى اللجان التابعة لمجلس الإدارة وقد اكتسبت أهميتها من أهمية الوظائف التي تعنى بها داخل الشركة.

تتمثل الآليات الخارجية لحوكمة الشركات في مختلف وسائل الرقابة العفوية للسوق والتي لم يتم اتخاذها من طرف أصحاب المصلحة في الشركة عن قصد، وقد ضم المبحث الثالث أهم هذه الآليات بما فيها القوانين، الأخلاق وقيم المجتمع، سوق الاستحواذ على حق الرقابة في الشركات، سوق العمل وسوق السلع والخدمات، بالإضافة إلى التدقيق الخارجي. وقد حازت هذه الآليات على اهتمام الكثير من الباحثين، بحيث أجريت العديد من الدراسات حول إسهام هذه الآليات في دعم حوكمة الشركات.

الفصل الثالث:

التفاعل بين الهندسة المالية
وحوكمة الشركات

الفصل الثالث: التفاعل بين الهندسة المالية وحوكمة الشركات

تميزت فترة السبعينيات والثمانينيات من القرن العشرين بجملة من التغيرات على مستوى عالم الأعمال، ولعل ظهور العديد من الابتكارات على المستوى المالي وعلى المستوى التكنولوجي قد كان أهمها، فقد فرض دخول تكنولوجيا الإعلام والاتصال إلى عالم الأعمال نسقاً جديداً أكثر تسارعاً بحكم قدرة أجهزة الكمبيوتر على معالجة العديد من العمليات والتبادلات المالية الصعبة والتنسيق بينها في زمن قصير لا يستطيع عقل المستثمر مجاراتها فيه، وكان هذا التطور مرافقاً للتطور الحاصل على مستوى النماذج الإحصائية والرياضية المستعملة في التبادلات التجارية والمالية أو ما يعرف حالياً بالهندسة المالية.

شهدت نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرون العديد من الانهيارات المالية لكبرى الشركات بالإضافة إلى أزمات مالية عالمية، جعلت كل الأنظار تتجه نحو منتجات الهندسة المالية وسلبياتها كسبب رئيسي في هذه المشاكل من جهة، وآليات حوكمة الشركات كحل لها من جهة ثانية.

جاء هذا الفصل الثالث ليلقي الضوء على التفاعل الموجود بين كل من الهندسة المالية وحوكمة الشركات، باعتبار أن الهندسة المالية تخدم حوكمة الشركات من خلال إمدادها بأدوات وآليات جديدة قادرة على الاستجابة للتحديات الجديدة في عالم الأعمال، ودور آليات حوكمة الشركات في رصد المخاطر التي يمكن أن تتجر عن تطبيق الهندسة المالية داخل الشركات.

على هذا الأساس، يقسم هذا الفصل ثلاثة مباحث، كما يلي:

- مدخل للهندسة المالية؛
- ضبط الهندسة المالية؛
- دور الهندسة المالية في تفعيل حوكمة الشركات.

المبحث الأول: مدخل للهندسة المالية

يرتبط مصطلح الهندسة المالية بإيجاد حلول للمشاكل المالية وتصميم عقود مالية جديدة، من أجل تسيير أفضل للمخاطرة، فالهندسة المالية تهدف إلى تحسين العلاقة بين المؤسسة والمستثمر وضمان كفاءة النظام المالي.

المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية وأهميتها

يقدم هذا المطلب مفهوم الهندسة المالية ويعطي فكرة عن أسباب ظهورها وكيفية تطورها.

1- مفهوم الهندسة المالية

فيما يلي سيتم تقديم عرض تاريخي لظهور الهندسة المالية ومن ثم تقديم تعريف لها.

1-1- نشأة الهندسة المالية

يمر أي علم بثلاث مراحل عند تطوره، المرحلة الأولى هي الوصف، الثانية هي التحليل، والمرحلة الأخيرة هي مرحلة النضج وتعرف بمرحلة الهندسة. ويتفق أغلب الباحثين في مجال المالية أن تحول المالية من مرحلة الوصف إلى علم تحليلي بدأ مع أعمال هاري ماركوفيتز (Harry Markowitz)، حيث قدم سنة 1952 الأسس النظرية لنظرية المحفظة الحديثة.¹

بدء من سنة 1960 وبالاعتماد على الأسس التي وضعها ماركوفيتز، تم تطوير العديد من النماذج الأخرى كنموذج تسعير الأصول لشارب (Sharpe)، نموذج بلاك وروبرت مارثون (Black & Robert Merton) لتسعير الخيارات، وقد تم استعمال هذه النماذج للمتاجرة في الأسواق المالية.²

بعد مرور سنوات الستينيات من القرن العشرين، تم تعويض نموذج تسعير الأصول بمقاربة أخرى أكثر وضوحاً واستعمالاً من خلال أعمال فيشر بلاك وميرون سكولز (Fisher Black & Myron Scholes) حيث نشرنا سنة 1973 أول نموذج كامل لتسعير الأصول.³

¹ - Harry Markowitz, "Portfolio Selection", *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, 1952, pp: 77-91.

² - Andrew Sheng, *From Asian to Global Financial Crisis*, Cambridge University Press, UK, 2009, p: 328.

³ - John F. Marshall, *Dictionary of Financial Engineering*, John Wiley & Sons, USA, 2001, p: 225.

تسارعت وتيرة تطور التحليل في المالية بشكل ملحوظ، وفي الوقت نفسه رافق ذلك تطورا ملحوظا في الإعلام الآلي وتكنولوجيا الاتصال، كما رافق ذلك تغير في البيئة القانونية بحيث صارت أكثر تحفيزا على الإبداع، مما أدى إلى ظهور العديد من الأدوات المالية الجديدة، لعل أهمها المشتقات المالية بأنواعها.¹

بحلول سنوات الثمانينيات، أدرك العلماء أن المالية كعلم تمر بمرحلة ثانية من التحول. هذه المرة كان التحول من علم تحليلي إلى علم هندسي. وفي منتصف الثمانينيات، نتيجة عدم ثبات معدلات الفائدة، ظهرت الهندسة المالية الحديثة،² وأخذت اسما أكثر قبولا وهو الهندسة المالية.³

سمح ظهور الهندسة المالية للتجار باستعمال استراتيجيات مختلفة من أجل المتاجرة بشكل أسرع بكثير من الطريقة التقليدية من خلال الاعتماد على التقنيات الكمية التي تقدمها الهندسة المالية إلى جانب الآلات الحاسبة السريعة وشبكة الإنترنت. وفي أواخر سنة 1990، ظهر جيل جديد من المهندسين الماليين مع ظهور تقنيات التحوط وتوزيع المخاطرة، بحيث عمل هؤلاء المهندسون الماليون إلى جانب البنوك الاستثمارية والبنوك التجارية الكبيرة. وفي سنة 2007، كانت التعاملات بمنتجات الهندسة المالية تمثل أكثر من 70% من حجم التعاملات في بورصة نيويورك ولندن، إلى جانب 40% حتى 50% في بورصة طوكيو. وبين سنتي 2001 و 2007، كانت أكثر من ثلثي تعاملات أكبر 15 بنك في العالم منحصرة في المشتقات المالية. وبهذا، تكون الهندسة المالية قد سمحت بتقديم منتجات جديدة تتناسب مع حاجات المستثمرين.⁴

2-1- تعريف الهندسة المالية

الهندسة المالية أداة مهمة في عالم الأعمال الحديث، الذي يتميز بالتعقيد وارتفاع المخاطرة، وتوجد لها عدة تعاريف، تختلف حسب اختلاف وجهات نظر الباحثين. ففي سنة 1988، منح جون فينيرتي (John Finnerty) تعريفا عاما للهندسة المالية، ولعله من أهم التعاريف التي قدمت لها. فبالنسبة لفينيرتي، فإن

¹ - John F. Marshall, 2001, *Op-cit*, p: 225.

² - John D. Finnerty, *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering*, John Wiley & Sons, United States, 2007, p:240.

³ - سمير عبد الحميد رضوان، *المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها*، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 92-93.

⁴ - Andrew Sheng, 2009, *Op-cit*, p: 330.

"الهندسة المالية تعنى بتصميم، تطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية"،¹ فقد كان فينيرتي وروبينشتاين (Rubinstein) من الأوائل الذين عرفوا الهندسة المالية.

في أواخر سنة 1990، تبنى العديد من الممارسين للمالية "الهندسة المالية" كتسمية لمهنة تولي مالية الشركات. وقد عرفت الجمعية العالمية للهندسة المالية (IAFE: the International Association of Financial Engineers) الهندسة المالية على أنها تطوير وإحداث تطبيقات مالية تكنولوجية لحل المشاكل المالية واستغلال الفرص المالية المتاحة. وهذا التعريف لا يتضمن أي تنويه صريح للمشتقات المالية.

كما عرفها آخرون على أنها "استعمال استراتيجيات إدارة المخاطر لمواجهة مختلف المخاطر التي تواجهها المؤسسة".²

ويمكن تعريفها أيضا على أنها "إبداع أدوات مالية لاستهداف تفضيلات المستثمر أو لاستغلال فرص المراجعة".³

ومنه، يمكن تعريف الهندسة المالية على أنها "التصميم، التطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل".⁴

تتعلق الهندسة المالية الحالية بتحليل الأسواق، الأدوات، الاستراتيجيات والهياكل. ويظهر أن أدوات الهندسة المالية واستراتيجياتها المطورة كثيرة ومعرفتها تتطلب معرفة عميقة بالرياضيات، علوم التسيير والاقتصاد، الإحصاء، المحاسبة، القواعد الضريبية، النظرية المالية، معالجة البيانات وتكنولوجيا الاتصال.

2- أهمية الهندسة المالية

ترتكز الهندسة المالية على تطبيق النماذج الرياضية والإحصائية إلى جانب التقنيات الحسابية وتكنولوجيا الإعلام والاتصال في إيجاد حلول للمشاكل المالية للشركات. فأهمية الهندسة المالية تعد انعكاسا لأهمية قطاع الخدمات المالية، الذي يعد مؤسس الاقتصاد الحديث، لما يقدمه هذا القطاع من آليات لتحديد

¹ - John D. Finnerty, "Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview", Financial Management, Vol. 17, No. 4, Blackwell Publishing, 1988, p: 14.

² - Sami Al-Suwailem, "Financial Engineering for Islamic Banks: The Option Approach", J.KAU: Islamic Econ, Vol. 8, 1996, p: 63.

³ - Yuh-DauhLyu, Financial Engeniring And Computation: Principles, Mathematics, Algorithms, Cambridge university press, UK, 2004, p: 1.

⁴ - عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية"، المؤتمر الدولي الخامس عشر حول الأسواق المالية: الواقع والتحديات، كلية الشريعة والقانون بمشاركة غرفة تجارة وصناعة دبي، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 6-8 مارس 2007، ص: 3.

القيمة، تبادل وسائل الدفع، تحديد وتوزيع المخاطرة. فقطاع الخدمات المالية يمثل الدعامه الأساسية للنشاط الاقتصادي العالمي، فضلا عن المساعدة على استثمار رؤوس الأموال الذي يقود بدوره إلى الإبداع والرفع من معدلات النمو في الاقتصاد.¹

كما تعمل الهندسة المالية على تخفيض تكاليف الوكالة التي تنتج عن العلاقة بين المسيرين وأصحاب رأس المال، وأيضا بين أصحاب رأس المال والمقرضين. وبما أن نظرية الوكالة تحاول تفسير تأثير العلاقة بين الوكيل والرئيس على اتخاذ القرار، فإن الهندسة المالية تحسن من فرص اتخاذ القرار المناسب من خلال تقليلها لتكاليف الوكالة.²

المطلب الثاني: الابتكار المالي ومبررات الحاجة إلى الهندسة المالية

يقتضي فهم الحاجة إلى الهندسة المالية إدراك الارتباط الموجود بينها وبين الابتكار المالي، فيما يلي سيتم تحليل هذا الارتباط ومن ثم عرض مبررات الحاجة إلى الهندسة المالية.

1- الارتباط بين الهندسة المالية والابتكار المالي

هناك علاقة وثيقة بين الهندسة المالية والابتكار المالي، حيث إن الهندسة المالية هي أداة لتنفيذ الابتكار المالي. إذ أن الهندسة المالية منهج معبر عنه من خلال مجموعة الأفكار والمبادئ، تستعمله الشركات ومختلف المنظمات بهدف إيجاد حلول لمشاكلها. فالهندسة المالية والابتكار عمليتان متكاملتان، تخدم كل منهما الأخرى.³

بمعنى آخر، الهندسة المالية هي الآلية التي يتم من خلالها الابتكار المالي، عن طريق استغلال ما توفره من خبرات ومهارات وقدرة على توظيف النماذج الرياضية والإحصائية المعقدة التي تسمح بوضع هذا الابتكار حيز التنفيذ.

نتيجة للارتباط بين الهندسة المالية والابتكار المالي، يمكن إرجاع مبررات الهندسة المالية إلى أسباب الابتكار المالي، ذلك أن الهندسة المالية هي أداة تحقيق وإنجاز لهذه الابتكارات المالية. ويرجع الابتكار

¹ - John R. Birge & Vadim Linetsky, *Financial Engineering*, Elsevier, UK, 2008, p: 3.

² - John D. Finnerty, 2007, *Op-cit*, p: 47.

³ - سمير عبد الحميد رضوان، *المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها*، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص: 83.

المالي أساسا إلى محاولة تحقيق أهداف اقتصادية، غير أن هذه الأهداف يعوق تحقيقها جملة من القيود قد تكون قانونية، تقنية أو حتى اجتماعية.¹

2- مبررات الحاجة إلى هندسة مالية

يمكن تلخيص العوامل التي ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية من خلال ما يلي:

2-1- الحاجة إلى تبادل الأرصدة المالية

مشكل تبادل الأرصدة المالية ليس بالمشكل الحديث، إذ يقود للبحث في أنظمة التمويل والأنظمة الاقتصادية للدول، إلا أن تبادل الأرصدة المالية سواء عن طريق التمويل المباشر أو غير المباشر يستدعي أحد أنواع الوساطة، سواء المباشرة أو غير المباشرة، تحت قيد التكلفة. فالمستثمر يجد نفسه مضطرا للجوء إلى وسيط مالي من أجل تبادل الأرصدة المالية، يتجسد هذا الوسيط في البنك في حالة التمويل غير المباشر ومؤسسات السمسرة في حالة التمويل المباشر.

وهنا تظهر الحاجة إلى أداة مستحدثة بغية إتمام عملية تبادل الأرصدة، ونظرا لدرجة التعقيد المرتبطة بهذه العملية والتي ترجع أساسا إلى الاختلاف في الرغبات بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض خاصة من حيث مدة التمويل، حجم التمويل ودرجة المخاطرة، تظهر الحاجة إلى الهندسة المالية باعتبارها أداة لصنع الحلول لمختلف المشاكل المالية.

2-2- تكنولوجيا المعلومات والاتصال

أحدثت الثورة التكنولوجية في سنوات السبعينيات والثمانينيات تغيرات كبيرة على مستوى المالية، بل أدت إلى تغيير أنظمة اقتصادية ككل، وطرحت بدائل جديدة ارتبطت أساسا بتكلفة المعلومة، سرعة وصولها، بالإضافة إلى طرح العديد من الأدوات المالية أمام المستثمر، فكان من الضروري استغلال تكنولوجيا المعلومات والاتصال ودمجها في الأنظمة المالية، فظهرت الحاجة إلى أنظمة معلوماتية تتراوح بين التكنولوجيا والنماذج المالية الموجودة، ومنه برزت الهندسة المالية كأحد أهم الوسائل اللازمة لإيجاد هذه الحلول.

¹ - سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية، الكويت، 2004، ص: 06.

3-2- كفاءة الأسواق

نتيجة لعدم كفاءة الأسواق والتي أثبتتها العديد من الدراسات عبر مختلف الدول، ظهرت الحاجة إلى ابتكار وسائل وأدوات مالية تعمل على تحقيق كفاءة الأسواق باعتبار أن الابتكار المالي هو القوة الذاتية التي تدفع النظام المالي نحو وظيفته في التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية.

وبسبب التكامل بين الابتكار المالي والهندسة المالية والذي سبق وأن تمت الإشارة إليه، صار حتماً على الهندسة المالية العمل على التوفيق بين ضرورة تحقيق الكفاءة الاقتصادية ومختلف الحاجات التمويلية للمستثمرين.

4-2- إدارة المخاطر

يشير فرانكلين ألن وأنتوني سانتوميرو (Franklin Allen & Anthony Santomero) في مقالهما حول النظرية الحديثة للوساطة، أن دور الوطاء قد تغير، من وطاء للتقليل من تكاليف التبادل وعدم تماثل المعلومات إلى دور آخر يتمثل في إدارة المخاطر ودليل للاستثمار في الأوراق المالية،¹ والقيام بهذا الدور يستدعي وجود وسيلة مساعدة تتمثل أساساً في الهندسة المالية من خلال قدرتها على استحداث أدوات، آليات واستراتيجيات تسمح بإدارة أفضل للمخاطرة.

المطلب الثالث: خصائص الهندسة المالية

يسمح التعريف السابق للهندسة المالية باستنتاج خصائص الهندسة المالية والتي يمكن إجمالها في ثلاث خصائص: المنطق التقني، تعدد التخصصات، التخصص والتطور بالإضافة إلى الاعتماد بشكل أساسي على الجانب القانوني.

¹ - Franklin Allen & Anthony Santomero, "The theory of Financial intermediation", *Journal of Banking & Finance*, V 21, 1998, p: 1461.

1- المنطق التقني للهندسة المالية

ترتكز الهندسة المالية على تركيبة مخصصة، وتعد شرطا لتطبيقها وحسن أدائها. وكأي تركيبة، فإن فعالية الهندسة المالية تتحقق وفق أربعة شروط تتمثل في محتوى هادف، أهداف محددة بغية تطبيقها، وجود عناصر تحقق هذه الغاية مجتمعة ووجود تقنية تسمح بهذا التجميع.¹

تتمثل وظيفة الهندسة المالية في إحداث وضعية جديدة تسمح بتحقيق الغايات المسطرة من خلال سلسلة من الأفعال المنسقة والفعالة، تؤدي إلى تقديم جملة من النتائج المحددة سلفا.

2- المقاربة متعددة التخصصات للهندسة المالية

تعنى الهندسة المالية بتصميم تركيبة تسمح لها بأداء وظيفتها. وبذلك، فإن تصميم هذه التركيبة يحتاج جملة من الخصائص مما يستدعي الرجوع إلى مختصين في العديد من المجالات من أجل ضمان العمل الجيد لهذه التركيبة وأداء الهندسة المالية لوظيفتها.

يسمح استعمال الهندسة المالية للعديد من التخصصات بالتدخل ضمن العديد من الميادين، كما يسمح لها باستعمال العديد من الوسائل والتقنيات لتحقيق الغاية المسطرة لها. ومنه، يمكن القول أن إطار الهندسة المالية لا ينحصر فقط في جانب المالية بل يمكن توسيعه إلى أكثر من ذلك.

3- الهندسة المالية عملية متخصصة ومتطورة

تقود كل عملية هندسة مالية إلى وضع مخطط يوضح الأهداف المسطرة من قبل الشركة، حيث تتعامل الهندسة المالية مع المشاكل المالية من خلال إيجاد حلول لها. لذا، فهي متخصصة، وتستمد هذه الصفة من خصوصيات وطبيعة كل مشكل، فهي تتكيف مع حاجيات الشركة.

تتميز تركيبة الهندسة المالية بالخصوصية تبعا للحالات الخاصة التي أعدت من أجلها، فلا يمكن استعمال تركيبة واحدة من أجل كل القطاعات/الشركات. في حين توجد معايير معدة من أجل كل نوع معين من العمليات، وتترتب عن هذا التخصص نتيجتان:²

- الاستعمال الكبير للأدوات والتقنيات القانونية لتحقيق الأهداف المرغوبة.

¹ - Philippe Thomas, *Ingénierie financière*, Revue Banque éducation, Paris, 2010, p : 26.

² - *Idem*, p : 30.

- الإستفادة من القدرة على الابتكار والقدرة على إحداث أدوات جديدة من أجل تحقيق الأهداف المسطرة.

قد تواجه الشركة عند استعمالها للهندسة المالية بعض التعقيدات التي تميزها عن المالية التقليدية، حيث إن الهندسة المالية تسمح بتقديم حلول مبتكرة لمشاكل لم تستطع المالية التقليدية إيجادها.

المطلب الرابع: إطار الهندسة المالية

حسب التعريف الذي قدمه فينيرتي، يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من النشاطات التي تندرج تحت إطار الهندسة المالية،¹ الأول يتمثل في ابتكار أدوات مالية جديدة ويضم مختلف أنواع الحسابات البنكية الجديدة، الأشكال الجديدة من صناديق الاستثمار الجماعية، أدوات التأمين الجديدة والأنواع المستحدثة للرهون. وتضم الأدوات المستحدثة أيضا تلك التطبيقات المالية المطورة كأدوات الديون والأسهم المستحدثة، بالإضافة إلى المستقبلات وأدوات أخرى ناقلة للمخاطرة.

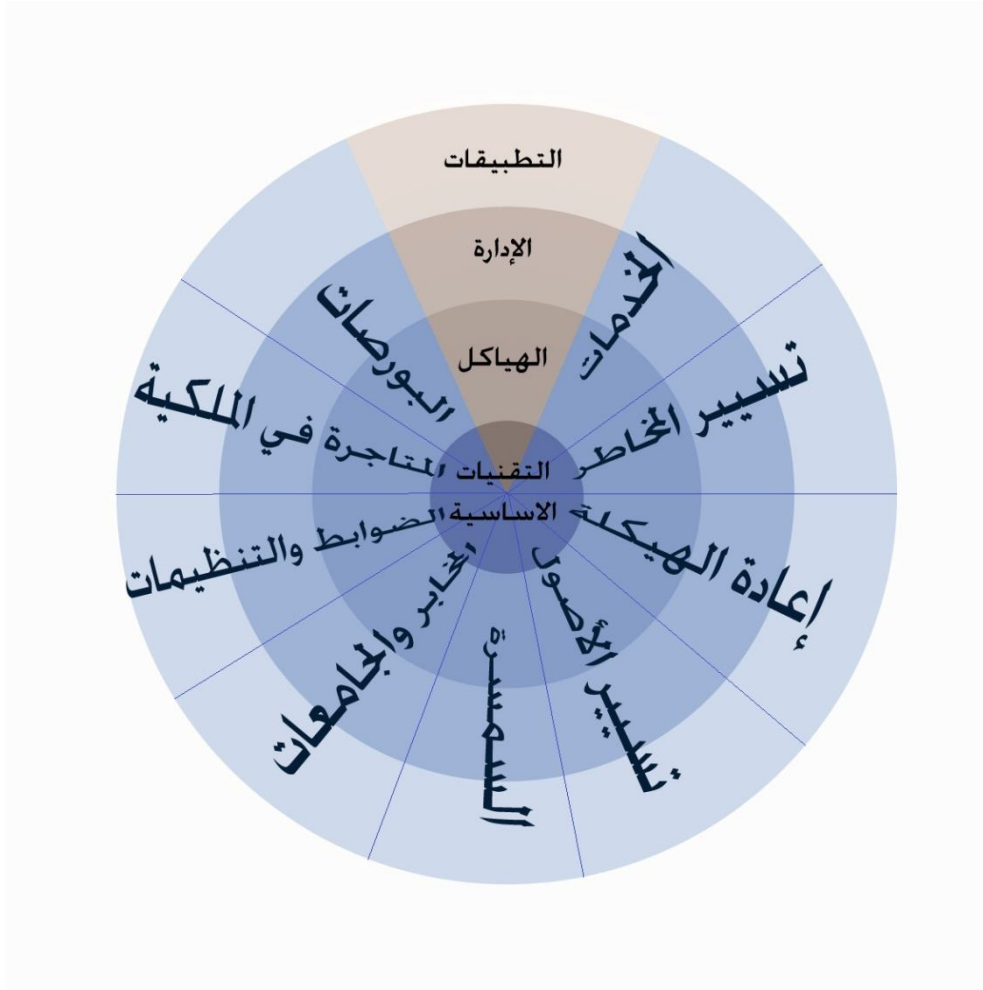
القسم الثاني من الهندسة المالية يعنى بتطوير العمليات المالية المبتكرة. تعمل هذه العمليات الجديدة على تخفيض تكلفة القيام بالصفقات المالية، وعادة ما تكون هذه العمليات ناتجة عن التغيرات في القوانين والضوابط، وأبرز هذه العمليات عمليات التداول الإلكتروني والتجارة الإلكترونية.

القسم الثالث من الهندسة المالية يعنى بابتكار حلول لمختلف المشاكل المالية على مستوى الشركة. وتضم مختلف الاستراتيجيات المبتكرة المتعلقة بتسيير الديون وهيكله التمويل وغيرها.

إلا أن بعض الباحثين قد ذهبوا إلى اعتبار الهندسة المالية كمهنة، ومن هذا المنطلق قاموا بتحديد الإطار العام لهذه المهنة، والذي يظهر من خلال الشكل الموالي، حيث توجد عدة دوائر مركزية، كل واحدة تعبر عن مستوى من مستويات الهندسة المالية. وفي الوقت نفسه، تم تقسيم الدوائر إلى تسع قطع، كل قطعة تعبر عن قطاع نشاط معين يستعمل الهندسة المالية. والشكل رقم (07) يوضح مختلف الميادين التي تطبق فيها الهندسة المالية.

¹ - John D. Finnerty, 1988, *Op-cit.*, p: 14.

الشكل رقم (07): إطار الهندسة المالية



المصدر: Tanya Beder & Cara M. Marshall, *Financial engineering : The Evolution of a Profession*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2011, p : 32.

توضح الدوائر الممركزة مختلف القطاعات التي تطبق فيها الهندسة المالية، إلا أن هناك اختلافات في تطبيق الهندسة المالية عند كل قطاع من جهة وعند كل مستوى من جهة أخرى.

يظهر بالشكل أربعة مستويات، بحيث يتمثل المستوى الأول في التقنيات الأساسية، وهي تضم مجمل النظريات والمبادئ التي تمثل قاعدة القطاع المعني. فمستوى التقنيات الأساسية يتمحور حول البحث والتطوير، واختبار نظريات جديدة حول المنتجات ممكنة التحقيق، والتي من المحتمل أن تصبح خط نشاط جديد للشركة.

وباختصار عند مستوى التقنيات الأساسية، ينحصر دور الهندسة المالية في تدقيق النماذج النظرية، تصميم الأدوات، التطبيقات الجديدة، تطوير الاستراتيجيات. كما يعد مستوى التقنيات الأساسية هو المستوى المفضل لاستعمال برامج الإعلام الآلي وتكنولوجيا الإعلام والاتصال في الهندسة المالية.¹

هيكل الشركة هي المحدد الأساسي لعملية المعالجة والمراجعة لكل الأنشطة مع الأطراف الخارجية، والدور الرئيسي للهندسة المالية ضمن هذا المستوى يكمن في أنها نقطة مهمة لتحقيق في عمليات الشركة، فهي تعمل كمراقب يومي للأنشطة من خلال ضمان أن كل البيانات والمعلومات مضبوطة وفقا للنماذج والصفقات المحددة سلفا.²

عند المستوى الثالث، تعمل الهندسة المالية كوسيط بين مستوى الهياكل ومستوى التطبيقات من خلال قيامها بمهمة مراقبة النشاطات التي تقوم بها الشركة، جمع ومراجعة المعلومات حول ممارسات الشركة. فوظيفة الإدارة تعرف على أنها مركز لمراقبة وإدارة المخاطر، من خلال تطوير استراتيجيات أكثر تعقيدا لتسيير المخاطر. وفي هذا المستوى، على الهندسة المالية الوقوف على أهم المخاطر التي تواجهها الشركة، تصميم أدوات ومقاربات جديدة لقياس المخاطرة، خاصة تلك التي لا يمكن تخفيضها حتى يكون بمقدور الشركة تحديد أي المخاطر يمكن تحملها وأيها التي لا يجب تحملها.³

المستوى الأخير هو مستوى التطبيقات، في هذا المستوى يتم تصميم المنتجات وتسعيورها، ونقل ملكيتها، وفي هذا المستوى أيضا، تكون الهندسة المالية وسيطا بين الزبائن والشركة، وتعتمد الهندسة المالية فيه بشكل كبير على التكنولوجيا والتقارير التي تأتي من المستويات الأولى، خاصة مستوى التقنيات الأساسية والإدارة. والدور الأساسي للهندسة المالية هنا يتمثل في تطوير وسائل لمساعدة الشركة على تحمل المخاطر الجديدة، بحيث تأخذ هذه الوسائل والنماذج المعلومات المتوفرة في السوق بعين الاعتبار، وذلك لأجل الفهم الجيد للأسعار التي يمكن أن تتحملها الشركة، وأيضا السعر المقبول اقتصاديا من طرف الشركة لتحمل المخاطرة.⁴

¹ - Tanya Beder & Cara M. Marshall, 2011, *Op-cit*, p : 33.

² - *Idem*, p : 33.

³ - *Ibid*, p :34.

⁴ - *Ibid*, p : 34.

وتكمن أهمية الهندسة المالية عند هذا المستوى في ضمان أن الصفقات الجديدة للشركة ستكون مربحة، كما يمكن للهندسة المالية المساعدة على وضع برامج إعلام آلي من أجل إيجاد حلول لمشاكل الزبائن مع الشركة أو برامج إعلام آلي لمتابعتهم.

المطلب الخامس: الهندسة المالية وتكنولوجيا المعلومات

تعد تكنولوجيا المعلومات أحد أهم مبررات الحاجة إلى الهندسة المالية وفي الوقت نفسه تعمد الهندسة المالية على تكنولوجيا المعلومات في تطوير منتجات جديدة لأن عقل المستثمر يبقى محدوداً أمام قدرات أجهزة الإعلام الآلي، وسيتم توضيح ذلك من خلال هذا المطلب.

1- الهندسة المالية والنماذج الحسابية

حالياً يمكن لكل من الأفراد والشركات المتاجرة في أنواع مختلفة من الأدوات المالية، بالإضافة إلى وجود العديد من صناديق الاستثمار الجماعية عند الرغبة في التنويع، كما أن كلاً من الحكومات والشركات صارت تستعمل بشكل متزايد العديد من المشتقات المالية ذات التعقيد الكبير بهدف إدارة مخاطرها أو من أجل المضاربة. وتعد المشتقات المالية أدوات مالية تشتق قيمتها من أصول أخرى وهي في مجملها تمثل أحد نواتج الهندسة المالية.

موازاة مع الإبداع في المجال المالي، كان هناك تطور كبير في جانب تكنولوجيا الحاسوب، حتى صار من الصعب التفكير في الأنظمة المالية الحديثة دون ربطها بالكمبيوتر، التجارة الإلكترونية، الاحتفاظ بالحسابات والبيانات في دعائم إلكترونية/ قواعد البيانات وغيرها، حيث تتوافق هذه التطبيقات مع المعلومة. ومن جهة أخرى فرضت زيادة تعقيد الآليات، الأدوات والاستراتيجيات المالية الحاجة إلى تقنيات كمية، والتي يصعب على الإنسان التعامل معها. ومنه، برزت الحاجة إلى الكمبيوتر من أجل نمذجة السلوك الاستثماري وتسعير الأدوات المالية، إيجاد التشكيلة المثلى من الأصول التي تخفض المخاطر وغيرها، بحيث أدت الثقة في هذه النماذج إلى ظهور أكثر للابتكارات المالية وزيادة تنوعها.¹

يجب الأخذ بعين الاعتبار أن كل النماذج الحسابية مبنية على مدخلات نظرية وفرضيات، بالنسبة للمدخلات فيمكن أن تكون غير دقيقة أو غير كاملة. أما الفرضيات ففي أحسن الأحوال تكون تقريبية، الشيء نفسه بالنسبة لأجهزة الحاسوب فهي معرضة للخطأ. في مقابل كل هذه العوامل، تظهر القدرة العالية

¹ - Yuh-DauhLyu, 2004, *Op-cit*, p: 2.

لأجهزة الكمبيوتر على الحساب مع أدق التفاصيل فضلا عن القدرة على إعطاء أرقام عن النتائج المحتملة بسرعة. كل هذه المحاسن تم تسخيرها لخدمة الهندسة المالية والزيادة من فعاليتها.¹

2- تحديات الهندسة المالية في ظل تكنولوجيا المعلومات

يتعرض المبتكرون للخدمات والأدوات المالية لضغط متواصل من المتعاملين في الأسواق المالية من أجل تصميم وإيجاد حلول أكثر فعالية لمختلف المشاكل المالية المعقدة. وتعتمد هذه الابتكارات المالية بشكل متزايد على توفر أدوات البرمجيات بشكل كاف.

وفي محاولة لتوفير هذه الأدوات يواجه المهندس المالي التحديات الموالية:²

- تحتاج وتيرة الأسواق إلى تطوير آليات مرنة يمكن أن تتيح الفرصة أمام أدوات مالية جديدة. لذا، يجب أن تكون الأدوات البرمجية قادرة على الاستجابة لتطوير هذه الأدوات بالسرعة والدعم الكافي.
- يرغب المستثمرون في تقييم النتائج المترتبة عن الصفقات بدقة وسرعة. وبالتالي، تظهر حاجتهم لمختلف النماذج الحسابية للمساعدة على تسيير المخاطر وإعطاء صورة واضحة أكثر مرونة من خلال تقديم تحليلات أكثر. وبسبب الصعوبة ودرجة التعقيد الكبيرة لمختلف هذه النماذج الحسابية، تؤدي تكنولوجيا المعلومات دورا كبيرا من خلال ما توفره من حواسيب وبرامج.
- يجمع الارتباط الكبير للأسواق المالية بين عدد لا يحصى من الصفقات، مما يطرح التحدي أمام هندسة برامج معلوماتية موجهة ليس من أجل شركة أو سوق معينة ولكن من أجل مجمل الصفقات في السوق.
- الثنائية إنسان/كمبيوتر جد ضرورية من أجل التقليل من الضغط على عقل المستثمر وتحسين الأنشطة التجارية.

المبحث الثاني: ضبط الهندسة المالية

بعد الأزمة المالية لسنة 2008 وما سبقها من انهيارات لكبرى الشركات، بحث كل من الاقتصاديين والسياسيين عن أسباب هذه الأزمات والانهيارات، واتفق أغلبهم أن منتجات الهندسة المالية هي إحدى أبرز الأسباب، مما استدعى ضرورة ضبط هذه المنتجات ومحاولة التحكم في مخرجاتها السلبية. وقد جاء هذا المبحث ليوضح مختلف مخاطر الهندسة المالية ويقترح كيفية ضبطها من خلال آليات حوكمة الشركات.

¹ - Yuh-DauhLyu, 2004, *Op-cit*, p: 04.

² - Thomas Eggenschwiler & Erich Gamma, "*ET++Swaps Manager: Using Object Technology in the Financial Engineering Domain*", Union Bank of Switzerland, Switzerland, with no publication date, p: 02.

المطلب الأول: مخاطر الهندسة المالية

للهندسة المالية العديد من الجوانب الإيجابية غير أنه في الوقت نفسه لها بعض السلبيات ولعل أزمة 2008 خير مثال لتوضيح ذلك.

1- سلبيات الهندسة المالية

دفع التعقيد المتزايد للأنظمة المالية في المؤسسات الاقتصادية إلى استعمال مختلف نواتج الابتكار المالي، فقد عرفت سوق الأوراق المالية زيادة كبيرة في درجة تعقيدها. ومن المتفق عليه أن الهندسة المالية قد قدمت مساهمة خاصة في زيادة وتطور هذا التعقيد.¹

فقد كان من المنتظر أن تؤدي مختلف الأشكال من الابتكارات المالية التي تقدمها الهندسة المالية دوراً فعالاً في إدارة وتخفيض المخاطر كالمشتقات المالية. وعلى الرغم من القدرة الكبيرة للهندسة المالية على إدارة وتخفيض المخاطر إلا أن ارتفاع تكاليف الوساطة المرتبطة بها غطت على هذا الجانب، وهذا راجع لاحتكار المعلومة وعدم تماثل المعلومات حول منتجات الهندسة المالية، بالإضافة إلى تزايد نفقات التسويق وعروض التجارة والأجور.²

كما تسبب التعقيد الناجم عن الهندسة المالية في سوء فهم وعدم تقدير المخاطر، وخير دليل على ذلك التطور الخاص الحاصل في أدوات الدين الذي تسبب في حدوث أزمة سنة 2007.³ أما بالتركيز على عدم تماثل المعلومات، يلاحظ أنه يمكن فقدان المعلومة إذا ما تدخل العديد من الأطراف في عملية إحداث أدوات مالية جديدة، فإذا لم تراعى هذه الأطراف المصلحة الاقتصادية عند هندستها لهذه الأدوات، يمكن أن تتطوي هذه الأدوات على مخاطر يصعب فحصها ومراقبتها.⁴

¹ - Yener Coskun, "Financial engineering and engineering of financial regulation: Guidance for compliance and risk management", Journal of Securities Operations & Custody, Vol. 6 No. 1, Henry Stewart Publications, 2013, p: 83.

² - *Idem*, p: 83.

³ - Financial Services Authority (FSA), "A regulatory response to the global banking crisis", The Turner Review March 2009, p: 20. Available at: http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf, last time accessed 09/01/2014, 12:48.

⁴ - Yener Coskun, 2013, Op-cit, p: 84.

رغم المخاطر التي تتطوي عليها الهندسة المالية لم يتخذ الساسة/أصحاب القرار في الدول أي رد فعل اتجاه مخاطر الهندسة المالية، ويعود ذلك لسببين¹ يمثل الأول في عدم فهمهم لطبيعة مخاطر منتجات الهندسة المالية. أما السبب الثاني والأهم فيتمثل في ظن هؤلاء أن الهندسة المالية تساعد على حل مشاكل التمويل المرتبطة ببرامجهم.

بصفة عامة، يؤدي التطبيق الخاطئ لأدوات الهندسة المالية إلى مخاطر جسيمة وإفلاس للشركات وتدهور أسواق المال، فالمقاومة وعدم حساب المخاطر وغياب الرقابة على أسواق المال وعدم تدخل البنوك المركزية تؤدي جميعها إلى خسائر كبيرة ومثال ذلك المضاربة على أسعار الفائدة دون تطبيق معايير مخاطر الأسواق.²

2- الهندسة المالية وأزمة 2008

خلال أزمة سنة 2008، تحولت ديون الرهن العقاري إلى أكبر أزمة اقتصادية منذ الانهيار الكبير لسنة 1929، حيث تميزت السنة التي سبقت الرهن العقاري بارتفاع أسعار السكنات في الولايات المتحدة الأمريكية، مما شجع البنوك على منح قروض عقارية، وتزامن ذلك مع هوامش الربح الكبيرة للبنوك على قروض الرهن العقاري إلى جانب انخفاض معدل التمويل الفدرالي منذ سنة 2000. كنتيجة لذلك، بلغت أسعار السكنات الذروة سنة 2006، حيث تضاعفت مقارنة بالعاشر سنوات السابقة. كما تميزت هذه الفترة بارتفاع المخاطرة المرتبطة بقروض الرهن العقاري التي صارت تمنح مقابل ضمانات منخفضة.³

بين سنتي 2004 و 2007، بدأ معدل التمويل الفدرالي بالارتفاع مرة أخرى انطلاقاً من 1% سنة 2004، وانعكس ذلك سلبياً على المقترضين الذين يحملون رهوناً عقارية ذات معدل متغير، مما أدى إلى ارتفاع حاد في عدد أصحاب السكنات الذين تخلفوا عن تسديد دفعات الرهن نتيجة ارتفاع معدل الفائدة على الرهن كما أدى أيضاً إلى ارتفاع في عدد الملكيات التي تم الحجز عليها. في سنة 2007، أفلس أول صندوق تحوط بير ستيرنز (Bear Stearns) الذي يملك عدداً كبيراً من المشتقات المالية لديون الرهن العقاري. ومع ذلك، لم تتخذ الحكومة الأمريكية أية ضوابط اتجاه البنوك فيما يخص ديون الرهن العقاري

¹ - Yener Coskun, 2013, *Op-cit*, p: 84.

² - عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت، 15 و 16 ديسمبر 2010، ص: 09.

³ - Joern H. Block & Geertjan De Vries & Philipp Sandner, "Venture capital and the financial crisis: an empirical study across industries and countries", working paper, 2010, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1541602>, 05/08/2011, p: 3.

طويلة الأجل. ونتيجة لزيادة الرهون العقارية تم توريقها في شكل سندات مالية مدعومة برهن (-Mortgage Backed Securities: MBS) باعتبار هذه السندات آمنة نسبياً ومطلوبة من طرف المستثمرين.¹

من جانفي 2008 حتى جويلية 2008، انخفضت قيمة السندات المالية المدعومة برهن بسبب عدم قدرة أصحاب الرهون على سداد خدمة الدين وبدأ تحول الأموال نحو السلع، ثم ظهر مشكل السيولة بسبب إفلاس بنك ليمان برونرز (Lehman Brothers) إلى جانب تجميد القروض، مما أدى إلى انخفاض كبير في أسعار الأسهم.

أكد التحليل المالي لأزمة 2008 أن أحد أهم أسبابها هي الهندسة المالية الخاطئة، حيث ارتبطت المشاكل بنواتج الهندسة المالية، من أدوات مبتكرة، استراتيجيات وآليات، وأهمها ديون الرهن العقاري، سندات مالية مدعومة برهن، وآلية التوريق،² أين عملت هذه الأدوات على جعل الرهون العقارية الأولية/الثانوية في السوق أكثر سيولة في بيئة من الصعب فيها ضبط هذه الأدوات ومراقبتها.³ وبصورة أوضح، سمحت شروط السوق والسياسات الحكومية بتدخل الهندسة المالية من خلال نماذج رياضية وإحصائية جد معقدة من أجل إدارة المخاطر، جعلت من الصعب معرفة من يملك الأصول المرتبطة بهذه الأدوات المالية.

المطلب الثاني: ضبط الهندسة المالية من خلال آليات حوكمة الشركات

تعد الحوكمة القوية والفعالة ضرورية لعمل الهندسة المالية بالشكل المرغوب فيه، حيث توضح الحوكمة الجيدة كيف يجب إدارة الشركات، فموضوع حوكمة الشركات هو تكامل الأنظمة، الإنفتاح على الخارج، الاعتدال والنزاهة، كما تشمل الحوكمة ضرورة امتثال الشركات للخطوط العريضة التي تضعها القوانين، كما تحتاج إلى الإفصاح الكافي، إعداد التقارير و ضمان مصداقية الأدوات المالية المتعامل بها.

يمكن أن تكون الهندسة المالية وأدواتها مفيدة ومدمرة في الوقت نفسه. لذا، يجب التعامل معها بحذر شديد، فطبيعة الهندسة المالية وتعقيدها تجعل منها سلاحاً ذو حدين، يفرض على الشركات التي تطبقها أو تستخدم أحد منتجاتها ضمان وجود نظام سليم للحوكمة والرقابة الداخلية، وهذا يساعد على ضمان قدر أكبر من الرقابة الداخلية على الأنشطة المرتبطة بالهندسة المالية داخل الشركة، لأن سوء استخدام أو تطبيق

¹ - Joern H. Block & Geertjan De Vries & Philipp Sandner, 2010, *Op-cit*, p: 4.

² - Doreen McBarnet, "Financial Engineering or Legal Engineering? Legal Work, Legal Integrity and the Banking Crisis", Working Paper, 2010, p: 2.

³ - Yener Coskun, 2013, *Op-cit*, p: 87.

الهندسة المالية ومنتجاتها يمكن أن يكون مدمرا للغاية، وبالتالي هناك حاجة ملحة لنظام جيد لحوكمة الشركات بغرض توجيه استعمال منتجات الهندسة المالية.

وقد تناولت بعض الدراسات حالات لسوء استخدام منتجات الهندسة المالية كالدراسة التي أنجزها هال (Hull) سنة 2006، حيث أكد أن هذه الحوادث ناجمة عن عدم وجود حوكمة سليمة للشركات وضوابط داخلية كافية،¹ إذ ستساعد آليات الحوكمة والضوابط السليمة في الشركات التي تطبق الهندسة المالية أو تستخدم منتجاتها في التقليل من المخاطر المرتبطة بسوء استخدامها للهندسة المالية، كما يمكن لحوكمة الشركات أن تكون بمثابة آلية رصد لفعالية تطبيق الهندسة المالية.²

باستطاعة حوكمة الشركات تقديم آليات تعمل على فرض رقابة فعالة على الهندسة المالية ومنتجاتها، لذلك تعد آليات حوكمة الشركات إحدى ضروريات الدخول إلى سوق الأوراق المالية، حتى تحوز الشركات على ثقة الأفراد والمتعاملين في السوق، وقد أثبت التقرير المقدم من طرف لجنة التحقيق في الأزمات المالية (FCIC : The Financial Crises Inquiry Commission) المعد في جانفي 2011 والذي حدد أسباب الأزمة العالمية لسنة 2007 والمتمثلة في فشل على نطاق واسع في الأنظمة المالية، أخطاء كبيرة في حوكمة الشركات ضمن العديد من الشركات المالية الفاعلة في أسواق الأوراق المالية، بالإضافة إلى انتهاكات على جميع المستويات فيما يخص المساءلة وأخلاقيات العمل. وكل هذه العوامل مرتبطة بحوكمة الشركات والضوابط والتنظيمات.³

وفي مقال بعنوان الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، كانت أهم التوصيات التي تم تقديمها كما يلي:⁴

- تطبيق مبادئ الحوكمة على الشركات (المالية وغير المالية) والأسواق المالية حتى يتحقق القدر الكافي من الشفافية والانضباط الذين يمنعان وقوع الممارسات الاحتكارية والمضاربة والتلاعبات التي تهدف لتعظيم الربح دون النظر إلى الآثار الجانبية التي يمكن أن تنتج عن ذلك.

¹ - John C. Hull, *Options, futures, and other derivatives*, Pearson Education, United States of America, 2012, p: 779.

² - John Ifeanyichukwu Osuoha, "Financial Engineering, Corporate Governance and Nigeria Economic Development", *Journal of Financial Risk Management*, Vol 2 No.4, 2013, p: 63.

³ - Financial Crisis Inquiry Commission, "This Crisis was Avoidable – a Result of Human Actions, Inactions and Misjudgments; Warning Signs Were Ignored", Releases Report on the Causes of the Financial Crisis, January 27, 2011. Available on line at this link: <http://fcic.law.stanford.edu/>, last time seen: 08/01/2014, 22:06.

⁴ - عبد الكريم أحمد قندوز، 2010، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

- الحاجة إلى زيادة القيود على التوسع في الدين بدرجة لا تتوافق مع نمو القطاعات الحقيقية الإنتاجية في الاقتصاد.

- وضع المزيد من اللوائح والتشريعات التنظيمية المتعلقة بممارسات محددة تتعلق بشكل خاص بالمعاملات التي توضح أنها تمثل -زعمًا- منتجات مبتكرة لصناعة الهندسة المالية، والتي كانت سببًا مؤثرًا في زيادة حدة الأزمات التي عرفها النظام المالي العالمي.

ويظهر من خلال التوصيات التي قدمها الباحث أن هناك حاجة ملحة لحوكمة وضبط أدوات الهندسة المالية، وذلك لما تعكسه حوكمة الشركات من مبادئ قادرة على تجنب الاستعمالات السلبية لأدوات الهندسة المالية، فمن الممكن أن استخدام الهندسة المالية هو مجرد تجاوز للأنظمة وتخطي للسياسات بهدف زيادة الربحية، فسوف يؤدي ذلك إلى عدم استقرار الأسواق المالية دون مقابل من الرفاه الاقتصادي.

المطلب الثالث: نتائج الإخفاق في ضبط الهندسة المالية: دراسة حالة انهيار شركة إنرون 2001

بغية الوقوف على أهم الآثار المترتبة عن عدم ضبط الهندسة المالية، سيتم فيما يلي الوقوف على إحدى أهم إخفاقات حوكمة الشركات في ضبط أدوات الهندسة المالية، من خلال عرض حالة شركة إنرون (ENRON) سنة 2001، والتي تعد سابع أكبر الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية والحائزة على جائزة الشركة الأكثر ابتكارًا في الجانب المالي لست مرات آنذاك، حيث قامت إدارة شركة إنرون باستعمال الهندسة المالية وعلاقاتها المميزة مع عدة أطراف خارجية في إخفاء الوضع المالي للشركة طيلة ثلاث سنوات.

1- الاستعمال السيئ للهندسة المالية من طرف إدارة شركة إنرن

خلصت لجنة التحقيق في مجلس الشيوخ بالولايات المتحدة الأمريكية إلى أن مديري شركة إنرون قد سمحوا باستعمال أساليب محاسبية مبتكرة ذات مخاطرة عالية، والمتعلقة أساسًا بنقطتين رئيسيتين ضمن نظام الإفصاح المالي لشركة إنرن، الأولى تتمثل في القيمة المحاسبية العادلة (The fair value)، والثانية تتعلق باستخدام الشركة لوحدات ذات أغراض خاصة (SPVs: SPECIAL PURPOSE VEHICLES) خارج ميزانية الشركة.¹

¹ - William C. Powers & Raymond S. Trough & Herbert S. Winokur, "REPORT OF INVESTIGATION BY THE SPECIAL INVESTIGATIVE COMMITTEE OF THE BOARD OF DIRECTORS OF ENRON CORP", February 1, 2002, p: 03.

