

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة حسيبة بن بو علي الشلف
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم

التخصص: العلوم الاقتصادية
العنوان

أثر حوكمة الشركات على اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة دراسة حالة

تحت إشراف الاستاذ:
أ.د. زيدان محمد

من إعداد الطالب:
قدام جمال

لجنة المناقشة

اللقب والاسم	الرتبة	الجامعة	الصفة
د. بوفليح نبيل	أستاذ محاضر " أ "	جامعة الشلف	رئيسا
أ.د. زيدان محمد	أستاذ	جامعة الشلف	مقررا
د. حبار عبد الرزاق	أستاذ محاضر " أ "	جامعة الشلف	ممتحنا
د. إليفي محمد	أستاذ محاضر " أ "	جامعة خميس مليانة	ممتحنا
د. حاج صدوق بن شرقي	أستاذ محاضر " أ "	جامعة خميس مليانة	ممتحنا
د. فايدي كمال	أستاذ محاضر " أ "	جامعة البليدة 2	ممتحنا

السنة الجامعية 2018/2017

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى

روح المرحومة أختي الطاهرة..... جعلها الله من أهل الجنان.
الوالدين الكريمين أطال الله عمرهما في طاعته..... عرفانا وتقديرا.
الزوجة الكريمةحبا ووفاء.
ابنتي العزيزة.....وفاء ونورا.
إلى كل أخوتي وأختي العزيزة وكل أفراد عائلاتكم.
إلى كل بنات المرحومة أختي: شملة، مروة، إكرام ومنار.
إلى جميع الأصدقاء والأهل والزلاء.

الشكر والتقدير

من جميل الصنع، الاعتراف لأهل الفضل بفضلهم.....من لا يشكر

الناس لا يشكر الله

اللهم لك الحمد كله ولك الشكر كله وإليك يرجع الفضل كله سره

وعلانيته وبعد

أتوجه بأسمى عبارات التقدير و بأرقى مراتب الشكر إلى مشرفي
الأستاذ الدكتور محمد زيدان على ما تفضل به من نصح و توجيه
وإرشاد راجيا من المولى عز وجل أن يبارك فيه و في علمه.

كما لا يفوتني أن أشكر الأساتذة الأفاضل، أعضاء لجنة المناقشة على
جهودهم المبذولة في تقييم و تصويب هذا العمل.

الملخص:

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين حوكمة الشركات ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة، حيث تم اختبار تأثير كل من مجلس الإدارة وهيكل الملكية على نسبة الاقتراض الإجمالية بالإضافة إلى اختبار المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي. لاختبار هذا الأثر تم استعمال تقنيات قياسية حديثة لبيانات البانل على عينة من المؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 تضم 36 مؤسسة اقتصادية ببيانات كاملة على فترة ممتدة من 2010 إلى 2015.

توصلت الدراسة إلى أن العلاقة الإحصائية بين متغيرات مجلس الإدارة وهيكل الملكية ونسبة الاقتراض الإجمالية ليس لها معنوية ما عدا متغير الجمع بين وظيفة الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة الذي كان تأثيره سلبي على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي. أما محددات الهيكل التمويلي فكان لأربع متغيرات تأثير ذو معنوية ما يعني أن لهذه المحددات دور مهم في صياغة الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة فيما كان تأثير ثلاث متغيرات أخرى غير معنوي.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، الهيكل التمويلي، تكلفة الوكالة، تجذر المسيرين.

Résumé :

Cette recherche se donne pour objectif de tester empiriquement la relation gouvernance d'entreprise-structure de financement des entreprises, à travers le teste de l'impact du conseil d'administration et la structure de propriété sur le ratio d'endettement total ainsi des déterminants classiques de la structure de financement. Afin de tester cet impact, des modèles économétriques des données de panels ont été appliqués sur les données d'un échantillon de 36 entreprises économiques cotées dans l'indice CAC40 ayant des données complètes sur une période de 6 ans (2010-2015).

Les principaux résultats indiquent que la relation statistique entre les variables du conseil d'administration et la structure de propriété n'est pas significatif à l'exception de la variable de cumule des fonctions de PDG et président du conseil d'administration qui a un effet négatif sur le ratio d'endettement total. Quatre déterminants de la structure de financement ont eu un effet significatif, ce qui signifie que ces déterminants jouent un rôle important dans la politique de financement des entreprises du CAC40, alors que les résultats de l'effet de trois déterminants n'est pas significatif.