تعتمد شركة إنرون في تسجيل الارتفاع المتعلق بأصولها وخصومها الناتج عن العمليات التجارية على القيمة السوقية أكثر منه على التكلفة التاريخية، وهذا يتوافق مع المبادئ الأساسية للمحاسبة المتفق عليها بين مختلف المؤسسات المالية، حيث يتم التصريح بالقوائم المالية وفقا للقيمة السوقية العادلة، إلا أن شركة إنرون عملت على التصريح بالقيمة السوقية العادلة فقط في الحالات التي تقوم فيها بصفقات إيجابية، أما في حالة الصفقات غير الأكيدة فقد اعتبرت عمليات لم تتحقق بعد وأظهرتها بالقيمة التاريخية، في حين قامت بالتصريح عن هذه الأنشطة من خلال التصريح عن صفقات جد معقدة بحيث قيمتها السوقية لا تعكس القيمة العادلة.

أما فيما يخص الوحدات ذات الأغراض الخاصة، فقد تم إنشاؤها ورعايتها ماديا من طرف الشركة، وغالبا ما تشير هذه الوحدات إلى هياكل ناقلة للتمويل، تستخدم بصفة خاصة لجمع المال وإدارة المخاطر.

قامت شركة إنرون باستثمار مبالغ هامة في قطاعي الطاقة والاتصالات، وكلا القطاعين لا يدر أرباحا خلال الثلاث سنوات الأولى من الاستثمار. ولأن الشركة تملك تدفقات نقدية محدودة لا تكفي لتسديد خدمة الدين، قامت الشركة بمشاركة مشاريعها الاستثمارية بغرض تمويل نموها، وذلك من خلال استخدام الوحدات ذات الأغراض الخاصة. ولارتفاع المخاطر المرتبطة بأصول شركة إنرون المباعة للوحدات الخاصة، طالب المقرضون للوحدات الخاصة من شركة إنرن تقديم ضمانات على هذه الأصول.¹

هناك ثلاثة عوامل أثارت الجدل حول استعمال شركة إنرون لهذه الوحدات تمثلت في أن ملكية هذه الوحدات تعود لعمال شركة إنرون، كما أنها أحد دائني شركة إنرون ولم يتم ضم ديونها إلى القوائم المالية النهائية للشركة، ولهذا كانت خدمة الدين لشركة إنرن أكبر مما تبدو عليه من خلال قوائمها المالية.²

وأخيرا، بعض هذه الوحدات لم تتوفر فيها الشروط حتى يتم التصريح بها خارج الميزانية العامة للشركة وكان من المفروض تجميع حساباتها مع حسابات الشركة. وقد أسهمت هذه الوحدات الخاصة بشكل كبير في انهيار الشركة.³

¹ - Robert Wearing, *Cases in Corporate Governance*, SAGE Publications, London, 2005, pp: 69-70.

² - William C. Powers & Raymond S. Trough & Herbert S. Winokur, 2002, *Op-cit*, p:70.

³ - *Idem*, 70.

2- إخفاق آليات الحوكمة في ضبط منتجات الهندسة داخل شركة إنرون

تزايدت الهفوات في تطبيق مختلف ممارسات حوكمة الشركات داخل شركة إنرون، مما سهل زوال الشركة في نهاية المطاف، حيث فشلت حوكمة شركة إنرون على عدة أبعاد، سواء بالنسبة للحوكمة الداخلية أو الخارجية للشركة، مما سمح للمديرين داخل شركة إنرون بإخفاء الوضع المالي الحقيقي لها طيلة ثلاث سنوات.

نجحت لجنة التحقيق التابعة لمجلس الشيوخ في إلقاء الضوء على نشاطات مجلس إدارة شركة إنرون من خلال مجموعة من الاستجابات مع أعضائه، وتوصلت إلى أن مجلس الإدارة كان يجتمع خمس مرات في السنة، طيلة يومين في كل اجتماع، وخلال الاجتماع لم يكن هناك تواصل كاف بين أعضائه وبين أعضاء مجلس الإدارة والمدققين الخارجيين، كما أن مدة الاجتماع غير كافية حتى يجتمع المجلس بمختلف اللجان التابعة له كلجنة التدقيق الداخلي، لجان المكافآت ومختلف رؤساء فروع الشركة وغيرهم.

وفي الوقت نفسه لم يول مجلس الإدارة الاهتمام ببعض النشاطات المهمة التي تقوم بها إدارة الشركة كتدقيق الحسابات خارج الميزانية (مختلف الملحقات التي تتبع الميزانية وتوضح المبالغ المدرجة فيها)، أي حسابات الوحدات ذات الأغراض الخاصة، والتي يبدو أنه قد أهملها. وبهذا، يكون مجلس إدارة شركة إنرون قد أخفق في وضع نظام رقابة يضبط مختلف الصفقات مع الوحدات ذات الأغراض الخاصة.¹

تنص القوانين في الولايات المتحدة الأمريكية على أن تتم المصادقة على القوائم المالية للشركات كل سنة من قبل مدققين مستقلين. بالنسبة لشركة إنرون، فقد تم التشكيك في استقلالية المكتب المسؤول عن المصادقة على قوائمها المالية السنوية وهو مكتب آرثر أندرسون (Arthur Andersen)، وذلك لعدة أسباب تمثلت في قبول مكتب التدقيق عملية تدقيق حسابات الشركة نفسها عدة مرات مما عرض موضوعية المدقق واستقلاليتة للتشكيك، وهناك سبب آخر يتمثل في أن مكتب آرثر أندرسون قد قام بتولي التدقيق الداخلي والخارجي لشركة إنرون طيلة سنتين، وبهذا عند قيامه بعملية التدقيق الخارجي يكون قد أعاد تدقيق عمله نفسه الذي قام به أثناء التدقيق الداخلي، خاصة فيما يتعلق بحسابات الصفقات المبرمة مع الوحدات

¹ - William C. Powers & Raymond S. Trough & Herbert S. Winokur, 2002, Op-cit, p: 148- 165.

ذات الأغراض الخاصة. وبهذا، يكون مكتب آرثر أندرسون قد أخفق في مراجعة مختلف العمليات المتعلقة بأدوات الهندسة المالية خاصة فيما يتعلق بالوحدات ذات الأغراض الخاصة في شركة إنرون.¹

لخصت لجنة التحقيق في مجلس الشيوخ الأمريكي أسباب انهيار شركة إنرون في فشل مجلس الإدارة في القيام بواجباته الرقابية، خاصة فيما يتعلق بتكوين شراكات خارج الميزانية العامة للشركة مع وحدات خاصة تعود ملكيتها لعمال شركة إنرون، حيث أخفق مجلس الإدارة في مراقبة الصفقات المتعلقة بهذه الشركات. كما فشل في منح إشارات تحذير حول هذه الصفقات المشبوهة عند اكتشافها. وبهذا كان مجلس الإدارة وراء السماح وحتى تشجيع مديري شركة إنرون على الإقبال على دعم الأنشطة المالية المبتكرة وتقديم إفصاح مغلوط، جعل من الشركة أكثر شهرة، لكن قادها في نهاية المطاف إلى الانهيار.²

يمكن تلخيص التركيبة التي أدت إلى انهيار شركة إنرون في ثلاثة عوامل، يتمثل العامل الأول في وضع المديرين في شركة إنرون لهيكله مالية مبتكرة سمحت بالتحايل على القواعد المحاسبية والرقابة الداخلية والخارجية. أما العامل الثاني فيتمثل في إخفاق الرقابة الداخلية، إذ كان من السهل التحايل عليها، حيث لم يلتزم مجلس الإدارة بقواعد الشركة وسلوكياتها وسمح بعدة صفقات خطيرة ثم لم يعط أهمية لمراجعتها. تمثل العامل الثالث في إخفاق المدققين الخارجيين في إعلام مجلس الإدارة بمختلف المشاكل المحتملة جراء الشراكات مع مختلف الوحدات ذات الأغراض الخاصة.

المبحث الثالث: دور الهندسة المالية في تفعيل حوكمة الشركات

يتناول هذا المبحث بالشرح قدرة الهندسة المالية على استحداث آليات حوكمة جديدة تمكن الشركات من تجاوز مختلف التحديات الجديدة من فساد وتطور في تكنولوجيا المعلومات والاتصال.

المطلب الأول: الحاجة إلى الهندسة المالية من أجل تفعيل حوكمة الشركات

أثبتت الأزمات الاقتصادية أنه يجب مراجعة هيكله كل من الضوابط القانونية الكلية والمحلية، كما أثبتت أن هذه الضوابط ضرورية وتعمل على تسهيل عملية التطور الاقتصادي، حيث بإمكان أدوات الهندسة المالية بصفة عامة تقديم قيمة إيجابية للأفراد والمجتمع ككل. فظهور الهندسة المالية وأدواتها أجبر أكثر المؤسسات المالية المتطورة على الوقوع في أخطاء، كما يمكن أن تؤثر أيضا على آليات الحوكمة فيها،

¹ - Stuart L. Gillan and John D. Martin, "Financial Engineering, Corporate Governance, and the Collapse of Enron", Working Paper Series, June 2002, pp: 25-26.

² - *Idem*, pp: 01-02.

فمثلا عملية فصل حق التصويت عن حق ملكية السهم (Equity Decoupling) يمكن أن يؤثر على هيكله الآليات الداخلية والخارجية للحوكمة كحق المساهمين في التصويت وأيضا على آلية سوق الاستحواذ على رقابة الشركات. بما أن للهندسة المالية ومنتجاتها هذا التأثير السلبي على نظام الحوكمة، فإنه من الممكن أن يكون لها تأثير إيجابي أيضا على آليات حوكمة الشركات.

يحتاج التطور والنمو الاقتصادي إلى أشكال جديدة للحوكمة، وقد أكدت التجارب أن هذه الأشكال الجديدة للحوكمة كغيرها من الأدوات، السياسات والاستراتيجيات، غير ممكنة التطبيق دون إعادة النظر فيها. فهناك حاجة إلى تجربة واختيار هذه الأشكال والآليات للحوكمة بغرض إعداد عدة مقاربات تعطي إمكانية لتطبيق هذه الآليات، فهي بحاجة إلى عملية دمج مع أنظمة الحوكمة الموجودة. كما أن بعض التعديلات اللازمة عند تطبيقها كالتنسيق بينها وبين الإجراءات المعدة مسبقا أو أنظمة الرقابة التي سبق وأن تم وضعها.¹

تختلف آليات الحوكمة المستحدثة عن الموجودة مسبقا، لكن يمكن تطبيقها جنبا إلى جنب، مع نقص الخبرة والمعرفة حول الآليات المستحدثة، بالإضافة إلى ارتباط تطبيق هذه الآليات مع الصراع القائم بين مختلف أطراف المصلحة من الإدارة، العمال والمساهمين، حيث يمكن أن تؤثر هذه الأشكال الجديدة للحوكمة على نفوذ بعض الأطراف على حساب الأخرى.²

ومن هذا المنطلق، تم تأسيس العديد من مخابر البحث التي تدرس كيفية إرساء آليات جديدة للحوكمة، وتسمح الهندسة المالية بدراسة كيفية إرساء آليات جديدة للحوكمة على المدى البعيد من خلال عملية التصميم، النماذج المطورة والتخطيط الاستراتيجي من جهة، ومدى مقاومة هذه الآليات وفعاليتها وإمكانية حدوث نتائج غير مرغوبة من جهة أخرى.

المطلب الثاني: الأزمات المالية والابتكار في حوكمة الشركات

الابتكارات في حوكمة الشركات هي قواعد، ضوابط ومقاربات جديدة مقارنة مع الوضع الراهن تسعى إلى معالجة المشاكل داخل الشركة بطرق أكثر كفاءة وفعالية، لتحقيق نتائج أفضل. وتعد نواتج الهندسة

¹ - Jan-Peter Voß & all, "The emergence, development and expansion of new forms of governance: comparative case studies on tradable permit schemes and deliberative procedures", Research Program of the Innovation in Governance Research Group, Germany, September 2009, p: 04. Available at this link: <http://www.innovation-in-governance.org/projects#c30>, last time acceded 29/01/2014, 19:18.

² - *Idem*, p: 04.

المالية سلاحا ذي حدين، فمن جهة هي تهدف إلى حل المشاكل المالية للشركات من خلال السعي إلى معالجة الإخفاقات الراهنة ومنع إمكانية وقوعها في المستقبل، ولكنها من جهة أخرى تفتح المجال أمام بعض المنتجات والخدمات والعمليات الجديدة في السوق التي تتميز بالتعقيد، وترافقها نسبة من المخاطرة. وبالتالي، يصعب التحكم فيها مما يحدث فجوات على مستوى القوانين، فالنظر إلى منتجات الهندسة المالية من الجهة القانونية أكثر من أنها إبداعات مالية، يوضح أنها وضعت بمعرفة مسبقة للقوانين، وهذا من أجل كسب ميزة تنافسية من خلال تجنب البعض من هذه القوانين، ومنه فهندسة القوانين أصبحت عملية ضرورية ومرافقة لمختلف الأدوات المالية المستحدثة لضمان استقرار السوق.¹

الأصل في الابتكار في حوكمة الشركات هو الوقاية، وكمثال عن ذلك متطلبات نسبة رأس المال في بازل -1- التي أدت إلى اختراع الأدوات الاستثمارية المهيكلة (SIVs : Structured investment vehicles)، كما أن ابتكارات حوكمة الشركات تشمل مجموعة متعددة من أصحاب المصلحة بدء من المساهمين، المسيرين، الجمعيات والجهات الفاعلة في المجتمع المدني وغيرها.²

يمكن أن تكون الابتكارات في الحوكمة على نطاق عام متعلق بالحكومات، كما يمكن أن تكون على نطاق خاص متعلق بالشركات. الابتكارات في حوكمة الشركات التي لها علاقة بالنطاق العام هي تلك التي تهدف إلى حل المشكلات التي تقع على عاتق الحكومات ويمكن ذكر البعض منها فيما يلي:³

- تحولات في النموذج، على سبيل المثال الانتقال من معيار قاعدة الذهب إلى نظام بريتن وودز (Bretton woods)، أو عملة موحدة تحل محل العملة الوطنية كما هو الحال في الاتحاد الأوروبي.
- الأطر السياسية والنظامية.
- المؤسسات والمنظمات كصندوق النقد الدولي، البنك الدولي...
- عمليات وأنظمة اتخاذ القرار كالمنظمة العالمية للتجارة في مقابل صندوق النقد الدولي فيما يخص نظام التصويت، ففي السابق تم اعتماد حقوق السحب الخاصة أما الآن من خلال تخصيص نفس حق التصويت لجميع الأعضاء.
- البرامج والنشاطات، مثلا رقابة البنوك.

¹ - Doreen McBarnet, "Financial Engineering or Legal Engineering? Legal Work, Legal Integrity and the Banking Crisis", Working Paper, 2010, pp: 1-3.

² - Helmut K. Anheier & Mark T. Fliegau, "Financial Governance Through the Lens of Innovation", published in *Governance Challenges and Innovations: Financial and Fiscal Governance*, Oxford University Press, UK, 2013, p : 196.

³ - Helmut K. Anheier & Mark T. Fliegau, 2013, *Op-cit*, p :196.

في مجال التمويل الدولي، يتضح أن العديد من آليات الحوكمة المبتكرة تقع ضمن فئة آليات التصدي والوقاية من المشاكل، بحيث يعرض الجدول الموالي التحولات السياسية والابتكارات في آليات الحوكمة التي أتت عقب الاضطرابات المالية منذ سنة 1900 إلى 2002.

الجدول رقم (10): أهم الأزمات المالية العالمية والابتكار في الحوكمة

الابتكارات في الحوكمة (التي تلتها)	الأزمات المالية
نظام بريتن وودز (بما في ذلك البنك الدولي وصندوق النقد الدولي...)	الكساد الكبير (1929 حتى 1934)
- مبادرة شيانغ ماي (Chiaing mai) - مجموعة الاستقرار المالي - مجموعة G20	أزمة دول شرق آسيا (1997 و 1998)
- قانون دود فرانك (Dodd-Frank) (اصلاحات وول ستريت وقانون المستهلك) - تسهيلات للمجموعة الأوروبية للاستقرار المالي. - الضريبة الأوروبية على التحويلات المالية.	الأزمة المالية والاقتصادية (2007 و 2008)

المصدر: Helmut K. Anheier & Mark T. Fliegau, 2013, *Op-cit*, pp :197-198.

المطلب الثالث: التحديات الجديدة أمام آليات حوكمة الشركات وضرورة التكيف

في إطار المخاطر الواضحة والمرافقة للعولمة، تظهر تحديات جديدة أمام آليات حوكمة الشركات تتمثل أساسا في الفساد والتطور التكنولوجي.

1- الفساد

يعد الفساد أكبر عائق أمام تحسين جودة حوكمة الشركات، وتعد صفة الجشع في البشر أحد أهم الأسباب المؤدية إلى الفساد، في ظل ضعف الحوافز وعدم قدرة الأنظمة على معاقبة الفساد المؤدي إلى ارتفاع منحنى الكسب غير المشروع في كثير من الدول. فضلا عن عوامل أخرى حفزت على انتشار الفساد

تمثلت في الدرجة العالية من التعقيد وعدم الشفافية في أنظمة الحكم والرقابة، قيام الدولة بدور المحتكر في تقديم الخدمات، تخلف الأنظمة والأطر القانونية، نقص المعلومة وضعف مفهوم حقوق المواطنين.

كل العوامل سابقة الذكر، شكلت حاجة ملحة إلى إرساء نظام يقوم على التوعية ودعم الوكالات التي تعمل على محاربة الفساد، حيث أصبح الحق في الحصول على المعلومة أحد أهم الضوابط في أغلب الدول، وتلزم الشركات بضرورة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية للمساهمين فيها، مما يسمح بضمان أن الموارد التي تعود لهؤلاء المساهمين يتم استغلالها بالطريقة الصحيحة.

ونظرا للتشعب ودرجة التعقيد، تظهر الحاجة إلى ضرورة تطوير آليات حوكمة قادرة على العمل ضمن هذا الإطار، حيث إن الآليات التقليدية غير قادرة في أغلب الأحيان على التعامل مع درجة التعقيد الكبيرة التي يتميز بها عالم الأعمال الحديث.

2- حوكمة تكنولوجيا المعلومات

أثرت تكنولوجيا المعلومات (تعرف أيضا بتكنولوجيا المعلومات والاتصال) بشكل كبير على المجتمع والشركات بشكل خاص، ولازالت تؤثر عليها، فمن وجهة نظر تاريخية، يمكن وصف تطورات تكنولوجيا الثورة خصوصا في سنوات الثمانينيات من القرن العشرين، هذا التطور أوجب ضرورة اتخاذ الحذر اللازم من الأخطار التي يمكن أن ترافقه. ومنه، ظهرت أهمية حوكمة تكنولوجيا المعلومات في نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات من القرن العشرين. فأهمية حوكمة تكنولوجيا المعلومات كانت نتيجة للتطور الهام في تكنولوجيا المعلومات.

ويمكن تعريف حوكمة تكنولوجيا المعلومات على أنها العملية التي يتم من خلالها اتخاذ القرارات حول الاستثمارات في تكنولوجيا المعلومات، وهناك وجهة نظر أخرى تعتبر حوكمة تكنولوجيا المعلومات على أنها تخصيص حقوق اتخاذ القرار والإطار المحاسبي من أجل تشجيع الاستعمال المرغوب فيه لتكنولوجيا المعلومات. وكل هذه المقاربات تقترح أنه بمجرد تحديد إطار اتخاذ القرار، سيكون تطور تكنولوجيا المعلومات بالشكل المرغوب فيه.

من جهة أخرى، إلى جانب الحاجة إلى آليات حوكمة قادرة على ضبط ومراقبة التطور السريع في استعمال تكنولوجيا المعلومات من قبل الشركات، يمكن أيضا استعمال تكنولوجيا المعلومات في تطوير آليات

الحوكمة، كما هو الحال مع المراجعة الإلكترونية التي يعتمد فيها على برامج معلوماتية قادرة على القيام بمراجعة كلية للقوائم المالية في الشركات بدل الاعتماد على نظام العينات.

المطلب الرابع: دور الهندسة المالية في ابتكار آليات حوكمة مستحدثة

من المتعارف عليه أن مصطلح الهندسة المالية يستعمل في عملية إنشاء أدوات، سياسات واستراتيجيات جديدة، لكن عند استعمال هذا المصطلح لدراسة عملية إصدار آليات حوكمة جديدة وجب إعطاء لمحة عن هذه العملية لإبراز معالمها.

1- مراحل هندسة آليات حوكمة الشركات

يمكن فهم هندسة آليات حوكمة الشركات على أنها عملية تطوير وابتكار لآليات تعمل على ضمان حقوق أصحاب المصالح في الشركة. وهذا يتضمن عملية هندسة لشبكات هجينة مكونة من عناصر مختلفة بهدف الوصول إلى النتائج المرجوة أو تحسين النتائج الحالية للشركة، بحيث إن هذه العناصر المختلفة لا تضم فقط القوانين الموروثة، أو القواعد الإدارية المتعارف عليها، بل تضم أيضا المعايير غير الرسمية، الموارد المالية، القدرات التنظيمية، النماذج النظرية، الفاعلين الاقتصاديين بمختلف مهاراتهم ومواردهم، أنظمة الرقابة وقواعد البيانات وغيرها، فعملية ابتكار واستحداث آليات حوكمة تستدعي إرساء مثل هذه الشبكات.¹

كما تجدر الإشارة إلى أن هناك جملة من الصعوبات التي يمكن مواجهتها عند محاولة تطوير آليات حوكمة ذات تصميم قوي قادر على التفاعل مع مختلف العناصر داخل الشركة. من بين هذه الصعوبات الآثار غير المقصودة لهذه الآليات والتحويلات في الوظائف لهذه الآليات التي يمكن أن تطرأ عليها.

وقد طور ريب وسكوت (Rip & Schot) مفهوما لابتكار المالي مع مراعاة جانب أجهزة الإعلام الآلي المستعملة في بيئة الأعمال، حيث إن الأجهزة التكنولوجية تربط بين استعمال مختلف العلوم والتكنولوجيا في الأسواق. لذا، يمكن اعتبار تكنولوجيا المعلومات كأحد مخرجات التفاعل بين عناصر الشبكات المستحدثة في إطار حوكمة الشركات باعتبارها مكان التطبيق. ويمكن ربط مفهوم التكنولوجيا بنطاق حوكمة الشركات من خلال التمييز بين ثلاث مراحل عند عملية هندسة آليات حوكمة الشركات، الأولى تتمثل في عملية تطوير آليات جديدة من خلال ربط عدة عناصر في تشكيلة جديدة يتم اختيارها،

¹ - Helmut K. Anheier & Mark T. Fliegau, 2013, *Op-cit*, p: 176.

وعند إثبات نجاحها يتم اعتمادها كمبدأ يمكن من خلاله الحصول على عدة مخرجات جديدة لحوكمة الشركات.¹

المرحلة الثانية تتمثل في تطوير نموذج أولي لآلية الحوكمة من خلال المبادئ الأساسية للحوكمة التي تم الوصول إليها في المرحلة الأولى، يتم تطبيقه على أرض الواقع، بحيث يتم تبادل الخبرات والمهارات حول هذه النماذج بين مختلف أصحاب المصالح الذين تبناها. بعد إثبات المبادئ والتجارب على النموذج الأولي، تبدأ المرحلة الثالثة، بحيث إذا كانت الآليات المستحدثة قابلة للتطبيق بشكل أوسع يتم تأكيدها لتدخل في هيكل حوكمة الشركات.

2- خصائص نواتج الهندسة المالية في إطار حوكمة الشركات والطرق المعتمدة في استحداثها

لقد تغيرت ظروف وشروط حوكمة الشركات، وظهرت العديد من المقاربات استجابة للضغوط التي تفرضها أنظمة الحوكمة الموجودة حالياً. لذا، بدأت العديد من الأفكار والممارسات في الظهور، والتي قد تم طرحها من قبل مختلف الجهات الفاعلة في السوق على مختلف المستويات.

تسمح الهندسة المالية بإيجاد أفكار جديدة، طرق ووسائل من أجل إيجاد حلول لمختلف المشاكل والتحديات الجديدة أمام حوكمة الشركات، ويمكن استعمال هذه الابتكارات في آليات حوكمة الشركات في مختلف القطاعات من منظمات وفاعلين، كالشركات، الحكومات والمجتمع ككل.

يمكن تعريف الابتكارات في آليات حوكمة الشركات على أنها قواعد جديدة ومقاربات تعالج مشاكل الشركات بطرق أكثر فعالية من أجل تحسين نتائجها، وأيضاً من أجل دعم الشرعية فيها، وتتميز نواتج الهندسة المالية الخاصة بحوكمة الشركات بجملة من الخصائص يمكن إجمالها في الآتي:²

- تفترض آليات الحوكمة المستحدثة بعض العمليات المتطورة، حيث يتم اعتماد أفكار جديدة، أو يتم تغيير أفكار سبق وأن تم اعتمادها، من خلال تحسينها وتنفيذها.
- لا يتم استحداث هذه الآليات المبتكرة بشكل معزول.
- يتم تقديم المصلحة العامة على المصلحة الخاصة عند استحداث هذه الآليات.

¹ - <http://www.innovation-in-governance.org/research.html>, last time seen: 24/08/2014, 11:55.

²-website: <http://www.governancereport.org/home/governance-innovations/what-are-governance-innovations/defining-governance-innovations/>, last time seen: 24/08/2014, 11:57.

- تتطلب عملية ابتكار آليات حوكمة جديدة تعاون مختلف الجهات الفاعلة.
- يتم تبني هذه الآليات المبتكرة من طرف مختلف أصحاب المصالح وذلك عند ظهور الفكرة لأول مرة، من خلال عملية التنفيذ، التكييف والإشهار بها.

هناك ثلاث طرق يمكن من خلالها استعمال الهندسة المالية لاستحداث آليات حوكمة للشركات،¹ تمكن الطريقة الأولى من الحصول على صيغة مزدوجة لآليات حوكمة الشركات من خلال تقديم الهندسة المالية لآليات حوكمة شركات قادرة على النقاط المشكل الأساسي وفي الوقت نفسه اقتراح حل لهذا المشكل. الطريقة الثانية تتمثل في إعادة التركيب، أي اعتماد عناصر موجودة في أنظمة معينة وإدخالها على نظام حوكمة الشركات. أما الطريقة الثالثة فتتمثل في إعادة التوظيف لآليات حوكمة الشركات من خلال إعادة النظر فيها ودراسة إمكانية تطبيقها في مجالات وحالات مغايرة.

3- أمثلة عن بعض نواتج الهندسة المالية في إطار الحوكمة

فيما سبق، تمت الإشارة إلى ابتكارات الحوكمة على أنها قواعد، نظم ومقاريات جديدة، إذا ما قورنت مع الآليات التقليدية للحوكمة يظهر أنها موجهة لحل بعض المشاكل في الشركات بطرق أكثر فاعلية وكفاءة، وذلك بهدف إدارة أحسن للشركة ولتعزيز الشرعية فيها.

قبل عرض بعض الأمثلة عن آليات الحوكمة المستحدثة وجب لفت الانتباه إلى أن إرساء مثل هذه الآليات يتطلب جهدا مشتركا بين كل من الشركات، القطاع العام والمنظمات غير الربحية، ويبقى الدور الكبير للقطاع العام لامتلاكه كل المقومات التي تسمح له بالابتكار في آليات الحوكمة. إلا أن الدور الذي تقوم به الحكومة/ القطاع العام قد تغير، لذا يجب عليها أن تقلل من حاجتها إلى المشرعين من أجل ضبط حوكمة الشركات، وهذا بهدف تقليل التكاليف التي تنجر عن توظيف المشرعين، بالإضافة إلى أنه يجب على الحكومة أن تعتمد على كل المقاريات عند هندستها لآليات حوكمة جديدة حتى يمكن القول عنها أنها "آليات حوكمة مستدامة".²

¹ - website: <http://www.governancereport.org/home/governance-innovations/what-are-governance-innovations/defining-governance-innovations/>, last time seen: 24/08/2014, 11:57.,

² - Shann Turnbull, *Re-Inventing Governance Using the Laws of Nature*, International Institute for Self-governance, London, UK, 2011, p: 01, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1938745>, last time seen, 14/08/2014, 21:51.

وفيما يلي سيتم تقديم بعض الأمثلة عن آليات الحوكمة المستحدثة والمتمثلة في مبادرة تشيانغ ماي متعددة الأطراف، الشركات ذات المسؤولية المحدودة منخفضة الربح، شركة المنافع وتعاونيات أصحاب المصالح.

3-1-1 - مبادرة تشيانغ ماي متعددة الأطراف (Chiang Mai Initiative Multilateralisation)

يمكن للاختلال في الميزان التجاري أن يتسبب بتهديدات خطيرة لاستقرار المالي وهذا ما حدث في أزمة دول شرق آسيا سنة 1997، مما أدى بهذه الدول للبحث عن آلية لحمايتها من الأزمات في المستقبل من خلال التعاون الإقليمي، وكان لها ذلك من خلال مبادرة تشيانغ ماي متعددة الأطراف، حيث عينت المبادرة شبكة من عقود المقايضة (swaps) بين مجموعة دول آسيا زائد ثلاثة، وقد حل هذا الهيكل المالي متعدد الأطراف مستويين للحوكمة المالية من خلال المفاضلة بين السيولة والمخاطرة المعنوية عن طريق معالجة ميزان المدفوعات والصعوبات المتعلقة بالسيولة في الأجل القصير ضمن منطقة دول شرق آسيا.¹

وقد أدى تبني هذه المبادرة إلى إنشاء صندوق إقليمي يعمل على ضمان الرقابة والقوة المالية لتمكين السلطات في الدول العضوة من أداء خدمة ديونها وضمان استقرار عملتها، وبالتالي تجنب هجمات المضاربة وتغادي تحول المشاكل الأولية إلى مشاكل بنيوية تمتد إلى باقي دول المنطقة.

3-2-2 - الشركات ذات المسؤولية المحدودة منخفضة الربح (Low-profit, Limited Liability Corporations)

عادة ما تتنافى الأهداف الاجتماعية للشركات مع أهدافها التقليدية والمتمثلة في تعظيم الربح. وبالتالي، فإن التحدي هنا يكمن في تحقيق المصلحة العامة من خلال إرساء آلية تعمل على توليد مزيج من العوائد الاجتماعية والاقتصادية في الوقت نفسه.

بناء على التحدي السابق، تم استحداث نوع من الشركات يسمى الشركات ذات المسؤولية المحدودة منخفضة الربح، وهي شبيهة بالشركة ذات المسؤولية المحدودة وتختلف عنها من حيث إن قانونها التأسيسي يضم بعض البنود التي تؤكد أهدافها الاجتماعية، مما يجعل منها أكثر جاذبية للمستثمرين الاجتماعيين،

¹ - للمزيد يمكن الرجوع إلى:

حيث جمع هذا الشكل القانوني الجديد بين مرونة الأعمال التجارية التقليدية والسعي لتحقيق أغراض اجتماعية.¹

3-3 - شركة المنافع (Benefit Corporation)

على عكس شركات المسؤولية المحدودة ذات الربح المنخفض، فإن شركات المنافع ليس لها شكل قانوني جديد أو عناية حكومية خاصة، ومع ذلك الكثير من تشريعات الدول تدعم أهداف شركات المنافع. بدأ هذا النوع من الشركات بالوجود منذ عام 2008، وقد صارت ولاية ماريلاند (Maryland) بالولايات المتحدة الأمريكية أول ولاية تدعم هذا النوع من التشريعات انطلاقاً من سنة 2010، وقد تبعتها في ذلك كاليفورنيا، هاواي ونيوجيرسي.

فبموجب هذه القوانين، يجب على شركة المنافع الابتعاد عن تعظيم قيمة حقوق المساهمين والعمل على تعظيم القيمة لأصحاب المصلحة ككل من البيئة والمجتمع، الموظفين، الموردين وغيرهم، وتتوفر شركة المنافع على رأس مال من نسبياً مع عدم وجود سقف على عوائد المستثمرين، وتضم كل من المستثمرين التقليديين والاجتماعيين على حد سواء. وحالياً توجد حوالي 552 شركة منافع مرخص لها وتعمل في حوالي 60 صناعة وتحصل على أرباح سنوية إجمالية تقارب 3,11 مليون دولار.

3-4 - تعاونيات أصحاب المصالح (The stakeholder co-operatives)

قدم شنن تيرنبول (Shann Turnbull) مثالا عن هذه التعاونيات من خلال عرضه لتجربة مدينة موندراغون (Mondragón) وهي مدينة في منطقة الباسك بإسبانيا، حيث عرفت التعاونيات التي تشكلت حول هذه المنطقة نجاحاً كبيراً على مستوى عدة تدابير لحوكمة الشركات مقارنة بالأشكال الأخرى للشركات، فهندسة الرقابة داخل وبين الشركات في منطقة موندراغون تحتوي على عدد من الابتكارات التي من شأنها تطوير ممارسة حوكمة الشركات.

¹ - للمزيد حول الموضوع يمكن الرجوع إلى:

- Callison & J. W., and Vestal, "The L3C Illusion: Why Low-Profit Limited Liability Companies Will Not Stimulate Socially Optimal Private Foundation Investment in Entrepreneurial Ventures", Vermont Law Review, v 35, 2010.

- Doeringer, "Reevaluating the L3C: Mistaken Assumptions and Potential Solutions", Duke University, School of Law, 2010.

- Murray, J. H. & Hwang, "Purpose with Profit: Governance, Enforcement, Capital-Raising and Capital-Locking in Low-Profit Limited Liability Companies", University of Miami Law Review, v 66, 2011.

تأسست أول تعاونية بمنطقة موندراقون سنة 1956 وزاد عددها تدريجيا ليبلغ حوالي 24540 تعاونية سنة 1992. وتحوز هذه المنطقة على العديد من الشركات التي تعمل في عدة قطاعات كالخدمات المالية، الصناعات الغذائية، التعليم، الإسكان وغيرها.¹

من المعروف أن حوالي 75% من المشاريع المقاولاتية المستحدثة تفشل في الخمس سنوات الأولى من إنشائها، غير أنه في منطقة موندراقون لم تفشل أي مقولة طيلة 32 سنة. هذه النقلة النوعية في مدى جودة المشاريع في منطقة موندراقون وفرت سببا كافيا يدفع الباحثين لتحليل نظام حوكمة الشركات فيها.²

يوضح الشكل رقم (08) هندسة نظام الرقابة المعقد في شركات منطقة موندراقون وهو يختلف عن الذي يلاحظ في المؤسسات المقاولاتية والشركات العائلية، وتحدث هذه الهندسة ميزات عملية وتنافسية من خلال تخصيص وتبسيط مسؤوليات المدراء والمدراء التنفيذيين.

¹ - Shann Turnbull, "Innovations in Corporate Governance: The Mondragón experience", Corporate Governance: An International Review 3:3, Cambridge, USA, July 1995, p: 167.

² - *Idem*, p : 167.

يلزم القانون الإسباني تعاونيات أصحاب المصالح بتكوين ثلاثة أجهزة رسمية هي الجمعية العامة، مجلس الإشراف والمجلس الرقابي، إلا أن سياسة منطقة موندراقون تلزم التعاونيات بتكوين أربعة أجهزة رسمية تتمثل في الثلاثة السابقة إضافة إلى المجلس الاجتماعي الذي يعنى بحوادث العمل، سلامة العمال، نظافة العمال، الضمان الاجتماعي، مستوى الأجر وغيرها، وتخضع الأجهزة الرقابية الأربعة لجملة من القواعد التي تحدد عدد مرات اجتماع أعضائها وكيفية انتخابهم وفترة بقائهم.¹

تعد مساهمة كل من العمال، المستهلكين، الموردين والمجتمع في حوكمة الشركات التابعة لمنطقة موندراقون إحدى أهم العوامل التي ساعدت على بناء هيكل حوكمة قادر على حماية هذه الشركات من استغلال مواردها وسوء إدارتها، مما مكنها من رفع قدرتها التنافسية.

كانت الأمثلة السابقة دليلاً على الدور الذي يمكن أن تؤديه الهندسة المالية في تزويد الأنظمة المالية والشركات بآليات حوكمة تتماشى مع التغيرات الحادثة على مستوى الأسواق أو حتى ضبط الآليات الموجودة مسبقاً حتى تواكب هذه التغيرات، وبذلك تكون آليات حوكمة الشركات قادرة على الوقوف أمام التحديات التي تواجهها من فساد وتطور في تكنولوجيا المعلومات والاتصال.

¹ - Shann Turnbull, 1995, *Op-cit*, p: 171.

خلاصة الفصل الثالث

لقد اهتم هذا الفصل بدراسة التفاعل بين الهندسة المالية وحوكمة الشركات، من حيث إن الهندسة المالية تقدم آليات حوكمة مستحدثة تستجيب للتحديات الجديدة التي تواجهها حوكمة الشركات، وأن حوكمة الشركات تضبط منتجات الهندسة المالية وتعمل على رصد المخاطر المرتبطة بها.

وقد تناول هذا الفصل بالدراسة مفهوم الهندسة المالية من خلال البحث في ظهورها وتطورها وصولاً إلى توضيح أهميتها وعلاقتها بالابتكار المالي.

لا يخلو استعمال منتجات الهندسة المالية من المخاطر، لذا لا بد من ضبطها ومحاولة التحكم في مختلف المخاطر المرتبطة بها. وهنا، تظهر الحاجة إلى آليات حوكمة الشركات التي تساعد على ضمان قدر أكبر من الرقابة الداخلية على الأنشطة المرتبطة بالهندسة المالية داخل الشركة، وقد قدم هذا الفصل دراسة حالة لشركة إنرون أين تم توضيح الآثار التي يمكن أن تترتب عن سوء استعمال منتجات الهندسة المالية في ظل غياب آليات حوكمة فعالة.

وقد تم استخلاص أن الهندسة المالية هي الأخرى تؤدي دوراً مهماً في تفعيل حوكمة الشركات، إذ أن عالم الأعمال يحتاج أشكالاً جديدة لحوكمة الشركات وقد أكدت التجارب أن هذه الأشكال الجديدة للحوكمة كغيرها من الأدوات والآليات غير ممكنة التطبيق دون إعادة النظر فيها بهدف التنسيق بينها وبين آليات وأنظمة الرقابة الموجودة مسبقاً.

وفي ختام هذا الفصل، تم تقديم بعض الأمثلة عن نواتج الهندسة المالية في إطار حوكمة الشركات، أين تم لفت الانتباه إلى أن القطاع العام يؤدي دوراً محورياً في إرساء مثل هذه الآليات.

الفصل الرابع:

ممارسات حوكمة الشركات وتأثيرها على قيمة
الشركات غير المدرجة

الفصل الرابع: ممارسات حوكمة الشركات وتأثيرها على قيمة الشركات غير المدرجة

خلال العقود الأخيرة، اكتسبت حوكمة الشركات الكثير من الاهتمام من قبل مخططي السياسات ومشرعي القوانين، غير أن أهميتها زادت كثيرا بعد النتائج المتوصل إليها من خلال الكثير من البحوث حول إسهامها في الرفع من أداء وقيمة الشركات مما جعلها عامل جذب للمستثمرين.

تهدف الأطروحة لدراسة تأثير ممارسات حوكمة الشركات على قيمتها مع دراسة قياسية لعينة من الشركات الجزائرية غير المدرجة، مما يحتم تناول حوكمة الشركات غير المدرجة بالدراسة.

هناك اتفاق حول دور آليات حوكمة الشركات على مستوى الشركات المدرجة، إلا أن مشاكل الوكالة المرتبطة بالشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية ليست بالضرورة نفسها التي تظهر في حالة الشركات غير المدرجة، إذ أن حوكمة الشركات غير المدرجة تأخذ منحى ذا طبيعة خاصة، نظرا لتنوع أصناف الشركات غير المدرجة واختلاف خصائص هذه الشركات عن خصائص الشركات المدرجة. لذا، وجب إعطاء حوكمة الشركات غير المدرجة طرعا خاصا ومستقلا من خلال محاولة تصنيف هذه الشركات ودراسة مشاكل الوكالة فيها حتى يكون المجال مفتوحا أمام دراسة مختلف الممارسات المستعملة في حوكمتها.

هناك عدة متطلبات لازمة لدراسة تأثير حوكمة الشركات على قيمتها، كضرورة قياس تأثير آليات حوكمة الشركات من خلال مؤشرات، وقد ضم هذا الفصل بطريقة ضمنية مختلف المعارف اللازمة لفهم كيفية استعمال بعض تقنيات وأساليب الهندسة المالية لقياس وبناء مؤشرات حوكمة الشركات.

ولتحقيق أهداف هذا الفصل يتم عرضه من خلال ثلاثة مباحث الموالية:

- طبيعة الشركات غير المدرجة؛
- حوكمة الشركات غير المدرجة؛
- استخدام مؤشرات حوكمة الشركات لدراسة تأثيرها على قيمة الشركات غير المدرجة.

المبحث الأول: طبيعة الشركات غير المدرجة

تم تخصيص هذا المبحث لعرض خصائص الشركات غير المدرجة وطبيعة مشكل الوكالة فيها.

المطلب الأول: خصائص الشركات غير المدرجة

يعرض هذا المطلب مختلف تصنيفات الشركات غير المدرجة، ويلقي الضوء على الشركات العائلية كأحد أهم أصناف الشركات غير المدرجة.

1- أهم تصنيفات الشركات غير المدرجة

هناك العديد من المقاربات في حوكمة الشركات، كما أن هناك العديد من الاختلافات الجوهرية في طرق تطبيقها، حيث إنه لا توجد آليات محددة يتم تطبيقها على كل الشركات وفي كل الحالات، إذ أن هناك اختلافات بين الشركات من ناحية الحجم، درجة تركيز الملكية، التقاليد والشخصية الخاصة بكل شركة والتي تؤدي دورا محوريا في طريقة حوكمتها، وهذا ما يستدعي التمييز بين مختلف خصائص الشركات غير المدرجة وتحديد ما إذا كانت معنية بتطبيق تلك الآلية أم لا. وحتى تكون هناك خطوط عريضة من شأن كل شركة غير مدرجة الاعتماد عليها في تحديد ممارسات الحوكمة الخاصة بها، من الأفضل تقسيم هذه الشركات إلى مجموعات.

وقد وردت عدة تقسيمات سيتم توضيح أهمها في الجدول أدناه.

الجدول رقم (11): أهم تصنيفات الشركات غير المدرجة

الجهة المعتمدة (المقترحة) للتصنيف	تصنيف الشركات غير المدرجة
معهد هونكونغ للمدراء من خلال نشر دليل بعنوان "إرشادات من أجل تطبيق الحوكمة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بهونكونغ"، سنة 2009.	<p>قام معهد هونكونغ للمدراء بتصنيف الشركات غير المدرجة إلى:</p> <ul style="list-style-type: none"> - الكيانات الصغيرة المملوكة من طرف الأفراد والتي من الممكن أن تضم بعض الأفراد من عائلة واحدة. - الكيانات الكبيرة التي توظف أناسا من خارج أفراد العائلة، ومن الممكن أن تضم قائمة المساهمين فيها بعض الأفراد من العائلة نفسها أو أفراد خارجيين. - الشركات الكبرى الخاصة أو العمومية والتي يعود جزء كبير

	من ملكيتها لفئة محدودة من المساهمين ولديها مجلس تمثيلي.
الاتحاد الأوروبي لجمعيات الإدارة من خلال إصدار تقرير بعنوان "إرشادات ومبادئ حوكمة الشركات غير المدرجة في أوروبا" سنة 2010.	<p>قام الاتحاد الأوروبي لجمعيات الإدارة بتقسيم الشركات غير المدرجة إلى:</p> <ul style="list-style-type: none"> - شركات صغيرة الحجم. - شركات كبيرة و/أو ذات درجة عالية من التعقيد. - الشركات التي تعتمد بشكل كبير على التمويل الخارجي. - شركات تهدف للدخول إلى البورصة.
تم تقديمه ضمن فعاليات الملتقى التاسع حول حوكمة الشركات في مدريد من طرف الدكتور لوتقارت فاندرن بورغ من خلال مداخلته بعنوان "الحوكمة الجيدة في الشركات غير المدرجة" في جوان 2010.	<p>قدم التقسيم الموالي الدكتور لوتقارت فاندرن بورغ (Lutgart Van den Berghe) أحد مؤسسي الاتحاد الأوروبي لجمعيات الإدارة:</p> <ul style="list-style-type: none"> - الشركات في مرحلة الانطلاق. - الشركات العائلية. - شركات رأس المال المخاطر. - بعض الشركات العمومية.

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على المراجع الموالية:

- Lutgart Van den Berghe, "*Good Governance in unlisted companies*", 9th European conference on corporate governance, 28th and 29th June 2010, Madrid, p: 06.
- European Confederation of Directors' Associations (ecoDa), "*Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*", ecoDa, Belgium, March 2010, p: 07.
- The Hong Kong Institute of Directors Limited, "*Guidelines on Corporate Governance for SMEs in Hong Kong*", HKIoD, Hong Kong, 2009, p: 02.

2- خصائص الشركات العائلية

مختلف التقسيمات التي سبق وأن تم عرضها من خلال الجدول رقم (11) جاءت نتيجة للاختلاف الذي يميز كل صنف من هذه الشركات عن الآخر. والملاحظ أن أغلب هذه التصنيفات أولت أهمية بالغة للشركات العائلية.

تتميز الشركات العائلية بعدم التجانس، أي أن هناك فوارق داخل مجموعة المؤسسات العائلية، فمن حيث الحجم هناك المتوسطة، الصغيرة والمصغرة، ومن حيث دورة الحياة هناك التي في مرحلة الانطلاق، النضج والتدهور. كما تختلف الشركات العائلية الصغيرة والمتوسطة التي تعيش جيلها الأول كلياً عن تلك التي عرفت تحولات عدة على مر الأجيال، إذ يمكن لهذه التحولات أن تؤدي إلى توسيع دائرة المساهمين، سواء كانوا ورثة من العائلة نفسها (الإخوة والأقارب) أو مساهمين صغار، كما يمكن لطبيعة المساهمين (من العائلة/أجانب) أن تشكل معياراً آخر للتمييز بين الشركات العائلية.

يمكن عرض خصائص الشركات العائلية غير المدرجة فيما يلي:¹

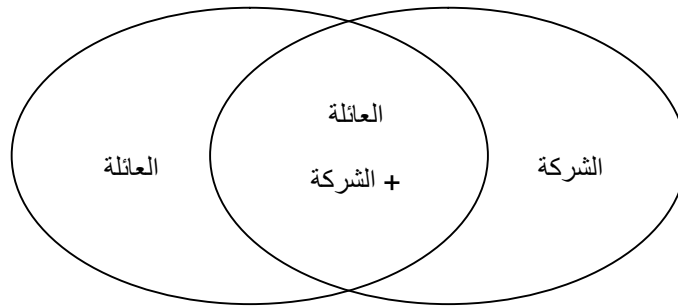
- الخصوصية البيئية، وتقوم على عدم التأكد في مواجهة البيئة التكنولوجية والهشاشة اتجاه قوى المنافسة.
- الخصوصية التنظيمية، وتشير إلى بساطة الموارد وعدم رسمية الهيكل التنظيمي.
- الخصوصية في اتخاذ القرار، وتتضمن نوعية القرارات قصيرة المدى.
- الخصوصية السيكلوجية، وتؤكد هذه الخصوصية على الدور المهيمن للمستثمر ومركزية الإدارة.
- خصوصية أنظمة المعلومات، وتتميز عند الشركات العائلية الصغيرة والمتوسطة بعدم التعقيد وقلة التنظيم.
- تتسم الشركات العائلية بنموها السريع من حيث عدد المؤسسات الجديدة، غير أنها تصطدم في أغلبها بمشكلة البقاء والديمومة الراجع للعديد من الأسباب الداخلية والخارجية.

تخضع إدارة الشركات العائلية لنمط مختلف عن الإدارة في بقية الشركات أين يكون المالك الوحيد أو الرئيسي محاطاً بموظفين من أفراد أسرته، حيث يتكفل بنفسه بالإدارة ويركز على بقاء الحكم في اتخاذ القرارات وكذا مختلف الصلاحيات في يده، كما يندر في هذا النوع من الشركات اللجوء إلى الاستشارة والخبرة الخارجية مما يجعل من تطبيق الطرق الحديثة في الإدارة غير كافي.

ويمكن توضيح الإدارة في الشركات العائلية من خلال الشكل الموالي:

¹ - رزيقة غراب، "واقع حوكمة الشركات العائلية في الجزائر"، المؤتمر الثالث للعلوم المالية والمصرفية حول حاكمية الشركات والمسؤولية الاجتماعية: تجربة الأسواق الناشئة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة اليرموك، الأردن، أيام 17 و 18 أبريل 2013، ص ص: 570-571.

الشكل رقم (09): نموذج الدائرتين للإدارة في الشركات العائلية

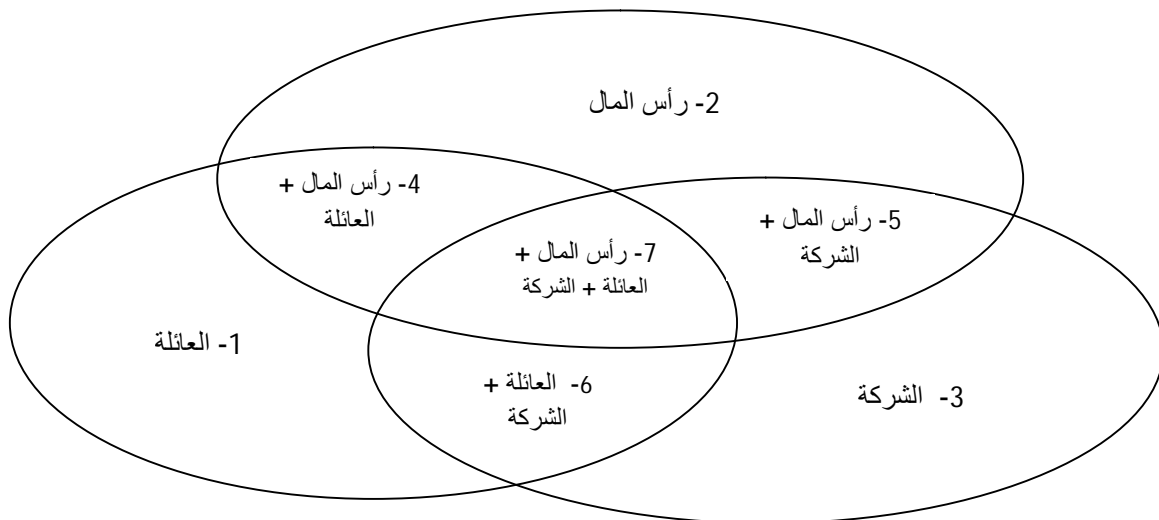


المصدر: رزيقة غراب ، 2013 ، مرجع سبق ذكره، ص: 571.

يعد نموذج الدائرتين في إدارة الشركات من بين النماذج الأولى التي تم اعتمادها في دراسة الصراع القائم بين الأجيال في التنافس على السلطة في الشركات العائلية، حيث تمثل الدائرة الأولى العمل في الشركة، أما الدائرة الثانية فتتمثل العائلة. في الدائرة الأولى يحاول الشخص التمسك بالاعتبارات الاقتصادية والعملية داخل الشركة العائلية. أما في الدائرة الثانية، فيخضع الشخص للاعتبارات العائلية، وهنا تظهر الحاجة لدى أفراد الشركة للموازنة بين الاعتبارات الاقتصادية والعائلية.

لم يكن نموذج الدائرتين لإدارة الشركات العائلية مقنعا كفاية في تفسيره لما يجري داخل الشركات العائلية. لذا، تم إدخال بعض التعديلات عليه للوصول إلى نموذج أكثر قوة، ممثل في الشكل أدناه. طبقا لنموذج الدوائر الثلاث، أي فرد في الشركة العائلية يمكن أن يقع في واحدة من الأجزاء السبعة التي تنتج عن الدوائر المتداخلة والممثلة للأنظمة الفرعية الثلاثة التي تؤلف منظومة الشركة العائلية.

الشكل رقم (10): نموذج الثلاث دوائر للإدارة في الشركة العائلية



المصدر: رزيقة غراب ، 2013 ، مرجع سبق ذكره، ص: 572.

من خلال نموذج الدوائر الثلاث، يمكن فهم طبيعة الصراعات التي قد تنشأ بين أعضاء الشركة العائلية والتي تعود إلى الاختلافات في العوامل الشخصية، تعارض الأدوار، تباين الأولويات وتداخل الحدود.

المطلب الثاني: مشكل الوكالة في الشركات غير المدرجة

خلال العقود الأخيرة، صار لحوكمة الشركات أهمية كبيرة لكل من مخططي السياسات على المستوى الوطني والدولي وأيضاً بالنسبة لمشري القوانين، لكن أهميتها زادت كثيراً وبالأخص بالنسبة للشركات التي تبحث عن رفع أدائها من أجل جذب المستثمرين. كما أن الفترة الأخيرة تميزت أيضاً بنقاش كبير حول مدى الحاجة إلى ضوابط حوكمة الشركات خاصة مع الفضاء المحاسبية وانهيار كبرى الشركات في هذه الفترة، وذلك من أجل فرض نظام رقابة قادر على تنظيم مختلف العلاقات المعقدة بين الإدارة، مجلس الإدارة، المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين.

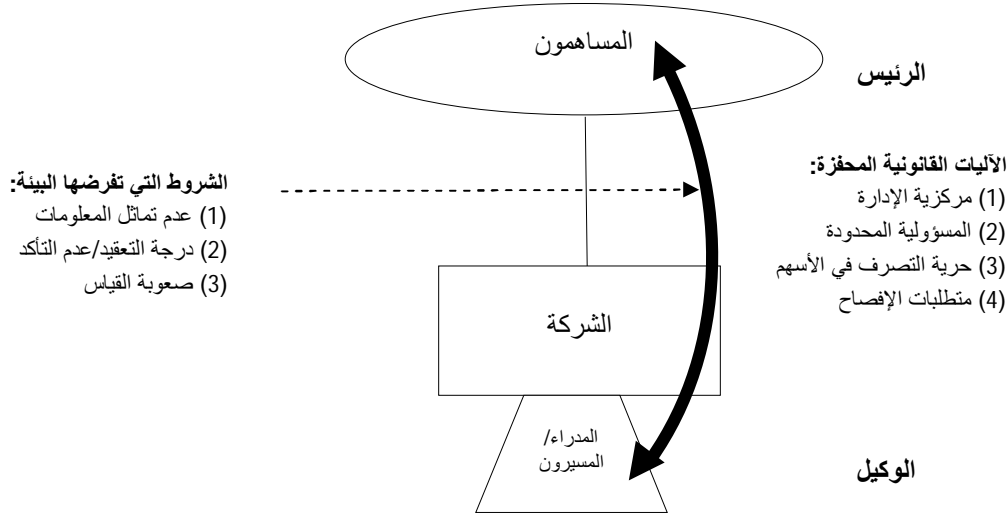
ويبقى الهدف من الضوابط والآليات التي تضمنها حوكمة الشركات هو حماية مختلف أصحاب المصالح داخل الشركة وخاصة المساهمين من السلوك الانتهازي للمديرين، وذلك حتى يتم إحداث قيمة مضافة للمساهمين، وهذا ليس إغفالاً لأصحاب المصالح الآخرين، فمن شأن ثقافة مبنية على الشفافية والمسؤولية اتجاه العمال، الزبائن والموردين أن تحسن من أداء الشركة.

تركز حوكمة الشركات بشكل أساسي على تطوير آليات تعمل على حل مشكل الوكالة بين المديرين الذين يهدفون إلى خدمة مصلحتهم الخاصة والمساهمين، فإشكالية الحوكمة داخل الشركة يمكن تفسيرها "بعلاقة الوكالة" في شركة ما، حيث الوكيل هم المديرين والرئيس هم المساهمون، غالباً ما يكون تدخل المساهمين في إدارة الشركة جد مكلف لعدم امتلاكهم للخبرة والكفاءة اللازمتين من أجل اتخاذ القرارات الاستراتيجية في الشركة، وعملية نقل وتفويض سلطة المساهمين في اتخاذ القرار إلى مجموعة من المختصين (أعضاء مجلس الإدارة) تؤدي أيضاً إلى تحمل تكاليف رقابة كبيرة.

يعود مشكل الوكالة بشكل أساسي إلى أن المديرين يملكون معلومات أكبر حول الشركة مما يسمح لهم بخدمة مصالحهم الخاصة دون تحمل أي مخاطر، في حين يجد المساهمون أنه من الصعب دفع المديرين إلى خدمة مصالح ملاك الشركة.

والشكل الموالي يوضح مشكل الوكالة في الشركات المدرجة.

الشكل رقم(11): مشكل الوكالة (العلاقة رئيس-وكيل) في الشركات المدرجة



المصدر: Joseph A. Mc Cahery and Erik P.M. Vermeulen, "The Corporate Governance Framework of Non-Listed Companies", working paper, 2008, p:08, available at stable link : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1339915 last time seen online : 16 /05/2014, 08 :01.

تقود عملية الفصل بين الملكية والرقابة إلى تحمل تكاليف إدارة أخرى إلى جانب تكاليف الرقابة التي من شأنها أن تؤثر على أداء الشركة كتكاليف التعويضات والأجور للمديرين، تكاليف متعلقة بمقاومة المديرين لاستبدالهم، تكاليف مقاومة المديرين لعملية تصفية الشركة حفاظا على أجورهم حتى وإن كانت عملية التصفية مربحة لملاك الشركة، والشيء نفسه بالنسبة لعمليات الاندماج، المجازفة المفرطة للمديرين، إتمام صفقات بأسعار منخفضة لصالحهم الخاص (self dealing – transfer pricing) والصراع على السلطة بين المديرين.¹

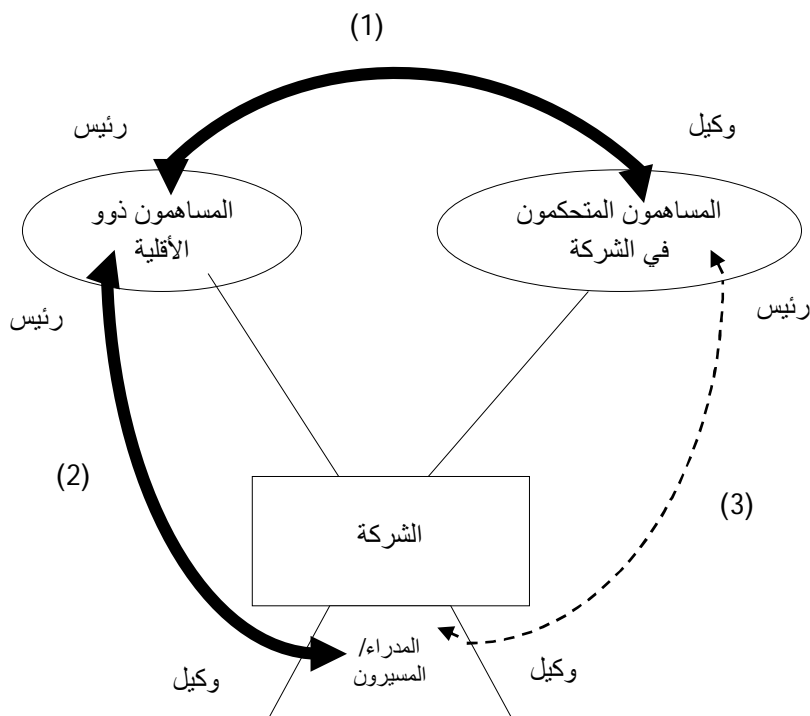
يبقى تطبيق النموذج التقليدي لنظرية الوكالة (العلاقة رئيس-وكيل) على الشركات غير المدرجة محل سؤال، إذ أن مشاكل الوكالة المرتبطة بالشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية ليست بالضرورة نفسها التي تظهر في حالة الشركات غير المدرجة. وللتحقق من هذا، وجب التمييز بين الشركات غير المدرجة والتي تطمح للدخول لسوق الأوراق المالية في المدى القصير، والشركات غير المدرجة التي تمت

¹ - Joseph A. Mc Cahery and Erik P.M. Vermeulen, 2008, *Op-cit*, p: 07.

خصوصتها والتي تعود ملكيتها لعدد كبير من المساهمين، الشركات الصغيرة التي يعمل ملاكها كمسيرين للشركة، وهناك أيضا الشركات الكبرى غير المدرجة والتي ليست لديها نية الدخول لسوق الأوراق المالية.¹

من بين الأصناف السابقة للشركات غير المدرجة، هناك اهتمام كبير بالشركات التي تعود ملكيتها لأفراد عائلة واحدة أو ما يعرف بالشركات العائلية، حيث يتصف هذا الصنف من الشركات غير المدرجة بثلاث طرق لتضارب المصالح بين المساهمين، المسيرين والمساهمين ذوي الأقلية.²

الشكل رقم (12): مشكل الوكالة (العلاقة رئيس-وكيل) في الشركات غير المدرجة



المصدر: Joseph A. Mc Cahery and Erik P.M. Vermeulen, 2008, *Op-cit*, p:09.

يبسط الشكل أعلاه مشكل الوكالة في الشركات غير المدرجة، أين توجد ثلاث حالات لتضارب المصالح، في علاقة الوكالة، سيتم شرحها وفقا للشكل أعلاه كما يلي:

(1) هناك تضارب مصالح بين المساهمين ذوي الأقلية (الرئيس) والمساهمين الذين يملكون نسبة كبيرة من ملكية الشركة وبالتالي يحوزون على غالبية الأصوات في الجمعية العامة وهم من يقوم بتوجيه

¹ - Joseph A. Mc Cahery and Erik P.M. Vermeulen, 2008, *Op-cit*, p: 07.

² - Erik Berglöf and Stijn Claessens, "Corporate Governance and Enforcement", World Bank Policy Research Working Paper 3409, September 2004, pp:07-08.

القرارات الهامة في الشركة، وأي تصرف غير مقبول من هؤلاء ينجر عنه أثر سلبي على المساهمين ذوي الأقلية.

- (2) غالبا ما يشرف المساهمون الذين يحوزون على النسبة الكبيرة من ملكية الشركة على تسييرها (نتيجة ملكيتهم لغالبية الأصوات في الجمعية العامة). لذا، يمكن اعتبارهم كوكيل للمساهمين ذوي الأقلية.
- (3) في حين نادرا ما يكلف المساهمون ذوي الأغلبية في ملكية الشركة مسيرين مختصين لإدارة الشركة.

تتشارك كل من الشركات المدرجة وغير المدرجة في مدى تأثير المساهمين على قرارات مجلس الإدارة من خلال الرقابة التي يفرضونها، ويمكن أيضا إثبات أن كلا من الشركات المدرجة وغير المدرجة تتشارك في العديد من مشاكل الحوكمة غير أن هناك العديد من آليات الحوكمة التي توفرها سوق الأوراق المالية للشركات المدرجة فيها حيث تؤدي دور الحارس من خلال تقليل عدم تماثل المعلومات بين المساهمين وكشف حالات الاحتيال ومشاكل الحوكمة الأخرى. في المقابل، يملك المساهمون في الشركات غير المدرجة عددا قليلا من الآليات التي تضبط السلوك الانتهازي، حيث يغلب على إطار حوكمة الشركات غير المدرجة الطبيعة التعاقدية.

المبحث الثاني: حوكمة الشركات غير المدرجة

بعد التعرف على مختلف تصنيفات الشركات غير المدرجة وطبيعة مشكل الوكالة فيها جاء هذا المبحث ليتناول بالدراسة حوكمة الشركات غير المدرجة والتي تأخذ منحى ذي طبيعة خاصة نتيجة لاختلاف الشركات غير المدرجة عن الشركات المدرجة. وعلى هذا الأساس، سيتم من خلال هذا المبحث تقديم أهمية حوكمة الشركات غير المدرجة والإطار القانوني لحوكمتها، أهم ممارسات الحوكمة في الشركات غير المدرجة ودور مجلس الإدارة فيها.

المطلب الأول: أهمية حوكمة الشركات غير المدرجة

تنتشر الشركات غير المدرجة على نطاق واسع في أغلب الدول، وتضم هذه الشركات إلى جانب الشركات الخاصة الشركات المملوكة من طرف الحكومة أيضا (الدولة)، وتعد الشركات غير المدرجة ذات أهمية كبيرة خاصة بالنسبة للدول التي تملك سوق أوراق مالية غير متطورة، أين تكون أغلب الشركات غير مدرجة كما هو الحال بالنسبة للجزائر، وهذا لا ينفي أهمية هذا النوع من الشركات بالنسبة للدول المتطورة

أيضا، إذ أن أغلب الشركات الصغيرة والمتوسطة فيها غير مدرجة في سوق الأوراق المالية، فضلا على أن بعض الشركات الكبرى في هذه الاقتصاديات قد تختار عدم الدخول لسوق الأوراق المالية لأسباب عديدة.

وطبقا لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (Organisation for Economic Co-operation and Development)¹، فإن تحسين حوكمة الشركات غير المدرجة من شأنه أن ينمي الإنتاجية ويوفر فرص عمل أكثر في كل من الدول المتطورة وغير المتطورة، وعلى الرغم من العدد الكبير لهذه الشركات والأهمية التي تحوز عليها، إلا أن الدراسات والبحوث الاقتصادية والمالية التي تجريها الدول وحتى الشركات نفسها غالبا ما تتجاهل ميدان حوكمة الشركات غير المدرجة.

تختلف حوكمة الشركات غير المدرجة في أسواق الأوراق المالية بشكل كبير عن حوكمة الشركات المدرجة، وهذا راجع لاختلاف المنحى التطوري لهذه الشركات، حيث تبدأ أغلب هذه الشركات حياتها كشرركات خاصة ليتم إدراجها فيما بعد في سوق الأوراق المالية نتيجة لحاجتها المتزايدة من رأس المال. فالتطور العادي للشركات في المحيط السوقي ينطلق عادة من مشروع ممول عن طريق مدخرات شخص أو عائلة. وعند بدء نمو هذه المشاريع ونجاحها تتصادم مع ممارسات الحوكمة المرتبطة بالضغط الذي تمارسه الوكالات الحكومية ومختلف أصحاب المصالح الخارجيين كالمستهلكين، المقرضين، شركات التأمين وبقية الشركاء الممولين.

هناك العديد من البحوث حول المكاسب والتكاليف المترتبة عن تطبيق قواعد حوكمة الشركات في كل من الشركات المدرجة وغير المدرجة في أسواق الأوراق المالية، مما أحدث نوعا من الوعي اتجاه أهميتها، لكن في الوقت نفسه كونت هذه الدراسات نوعا من عدم التأكد اتجاه القدرة على تطبيق آليات حوكمة الشركات خاصة فيما يتعلق بالشركات غير المدرجة، حيث إن النظرية التقليدية لحوكمة الشركات لم تركز على طبيعة تنظيم الشركة، مما أدى إلى تضارب في الأفكار وعدم فهم كيفية تطبيق هذه الآليات في شركات غير مدرجة في أسواق الأوراق المالية. مؤخرا، ظهرت بعض الدراسات والبحوث التي تناولت هذا الجانب من حوكمة الشركات نظرا لأهميته من خلال محاولة تحديد إطار لتطبيق قواعد الحوكمة في الشركات غير المدرجة بهدف تدعيم عملية اتخاذ القرار، المحاسبة، الشفافية وتحسين أداء هذه الشركات.

¹ - the European Confederation of Directors' Associations (ecoDa), *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe: An initiative of ecoDa*, the financial support of KPMG and the Audit Committee Institute, Belgium, 2010, p:11.

في السنوات الأخيرة، قامت العديد من الدول بتبني قواعد لحوكمة الشركات، غير أن أغلب هذه القوانين مرتبط بالشركات المتداولة في أسواق الأوراق المالية، وهي لا تتواءم مع طبيعة وتحديات الشركات غير المدرجة في البورصات. فالشركات المدرجة تمتلك عددا كبيرا من المساهمين ذوي الأقلية، كما أنه قد يقوم بإدارتها مسيرون مختصون من دون امتلاكهم لأسهمها، فإطار حوكمة مثل هذه الشركات يركز على ضمان حقوق المساهمين الخارجيين عن الشركة والمتمثلة في حق مراقبة المدراء ومجلس الإدارة. ويعد هذا في حد ذاته تحدي بالنظر إلى أن أغلب المساهمين معزولون عن عملية اتخاذ القرار في الشركة وهذا ما يعرف بمشكل الرئيس-وكيل.

في المقابل، تواجه أغلب الشركات غير المدرجة تحديا كبيرا على صعيد تبني قواعد حوكمة الشركات مقارنة بالشركات المدرجة، لأن أغلب قواعد الحوكمة بالنسبة للشركات المدرجة هي قواعد مفروضة بالقانون أو عبر قواعد نظامية متعلقة بالدخول للبورصة، في حين تجد الشركات غير المدرجة صعوبة في تحديد قواعد الحوكمة التي يجب عليها أن تتبناها، أي أنه يجب عليها أن تبدي ردة فعل صحيحة اتجاه التكاليف المحتملة والمزايا المترتبة عن تطبيق قواعد الحوكمة.

المطلب الثاني: الإطار القانوني لحوكمة الشركات غير المدرجة

يعد الإطار القانوني أحد أهم محددات حوكمة الشركات غير المدرجة، لذا سيتم تناوله بالدراسة من خلال هذا المطلب.

1- ركائز الإطار القانوني لحوكمة الشركات غير امدرجة

قدم كل من جوزيف.أ. ماكاهري واريك ب.م. فيرمولين (Joseph A. McCahery and Erik P.M. Vermeulen) عرض مفصل للإطار القانوني لحوكمة الشركات غير المدرجة وذلك موضح في الشكل رقم (13)، حيث يركز الإطار القانوني للشركات غير المدرجة على ثلاثة أعمدة أساسية، يتمثل العمود الأول في قانون الشركات الذي يقدم مختلف قواعد ومعايير التأسيس والتسجيل، تنظيم العمل، توزيع الصلاحيات وسلطة اتخاذ القرارات، كيفية الخروج من الاستثمارات، الإفصاح عن المعلومات، الضرائب والمسؤولية المحدودة لهذه الشركات.

2- دور قانون الشركات في إرساء إطار لحوكمة الشركات غير المدرجة

تعود أهمية القوانين التي تحكم الشركات إلى الدعم والتشجيع الذي تقدمه هذه القوانين للفصل بين الملكية والإدارة، حيث تؤدي دورا مهما في التقليل من تكاليف مشاكل الوكالة. فعلى سبيل المثال، أغلب القوانين التي تحكم الشركات سواء المدرجة أو غير المدرجة تفرض عقد جمعية عامة للمساهمين، وهذا ما يعد حافزا قويا للمساهمين من أجل توظيف أموالهم وكذا تفويض حق الرقابة إلى الإدارة التي يرغبون بها، فالقوانين التي تحكم الشركات هي التي تحدد القواعد التي يجب أن يلتزم بها كل طرف في العقد كما تقرر الحقوق الواجبة له أيضا.

يرغب أطراف عقد الشركة بناء على القواعد التي تتضمنها القوانين التي تحكم الشركات دائما في تبني أنظمة قانونية تحدد هيكل الملكية وتوفر أحكاما تعاقدية هامة بشكل مسبق، وهذا ما يجعل من القانون الذي يحكم مختلف الأشكال والأنظمة القانونية للشركات نقطة هامة في إطار حوكمة الشركات غير المدرجة.¹

يعد الإفصاح والشفافية عنصرين مهمين في أي نظام حوكمة، حيث يعتمد المساهمون ذوو الأقلية إلى جمع المعلومات المنشورة الموجهة إلى عامة الناس، والمصدر الأساسي لهذه المعلومات هو التقارير السنوية للشركة. ففي أوروبا مثلا، يفرض القانون على الشركات الكبرى غير المدرجة نشر تقارير التدقيق السنوي لها، وقد تم تعميم ذلك على بقية الشركات غير المدرجة فضلا عن إلزامية الإفصاح عن مختلف قوائمها المالية. إلا أن التقارير المالية قد لا تكون بمثابة إفصاح كافي عن المعلومات التي قد تدل على إمكانية انتهاك أرباح الشركة، وهذا ممكن الحدوث في حالة الصفقات المباشرة أو غير المباشرة التي تتم بين الشركة وبعض المساهمين المتحكمين في قراراتها، مما قد يؤثر على صحة التقارير المالية، فبالنسبة للشركات المدرجة هناك شفافية كافية فيما يخص هذه الصفقات من خلال المعيار المحاسبي (International Accounting Standards: IAS24)،² حيث يجب على الشركات المدرجة توضيح طبيعة العلاقة التي تربطها مع أطراف الصفقة محل العقد، وأنواع الصفقات والتفاصيل الضرورية حولها من أجل فهم القوائم المالية حتى وإن لم تنفذ الشركة أي صفقة.

¹ - Joseph A. McCahery and Erik P.M. Vermeulen, 2006, *Op-cit*, p:31.

² - International Accounting Standard 24, "*Related Party Disclosures*", available at: http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias1_en.pdf, last time seen: 20/06/2014, 17:30.

الجدول رقم (12): المعيار المحاسبي (IAS 24) بعد مراجعته سنة 2003

الهدف من المعيار: ضمان أن الشركة تقوم بالإفصاح عن وجود الأطراف ذات العلاقة أو صفقات مع الأطراف ذات العلاقة، التي من الممكن أن تؤثر على وضعيتها المالية.	
الأطراف ذات العلاقة	
IAS 24.9	<p>يكون لأحد الأطراف علاقة مع كيان ما إذا:</p> <p>أ- بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من خلال وسيط أو أكثر، إذا كان:</p> <p>- الطرف ذو العلاقة يدير أو مدارا أو تحت إدارة مشتركة مع ذلك الكيان (وهذا ما يشمل الشركة الأم والشركات الفرعية).</p> <p>- للطرف ذي العلاقة مصلحة مع ذلك الكيان مما يكسبه تأثيرا على الكيان.</p> <p>- لديه سيطرة مشتركة على الكيان.</p> <p>ب- إذا كان الطرف ذو العلاقة شريكا في الكيان.</p> <p>ج- الطرف ذو العلاقة هو مشروع مشترك بحيث الكيان هو أحد المشتركين فيه.</p> <p>د- الطرف ذو العلاقة هو أحد الأعضاء المهمين في إدارة الكيان أو الشركة الأم له.</p> <p>هـ- الطرف ذو العلاقة هو أحد الأفراد المقربين للعائلة أو لأي شخص من الأشخاص المذكورين في النقطتين (أ) أو (د).</p> <p>و- الطرف ذو العلاقة هو كيان مدار أو مدار بشراكة أو يتأثر بشكل كبير من خلال/لأجل قوة تصويت في ذلك الكيان تابعة لأحد الأفراد المشار إليهم في (ج) أو (ه).</p>
IAS 24.11	<p>الأطراف الذين ليسوا ذوي علاقة هم:</p> <p>- شركتان لهما نفس المدير أو المسير.</p> <p>- شركتان ممولتان عن طريق نفس شركة رأس المال المخاطر.</p> <p>- الشركات الصولة، الاتحادات التجارية، المرافق العامة، وكالات ومؤسسات الدولة.</p>
الصفقات مع الأطراف ذات العلاقة	
IAS 24.9	الصفقات مع الأطراف ذات العلاقة هي نقل موارد، خدمات أو سندات بين الأطراف ذات العلاقة، بغض النظر عن السعر المفروض.
الإفصاح	
IAS 24.12	العلاقة بين الشركة الأم والفروع (بغض النظر عن الصفقات)
IAS 24.16	التعويضات والمكافآت المقدمة للإدارة.
IAS 24.17-18	<p>الصفقات مع الأطراف ذات العلاقة:</p> <p>- حجم الصفقات</p> <p>- حجم المبالغ غير المسددة، بما في ذلك الأحكام والشروط والضمانات المرتبطة بها.</p>

<p>- المؤونات الخاصة بالديون المشكوك في تحصيلها والمرتبطة بالمبالغ غير المسددة للأطراف ذات العلاقة.</p> <p>- المصاريف المرتبطة بالديون المشكوك في تحصيلها الخاصة بالأطراف ذات العلاقة.</p>	
<p>على الشركة تقديم الإثباتات اللازمة التي توضح بأن الصفقات مع الأطراف ذات العلاقة قد تم إنجازها بنفس الطريقة التي يتم التعامل بها مع الصفقات الخاصة بالأطراف الذين ليس لهم صلة بالشركة (arm's length transactions).</p>	IAS 24.21

المصدر: ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT,

Corporate Governance of Non-Listed Companies in Emerging Markets, OECD, 2006, p : 111 .

The full text of this book is available on line via this link:

<http://www.sourceoecd.org/governance/9264035737>

تقرض قوانين الشركات الإفصاح لغرضين،¹ يتمثل الغرض الأول في توفير المعلومات المالية وغير المالية حول الشركة للمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين. الغرض الثاني وربما هو الأكثر أهمية يتمثل في تشجيع الأطراف القائمة على الشركة وبالأخص المسيرين من أجل تحليل وفهم عمل الشركة، والملاحظ أن تكاليف الإفصاح الإلزامي ستخفض بشكل واضح تماشياً مع إدراك الأطراف المؤثرة على الشركة لضرورة هذا الإفصاح.

في ظل الجوانب الإيجابية للإفصاح الإلزامي، والتي غالباً ما يصعب إثباتها، يبقى للإفصاح الإلزامي جانب سلبي يكون حافزاً للمساهمين في الشركات من أجل التهرب من هذا الإفصاح وذلك بسبب التكاليف التي تنجر عنه والتي يمكن إرجاعها بشكل أساسي إلى خسارة الوضعية التنافسية، تكاليف الامتثال للإفصاح والتكاليف الإدارية الأخرى. بالإضافة إلى مشكل آخر والمتمثل في عدم توفر المعلومة بشكل دائم وبالذقة اللازمة.

لا يفرض على الشركات غير المدرجة الإفصاح عن نفس القدر من المعلومات كما هو بالنسبة للشركات المدرجة في جميع المجالات، إذ يجب أن يكون هناك حافز قوي يدفع الشركات غير المدرجة للإفصاح، إذ أن الشركات التي تسير بشكل جيد والتي يستهدفها أغلب المستثمرين تشير إلى جودة المحاسبة فيها من خلال عرض معلومات حول أهداف الشركة، التغيرات الأساسية فيها، ميزانيتها، وضعيتها المالية

¹ - Joseph A. McCahery and Erik P.M. Vermeulen, 2006, *Op-cit*, p:32.

وحاجياتها من التمويل، تكوين مجلس إدارتها والتعويضات والمكافآت الممنوحة له بالإضافة إلى توزيعات الأرباح التي تقدمها.¹

إلى جانب الإفصاح والشفافية، هناك عنصر مهم آخر يظهر خاصة عند الحديث عن الحوكمة في الشركات غير المدرجة يتمثل في مدى المشاركة الفعلية لكل المساهمين في إدارة الشركة وتوزيع الأرباح، ففي الشركات غير المدرجة يسيطر بعض المساهمين (Controlling shareholders) على عملية انتخاب المدراء كما يؤثر بشكل مباشر على كل من القرارات الأساسية للشركة، إرساء سياسة للشركة، أداء آلية الرقابة كما يقومون أحيانا بأداء دور موظفي الشركة. وهذا ما يجعل من المساهمين ذوي الأقلية بشكل خاص عرضة لأعمال انتهازية من قبل المساهمين المسيطرين على الشركة، بحيث يملك المساهمون المسيطرون على الشركة العديد من الاستراتيجيات التي تسمح لهم باستغلال موارد الشركة التي يتحكمون بها على حساب المساهمين ذوي الأقلية. ومن بين هذه الاستراتيجيات توزيع حصص نقدية على المساهمين، القيام بصفقات مع الشركة بالإضافة إلى الاستحواذ على المعلومات المهمة (إفصاح جزئي). وفي هذا الإطار، يمكن أن يؤدي قانون الشركات دورا مهما في منع السلوكيات الانتهازية من خلال توفير قواعد قانونية تحد من قدرة المسيرين على العمل لصالح المساهمين ذوي الأغلبية.²

3- دور الاتفاقيات والأنظمة التعاقدية في وضع إطار قانوني لحوكمة الشركات غير المدرجة

سيتم من خلال هذه النقطة عرض النظام التعاقدية في الشركات غير المدرجة وأهمية الأنظمة التعاقدية في حوكمة الشركات العائلية.

3-1- النظام التعاقدية في الشركات غير المدرجة

من أجل اتخاذ القرارات التعاقدية، يقوم كل من طرفي الصفقة بعملية بحث قبلي عن أي معلومات مهمة تخص الصفقة (ex ante search) من أجل وضع بنود العقد والتي ستحسن من هيكل الحوكمة وتضمن تعظيم قيمة الاستثمار، حيث يساوم أطراف العقد على أربعة عناصر أساسية هي خطر الخسارة، العائد، الرقابة وفترة العقد، وهذه العناصر بدورها تخضع لثلاثة قيود تتمثل في تضارب المصالح، القوانين المفروضة من قبل الحكومة ومحدودية القدرة على وضع عقود كاملة تضم كل التفاصيل القبلية للعقد (ex ante).

¹ - Joseph A. McCahery and Erik P.M. Vermeulen, 2006, *Op-cit*, p: 32.

² - *Idem*, p : 32.

تضع قوانين الشركات عقوداً معيارية تسمح لأطراف العقد بالتقليل من تكاليف إعدادها، إلا أنه توجد العديد من الاتفاقيات في عالم الأعمال. ولهذا من الصعب على المشرعين أن يضعوا عقوداً معيارية تتوافق مع كل حالة ممكنة. لذلك، ينبغي على الأطراف في الشركات غير المدرجة أن تعتمد على اتفاقيات وعقود تمت صياغتها بعناية شديدة.

وفيما يلي سيتم تحليل العلاقة التعاقدية في الشركات العائلية كمثال لتوضيح أهمية الأنظمة التعاقدية في حوكمة الشركات غير المدرجة.

3-2- أهمية الأنظمة التعاقدية في حوكمة الشركات العائلية

تتبع الحاجة إلى ممارسة حوكمة للشركات للفصل بين الملكية والإدارة، لكن في الشركات العائلية يظهر أنه لا يوجد فصل بين الإدارة والملكية بمعنى أن أصحاب الشركة هم مجلس الإدارة، وكذلك الإدارة مما يتسبب في إحداث النزاعات ومدى تأثيرها على مسيرة الشركة ومن ناحية أخرى مدى تأثير المشاكل العائلية على اتخاذ القرارات الخاصة بالشركة وهذا واضح جداً في الشركات العائلية التي تمثل نسبة كبيرة من نسبة الشركات غير المدرجة، لذا فحوكمة الشركات تعد أساسية في تلك الشركات، غير أن معظم الشركات العائلية لا تميل بالاعتراف إلى أهمية تطبيق حوكمة الشركات وذلك لعدة أسباب منها:¹

- كشف بياناتها وموضعها وخططها بالنسبة للشركات المنافسة.
- معرفة المساهم الصغير الذي يمتلك عدة أسهم قليلة على حقيقة الوضع في الشركة.
- في بعض الشركات يكون التمسك بالأعراف أهم بكثير من تطبيق حوكمة الشركات.
- عدم تعيين أفراد من خارج العائلة في مراكز حساسة مما يؤثر على مركزهم الاجتماعي.

ومن هنا، كان لا بد من أن تواجه حوكمة الشركات صعوبات ومقاومة في التطبيق. ومن ناحية أخرى، يظهر أن حوكمة الشركات أصبحت صناعة تنمو في ازدياد وذلك نتيجة أن الحوكمة هي الباب الأساسي لدخول الشركات إلى الأسواق العالمية وأيضاً إلى أسواق الأوراق المالية. لذلك، تتطلع الحكومات إلى عمل المؤتمرات ودعوة الشركات العائلية لحضورها وذلك لمعرفة ما هي الحوكمة وما مدى تأثيرها على الشركات عند تطبيقها، وما هي مبادئها ومدى الاستفادة من هذه المبادئ في كيفية الفصل بين الملكية والإدارة ومجلس الإدارة، وبين وظائف كل واحد على حدة وبالتالي تقلل من النزاعات التي توجد داخل

¹ - خالد الخطيب، "تأثير مبادئ الحوكمة على الشركات العائلية"، المؤتمر العلمي الثالث لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة العلوم التطبيقية الخاصة تحت عنوان "إدارة منظمات الأعمال: التحديات العالمية المعاصرة"، 27 - 29 أبريل 2009، ص: 6.

الشركات العائلية، لأن في الشركات العائلية تخطط الأمور العائلية مع الأمور التي تخص الشركة، وبالتالي سوف يكون لهذا تأثير على نشاط وازدهار الشركة.¹

يمكن تصور الشركات العائلية على أنها ارتباط لمجموعة من العقود الكتابية والشفوية، إلا أن مثل هذه العقود يمكن أن تكون مكلفة، كما أنه من الصعب وضع قواعد قانونية محددة تعمل على تحفيز أطراف الصفقة لتحقيق الاستثمار الأمثل من جهة. وفي الوقت نفسه، تعمل على حماية العلاقة بين أطراف العائلة من الانهيار من جهة أخرى، حيث أثبتت الدراسات أن الشركات العائلية الأكثر نجاحا هي التي توظف مجموعة متنوعة من الآليات التعاقدية لربط أفراد الأسرة لأجيال لاحقة، كأن تضع مجموعة من البنود التي تمنع أفراد الأسرة من الخروج من استثمارات العائلة في حالة رغبتهم في ذلك، كما يمكن أن تحد من عدد الأسهم التي يمكن بيعها في فترة معينة. ولتطبيق الحوكمة تضم الشركات العائلية جملة من الآليات التعاقدية المرتبطة بتشكيل مجلس الإدارة والتعويضات والمكافآت التي يحصل عليها أفرادها، قواعد التصويت، نشر المعلومات وتوزيع الأرباح.²

4- أهم الممارسات المثلى لحوكمة الشركات غير المدرجة

يفحص العمود الثالث في الشكل رقم (13) أهم الممارسات المثلى التي يمكن تبنيها من قبل الشركات غير المدرجة من أجل نظام حوكمة جيد، إلا أن تبني مثل هذه الممارسات يرجع إلى مدى الدور الإيجابي الذي يمكن أن تؤديه في تحسين الحوكمة في الشركات غير المدرجة.

تبني ممارسات الحوكمة الخاصة بالشركات المدرجة يكون بعد التحقق من مدى الحاجة إليها في الشركات غير المدرجة، باعتبار أن هناك اختلافا في طبيعة هذه الشركات مع الشركات المدرجة، كما يجب الانتباه إلى قطاع النشاط الذي تعمل فيه الشركة ومدى تأثيره على طبيعة ممارسات الحوكمة المتبناة.

يمكن القول أن وضع معايير حوكمة تحدد الممارسات المثلى للحوكمة في الشركات غير المدرجة هو كاف لتقييم وتحسين نظام الحوكمة في الشركات غير المدرجة باعتبار مرونة وعدم إلزامية هذه المعايير، والتي تتيح أفضل الممارسات أمام هذه الشركات، إلا أن هناك مخاطر تكمن في وجود آثار خارجية سلبية تنتج عن تطبيق نفس المعايير على كل الشركات يمكن أن تصيب قطاعا معيناً من الشركات، وهذا ما قد يجعل من تطبيق معايير الحوكمة جد مكلف بالنسبة لهذه الشركات مما قد يؤثر على قيمتها.

¹ - خالد الخطيب، 2009، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

² - Joseph A. McCahery and Erik P.M. Vermeulen, 2006, *Op-cit*, pp: 35-36.

يوضح الجدول الموالي طبيعة نظام الحوكمة في الشركات المدرجة وغير المدرجة.

الجدول رقم (13): ممارسات الحوكمة المثلى في الشركات المدرجة وغير المدرجة

التحديات الإضافية أمام الشركات غير المدرجة	ممارسات الحوكمة المثلى في الشركات المدرجة
تكوين مجلس الإدارة	
عادة ما يكون أعضاء المجلس موظفين من قبل مساهم أو أكثر في الشركة، مما يحدث احتمال وجود تضارب في المصالح، والنموذج الأمثل لمجلس الإدارة هو الذي يضم على الأقل مدير خارجي يعزز مصلحة الشركة.	أعضاء المجلس ليسوا موظفين من قبل المساهمين ويمثلون مصالح المساهمين بشكل متساوي، وتعد استقلالية المديرين التابعين المفتاح الأساسي لنظام الحوكمة السليم.
دور مجلس الإدارة	
على المجلس إدارة تضارب المصالح بين المساهمين وضمان الموارد اللازمة للشركة من طرف المساهمين، مراقبة الصفقات غير المريحة مع المساهمين وإدارة المسار الوظيفي لفريق الإدارة.	يركز المجلس على الموافقة على القرارات الإستراتيجية الهامة، تعيين الرئيس التنفيذي وإدارة المخاطر في الشركة.
اتخاذ القرارات	
القرارات الهامة (مثلا وضع الاستراتيجيات، جدولة احتياجات رأس المال) تتطلب اتفاقيات بين بعض المساهمين الذين يحوزون نسبة ملكية كبيرة في الشركة، مما قد يحدث اختلافات من حيث الاهتمامات، القيود المالية ونظرة كل مساهم إلى السوق.	الرغبة في تعظيم عوائد المساهمين وإدارة المخاطر.
فريق الإدارة	
يتم توظيف أعضاء فريق الإدارة من طرف أحد المساهمين في الشركة ورغبتهم في تغيير مساهم المهني مرتبطة بالمساهم الذي وظفهم.	أعضاء فريق الإدارة مسؤولون أمام الرئيس التنفيذي ومجلس الإدارة.
تدفقات الموارد	
يعتمد المشروع (وبشكل كبير أحيانا) على أحد أو كل المساهمين من أجل تقديم المدخلات الرئيسية اللازمة لتحقيقه مثل الموارد الأولية، الدعم الإداري وقوى البيع.	لا تعتمد الشركة على أي مساهم لتشغيل مشاريعها.
هيكل الملكية	
ملكية متعددة: يمتلك عدد محدود من الشركاء أسهم الشركة.	- نموذج السوق لحوكمة الشركات: عدد كبير من

هيكل رأس المال هي القضية الأساسية، بالإضافة إلى أهمية التفاوض حول اتفاقيات الشراكة في المشاريع نظرا لصعوبتها.	المساهمين. - نموذج الرقابة لحوكمة الشركات، مدى تركيز الملكية. - بإمكان المساهمين التخلص من أسهمهم في سوق الأوراق المالية.
نشاط المساهمين	
كثيرا ما يبدأ المساهمون في الشركة بنشاط وتسمح مختلف تدابير الحوكمة لهؤلاء المساهمين بتغيير استراتيجية الشركة وعملياتها بشكل فعال.	يتم تطوير بعض التدابير من أجل تشجيع نشاط المساهمين كالتصويت الإلكتروني والتصويت بالوكالة.
في حالة تضارب المصالح والإخفاق	
هناك جملة من الالتزامات والعقوبات من شأنها أن تحد من تضارب المصالح وتمنع حالة الإخفاق كما أن هناك خيارات أخرى كبعض الاتفاقيات التي يمكن إجراؤها في حالة الوصول إلى طريق مسدود.	يتحمل أعضاء مجلس الإدارة المسؤولية

المصدر: Bamford James and Ernst David, "Governing joint ventures", The McKinsey Quarterly special edition: Value and performance, McKinsey & company, 2005, p:64.

المطلب الثالث: مبادئ حوكمة الشركات غير المدرجة

فيما يلي سيتم تناول تحديات حوكمة الشركات بالنسبة للشركات غير المدرجة وكذا مبادئ الحوكمة ممكنة التطبيق في هذه الشركات.

1- تحديات الحوكمة في الشركات غير المدرجة

من الواضح أنه لا يمكن نقل مبادئ حوكمة الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية وتطبيقها على الشركات غير المدرجة وذلك لاختلاف التحديات التي يواجهها كل صنف من هذه الشركات، فالشركات غير المدرجة تتميز بأنها:¹

- مملوكة ومسيرة من قبل أفراد أو توليفة من العاملين فيها.
- لا يزال المالكون للشركة يؤدون دورا هاما في إدارتها.

¹ - Lutgart Vanden Berghe, 2010, *Op-cit*, p: 06.

- حماية مصالح المساهمين الغائبين ليس التحدي الكبير لكن التحدي يكمن في إنشاء قيمة مضافة وضمان بقائها واستمرار نجاحها على المدى البعيد.

- تواجه الشركات غير المدرجة تحديات حوكمة أكبر من تلك المدرجة كونها لا تخضع في أغلبها لأي قوانين أو لوائح تنظيمية تفرض عليها بعض ممارسات الحوكمة.

- تتوزع الشركات غير المدرجة على نطاق واسع يصعب تحديده (شركات عائلية، شركات عمومية...). لذا، يجب عليها أن تحدد بنفسها ما إذا كانت منافع تطبيق إحدى آليات الحوكمة أكبر من تكلفتها أم لا.

وبناء على هذه الاعتبارات، كان من الضروري إلقاء الضوء على حوكمة الشركات غير المدرجة ومحاولة تحديد التجارب الناجحة في حوكمة هذا الصنف من الشركات وبلورتها في شكل مبادئ حوكمة يتم الخضوع لها بشكل طوعي.

أصدرت الاتحادية الأوروبية لجمعيات الإدارة (ECDA : European Confederation of Directors' Associations) في نوفمبر 2010 تقريرا يضم مجموعة من مبادئ الحوكمة الخاصة بالشركات غير المدرجة. وبالنظر إلى التنوع في هذه الأخيرة، قد تم إعداد مبادئ حوكمتها أخذاً بعين الاعتبار طبيعة الشركة من حيث الحجم، درجة التعقيد في الأنشطة والنضج، ولهذا تم تقسيم هذه المبادئ إلى مجموعتين هما:

- المجموعة الأولى تضم تسعة مبادئ يمكن تطبيقها على كل الشركات غير المدرجة وعلى نطاق عالمي، كما أنه لا داعي لوضع أي إجراءات حوكمة من أجل تطبيقها، فهي تمثل إطاراً قاعدياً لمبادئ الحوكمة الذي يمكن وضعه من طرف كل الشركات غير المدرجة.

- المجموعة الثانية من المبادئ هي عبارة عن إجراءات حوكمة أكثر تناسبا مع الشركات غير المدرجة الكبيرة أو كثيرة التعقيد أو الشركات التي تعتمد بشكل كبير على التمويل الخارجي. كما يجب أيضاً أخذ هذه المبادئ بعين الاعتبار بالنسبة للشركات التي تهيئ نفسها من أجل الدخول لسوق الأوراق المالية.

2- مبادئ حوكمة الشركات ممكنة التطبيق في كل الشركات غير المدرجة

حسب الاتحادية الأوروبية لجمعيات الإدارة (ECDA : European Confederation of Directors' Associations)، فإن هذا القسم يضم المبادئ الموالية:¹

¹ - European Confederation of Directors' Associations, "Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe", ecoDa, Belgium, March 2010, pp: 27-42. A copy is available at www.ecoda.org, last time seen online: 31/07/2014, 9:57.

- يجب على المساهمين إنشاء إطار مناسب للحوكمة في الشركة.
- على الشركة أن تسعى جاهدة إلى إنشاء مجلس إدارة فعال، والذي سيكون فيما بعد مسؤولاً عن تحقيق الشركة للنجاح على المدى الطويل كما سيكون مسؤولاً عن وضع استراتيجية الشركة، وحتى تتمكن الشركة من وضع مجلس إدارة فعال ومستقل يمكنها البدء من خلال وضع مجلس استشاري.
- حجم وطبيعة تكوين مجلس الإدارة يجب أن يعكس مدى حجم وتعقيد أنشطة الشركة.
- على مجلس الإدارة أن يجتمع بشكل منتظم وكافي للقيام بمهامه.
- مستوى الأجر يجب أن يكون كافياً لجذب وتحفيز المديرين التنفيذيين وغير التنفيذيين من أجل إدارة الشركة بالجودة اللازمة لتحقيق النجاح.
- مجلس الإدارة هو المسؤول عن إرساء نظام رقابة داخلية سليم يعمل على حماية استثمارات المساهمين وأصول الشركة.
- يجب أن يكون هناك حوار بين مجلس الإدارة والمساهمين يركز على الفهم المتبادل لأهداف الشركة، ويجب على المجلس ضمان الفهم التام لأهداف المساهمين ككل وعلى حد سواء.
- يجب دائماً حث المساهمين على الانضمام إلى مجلس الإدارة، كما يجب عليهم تحديث مهاراتهم ومعارفهم بشكل متواصل.
- يجب على الشركات العائلية إرساء آليات حوكمة تعمل على تنشيط التنسيق والتفاهم المتبادل بين أفراد العائلة والعمل على تنظيم علاقة بين حوكمة العائلة وحوكمة الشركة.

3- مبادئ الحوكمة التي يمكن تطبيقها في الشركات الكبرى أو التي على درجة عالية من التعقيد

- فضلاً على المبادئ سابقة الذكر والتي تعنى بها كل الشركات غير المدرجة على حد سواء، توجد بعض المبادئ التي ينصح بها للشركات الكبرى أو الشركات ذات التعقيد الكبير في عملياتها والتي يمكن حصرها في الآتي:¹
- يجب أن يكون هناك تقسيم واضح للمسؤوليات على مستوى الإدارة العليا للشركة بين تسيير مجلس الإدارة وتسيير أعمال الشركة، بحيث لا يجب أن يكون لأي منها سلطة اتخاذ قرار غير مقيدة.

¹ - European Confederation of Directors' Associations, , March 2010, *Op-cit*, pp: 43-51.

- يجب على كل مجالس الإدارة أن تضم مدراء يجمعون بين الخبرة والكفاءة بشكل كافي، ولا يمكن لأي فرد (أو مجموعة من الأفراد) السيطرة على اتخاذ القرارات في المجلس.
- على مجلس الإدارة أن يضع لجانا مناسبة من أجل تولي واجباته بشكل فعال.
- على مجلس الإدارة إجراء تقييم ذاتي لأدائه وذلك بشكل دوري.
- ينبغي على مجلس الإدارة أن يقدم تقييما متوازنا ومفهوما لوضعية الشركة وآفاقها واتجاه أصحاب المصلحة الخارجيين، كما يجب عليه وضع برنامج مناسب من أجل إشراكهم في اجتماعاته.