Mots clés : gouvernance d'entreprise, structure financière, coût d'agence, l'enracinement des dirigeants.

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
I	الإهداء.....
II	الشكر والتقدير.....
III	الملخص.....
IV	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
IX	قائمة الأشكال.....
XI	قائمة الملاحق.....
XII	المختصرات.....
1	مقدمة.....
15	الفصل الأول: حوكمة الشركات كنظام لتحقيق الرقابة على المسيرين.....
16	تمهيد.....
17	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات.....
17	المطلب الأول: حوكمة الشركات: النشأة التطور وأسباب الظهور.....
27	المطلب الثاني: ماهية حوكمة الشركات.....
37	المطلب الثالث: أبعاد وأهداف حوكمة الشركات.....
42	المبحث الثاني : أليات حوكمة الشركات.....
42	المطلب الأول: الأليات الداخلية لحوكمة الشركات.....
54	المطلب الثاني: الأليات الخارجية لحوكمة الشركات.....
67	المبحث الثالث: أنظمة حوكمة الشركات.....
67	المطلب الأول: الأنظمة الوطنية لحوكمة الشركات.....
83	المطلب الثاني: الأنظمة الداخلية لحوكمة الشركات.....
98	خلاصة.....
99	الفصل الثاني: الهيكل التمويلي بين النظريات والمحددات.....
100	تمهيد.....
101	المبحث الأول: النظرية التوافقية.....
101	المطلب الأول: فرضية حيادية الهيكل التمويلي.....
104	المطلب الثاني: مكونات العلاقة التوافقية.....

119	المطلب الثالث: النظرية التوافقية بين الساكنة والديناميكية
124	المبحث الثاني: نظرية سلمية مصادر التمويل.....
127	المطلب الأول: التمويل الذاتي المصدر المفضل للمؤسسات
127	المطلب الثاني: العجز التمويلي وتفضيل الاقتراض
131	المطلب الثالث: الأموال الخاصة الملجأ الأخير للتمويل
133	المطلب الرابع: سلمية مصادر التمويل ونظرية الإشارات المالية.....
136	المبحث الثالث: نظرية توقيت السوق
138	المطلب الأول: التوقيت في سوق الأسهم.....
144	المطلب الثاني: التوقيت في سوق السندات.....
146	المطلب الثالث: توقيت السوق كنظرية للهيكل التمويلي.....
151	المبحث الرابع: محددات الهيكل التمويلي.....
151	المطلب الأول: معدل النمو.....
155	المطلب الثاني: المردودية.....
159	المطلب الثالث: حجم المؤسسة.....
163	المطلب الرابع: الوفرات الضريبية البديلة.....
166	المطلب الخامس: هيكل الأصول (لموسية الأصول).....
168	المطلب السادس: المخاطر.....
173	خلاصة.....
	الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر حوكمة الشركات على نسبة الاقتراض في الهيكل
174	التمويلي للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40
175	تمهيد.....
176	المبحث الأول: منهجية الدراسة القياسية.....
176	المطلب الأول: عينة الدراسة وطريقة جمع البيانات.....
178	المطلب الثاني: متغيرات الدراسة.....
187	المطلب الثالث: النماذج القياسية المستعملة.....
194	المبحث الثاني: التحليل الوصفي للمتغيرات وتحديد مواصفات النموذج القياسي.....
194	المطلب الأول: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة.....
217	المطلب الثاني: اختبار تحديد مواصفات التجانس (وجود الآثار الفردية).....
218	المطلب الثالث: اختبار تحديد مواصفات الآثار الفردية (Hausman (1978)