المبحث الثالث: استخدام مؤشرات الحوكمة لدراسة تأثير ممارسات الحوكمة على قيمة الشركات غير المدرجة

خلال العقود الأخيرة، أنجزت العديد من البحوث والدراسات التي تناولت العلاقة بين قيمة الشركة/أدائها وممارسات حوكمة الشركات، وأكدت أغلب هذه الدراسات أن جودة حوكمة الشركات تؤثر على قيمة الشركة، وكان لابد من القياس الكمي لحوكمة الشركات وهذا ما أدى إلى ظهور مؤشرات حوكمة الشركات. وقد جاء هذا المبحث ليتناول بالدراسة كيفية استخدام مؤشرات الحوكمة لقياس تأثيرها على قيمة الشركات.

المطلب الأول: تأثير ممارسات حوكمة الشركات على قيمة الشركات

تبعاً للنظرية النيوكلاسيكية، فإن المساهمين يتوقعون أن يحقق لهم المسكرون أقصى حد ممكن من الأرباح وأن يعظموا ثروتهم، غير أن التضارب الموجود بين مصالح المسيرين والمساهمين قد يؤدي بالمسيرين إلى انتهاج سلوك يضر بالمساهمين ويقلل من ثروتهم، لذا جاءت آليات حوكمة الشركات لتعمل على الحد من السلوك الانتهازي للمسكرون.

حاول شلايفر وفيشني (Shleifer & Vishny) سنة 1997 إثبات أن الشركات التي تمتلك نظام حوكمة جيد هي التي تتميز بأداء جيد. ولعل أبرز ما يؤكد ويثبت وجهة نظر شلايفر وفيشني هي الانهيارات الهائلة لأسعار كبرى الشركات كإنرن، وورلد كوم، تيكو وغيرها التي أرجعها الخبراء إلى افتقار الشركات لنظام حوكمة جيد يقودها. الأخذ بصحة وجهة نظر كل من شلايفر وفيشني يعني وضع شرط أساسي لاستقرار الأسواق يتمثل في ضرورة وجود عدد من الشركات التي تتميز بنظام حوكمة جيد لأجل استقرار السوق.

تعددت الدراسات والأبحاث التي تناولت العلاقة بين مختلف ممارسات الحوكمة وقيمة الشركات، من خلال الاعتماد على عدة طرق إحصائية وتحليل هذه العلاقة من عدة زوايا خاصة فيما يتعلق بممارسات حوكمة الشركات.

وبغية الوقوف على أهم النتائج التي خلصت إليها هذه الدراسات تم وضع الجدول رقم (14) أدناه.

الجدول رقم (14): أهم الدراسات التي تناولت تأثير ممارسات حوكمة الشركات على قيمة الشركة

عنوان الدراسة	الباحثون	وصف الدراسة	أهم النتائج المتوصل إليها
هل الالتزام بلوائح حوكمة الشركات يرفع من قيمة الشركة؟	بلاك بيرنارد وفيكراماديتيا خانا	دراسة على 791 شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية بالهند.	فرض هيئة السوق الالتزام بالبند 49 (خاص بممارسات حوكمة الشركات في الهند) على الشركات الصغيرة المدرجة أدى إلى زيادة القيمة السوقية لأسهمها، كما أن الشركات التي تعرف نموا سريعا حصلت على أرباح أكبر من بقية الشركات.
حوكمة الشركات، الملكية العائلية وقيمة الشركة: دراسة حالة شركات كندية	بيتر كلاين ودانيال شابيرو وجيفري يونغ	تحليل العلاقة بين قيمة الشركة الممثلة بالمتغير Tobin's Q ومؤشرات حوكمة الشركات لعينة من 263 شركة كندية	لا تعد جميع ممارسات حوكمة الشركات مهمة بالنسبة للشركات الكندية، كما أن أثرها على قيمة هذه الشركات يختلف حسب طبيعة الملكية. وقد خلصت الدراسة إلى أن نظام المكافآت، الإفصاح وحقوق المساهمين تحسن من أداء الشركات الكندية.
المنافسة في سوق المنتجات، حوكمة الشركات وقيمة الشركة	مانيال أمان ودافيد أوش وماركيس شميد	دراسة على عينة كبيرة من الشركات تابعة لدول الاتحاد الأوروبي تهدف إلى تحري مدى تأثير ممارسات حوكمة الشركات على قيمة الشركة في حالة المنافسة الشديدة.	تعمل المنافسة كبديل لآليات حوكمة الشركات. كما توصلت الدراسة إلى أن حوكمة الشركات ترفع فقط قيمة الشركات التي تنشط في صناعات لا توجد فيها منافسة.
العلاقة بين مستوى حوكمة الشركة وقيمتها السوقية	بيرنارد بلاك وبيلاسوبرامانيان وفيكراماديتيا خانا	دراسة لـ 370 شركة هندية خلال سنة 2006، تم من خلالها عرض مختلف ممارسات الحوكمة في الدول الناشئة.	توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط إيجابي بين القيمة السوقية للشركات والمؤشر العام للحوكمة، بحيث تزيد قوة هذا الارتباط بالنسبة للشركات التي تعرف نموا قويا.

توصلت الدراسة إلى أن العامل القانوني مهم جدا بالنسبة للشركات الكورية، فأغلب ممارسات الحوكمة مفروضة من قبل القوانين الكورية وهذا يعني أن عددا كبيرا من الشركات الكورية لا تختار نظام حوكمتها بهدف تعظيم قيمتها السوقية بل يتدخل في ذلك أكثر عامل حجم الشركة.	تبحث الدراسة في العوامل التي تؤثر على اختيار ممارسات حوكمة الشركات، وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على عينة مقدمة من طرف سوق الأوراق المالية الكورية.	بيرنارد بلاك وهاسونغ جانغ ووشان كيم	توقع اختيار الشركات لنظام حوكمتها: حالة كوريا
---	---	---	---

المصدر:

تم الاعتماد في إعداد الجدول على المصادر الموالية:

- Bernard S. Black & Vikramaditya S. Khanna, "**CAN CORPORATE GOVERNANCE REFORMS INCREASE FIRMS' MARKET VALUES? EVENT STUDY EVIDENCE FROM INDIA**", Journal of Empirical Legal Studies, 2007, p: 2.
- Peter Klein & Daniel Shapiro & Jeffrey Young, "**Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian evidence**", Blackwell Publishing Ltd 2005, Oxford, Volume 13 Number 6 November, USA, 2005, pp: 769-775.
- Manuel Ammann & David Oesch & Markus M. Schmid, "**Product Market Competition, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the EU Area**", Blackwell Publishing Ltd, European Financial Management, 2011, pp: 1-17. available at stable link on: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1771622 , last time seen 03/08/2014, 8:41.
- Balasubramanian & Bernard S. Black & Vikramaditya Khanna, "**The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India**", Elsevier, Emerging Markets Review 11, 2010, pp: 319-340.
- Bernard S. Black & Hasung Jang & Woonchan Kim, "**Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from Korea**", Elsevier, Journal of Corporate Finance 12, 2006, pp: 660- 691.

توصلت الدراسات المبينة في الجدول السابق إلى نتائج متقاربة خاصة من حيث إن حوكمة الشركات تؤثر من خلال آلياتها على القيمة السوقية للشركات. ويظهر من خلال الجدول أن الدراسات قد أجريت على عدة دول متقدمة ونامية وقد تم التوصل إلى النتائج نفسها. إلا أن كل هذه الدراسات قد أجريت على شركات مدرجة في أسواق الأوراق المالية، في حين يوجد نقص كبير في الدراسات التي تناولت العلاقة الإيجابية لحوكمة الشركات مع قيمة الشركات غير المدرجة وأدائها. ويمكن ذكر بعضها كدراسة فيغنييسوارا سوامي (Vighneswara Swamy) حول الحوكمة في الشركات العائلية الصغيرة غير المدرجة، حيث تركز

الدراسة على عينة من شركات عائلية غير مدرجة مكونة من 83 شركة مأخوذة من مناطق مختلفة في الهند خلال الفترة الممتدة من 2008-2010.¹

وقد توصلت الدراسة إلى أن غالبية مسيري الشركة هم أحد المالكين لها كما أن عامل الثقة حاضر في أغلبها ويؤثر بشكل كبير على أداء هذه الشركات من خلال تسهيل حصولها على موارد مالية تسمح لها بتجسيد العديد من الاستثمارات. كما توصلت الدراسة إلى أن هناك ارتباطا قويا بين مجلس الإدارة وأداء الشركة، وقد أظهرت بقية عناصر الحوكمة المعتمدة في الدراسة ارتباطا إيجابيا هي الأخرى على غرار عدد أفراد العائلة المديرين، المديرين الخارجيين، لجنة التدقيق... ومن هذا المنطلق، تم التأكيد على أن للحوكمة أثرا إيجابيا على قيمتها في الشركات العائلية.

المطلب الثاني: مؤشرات حوكمة الشركات

تعد حوكمة الشركات عنصرا محوريا في الحفاظ على الثروة، وقد زاد الاهتمام بها منذ التسعينيات من القرن العشرين. وخلال العقدين الماضيين، ظهرت العديد من القياسات لجودة حوكمة الشركات غطت مجمل الجوانب من الغش إلى قوانين وقواعد احترام حقوق الإنسان، إلا أن حوكمة الشركات لازالت بحاجة إلى طرق منهجية لتقييم جودتها، وفيما يلي سيتم ذكر البعض منها.

1- الحاجة إلى القياس الكمي لحوكمة الشركات: لمحة تاريخية

مع بداية الثمانينيات زاد الاهتمام كثيرا بتحديد جودة حوكمة الشركات من خلال نماذج كمية، وهذا ما أدى إلى ظهور مؤشرات الحوكمة، وقد كان وراء ظهورها بعض وكالات التتقيط الخاصة التي حاولت بيع تقييمها لبعض المستثمرين المحتملين، إلا أن هذه المؤشرات غالبا ما ارتبطت ببعض جوانب الحوكمة فقط وذلك بناء على طلب ورغبة المستثمرين. وقد تطورت هذه المؤشرات كثيرا بعد بدء استعمالها من طرف الباحثين الاقتصاديين الذين رغبوا في تحديد دور الحوكمة في تحقيق التقدم الاقتصادي.

في تلك المرحلة، صارت الحاجة لقياس جودة حوكمة الشركات ضرورة ملحة، في سنة 1996 أطلق معهد البنك الدولي المؤشرات العالمية للحوكمة (WGI : the Worldwide Governance Indicators) الذي يصنف الدول إلى ستة أبعاد. وقد حازت هذه المؤشرات على الكثير من الاهتمام بسبب مصداقيتها التي

¹ - Vighneswara Swamy, "Corporate Governance in Family Owned Small Firms", working paper, (August 8, 2012), pp: 1-38. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2126756> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2126756>, last time seen: 03/08/2014, 15:55.

تستمدّها من إشراف اقتصاديين مختصين على بنائها بالإضافة إلى المنهجية المتبعة في بنائها. ومن جهة أخرى انتماء الجهة المسؤولة عن هذه المؤشرات إلى البنك الدولي مما يعطيها صبغة رسمية ودولية.

ترتبط أغلب مؤشرات الحوكمة التي تم إنشاؤها بالدول المتقدمة، إلا أنه سرعان ما تم تدارك ذلك حيث إن الدول النامية هي الأخرى بحاجة إلى تقييم حوكمتها.

والجدول الموالي يوضح بعض أهم مؤشرات الحوكمة التي تم بناؤها في دراسات بحثية على دول مختلفة.

الجدول رقم (15): أمثلة عن بعض مؤشرات حوكمة الشركات

المؤشر	السنة	خصائص المؤشر
مؤشر أنانوتيكول (Ananchotikul)	2008 (تايلاند)	حسب هذا المؤشر، العناصر الأساسية للحوكمة هي هيكل مجلس الإدارة، مسؤوليات مجلس الإدارة، تضارب المصالح، حقوق المساهمين، الإفصاح والشفافية. يأخذ المؤشر قيمة من 0 إلى 100، وقد اعتمد النموذج على المعلومات المنشورة للعامّة فقط.
مؤشر بلاك، جانغ وكيم (Black, Jang and Kim)	2003 (كوريا)	يضم المؤشر ستة مؤشرات فرعية هي حقوق المساهمين، مجلس الإدارة، المدراء الخارجيون، لجنة التدقيق، الإفصاح للمستثمرين، تركيز الملكية. ويأخذ المؤشر قيمة من 1 إلى 100.
مؤشر قومبرز (Gompers)	2003 (عدة دول)	يضم المؤشر عدة مؤشرات فرعية هي الحماية، التصويت، الدولة، ومؤشرات فرعية أخرى.
مؤشر كلابر ولوف (Love) (Klapper and)	2002 (عدة دول)	يتكون المؤشر من سلوك الإدارة، الشفافية، الاستقلالية، المحاسبة، العدالة. غير أن هذه المكونات لم يتم اعتبارها كمؤشرات فرعية ويأخذ المؤشر قيمة إجمالية من 0 إلى 100.
مؤشر خانا (Khanna)	2001 (24 دولة نامية)	اعتمد المؤشر على السلوك الجبائي للشركات، الإفصاح المحاسبي والشفافية، استقلالية مجلس الإدارة، محاسبة مجلس الإدارة، المعاملة المتماثلة للمساهمين والوعي الاجتماعي.

المصدر: لإعداد الجدول، تم الاعتماد على المراجع أدناه:

- Bernard S. Black & Hasung Jang & Woochan Kim, 2006, *Op-cit*, pp: 660– 691.
- Khanna Tarun & Joe Kogan & Krishna Palepu, "*Globalization and Corporate Governance Convergence? A Cross-Country Analysis*", NYU Stern, 2001, pp: 1-26. Available at: <http://w4.stern.nyu.edu/emplibrary/Khanna01.pdf>, last time seen 05/08/2014, 22:30.
- Klapper Leora F. and Inessa Love, "*Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets*", Social Science Research Network Working Paper No.

303979, 2002, pp:1-27, available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303979, last time seen 05/08/2014, 22:30.

- Ananchotikul Nasha, "*Does Foreign Direct Investment Really Improve Corporate Governance? Evidence from Thailand*", Bank of Thailand Discussion Paper DP/03/2008, 2008, pp: 1-19 .available at:

http://www.bot.or.th/english/economicconditions/publication/dp_2008/dp032008eng_nasha.pdf, last time seen 05/08/2014, 22:30.

- Gompers Paul & Joy Ishii & Andrew Metrick, "*Corporate Governance and Equity Prices*", *The Quarterly Journal of Economics*, 118, 2003, pp: 107-155. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=278920, last time seen 05/08/2014, 22:46.

بصفة عامة، يظهر من الجدول السابق أن جميع مؤشرات حوكمة الشركات تشترك في بعض المؤشرات الفرعية، والتي من بينها حقوق المساهمين، حيث قام كل الباحثين بإدراجها كمؤشر فرعي. وهناك نقطة رئيسة أخرى هي مجلس الإدارة الذي تم عرضه بطريقتين إما من خلال التركيز على مسؤولياته أو من خلال التركيز على هيكلته، بالإضافة إلى عناصر مهمة أخرى كالشفافية التي تعد مدخلا للحصول على ثقة المساهمين في الشركة وأيضا لجنة التدقيق التي تم تناولها في بعض المؤشرات كما أشير إليها أيضا بمصطلح "المحاسبة"، حيث اتفقت أغلب الدراسات السابقة حول أهمية هذه العناصر في بناء مؤشر لحوكمة الشركات.

2- استعمال مؤشرات الحوكمة في إثبات العلاقة بين الحوكمة وقيمة الشركة

هناك العديد من الدراسات التي حاولت فحص العلاقة بين مستوى حوكمة الشركات وقيمتها، والبحث في هذه الدراسات يبين نوعين منها، فمنها ما تم الاعتماد في إنجازها على العلاقة بين خاصية أو أكثر من خواص حوكمة الشركات مع قيمتها كهيكلة الملكية، مجلس الإدارة، نظام المكافآت وغيرها، ومنها ما تم الاعتماد فيها على مؤشرات الحوكمة من أجل استخلاص أثر جودة نظام حوكمة الشركات على قيمة الشركة.

في هذا الإطار، قام كل من ريتشارد بوزاك وإيف بوزاك (Richard Bozec & Yves Bozec) بتلخيص مجمل الدراسات الميدانية وتصنيفها في جدول. وقد تم إرفاق هذا الجدول التفصيلي في الملحق رقم (01)، بحيث يضم الملحق عرضا تفصيليا حول المنهجية المستعملة، حجم العينة، قياس الحوكمة وقيمة الشركة/أدائها والنتيجة المتوصل إليها من خلال الدراسة.

وقد تم تقسيم الجدول إلى أربعة أجزاء يتعلق الأول بالدراسات التي تمت في دول نامية، أما الثاني فيتعلق بدول أوروبا، في حين الجزء الثالث والرابع يعرضان الدراسات التي تمت في الولايات المتحدة الأمريكية وكندا على الترتيب. ولتسهيل قراءة الملحق تمت إعادة صياغته في الجدول رقم (16) الآتي، بحيث يصنف الجدول الدراسات إلى مجموعتين، الأولى تم من خلالها التوصل إلى علاقة إيجابية بين مؤشر الحوكمة وقيمة الشركة، أما المجموعة الثانية، فقد تم التوصل فيها إلى أنه لا توجد علاقة بينهما.

الجدول رقم (16): الدراسات الميدانية التي اعتمدت على مؤشرات حوكمة الشركات مصنفة حسب

النتائج المتوصل إليها

وجود علاقة إيجابية	لم يتوصل إلى وجود علاقة
الدول النامية	
<ul style="list-style-type: none"> • بلاك (Black, 2001) • موهانتي (Mohanty, 2003) • باي وآخرون (Bai et al, 2004) • كلابر ولوف (Klapper and Love, 2004) • ديرنيف وكيم (Durnev and Kim, 2005) • بلاك وآخرون (Black et al, 2006a) • بلاك وآخرون (Black et al, 2006b) • جاكا (Zheka, 2006) • تشونغ وآخرون (Cheung et al, 2007) • باور وآخرون (Bauer et al, 2008) • بالاسيرامانيان وآخرون (Balasubramanian et al, 2008) • غاري وقونزاليس (Garay and Gonzalez, 2008) • بلاك وآخرون (Black et al, 2009) • تشن وآخرون (Chen et al, 2009) 	<ul style="list-style-type: none"> • ليمبافايوم وكونيلي (Limpaphayom and Connelly, 2008) • برايس وآخرون (Price et al, 2011)
أوروبا	
<ul style="list-style-type: none"> • فرنانديز رودريغيز وآخرون (Fernandez - Rodriguez et al, 2004) • دروبتز وآخرون (Drobtz et al, 2004) • باور وآخرون (Bauer et al, 2004) • باغيت وشابير (Pagett and Shabbir, 2005) • باينر وآخرون (Beiner et al, 2006) 	

	<ul style="list-style-type: none"> • توداس وكراثاناسيس (Toudas and Karathanassis, 2007) • كلاشر وآخرون (Clacher et al, 2008) • بلوم وشوتن (Blom and Schauten, 2008) • روندرز وآخرون (Renders et al, 2009) • توليدو (Toledo, 2009)
الولايات المتحدة الأمريكية	
<ul style="list-style-type: none"> • كوهن وفينج (Koehn and Veng, 2005) • كور وآخرون (Core et al, 2006) • لين وآخرون (Lehn et al, 2007) • باغيت وبولتن (Bhagat and Bolton, 2008) • تشيدامبارام وآخرون (Chidambaran et al, 2008) • جونسن وآخرون (Johnson et al, 2008) • داينس وآخرون (Daines et al, 2008) • إبس وسيريولا (Epps and Cereola, 2008) • فودور وديافاتولوس (Fodor and Diavatopoulos, 2010) 	<ul style="list-style-type: none"> • قومبرز وآخرون (Gompers et al, 2003) • براون وكاييلور (Brown and Caylor, 2004) • براون وكاييلور (Brown and Caylor, 2005) • براون وكاييلور (Brown and Caylor, 2006) • تشنغ وآخرون (Cheng et al, 2006) • أكروال (Aggarwal and Williamson, 2006) • ويليامسون • تشنغ و وو (Cheng and Wu, 2006) • سبيلمان وواتسن (Spellman and Watson, 2009) • بيبشوك وآخرون (Bebchuck et al, 2009)
كندا	
<ul style="list-style-type: none"> • كلاين وآخرون (Klein et al, 2005) • غوبتا وآخرون (Gupta et al, 2009) 	<ul style="list-style-type: none"> • فورستر وهيون (Foerster and Huen, 2004) • بوزاك وآخرون (Bozec et al, 2008)

المصدر: Richard Bozec & Yves Bozec, "The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence", Canadian Journal of Administrative Sciences, N 29, 2012, p :80.

أظهرت الدراسات التي تمت في كل من كندا والولايات المتحدة الأمريكية تناقضا من حيث النتائج، فنصف الدراسات توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين مؤشر الحوكمة وقيمة الشركة، والنصف الآخر من الدراسات توصل إلى أنه ليست هناك علاقة بينهما. في المقابل، تقريبا كل الدراسات التي تمت في الدول النامية أو أوروبا توصلت إلى أن هناك علاقة إيجابية بين مؤشر الحوكمة وقيمة الشركة.

توجد عدة تفسيرات لهذا التناقض،¹ التفسير الأول يتمثل في كون الدول النامية تتميز بضعف النظام القانوني الذي يحكم سلوك الشركات مقارنة بالدول المتقدمة. فقد أشار كل من كلاير ولوف (Klapper and

¹ - Richard Bozec & Yves Bozec, 2012, *Op-cit*, p :81.

(Love) إلى أن العلاقة حوكمة - قيمة الشركة تكون أقوى في الدول التي تتميز بضعف قدرتها في فرض أنظمتها القانونية.

التفسير الثاني يتمثل في أن كلا من الشركات الكندية والأوروبية تخضع لمبادئ حوكمة محددة ومفروضة عليها، فهي ملزمة بالكشف عن مدى التزامها بهذه المبادئ في تقاريرها السنوية.

السبب الثالث يعود إلى أن هناك نموذجين للحوكمة، نموذج موجه نحو السوق (the market-oriented system) ونموذج قائم على المساهمين بالأغلبية (Blockholders-based system)، بحيث يعمل نظام الحوكمة الأول على ضمان أن المسيرين يقومون برعاية مصالح المساهمين من خلال عدة آليات (كسوق عمل المساهمين، عروض شراء الشركات...)، وهذا النموذج سائد في الولايات المتحدة الأمريكية خاصة.

في النموذج القائم على المساهمين بالأغلبية، تتميز الشركات بتركز الملكية وهنا يؤدي المساهمون المسيطرون على الشركة دورا أساسيا في ضمان نزاهة المسيرين. ويتناسب هذا النموذج مع الدول المتقدمة والنامية في الوقت نفسه، كما يتناسب مع الدول التي تتميز باقتصاد بنكي أين تكون أغلب الشركات غير مدرجة.

3- حدود استخدام مؤشرات حوكمة الشركات

يثير استخدام مؤشرات الحوكمة بدل الاعتماد على الخصائص الأخرى لحوكمة الشركات في محاولة تقييم جودة حوكمة الشركات بعض المخاوف المنهجية التي يمكن إيجازها فيما يلي:¹

- يرافق المؤشر متعدد العوامل ارتفاعا في احتمال الخطأ في القياس، فوجود متغيرات أكثر يعني أن هناك احتمالا أكبر للوقوع في خطأ عند قياس قيمة أي مكون للمؤشر، وبالتالي عند قياس الجودة الكلية لحوكمة الشركة.

- يتم الاعتماد في بناء المؤشر على أوزان نسبية موجبة بالنسبة لكل العوامل المكونة للمؤشر. ويتم التعامل مع هذه العوامل على أنها متغيرات مكملة لمفهوم الحوكمة الجيدة، بينما قد تكون في الواقع عبارة عن بدائل فقط، بمعنى أنه يمكن إحلال أحد متغيرات الحوكمة مكان متغير آخر دون أن يحدث تغيرا في المؤشر الكلي

¹ - Richard Bozec & Yves Bozec, 2012, *Op-cit*, p : 83.

للحوكمة. أما إذا تم الاعتماد على تحليل عرضي لأنظمة الحوكمة في الشركات قد يكون هناك اختلاف بينها، لكن هذا لا يعني بالضرورة وجود اختلاف في تأثير نظام الحوكمة المتبع على أداء الشركة المالي وبالتالي قيمتها. وعلى أي حال، تجاهل التفاعلات المحتملة بين عوامل الحوكمة في المؤشر الكلي قد يؤدي إلى نتائج قياس غير صحيحة لجودة الحوكمة في الشركة.

- قد يؤدي احتمال وجود إحلال بين العوامل المكونة لمؤشر الحوكمة والذي لم يتم أخذه بعين الاعتبار إلى مشكل ارتباط متغيرات المؤشر مع الخطأ العشوائي (the problem of endogeneity). لذا إذا كان قياس جودة الحوكمة يتم من خلال مؤشر متعدد العوامل فمن الأفضل التخلص من خطر الوصول إلى علاقة زائفة بين مؤشر الحوكمة وقيمة الشركة من خلال استخدام طرق منهجية كانحدار بانل (panel regression).

المطلب الثالث: تأثير ممارسات حوكمة الشركات على قيمة الشركات غير المدرجة

سيتم تناول مختلف متطلبات دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمتها بالإضافة إلى عرض مختلف الطرق الإحصائية التي يمكن استخدامها في ذلك.

1- متطلبات دراسة علاقة ممارسات حوكمة الشركات بقيمتها

لغرض معرفة متطلبات دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمتها سيتم التركيز مرة أخرى على الملحق رقم (01) الذي يلخص مجمل الدراسات التي تناولت العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمتها.

ملاحظة الملحق وخاصة العمود المتعلق بطريقة قياس قيمة الشركات/أدائها تظهر أن قيمة/أداء الشركات محل الدراسة قد تم قياسها باستخدام مؤشرات التقييم بما في ذلك القيمة الدفترية للشركة، نسبة الأرباح إلى السعر، نسبة توبين (Tobin's Q)، أسعار الأسهم، وأيضاً باستخدام مؤشرات الربحية بما فيها معدل العائد على الأصول، معدل العائد على رأس المال، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية أو خليط من النسب سابقة الذكر.

أغلب الدراسات التي تم عرضها في الملحق رقم (01) استعمل فيها الباحثون نسبة توبين (Q) والتي تساوي قيمة الشركة السوقية إلى تكلفة استبدال أصولها المادية. ولأن تكلفة استبدال أصول الشركات المادية غير متاحة، يميل الباحثون إلى استخدام نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كتقريب لـ Q (القيمة السوقية للأسهم زائد القيمة الدفترية للديون على مجموع الأصول).

وتمثل هذه النسبة استثمارات الشركة أو فرص النمو للشركة بما فيها تلك التي يضيفها فريق الإدارة وتطبيق ممارسات حوكمة الشركات، إلا أن نسبة توبين (Q) صعبة الحساب بالنسبة للشركات غير المدرجة نتيجة عدم توفر القيمة السوقية لها.

يكون استعمال النسبة Q تحت فرضية أن الأسواق المالية تعكس القيمة الصحيحة للشركة من خلال الأسعار الحالية للأسهم، غير أن هذه الفرضية تبقى موضوع السؤال بحكم أن أسعار الأسهم تخضع لتقلبات السوق، فضلا على أن النسبة Q كغيرها من النسب المالية تخضع للمعالجة المحاسبية للقوائم المالية للشركات. وقد أظهرت نتائج الدراسات المبيّنة في الملحق رقم (01)، أنه من شأن ممارسات حوكمة الشركات أن تعمل على تخفيض تكلفة الحصول على الأموال الخاصة والديون، بمعنى أنها تعمل على رفع قيمة الشركة.

وفي الإطار نفسه، تم استعمال عدة طرق إحصائية لاختبار العلاقة بين الحوكمة وقيمة الشركات بما في ذلك تحليل المحفظة، الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى، انحدار بانل والمعادلات الآتية. أما الدراسات التي تمت مراجعتها من خلال الملحق رقم (01)، فقد تم استعمال الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى في غالبيتها.

2- الطرق الإحصائية المتبعة في دراسة علاقة الحوكمة بقيمة الشركات غير المدرجة

يعد الاختيار المناسب لمعلمة قياس قيمة/أداء الشركة تحديا في حد ذاته في حالة الدول النامية مع سوق أوراق مالية متخلفة نسبيا ومعايير محاسبية أقل صرامة وغير موحدة. ففي جميع الدول التي تتميز بسوق أوراق مالية متطورة، يتم استخدام نسبة توبين (Q) ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كمؤشرات لقياس الأداء على المستوى الطويل/قيمة الشركة.

وتصبح عملية حساب نسبة توبين (Q) صعبة في الدول النامية لأن نسبة كبيرة من ديون الشركات تتم مع مؤسسات مالية خاصة وغير متداولة في أسواق الأوراق المالية، كما أن معظم الشركات تدرج في تقاريرها وقوائمها المالية قيم أصولها بالقيمة التاريخية وليس بتكلفة الاستبدال. ولهذا تركز أغلب الدراسات على حوكمة الشركات في الدول النامية على إعطاء قيمة تقريبية لنسبة توبين (Q) من خلال أخذ القيمة الدفترية للديون والأصول بدل القيمة السوقية.¹

¹ - Jayati Sarkar, "Ownership and Corporate Governance in Indian Firms", chapter in *Corporate Governance: An Emerging Scenario*, Editors Balasubramanian & Satwalekar, National Stock Exchange of India Ltd, India, 2010,

وفي حالة دراسة لعينة من الشركات غير المدرجة يمكن حساب نسبة توبين من خلال حساب قيمة تقريبية وقد نجح في ذلك كل من أبيل وبلانشارد (Abel and Blanchard) سنة 1986، ثم كل من فوكودا، كاسويا وناكاجيما (Shin-ichi Fukuda & Munehisa Kasuya & Jouchi Nakajima).¹ غير أنه في حالة نقص البيانات لتقدير نسبة توبين، يمكن الاعتماد على القيمة الدفترية لأصول وديون الشركة في البحث عن علاقة آليات حوكمة الشركات بقيمة الشركة.

باختصار، يمكن القول أن دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة الشركات غير المدرجة تعد صعبة من الناحية الإحصائية لكنها ممكنة، وتعد الدراسات التي تمت في هذا الإطار قليلة، لكن بإمكانها أن تعطي تأكيدا على إسهام ممارسات حوكمة الشركات في تقديم قيمة مضافة للشركات غير المدرجة.

pp: 246-247. Available at: http://www.nse-india.com/research/dynaContent/nse_cg_es_main.htm, last time seen: 09/08/2014, 08:43.

1 - Shin-ichi Fukuda & Munehisa Kasuya & Jouchi Nakajima, "*Bank Health and Investment: An Analysis of Unlisted Companies in Japan*", Bank of Japan, Japan April 2005, pp: 5-12.

خلاصة الفصل الرابع

من شأن حوكمة الشركات غير المدرجة العمل على تعزيز نمو القدرة الإنتاجية وتوفير فرص العمل، إلا أنه وعلى الرغم من العدد الكبير للشركات غير المدرجة وأهميتها الاقتصادية فإن الدراسات والبحوث لا تعطي حوكمة الشركات غير المدرجة العناية اللازمة، كما أن اعتماد مبادئ حوكمة الشركات المدرجة في الشركات غير المدرجة لا يعد حلاً قابلاً للتطبيق، وذلك راجع إلى اختلاف التحديات التي تواجهها الشركات غير المدرجة مقارنة بالمدرجة، فهي غالباً ما تتميز بتركز ملكيتها في يد أفراد من داخل الشركة، كما أن الملاك يؤدون دوراً مهماً في إدارتها، وجل تركيز هذه الشركات يكون حول كيفية تحقيق قيمة مضافة و ضمان بقائها على المدى الطويل.

تتميز حوكمة الشركات المدرجة بوجود عدد من القوانين واللوائح ومتطلبات الإدراج في أسواق الأوراق المالية في حين تجد الشركات غير المدرجة نفسها مسؤولة عن تحديد استراتيجية حوكمتها، أي أنه يجب عليها أن تقدر التكاليف المترتبة عن آليات حوكمة الشركات والقيمة المضافة المحتملة لها، فضلاً على أن هناك الكثير من أصناف الشركات غير المدرجة مما يجعل من عملية توحيد ممارسات الحوكمة المثلى للشركات غير المدرجة أمراً صعباً. وقد ركز هذا الفصل على الشركات العائلية لتعقيد نظام الحوكمة فيها من جهة ولاعتبارها من أهم أصناف الشركات غير المدرجة من جهة أخرى.

وقد خلص هذا الفصل إلى ضرورة وجود مبادئ حوكمة خاصة بالشركات غير المدرجة، كما قدم أهم الممارسات المثلى التي يجب تبنيها من قبل الشركات غير المدرجة.

تعمل آليات الحوكمة في الشركات غير المدرجة على ضمان نجاح هذه الشركات على المدى البعيد من خلال الرفع من قيمتها/أدائها، وقد تم التوصل عبر هذا الفصل إلى أنه يجب القياس الكمي لتأثر آليات الحوكمة على قيمة الشركات من خلال مؤشرات الحوكمة. من أجل ذلك تم تقديم مبحث عن كيفية بناء مؤشرات حوكمة الشركات وقد تم عرض مختلف الدراسات التي تناولت بالمبحث العلاقة بين مؤشرات الحوكمة وقيمة الشركات.

وختاماً للفصل، تم التأكيد على ضرورة إلقاء الضوء على ممارسات حوكمة الشركات غير المدرجة لما لذلك من نتائج ايجابية من شأنها الرفع من الأداء الاقتصادي الوطني.

الفصل الخامس:

مؤشر لحوكمة الشركات فلي الجزائر

الفصل الخامس: مؤشر لحوكمة الشركات في الجزائر

لقد اقتصت الفصول السابقة بعرض مختلف المفاهيم حول حوكمة الشركات والهندسة المالية والتفاعل بينهما، وأيضا حوكمة الشركات غير المدرجة وكيفية بناء مؤشرات لقياس حوكمة الشركات، ويأتي هذا الفصل لمحاولة عرض واقع حوكمة الشركات في الجزائر ومختلف المراحل التي مرت بها من ناحية، ومن ناحية أخرى عرض مختلف النصوص التشريعية التي تناولت إجراءات حوكمة الشركات في الجزائر.

يهدف هذا البحث بالإضافة إلى عرض واقع حوكمة الشركات في الجزائر إلى دراسة نظام الحوكمة في عينة من الشركات الجزائرية غير المدرجة ومن ثم بناء مؤشر لحوكمة الشركات في الجزائر، حيث تقدم مؤشرات الحوكمة نظرة عامة عن نظام الحوكمة السائد في أي دولة، بحيث سيسهل بناء مؤشر لحوكمة الشركات من دراسة العلاقة بين إجراءات الحوكمة في الجزائر وقيمة الشركات، لذلك جاء هذا الفصل مقسما إلى المباحث الموالية:

- واقع حوكمة الشركات في الجزائر؛
- مصادر البيانات ومناهج الدراسة؛
- بناء مؤشر لحوكمة الشركات في الجزائر.

المبحث الأول: واقع حوكمة الشركات في الجزائر

قبل الشروع في الدراسة الميدانية لحوكمة الشركات في الجزائر وجب عرض واقع الحوكمة في الجزائر أولاً من خلال هذا المبحث الذي يقدم نظرة عامة عن حوكمة الشركات في الجزائر كما سيتناول الإطار القانوني للحوكمة في الجزائر باعتباره أحد الدعائم الأساسية لأي نظام حوكمة.

المطلب الأول: نظرة عامة عن حوكمة الشركات في الجزائر

من خلال هذا المطلب سيتم عرض خصوصيات نظام الحوكمة في الجزائر وفق بعد تاريخي تشريعي وتنظيمي، حتى يتسنى فهم طبيعة حوكمة الشركات الجزائرية وكيفية تطورها.

1- تسيير الشركات الجزائرية العمومية

يختلف واقع حوكمة الشركات في الجزائر عن بقية الدول التي أجريت فيها أغلب الدراسات التي تم عرض نتائجها في الفصول السابقة، فقد ارتكز الاقتصاد الجزائري بعد الاستقلال على النموذج الاشتراكي، أين كان تسيير الشركات العمومية مبنياً على العلاقات المباشرة مع الخزينة العمومية والبنك الجزائري للتنمية اللذين يتدخلان في عملية التمويل الطويل وقصير الأجل بالإضافة إلى إقصاء معيار الربحية المالية في تسيير هذه الشركات.¹

وقد انهار النموذج الاشتراكي نهاية الثمانينيات من القرن العشرين تحت ظل أزمة البترول سنة 1986، ليشهد بعدها جملة من الإصلاحات هدفت إلى التحول نحو اقتصاد يعتمد في تمويله على أسواق الأوراق المالية، منتهجة الجزائر في ذلك نهج أغلب الدول التي كانت قائمة على النظام البنكي، بعدما تبين نجاح الدول التي اعتمدت على سوق الأوراق المالية في تمويل اقتصادياتها.

وقد تطلب التحول نحو اقتصاد سوق الأوراق المالية جملة من الإصلاحات والتعديلات على غرار برنامج الخصخصة وإعادة الهيكلة التنظيمية والمالية للشركات العمومية، وأهم ما ميز فترة الإصلاحات على مستوى حوكمة الشركات هو الانتقال من الشكل القانوني للمؤسسات العمومية الاشتراكية (socialist public enterprises) إلى مؤسسات عمومية اقتصادية (public economic enterprises) وفق

¹ - Kouider BOUTALEB, "La problématique de la gouvernance d'entreprise en Algérie", *La revue de l'Économie & de Management*, Université de Tlemcen, Algérie, avril 2008, pp : 7-8.

قانون التسيير الذاتي للمؤسسات العمومية،¹ وقد ارتكز هذا القانون على مبدأ فصل حقوق الملكية عن حق الإدارة، وقد اتبع هذا القانون بقانون آخر سنة 1995 يقضي بالاستقلالية المالية للمؤسسات العمومية الاقتصادية،² كما صار لزاما على هذه المؤسسات الإفصاح عن قوائمها المالية، وقد جعلت هذه الإصلاحات الشركة العمومية الاقتصادية عبارة عن شخص معنوي مستقل عن الدولة.³

وقد كان الهدف الأساسي من التحول نحو اقتصاد يعتمد في تمويله على سوق الأوراق المالية هو تنويع مصادر الدخل والتخلص من التبعية الكلية لقطاع المحروقات، غير أن محاولات الإصلاح التي طبقتها الجزائر باءت بالفشل. ومن أجل تدارك ذلك تم وضع سياسات إصلاحية تركز على مكافحة الفساد، رفع كفاءة الجهاز الإداري، المساءلة والشفافية، العدالة والمسؤولية الاجتماعية وحقوق الملكية، وكل المؤشرات سابقة الذكر ليست إلا مبادئ لحوكمة الشركات.

2- نوع نظام حوكمة الشركات السائد في الجزائر

يظهر أنه يمكن تقسيم أنظمة حوكمة الشركات إلى عدة أنواع تختلف من بلد لآخر تبعا لتأثير عدة عوامل كالإطار القانوني، الثقافات الوطنية والمحلية، السياسة العامة للدولة، مستوى تقدم أسواق الأوراق المالية، لكن بشكل عام يمكن اختصار هذه الأنواع في نموذجين اثنين، نموذج موجه من خلال السوق ونموذج موجه من خلال البنوك.⁴

تتميز أنظمة الحوكمة الموجهة من خلال السوق بانخفاض تكاليف الوساطة المالية، عدم تركيز حقوق الملكية، لا تؤدي فيها البنوك دورا محوريا في المساهمة في رأس مال الشركات، كما يبحث المستثمر في هذا النظام عن المعلومة الموثوقة عن المشاريع التي يود الاستثمار فيها.

من الواضح أن توجه الحكومة الجزائرية يميل نحو نموذج الحوكمة الموجه من خلال سوق الأوراق المالية، غير أن الشركات الجزائرية تتميز في غالبيتها بصغر حجمها مما يمنحها طبيعة خاصة وجب أخذها بعين الاعتبار من قبل الحكومة عند وضع سياساتها، إلا أن فهم هذه الطبيعة الخاصة للمؤسسات الجزائرية قد جاء متأخرا، فقد كان من المفترض أن تفتح بورصة الجزائر وعاء خاصا بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضمن مخطط تفعيلها للفترة 2010-2014، يعنى بالحاجات التمويلية الاستثمارية لهذه الفئة

¹ - القانون رقم 01-88 المؤرخ في 12 جانفي 1988 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية.

² - الأمر رقم 22/95 المؤرخ في 26 أوت 1995 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية.

³ - Kouider BOUTALEB, 2008, *Op-cit.*, p : 8.

⁴ - *Idem*, pp : 3-4.

الواسعة من المؤسسات، إلا أنه لم يتم ذلك لحد الساعة، كما خابت أيضا كل الآمال التي تم تعليقها على نجاح بورصة الجزائر منذ أن تم فتحها في نهاية التسعينيات، في إطار التوجه نحو اقتصاد يعتمد في تمويله على سوق الأوراق المالية، أين تبرم الصفقات بالشفافية والإفصاح اللازمين ويتم احترام حقوق الملكية وتتجلى فيه مبادئ الحوكمة.

عدم نجاح سوق الأوراق المالية في تأدية الدور المنوط بها وضع المؤسسات الجزائرية ضمن نظام الحوكمة الثاني والذي تؤدي فيه البنوك دورا موجهها، وهو نظام أوسع يرتكز على أخذ كل أصحاب المصلحة (stakeholders) بعين الاعتبار. ويتميز هذا النظام بحضور قوي للتمويل البنكي على مستوى رأس مال الشركات، نسبة استدانة عالية، حقوق ملكية أكثر تركزا، انحصار السلطة داخل الشركة في عدد قليل من الأفراد، وجود علاقات طويلة الأمد مع البنوك مما يجعلها تبدي قابلية للمخاطرة أكثر من خلال منح قروض طويلة الأجل وبمبالغ معتبرة.

3- بؤادر تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر

ولعل أول البؤادر الجادة لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات كان من خلال صدور القانون رقم 01/06 في 20 فيفري 2006 الذي ينص على إنشاء هيئة وطنية للوقاية من الفساد ومكافحته،¹ حيث نظم القانون هذه الهيئة وضمن استقلاليتها كما حدد كيفية سيرها، وقد تمحورت مهام هذه الهيئة في اقتراح سياسات وتوجيهات وتدابير للوقاية من الفساد وجمع المعلومات التي تسهم في الكشف عن الفساد، وقد تلا تأسيس هذه الهيئة انعقاد أول مؤتمر حول حوكمة الشركات في الجزائر في جويلية 2007،² أين تم الخروج بجملة من التوصيات، كان من بينها ضرورة إعداد دليل لحوكمة الشركات الجزائرية، وقد تجسد ذلك فيما بعد من خلال إصدار ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر سنة 2009.³

هذا الأخير الذي كان نتاجا لتكاتف جهود جمعيات واتحادات الأعمال الجزائرية من خلال إنشاء مجموعة قامت خلال الفترة الممتدة من نوفمبر 2007 إلى نوفمبر 2008 بمجموعة من الأعمال كللت بإصدار ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة الجزائرية.

¹ - للإطلاع على تفاصيل أكثر يمكن الولوج إلى الموقع الإلكتروني للهيئة وفق الرابط: <http://www.onplc.org.dz>، تاريخ آخر اطلاع: 2014/12/06، 9:43.

² - ميثاق الحكم الراشد في المؤسسة الجزائرية، إصدار سنة 2009، ص: 13. يمكن تحميله من الرابط: <http://www.algeriacorporategovernance.org/index.php>، تاريخ آخر اطلاع: 2014/12/06، 9:43.

³ - نفس المرجع السابق، ص: 1-100.

استمرت جهود مجموعة حوكمة الشركات الجزائرية من خلال إطلاقها لمركز حوكمة الجزائر في أكتوبر 2010،¹ الذي أخذ على عاتقه مهمة مساعدة الشركات الجزائرية على الالتزام بمواد الدليل واعتماد أفضل ممارسات حوكمة الشركات.

المطلب الثاني: الإطار القانوني لحوكمة الشركات في الجزائر

تؤدي القواعد التنظيمية لحوكمة الشركات دورا أساسيا في إرساء نموذجاً للحوكمة الجيدة، وتشير هذه القواعد التنظيمية إلى الرقابة المفروضة على الأنشطة التجارية والشركات في حد ذاتها، من خلال معايير وقواعد يمكن أن يتم إصدارها من قبل جهات حكومية (بما فيها الهيئات التشريعية) أو من طرف جهات خاصة أو عن طريق مزيج من الاثنين. فمشاركة الدولة المباشرة في إيجاد لوائح تنظيمية ليس بالأمر الضروري، حيث يجوز أن تستمد هذه القواعد من الأنشطة الجماعية والاتحادات الصناعية والهيئات المهنية أو الهيئات الأخرى المستقلة.

ومن خلال هذا المطلب سيتم عرض مختلف مصادر التنظيم لحوكمة الشركات في الجزائر.

1- قانون الشركات (القانون التجاري)

يحتوي القانون التجاري الجزائري على العديد من المواد التي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على آليات الحوكمة في الشركات الجزائرية. وتتناول مواد القانون التجاري العديد من الإجراءات التي تجسد مبادئ حوكمة الشركات من تحديد لواجبات المديرين، حقوق المساهمين والشركاء، التعويضات المستحقة للأطراف المتضررة والتي تؤثر على العلاقة بين المسيرين والمساهمين، وكذا علاقة الشركة بمختلف الأطراف ذات المصلحة، كما تتناول هذه المواد الجوانب المتعلقة بالتقارير المالية وكيفية الإفصاح عنها، وكل هذه القوانين تهدف إلى ضمان أن الجانب المالي للشركة يتميز بالشفافية والمساءلة، وتعد هذه القوانين في أغلبها قواعد إلزامية ينجر عن عدم الامتثال لها عدة عقوبات مفروضة.

وقد ضم القانون التجاري الجزائري في الكتاب الخامس مواد قانونية تتعلق بالشركات التجارية من خلال المواد من 544 إلى المادة 840، حيث ضمت هذه المواد إجراءات تخدم مبادئ حوكمة الشركات، وهذا بشكل إلزامي على كل الشركات التي تمارس نشاطا بهدف ربحي.

¹ - لتفاصيل أكثر يمكن الاطلاع على موقع المركز من خلال الرابط: <http://www.hawkama-eldjazair.org/>، تاريخ آخر اطلاع: 9:43، 2014/12/06

الجدول رقم (17) يوضح موضوع بعض مواد القانون التجاري والتي تخدم بعض مبادئ وآليات حوكمة الشركات المتمثلة في حقوق المساهمين، الإفصاح، هيكلية الملكية، التدقيق، الإدارة ومجلس الإدارة.

الجدول رقم (17): مواد القانون التجاري التي تخدم إجراءات حوكمة الشركات في الجزائر

الإدارة ومجلس الإدارة		التدقيق		هيكلية الملكية		الإفصاح		حقوق المساهمين	
موضوعها	المادة	موضوعها	المادة	موضوعها	المادة	موضوعها	المادة	موضوعها	المادة
تنظيم علاقة المسيرين مع المساهمين.	577/576	ضرورة وجود تقرير مندوب الحسابات.	584	طبيعة حصص الشركاء.	560	الإفصاح عن العقد التأسيسي أو أي تعديل يطرأ عليه.	548	الحق في إدارة الشركة أو اختيار من يديرها.	554/553
									611/580
مسؤوليات المسيرين.	578	خضوع الحصص العينية لتقييم مندوب الحصص.	601	هيكلية ملكية شركة التوصية البسيطة، الشركة ذات المسؤولية المحدودة، شركة المساهمة.	563 مكرر	الإفصاح عن القوائم المالية والتقارير الأخرى كتقرير مندوب الحصص العينية.	557/558	حق الشركاء في التصويت من أجل تعديل رأس المال، اختيار المسيرين، اختيار مندوبي الحسابات،	613
									559/556
تنظيم مجلس الإدارة وسلطاته.	617/612	وجوب وجود مجلس إدارة في شركة المساهمة.	610	تغيير هيكلية الملكية من خلال رفع رأس المال أو خفضه، استهلاك رأس المال، تغيير نوع الشركة.	3 إلى 563 مكرر	10/ مكرر	557/558	اختيار المسيرين،	563 مكرر
									571/575
لجنة التعيينات.	618	الحق في اختيار مندوب الحسابات.	715/621	تغيير هيكلية الملكية من خلال رفع رأس المال أو خفضه، استهلاك رأس المال، تغيير نوع الشركة.	594/566	الإفصاح عن قرار حل الشركة.	601/584/	تناسب حق التصويت مع حق الملكية، تعديل القانون الأساسي.	581/576
									585/586
لجنة المكافآت.	633/632	وجوب وجود مجلس إدارة في شركة المساهمة.	8 مكرر، 4 و 14.	تغيير هيكلية الملكية من خلال رفع رأس المال أو خفضه، استهلاك رأس المال، تغيير نوع الشركة.	567 إلى	596 /575	589/550	حق الشركاء في الاطلاع على قوائم الشركة.	603/602
									557
مجلس المديرين ومجلس المراقبة.	642 من إلى 673	الحق في اختيار مندوب الحسابات.	8 مكرر، 4 و 14.	تغيير هيكلية الملكية من خلال رفع رأس المال أو خفضه، استهلاك رأس المال، تغيير نوع الشركة.	687 /من إلى 713	715 من	589/550	الحق في طلب انعقاد جمعيات عامة والحق في حضورها.	4 مكرر
									674/ إلى 685

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على القانون التجاري الجزائري.

يتضح من خلال الجدول السابق أن القانون التجاري الجزائري قد ضم العديد من مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، غير أن هذا لا يعني أن هذه القواعد التي ضمها القانون التجاري كلها ملزمة بطبيعتها، إذ أن القانون التجاري قد عمل على وضع الهيكل الإجمالي لنظام الحوكمة داخل الشركات التجارية الجزائرية فقط وترك المجال أمام الشركات حتى تخصص أكثر في هيكل حوكمتها، حيث أنه في الوقت نفسه يمكن أن ترد معظم قواعد حوكمة الشركات التي نص عليها القانون التجاري ضمن القانون الأساسي للشركة (العقد التأسيسي). هذا الأخير الذي يصاغ بشكل خاص من قبل كل شركة لتلبية احتياجاتها (تخضع مواد القانون الأساسي لموافقة الأغلبية النسبية للمساهمين في الشركة وتغييرها يتطلب موافقة الأغلبية أيضا).

يوضع القانون الأساسي بشكل مستقل من قبل كل شركة ويحتوي على بعض الأحكام المهمة والمرتبطة بإجراءات حوكمة الشركات، فهذا القانون عبارة عن عقد (Contract) يحدد كيفية إدارة الشركة وينظم علاقة المسيرين مع المساهمين، علاقة المساهمين فيما بينهم، علاقة المساهمين والمديرين فيما بينهم، كما يحدد من يقوم بالتدقيق القانوني، ويحدد أيضا أعضاء مجلس الإدارة ومختلف اللجان التابعة له وإجراءات هذا المجلس وغيرها من الإجراءات المرتبطة بحوكمة الشركات.

تعد مواد القانون التجاري مرجعا للفصل في الإجراءات التي لم ينص عليها القانون الأساسي للشركة، كما يجب الإشارة إلى أن القانون التجاري لا ينظم علاقة الشركة مع كل أصحاب المصالح المرتبطين بها من دائنين، مصلحة الضرائب، زبائن وغيرهم، فهي تتأثر أيضا بالقواعد القانونية الأخرى التي لا تنتمي للقانون التجاري كالقانون المدني، قانون الضرائب وغيرها.

2- تنظيم مهنة التدقيق في الجزائر

ارتبطت وظيفة التدقيق في الجزائر بمختلف الإصلاحات التي عرفتتها الشركات العمومية، ولعل أول ظهور لمهنة التدقيق في الجزائر كان من خلال الأمر رقم 69-107 الصادر في 31 ديسمبر 1969 المتعلق بقانون المالية لسنة 1970،¹ أين تم فرض رقابة على المؤسسات العمومية الاقتصادية من أجل تأمين حق الدولة فيها، بعد ذلك مباشرة جاء المرسوم 70-173 المؤرخ في 16 نوفمبر 1970 المحدد لكيفية أداء محافظي الحسابات في الشركات العمومية وشبه العمومية لواجباتهم، ويؤدي حسب هذا

¹ - محمد السيد وأحمد شمس الدين بوعرار، "مدى توافق التدقيق في الجزائر مع المعايير الدولية للتدقيق في ظل القانون رقم 10-01"، الملتقى الدولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة (IAS-IFRS) والمعايير الدولية للمراجعة (ISA) : التحدي، جامعة البليدة، يومي 13 و14 ديسمبر 2011، الجزائر، ص: 03.

المرسوم محافظ الحسابات دور مدقق خارجي يقوم بمراقبة تسيير الشركات العمومية ويتم تعيينه من طرف وزير المالية.

تميزت فترات الثمانينيات من القرن العشرين باحتكار الدولة لجانب كبير من الاقتصاد وهذا ما جعل من تطور مهنة التدقيق بطيئا نوعا ما، إلا أنه بصدور القانون 88-01 سنة 1988 أصبحت المؤسسة الاقتصادية أكثر حرية، غير أن هذه الحرية فرضت حاجة ملحة إلى تأهيل مهنة التدقيق في الجزائر وذلك لتواكب هذا التغيير في الحياة الاقتصادية، وهو ما نتج عنه صدور القانون رقم 91-08 في 27 أفريل 1991 ثم تلاه صدور قانون ملغي له وهو القانون 10-01 في 29 جوان 2010 المتعلق بمهنة الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد، ويجسد كل قانون منهما تنظيم جانب مهم من مهنة التدقيق في الجزائر، والجدول رقم (18) يوضح أهم الاختلافات بين القانون 91-08 والقانون 10-01.

الجدول رقم (18): أهم الاختلافات بين القانون 91-08 والقانون 10-01

معيار التفرقة	القانون 91-08	القانون 10-01
من حيث تعريف المدقق القانوني:	هو كل شخص يمارس باسمه الخاص وتحت مسؤوليته مهنة تنظيم المحاسبة والحسابات من كل نوع وفحصها واستقامتها وتحليلها لدى المؤسسات والشركات التجارية أو المدنية في الحالات التي نص عليها القانون للقيام بهذه المهمة بصفة تعاقدية.	هو كل شخص يمارس بصفة عادية باسمه الخاص وتحت مسؤوليته مهمة المصادقة على صحة حسابات الشركات والهيئات وانتظامها ومطابقتها لأحكام التشريع المعمول به.
من حيث المهام التي يضطلع بها محافظ الحسابات:	<ul style="list-style-type: none"> - يشهد بأن الحسابات السنوية منتظمة وصحيحة وهي مطابقة لنتائج السنة المنصرمة. - يفحص صحة الحسابات السنوية ومدى مطابقتها للمعلومات المبينة في تقرير التسيير. - يعلم المسيرين بكل نقص قد يكتشفه والذي يمكنه عرقلة استمرار استغلال المؤسسة. 	<ul style="list-style-type: none"> - يشهد بأن الحسابات السنوية منتظمة وصحيحة وهي مطابقة لنتائج السنة المنصرمة. - يفحص صحة الحسابات السنوية ومدى مطابقتها للمعلومات المبينة في تقرير التسيير. - يبدي رأيه في شكل تقرير خاص حول إجراءات الرقابة الداخلية المصادق عليها من

<p>مجلس الإدارة ومجلس المديرين أو المسير . - يقدر شروط إبرام اتفاقيات بين الشركة التي يراقبها والمؤسسات والهيئات التابعة لها . - يعلم المسيرين بكل نقص قد يكتشفه والذي يمكنه عرقلة استمرار استغلال المؤسسة .</p>		
<p>- أن يكون حائز الشهادة الجزائرية للمهنة أو شهادة معترف بمعادلتها . التسجيل في جدول المصنف الوطني للخبراء المحاسبين أو في جدول الغرفة الوطنية لمحافظي الحسابات، أما المحاسب المعتمد فهو تابع للمنظمة الوطنية للمحاسبين المعتمدين .</p>	<p>- توفر الإجازات والشهادات المشترطة قانونا . - التسجيل في المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين .</p>	<p>من حيث شروط التسجيل لامتحان مهنة محافظ حسابات:</p>
<p>الخبير المحاسب تابع للمصنف الوطني للخبراء المحاسبين، ومحافظ الحسابات تابع للغرفة الوطنية لمحافظي الحسابات، أما المحاسب المعتمد فهو تابع للمنظمة الوطنية للمحاسبين المعتمدين .</p>	<p>كل من الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد تابعون للمنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين .</p>	<p>من حيث الهيئة التابع لها:</p>
<p>يوضع المجلس الوطني للمحاسبة تحت سلطة الوزير المكلف بالمالية أي تابع لوزارة المالية .</p>	<p>يوضع المجلس الوطني للمحاسبة تحت سلطة رئاسة الجمهورية .</p>	<p>من حيث السلطة المشرفة على المجلس الوطني للمحاسبة:</p>
<p>يتعين على محافظ الحسابات أو مسير الشركة أو تجمع محافظي الحسابات إبلاغ لجنة مراقبة النوعية بقرار تعيين محافظ الحسابات عن طريق رسالة موصى عليها في أجل أقصاه خمسة عشر يوما (15) .</p>	<p>لم ترد بخصوصه مواد .</p>	<p>من حيث الاهتمام بالجودة:</p>

<p>تجربى تربصات الخبراء المحاسبين على مستوى المصف الوطني للخبراء المحاسبين، وتجربى تربصات محافظي الحسابات على مستوى الغرفة الوطنية لمحافظي الحسابات، وتجربى تربصات المحاسبين المعتمدين على مستوى المنظمة الوطنية للمحاسبين المعتمدين، حسب الكيفيات المحددة من قبل المجلس الوطني للمحاسبة.</p>	<p>تجربى تربصات الخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين على مستوى المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين، حسب الكيفيات المحددة من قبل المجلس الوطني للمحاسبة.</p>	<p>من حيث التربصات:</p>
---	--	-------------------------

المصدر: محمد السيد وأحمد شمس الدين بوعرار، 2011، مرجع سبق ذكره، ص: 6.

يتضح من خلال الجدول أعلاه، هناك إعادة تنظيم لمهنة المدقق القانوني، وذلك من خلال العديد من الإجراءات، لعل أهمها هي السلطة المشرفة على التدقيق القانوني، وأيضا الفصل بين الهيئات التي يتبعها كل من الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد بما يسمح بضمان تكوين مركز ومستقل لكل فئة بما يتناسب والوظيفة المنوط بها، كما تم أيضا تحديث قائمة المهام الموكلة لمحافظ الحسابات مع التركيز على ضرورة إعداد تقرير عملية التدقيق والتي تعد مرحلة مهمة في عملية التدقيق.

من الملاحظ أن هناك إغفالا من طرف المشرع الجزائري، حيث إنه لا يوجد تعريف واضح لمهنة التدقيق في الجزائر، والمشرع لم يخص بالذكر إلا التدقيق القانوني من جهة، ومن جهة أخرى وعلى الرغم من أن هناك تقريبا بين محتوى القانون رقم 10-01 ومعايير التدقيق الدولية¹ إلا أنه لا يوجد نص صريح يلزم المدقق باتباع المعايير الدولية للتدقيق. كما ينبغي لفت الانتباه إلا أن هناك إغفالا أيضا فيما يخص تدقيق مخرجات أنظمة الإعلام الآلي، والتي تعد نقطة مهمة في ظل تطور تكنولوجيا المعلومات والاتصال، يجب ضبط الإطار القانوني الخاص بها.

3- المصادر الأخرى لإجراءات حوكمة الشركات

إلى جانب القانون التجاري تستمد إجراءات حوكمة الشركات في الجزائر شرعيتها من عدة مصادر أخرى سيتم تقديم أهمها من خلال ما يلي:

¹ - سايح فايز، "انعكاسات النظام المحاسبي المالي على نظام المراجعة الخارجية ومهنة محافظ الحسابات"، الملتقى الدولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة (IAS-IFRS) والمعايير الدولية للمراجعة (ISA): التحدي يومي 13 و14 ديسمبر 2011، جامعة البليدة، الجزائر، ص: 10.

3-1 - قانون البنوك

إلى جانب قانون الشركات يظهر قانون البنوك، والذي يضم العديد من إجراءات حوكمة الشركات الخاصة بالبنوك أساسا، ويسمى هذا القانون في الجزائر بقانون النقد والقرض، وقد أدخلت عليه عدة تعديلات متتالية في سنة 2001 وسنة 2003 نتيجة للفضائح التي شهدتها السوق النقدية لاسيما ما حدث مع بنك الخليفة. وتحدد قواعد قانون النقد والقرض صلاحيات بنك الجزائر وعملياته وكذا مجلس النقد والقرض، كما تنظم عمل البنوك التجارية وتحدد طرق مراقبتها ومراقبة عملياتها مع الزبائن.

3-2 - قواعد الإدراج في البورصة

تتيح بورصة الجزائر إمكانية التعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء، وتساهم في مراقبة الشركات المدرجة على مستواها، وذلك من خلال وضع مجموعة من القواعد والمعايير المتضمنة في شروط الإدراج التي تفرضها على الشركات الراغبة في فتح رأس مالها.

تقوم بورصة الجزائر من خلال لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بدراسة ملفات الشركات الراغبة في الدخول للسوق والتأكد من مطابقتها للشروط اللازمة للإدراج، وتسهر على التزام هذه الشركات بقواعد الإدراج فيما بعد، بحيث يؤدي عدم الامتثال لها للشطب النهائي من قائمة الشركات المدرجة.

تقرض إجراءات حوكمة الشركات المتضمنة في شروط الإدراج على الشركات المدرجة الإفصاح للسوق و/أو للمساهمين عن معلومات محددة، كما تستدعي موافقة المساهمين على بعض الاتفاقيات والمعاملات الخاصة.

ويمكن عرض بعض شروط الإدراج في بورصة الجزائر والتي تتضمن إجراءات حوكمة الشركات فيما يلي:¹

- يجب أن تكون للشركة شكل شركة ذات أسهم (SPA).
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.

¹ - موقع بورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz>، تاريخ آخر اطلاع 2015/01/05، 21:36.

- أن تقدم تقريراً تقييماً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.

- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.

- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة. وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية الموالية لقبول سندات في البورصة.

- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين وإدارة المؤسسة.

- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.

- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

يظهر من شروط الإدراج أنها تتضمن عدة مبادئ وإجراءات لحوكمة الشركات كالإفصاح، حقوق المساهمين، التدقيق، مجلس الإدارة، هيكل الملكية وغيرها، إلا أن هذه الشروط صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتلبيتها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تمّت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن¹:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مراقب البورصة".

- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُورّع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) المؤسسات مستثمرة يوم الإدراج.

- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللاجوء العلني إلى الادخار.

¹ - موقع بورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz>، تاريخ آخر اطلاع 2015/01/05، 21:36.

3-3- دليل حوكمة الشركات في الجزائر

تؤدي الهيئات الخاصة كمنظمات الأعمال دورا مهما في اقتصاديات أغلب الدول، كما تؤدي دورا محوريا في بناء نموذج لحوكمة جيدة فيها، من خلال مساهمتها في إرساء قواعد تنظيمية لحوكمة الشركات. وكذلك هو الحال بالجزائر، ففي سنة 2007 اجتمع فريق من الباحثين أطلق عليه اسم (Goal 08) بدعم من عدة هيئات تمثلت في حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة، منتدى رؤساء المؤسسات، بالإضافة إلى هيئات دولية كمؤسسة التمويل الدولية وبرنامج ميدا لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأيضا المنتدى الدولي لحوكمة الشركات، وقد استأنف هذا الفريق عمله سنة 2008، وكان أول ناتج له هو دليل حوكمة الشركات في الجزائر الذي اصدر في مارس 2009.

ضم ميثاق الحكم الراشد في الجزائر أربعة مبادئ أساسية تقوم عليها حوكمة الشركات تمثلت في الإنصاف، الشفافية، المسؤولية والتبعية. وقد قدم الدليل تفصيلا لمختلف الآليات وإجراءات الحوكمة التي يمكن أن تتبناها الشركات الجزائرية أخذا بعين الاعتبار محيط هذه الشركات، كما ضم الدليل مجموعة من الملحقات حاول من خلالها إرساء ثقافة المؤسسة وتقديم عرض مبسط لحوكمة الشركات كما ركز على حوكمة الشركات العائلية لطبيعتها الخاصة وباعتبارها أحد أبرز أشكال الشركات السائدة في الجزائر.

يلاحظ أنه لم يتم إدخال أي تحديثات أو إضافات إلى الميثاق فيما بعد، لكن تم إنشاء معهد حوكمة المؤسسات في الجزائر في 19 أكتوبر 2010 كهيئة تهتم بمساعدة الشركات على تطبيق المبادئ الأساسية التي نص عليها ميثاق الحكم الراشد في الجزائر.

المبحث الثاني: مصادر البيانات ومناهج الدراسة

يشرح هذا المبحث كيفية جمع عينة الدراسة والمصادر المعتمدة في ذلك يقدم أيضا دراسة وصفية لهذه العينة من حيث توزيعها على مختلف القطاعات وطبيعة الشركات المكونة لها، كما يعرض المناهج التي سيتم الاعتماد عليها في بناء نماذج الدراسة التي سيتم عرضها لاحقا من خلال الفصل السادس.

المطلب الأول: مصادر وطرق جمع البيانات

تستند هذه الدراسة إلى عينة عشوائية من الشركات الجزائرية التي تقوم بالإفصاح عن قوائمها المالية لدى المركز الوطني للسجل التجاري الكائن مقره بولاية الجزائر (المركز الوطني للسجل التجاري

الطريق الوطني رقم 24 الليدو، برج الكيفان، الجزائر)، حيث تم أولاً سحب عينة مبدئية مكونة من 26 شركة، ليتم استخراج كل البيانات المتعلقة بها خلال الفترة 2008-2012، إلا أنه لوحظ عدم وجود تغيير فيما يخص المتغيرات المتعلقة بحوكمة الشركات ما عدا تبني النظام المحاسبي المالي حيث لوحظ تغيير خلال سنتي 2010 و 2011، لذلك تم حصر فترة الدراسة في سنة 2012 باعتبارها السنة التي تتوفر فيها البيانات أكثر.

تم الاعتماد على القوائم المالية الخاصة بسنة 2012 والتي تم إيداعها على مستوى المركز قبل نهاية سبتمبر 2013، حيث بلغ عدد الشركات التي تم نشر قوائمها المالية في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية للسنة التاسعة والأربعين لتلك الفترة 376 شركة تتواجد كلها على مستوى ولاية الجزائر، وقد تم إقصاء الشركات ذات الشخص الواحد من العينة لصعوبة الحصول على البيانات الخاصة بالمتغيرات فوق محاسبية، في حين تم الاحتفاظ بثلاث أنواع من الشركات تمثلت في شركة التضامن، الشركة ذات المسؤولية المحدودة وشركة المساهمة، كما تضمنت العينة شركات عمومية اقتصادية، وقد تم حذف الشركات التي لم يتم جمع قدر كافي من البيانات حولها أو أن القوائم المالية المصرح بها غير مكتملة أو بها أخطاء، بحيث بلغ حجم العينة المعتمدة في الدراسة 112 شركة موزعة على أربعة قطاعات نشاط هي القطاع الصناعي، القطاع التجاري، القطاع الخدماتي وقطاع البناء والأشغال العمومية.

تم الاعتماد في جمع بيانات العينة على النشرة الرسمية للإعلانات القانونية الصادرة عن المركز الوطني للسجل التجاري، حيث تضم هذه النشرة محاضر اجتماع الجمعية العامة العادية للشركات وأيضاً القوائم المالية لها والمتمثلة في الميزانية وحساب النتيجة، كما تم الاعتماد على بوابة المركز الوطني للسجل التجاري عبر الموقع (<https://sidjilcom.cnrc.dz/portal/private/classic>)، بحيث يتيح التسجيل فيها البحث مجاناً بشكل مؤقت عن العديد من البيانات المحاسبية وشبه المحاسبية، كما تم جمع بقية البيانات بشكل يدوي عن طريق ثلاثة محركات بحث (<http://www.lespagesmaghreb.com>)، (<https://www.google.dz>)، (<http://dz.kompass.com>).

والجدول الموالي يوضح الطرق المتبعة في جمع البيانات الخاصة بعينة الدراسة:

الجدول رقم (19): مصادر وطرق جمع بيانات عينة الدراسة

رموز المتغيرات	المتغيرات	مصدر البيانات
المتغيرات فوق محاسبية		
BdIn.1	وجود مجلس إدارة/ مجلس استشاري	محضر الجمعية العامة العادية أو بوابة sidjilcom.cnrc.dz
BdIn.2	عدد أعضاء المجلس	محضر الجمعية العامة العادية أو بوابة sidjilcom.cnrc.dz
BdIn.3	عدد أعضاء المجلس المستقلين عن إدارة الشركة	محضر الجمعية العامة العادية أو بوابة sidjilcom.cnrc.dz
BdIn.4	يوجد أعضاء في المجلس لديهم عدة عهديات	محضر الجمعية العامة العادية أو بوابة sidjilcom.cnrc.dz
Pr.1	للمجلس أكثر من 4 اجتماعات في السنة	محضر الجمعية العامة العادية
Pr.2	للشركة نظام لتقييم المدراء	جمع يدوي
Pr.3	للشركة دليل للالتزام الأخلاقي والسير الحسن	جمع يدوي
CoAd.1	وجود لجنة تدقيق	محضر الجمعية العامة العادية أو جمع يدوي
CoAd.2	عدد أعضاء لجنة التدقيق	محضر الجمعية العامة العادية أو جمع يدوي
CoAd.3	لا يقوم المدققون بمهام أخرى إضافة لعملية التدقيق في الشركة	محضر الجمعية العامة العادية أو جمع يدوي
Ow.1	للشركة أكثر من مالك واحد	محضر الجمعية العامة العادية أو بوابة sidjilcom.cnrc.dz
Ow.2	للشركة أكثر من 6 ملاك	محضر الجمعية العامة العادية أو بوابة sidjilcom.cnrc.dz
Ow.3	للشركة أكثر من 20 مالك	محضر الجمعية العامة العادية أو بوابة sidjilcom.cnrc.dz
Ow.4	نسبة الملاك الذين يحوزون أكثر من 50% من ملكية الشركة	محضر الجمعية العامة العادية أو بوابة sidjilcom.cnrc.dz
Ow.5	ملاك الشركة من عائلة واحدة	محضر الجمعية العامة العادية أو بوابة sidjilcom.cnrc.dz
Di.1	تصرح الشركة ببرنامجه السنوي للأعمال التي تقوم بها	محضر الجمعية العامة العادية أو جمع يدوي
Di.2	تعد الشركة كشوفاتها المالية باللغة الفرنسية إضافة إلى اللغة العربية	القوائم المالية المستخرجة من النشرة الرسمية للإعلانات القانونية
Di.3	تملك الشركة موقعا إلكترونيا	جمع يدوي
Di.4	الكشوفات المالية معدة وفق النظام المحاسبي المالي	القوائم المالية المستخرجة من النشرة الرسمية للإعلانات القانونية
Sh.1	يشارك كل المساهمين في انتخاب المدراء	محضر الجمعية العامة العادية
Sh.2	إمكانية التصويت عبر ممثل أو عبر البريد الإلكتروني أو العادي متاحة	محضر الجمعية العامة العادية

sidjilcom.cnrc.dz بوابة	تم تقديم طلبات لعقد اجتماعات طارئة خلال 5 سنوات الأخيرة	Sh.3
sidjilcom.cnrc.dz بوابة	نوع الشركة	TC
sidjilcom.cnrc.dz بوابة	قطاع النشاط	IND
sidjilcom.cnrc.dz بوابة	عمر الشركة	Age
sidjilcom.cnrc.dz بوابة	شركة عمومية اقتصادية	PEE
المتغيرات المحاسبية		
الكشوفات المالية المستخرجة من النشرة الرسمية للإعلانات القانونية	كل المتغيرات المحاسبية أو المتغيرات الوسيطة التي تدخل في حسابها	/

المصدر: ملخص تبعا للطرق المتبعة في جمع العينة.

المطلب الثاني: التحليل الوصفي لعينة الدراسة

استندت الدراسة إلى عينة عشوائية مكونة من 112 شركة يتواجد مقرها على مستوى الجزائر العاصمة، موزعة على خمسة قطاعات كما هو موضح في الجدول الموالي:

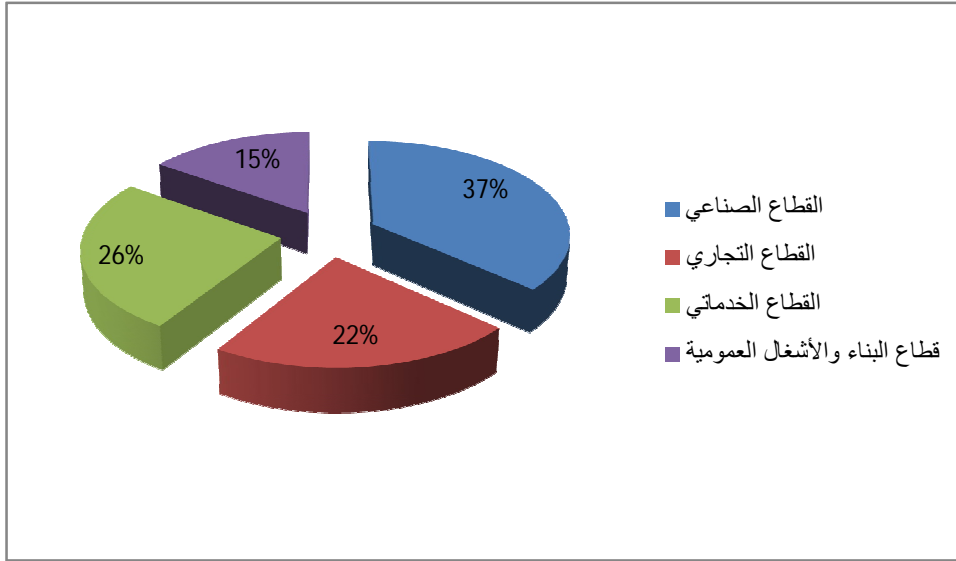
الجدول رقم (20): توزيع عينة الشركات في الدراسة حسب القطاعات الذي تنتمي إليه

رمز قطاع النشاط	قطاع النشاط	عدد الشركات	النسبة المئوية
I	القطاع الصناعي	41	37%
C	القطاع التجاري	25	22%
S	القطاع الخدماتي	29	26%
BTP	قطاع البناء والأشغال العمومية	17	15%
	المجموع	112	100%

المصدر: تم إعداد الجدول انطلاقا من العينة التي تم جمعها.

من خلال معطيات الجدول أعلاه، والتي تعبر عن توزيع الشركات المتضمنة في عينة الدراسة حسب طبيعة نشاطها، سيتم عرضها في الشكل البياني الموالي للتوضيح أكثر.

الشكل رقم (14): توزيع شركات العينة حسب نشاط القطاع



المصدر: بالاعتماد على الجدول رقم (20).

يلاحظ أن نسب توزيع شركات العينة محل الدراسة على القطاعات الأربعة غير متقاربة في مجملها، حيث يأتي القطاع الصناعي أولا بنسبة 37 %، ثم يليه كل من قطاع التجارة والخدمات بنسبة 22 % و 26% على التوالي، وأخيرا قطاع البناء والأشغال العمومية بنسبة 15 %.

يسمح توزيع شركات عينة الدراسة على القطاعات بالإحصائية لمدى تأثير قطاع النشاط على هيكل نظام الحوكمة فيها.

يعرض الجدول رقم (21) توزيع شركات عينة الدراسة حسب معيارين، الشكل القانوني للشركات وطبيعة ملكيتها كما هو موضح فيما يلي:

الجدول رقم (21): توزيع شركات العينة حسب الشكل القانوني وطبيعة الملكية

المجموع	شركة مساهمة (SPA)	شركة ذات مسؤولية محدودة (SARL)	شركة تضامن (SNC)	الشكل القانوني للشركة	
				طبيعية	الملكية
21	20	1	0	عمومية اقتصادية	الملكية
91	30	51	10	خاصة	
112	50	52	10	المجموع	

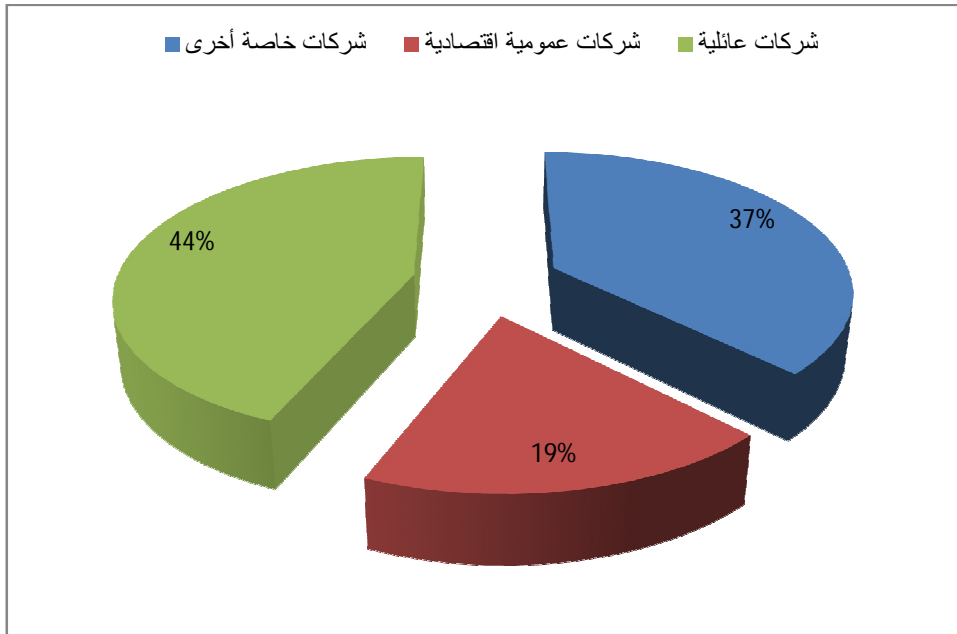
المصدر: تم إعداد الجدول انطلاقا من العينة التي تم جمعها.

يمكن تصنيف شركات العينة إلى ثلاثة أنواع حسب الشكل القانوني، إذ يلاحظ انخفاض في نسبة شركات التضامن في العينة حيث بلغت نسبة 9 % فقط مقارنة بنسب كل من الشركة ذات المسؤولية المحدودة وشركة المساهمة التي بلغت 46 % و 45 % على الترتيب، في حين شكلت المؤسسات العمومية الاقتصادية ما نسبته 19 % فقط من حجم العينة الإجمالي وأغلبها تتخذ شكل شركة مساهمة.

يسمح تحليل طبيعة الملكية بمعرفة مدى قابلية المقارنة الإحصائية بين هيكل الحوكمة في شركات المساهمة العمومية وشركات المساهمة الخاصة، حيث تشكل المؤسسات العمومية الاقتصادية نسبة مقبولة تسمح بإجراء عدة طرق للتحليل الإحصائي.

يوضح الشكل رقم (15) طبيعة ملكية شركات العينة، إذ يظهر أن الشركات العائلية تشكل نسبة كبيرة قدرت بـ 44 %، مقارنة بالشركات العمومية الاقتصادية والشركات الخاصة الأخرى، وهذا ما يجعل من دراسة هيكل نظام الحوكمة في الشركات العائلية أمرا في غاية الأهمية، نظرا للطبيعة الخاصة لهذه الشركات.

الشكل رقم (15): طبيعة ملكية شركات العينة



المصدر: انطلاقا من العينة التي تم جمعها.

المطلب الثالث: المناهج المتبعة في الدراسة

سيتم في هذه الدراسة الاعتماد على عدة مناهج من بينها الانحدار بطريقة المربعات الصغرى والتحليل التمييزي، وسيتم تقديم هذه الطرق فيما يلي:

1- الانحدار بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS: ordinary least squares)

يعد الانحدار بطريقة المربعات الصغرى أحد أوضح الطرق، ونتاجا لمقارنة جملة من الطرق الإحصائية، حيث تقوم هذه الطريقة على افتراضات بسيطة. وقد تم اعتمادها من طرف أغلب الباحثين الذين تناولوا الربط بين مؤشر حوكمة الشركات وقيمتها كدراسة بلاك بيرنارد سنة 2001 (Black,) (2001) ودراسة موهانتي سنة 2003 (Mohanty, 2003) ودراسة باي وآخرون سنة 2004 (Bai & al, 2004) ثم دراسة بلاك وآخرون سنة 2006 (Black & al. 2006) وغيرها من الدراسات التي وردت في الملحق رقم (01)، أين اعتمد الباحثون على طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) كما هو واضح في العمود الخامس من الملحق في بناء النموذج الذي يربط بين مؤشر الحوكمة وقيمة الشركات. وهذا ما جعل من هذه الطريقة أحد الأساليب التي سيتم استخدامها في بناء النموذج الذي يربط بين مؤشر الحوكمة المقترح (ACGI : algerian corporate governance index) وقيمة الشركات التي تنتمي لعينة الدراسة.

2- التحليل التمييزي الخطي (Linear discriminant analysis)

سيتم الاعتماد على التحليل التمييزي الخطي في المبحث الثاني من الفصل السادس لهذه الدراسة، وفيما يلي سيتم عرض بعض التفاصيل عن هذا التحليل قصد توضيح طريقة استخدامه والاستعمالات الممكنة له.

2-1- تعريف التحليل التمييزي

التحليل التمييزي هو طريقة إحصائية متعددة المتغيرات، تستعمل لتصنيف مجموعة من المشاهدات إلى مجموعات محددة مسبقا، والغرض من ذلك هو تحديد المتغيرات المقدره على أساس مجموعات محددة مسبقا. بحيث يتم بناء النموذج التمييزي على أساس مجموعة من المشاهدات لأجلها تكون المجموعات معروفة، هذه المجموعة من المشاهدات هي معطيات تاريخية (ماضية)، يقوم على

أساسها التحليل التمييزي ببناء مجموعة من الدوال الخطية تعرف بالدوال المميزة¹، ويمكن تمثيلها كما يلي:

$$Z = c + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_nX_n$$

حيث:

C: ثابت.

b_i : معامل التمييز.

X_i : المتغير المقدر.

وتسمح هذه المتغيرات التي اختيرت لتكون قوة تمييزية بتصنيف الأشياء إلى إحدى المجموعتين، إذ يتم بناء الدالة التمييزية من أجل استعمالها لتحديد المجموعة التي تنتمي إليها المشاهدات الجديدة.

في التحليل التمييزي، المتغيرات التابعة هي المتغيرات الصنفة، في حين أن المتغيرات المستقلة هي متغيرات قابلة للقياس، بحيث يمكن أن يكون للمتغيرات التابعة أكثر من صنفين (مجموعتين)، إلا أن التحليل التمييزي يكون أكثر قوة في حالة مجموعتين فقط.

بعد بناء النموذج التمييزي، من أجل مجموعة جديدة من المشاهدات الجديدة، سيتم حساب قيمة الدالة المميزة Z، ومن ثم يتم توجيه المشاهدات الجديدة حسب قيمتها، فإذا كانت قيمة Z أقل من الصفر هي تنتمي للمجموعة الأولى، أما إذا كانت أكبر فهي تنتمي للمجموعة الثانية.

الغرض الأساسي للتحليل التمييزي يكمن في القدرة على تحديد المجموعة التي تنتمي إليها المشاهدات الجديدة بالاعتماد على تشكيلة خطية من المتغيرات المقدر. تبدأ عملية استعمال تقنية التحليل التمييزي بمجموعة من المشاهدات المصنفة إلى مجموعتين مسبقا مع جملة من الخصائص المعلومة مسبقا، والنتيجة النهائية لهذه العملية هي نموذج يسمح بتقدير المجموعة التي تنتمي إليها المشاهدات عندما تكون المتغيرات المميزة محددة مسبقا.²

¹ - J.P. Verma, *Data Analysis in Management with SPSS Software*, Springer, New Delhi Heidelberg, India, 2013, p:391.

² - *Idem*, p:392.

الغرض الثاني من التحليل التمييزي هو دراسة العلاقة بين المجموعتين والمتغيرات المستعملة في تقدير المشاهدات التي تنتمي للمجموعتين، وهذا ما يمكن من معرفة الأهمية النسبية للمتغيرات المستقلة في تقدير المشاهدات في كل مجموعة.

2-2-2- المفاهيم المستخدمة في التحليل التمييزي

يقدم التحليل التمييزي دالة مميزة تستعمل في تصنيف الأفراد/الحالات إلى مجموعتين بالاعتماد على مجموعة من المتغيرات المقدر، فإذا كان النموذج المحصل عليه قوي من أجل مجموعة من المعطيات سترتفع نسبة التصنيفات الصحيحة التي ينجزها. ولفهم طريقة استخدام برنامج SPSS في التحليل التمييزي من الضروري معرفة أساسيات التحليل التمييزي والتي سيتم عرضها فيما يلي:¹

2-2-2-1- المتغيرات المستخدمة في التحليل التمييزي

في التحليل التمييزي، المتغيرات التابعة بطبيعتها مقسمة إلى مجموعات، قد تكون مجموعتين أو أكثر، إلا أن العملية ستكون معقدة جدا في حالة استخدام التحليل التمييزي الخطي مع متغير تابع لأكثر من مجموعتين، فضلا على أن التحليل التمييزي يكون ذا كفاءة أعلى في حالة مجموعتين فقط.

المتغيرات المستقلة في التحليل التمييزي تكون دائما قابلة للقياس، ويتعبير آخر المعطيات المتاحة حول المتغيرات المستقلة يجب أن تكون مقاسة من خلال مجال، نسبة أو غير ذلك. وتعرف هذه المتغيرات في التحليل التمييزي أيضا بـ "المتغيرات المقدر".

2-2-2-2- مصفوفة التصنيف

في التحليل التمييزي، تعمل مصفوفة التصنيف كأداة لقياس دقة النموذج في تصنيف الأفراد/الحالات لإحدى المجموعتين، وتعرف أيضا باسم "مصفوفة التقدير"، وهي تدل على نسبة المعطيات المتاحة التي تم تصنيفها بشكل صحيح من خلال النموذج المحصل عليه، وهذه النسبة شبيهة إلى حد ما بمعامل التحديد R^2 .

¹ - J.P. Verma, 2013, *Op-cit*, pp : 392-394.

2-2-3- طريقة التحليل التمييزي خطوة بخطوة

يمكن الحصول على الدالة المميزة من خلال إدخال كل المتغيرات المستقلة مع بعض أو خطوة بخطوة من خلال إدخال كل متغير على حدة، سواء كانت الدراسة مؤكدة أو استكشافية. فعند التحليل التأكيدي للمعطيات، يتم بناء دالة مميزة من خلال إدخال كل المتغيرات المستقلة المختارة في الدراسة، عكس التحليل الاستكشافي للمعطيات، أين يجب اختيار المتغيرات كل واحد على حدة، وحسب طريقة التحليل التمييزي خطوة بخطوة يتم اختيار المتغير ليدخل في النموذج إذا كان معامل الانحدار الخاص به ذا دلالة عند المستوى 5% ولا يدخل في النموذج إذا لم يكن ذا دلالة عند المستوى 10%.

2-2-4- اختبار قوة الدالة المميزة

يستعمل لمعرفة مستوى الدلالة للدالة المميزة المحصل عليها من خلال التحليل التمييزي الإحصائية (Wilks' Lambda)، فقيمة (Wilks' Lambda) تعطي نسبة مجموع المتغيرات غير المفسرة من خلال النموذج التمييزي، فعلى سبيل المثال إذا كانت قيمة (Wilks' Lambda) هي 0,22، فهذا يعني أن 22% من التغيرات لا يفسرها النموذج، وعليه قيمة (Wilks' Lambda) تتراوح بين 0 و 1، وأقل قيمة لها (قريبة من الصفر) تعني أن النموذج ذو قوة تمييزية مثلى.

المبحث الثالث: بناء مؤشر لحوكمة الشركات في الجزائر

سيتم في هذا المبحث وصف عملية بناء مؤشر لحوكمة الشركات في الجزائر (ACGI)، وقد تم ضبط مؤشر الحوكمة في الجزائر المقترح، مؤشرات الفرعية وعناصرها انطلاقاً من عملية مقارنة لمؤشرات الحوكمة الخاصة بعدة دول أخرى كالبرازيل، الهند، كوريا... وأخذاً بعين الاعتبار كون الشركات المأخوذة في عينة الدراسة غير مدرجة في سوق أوراق مالية، والملحق رقم (01) يقدم تفصيلاً أكثر عن مؤشرات الدول الأخرى.

وفيما يلي، سيتم وصف كل من المؤشرات الفرعية والمؤشر العام لحوكمة الشركات في الجزائر.

المطلب الأول: وصف المؤشرات الفرعية

يتكون مؤشر حوكمة الشركات الجزائرية المقترح (ACGI : Algerian Corporate Governance Index) من ستة (06) مؤشرات فرعية تعكس هيكل الحوكمة في 112 شركة المكونة

لعينة الدراسة. أغلب عناصر المؤشر عبارة عن متغيرات نوعية (تأخذ قيمة "1" عند امتلاك الشركة للخاصية و "0" في الحالة العكسية)، والجدول رقم (22) يصف مؤشر حوكمة الشركات في الجزائر مع ملخص إحصائيات للمؤشرات الفرعية وعناصرها.

الجدول رقم (22): مؤشر حوكمة الشركات مع ملخص إحصائيات لعناصر المؤشرات الفرعية

رمز المتغير	المتغير	عدد الشركات التي تملك الخاصية	المتوسط
مؤشر استقلالية مجلس الإدارة/ مجلس استشاري			
BdIn.1	وجود مجلس إدارة/ مجلس استشاري	53 من 112	0,47
BdIn.2	عدد أعضاء المجلس	47 من 111	0,42
BdIn.3	عدد أعضاء المجلس المستقلين عن إدارة الشركة	16 من 112	0,14
BdIn.4	يوجد أعضاء في المجلس لديهم عدة عهديات	53 من 112	0,47
مؤشر إجراءات مجلس الإدارة/ مجلس استشاري			
Pr.1	للمجلس أكثر من 4 اجتماعات في السنة	50 من 112	0,45
Pr.2	للشركة نظام لتقييم المدراء	13 من 112	0,12
Pr.3	للشركة دليل للالتزام الأخلاقي والسير الحسن	15 من 112	0,13
مؤشر لجنة التدقيق			
CoAd.1	وجود لجنة تدقيق	15 من 112	0,13
CoAd.2	عدد أعضاء لجنة التدقيق	9 من 109	0,08
CoAd.3	لا يقوم المدققون بمهام أخرى إضافة لعملية التدقيق في الشركة	11 من 112	0,10
مؤشر هيكلية الملكية			
Ow.1	للشركة أكثر من مالك واحد	97 من 112	0,87
Ow.2	للشركة أكثر من 6 ملاك	29 من 112	0,26
Ow.3	للشركة أكثر من 20 مالك	2 من 112	0,02
Ow.4	نسبة الملاك الذين يحوزون أكثر من 50% من ملكية الشركة	16 من 112	0,52
Ow.5	ملاك الشركة من عائلة واحدة	49	0,44
مؤشر الإفصاح			
Di.1	تصرح الشركة ببرنامجه السنوي للأعمال التي تقوم بها	42 من 112	0,38
Di.2	تعد الشركة كشوفاتها المالية باللغة الفرنسية إضافة إلى اللغة	111 من 112	0,99

		العربية	
0,44	49 من 112	تملك الشركة موقعا الكترونيا	Di.3
0,98	110 من 112	الكشوفات المالية معدة وفق النظام المحاسبي المالي	Di.4
مؤشر حقوق المساهمين			
0,84	94 من 112	يشارك كل المساهمين في انتخاب المدراء	Sh.1
0,84	94 من 112	إمكانية التصويت عبر ممثل أو عبر البريد الالكتروني أو العادي متاحة	Sh.2
0,31	35 من 112	تم تقديم طلبات لعقد اجتماعات طارئة خلال 5 سنوات الأخيرة	Sh.3

المصدر: تم إعداد الجدول انطلاقا من العينة التي تم جمعها.

كل المتغيرات في المؤشر تأخذ القيم "1" أو "0" عدا المتغيرات: BdlIn.2، BdlIn.3، CoAd.2، وOw.4، حيث يعبر المتغير BdlIn.2 عن عدد أعضاء مجلس الإدارة ويأخذ القيمة "1" عندما يكون عدد الأعضاء أكبر من ثلاثة أعضاء والقيمة "0" في الحالة العكسية. أما المتغير BdlIn.3 فيعبر عن عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين عن إدارة الشركة، يأخذ القيمة "1" عندما يكون عدد الأعضاء المستقلين عن إدارة الشركة أكبر من النصف. يمثل المتغير CoAd.2 عدد أعضاء لجنة التدقيق ويأخذ القيمة "1" إذا كان عدد الأعضاء يفوق الثلاثة. على خلاف المتغيرات السابقة فالمتغير Ow.4 يعبر عن نسبة الملاك الذين يحوزون أكبر من نصف رأس مال الشركة، وتأخذ النسبة في حساب المؤشر كما هي. وفي ما يلي سيتم تقديم شرح وجيز عن كل مؤشر فرعي:

1- مؤشر هيكلية مجلس الإدارة (10 عناصر)

تعد استقلالية مجلس الإدارة عنصرا جوهريا في حوكمة الشركات، وقد أشار إلى ذلك العديد من الباحثين، كما أن وجود لجنة تدقيق يقودها مدراء مستقلون عن إدارة الشركة من شأنه أن يعزز شفافية وصدق التقارير المالية للشركة. في الجزائر يعد وجود مجلس الإدارة أحد الضوابط التي يفرضها المشرع الجزائري من خلال القانون التجاري على شركات المساهمة، في حين يعد إنشاء مجلس إدارة أو مجلس استشاري أمرا تطوعيا بالنسبة لكل من الشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات التضامن، لهذا تم تقسيم مؤشر هيكلية مجلس الإدارة إلى ثلاثة مؤشرات فرعية تمثلت في مؤشر استقلالية مجلس الإدارة/ مجلس استشاري (04 عناصر)، مؤشر إجراءات مجلس الإدارة (03 عناصر) ومؤشر لجنة التدقيق (03 عناصر).

يرتكز مؤشر هيكله مجلس الإدارة على وجود مجلس إدارة واستقلاليته، عدد اجتماعاته، وجود لجنة تدقيق واستقلالية أعضائها.

2- مؤشر هيكله الملكية (05 عناصر)

تكتسي هيكله ملكية الشركات أهمية كبيرة في حوكمة الشركات باعتبارها تجمع بين حق التصويت والحق في العائد الذي تحققه الشركة. في الجزائر، يسعى دائما أصحاب حقوق الملكية إلى السيطرة على إدارة الشركة، لذلك يلاحظ وجود تركيز أكبر في هيكله ملكية الشركات، باعتبار أن أغلب الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم تمر بمرحلة نمو تحتاج فيها إلى حجم كبير من التمويل. ولتغطية هذه الحاجة إلى التمويل تلجأ إلى الديون باعتبار أن دخول سوق الأوراق المالية ليس بالأمر المتاح نتيجة القيود الكثيرة المفروضة، كما أن التخلي عن جزء من حق الملكية ليس بالخيار المحبب للمالكين لأنه يعني التخلي عن جزء من حق التصويت والإدارة.

يقيس المؤشر الفرعي لهيكله الملكية في هذه الدراسة مدى تركيز الملكية ونسبة المساهمين الذين يحوزون على حق التصويت والإدارة، كما يركز على طبيعة ملكية الشركة، إذا كانت عائلية أم لا أخذاً بعين الاعتبار خصوصيات حوكمة الشركات العائلية.

3- مؤشر الإفصاح (04 عناصر)

توصلت العديد من الدراسات إلى أن للإفصاح ارتباطاً قوياً مع قيمة الشركات، لذلك تم اعتماد مؤشر الإفصاح ضمن المؤشر العام للحوكمة في الجزائر (ACGI)، من خلال أربعة عناصر تضم إعداد الشركة لقوائمها المالية باللغتين العربية والفرنسية ووفق النظام المحاسبي المالي، امتلاكها لموقع إلكتروني وتصريحها بالبرنامج السنوي للأعمال التي تقوم بها.

4- مؤشر حقوق المساهمين (03 عناصر)

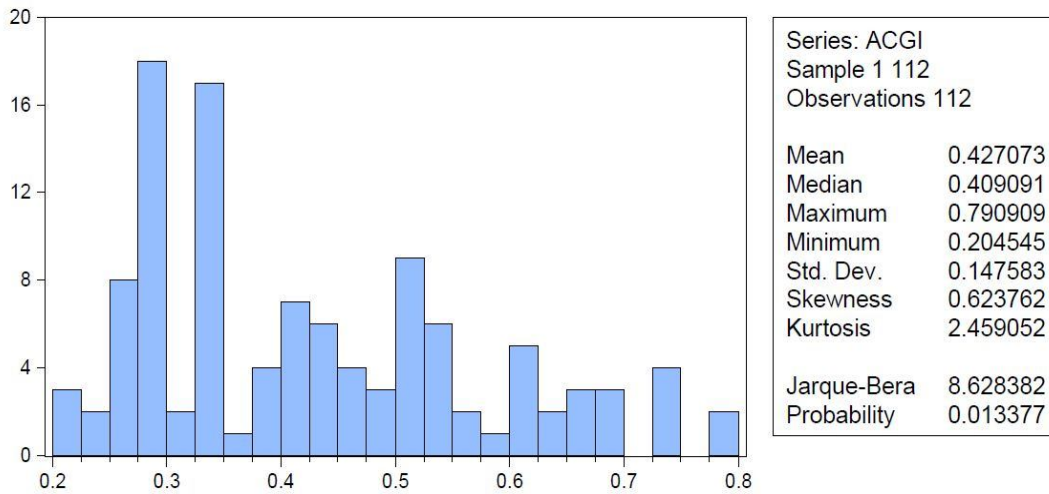
ضم المؤشر ثلاثة عناصر تعبر عن أهم حقوق المساهمين والمتمثل في التصويت، وبدرجة أهم التصويت على اختيار الفريق الذي يدير الشركة، بالإضافة إلى التسهيلات التي تقدمها الشركة لمساهميها من أجل ممارسة هذا الحق، كما تم التركيز على طلبات عقد الجمعيات العامة الطارئة خلال الخمس سنوات الأخيرة.