221	.....المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة القياسية.
221	.....المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة القياسية.
237	.....المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة القياسية.
258	.....خلاصة
259	.....الخاتمة
268	.....قائمة المراجع
288	.....الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
177	.....عينة الدراسة.....	(1-1)
179	.....المتغيرات التابعة.....	(2-1)
183	.....المتغيرات المستقلة.....	(3-1)
187	.....المتغيرات الضابطة.....	(4-1)
195	.....التحليل الوصفي لمتغير نسبة الاقتراض الإجمالية.....	(5-1)
196	.....التحليل الوصفي لمتغير حجم مجلس الإدارة.....	(6-1)
198	.....التحليل الوصفي لمتغير استقلالية مجلس الإدارة.....	(7-1)
	التحليل الوصفي لمتغير الجمع بين وظيفتي الرئيس المدير العام ورئيس	(8-1)
201	.....مجلس الإدارة.....	
202	.....التحليل الوصفي لمتغير تركيز الملكية.....	(9-1)
204	.....التحليل الوصفي لمتغير النمو.....	(10-1)
206	.....التحليل الوصفي لمتغير المردودية.....	(11-1)
208	.....التحليل الوصفي لمتغير حجم المؤسسة.....	(12-1)
210	.....التحليل الوصفي لمتغير الوفرات الضريبية البديلة.....	(13-1)
211	.....التحليل الوصفي لمتغير ملموسية الأصول.....	(14-1)
213	.....التحليل الوصفي لمتغير المخاطر.....	(15-1)
215	.....التحليل الوصفي لمتغير السيولة.....	(16-1)
218	.....إختبار Chow لوجود آثار فردية.....	(17-1)
220	.....اختبار تحديد المواصفات الآثار الفردية هوسمان 1978 Hausman....	(18-1)
222	.....نتائج النموذج القياسي الأول M1.....	(19-1)
223	.....اختبار القانون الطبيعي للنموذج M1.....	(20-1)
225	.....نتائج النموذج القياسي الثاني M2.....	(21-1)
227	.....اختبار القانون الطبيعي للنموذج M2.....	(22-1)
229	.....نتائج النموذج القياسي الثالث M3.....	(23-1)
230	.....اختبار القانون الطبيعي للنموذج M3.....	(24-1)
233	.....نتائج النموذج القياسي الرابع M4.....	(25-1)

- 235 اختبار القانون الطبيعي للنموذج M4 (26-1)
- 238 النتائج المختصرة للعلاقة بين حجم مجلس الإدارة والهيكل التمويلي..... (27-1)
- 240 النتائج المختصرة للعلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والهيكل التمويلي. (28-1)
- النتائج المختصرة للعلاقة بين الجمع بين وظيفة الرئيس المدير العام (29-1)
- 241 ورئيس مجلس الإدارة والهيكل التمويلي..... (30-1)
- 243 النتائج المختصرة للعلاقة بين تركيز الملكية والهيكل التمويلي..... (31-1)
- 245 النتائج المختصرة للعلاقة بين معدل النمو والهيكل التمويلي..... (32-1)
- 247 نتائج العلاقة بين معدل المردودية والهيكل التمويلي..... (33-1)
- 249 نتائج العلاقة بين حجم المؤسسة والهيكل التمويلي..... (34-1)
- 251 نتائج العلاقة بين الوفرة الضريبية البديلة والهيكل التمويلي..... (35-1)
- 253 نتائج العلاقة بين هيكل الأصول والهيكل التمويلي..... (36-1)
- 254 نتائج العلاقة بين المخاطر والهيكل التمويلي..... (37-1)
- 256 نتائج العلاقة بين السيولة والهيكل التمويلي..... (37-1)

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
30	الهيئات الأساسية لاتخاذ القرارات والتفاعلات فيما بينها.....	(1-1)
81	التنظيم المالي للاقتصاد الفرنسي.....	(2-1)
83	تنظيم وألية عمل الهياكل الأحادية.....	(3-1)
92	تنظيم وألية عمل الهياكل الثنائية.....	(4-1)
116	قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس والوكالة.....	(1-2)
	منحنى التطور البياني لمتغير نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات	(2-3)
196	مؤشر CAC40.....	
	منحنى التطور البياني لمتغير حجم مجلس الإدارة لمؤسسات مؤشر	(3-3)
197	CAC40.....	
	منحنى خط الانحدار لمتغير حجم مجلس الإدارة لمؤسسات مؤشر	(4-3)
198	CAC40.....	
	منحنى التطور البياني لمتغير استقلالية مجلس الإدارة لمؤسسات مؤشر	(5-3)
199	CAC40.....	
	منحنى خط الانحدار لمتغير استقلالية مجلس الإدارة لمؤسسات مؤشر	(6-3)
200	CAC40.....	
	منحنى التطور البياني لمتغير الجمع بين وظيفتي الرئيس المدير العام	(7-3)
201	ورئيس مجلس الإدارة لمؤسسات مؤشر CAC40.....	
	منحنى خط الانحدار لمتغير الجمع بين وظيفتي الرئيس المدير العام	(8-3)
202	ورئيس مجلس الإدارة لمؤسسات مؤشر CAC40.....	
203	منحنى التطور البياني لمتغير تركيز الملكية لمؤسسات مؤشر CAC40.	(9-3)
204	منحنى خط الانحدار لمتغير تركيز الملكية لمؤسسات مؤشر CAC40...	(10-3)
205	منحنى التطور البياني لمتغير النمو لمؤسسات مؤشر CAC40.....	(11-3)
206	منحنى خط الانحدار لمتغير النمو لمؤسسات مؤشر CAC40.....	(12-3)
207	منحنى التطور البياني لمتغير المردودية لمؤسسات مؤشر CAC40....	(13-3)
207	منحنى خط الانحدار لمتغير المردودية لمؤسسات مؤشر CAC40.....	(14-3)
209	منحنى التطور البياني لمتغير حجم المؤسسة لمؤسسات مؤشر CAC40	(15-3)
209	منحنى خط الانحدار لمتغير حجم المؤسسة لمؤسسات مؤشر CAC40	(16-3)