المطلب الثاني: المؤشر العام لحوكمة الشركات

من أجل بناء المؤشر العام لحوكمة الشركات في الجزائر (ACGI)، تم منح كل العناصر المكونة لكل مؤشر فرعي أوزانا متساوية، وقد تم وضع العناصر المكونة للمؤشرات الفرعية لكي تتناسب مع حالة الشركات الجزائرية والتي قد تختلف بشكل ملحوظ عن تلك التي تم اعتمادها في الدراسات التي وردت في الملحق رقم (01).

يأخذ المؤشر العام المقترح لحوكمة الشركات في الجزائر (ACGI) قيما تتراوح بين 0,2 و 0,79، والشكل رقم (16) يعرض المنحنى البياني لقيم المؤشر (ACGI) الخاصة بـ 112 شركة جزائرية غير مدرجة. ويظهر المنحنى البياني شكل غير متناظر، وقد تم إجراء اختبار جارك بيرا (Jarque-Bera) للتوزيع الطبيعي، حيث كانت قيمة الإحصائية JB المحسوبة مساوية لـ 8,628 وهي أكبر من قيمة إحصائية كاي تربيع (khi 2) الجدولة والتي تساوي 5,99 (الإحصائية JB تتبع توزيع كاي تربيع من الدرجة الثانية)، وهذا يعني رفض فرضية العدم، أي أن المؤشر العام لا يتبع التوزيع الطبيعي، وهذا ما يثبت معامل الالتواء (Skewness) الذي يأخذ القيمة 0,62 ومعامل التفلطح (Kurtosis) الذي يأخذ القيمة 2,45 ويؤكد على ذلك قيمتي كل من المتوسط (Mean) المتمثلة في 0,42 التي هي أكبر من قيمة الوسيط (Median) البالغة 0,40.

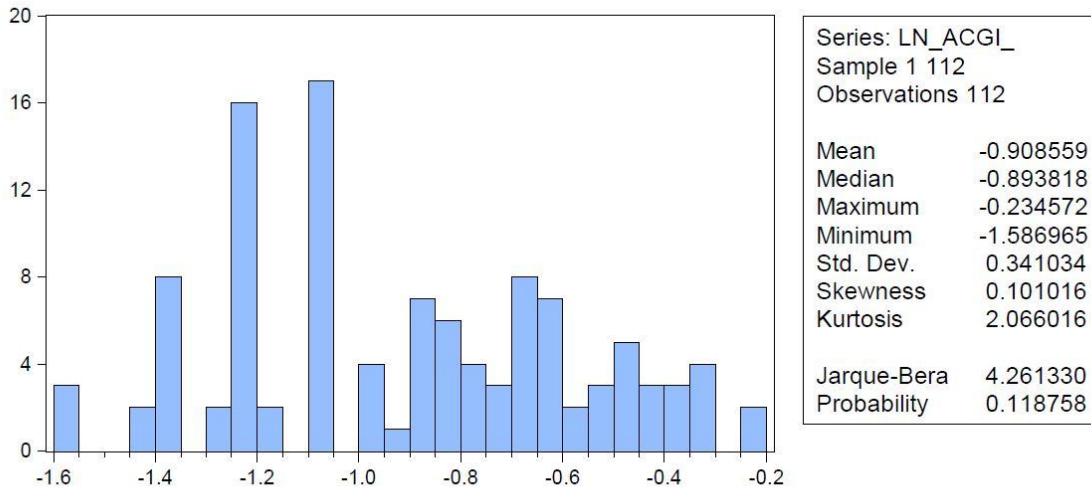
الشكل رقم (16): منحنى بياني يوضح توزيع قيم مؤشر حوكمة الشركات في الجزائر (ACGI)



المصدر: انطلاقا من عينة الدراسة بالاعتماد على برنامج إيفوز (EViews 7).

كون قيم المؤشر (ACGI) لا تتبع التوزيع الطبيعي، هذا يستوجب عملية تصحيح من خلال إدخال دالة اللوغاريتم النيبيري (LN) على قيم المؤشر، والشكل رقم (17) يوضح توزيع قيم المؤشر بعد إدخال الدالة اللوغاريتمية عليها.

الشكل رقم (17): منحنى بياني يوضح توزيع قيم مؤشر حوكمة الشركات في الجزائر (ACGI) بعد إدخال اللوغاريتم النيبيري



المصدر: انطلاقاً من عينة الدراسة بالاعتماد على برنامج إيفوز (EViews 7).

من خلال الشكل رقم (17)، يظهر أنه بعد إدخال الدالة اللوغاريتمية صار المنحنى البياني لقيم المؤشر العام (ACGI) متناظراً بشكل مقبول، وهذا ما يؤكد اختبار التوزيع الطبيعي عن طريق إحصائية جارك بيرا (Jarque-Bera)، حيث انخفضت قيمة هذه الأخيرة لتأخذ القيمة 4,26 وهي أقل من قيمة كاي تربيع الجدولة (5,99)، ويمكن التأكيد على ذلك من خلال القيمة الاحتمالية (p-value) التي بلغت 0,118 وهي أكبر من القيمة المعنوية α المساوية لـ 0,05، وبالتالي إدخال دالة اللوغاريتم النيبيري جعل من قيم المؤشر العام لحوكمة الشركات (ACGI) مقبولة وموزعة بشكل متناظر.

يعرض الجدول رقم (23) المزيد من المعطيات الإحصائية حول المؤشر العام (ACGI) والمؤشرات الفرعية المكونة له، الجزء (أ) يقدم ملخصاً لبعض الإحصائيات عن كل مؤشر فرعي والمؤشر العام (ACGI) ككل، حيث بلغ متوسط (Mean) كل المؤشرات الفرعية قيمة 0,43، والانحراف المعياري قيمة 0,15.

الجزء (ب) يعرض معاملات الارتباط لبيرسون (Pearson correlation coefficients) بين المؤشر العام (ACGI) والمؤشرات الفرعية المكونة له. وقد تمت كتابة معاملات الارتباط ذات الدلالة (عند مستوى دلالة α مساوية لـ 0,05) بالخط العريض، حيث يرتبط المؤشر العام بشكل إيجابي مع كل مؤشر فرعي تابع له بمعاملات ارتباط تتراوح بين 0,14 و 0,77، عدا مؤشر هيكلية الملكية الذي يظهر ارتباط سلبي بمعامل 0,07، ويمكن إرجاع ذلك إلى أن مؤشر هيكلية الملكية يعبر عن مدى تركيز الملكية وعمّا إذا كانت ملكية الشركة في يد عائلة واحدة أم لا. والملاحظ من العينة أن الشركات العائلية لها إجراءات حوكمة مختلفة وتبدي قيما أقل للمؤشر العام (ACGI)، ومع ذلك يرجع وجود هذه الارتباطات إلى بناء المؤشر في حد ذاته، حيث إن كل مؤشر فرعي ما هو إلا جزء من المؤشر الكلي.

الجدول رقم (23): ملخص لمعطيات إحصائية حول المؤشر العام لحوكمة الشركات في الجزائر (ACGI)

الجزء (أ): إحصائيات وصفية للمؤشر العام (ACGI) ومؤشراته الفرعية (قبل إدخال الدالة اللوغاريتمية)، لـ 112 شركة جزائرية غير مدرجة، معطيات سنة 2012.

المؤشرات	المتوسط	الانحراف المعياري	القيمة الدنيا	القيمة العظمى	أكبر قيمة ممكنة
مؤشر استقلالية مجلس الإدارة/ مجلس استشاري (Bdsub)	1,04	1,15	0	3	3
مؤشر إجراءات مجلس الإدارة/ مجلس استشاري (Prsub)	0,70	0,96	0	3	3
مؤشر لجنة التدقيق (Adsub)	1,15	0,70	0	3	3
مؤشر هيكلية الملكية (Owsub)	2,10	0,73	1	3,67	5
مؤشر الإفصاح (Disub)	2,79	0,93	1	4	4
مؤشر حقوق المساهمين (Shsub)	1,99	0,74	0	3	3
المؤشر العام لحوكمة الشركات في الجزائر (ACGI) (قبل إدخال اللوغاريتم)	0,43	0,15	0,20	0,79	1,00
المؤشر العام لحوكمة الشركات في الجزائر LN(ACGI) (بعد إدخال اللوغاريتم)	-0,91	0,34	-1,59	-0,23	

الجزء (ب): الارتباط بين المؤشر العام (ACGI) والمؤشرات الفرعية، النتائج ذات الدلالة (عند مستوى 5% أو أحسن) موضحة بالخط العريض.

Shsub	Disub	Owsub	Adsub	Prsub	Bdsub	المتمم	ACGI	
							1	ACGI
					1	0,37	0,70	مؤشر استقلالية مجلس الإدارة/ مجلس استشاري (Bdsub)
				1	0,67	0,71	0,77	مؤشر إجراءات مجلس الإدارة/ مجلس استشاري (Prsub)
			1	0,59	0,30	0,62	0,50	مؤشر لجنة التدقيق (Adsub)
		1	-0,23	-0,15	-0,04	-0,21	-0,07	مؤشر هيكل الملكية (Owsub)
	1	-0,14	0,42	0,39	0,11	0,32	0,49	مؤشر الإفصاح (Disub)
1	0,08	-0,17	-0,05	-0,05	-0,18	-0,12	0,14	مؤشر حقوق المساهمين (Shsub)

المصدر: انطلاقا من عينة الدراسة بالاعتماد على برنامج إفيوز (EViews 7).

وللتحقق والتأكد من الارتباط الموجود بين المؤشرات الفرعية، تم حساب معامل الارتباط بين كل مؤشر ومتم هذا المؤشر الفرعي، والذي يمكن أن يتم تعريفه على أنه متوسط الخمس مؤشرات الأخرى، وقد تمت الإشارة إلى متم المؤشرات الفرعية في الجزء (ب) في العمود الثاني من مصفوفة الارتباط.

بعد حساب معاملات الارتباط لبيرسون بين المؤشرات الفرعية والمتمم بقي الارتباط كبير نسبيا بالنسبة لمؤشر إجراءات مجلس الإدارة / مجلس الاستشاري ومؤشر لجنة التدقيق عند المستويين 0,71 و0,62 على الترتيب، وهذا راجع لارتباط إجراءات مجلس الإدارة ووجود لجنة تدقيق بوجود مجلس إدارة، ويظهر ذلك جليا من خلال معامل الارتباط بينهما والمقدر بـ 0,67، إلا أن الارتباط يوصف بالمعتدل ويتراوح بين 0,12 و0,37 بالنسبة لاستقلالية مجلس الإدارة / مجلس استشاري، هيكل الملكية، الإفصاح، حقوق المساهمين.

يمكن وصف معاملات الارتباط بين المؤشرات الفرعية بالمعتدلة ما عدا كل من مؤشر إجراءات مجلس الإدارة / مجلس الاستشاري ولجنة التدقيق للأسباب سالفه الذكر. لذلك، يمكن القول أن الارتباط بين المؤشرات الفرعية فيما بينها محدود ووجود كل مؤشر فرعي يخدم المؤشر العام (ACGI).

خلاصة الفصل الخامس

جاء ظهور مفهوم حوكمة الشركات في الجزائر بعد الانتقال من الاقتصاد الاشتراكي إلى اقتصاد يعتمد في تمويله على سوق الأوراق المالية، وتحديدًا بعد تحول الشركات العمومية الاشتراكية إلى مؤسسات عمومية اقتصادية، أين تم فصل حق الملكية عن حق الإدارة وما رافق ذلك من إلزامية الإفصاح عن الكشوفات المالية.

التدقيق في نظام حوكمة الشركات الجزائرية يضعها ضمن نظام الحوكمة الموجه من قبل البنوك، الذي يأخذ كل أصحاب المصلحة بعين الاعتبار، حيث يتميز هذا النظام بحضور قوي للتمويل البنكي، نسبة استنادة عالية، حقوق ملكية أكثر تركزا مع انحصار السلطة داخل الشركة في يد عدد قليل من الأشخاص.

أعطى البحث في مختلف القوانين والقواعد التنظيمية صورة واضحة عن نظام الحوكمة في الشركات الجزائرية باعتبار أن هذه القوانين والقواعد تؤدي دورا أساسيا في إرساء نموذج حوكمة جيدة. وقد تم الوقوف على أهم هذه القوانين والقواعد كالقانون التجاري، مختلف القوانين التي تنظم مهنة التدقيق في الجزائر، قانون البنوك، قواعد الإدراج في البورصة ودليل حوكمة الشركات في الجزائر.

وقد خلص هذا الفصل انطلاقا من دراسة عينة من الشركات غير المدرجة في الجزائر إلى أن جزء كبيرا من الشركات في العينة هي شركات عائلية، كما تم التأكيد على أن الشركات الجزائرية تعتمد بشكل كبير على البنوك في تمويلها ولها معدل استنادة مرتفع، وتتميز بتركيز كبير للملكية. وقد تم بناء مؤشر لحوكمة الشركات في الجزائر (ACGI) انطلاقا من عينة الدراسة، حيث تراوحت قيم المؤشر بين 0,2 و 0,79 مع متوسط يبلغ 0,43 يمكن وصفه بالمقبول.

الفصل السادس:

حوكمة الشركات وقيمة الشركات غير

المدرجة في الجزائر

الفصل السادس: حوكمة الشركات وقيمة الشركات غير المدرجة في الجزائر

زاد الاهتمام خلال العقدین الأخيرین بحوكمة الشركات نتيجة الانهيارات والأزمات المالية التي ظهرت خلال الفترة الأخيرة من جهة، ومن جهة أخرى نتيجة إثبات دور حوكمة الشركات في الرفع من أداء وقيمة الشركات، وبغية دراسة ارتباط حوكمة الشركات بالجزائر بقيمة الشركات تم من خلال الفصل الخامس بناء مؤشر لحوكمة الشركات في الجزائر (ACGI) بالاعتماد على عينة من 112 شركة غير مدرجة، ويتكون المؤشر من ستة مؤشرات فرعية تمثلت في مؤشر مجلس الإدارة، مؤشر إجراءات مجلس الإدارة، مؤشر لجنة التدقيق، مؤشر حقوق الملكية، مؤشر الإفصاح ومؤشر حقوق المساهمين. وقد كان الهدف الأساسي من بناء هذا المؤشر هو محاولة الاعتماد على بعض أساليب وتقنيات الهندسة المالية في بناء نموذج انحدار متعدد يؤكد علاقة الارتباط الإيجابية بين قيمة الشركة ومؤشر الحوكمة.

قد يؤدي الاختيار الخاطئ لآليات حوكمة الشركات إلى نتائج عكسية فيما يخص أثرها الإيجابي على قيمة الشركة، لذلك تعمل الشركات على المقارنة بين المنفعة المتوقعة لهذه الآليات والتكلفة التي ستحملها الشركة نتيجة تطبيقها لها. وللتأكد من هذا السلوك، تم اختيار الشركات العائلية بغرض مقارنتها مع بقية الشركات، بحكم أن الشركات العائلية في موقف مختلف من ناحية مشكل الوكالة. لذلك، ستعمل على تطبيق عدد أقل من آليات حوكمة الشركات مقارنة مع بقية الشركات. بغرض دراسة علاقة الارتباط بين حوكمة الشركات وقيمتها من جهة، وسلوك الشركات في اختيار آليات الحوكمة من جهة أخرى تناول هذا الفصل المبحثين المواليين:

- الارتباط بين حوكمة الشركات وقيمتها؛

- الشركات العائلية وتكاليف آليات الحوكمة.

المبحث الأول: الارتباط بين حوكمة الشركات وقيمتها

سيتم فيما يلي تناول العلاقة بين المؤشر العام لحوكمة الشركات في الجزائر (ACGI) والقيمة المحاسبية للشركات، وقد جاء هذا المبحث لعرض متغيرات الدراسة والنموذج المعتمد ومختلف الاختبارات التي تم القيام بها من أجل تحسينه.

المطلب الأول: وصف متغيرات النموذج

فيما يلي سيتم تقديم كل من المتغير التابع والمتمثل في قيمة الشركات والمتغيرات المستقلة، حيث يرتبط جزء من المتغيرات المستقلة بممارسات الحوكمة في هذه الشركات والجزء الآخر يقيس قيمة وأداء هذه الشركات.

1- المتغير التابع

المتغير التابع الرئيسي في هذه الدراسة هو القيمة الدفترية (المحاسبية) (Book value) والتي تم حسابها انطلاقاً من القوائم المالية المفصح عنها للشركات المكونة للعينة، وهذا لسنة 2012. وتعتبر القيمة الدفترية للشركة عن مجموع الأصول الصافية منقوصاً منها مجموع الديون، وقد تم إدخال اللوغاريتم النيبيري على القيمة الدفترية للشركات المكونة للعينة ($\ln(\text{Book value})$) لتقادي التأثيرات التي يمكن أن تنتج عن القيم المتطرفة للقيمة الدفترية للشركات.

وقد تم اختيار القيمة الدفترية للشركة كمتغير يعبر عن قيمة الشركات في الجزائر كون هذه الأخيرة غير مدرجة في سوق الأوراق المالية ولا توجد البيانات الكافية من أجل تقدير القيمة السوقية للشركات المدرجة في عينة الدراسة كمختلف المعلومات عن إهتلاكات الأصول وقيمة الاستبدال للأصول. بالنسبة لحالة الجزائر، فإن أغلب الشركات في عينة الدراسة هي شركات لم يتجاوز عمرها القرن، أي أنها لم تتمكن من بناء نموذج حوكمة مثالي. كما أن هدف أغلب أصحاب هذه الشركات هو تعظيم المنفعة الخاصة من هذه الشركة عبر إرساء نظام حوكمة وليس تعظيم قيمتها السوقية من خلال إرساء نظام حوكمة، وعليه من شأن قيمة مؤشر الحوكمة المقترح لشركة ما في العينة أن تعكس قيمة وأداء هذه الشركة.

2- المتغيرات المستقلة

هناك العديد من خصائص الشركات التي يحتمل أن يكون لها ارتباط سواء مع القيمة الدفترية للشركة أو مع المؤشر العام للحوكمة (ACGI)، لذلك تم إدراج مجموعة واسعة من المتغيرات في النموذج، وهذا تبعا للقوائم المالية الخاصة بشركات العينة التي تم الإفصاح عنها في المركز الوطني للسجل التجاري والخاصة بسنة 2012.

الجدول رقم (24) يعرض أهم المتغيرات المالية أو تلك التي لا تعبر عن حوكمة الشركات (Nongovernance Variables) التي تم استعمالها في هذه الدراسة.

الجدول رقم (24): متغيرات النموذج التي لا تعبر عن حوكمة الشركات (Nongovernance Variables)

الجزء (أ): التعريف بالمتغيرات

رمز المتغير	تعريف المتغير
book value	القيمة الدفترية (المحاسبية)، تم حسابها من خلال (مجموع الأصول - مجموع الديون) مقيمة بالدينار الجزائري.
assets	مجموع أصول الشركة بالدينار الجزائري.
Leverage	الرافعة المالية، تم حسابها من خلال النسبة (مجموع الديون على مجموع الأصول).
Age	عمر الشركة، تم حسابه انطلاقا من سنة القيد في السجل التجاري إلى غاية سنة 2012.
Sales growth	معدل نمو رقم الأعمال، تم حسابه من خلال (رقم أعمال سنة 2012 - رقم أعمال سنة 2011)/رقم أعمال سنة 2012.
PPE/Sales	نسبة الأصول غير جارية إلى المبيعات.
Net income/assets	نسبة النتيجة الصافية إلى مجموع الأصول.
EBIT/sales	نسبة الأرباح قبل اقتطاع الفوائد والضريبة إلى المبيعات.
AS	متغير نوعي لـ 4 قطاعات نشاط
PEE	متغير نوعي يأخذ القيمة "1" من أجل المؤسسات العمومية الاقتصادية والقيمة "0" في الحالة

العكسية.

CT متغير نوعي يصف نوع الشركة، (تم إدراج ثلاثة أنواع من الشركات في العينة).

الجزء (ب): ملخص لبعض الإحصائيات حول متغيرات الدراسة

المتغيرات	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أكبر قيمة
Ln(book value)	17,73	17,77	2,78	8,29	23,22
Ln(assets)	18,47	18,45	2,56	9,85	23,75
Leverage	0,59	0,47	0,67	0	6,03
Ln(Age)	2,18	2,40	0,66	0	3,58
Sales growth	0,02	0,14	0,75	-3,69	1,00
PPE/Sales	3,16	0,22	12,73	0	109,45
Net income/assets	0,04	0,04	0,14	-0,76	0,51
EBIT/sales	0,06	0,08	0,55	-4,77	1,20

المصدر: تم إعداد الجدول انطلاقاً من العينة التي تم جمعها.

من الجدول السابق، يظهر أن أهم المتغيرات التي تم الاعتماد عليها في الدراسة (المتغيرات التي لا تعبر عن إجراءات حوكمة الشركات) قد تمثلت في:

- حجم الشركة، حيث تم استخدام لوغاريتم الأصول لمعرفة تأثير حجم أصول الشركة على قيمتها.
- عمر الشركة، وقد تم تحديد عمر الشركات في العينة من خلال حساب عدد السنوات من قيدها في المركز الوطني للسجل التجاري إلى غاية سنة 2012، لأن الشركات الأقل عمراً تميل إلى كونها الأسرع نمواً وربها ذات أصول معنوية أكبر مما يمنحها قيمة دفترية أكبر.
- الرافعة المالية، (مجموع الديون / مجموع الأصول الصافية) حيث تؤثر الديون على القيمة الدفترية للشركة من خلال خدمة الدين المترتبة عنها.

- متغيرات مرتبطة بربحية وأداء الشركة، لهذه المتغيرات تأثير على قيمة الشركة كنمو المبيعات، نسبة القيمة الصافية للأرباح إلى مجموع الأصول، نسبة النتيجة قبل اقتطاع الفوائد والضرائب إلى المبيعات، وأيضا المتغيرات التي تعبر عن قوة وتركيز رأس المال كنسبة الأصول غير جارية إلى مجموع الأصول.
- المتغيرات النوعية، تمثلت هذه المتغيرات في نوع الشركة (شركة ذات مسؤولية محدودة، شركة تضامن أو شركة مساهمة)، نوع قطاع النشاط (تجاري، خدمات، صناعي، بناء وأشغال عمومية) وأيضا المتغير الذي يعبر عما إذا كانت الشركة عمومية اقتصادية أو لا.

القسم (ب) من الجدول السابق يقدم بعض المقاييس الإحصائية عن المتغيرات المستقلة للنموذج، كما يعرض أيضا المتغير التابع والمتمثل في لوغاريتم قيمة الشركات الذي بلغ متوسطه 17,73 وهو تقريبا نفس الوسط الذي بلغ 17,77 إلا أن هذه القيم قد تم حسابها من أجل 104 شركة من أصل 112 شركة كون 08 شركات قد أظهرت قيمة دفترية سالبة بسبب ارتفاع حجم الديون بحيث فاقت قيمة مجموع الأصول.

المطلب الثاني: نموذج الدراسة

يعرض هذا المطلب كيفية بناء نموذج الدراسة، إذ سيتم الاعتماد على عدة نماذج نظرية ليتم اختيار أفضل نموذج من بينها بعد مقارنة جودتها، ومن ثم سيتم إجراء عدة اختبارات للتأكد من صلاحية النموذج من أجل اختبار فرضيات الدراسة.

1- بناء النموذج

سيتم من خلال هذه الدراسة ربط المتغير التابع المتمثل في القيمة الدفترية للشركات بالمتغير المستقل الأساسي المتمثل في مؤشر حوكمة الشركات بالجزائر (ACGI) بالإضافة إلى مجموعة واسعة من المتغيرات المستقلة الأخرى. ومن أجل ذلك تم استعمال ثلاثة نماذج مختلفة، النموذج القاعدي معطى بالصيغة الموالية:

$$\text{Ln}(\text{book value})_i = C + \alpha_1 \text{ACGI}_i + \varepsilon_i, \quad \text{النموذج (1)}$$

حيث:

$\text{Ln}(\text{book value})_i$: اللوغاريتم النيبييري للقيمة الدفترية للشركة أ.

$ACGI_i$: قيمة مؤشر الحوكمة للشركة أ.

ε_i : الخطأ العشوائي.

α_i : معاملات نموذج الانحدار

وقد تم استعمال هذا النموذج في العديد من الدراسات كدراسة بيرنارد بلاك سنة 2001 (Bernard) ودراسة بلاك و آخرون سنة 2010 (Bblack,2001) ودراسة بالاسوبرامانيان وآخرون سنة 2010 (Balasubramanian & al,2010) وغيرها من الدراسات التي تناولت العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمتها.

في النموذج الثاني، تم إدخال بقية المتغيرات المفسرة ما عدا المتغيرات النوعية، ويمكن إعطاء هذا النموذج بالصيغة الموالية:

$$\text{Ln}(\text{book value})_I = C + \alpha_1 ACGI_i + \alpha_2 X_i + \varepsilon_i, \quad (2) \text{ النموذج}$$

حيث:

X_i : شعاع لمجموعة من صفات الشركة أ.

أما النموذج الثالث، فقد ضم المتغير النوعي المتعلق بقطاع النشاط وذلك وفق الصيغة الموالية:

$$\text{Ln}(\text{book value})_I = C + \alpha_1 ACGI_i + \alpha_2 X_i + \alpha_3 AS_i + \varepsilon_i, \quad (3) \text{ النموذج}$$

حيث:

AS_i : قطاع النشاط الخاص بالشركة أ، بحيث يأخذ هذا المتغير قيمة "1" إذا ما كانت الشركة تنتمي إلى قطاع معين (مثلا القطاع الصناعي) وقيمة "0" في الحالة العكسية.

وقد تم تقديم النماذج (1)، (2) و (3) كل على حدة.

2- نتائج تحليل الانحدار

فيما يلي سيتم تقديم نتائج تحليل الانحدار لكل النماذج النظرية المقترحة.

2-1- تحليل نتائج نموذج الانحدار القاعدي (النموذج (1))

من خلال هذا النموذج، يتم التحقق من فرضية أن الشركات التي لها مؤشر حوكمة مرتفع (تملك نظام حوكمة جيد) ترتبط بشكل موجب مع قيمة الشركة، من أجل ذلك يربط نموذج الانحدار الأساسي

بين لوغاريتم قيمة الشركة كمتغير تابع ومؤشر حوكمة الشركات (ACGI) كمتغير مستقل، والجدول الموالي يوضح معادلة خط الانحدار المحصل عليها ومختلف الإحصائيات المرتبطة بها.

الجدول رقم (25): معادلة نموذج الانحدار القاعدي

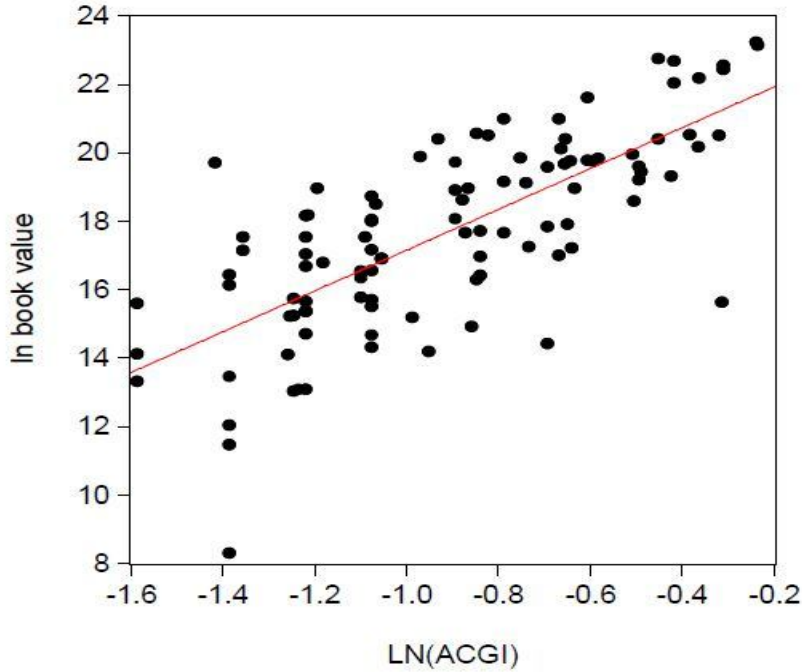
Ln(book value) = 23.11 + 5.96ACGI				معادلة خط الانحدار
القيمة الاحتمالية (p-value)	الإحصائية t (t-Statistic)	الانحراف المعياري	المعامل	المتغير
0.00	44.15	0.52	23.11	C
0.00	10.99	0.54	5.96	ACGI
ملخص بعض الإحصائيات الأخرى حول النموذج:				
120.82	قيمة إحصائية فيشر (F-statistic)	0.54	معامل التحديد (R^2)	
0.00	احتمال إحصائية فيشر Prob(F-) (statistic)	0.5377	معامل التحديد المصحح (Adjusted) (R^2)	

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على مخرجات برنامج (EViews 7).

يوضح الجدول رقم (25) معادلة خط الانحدار وبعض الإحصائيات الخاصة بالنموذج (1)، وقد تم الاعتماد في تقدير المعادلة على 104 شركات من أصل 112 شركة وهو حجم العينة الكلي، وذلك راجع إلى القيمة المحاسبية لثمانية شركات سالبة كون حجم الديون أكبر من مجموع الأصول الصافية، حيث تم التوصل إلى علاقة ارتباط مهمة اقتصاديا بين المتغير التابع المتمثل في قيمة الشركات والمتغير المستقل وهو مؤشر الحوكمة (ACGI). وتعد النتائج قوية بالنظر إلى طبيعة مؤشر الحوكمة المعتمد من جهة والعدد الكبير للعوامل التي يمكن أن تؤثر على قيمة الشركة، وللتأكد أكثر من علاقة الارتباط هذه تم اعتماد النموذج (2).

من الشكل رقم (18) يظهر أن معادلة خط الانحدار هي عبارة عن خط لا يمر من المبدأ بثابت قدره $C = 23,11$ ومعامل انحدار قدره $5,96$. وقد تم التأكد من تأثير المتغير المستقل المتمثل في مؤشر الحوكمة من خلال اختبار ستيودنت (student-test)، حيث قدرت قيمة الإحصائية t المحسوبة بـ $t = 10,99$ وهي أكبر من الإحصائية t المجدولة ($t_{102}(0,025) > 2$) مع قيمة احتمالية (p-value) = $0,05 > 0,00$ ، أي أن معامل المتغير المفسر في النموذج غير معدوم.

الشكل رقم (18): منحنى بياني لمعادل خط الانحدار للنموذج (1)



المصدر: بالاعتماد على برنامج (EViews 7).

وقد تم حساب معامل التحديد (R^2) ومعامل التحديد المصحح ($Adjusted R^2$)، حيث بلغت قيمتهما على الترتيب 0,54 و 0,5399، أي أن 54% من التغيرات في قيمة الشركات يمكن تفسيرها من خلال النموذج (1) المقترح، ويؤكد على ذلك قيمة إحصائية فيشر $F=120,82$ وهي أكبر من قيمة فيشر المجدولة ($F_{1,102}(0,05) > 4$)، ومنه يمكن القول أن النموذج إجمالاً ذو قيمة معنوية.

2-2- تحليل نتائج نموذج الانحدار (2) ونموذج الانحدار (3)

وفق النموذجين (2) و(3)، تم بناء نموذج انحدار متعدد، حيث تم إدخال مجموعة واسعة من المتغيرات المفسرة إضافة إلى مؤشر حوكمة الشركات (ACGI)، والجدول رقم (26) يلخص نتائج تحليل الانحدار وفق النماذج الثلاثة المعتمدة في الدراسة.

الجدول رقم (26): نتائج تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى للنماذج (1)، (2) و (3)

Ln(book value)						المتغيرات	
النموذج (3)			النموذج (2)		النموذج (1)		
ز	و	هـ	د	ج	ب	أ	
4.9053*	4.7492*	4.8606*	4.8748*	4.9033*	0.3378	5.9589*	Ln(ACGI)
					0.9902*		Ln(assets)
-1.2853	-1.3128	-1.3757	-1.2420	-1.2313	-2.5826*		Leverage
0.8749*	0.8206*	0.8921*	0.8592*	0.8722*	-0.0256		Ln(Age)
					-0.0139		Sales growth
0.0337*	0.0323*	0.0301*	0.0331*	0.0328*	0.0024		PPE/Sales
							Net
					0.2108		income/asset
							s
					0.0098		EBIT/sales
			-0.0966				ASC: القطاع التجاري
		-0.8741*					ASS: قطاع الخدمات
	0.4437						ASI: القطاع الصناعي
							ASBTP: قطاع البناء والأشغال العمومية
0.5871							
0.66	0.66	0.68	0.66	0.66	0.98	0.54	معامل التحديد (R ²)
0.65	0.64	0.66	0.64	0.64	0.98	0.5377	معامل التحديد المصحح (Adjusted R ²)

قيمة إحصائية						
37.24	37.13	39.52	36.19	45.68	624.87	120.82
فيشر						
(F - statistic)						
احتمال إحصائية						
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
فيشر Prob(F-)						
(statistic)						
حجم العينة						
100	100	100	100	100	99	104
المستخدمة						

المصدر: تم إعداد الجدول انطلاقاً من مخرجات برنامج (EViews 7).

رغبة في تحسين جودة النموذج تم وضع نموذجي الانحدار المتعدد (2) و(3)، أين يمثل لوغاريتم قيمة الشركة المتغير التابع، في حين تم إدراج كل المتغيرات في الدراسة كمتغيرات مستقلة ويظهر هذا في نتائج تحليل الانحدار الخاص بالنموذج (2) ب- في الجدول رقم (26)، حيث تمت كتابة معاملات المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية عند مستوى الثقة 95% بالخط العريض في حين تم إرفاق المعاملات ذات الدلالة الإحصائية عند مستوى الثقة 99% بالرمز "**".

من معادلة الانحدار للنموذج (2) ب- يظهر أن هناك خمسة متغيرات مفسرة ذات دلالة إحصائية، حيث كانت قيمة الإحصائية t المحسوبة أكبر من الجدولة عند مستوى الدلالة 0,05. وتمثلت هذه المتغيرات في لوغاريتم مؤشر الحوكمة، لوغاريتم مجموع الأصول، الرافعة المالية، نسبة الأصول غير الجارية إلى رقم الأعمال ونسبة النتيجة الصافية إلى مجموع الأصول. أما عند مستوى الدلالة 0,01 فهناك متغيران فقط تظهر معاملاتهما قيمة إحصائية معنوية ويتمثلان في لوغاريتم مؤشر الحوكمة ولوغاريتم مجموع الأصول.

بغرض تحسين النموذج، تم اتباع طريقة الانحدار خطوة بخطوة، لكن قبل ذلك تم حساب معاملات الارتباط لبيرسون (Pearson correlation coefficients) الموضحة في الجدول رقم (27) حيث تبين وجود مشكل ارتباط ذاتي بين المتغيرات (multicollinearity problem) إذ بلغ معامل الارتباط بين لوغاريتم الحوكمة ولوغاريتم مجموع الأصول حيث بلغ معامل الارتباط $r=0.95$ وهي قيمة مرتفعة، لذلك تم الاستغناء عن المتغير لوغاريتم مجموع الأصول والاحتفاظ بلوغاريتم مؤشر الحوكمة.

الجدول رقم (27): مصفوفة الارتباط بين كل متغيرات الدراسة (معدا المتغيرات النوعية)

LN(BOOK VALUE)	LN LN(ACGI)	LN (ASSETS)	LEVRAGE	LNAGE	SALES GROWTH	PPE/SALES	NET INCOME/ASSETS	EBIT/SALES	المتغيرات
1	0.74	0.95	-0.38	0.56	0.06	0.15	0.07	0.01	LN(BOOK VALUE)
	1	0.70	-0.25	0.45	0.05	-0.08	0.03	0.03	LN(ACGI)
		1	-0.10	0.50	0.11	0.13	-0.04	-0.06	LN (ASSETS)
			1	-0.36	0.13	-0.08	-0.33	-0.20	LEVRAGE
				1	-0.05	0.13	0.13	0.04	LNAGE
					1	0.05	-0.05	-0.03	SALES GROWTH
						1	-0.08	0.04	PPE/SALES
							1	0.36	NET INCOME/ASSETS
								1	EBIT/SALES

المصدر: تم إعداد المصفوفة بالاعتماد على برنامج (EViews 7).

سمحت طريقة الانحدار خطوة بخطوة بإيجاد نموذج الانحدار (2) -ج-، إذ يضم النموذج أربعة متغيرات معاملاتها ذات دلالة إحصائية عند المستوى 0,05. وتتمثل هذه المتغيرات في لوغاريتم مؤشر الحوكمة، الرافعة المالية، لوغاريتم عمر الشركة ونسبة مجموع الأصول غير الجارية إلى رقم الأعمال. أما عند مستوى الدلالة 0,01 فتبقى كل المتغيرات في النموذج (2) -ج- ذات دلالة إحصائية ماعدا الرافعة المالية، ويظهر من خلال الجدول أن معامل التحديد الخاص بالنموذج (2) -ج- هو 0,66، أي أن النموذج يفسر 66% من التغيرات التي تطرأ على قيمة الشركة.

يرتكز النموذج (3) على إدخال المتغير النوعي المتمثل في قطاع النشاط الذي تنتمي إليه الشركة. ولعل أهم مشكل يظهر عند تطبيق هذا النموذج هو عدد الشركات في كل قطاع، حيث يبلغ عدد الشركات في قطاع الأشغال العمومية 17 شركة فقط وهي غير كافية لإظهار نتائج إحصائية ذات موثوقية عالية، في حين تراوح عدد الشركات في بقية القطاعات بين 25 و 41 شركة. إلا أنه يمكن بناء النموذج لتتناسب كل من اختبار ستودنت (student) واختبار فيشر (Fisher) مع العينات الصغيرة.

نتائج تحليل الانحدار للنموذج (3) تظهر في الجدول رقم (26) من خلال أربعة معادلات انحدار هي: د، ه، و، ز. وقد كانت النتائج متقاربة ما عدا النموذج (3) -ه- أين أظهر معامل المتغير النوعي الخاص بقطاع الخدمات دلالة إحصائية عند المستوى 0,01، لترتفع بذلك قيمة معامل التحديد إلى 0,68.

أدبت مقارنة نتائج تحليل الانحدار لكل النماذج الفرعية المعتمدة في الدراسة إلى اختيار النموذج (3) -ه- باعتباره النموذج الذي يملك قوة تفسيرية أكبر، والذي لم يظهر مشكلة الارتباط بين المتغيرات المفسرة (multicollinearity problem)، ويمكن صياغة معادلة النموذج (3) -ه- كما هو موضح في الجدول الموالي.

الجدول رقم (28): معادلة خط الانحدار وفق النموذج (3) - هـ -

المتغير	المعامل	الانحراف المعياري	الإحصائية t	القيمة الاحتمالية (p-value)
C	21.02	1.01	20.75	0.00
Ln(ACGI)	4.86	0.54	10.99	0.00
LEVRAGE	-1.38	0.59	-2.34	0.02
LNAGE	0.89	0.29	3.06	0.00
PPE /SALES	0.03	0.01	2.43	0.01
ASS	-0.87	0.36	-2.40	0.01

المصدر: تم إعداد الجدول انطلاقاً من مخرجات برنامج (EViews 7).

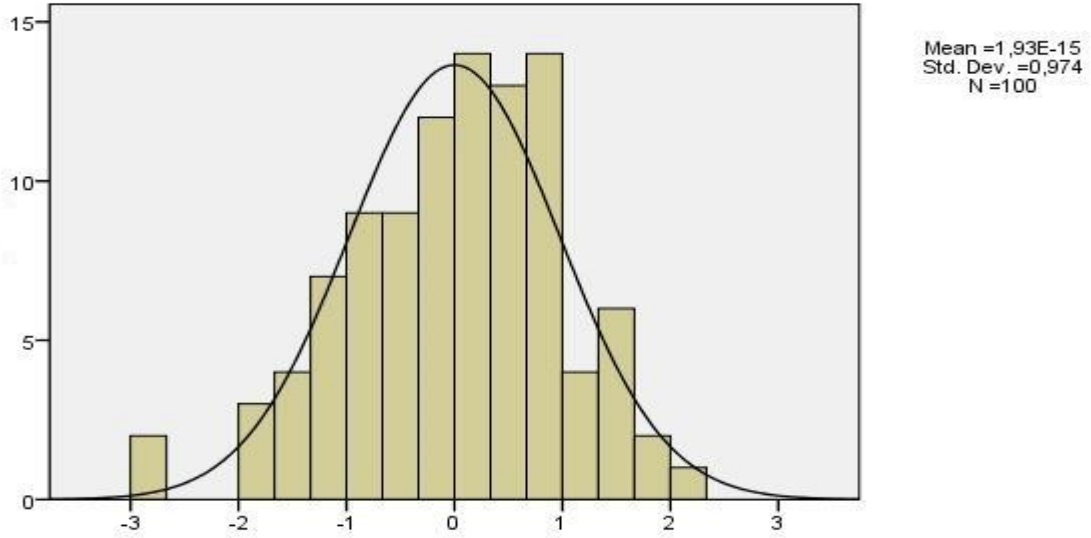
المطلب الثالث: اختبارات صلاحية النموذج

تقوم طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) على جملة من الفرضيات من بينها أن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي، وغير مرتبطة ذاتياً كما أن لها تباين ثابت. وفيما يلي سيتم التحقق من هذه الفرضيات حتى يمكن القول أن النموذج المقترح صالح للاستخدام في عملية التقدير والتحقق من فرضيات الدراسة.

1- اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (Normality test)

ويظهر المنحنى البياني في الشكل رقم (19) شكلاً متناظراً مائلاً قليلاً جهة اليمين، وقد تم إجراء اختبار جارك بيررا (Jarque-Bera) للتوزيع الطبيعي، حيث كانت قيمة الإحصائية JB المحسوبة مساوية لـ 3,3 وهي أقل من قيمة إحصائية كاي تربيع (2 khi) المجدولة والتي تساوي 5,99 (الإحصائية JB تتبع توزيع كاي تربيع من الدرجة الثانية)، وهذا يعني قبول فرضية العدم، أي أن الأخطاء العشوائية للنموذج المقترح تتبع التوزيع الطبيعي، وهذا ما تثبته القيمة الاحتمالية (p-value) المساوية لـ 0,192 وهي أكبر من القيمة المعنوية α المساوية لـ 0,05.

الشكل رقم (19): منحنى بياني يمثل توزيع الأخطاء العشوائية للنموذج (3) - هـ -



المصدر: انطلاقاً من عينة الدراسة بالاعتماد على برنامج (SPSS 17).

وللتأكد، تم إجراء اختبارين آخرين للتوزيع الطبيعي للبواقي هما اختبار كولموكروف سيميرنوف (Kolmogorov Smirnov) واختبار شابيرو ويلك (Shapiro Wilk)، ونتائج الاختبارين ملخصة بالجدول رقم (29).

الجدول رقم (29): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

اختبار (Shapiro Wilk)		اختبار (Kolmogorov Smirnov)		الاختبارات
القيمة الاحتمالية (p-value)	قيمة الإحصائية W	القيمة الاحتمالية (p-value)	قيمة الإحصائية D	
0,209	0,983	0,200	0,061	البواقي

المصدر: انطلاقاً من نموذج الانحدار (3) - هـ - بالاعتماد على برنامج (SPSS 17).

يظهر من الجدول السابق أن القيمة الاحتمالية (p-value) لكل من اختبار كولموكروف سيميرنوف (Kolmogorov Smirnov) واختبار شابيرو ويلك (Shapiro Wilk) هي أكبر من القيمة

المعنوية 0,05، أي أن نتائج الاختبارين تدعم نتائج اختبار جارك بيرا (Jarque-Bera)، كما أن قيم معامل الالتواء (Skewness) والتقلطح (Kurtosis) هي على التوالي -0,45 و 0,147، وهي قريبة من الصفر وهو قيمة المعاملين من أجل التوزيع الطبيعي. ومنه، البواقي للنموذج (3) -هـ- تتبع التوزيع الطبيعي، أي تحقق إحدى فرضيات طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) المتمثلة في أن الأخطاء العشوائية للنموذج تتبع التوزيع الطبيعي.

2- اختبار الارتباط الذاتي للبواقي (Autocorrelation test)

هناك عدة اختبارات للارتباط الذاتي للبواقي والذي قد ينشأ نتيجة سوء في تقدير النموذج أو نتيجة عدم وجود متغير مفسر مهم في النموذج، أول اختبار لوجود ارتباط ذاتي بين البواقي يمكن القيام به هو اختبار درين واطسون (Durbin-Watson)، حيث يسمح برنامج إفيوز (EViews) بالحصول على قيمة الإحصائية D من أجل النموذج (3) -هـ- والتي تبلغ قيمتها $D=2,079$ ، غير أن قيمة هذه الإحصائية تقع في منطقة الشك لاختبار درين واطسون ($Du=1,78 < D=2,079 < 4 - Du=2,22$) مما يجعل من عملية قبول عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي غير ممكنة. لذلك تم اللجوء إلى اختبار آخر يتمثل في اختبار الإحصائية Q (Q statistics) والشكل رقم (20) يوضح نتيجة هذا الاختبار.

يظهر من خلال الشكل رقم (18) أن القيم الاحتمالية التي تظهر في العمود الأول (prob) كلها كبيرة وتفوق نسبة 5%، مما يعني قبول الفرضية الصفرية التي تعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي.

للتأكد من نتيجة اختبار الإحصائية Q تم القيام باختبار آخر يتمثل في اختبار بروش قودفري (Breusch-Godfrey) ويسمى أيضا باختبار LM (LM Test)، إذ على عكس اختبار درين واطسون الذي يسمح فقط بالتأكد من وجود ارتباط ذاتي بين البواقي من الدرجة الأولى اختبار LM يسمح بالتحقق من وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية من الدرجة الثانية والثالثة وحتى الرابعة، لذلك تم القيام بهذا الاختبار للتأكد من وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية من الدرجة الثانية وقد كانت القيمة الاحتمالية ((Chi-Square(2)) مساوية لـ 0.6 وهي أكبر من القيمة المعنوية 5%، مما يعني قبول الفرضية الصفرية التي تعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي.

الشكل رقم (20): نتائج اختبار الإحصائية Q (Q statistics)

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 -0.076	-0.076	0.6023	0.438
		2 0.038	0.032	0.7522	0.687
		3 0.191	0.198	4.6036	0.203
		4 -0.093	-0.068	5.5314	0.237
		5 0.006	-0.024	5.5348	0.354
		6 -0.068	-0.104	6.0300	0.420
		7 -0.133	-0.120	7.9771	0.335
		8 0.125	0.121	9.7037	0.286
		9 -0.046	0.017	9.9438	0.355
		10 -0.141	-0.130	12.196	0.272
		11 0.005	-0.087	12.199	0.349
		12 -0.014	0.006	12.223	0.428
		13 -0.007	0.038	12.229	0.509
		14 0.022	0.035	12.285	0.583
		15 0.024	0.041	12.352	0.652
		16 0.025	-0.031	12.428	0.714
		17 0.064	0.021	12.929	0.741
		18 -0.012	0.014	12.946	0.795
		19 -0.065	-0.064	13.471	0.814
		20 -0.043	-0.093	13.708	0.845
		21 0.004	0.007	13.710	0.882
		22 -0.141	-0.113	16.316	0.800
		23 -0.025	-0.027	16.399	0.838
		24 -0.057	-0.049	16.832	0.856
		25 -0.164	-0.163	20.484	0.721
		26 0.071	0.029	21.175	0.733
		27 -0.166	-0.128	25.019	0.573
		28 -0.042	-0.037	25.266	0.613
		29 0.036	-0.063	25.449	0.655
		30 -0.048	-0.013	25.779	0.686
		31 0.024	-0.036	25.863	0.728
		32 0.001	-0.069	25.863	0.770
		33 -0.056	-0.070	26.339	0.788
		34 0.155	0.080	30.053	0.662
		35 0.016	0.042	30.093	0.704
		36 -0.009	0.004	30.107	0.744

المصدر: انطلاقا من عينة الدراسة بالاعتماد على برنامج (EViews 7).

كون النموذج (3) -ه- خالي من الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية فهذا يجعل منه صالحا

للتنبؤ وأيضا لاختبار فرضيات الدراسة.

3- اختبار ثبات تباين الخطأ العشوائي (Heteroskedasticity Test)

لاختبار ثبات تباين الخطأ العشوائي سيتم الاعتماد على اختبارين، يتمثل الاختبار الأول في اختبار

وايت (White)، يرتكز هذا الاختبار على بناء نموذج انحدار متعدد يتمثل المتغير التابع فيه في مربع

الخطأ العشوائي والمتغيرات المفسرة في مربع المتغيرات المفسرة في النموذج المراد اختباره. تتمثل الفرضية الصفرية لاختبار وايت في كون معاملات نموذج الانحدار للاختبار مساوية للصفر أي وجود ثبات في تباين الخطأ العشوائي، إجراء اختبار وايت على النموذج (3) -هـ- سمح بالحصول على قيمة احتمالية (Chi-Square(5) مساوية لـ 0.488 وهي أكبر من القيمة المعنوية 5%، مما يعني قبول الفرضية الصفرية التي تعني وجود ثبات في تباين الخطأ العشوائي.

للتأكد من نتيجة اختبار وايت، تم إجراء الاختبار الثاني وهو اختبار غليجر (Glejser)، و قد سمح بالحصول على قيمة احتمالية (Chi-Square(5) مساوية لـ 0.4461 وهي أكبر من القيمة المعنوية 5%، مما يعني قبول الفرضية الصفرية التي تعني وجود ثبات في تباين الخطأ العشوائي.

ومنه، ونتيجة لتحقيق فرضيات طريقة المربعات الصغرى (OLS)، يمكن الحكم على النموذج المقترح من خلال الدراسة (النموذج (3) -هـ-) على أنه صالح لاختبار فرضيات الدراسة.

المطلب الرابع: تقييم نظام حوكمة الشركات غير المدرجة بالجزائر وعلاقته بقيمتها

من خلال هذا المبحث، يتم دراسة عينة عشوائية مكونة من 112 شركة جزائرية غير مدرجة، حيث يتم تقييم نظام الحوكمة لهذه الشركات من خلال المؤشر (ACGI) الذي تراوحت قيمته بين 0,2 و 0,79. بعد ذلك يتم اعتماد قيم هذا المؤشر كأحد أهم المتغيرات المستقلة في بناء نموذج انحدار متعدد، تمثل المتغير التابع فيه في القيمة المحاسبية لهذه الشركات، وبعد دراسة عدة نماذج مقترحة تم التوصل إلى النموذج (3) -هـ-.

هناك العديد من خصائص الشركات التي قد ترتبط مع قيمتها، وقد تم التوصل إلى هذه المتغيرات من خلال النموذج (3) -هـ-، حيث تبين أن كلا من عمر الشركة ونسبة الأصول غير الجارية إلى المبيعات مرتبطة إيجاباً بقيمة الشركة، في حين أن كل من قطاع الخدمات والرافعة المالية مرتبط سلباً مع قيمة الشركة. ويظهر من خلال معامل المتغير الذي يعبر عن حوكمة الشركات (ACGI) الذي بلغ 4,84 وهو أكبر معامل في النموذج أي أنه أهم متغير مرتبط بقيمة الشركة أن هناك ارتباطاً إيجابياً وقوياً بين مؤشر الحوكمة وقيمة الشركة، وقد تم التوصل إلى مثل هذه النتائج في العديد من الدراسات التي تمت في الدول النامية، وقد تم عرض هذه الدراسات في الملحق رقم (01).

لإعطاء صورة واضحة عن حوكمة الشركات في الجزائر وجب الحديث عن النتائج المتوصل إليها فيما يخص المؤشرات الفرعية لمؤشر الحوكمة في الجزائر (ACGI) المقترح، أول مؤشر يمكن الحديث عنه هو مؤشر مجلس الإدارة، حيث تبين من خلال دراسة العينة أن 53 شركة من أصل 112 شركة تملك مجلس إدارة، إلا أنه يظهر أن أغلب هذه الشركات هي شركات مساهمة والتي بلغ عددها في العينة 50 شركة، ذلك لأن دراسة إجراءات الحوكمة المفروضة من قبل القانون التجاري الجزائري قد أكدت أن شركات المساهمة ملزمة بإنشاء مجلس إدارة، مما يجعل من ثلاث شركات فقط قد قامت بإنشاء مجلس إدارة/مجلس استشاري بصفة طوعية.

لمعرفة مدى إسهام القانون التجاري الجزائري في تحديد نظام الحوكمة في الشركات غير مدرجة في الجزائر، تمت دراسة مدى التزام هذه الشركات بالحد الأدنى لعدد أعضاء المجلس، حيث يفرض القانون التجاري حد أدنى يتمثل في ثلاثة أعضاء. وقد أظهرت 47 شركة من أصل 53 شركة تملك مجلس إدارة أن عدد أعضاء مجلس الإدارة فيها يفوق ثلاثة أعضاء. في حين 16 شركة فقط تملك مجلس إدارة نصف أعضائه مستقلون عن إدارة الشركة كما أظهرت كل الشركات التي تملك مجلس إدارة أنه يوجد أعضاء في المجلس لديهم عدة عهديات. لذلك، يمكن القول أن استقلالية مجلس الإدارة/ المجلس الاستشاري في الشركات الجزائرية دون المتوسط، ويؤدي القانون دورا كبيرا في تحديد نظام الحوكمة في الشركات المدرجة في الجزائر.

تظهر دراسة إجراءات مجلس الإدارة في الشركات الجزائرية أن 12 % منها فقط تملك نظاما لتقييم المدراء وتقريبا النسبة نفسها حوالي 13 % فقط تملك دليلا للالتزام الأخلاقي والسير الحسن، حيث تعد هذه النظم المرجعية نقطة أساسية لإرساء نظام حوكمة جيد داخل الشركات بما يسهم في تحسين أدائها.

يمكن وصف مؤشر التدقيق في الشركات الجزائرية بالضعيف مقارنة بالتغيرات الحادثة على المستوى العالمي وما تناله هذه الوظيفة من أهمية على مستوى الشركات، حيث تملك 15 شركة فقط لجنة تدقيق، 9 شركات منها فقط من يفوق عدد أعضاء لجنة التدقيق فيها ثلاثة أفراد.

قد يفسر تحليل طبيعة ملكية الشركات في العينة قيم بقية المؤشرات الفرعية للحوكمة، حيث 87 % من هذه الشركات لا يتجاوز عدد مالكيها ستة أفراد، يملك نصفهم فقط غالبية حصص الشركة. هذا التركيز الكبير في ملكية الشركات يعني بدرجة كبيرة ارتكاز اتخاذ القرار في يد عدد قليل من الأفراد، وقد

يعود هذا إلى أن 44 % من الشركات في العينة هي شركات عائلية، وقد انعكس هذا التركيز في الملكية على مؤشر حقوق المساهمين حيث يشارك كل المساهمين في اتخاذ القرار لقلة عددهم كما يشارك كل المساهمين في التصويت في 87 % من الشركات في العينة.

تفصح كل الشركات تقريبا في العينة عن قوائمها المالية باللغتين العربية والفرنسية ووفق النظام المحاسبي المالي، وهذا راجع إلى إلزامية هذا الإفصاح المفروضة من قبل القانون التجاري الجزائري، في حين تملك 44 % فقط من هذه الشركات موقعا الكترونيا خاصا بها، وتصرح 38 % فقط ببرنامجهما السنوي للأعمال التي تقوم بها.

يظهر تحليل نظام الحوكمة في الشركات الجزائرية غير المدرجة دور القواعد القانونية المفروضة من قبل المشرع الجزائري في تحديد نظام الحوكمة فيها، خاصة فيما يتعلق بمجلس الإدارة والإفصاح المحاسبي والمالي. غير أنه قد لوحظ أن الكثير من الممارسات قد تم تبنيها طواعية من قبل الشركات الجزائرية على غرار هيكله مجلس الإدارة، لجان التدقيق، الإفصاح عن برنامج الأعمال السنوي وغيرها من الإجراءات التي تم تلخيصها في الجدول رقم (22).

يظهر النموذج (3) - هـ - الارتباط الإيجابي بين حوكمة الشركات غير المدرجة في الجزائر وقيمتها، حيث أثبت النموذج التأثير الإيجابي لتبني ممارسات حوكمة الشركات على قيمتها، إلا أن هناك إمكانية وجود علاقة سببية تتمثل في وجود أداء جيد للشركات يؤدي إلى وجود نظام حوكمة أفضل. وقد تم تناول هذا المشكل في العديد من الدراسات كدراسة أركو وبرونو سنة 2006 (Arco and Bruno, 2006) ودراسة بلاك وكيم سنة 2010 (Black and Kim, 2010) وغيرها من الدراسات التي تم فيها التحقق من عدم وجود هذه العلاقة السببية. وقد تم التأكد من ذلك في هذه الدراسة من خلال العينة المبدئية التي تكونت من 26 شركة، بحيث لوحظ أنه لا يوجد تغير في إجراءات حوكمة الشركات على مدى خمس سنوات على الرغم من تغير قيمة الشركات خلال هذه الفترة، أي أن تغير قيمة الشركة ليس سببا في تغير مستوى الحوكمة فيها.

المبحث الثاني: الشركات العائلية وتكاليف آليات الحوكمة

من خلال هذا المبحث ستنم معرفة مدى تأثير تكاليف آليات الحوكمة على استخدامها من طرف الشركات الجزائرية، وذلك من خلال إجراء تحليل تمييزي بين الشركات العائلية في العينة وبقية الشركات، حيث تسمح الطبيعة الخاصة لمشكل الوكالة في الشركات العائلية بهذه المقارنة باعتبارها في موقف أفضل، وثبوت وجود متغيرات مميزة تعبر عن حوكمة الشركات يثبت صحة الفرضية المتبناة في الدراسة.

المطلب الأول: خصوصية الحوكمة في الشركات العائلية الجزائرية

تتميز الشركات العائلية الجزائرية بكونها شركات غير مدرجة، مساهمها من عائلة واحدة، يشرف على إدارة غالبية هذه الشركات أحد أو بعض أفراد العائلة. لذلك، فالكثير من إجراءات حوكمة الشركات ليست محط اهتمام هذه الشركات، فمثلا إجراءات حقوق المساهمين كحق التصويت في الجمعيات العادية أو الحق في اختيار إدارة الشركة تتم بطريقة غير مباشرة من خلال مجالس العائلة، أين يتم اتخاذ أهم القرارات وعقد جمعية عامة للمساهمين لاتخاذ مثل هذه القرارات ليس بالمهم. وأيضا إجراءات الإفصاح عن مختلف معلومات الشركة ليست بالأمر الضروري في الشركات العائلية كون مختلف المعلومات المهمة عن الشركة متوفرة لدى أفراد العائلة بطريقة سلسلة نتيجة الاحتكاك اليومي لهؤلاء الأفراد.

تأخذ الشركة العائلية عامل التكاليف في تبنيها لإجراءات حوكمة الشركات، لذلك وفي ظروف معينة ستعمل هذه الشركات على تطبيق إجراءات الحوكمة المفروضة من قبل القانون أو تلك التي تعد جد ضرورية بالنسبة لها بحيث تكون تكلفتها أقل من المنفعة التي ستترتب عنها.

للشركات العائلية طبيعة ملكية خاصة تجعل من مشكل الوكالة فيها أقل مقارنة ببقية الشركات، وهذا ما ينعكس على سلوكها في اختيار إجراءات حوكمة الشركات الواجب تطبيقها، حيث يكون قرارها مبنيا على المقارنة بين إيجابيات هذه الإجراءات وتكاليفها أكثر وضوحا إذا ما قورنت مع بقية الشركات.

لإثبات أهمية تكاليف آليات حوكمة الشركات في تطبيقها يتم من خلال هذا المبحث دراسة إمكانية وجود اختلاف معنوي بين نظام الحوكمة في الشركات العائلية وبقية الشركات انطلاقا من بناء نموذج تمييزي الغرض منه هو دراسة مجموعة من المتغيرات، من بينها متغيرات متعلقة بإجراءات الحوكمة ومعرفة أهميتها في التمييز بين الشركات العائلية والشركات الأخرى، وإثبات وجود اختلاف معنوي يعني

أن الشركات لا تطبق كل إجراءات الحوكمة أو تطبقها بشكل عفوي وإنما تعتمد في ذلك على دراسة مقارنة لتكاليفها مع القيمة المضافة المتوقعة لها، وذلك انطلاقاً من الفارق في طبيعة مشكل الوكالة بين الشركات العائلية وبقية الشركات لمصلحة الشركات العائلية.

المطلب الثاني: الدراسة الوصفية لعينة ومتغيرات الدراسة

فيما يلي سيتم عرض كل من عينة الدراسة وتقديم كل من المتغير المصنف والمتغيرات المميزة في النموذج.

1- عينة الدراسة

للقيام بالتحليل التمييزي، تم الاعتماد على نفس العينة المعتمدة في المبحث الأول من هذا الفصل، والتي بلغ عددها 112 شركة جزائرية غير مدرجة موزعة على أربعة قطاعات نشاط تمثلت في القطاع التجاري، قطاع الخدمات، القطاع الصناعي وقطاع البناء والأشغال العمومية، تم تصنيف هذه العينة إلى فئتين، الفئة الأولى تتمثل في الشركات العائلية، وهي الشركات التي تعود ملكيتها إلى أفراد من نفس العائلة، والفئة الثانية تمثلت في بقية الشركات التي ملاكها ليسوا من العائلة نفسها أو أن ملكيتها تعود للدولة (شركة عمومية اقتصادية)، حيث بلغ عدد الشركات العائلية 43 شركة تحمل الرمز "1"، وبلغ عدد الشركات الأخرى 56 شركة تحمل الرمز "0"، في حين تم إقصاء 13 شركة نتيجة عدم اكتمال البيانات الخاصة بأحد أو بعض متغيرات الدراسة.

2- متغيرات الدراسة

المتغيرات المحاسبية (non-governance variables)، وتمثلت في لوغاريتم قيمة الشركة، الرافعة المالية، معدل نمو المبيعات، نسبة الأصول غير جارية إلى المبيعات، نسبة النتيجة الصافية إلى مجموع الأصول، نسبة النتيجة قبل اقتطاع الفوائد والضريبة إلى المبيعات، أي 6 متغيرات.

أما المتغيرات المرتبطة بإجراءات حوكمة الشركات (governance variables)، فتمثلت في وجود مجلس إدارة/ مجلس استشاري، للشركة نظام لتقييم المدراء، للشركة دليل للالتزام الأخلاقي والسير الحسن، وجود لجنة تدقيق، للشركة أكثر من مالك واحد، للشركة أكثر من 6 ملاك، للشركة أكثر من 20 مالك، نسبة الملاك الذين يحوزون أكثر من 50% من ملكية الشركة، تصرح الشركة ببرنامجه السنوي

للأعمال التي تقوم بها، تملك الشركة موقعا الكترونيا به كشوفاتها المالية، يشارك كل المساهمين في انتخاب المدراء، إمكانية التصويت عبر ممثل أو عبر البريد الإلكتروني أو العادي متاحة، تم تقديم طلبات لعقد اجتماعات طارئة خلال خمسة سنوات الأخيرة، بالإضافة إلى مؤشر حوكمة الشركات في الجزائر (ACGI)، أي ما مجموعه 14 متغير، وبالتالي بلغ مجموع المتغيرات المستقلة 20 متغير.

خلال المبحث الأول تم التأكد من عدم وجود ارتباط بين متغيرات الدراسة ماعدا الارتباط الذي يظهر بين وجود مجلس الإدارة ومؤشر الحوكمة المعتمد والذي تم إرجاعه إلى أن وجود مجلس الإدارة هو أحد مكونات المؤشر، وأيضا الارتباط الموجود بين لوغاريتم القيمة الدفترية للشركات ومؤشر الحوكمة المعتمد والذي تم إثباته من خلال النموذج في المبحث الأول من هذا الفصل.

من خلال المطلب الموالي سيتم عرض كيفية بناء الدالة المميزة، واختبار قوتها التفسيرية.

المطلب الثالث: بناء الدالة المميزة

لبناء الدالة المميزة، تم إجراء التحليل التمييزي للمتغير (Ow.5) الذي يمثل المتغير المصنف في النموذج، والذي يأخذ القيمتين "1" من أجل الشركات العائلية والقيمة "0" من أجل الشركات الأخرى مع مجموعة المتغيرات المستقلة، والتي تختلف من حيث مضمونها بين متغيرات مرتبطة بأداء الشركة وقيمتها ومتغيرات تتعلق بآليات وإجراءات حوكمة الشركات، وقد تم الاعتماد على طريقة التحليل التمييزي الخطي (Linear Discriminant Analysis)، مع اختيار المتغيرات المفسرة خطوة بخطوة وقد تمت الاستعانة في ذلك ببرنامج الحزم الاحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS)، وقد تم الحصول على مجموعة من النتائج سيتم عرضها فيما يلي:

يقدم الجدول رقم (30) معلومات حول الدالة المميزة تتمثل في قيمة القيم الذاتية التي تسمح بالحصول على مؤشر عام عن النموذج الكلي يتمثل في نسبة التباين المفسر (R^2) ويعبر عنه في الجدول بالارتباط القانوني، حيث بلغت نسبته 79,8 %، أي أن النموذج المقترح من خلال هذا التحليل ذو دلالة معنوية بحيث يفسر نسبة 63,68 % من التغيرات التي تطرأ على المتغير المصنف (Ow.5).

الجدول رقم (30): جدول يوضح القيم الذاتية للدالة المصنفة

القيم الذاتية (Eigenvalue)				
الدالة المصنفة	القيم الذاتية (Eigenvalue)	% التباين	% التراكمية	الارتباط القانوني
1	1,747	100,0	100,0	0,798

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS 17).

إلى جانب الارتباط القانوني، هناك اختبار آخر لا يقل أهمية للدالة المميزة يتمثل في قيمة إحصائية ويلك (Wilks' Lambda) التي تعبر عن معنوية الدالة المميزة، فحسب الجدول رقم (31)، فإن إحصائية ويلك (Wilks' Lambda) تدل على أن الدالة المحصل عليها ذات دلالة معنوية عالية بحيث القيمة الاحتمالية (p-value) أكبر من القيمة المعنوية 0,05. وتتمثل قيمة إحصائية ويلك (Wilks' Lambda) في نسبة مجموع التغيرات التي لا تفسرها الدالة المميزة المحصل عليها، أي أنها عكس مربع الارتباط القانوني. لذلك، فهي تعبر عن نسبة 36,4% من التغيرات غير المفسرة. ولاختبار دقة هذا القرار لدينا قيمة كاي تربيع المحسوبة وهي 93,488، وهي أكبر من قيمة كاي تربيع الجدولة 16,919 وهذا ما يؤكد صحة القرار السابق.

الجدول رقم (31): جدول يوضح اختبار إحصائية ويلك (Wilks' Lambda)

اختبار إحصائية ويلك (Wilks' Lambda)				
اختبار الدالة المصنفة	قيمة الإحصائية (Wilks' Lambda)	قيمة الإحصائية (Chi-square)	عدد درجات الحرية	مستوى الدلالة
1	0,364	93,488	9	0,000

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS 17).

تبعاً لمؤشر القيم الذاتية واختبار إحصائية ويلك (Wilks' Lambda)، فإن الدالة المميزة المحصل عليها ذات دلالة عالية والجدول رقم (32) يعرض قيم معاملات متغيرات الدالة المصنفة، حيث تأخذ المتغيرات ذات الأثر التمييزي الأكبر بين الشركات العائلية وبقية الشركات المعاملات الأكبر. في حين توضح إشارة المعامل علاقة المتغير المميز بالقيمة الإجمالية للدالة التمييزية التي يتم على أساسها تصنيف بقية الشركات، حيث يأتي أولاً المتغير الذي يتمثل في لوغاريتم مؤشر الحوكمة (ACGI) بمعامل سالب قيمته -13,582، يليه وجود مجلس الإدارة بمعامل موجب قيمته 7,761، ثم تأتي بقية المتغيرات بمعاملات موجبة تتراوح بين 1,366 و 2,685، بحيث كل المتغيرات التي اختيرت كالمغيرات الأكثر تمييزاً هي متغيرات تتعلق بإجراءات حوكمة الشركات، أي أن هناك اختلافاً معنوياً وعالياً بين الشركات العائلية وبقية الشركات من حيث نظام الحوكمة في حين لا يوجد اختلاف كبير من حيث الأداء وقيمة الشركات.

الجدول رقم (32): قيمة معاملات المتغيرات في الدالة القانونية المميزة

قيم معاملات الدالة المصنفة	رمز المتغير	المتغيرات
الدالة: 1		
7,761	BdIn.1	وجود مجلس إدارة/ مجلس استشاري
2,089	Pr.3	للشركة دليل للالتزام الأخلاقي والسير الحسن
2,685	CoAd.1	وجود لجنة تدقيق
1,966	Di.1	تصرح الشركة ببرنامجه السنوي للأعمال التي تقوم بها
1,482	Di.3	تملك الشركة موقعا الكترونيا به كشوفاتها المالية
1,366	Sh.1	يشارك كل المساهمين في انتخاب المدراء
1,624	Sh.2	إمكانية التصويت عبر ممثل أو عبر البريد الإلكتروني أو العادي متاحة
1,379	Sh.3	تم تقديم طلبات لعقد اجتماعات طارئة خلال 5 سنوات الأخيرة
-13,582	LN(ACGI)	قيمة مؤشر حوكمة الشركات الجزائرية
-21,011	C	الثابت

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS 17).

الدالة المميزة المحصل عليها عبارة عن مؤشر تأخذ قيما سالبة من أجل الشركات العائلية وقيما موجبة من أجل الشركات الأخرى، حيث تشبه معادلة الانحدار الخطي المتعدد شكلاً ويمكن كتابتها انطلاقاً من الجدول رقم (31) كما يلي:

$$Z = 7,76 (\text{Bdln.1}) + 2,09(\text{Pr.3}) + 2,68 (\text{CoAd.1}) + 1,97 (\text{Di.1}) + 1,48 (\text{Di.3}) \\ + 1,37 (\text{Sh.1}) + 1,62 (\text{Sh.2}) + 1,38 (\text{Sh.3}) - 13,58 (\text{LN(ACGI)}) - 21,01$$

يمثل الجدول رقم (33) جدول التصنيف والذي يلخص مدى قوة الدالة المميزة المحصل عليها، أي مدى قدرة المتغيرات في الدالة على التمييز بين الشركات العائلية والشركات الأخرى، حيث يوضح الجدول من خلال الأسطر التصنيف الأصلي للشركات العائلية مقارنة ببقية الشركات في العينة من حيث عددها ونسبتها. أما الأعمدة في الجدول فتعبر عن التصنيف المتوقع لهذه المشاهدات بالاعتماد على الدالة المميزة المحصل عليها.

الجدول رقم (33): نتائج التصنيف حسب الدالة المميزة المحصل عليها

المجموع	التصنيف المقدر حسب الدالة المميزة		المتغير Ow.5	
	شركات عائلية	شركات غير عائلية		
63	10	53	شركات غير عائلية	بالأرقام
49	48	1	شركات عائلية	القيم الأصلية
%100	%15,9	%84,1	شركات غير عائلية	بالنسب %
%100	%98	%2	شركات عائلية	

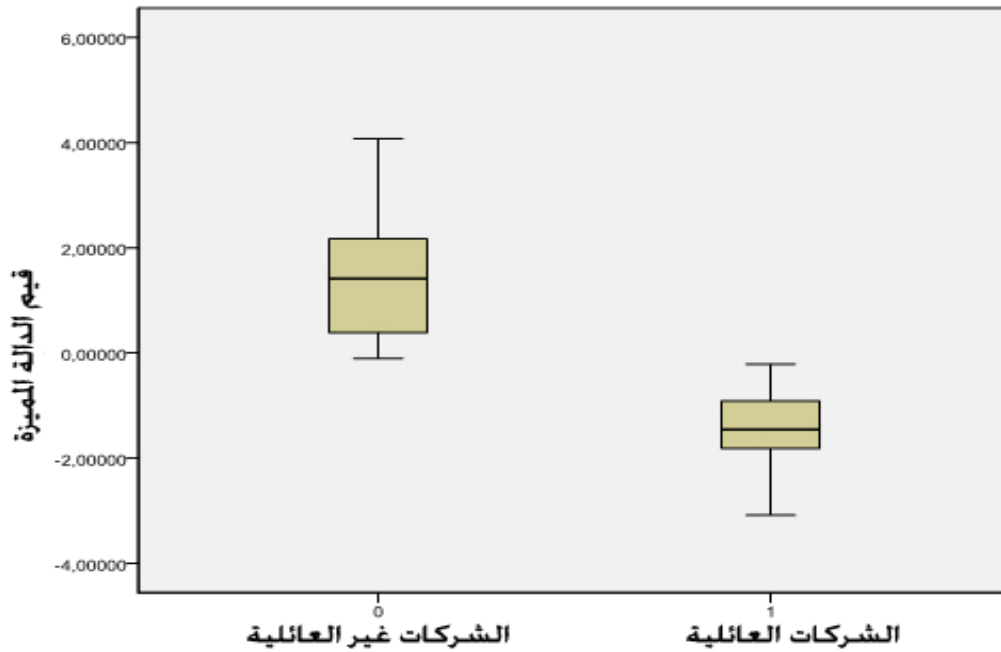
المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS 17).

يظهر من خلا الجدول رقم (32) أن نسبة 90,2 % من الشركات في العينة قد تم تصنيفها بشكل صحيح من خلال الدالة، إذ نجح نموذج الدالة المميزة في تصنيف 53 شركة من أصل 63 شركة غير

عائلية في صنفها الحقيقي وأخطأ في تصنيف 10 شركات، أي صنف بشكل صحيح ما نسبته 84,1 % من الشركات غير العائلية. أما بالنسبة للشركات العائلية، فقد نجح نموذج الدالة المميزة المقترح في تصنيف 48 شركة من أصل 49 شركة عائلية في العينة تصنيفا صحيحا أي صنف بشكل صحيح ما نسبته 98 % من الشركات العائلية.

الشكل رقم (21): شكل لقطع مربع يوضح تصنيف الشركات العائلية والشركات غير العائلية حسب

قيم الدالة المميزة

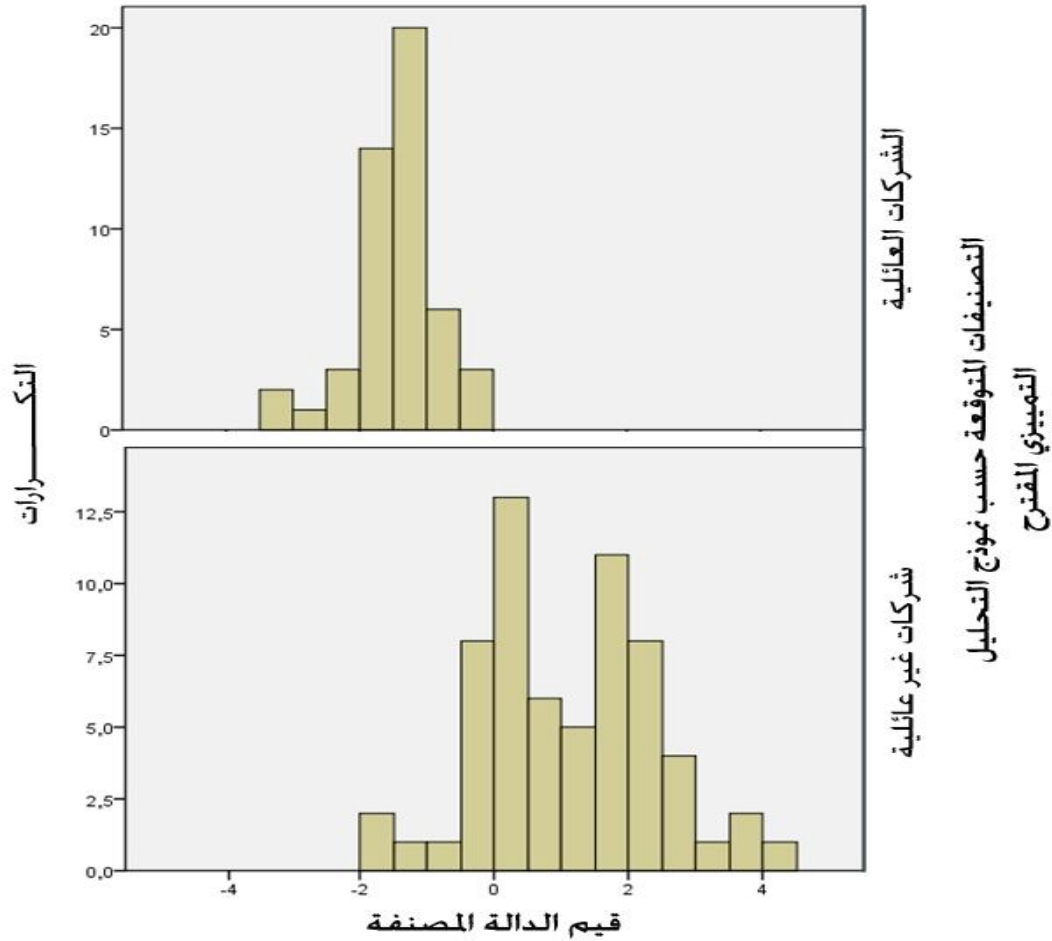


المصدر: تم إنجاز الشكل بالاعتماد على برنامج (SPSS 17).

يسمح برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) بإعطاء رسم بياني عن توزيع الشركات العائلية وغير العائلية حسب قيم الدالة المميزة، كما يوضح ذلك الشكلين رقم (21) ورقم (22)، أين تظهر القيمة التي تركز حولها المشاهدات بالنسبة للشركات العائلية والشركات غير العائلية.

يظهر الشكل رقم (21) أن قيم الدالة المميزة تركز بالنسبة للشركات العائلية عند القيمة -1,493، أما الشركات غير العائلية فترتكز قيم الدالة المميزة من أجلها عند القيمة 1,147. كما تجب الإشارة إلى أن قيم الدالة المميزة تكون سالبة من أجل الشركات العائلية وموجبة من أجل الشركات غير العائلية.

الشكل رقم (22): منحني بياني يوضح توزيع قيم الدالة المميزة على كل من الشركات العائلية والشركات غير العائلية



المصدر: تم إنجاز الشكل بالاعتماد على برنامج (SPSS 17).

المطلب الرابع: أهمية الحوكمة في الشركات العائلية: حالة الجزائر

من خلال المبحث الأول تم إثبات أن آليات حوكمة الشركات تؤدي دورا مهما في تحسين أداء الشركات والرفع من قيمتها، غير أن الشركات لا تقوم بتبني آليات حوكمة الشركات بصفة مباشرة وإنما تعمل قبل ذلك على مقارنة تكاليف تبني هذه الآليات مع المنفعة التي ستترتب عنها.

للتحقق من أهمية تكاليف تطبيق إجراءات حوكمة الشركات في تحديد نظام الحوكمة الذي يحكم الشركة، تم الاعتماد على طريقة التحليل التمييزي الخطي بين الشركات العائلية وبقية الشركات في العينة،

باعتبار أن الشركات العائلية تواجه مشكل وكالة أقل مما يقلل من حاجتها لبعض آليات الحوكمة، بحيث تصبح المنفعة المرجوة منها أقل من تكلفتها، وبالتالي يسمح سلوك الشركات العائلية في اختيار آليات الحوكمة بإعطاء صورة أكثر وضوحا من ناحية المقارنة بين تكاليف الحوكمة والمنفعة المترتبة عنها.

من خلال المبحث الثاني من هذا الفصل تم القيام بتحليل تمييزي على عينة من الشركات الجزائرية غير المدرجة التي بلغ عددها 112 شركة، تمثل المتغير المصنف في المتغير (OW.5) وهو متغير نوعي يأخذ القيمة "1" من أجل الشركات العائلية والقيمة "0" من أجل بقية الشركات، وقد تم الحصول على دالة مميزة ذات قوة تمييزية مرتفعة حضرت فيها المتغيرات الأكثر تمييزا بين الشركات العائلية وبقية الشركات، وقد كانت كل هذه المتغيرات مرتبطة بإجراءات حوكمة الشركات.

كان متغير لوغاريتم مؤشر الحوكمة (ACGI) هو المتغير الأكثر تمييزا بمعامل سالب قيمته 13,582، كون قيم لوغاريتم المؤشر سالبة ومرتبطة طرديا مع قيمة المؤشر (ACGI)، ثم يأتي المتغير المتعلق بوجود مجلس إدارة (BdIn.1) بمعامل 7,76، أي أن وجود مجلس إدارة يرفع قيمة الدالة المميزة بـ 7,76 نقطة، ثم يليه المتغير (CoAd.1) المتمثل في وجود لجنة تدقيق بمعامل 2,685، ثم بقية المتغيرات المتمثلة في وجود دليل للالتزام الأخلاقي والسير الحسن، التصريح ببرنامج الأعمال السنوي، امتلاك موقع إلكتروني، المشاركة في انتخاب المدراء والتصويت وطلبات انعقاد الجمعيات العامة الطارئة المقدمة من طرف المساهمين، بمعاملات تتراوح بين 1,366 حتى 2,089، بحيث كلما زاد عدد الآليات المتبناة كلما زاد احتمال كون الشركة غير عائلية، أي أن الدالة المميزة المحصل عليها تؤكد على كون الشركات العائلية لا تميل إلى تطبيق إجراءات الحوكمة التي ظهرت كمتغيرات ضمن الدالة المميزة، كمجلس الإدارة ولجنة التدقيق للأسباب سابقة الذكر.

وعليه، فنموذج الدالة المميزة يؤكد على أن الشركات العائلية لا تهتم بكل إجراءات حوكمة الشركات نتيجة مقارنتها لتكاليف هذه الآليات والمنفعة المترتبة عنها. في الوقت نفسه، تملك الشركات العائلية نظام حوكمة مختلف وآليات حوكمة مختلفة صار لزاما على جمعيات إدارة الأعمال ومختلف الهيئات المهمة بتحسين نظام حوكمة الشركات العائلية محاولة منهجيتها وتشجيع الشركات العائلية على تطبيقها، كون هذه الشركات تشكل نسبة كبيرة من الشركات غير المدرجة الجزائرية 44 % (حسب عينة الدراسة).

خلاصة الفصل السادس

انطلاقاً من مؤشر حوكمة الشركات في الجزائر (ACGI) الذي تم بناؤه في الفصل السابق، تم تناول علاقة هذا المؤشر بالقيمة المحاسبية لشركات العينة وفق طريقة المربعات الصغرى العادية في هذا الفصل. وقد تم تقديم مجموعة من النماذج المقترحة، بدءاً من النموذج القاعدي الذي يأخذ بعين الاعتبار الارتباط بين مؤشر الحوكمة وقيمة الشركة، أين تم التوصل إلى علاقة ارتباط موجبة مهمة اقتصادياً.

لتحسين النموذج القاعدي، تم اقتراح عدة نماذج من خلال إضافة متغيرات مفسرة أخرى تتعلق بأداء الشركات وقطاع النشاط، ليتم التوصل إلى النموذج (3) -هـ- الذي أظهر نتائج إيجابية لاختبارات صلاحية النموذج والمتعلقة باتباع البواقي للتوزيع الطبيعي، وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية وأيضا اختبار ثبات تباين الخطأ العشوائي.

سمح النموذج (3) -هـ- بالتأكد من التأثير الإيجابي لممارسات حوكمة الشركات على قيمة الشركة.

من خلال المبحث الثاني لهذا الفصل، تمت دراسة تأثير تكاليف حوكمة الشركات على تبنيها من قبل شركات العينة، حيث تم اللجوء إلى تصنيف الشركات إلى شركات عائلية وغير عائلية بالنظر لاختلاف طبيعة مشكل الوكالة في كل منهما، مما يعطي امتيازاً أكبر للشركات العائلية عند اختيارها لآليات حوكمة الشركات انطلاقاً من مقارنتها بين تكاليف هذه الآليات والقيمة المكتسبة التي ستترتب عن تبنيها. وقد أظهر التحليل التمييزي أن المتغيرات المرتبطة بممارسات حوكمة الشركات هي الأكثر تمييزاً.

خلص هذا الفصل إلى وجود ارتباط إيجابي بين ممارسات حوكمة الشركات وقيمة الشركات، ولتقادي الأثر العكسي لتطبيق هذه الآليات على قيمة الشركة تأخذ الشركات بعين الاعتبار تكاليف آليات الحوكمة مقارنة بالقيمة المكتسبة التي ستترتب عن تطبيقها.

الخاصة العامة

الخاتمة العامة

سعت الدراسة عبر فصولها الستة إلى عرض دور آليات حوكمة الشركات في حماية مختلف أصحاب المصالح داخل الشركة، مع التركيز على الدور الذي تؤديه هذه الآليات في ضمان حصول أصحاب رؤوس الأموال على عائدات مقابل استثمار أموالهم، بما يسمح ببقاء الشركة ويعظم من قيمتها. كما قد ركزت الدراسة على الدور المهم الذي تؤديه تقنيات الهندسة المالية في تطوير آليات حوكمة الشركات واستحداث أخرى بما يتماشى مع التطور الحاصل في عالم الأعمال الحديث، مع الإشارة في الوقت نفسه إلى دور إجراءات حوكمة الشركات في ضبط منتجات الهندسة المالية وضمان استعمالها فيما يصب في مصلحة الشركة والنظام المالي ككل.

تناول الجانب الثاني من الدراسة بالبحث تأثير ممارسات حوكمة الشركات على قيمة الشركات غير المدرجة، وأهمية تكاليف آليات حوكمة الشركات في اعتمادها من قبل الشركات وذلك من خلال دراسة قياسية حول الواقع الجزائري. وقد انطلقت الدراسة من أربع فرضيات تمثلت في الآتي:

- تربط بين الهندسة المالية وحوكمة الشركات علاقة متبادلة، حيث تضبط حوكمة الشركات منتجات الهندسة المالية وتعمل الهندسة المالية على تطوير آليات حوكمة الشركات.
- تؤثر ممارسات حوكمة الشركات إيجاباً على قيمة الشركات الجزائرية، وتحسين نظام الحوكمة من شأنه أن يرفع من قيمتها.
- تختلف طبيعة الشركات العائلية عن بقية الشركات، غير أنها تبقى بحاجة أيضاً إلى ممارسات حوكمة الشركات كبقية الشركات.
- تطبق الشركات الجزائرية مجموعة من آليات حوكمة الشركات، يقابلها حد معين من التكاليف التي تقبل الشركة تحملها إذا كانت أقل من متوسط التكاليف الناجمة عن خطر الوكالة والمتوقع أن تتحملها المؤسسة.

وبغية اختبار الفرضيات، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج والتي يمكن عرضها فيما يلي:

1 - نتائج الدراسة

توصلت الدراسة عبر فصولها إلى جملة من النتائج، يمكن عرضها كما يلي:

- للهندسة المالية مخاطر وسلبيات بقدر إيجابياتها، حيث أدت دورا رئيسيا في زيادة تعقيد النظام المالي العالمي ليصير على شكله الحالي، مما تسبب في سوء فهم وعدم تقدير مختلف المخاطر، وهذا ما فرض الحاجة إلى حوكمة الشركات بغية ضبط منتجات الهندسة المالية. وقد تجلّى ذلك في مختلف التوصيات التي قدمت عقب أزمة 2008، والتي كان من أهمها إرساء نظام حوكمة جيدة.

- كان للأزمات الاقتصادية دور مهم في إلقاء الضوء على ضعف أنظمة حوكمة الشركات التي لم تعد تسير التطور والتعقيد الذي صار عليه النظام المالي العالمي ككل، حيث يحتاج التطور الاقتصادي إلى أشكال جديدة للحوكمة والتي من شأن الهندسة المالية إمداده بها.

من خلال النتيجتين أعلاه، يمكن الإقرار بتحقيق الفرضية الأولى للدراسة والتي تنص على وجود علاقة متبادلة بين الهندسة المالية وحوكمة الشركات، حيث تخدم كل منهما الأخرى بما يصب في مصلحة الشركة.

- تتشارك كل من الشركات المدرجة وغير المدرجة في العديد من مشاكل الحوكمة، غير أن هناك العديد من آليات الحوكمة التي توفرها سوق الأوراق المالية للشركات المدرجة فيها حيث تؤدي دور الحارس من خلال تقليل عدم تماثل المعلومات بين المساهمين وكشف حالات الاحتيال ومشاكل الحوكمة الأخرى. في المقابل، يملك المساهمون في الشركات غير المدرجة عددا قليلا من الآليات التي تضبط السلوك الانتهازي، حيث يغلب على إطار حوكمة الشركات غير المدرجة الطبيعة التعاقدية.

- تواجه أغلب الشركات غير المدرجة تحديا كبيرا على صعيد تبني قواعد حوكمة الشركات مقارنة بالشركات المدرجة، لأن أغلب قواعد الحوكمة بالنسبة للشركات المدرجة هي قواعد مفروضة بالقانون أو عبر قواعد نظامية متعلقة بالدخول للبورصة في حين تجد الشركات غير المدرجة صعوبة في تحديد قواعد الحوكمة التي يجب عليها أن تتبناها، أي أنه يجب عليها أن تبدي ردة فعل صحيحة اتجاه التكاليف المحتملة والفوائد المترتبة عن تطبيق قواعد الحوكمة.

- لا يعد اعتماد مبادئ حوكمة الشركات المدرجة في الشركات غير المدرجة حلا قابلا للتطبيق، وذلك راجع إلى اختلاف التحديات التي تواجهها الشركات غير المدرجة مقارنة بالمدرجة، فهي غالبا ما تتميز بتركز ملكيتها في يد أفراد من داخل الشركة، كما أن الملاك يؤديون دورا مهما في إدارتها، وجل تركيز هذه الشركات يكون حول كيفية تحقيق قيمة مضافة وضمان بقائها على المدى الطويل.

- تحليل نظام الحوكمة في الشركات الجزائرية يؤكد أن القانون يؤدي دورا كبيرا في تحديد ملامح نظام حوكمة الشركات الجزائرية من خلال جملة من إجراءات حوكمة الشركات التي يفرضها خاصة فيما يتعلق بمجلس الإدارة والإفصاح المالي والمحاسبي. غير أنه قد لوحظ أن الكثير من الممارسات قد تم تبنيها طواعية من قبل الشركات الجزائرية على غرار هيكله مجلس الإدارة، لجان التدقيق، الإفصاح عن برنامج الأعمال السنوي. وإعطاء صورة واضحة عن حوكمة الشركات في الجزائر، تم بناء مؤشر لحوكمة الشركات في الجزائر (ACGI)، يضم ستة مؤشرات فرعية، حيث تراوحت قيم المؤشر بين 0,2 و 0,79 مع متوسط يبلغ 0,43 يمكن وصفه بالمقبول.

- من خلال المؤشر الفرعي المتمثل في مجلس الإدارة، تبين أن 53 شركة من أصل 112 شركة تملك مجلس إدارة، إلا أنه يظهر أن أغلب هذه الشركات هي شركات مساهمة والتي بلغ عددها في العينة 50 شركة، ذلك لأن دراسة إجراءات الحوكمة المفروضة من قبل القانون التجاري الجزائري قد أكدت أن شركات المساهمة ملزمة بإنشاء مجلس إدارة، مما يجعل من ثلاث شركات فقط قد قامت بإنشاء مجلس إدارة/مجلس استشاري بصفة طوعية.

- أظهرت دراسة مدى التزام الشركات غير المدرجة الجزائرية بالحد الأدنى لعدد أعضاء المجلس أن 47 شركة من أصل 53 شركة تملك مجلس إدارة يفوق عدد أعضائه ثلاثة أعضاء، في حين 16 شركة فقط تملك مجلس إدارة نصف أعضائه مستقلين عن إدارة الشركة، كما أظهرت كل الشركات التي تملك مجلس إدارة أنه يوجد أعضاء في المجلس لديهم عدة عهديات، لذلك، يمكن القول أن استقلالية مجلس الإدارة/المجلس الاستشاري في الشركات الجزائرية دون المتوسط، ويؤدي القانون دورا كبيرا في تحديد نظام الحوكمة في الشركات غير المدرجة في الجزائر.

- يظهر أن 12 % من الشركات غير المدرجة فقط تملك نظاما لتقييم المدراء وتقريبا النسبة نفسها حوالي 13 % فقط تملك دليلا للالتزام الأخلاقي والسير الحسن، حيث تعد هذه النظم المرجعية نقطة أساسية لإرساء نظام حوكمة جيد داخل الشركات بما يسهم في تحسين أدائها.

- تملك 15 شركة فقط لجنة تدقيق، 9 شركات منها فقط من يفوق عدد أعضاء لجنة التدقيق فيها ثلاثة أفراد، وبالتالي يمكن وصف مؤشر التدقيق في الشركات الجزائرية بالضعيف مقارنة بما تتاله هذه الوظيفة من أهمية على مستوى الشركات.

- تتميز نسبة كبيرة من الشركات في العينة بتركز الملكية وانحصار القرار في يد عدد قليل من الأفراد، حيث 87 % من هذه الشركات لا يتجاوز عدد مالكيها ستة أفراد، يملك نصفهم فقط غالبية حصص الشركة، وقد يعود هذا إلى أن 44 % من الشركات في العينة هي شركات عائلية. وقد انعكس هذا التركيز في الملكية على مؤشر حقوق المساهمين، حيث يشارك كل المساهمين في اتخاذ القرار لقلة عددهم كما يشارك كل المساهمين في التصويت بنسبة 87 % من الشركات في العينة.

- تبين من خلال الدراسة أن نسبة كبيرة من الشركات لها مديونية مرتفعة (معدل الرافعة المالية مرتفع)، حيث بلغ حوالي 60 % بالنسبة لكل الشركات في العينة، مما يدفع بهذه الشركات إلى محاولة تحسين نظام الحوكمة فيها بهدف ضمان التمويل اللازم لنشاطاتها، حيث أثبت نموذج الانحدار المقدم أن الرافعة المالية تؤثر أيضا على قيمة الشركة.

- يظهر النموذج المقترح (3) هـ- الارتباط الإيجابي بين حوكمة الشركات غير المدرجة في الجزائر وقيمتها بمعامل ارتباط قدره 4,86، وهو أكبر معامل في النموذج. حيث أثبت النموذج التأثير الإيجابي لتبني ممارسات حوكمة الشركات على قيمتها.

من خلال هذه النتيجة، يمكن التأكيد على صحة الفرضية الثانية للدراسة حيث تم التوصل إلى أن هناك علاقة ارتباط موجبة بين مؤشر حوكمة الشركات في الجزائر (ACGI) وقيمة الشركات غير المدرجة.

- لتكاليف تطبيق إجراءات حوكمة الشركات أهمية بالغة في تحديد نظام الحوكمة في الشركات غير المدرجة، وقد سمح إجراء تحليل تمييزي خطي بين الشركات العائلية وبقية الشركات بالتأكد من ذلك، باعتبار أن الشركات العائلية تواجه مشكل وكالة أقل مما يقلل من حاجتها لبعض آليات الحوكمة، بحيث تصبح المنفعة المرجوة منها أقل من تكلفتها، وبالتالي يسمح سلوك الشركات العائلية في اختيار آليات الحوكمة بإعطاء صورة أكثر وضوحا من ناحية المقارنة بين تكاليف الحوكمة والمنفعة المترتبة عنها.

- تم التوصل من خلال التحليل التمييزي الخطي إلى أن متغير لوغاريتم مؤشر الحوكمة (ACGI) هو المتغير الأكثر تمييزا بمعامل سالب قيمته 13,582، ثم تأتي بقية المتغيرات المرتبطة بإجراءات حوكمة الشركات والمتمثلة في وجود مجلس إدارة، وجود لجنة تدقيق، وجود دليل للالتزام الأخلاقي والسير الحسن، التصريح ببرنامج الأعمال السنوي، امتلاك موقع إلكتروني، المشاركة في انتخاب المدراء والتصويت وطلبات انعقاد الجمعيات العامة الطارئة المقدمة من طرف المساهمين، بمعاملات تتراوح بين 1,366 حتى 7,86، بحيث كلما زاد عدد الآليات المتبناة كلما زاد احتمال كون الشركة غير عائلية، أي أن الدالة المميزة المحصل عليها تؤكد على كون الشركات العائلية لا تميل إلى تطبيق إجراءات الحوكمة التي ظهرت كمتغيرات ضمن الدالة المميزة. كمجلس الإدارة ولجنة التدقيق لأسباب سابقة الذكر.

يظهر من خلال النتيجة سابقة الذكر أنه ليست كل إجراءات حوكمة الشركات مفيدة للشركات العائلية، حيث تتحمل الشركات العائلية تكاليف إضافية جراء تطبيقها دون وجود الحاجة إليها نتيجة لطبيعة مشكل الوكالة فيها. وعليه فإن الفرضية الثالثة لم تتحقق.

الاختلاف في طبيعة مشكل الوكالة في الشركات العائلية عن بقية الشركات سيؤدي حتما إلى وجود اختلاف في إجراءات الحوكمة المطبقة إذا كانت الشركات تأخذ بعين الاعتبار تكاليف هذه الإجراءات، وهو فعلا ما تم التوصل إليه من خلال نموذج الدالة المميزة، فالشركات العائلية لا تطبق بعض إجراءات حوكمة الشركات خاصة إجراءات الإفصاح وحقوق المساهمين، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة.

2- الاقتراحات

تعد الحوكمة الجيدة هدفا مطلوبا من طرف كل الشركات، غير أن واقع هذه الشركات وطبيعتها تختلف من بلد لآخر، لذلك تختلف متطلبات تطبيق مفهوم الحوكمة الجيدة بينها. وقد سمحت دراسة واقع حوكمة الشركات في الجزائر انطلاقا من عينة الدراسة برسم صورة واضحة عن حوكمة الشركات في الجزائر والخروج بجملة من النتائج تحدد خصائص الشركات غير مدرجة في الجزائر.

انطلاقا من استنتاج خصائص الشركات غير مدرجة في الجزائر يمكن تحديد متطلبات تحقيق مفهوم الحوكمة الجيدة فيها، وفيما يلي يتم تقديم مجموع من الخطوات كاقتراحات يسمح تبنيها في الشركات غير المدرجة الجزائرية بتحقيق مفهوم الحوكمة الجيدة:

- **الخطوة الأولى:** وتتمثل في تعزيز مبدأ استحداث قيمة مضافة للمساهمين، ولا يتحقق هذا إلا من خلال مشاركة غالبية المساهمين لاسيما المساهمين ذوي الأقلية. باعتبار أن نسبة كبيرة من الشركات في الجزائر هي شركات عائلية ولا تواجه مشكل الحوكمة المتمثل في الإدارة والمحاسبة، وإنما تواجه هذه الشركات تحديات أخرى، حيث تحتاج هذه الفئة إلى التمويل، وهذا ما يوضحه متغير الرافعة المالية في نموذج الانحدار المقترح من خلال الدراسة، وحتى تحسن هذه الشركات من أدائها يجب أن تبحث عن مصدر تمويل أفضل كدخول بورصة القيم المنقولة، خاصة مع الإجراءات التي اتخذتها الحكومة الجزائرية لفتح سوق أوراق مالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وفي حال اختيار الشركات لهذا النوع من التمويل، فإن أغلب المالكين لهذه الشركات سيحاولون السيطرة على ملكية غالبية الحصص في الشركة، ومن ثم، سينشأ عن عملية فتح رأس مال هذه الشركات العائلية ظهور فئة المساهمين ذوي الأقلية، لذلك الإقبال على هذا النوع من التمويل سيكون مقيدا باحترام حقوق المساهمين ذوي الأقلية.