	منحنى التطور البياني لمتغير الوفرات الضريبية البديلة لمؤسسات مؤشر	(17-3)
210	.....CAC40	
	منحنى خط الانحدار لمتغير الوفرات الضريبية البديلة لمؤسسات مؤشر	(18-3)
211	.....CAC40	
212	منحنى التطور البياني لمتغير هيكل الأصول لمؤسسات مؤشر CAC40	(19-3)
213	منحنى خط الانحدار لمتغير هيكل الأصول لمؤسسات مؤشر CAC40.	(20-3)
214	منحنى التطور البياني لمتغير المخاطر لمؤسسات مؤشر CAC40.....	(21-3)
214	منحنى خط الانحدار لمتغير المخاطر لمؤسسات مؤشر CAC40.....	(22-3)
216	منحنى التطور البياني لمتغير السيولة لمؤسسات مؤشر CAC40.....	(23-3)
216	منحنى خط الانحدار لمتغير السيولة لمؤسسات مؤشر CAC40.....	(24-3)

قائمة الملاحق

العنوان	الرقم
مقارنة بين النظام الموجه-أسواق والنظام الموجه-بنوك	1
قائمة المؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40	2
اختبار تحديد مواصفات التجانس (وجود الأثار الفردية)	3
اختبار تحديد مواصفات الأثار الفردية هوسمان (1978) Hausman	4
نتائج النماذج القياسية الأربعة	5
مصفوفة الارتباط	6
اختبار القانون الطبيعي	7

المختصرات

المختصرات	التعريف
AC	الأصول الجارية
BLOC	تركز الملكية
C	التدفقات النقدية السنوية للاستغلال بعد الفوائد والضرائب
CAN	رقم الأعمال الصافي
CP	الأموال الخاصة
Crois	معدل النمو
CUM	الجمع بين منصب الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة
D	القروض
DA	مخصصات الاهتلاكات والمؤونات
DEF	العجز التمويلي
DIV	توزيعات الأرباح المدفوعة
DLMT	نسبة الاقتراض متوسط وطويل الأجل
DT	نسبة الاقتراض الإجمالية
DW	التغير في احتياجات رأس المال العامل
Ecoimp	الوفرات الضريبية البديلة
i	الوحدات (المؤسسات)
IC	التثبيات المادية
IND	استقلالية الاداريين
K	تكلفة الأموال
K*	تكلفة الأموال لمؤسسة غير مقترضة
K _{cp}	تكلفة الأموال الخاصة
K _d	تكلفة القروض
Liq	السيولة
OPA	عروض الشراء العامة
PC	الخصوم الجارية
POT	نظرية سلمية مصادر التمويل
R	الجزء الواجب التسديد من الديون طويلة الأجل

النتيجة الجارية قبل الضريبة	RCAI
معدل المردودية	Rent
المخاطر	Risq
حجم المؤسسة	Size
الزمن	t
معدل الضريبة	T
حجم مجلس الإدارة	TCA
النظرية التوافقية	TOT
قيمة المؤسسة	V
قيمة مؤسسة غير مقترضة	V*
القيمة الحالية لتكلفة الوكالة	VACA
القيمة الحالية لتكلفة الافلاس	VACF
القيمة الحالية للوفرات الضريبية	VAFE
تكاليف الاستثمارات	X