- **الخطوة الثانية:** من خلال عينة الدراسة يظهر أن 42 % من الشركات التي تملك مجلس إدارة يفوق عدد أعضائه ثلاثة أعضاء، لذا وكخطوة أساسية عند وضع مجلس إدارة أو مجلس استشاري لا بد من ضبط عدد أعضاء المجلس بشكل يزيد من فاعليته، فلا يكون عدد الأعضاء كبيرا إلى الحد الذي يفقده الفعالية اللازمة، وإذا كان بمقدور عدد قليل تولي الأعمال التي يعنى بها مجلس الإدارة فلا بأس بذلك. أما بالنسبة للشركات العائلية، فإن فعالية المجالس العائلية ستكون أفضل إذا تمت نمذجتها في شكل مجالس استشارية يتم فيها فصل الأمور العائلية عن مخططات واستراتيجيات الشركة.

- **الخطوة الثالثة:** يظهر من عينة الدراسة أن نسبة قليلة من الشركات (13 % فقط) تملك مناهج مرجعية كدليل الالتزام الأخلاقي والسير الحسن، نظام تقييم المدراء، ميثاق التدقيق الداخلي، إذ غالبا ما ترتبط هذه المناهج المرجعية بحوافز مادية أو قواعد عقابية من شأنها تحسين أداء فريق الإدارة والعمال ككل بما يصب في مصلحة الشركة. لذا، يجب العمل بالتنسيق مع جمعيات ونوادي إدارة الأعمال على بناء مثل هذه النظم المرجعية ومساعدة الشركات من أجل تبنيها. وفي الوقت نفسه، تملك الشركات العائلية نظام حوكمة مختلف وآليات حوكمة مختلفة صار لزاما على جمعيات إدارة الأعمال ومختلف الهيئات المهتمة بتحسين نظام حوكمة الشركات العائلية محاولة منهجيتها وتشجيع الشركات العائلية على تطبيقها، كون هذه الشركات تشكل نسبة كبيرة من الشركات غير المدرجة الجزائرية 44 % (حسب عينة الدراسة).

- **الخطوة الرابعة:** ضمت عينة الدراسة حوالي 21 مؤسسة عمومية اقتصادية، وقد لوحظ أن هذه الشركات على اختلاف القطاع الذي تعمل فيه فإنها تتمتع بنفس نظام الحوكمة. وغالبا ما تتحمل هذه الشركات تكاليف بعض آليات الحوكمة التي لا تصب في مصلحتها، لذا وجب لفت النظر إلى أنه لا بد من ترك المجال أمام هذه الشركات لاختيار الآليات المناسبة لها بما يتماشى ونشاطها بحيث تعمل آليات حوكمة الشركات على تحسين أدائها وليس العكس، أفضل من استراتيجية نموذج الحوكمة الموحد الذي تتبناه كل الشركات.

3- آفاق الدراسة

أظهر تناول موضوع علاقة حوكمة الشركات بالهندسة المالية ومدى تأثيرها على قيمة الشركة العديد من الآفاق التي يمكن بلوغها والتي يمكن عرضها فيما يلي:

- تقدير القيمة السوقية للشركات غير مدرجة ومن ثم فحص علاقتها بنظام الحوكمة المطبق.
- تطوير مؤشر الحوكمة المقترح من خلال إضافة مؤشرات فرعية أخرى كمؤشر الأطراف ذات العلاقة (related party) أو من خلال تحسين المؤشرات الفرعية المقترحة.
- بناء مؤشر للحوكمة من خلال استعمال عينة أكبر ومن كافة ولايات الوطن، مع بناء مؤشرات فرعية حسب كل قطاع.
- القيام بدراسة مقطعة من خلال بناء مؤشر حوكمة للدول المغاربية والاعتماد في إيجاد علاقة الارتباط مع قيمة الشركة على بيانات البانل (data panel) بدل طريقة المربعات الصغرى.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1- المراجع باللغة العربية

1-1- الكتب

- السويلم سام، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية، الكويت، 2004.

- بوتين محمد، المراجعة ومراقبة الحسابات من النظرية إلى التطبيق، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون - الجزائر، 2003.

- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.

2-1- المقالات

- براق محمد وبن زواي محمد الشريف، "الأداء الاجتماعي للشركة كإشارة لحكومتها الجيدة"، حوليات جامعة الجزائر، العدد 22، 2012، ص ص: 90-108.

3-1- الملتقيات

- الخطيب خالد، "تأثير مبادئ الحوكمة على الشركات العائلية"، المؤتمر العلمي الثالث لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة العلوم التطبيقية الخاصة تحت عنوان "إدارة منظمات الأعمال: التحديات العالمية المعاصرة"، 27 - 29 أبريل 2009.

- السيد محمد وبوعرار أحمد شمس الدين، "مدى توافق التدقيق في الجزائر مع المعايير الدولية للتدقيق في ظل القانون رقم 10 - 01"، الملتقى الدولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة (IAS-IFRS) والمعايير الدولية للمراجعة (ISA) : التحدي، يومي 13 و 14 ديسمبر 2011، جامعة البليدة، الجزائر.

- العايب عبد الرحمان، "ميكانيزمات تحفيز المسيرين كأحد محددات حوكمة الشركات وتأثيرها في الأزمة العالمية الراهنة -حالة المؤسسات المالية المصرفية المتضررة"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف يومي 20، 21 أكتوبر 2009.

- سايج فايز، "انعكاسات النظام المحاسبي المالي على نظام المراجعة الخارجية ومهنة محافظ الحسابات"، الملتقى الدولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة (IAS-IFRS) والمعايير الدولية للمراجعة (ISA) : التحدي يومي 13 و 14 ديسمبر 2011، جامعة البليدة، الجزائر.

- غراب رزيقة، "واقع حوكمة الشركات العائلية في الجزائر"، المؤتمر الثالث للعلوم المالية والمصرفية حول حاكمية الشركات والمسؤولية الاجتماعية: تجربة الأسواق الناشئة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة اليرموك، الأردن، أيام 17 و 18 أبريل 2013.

- قندوز عبد الكريم أحمد، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية"، المؤتمر الدولي الخامس عشر حول الأسواق المالية: الواقع والتحديات، كلية الشريعة والقانون بمشاركة غرفة تجارة وصناعة دبي، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 6-8 مارس 2007 .

- قندوز عبد الكريم أحمد، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت، 15 و 16 ديسمبر 2010 .

1-4- النصوص التشريعية

- الأمر رقم 22/95 المؤرخ في 26 أوت 1995 المتعلق بخصوصة المؤسسات العمومية.

- القانون التجاري الجزائري.

- الأمر رقم 69-107 الصادر في 31 ديسمبر 1969 المتعلق بقانون المالية لسنة 1970.

- المرسوم 70-173 المؤرخ في 16 نوفمبر 1970 المحدد لكيفية أداء محافظي الحسابات في الشركات العمومية وشبه العمومية لواجباتهم.

- القانون رقم 88-01 المؤرخ في 12 جانفي 1988 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية

الاقتصادية .

- القانون رقم 08-91 في 27 أفريل 1991 المتعلق بمهن الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد.

- القانون رقم 01/06 في 20 فيفري 2006 الذي ينص على إنشاء هيئة وطنية للوقاية من الفساد ومكافحته.

- القانون 01-10 في 29 جوان 2010 المتعلق بمهن الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد.

2- المراجع باللغات الأجنبية

1-2- الكتب

- Alchian Armen, **Some Economics of Property Rights In: Economics Forces at Work**, Indianapolis: Liberty Press, Indiana, 1977.

- Beder Tanya & Marshall Cara M, **Financial engineering : The Evolution of a Profession**, John Wiley & Sons, New Jersey, 2011.

- Bensaïd Mohammed, **Economie des organisations: tendances actuelles**, L'Harmattan, Paris, 2007.

- Bidgoli Hossein, **Handbook of Information Security, Threats, Vulnerabilities, Prevention, Detection, and Management**, John Wiley & Sons, USA, 2006.

- Bouba-Olga Olivier, **L'économie de l'entreprise**, Seuil, France, 2003.

- BRAIOTTA LOUIS, **The Audit committee handbook**, John Wiley & Sons, New Jersey, 2004.

- Chapman Christopher S & Hopwood Anthony G & Shields Michael D, **Handbooks of Management Accounting Research**, Elsevier, united Kingdome, 2007.

- Clarke Thomas, **Theories of corporate governance: The philosophical foundations of corporate governance**, Rutledge, Canada, 2004.

- Clegg Stewart R & Hardy Cynthia & R. Nord Walter, **Handbook of Organization Studies**, SAGE publication ltd, London, 2003, p: 125.

- Collin Claire, **Les métiers de la comptabilité et de la gestion**, Editions l'Etudiant, France, 2007.
- Collins Elizabeth A, **Corporate Governance and Value Creation**, The Research Foundation of CFA Institute, United States of America, 2005.
- Coriat.B & Weinstein.O, **Les nouvelles théories de l'entreprise**, librairie générale de France, France, 1995.
- Depret Marc-Hubert, **Gouvernement d'entreprise: enjeux managériaux, comptables et financiers**, De Boeck édition, paris, France, 2005.
- Diamond Arlyne, **Gouvernement d'entreprise: enjeux managériaux, comptables et financiers**, Productive Publications, Canada, 2005.
- Dobbin Frank, **The new economic sociology**, Princeton university press, USA, 2013,
- Du Plessis Jean Jacques & Hargovan Anil & Bagaric Mirko, **Principles of Contemporary Corporate Governance**, cambridge university press, New York, 2011.
- Du Plessis Jean Jacques and all, **Principles of Contemporary Corporate Governance**, Cambridge University Press, UK, 2011.
- Duthil Gérard & Vanhaecke Dominique, **Les fondements de l'économie d'entreprise**, l'harmattan, France, 1993.
- Eggenschwiler Thomas & Gamma Erich, **"ET++Swaps Manager: Using Object Technology in the Financial Engineering Domain"**, Union Bank of Switzerland, Switzerland, with no publication date.
- Élisabeth Bertin, **Audit interne : enjeux et pratiques à l'international**, éditions eyrolles, Paris, 2007.
- Finet Alain et Autre, **Gouvernement de l'entreprise : enjeux managériaux, comptable et financiers**, De Boeck & Larcier, Bruxelles, Belgique, 2005.
- Finnerty John D, **Project Financing: Asset-Based Financial Engineering**, John Wiley & Sons, United States, 2007.
- Fisher Irving, **The Elementary Principles of Economics** , The Macmillan Company, New York, 1912, p: 27.

- Garoyan Leon and Paul Orlander Mohn, *The Board of Directors of Cooperatives*, UCANR Publications, California, USA, 1976.
- H. Knight Frank, *Risk, Uncertainty and Profit*, The Riverside Press, New York, United States, 1921.
- Hilb Martin, *New Corporate Governance*, Springer, New York, 2012.
- Hull John C, *Options, futures, and other derivatives*, Pearson Education, United States of America, 2012.
- Huse Morten, *Boards, Governance and Value Creation*, Cambridge University Press, UK, 2007.
- J.Roe Mark, *Strong Managers Weak Owners*, Princeton university press, New Jersey, USA, 1994.
- John Christman, *The myth of property : toward an egalitarian theory of ownership*, Oxford University Press, New York, USA, 1994.
- Kalala Tshimpaka Frédéric, *La restructuration de l'espace microfinancier du Kivu (Est R. D. Congo)*, Presses universitaire de Louvain, Belgique, 2005.
- M. Barker Roger, *Corporate Governance, Competition, and Political Parties*, Oxford University Press Inc, New York, United States, 2010.
- Malcolm Prowle, *The Changing Public Sector: A Practical Management Guide (Ebk - Epub)*, Gower Publishing, Ltd., France, 2009.
- Marshall John F., *Dictionary of Financial Engineering*, John Wiley & Sons, USA, 2001.
- Mertens Sybille, *La gestion des entreprises sociales*, Edi.pro, Belgique, 2010.
- Milgrom.P et Roberts.J, *Economie, Organisation et Management*, PUG, France, 1997.
- Mizruchi Mark and Deborah M. Bey, *The Handbook of Political Sociology: States, Civil Societies, and Globalization*, Cambridge University Press, 2005.
- Naciri Ahmed, *Internal and External Aspects of Corporate Governance*, Routledge, USA, 2010.

- Pejovich Svetozar, **The Economics of Property Rights: Towards a Theory of Comparative Systems**, Published by Kluwer Academic Publishers, Netherlands, USA, 1990.
- Ricketts Martin, **The Economics of Business Enterprise: An Introduction to Economic Organisation and the Theory of the Firm**, Edward Elgar Publishing Limited, UK, 2002.
- Roussel Josse, **Economie et management de l'entreprise**, L'harmattan, Paris, 2011.
- Sheng Andrew, **From Asian to Global Financial Crisis**, Cambridge University Press, UK, 2009.
- Solomon Jill and Solomon Aris, **Corporate Governance and Accountability**, John Wiley & Sons Ltd, UK, 2004.
- Stephen M. Bainbridge, **The New Corporate Governance in Theory and Practice**, Oxford University Press, New York, 2008.
- Thomas Philippe, **Ingénierie financière**, Revue Banque éducation, Paris, 2010.
- Tricker Bob, Tricker Robert Ian, **Corporate Governance: Principles, Policies and Practices**, Oxford University Press, United Kingdom, 2012.
- Tricker Robert I, **International Corporate Governance**, Prentice-Hall, London, 1994.
- Turnbull Shann, **Re-Inventing Governance Using the Laws of Nature**, International Institute for Self-governance, London, UK, 2011.
- Ulf Andersson & Ulf Holm, **Managing the Contemporary Multinational: The Role of Headquarters**, Edward Elgar Publishing, UK, 2010.
- Verma J.P., **Data Analysis in Management with SPSS Software**, Springer, New Delhi Heidelberg, India, 2013.
- Wearing Robert, **Cases in Corporate Governance**, SAGE Publications, London, 2005.
- Williamson Oliver E, **Handbook of industrial organization**, Edited by Schmalensee and R. Willig, Elsevier Sciences publishers, USA, 1989.
- Yuh-Dauh Lyuu, **Financial Engineering And Computation: Principles, Mathematics, Algorithms**, Cambridge university press, UK, 2004.

- Fernand A. C, Corporate Governance: Principles, Policies and Practices, Pearson education, India, 2009.

2-2 - المقالات

- **"Normes pour la pratique professionnelle de l'audit interne"**, Institut Français de l'Audit et du Contrôle Interne, The Institute of Internal Auditors, Paris, 2001.

- Alchian Armen A and Demsetz Harold, **"Production, Information Costs, and Economic Organization"**, The American Economic Review, Vol. 62, No. 5 , 1972.

- Allen Franklin & Santomero Anthony, **"The theory of Financial intermediation"**, Journal of Banking & Finance, V 21, 1998.

- Al-Suwailem Sami, **"Financial Engineering for Islamic Banks: The Option Approach"**, J.KAU:Islamic Econ, Vol. 8, 1996.

- Ammann Manuel & Oesch David & M. Schmid Markus, **"Product Market Competition, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the EU Area"**, Blackwell Publishing Ltd, European Financial Management, 2011.

- Ananchotikul Nasha, **"Does Foreign Direct Investment Really Improve Corporate Governance? Evidence from Thailand"**, Bank of Thailand Discussion Paper DP/03/2008, 2008.

- Anheier Helmut K & Fliegau Mark T, **"Financial Governance Through the Lens of Innovation"**, published in Governance Challenges and Innovations: Financial and Fiscal Governance, Oxford University Press, UK, 2013.

- Balasubramanian & Bernard S. Black & Vikramaditya Khanna, **"The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India"**, Elsevier, Emerging Markets Review , vol 11, 2010.

- Berglöf Erik and Claessens Stijn, **"Corporate Governance and Enforcement"**, World Bank Policy Research Working Paper 3409, September 2004.

- Birge John R & Linetsky Vadim, **Financial Engineering**, Elsevier, UK, 2008.

- Black Bernard S & Jang Hasung & Kim Woochan, **"Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from Korea"**, Elsevier, Journal of Corporate Finance 12, 2006.
- Black Bernard S & Khanna Vikramaditya S, **"CAN CORPORATE GOVERNANCE REFORMS INCREASE FIRMS' MARKET VALUES? EVENT STUDY EVIDENCE FROM INDIA"**, Journal of Empirical Legal Studies, 2007.
- Block Joern H & De Vries Geertjan & Sandner Philipp, **"Venture capital and the financial crisis: an empirical study across industries and countries"**, working paper, 2010.
- BOUTALEB Kouider, **"La problématique de la gouvernance d'entreprise en Algérie"**, La revue de l'Économie & de Management, Université de Tlemcen, Algérie, avril 2008.
- Bozec Richard & Bozec Yves, **"The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence"**, Canadian Journal of Administrative Sciences, N 29, 2012.
- Brown Lawrence D and Caylor Marcus L, **"Corporate Governance and Firm Performance"**, Georgia State University, December 2004.
- Cadbury Adrian, **"the Financial Aspects of Corporate Governance"**, Report of Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Burgess Science Press, Great Britain, 1992.
- Callison & J. W., and Vestal, **"The L3C Illusion: Why Low-Profit Limited Liability Companies Will Not Stimulate Socially Optimal Private Foundation Investment in Entrepreneurial Ventures"**, Vermont Law Review, v 35, 2010.
- CHARREAUX Gérard, **"La convergence des systèmes nationaux de gouvernance : une perspective contingente"**, Cahier du FARGO, n° 1090701, Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations, Juillet 2009.
- Coase R. H., **"The Nature of the Firm"**, The London School of Economics and Political Science, Economica, New Series, Vol. 4, No. 16, United kingdom, 1937.
- Coskun Yener, **"Financial engineering and engineering of financial regulation: Guidance for compliance and risk management"**, Journal of Securities Operations & Custody, Vol. 6 No. 1, Henry Stewart Publications, 2013.

- den Berghe Lutgart Van, **"Good Governance in unlisted companies"**, 9th European conference on corporate governance, 28th and 29th June 2010, Madrid.
- Dobbin Frank and Zorn Dirk, **"Corporate malfeasance and the myth of shareholder value"**, Political power and social theory, Volume 17, oxford, 2005.
- Doeringer, **"Reevaluating the L3C: Mistaken Assumptions and Potential Solutions"**, Duke University, School of Law, 2010.
- Eisenhardt Kathleen M, **"Agency Theory: an Assessment and Review"**, The Academy of Management Review, Vol. 14, No. 1, USA, 1989.
- Fama Eugene F and C. Jensen Michael, **"Separation of Ownership and Control"**, Journal of Law and Economics, Vol. 26, No. 2, The University of Chicago Press, USA, 1983.
- Finnerty John D, **"Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview"**, Financial Management, Vol. 17, No. 4, Blackwell Publishing, 1988.
- Frank Julian & Mayer Colin, **"Hostile takeovers and the correction of managerial failure"**, Journal of Financial Economics, n:40, 1996.
- Fukuda Shin-ichi & Kasuya Munehisa & Nakajima Jouchi, **"Bank Health and Investment: An Analysis of Unlisted Companies in Japan "**, Bank of Japan, Japan April 2005.
- GHERTMAN Michel, **"Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction"**, Revue française de gestion, n° 160, 2006.
- Gillan Stuart L and Martin John D, **"Financial Engineering, Corporate Governance, and the Collapse of Enron"**, Working Paper Series, June 2002.
- Glaeser Edward L & Shleifer Andrei, **"The Rise of the Regulatory State"**, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Working Paper 8650, Cambridge, 2001.
- Gompers Paul & Joy Ishii & Andrew Metrick, **"Corporate Governance and Equity Prices"**, The Quarterly Journal of Economics , vol 118, 2003.
- Gompers Paul A & Metrick Andrew, **"Institutional Investors and Equity Prices"**, The Quarterly Journal of Economics, n: 116(1), 2001,

- Gospel Howard & Pendleton Andrew, "**Finance, Corporate Governance and the Management of Labour: A Conceptual and Comparative Analysis**", British Journal of Industrial Relations, Blackwell Publishing, London, September 2003.
- Greenbury Richard, "**Directors' Remuneration**", the Confederation of British Industry (CBI), UK, 1995.
- Grossman Sanford J & Hart Oliver D, "**Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation**", The Bell Journal of Economics, Vol: 11, No: 1, The RAND Corporation, 1980.
- James Bamford and Ernst David, "**Governing joint ventures**", The McKinsey Quarterly special edition: Value and performance, McKinsey & company, 2005.
- Jensen Michael C & Meckling William H, "**Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**", Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, USA, 1976.
- Jensen Michael C & Ruback Richard S, "**The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence**", Journal of Financial Economics, n 11, 1983.
- Klapper Leora F. and Inessa Love, "**Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets**", Social Science Research Network Working Paper No. 303979, 2002.
- Klein Peter & Shapiro Daniel & Young Jeffrey, "**Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian evidence**", Blackwell Publishing Ltd 2005, Oxford, Volume 13 Number 6 November, USA, 2005.
- La Porta Rafael de Silanes & Florencio López & Shleifer Andrei, "**Corporate Ownership around the World**", Journal of Finance, n: 54 volume 2, 1999.
- Labelle François & Koyo Yves-Cédric, "**Les mécanismes de gouvernance dans le contexte de fonds d'investissements responsables (FIR) et de PME : 5 cas de PME québécoises financées par un FIR**", entrepreneurial practice Review, Volume 2 Issue 3, 2012.
- Mark Mizruchi, "**Berle and Means revisited: the governance and power of large U.S. corporations**", working paper, University of Michigan, 2004.

- Markowitz Harry, **"Portfolio Selection"**, The Journal of Finance , Vol. 7, No. 1, 1952.
- Mayer Colin, **"Corporate governance, competition, and performance"**, Journal of Law and Society, n: 1, Blackwell Publishers Ltd, 1997.
- Mc Cahery Joseph A and Vermeulen Erik P.M, **"The Corporate Governance Framework of Non-Listed Companies"**, working paper, 2008.
- McBarnet Doreen, **"Financial Engineering or Legal Engineering? Legal Work, Legal Integrity and the Banking Crisis"**, Working Paper, 2010.
- McBarnet Doreen, **"Financial Engineering or Legal Engineering? Legal Work, Legal Integrity and the Banking Crisis"**, Working Paper, 2010.
- McCahery Joseph A and Vermeulen Erik P.M, **"Corporate Governance and Innovation Venture Capital, Joint Ventures, and Family Businesses"**, Law Working Paper N°.65, 2006.
- Murray, J. H. & Hwang, **"Purpose with Profit: Governance, Enforcement, Capital-Raising and Capital-Locking in Low-Profit Limited Liability Companies"**, University of Miami Law Review, v 66, 2011.
- Osuoha John Ifeanyichukwu, **"Financial Engineering, Corporate Governance and Nigeria Economic Development"**, Journal of Financial Risk Management, Vol 2 No.4, 2013.
- Paul A. Gompers & Joy L. Ishii & Andrew Metrick, **"Corporate Governance and Equity Prices"**, the Quarterly Journal of Economics, 118(1), 2003.
- Powers William C & Troubh Raymond S & Winokur Herbert S, **"REPORT OF INVESTIGATION BY THE SPECIAL INVESTIGATIVE COMMITTEE OF THE BOARD OF DIRECTORS OF ENRON CORP"**, February 1, 2002.
- Sarkar Jayati, **"Ownership and Corporate Governance in Indian Firms"**, chapter in **Corporate Governance: An Emerging Scenario**, Editors Balasubramanian & Satwalekar, National Stock Exchange of India Ltd, India, 2010.
- Shann Turnbull, **"Innovations in Corporate Governance: The Mondragón experience"**, Corporate Governance: An International Review , vol 3, n:3, Cambridge, USA, July 1995.

- Shleifer Andrei & W.Vishny Robert, "**A survey of Corporate Governance**", The Journal of Finance, vol.LII, no 2, June 1997.
- Shleifer Andrei & Wolfenzon Daniel, "**Investor Protection and Equity Markets**", Journal of Financial Economics , Volume 66.
- Solomon Deborah and Bryan-Low Cassell, "**Companies Complain About Cost Of Corporate-Governance Rules**", THE WALL STREET JOURNAL, Dow Jones & Company Inc, USA, 10 February 2004.
- Sussangkarn Chalongphob, "**The Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development and Outlook**", ADBI Working Paper 230, Asian Development Bank Institute, Tokyo, 2010.
- Svetozar Pejovich & Furubotn Eirik, "**Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature**", Journal of Economic Literature, Vol. 10, No. 4, USA, 1972.
- Swamy Vighneswara, "**Corporate Governance in Family Owned Small Firms**", working paper, August 2012.
- Tarun Khanna & Kogan Joe & Palepu Krishna, "**Globalization and Corporate Governance Convergence? A Cross-Country Analysis**", NYU Stern, 2001.
- Voß Jan-Peter & all, "**The emergence, development and expansion of new forms of governance: comparative case studies on tradable permit schemes and deliberative procedures**", Research Program of the Innovation in Governance Research Group, Germany, September 2009.
- Weill, "**IT Governance: How Top Performers Manage IT Decision Rights for Superior Results**", Harvard Business School Press, Boston 2004.
- Weir Charlie & Laing David & McKnight Phillip J, "**An empirical analysis of the impact of corporate governance mechanisms on the performance of UK firms**", working paper, 2001.
- Williamson Oliver E, "**The modern corporation: origins, evolution, attributes**", Journal of economic literature, USA, vol.19 N 04, 1981.

3-2 - التقارير

- **"A regulatory response to the global banking crisis"**, Financial Services Authority (FSA), The Turner Review March 2009.
- **"Corporate Governance for Emerging Markets"**, Center for International Private Enterprise , Washington, 2008.
- **"Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe"**, European Confederation of Directors' Associations (ecoDa), ecoDa, Belgium, March 2010.
- **"Guidelines on Corporate Governance for SMEs in Hong Kong"**, The Hong Kong Institute of Directors Limited, HKIoD, Hong Kong, 2009.
- **"King Report on Corporate Governance"**, King Committee on Corporate Governance, South Africa, 2002.
- **"King Report on Corporate Governance"**, King Committee on Corporate Governance, Institute of Directors in Southern Africa, South Africa, 2009.
- **"This Crisis was Avoidable – a Result of Human Actions, Inactions and Misjudgments; Warning Signs Were Ignored"**, Financial Crisis Inquiry Commission, Releases Report on the Causes of the Financial Crisis, January 27, 2011.
- **Audit Committees: A Guide to Good Practice**, The Auditing and Assurance Standards Board, Australian Institute of Company Directors and The Institute of Internal Auditors- Australia, Australia, 2008.
- **Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe: An initiative of ecoDa**, the European Confederation of Directors' Associations (ecoDa), the financial support of KPMG and the Audit Committee Institute, Belgium, 2010.
- **Corporate Governance of Non-Listed Companies in Emerging Markets**, ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, OECD, 2006.
- International Accounting Standard 24, **"Related Party Disclosures"**, available at: http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias1_en.pdf,
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, **"OECD Principles of Corporate Governance"**, OECD Publications, France, 2004.

3 - مواقع الأنترنت

- بوابة المركز الوطني للسجل التجاري عبر الموقع
(<https://sidjilcom.cnrc.dz/portal/private/classic>)

- محركات بحث (<http://www.lespagesmaghreb.com>، <http://dz.kompass.com>)

- موقع بورصة الجزائر : <http://www.sgbv.dz>،

الملاحق

المعلق رقم (1)

مختلف الدراسات التي تناولت بالبحث العلاقة
بين حوكمة الشركات وقيمتها

Review of Empirical Studies on the Relation between Corporate Governance Indexes and Firm's Performance

Emerging Countries and Transitional Economies

Study	Sample	Governance Metrics	Performance Metrics	Methods	Results
Black (2001)	21 major firms in Russia (1999)	CG rankings from <i>Dunwick Warberg</i> investment bank. The ratings are grouped into eight categories: transparency; share dilution; asset transfer/pricing; merger/restructuring; bankruptcy; ownership restrictions; CG initiatives; and registrar risk.	• Value index • Russian vs. Western market capitalization	OLS regressions	Positive correlation
Mohanty (2003)	113 firms in India (2001)	Self-constructed index based on 19 provisions that account for company's behaviour with respect to shareholders, bondholders, employees, customers, suppliers, government, and society.	• Tobin's Q • Industry-adjusted excess stock returns	OLS regressions	Positive correlation
Hai et al. (2004)	1004 firms in China (2000)	Self-constructed index based on eight provisions that represent the internal and external CG mechanisms.	• Tobin's Q • Market-to-book ratio	OLS regressions	Positive correlation
Klapper and Love (2004)	374 firms in 14 emerging countries (1999)	CG indexes from <i>CLSA</i> (CLSA ratings)	• Tobin's Q • Return on assets (ROA)	OLS regressions	Positive correlation
Durnev and Kim (2005)	859 large firms in 27 emerging countries (2000)	• CLSA index • S&P disclosure index	• Tobin's Q (2000 to 2001 average)	OLS and 2SLS regressions	Positive correlation
Black et al. (2006a)	525 firms in Korea (2001)	Survey-based CG index that includes 38 provisions grouped into five subindexes: information disclosure; board structure; board procedure; ownership parity; and shareholders' rights.	• Tobin's Q • Market-to-book ratio • Market-to-sales ratio	• OLS and 2SLS regressions • Simultaneous equations	Positive correlation
Black et al. (2006b)	99 firms in Russia (1999–2005)	CG indexes from <i>Dunwick Warberg</i> , <i>Trinka Dialog</i> , <i>S&P</i> , <i>Corporate Law and Governance</i> (CLA ratings), and <i>Russian Institute of Directors</i> (RID ratings).	• Tobin's Q • Market-to-book ratio • Market-to-sales ratio	• OLS regressions • Panel regressions	Positive correlation

Table
(Continued)

Study	Sample	Governance Metrics	Performance Metrics	Methods	Results
Zheka (2006)	Firms in Ukraine included in <i>Istock</i> dataset from 2000 to 2002. Total of 14356 firm-year observations.	Self-constructed index based on 14 provisions that describe shareholders' rights, transparency, supervisory board arrangements (structure and procedure), and ownership.	- Net revenues	- Standard production function with OLS, 2SLS and 2SCMM regressions - Panel regressions	Positive correlation
Cheung et al. (2007)	168 firms in Hong Kong (2002)	Self-constructed index based on 86 provisions grouped into five subindexes: board responsibilities/composition; disclosure/transparency; role of stakeholders; treatment of shareholders; and shareholders' rights.	- Market-to-book ratio - Return on equity (ROE)	OLS and 2SLS regressions	Positive correlation. However, the transparency subindex drives the results.
Limpaphayom and Connolly (2008)	61 firms in Thailand (2002)	Survey-based CG index that covers shareholders' rights and board effectiveness.	- Tobin's Q	OLS regressions	No relation found
Bauer et al. (2008)	315 firms in Japan (2004)	CG indexes from <i>Governance Metrics International</i> (GMI ratings). The ratings are based on about 500 provisions that are grouped into six categories: board accountability; financial disclosure; shareholders' rights; remuneration; market for control; and corporate behaviour.	- Stock returns	Portfolios approach: creation of equally weighted portfolios (well-governed vs. poorly governed firms)	Well-governed firms significantly outperform poorly governed firms by up to 15%.
Balkubramanian et al. (2008)	370 firms in India (2006)	Survey-based CG index that includes 49 provisions grouped into five subindexes: board	- Tobin's Q - Market-to-book ratio - Market-to-sales ratio	OLS regressions	Positive correlation. However, the shareholders'

		structure; disclosure; related party transactions; shareholders' rights; and board procedure.		rights subindex drives the results.	
Gany and González (2008)	46 firms in Venezuela (2004)	Self-constructed index based on 17 provisions grouped into four subindexes: information disclosure; composition and performance of the board; ethics and conflicts of interest; and shareholders' rights.	<ul style="list-style-type: none"> Tobin's Q Market-to-book ratio Dividend payout ratio 	OLS regressions	Positive correlation
Black et al. (2009)	685 firms listed on the Korea Stock Exchange from 1998 to 2004.	Survey/hand-collected based CG index that includes 27 provisions grouped into five subindexes: information disclosure; board structure; board procedure; ownership parity; and shareholders' rights.	Tobin's Q	Panel regressions in a 2 SLS framework	Positive correlation. However, board structure subindex drives the results. Governance may affect firm value via reduced insider self-dealing and via efficient operation.
Chen et al. (2009)	Firms from 17 emerging countries. Firms are from the CLSA dataset in 2001 (276 firms) and 2002 (283 firms).	<i>Credit Lyonnais Securities Asia</i> (CLSA) index which includes seven categories: transparency; management discipline; independence; accountability; responsibility; fairness; and social awareness.	<ul style="list-style-type: none"> Cost of equity capital; ex ante cost of capital from the residual income valuation model 	OLS regressions	Negative correlation between CLSA index and cost of equity capital.
Pike et al. (2011)	107 firms in Mexico with five years of time series data (2000–2004)	Self-constructed index based on the 55 provisions recommended by the <i>National Banking and Security Exchange Commission</i> .	<ul style="list-style-type: none"> Return on assets (ROA) Sales growth Stock returns 	OLS regressions	No relation found

Review of Empirical Studies on the Relation between Corporate Governance Indexes and Firm's Performance

Europe

Study	Sample	Governance Metrics	Performance Metrics	Methods	Results
Fernandez-Rodriguez et al. (2004)	57 firms in Spain (2000)	Dummy variable: 1 if announcement by firm of full compliance with the Code of Best Practices (<i>Observatorio Code</i>) and 0 otherwise.	<ul style="list-style-type: none"> Abnormal returns around the date of announcement 	Information event study	Positive market reaction to announcements of compliance
Drobetz et al. (2004)	91 firms in Germany (2002)	Survey-based CG index that includes 30 provisions grouped into five subindexes: CG commitment; shareholders' rights; transparency; management and supervisory board matters; and auditing.	<ul style="list-style-type: none"> Price-earnings ratio Dividend yields Market-to-book ratio 	<ul style="list-style-type: none"> OLS and 2SLS regressions 	Positive impact on firm value and expected stock returns.
			<ul style="list-style-type: none"> Stock returns 	<ul style="list-style-type: none"> Portfolios approach: creation of equally weighted portfolios (well-governed vs. poorly governed firms) 	Well-governed firms significantly outperform poorly governed firms by 12%.
Bauer et al. (2004)	Firms from 15 European countries included in the FTSE Eurotop 300 from 1996 to 2001.	CG indexes from <i>Demisor</i> . The ratings are based on about 300 provisions that are grouped into four categories: rights and duties of shareholders; range of takeover defenses; disclosure on CG; and board structure and functioning.	<ul style="list-style-type: none"> Tobin's Q Net profit margin Return on equity (ROE) 	<ul style="list-style-type: none"> OLS regressions 	Positive impact on firm value but negative impact on firm performance.
			<ul style="list-style-type: none"> Stock returns 	<ul style="list-style-type: none"> Portfolios approach: creation of equally weighted portfolios (well-governed vs. poorly governed firm) 	Well-governed firms significantly outperform poorly governed firms by 6.3%.
Pagett and Shalbi (2005)	Firms in the UK from 2000 to 2003. Total of 478 firm-year observations.	Self-constructed index based on 12 provisions related to the composition and structure of the board.	<ul style="list-style-type: none"> Total Shareholder Return (TSV): sum of capital gain and dividend yield Return on assets (ROA) Return on equity (ROE) 	OLS regressions	Positive correlation with TSV, but no relation found with ROA and ROE

Beiner et al. (2006)	89 firms in Switzerland (2002)	Survey-based CG index, 38 provisions grouped into five subindices: CG commitment; shareholders' rights; transparency; management and supervisory board matters; and auditing. Other CG devices include ownership by officers and directors, outside blockholdings, leverage, board size, and board independence.	<ul style="list-style-type: none"> • Tobin's Q (raw and industry-adjusted) • Market-to-book ratio 	<ul style="list-style-type: none"> • OLS regressions • Simultaneous equations 	Positive correlation
Toudas and Karathanasis (2007)	262 firms in Greece with two years of time series data (2004-2005).	Survey-based CG index. From the 55 provisions initially considered, only six were taken into consideration to form an index similar to the E-Index of Hebschack et al. (2009).	<ul style="list-style-type: none"> • Stock returns 	Portfolios approach: creation of equally weighted portfolios (well-governed, semi-governed and poorly governed firms)	Well-governed firms significantly outperform semi-governed and poorly governed firms.
Hlton and Schauten (2008)	77 firms included in the FTSE 30 in 2000.	CG indexes from <i>Deminec</i> .	<ul style="list-style-type: none"> • Cost of debt: yields of bonds adjusted for issuer and market characteristics 	OLS regressions	Negative correlation between <i>Deminec</i> ratings and cost of debt.
Clacher et al. (2008)	61 firms in UK. Firms are listed in the FTSE 100 with three years of time series data (2003-2005)	Self-constructed index based on the 2003 Combined Code. The index includes 22 questions grouped into five subindices: board structure; disclosure and audit; ownership structure; compensation policy; and shareholders' rights.	<ul style="list-style-type: none"> • Return on assets (ROA) (industry-adjusted) • Tobin's Q (industry-adjusted) • Investment expenditures 	OLS regressions	Positive correlation
Tokelo (2009)	106 firms listed on the Madrid Stock Exchange in 2007	Self-constructed index based on the recommendations of the Spanish Code of Best Practices. The index includes 25 questions grouped into four dimensions: access and content of the information; board structure; ownership structure; transparency.	<ul style="list-style-type: none"> • Tobin's Q 	<ul style="list-style-type: none"> • OLS regressions • Simultaneous equations 	Positive correlation
Renders et al. (2010)	Firms included in the FTSE Eurotop 30 from 1999 to 2003. Total of 1199 firm-year observations across 14 countries.	CG indexes from <i>Deminec</i> .	<ul style="list-style-type: none"> • Tobin's Q • Market-to-sales ratio • Market-to-book ratio • Return on equity (ROE) • Return on assets (ROA) 	2SLS regressions	Positive correlation

Review of Empirical Studies on the Relation between Corporate Governance Indexes and Firm's Performance

United States (US)

Study	Sample	Governance Metrics	Performance Metrics	Methods	Results
Gompers et al. (2003)	All firms in the <i>Investor Responsibility Research Center</i> (IRRC) universe from 1990 to 1999. Total of 5781 firm-year observations.	Self-constructed index (G-Index) based on 24 provisions that capture the level of shareholders' rights. Provisions are grouped into five subindexes: tactics for delaying hostile bidders; voting rights; director/officer protection; other take-over defenses; and state laws. Data from IRRC.	<ul style="list-style-type: none"> Tobin's Q (industry-adjusted) Return on equity (ROE) Sales growth Net profit margin Capital expenditure Corporate acquisitions Stock returns 	<ul style="list-style-type: none"> OLS regressions Portfolios approach: creation of equally weighted portfolios (well-governed vs. poorly governed firms) 	<p>Firms with stronger shareholder rights have higher firm value, higher profits, higher sales growth, lower capital expenditures, and made fewer corporate acquisitions.</p> <p>Well-governed firms significantly outperform poorly governed firms by 3.7%.</p>
Brown and Caylor (2004)	2163 firms from the <i>Institutional Shareholder Services</i> (ISS) dataset in 2003.	Self-constructed index (Gov-Score) based on 52 provisions grouped into the following eight categories: board of directors; charter/bylaws; state incorporation; compensation; progressive practices; ownership; director education; and audit. Data from ISS.	<ul style="list-style-type: none"> Return on assets (ROA) Return on equity (ROE) Net profit margin Variance of stock return Price-earnings ratio Tobin's Q Dividend payout Dividend yield Shareholder repurchases Dividends/free cash flows Risk factors 	<ul style="list-style-type: none"> Pearson and Spearman correlations (while CG indexes and performance measures are industry mean-adjusted) 	Firms with better governance are more profitable, less risky, less volatile, more valuable, and pay out more free cash flows to their shareholders.
Kodrn and Veng (2005)	106 large cap companies with publicly disclosed ISS ratings in 2004	ISS board scores published in <i>Forbes</i> magazine	<ul style="list-style-type: none"> Earnings quality (ratings from Audit Integrity) Ethics (ratings from Business Ethics) 	OLS regression	No relation found with earnings quality. Inverse relation between governance and ethics ratings.
Brown and Caylor (2005)	1757 firms from ISS dataset in 2003.	Gov-Score	<ul style="list-style-type: none"> Return on assets (ROA) Return on equity (ROE) 	OLS regressions	Positive correlation

Brown and Caylor (2006)	1868 firms from ISS dataset in 2003.	Gov-Score	• Tobin's Q (industry-adjusted)	OLS regressions	Positive correlation. However, only a subset of provisions (Gov-7) drives the results.
Cheng et al. (2006)	459 firms	Standard & Poor's Transparency and Disclosure (S&P T&D) rankings based on 98 disclosure attributes that are divided into three categories: ownership structure and investor rights; financial transparency and information disclosure; and board and management structure and process.	• Risk-adjusted abnormal returns around the date of the release of S&P T&D rankings	Information event study	S&P T&D rankings provided new information to the markets
Aggarwal and Williamson (2006)	Firms from the ISS dataset from 2001 to 2005. Total of 7559 firm-year observations.	Self-constructed index based on 64 provisions grouped into the following eight categories: board of directors; charter/bylaws; state incorporation; compensation; progressive practices; ownership; director education; and audit. Data from ISS.	• Tobin's Q (raw and industry-adjusted)	OLS regression	Positive correlation
Cheng and Wu (2006)	Firms from ISS dataset from 2002 to 2004. Total of 4330 firm-year observations.	CG indexes from ISS (COQ ratings).	• Stock returns (raw and industry-adjusted)	Portfolios approach: creation of equally weighted portfolios (firms gaining positive vs. negative governance momentum from 2002 to 2004)	Firms gaining positive governance momentum outperform firms gaining negative governance momentum. However, the evidence is concentrated in large firms. Mixed evidence from small firms.
Core et al. (2006)	All firms in the IBRC universe from 1990 to 1999. Total of 9917 firm-year observations.	The G-Index developed by Gompers et al. (2003)	• Return on assets (ROA) • Stock returns • Analysts' forecast errors	• OLS regressions • Information event study	Negative correlation. No difference in stock returns around earnings announcement for firms with good governance vs. those with weak governance. Analysts' forecast errors show no evidence that underperformance of weak governance firms surprises the market.

(Continues)

Table
(Continued)

Study	Sample	Governance Metrics	Performance Metrics	Methods	Results
Lehn et al. (2007)	All firms in the IRRC universe from 1990 to 2002. Total of 3154 firm-year observations.	CG indexes developed respectively by Gompers et al. (2003), the G-Index, and Bebchuk et al. (2009), the E-Index.	Market-to-book ratio	OLS regressions	No relation found. Causation runs from valuation to governance, not vice versa.
Bhagat and Bolton (2008)	Different samples from 1990 to 2004.	CG indexes developed respectively by Gompers et al. (2003), the G-Index, Bebchuk et al. (2009), the E-Index, and Brown and Caylor (2004), the Gov-Score. Other CG devices include stock ownership of board members, board independence, and CEO-Chair separation.	<ul style="list-style-type: none"> - Return on assets (ROA) - Tobin's Q - Stock returns (raw, average, and industry-adjusted) 	Simultaneous equations	Mixed results
Chalmers et al. (2008)	Different samples from 1992 to 2002.	CG indexes developed respectively by Gompers et al. (2003), the G-Index, and Bebchuk et al. (2009), the E-Index. Other CG devices related to board monitoring and pay-performance sensitivity.	<ul style="list-style-type: none"> - Stock returns - Tobin's Q - Return on assets (ROA) 	Univariate analysis on good vs. bad governance change subsamples.	Both positive and negative governance changes lead to significant performance changes. However, there is no significant difference in performance between good vs. bad governance change subsamples.
Johnson et al. (2008)	All firms in the IRRC universe from 1990 to 1999.	CG indexes developed respectively by Gompers et al. (2003), the G-Index, and Bebchuk et al. (2009), the E-Index.	Stock returns	Portfolios approach with industry clustering: creation of equally weighted portfolios (well-governed vs. poorly governed firms)	No significant differences between well-governed firms and poorly governed firms.
Daines et al. (2008)	Firms from the following 2005 datasets: GMI (156 firms), ISS (5059 firms), Corporate Library (1936	CG indexes from GMI (GMI ratings), ISS (CGQ ratings), Corporate Library (TLC ratings) and Audit Integrity (AGR ratings).	<ul style="list-style-type: none"> - Tobin's Q - Excess stock returns - Classification lawsuits 	OLS regressions	CG ratings have either limited or no success in predicting firm performance.

	<p>firms) and Audit Integrity (6714 firms)</p> <p>Epps and Corrado (2008)</p> <p>Spillman and Watson (2009)</p>	<p>CG indexes from ISS (CGI ratings)</p> <p>CG indexes from GMI (GMI ratings)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Accounting restatements • Return on assets (ROA) • Return on equity (ROE) • Stock returns (raw and industry-size adjusted) 	<p>OLS regressions</p> <p>OLS regressions</p> <p>Portfolios approach: creation of equally weighted portfolios (firms with high, medium and low GMI ratings)</p> <p>OLS regressions</p> <p>Panel regressions</p> <p>Portfolios approach: creation of equally weighted portfolios (firms with high vs. low entrenchment index)</p>	<p>No relation found</p> <p>Positive relation.</p> <p>Top rated firms outperform the bottom fragile firms by 27.2% over 5 years.</p> <p>Negative correlation with the entrenchment index but no relation with the other 18 provisions.</p> <p>Low entrenchment firms significantly outperform high entrenchment firms by 7%. However, no evidence found with the other 18 provisions.</p> <p>No evidence for superior performance of firms with low G-Index and E-Index scores relative to firms with high G-Index and E-Index scores.</p> <p>Observed superior performance of good governance firms in prior studies is partially driven by large firms and the Nasdaq bubble.</p>
	<p>Bechtuck et al. (2009)</p> <p>All firms in the IRRC universe from 1990 to 2002. Total of 8085 firm-year observations.</p>	<p>The G-Index developed by Gompers et al. (2003). From the 24 provisions initially considered, six were taken into consideration to form the "Entrenchment Index" (E-Index). The 18 provisions left were analyzed separately.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Tobin's Q (industry-adjusted) • Stock returns 	<p>OLS regressions</p> <p>Panel regressions</p> <p>Portfolios approach: creation of equally weighted portfolios (firms with high vs. low entrenchment index)</p>	<p>Negative correlation with the entrenchment index but no relation with the other 18 provisions.</p> <p>Low entrenchment firms significantly outperform high entrenchment firms by 7%. However, no evidence found with the other 18 provisions.</p> <p>No evidence for superior performance of firms with low G-Index and E-Index scores relative to firms with high G-Index and E-Index scores.</p> <p>Observed superior performance of good governance firms in prior studies is partially driven by large firms and the Nasdaq bubble.</p>
97	<p>Fodor and Dimitropoulos (2010)</p> <p>All firms in the Risk Metrics universe from 1990 and 2007.</p>	<p>CG indexes developed respectively by Gompers et al. (2003), the G-Index, and Bechtuck et al. (2009), the E-Index.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Stock returns 	<p>Portfolios approach: creation of equally weighted portfolios (firms with high vs. low G and E-indexes)</p>	<p>No evidence for superior performance of firms with low G-Index and E-Index scores relative to firms with high G-Index and E-Index scores.</p> <p>Observed superior performance of good governance firms in prior studies is partially driven by large firms and the Nasdaq bubble.</p>

Review of Empirical Studies on the Relation between Corporate Governance Indexes and Firm's Performance

Canada

Study	Sample	Governance Metrics	Performance Metrics	Methods	Results
Fenster and Hum (2004)	270 firms (2002)	Report on Business (ROB) index published by the <i>Globe and Mail</i> . The index comprises four subindexes: board composition; shareholder rights and compensation; shareholder rights; and disclosure.	• Stock returns	• Information event study • Portfolios approach; creation of equally weighted portfolios (well-governed vs. poorly governed firms)	Positive market reaction to the release of ROB indexes. Well-governed firms significantly outperform poorly governed firms by 8.5%.
Klein et al. (2005)	263 firms (2002)	ROB index	• Tobin's Q	• OLS regressions OLS regressions	No relation found No relation found with global index. Positive correlation with subindexes measuring effective compensation, shareholder rights and disclosure.
Bozec et al. (2008)	88 firms with five years of time series data (2001-2005).	ROB index	• Technical efficiency determined via Data Envelopment Analysis (DEA)	Panel regressions	Positive correlation
Gupta et al. (2009)	84 firms with two years of time series data (2002-2003)	ROB index	• Tobin's Q • Market-to-book ratio	OLS regressions	No relation found