مقدمة

شكلت دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة موضوعا هاما في مالية المؤسسة، وبالرغم من كل الدراسات التي أجريت لم يجد هذا الموضوع حلا مما دفع (1984) Myers بتسميته باللغز (Puzzle). وحسب (2007) Cohen & yagil تمثل السياسة التمويلية أحد أهم القرارات المالية الاستراتيجية للمسيرين حيث يصنفها الباحثان في نفس مرتبة السياسة الاستثمارية تقريبا، بل إن مسيري المؤسسات المثقلة بالديون يعطون أهمية أكبر للسياسة التمويلية مقارنة بالسياسة الاستثمارية. ويشير مفهوم الهيكل التمويلي الذي يعكس السياسة التمويلية إلى درجة التوازن في استخدام مصادر التمويل المختلفة، أي مدى مساهمة كل مصدر من مصادر التمويل في تغطية أصول المؤسسة. وتعتبر القرارات المتعلقة بصياغة هذا الهيكل صعبة ومعقدة؛ فالمسألة متعلقة بالاختيار ما بين التمويل الداخلي أو الخارجي، ما بين التمويل بالأموال الخاصة أو القروض، ما بين الاكتتاب العام أو الخاص مع تحديد نسبة الاقتراض المثلى للمؤسسة.

لهذا تطورت النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسة تباعا؛ حيث انطلقت النظرية التوافقية TOT من فكرة وجود هيكل تمويلي مثالي تكون عنده قيمة المؤسسة أكبر ما يمكن وتكلفة التمويل أدنى ما يمكن، ويحدث هذا عندما تتساوى مزايا الاقتراض مع عيوبه أي عند تساوي الوفرات الضريبية مع كل من تكلفة الإفلاس والوكالة. في المقابل، تطورت نظرية سلمية مصادر التمويل POT والتي تركز على فكرة عدم تماثل المعلومات ما بين الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة. هذه الفكرة تدفع بالمسيرين إلى احترام سلمية معينة في اختيار مصادر تمويلها حيث يفضلون المصادر الذاتية (الداخلية) على المصادر الخارجية، ويفضلون الديون على استخدام الأموال الخاصة، هذه الأخيرة أكثر تعرضا للخطر المعنوي مما يجعلها المصدر الأكثر تكلفة. وبالتالي لا وجود لهيكل تمويلي مثالي بل سلمية في تمويل المؤسسة. وبعد التشكيك في صحة هذين النظريتين ظهر تيار حديث نسبيا يعرف بنظرية توقيت السوق (MTT) يرفض فرضية قدرة السوق المالي على التفسير الصحيح للمعلومة المالية المتاحة وعكسها بدقة على أسعار الأصول المالية، وترى بوجود مراحل تسمى بالنوافذ الانتهازية خلالها يكون مصدر معين للتمويل أقل تكلفة مقارنة بباقي المصادر. فعندما يدرك المسكرون بوجود فارق بين القيمة العادلة للسهم وقيمه السوقية تقدم الإدارة على إصدار جديد للأسهم وهو ما يسمح بتعظيم ثروة المساهمين القدامى على حساب المساهمين الجدد. وعليه إذا لم تكثر المؤسسة بإعادة التوازن لهياكلها التمويلية فإن المستوى الحالي للاقتراض سيكون نتيجة للتراكمات المتتالية لعمليات استغلال توقيت السوق.

هذه النظريات لم تستطع تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة تفسيراً كاملاً ودقيقاً لذلك وجب البحث وتطوير نظرية جديدة أو البحث عن محددات أخرى غير المحددات الكلاسيكية. وقد حاول كل من (Rajan & Zingales (1995 ثم بعدهما كل من (La Porta & al (1997, 1998, 2000) البحث عن مدى تأثير النظم الوطنية لحوكمة الشركات من خلال دراسة تأثير النظم القانونية على الهيكل التمويلي للمؤسسات. كما أن النتائج المتناقضة للدراسات الخاصة بمحددات الهيكل التمويلي خاصة على المستوى الدولي تدفع للبحث عن محددات جديدة قد يكون لها قدرة تفسيرية أحسن. وقد ارتأينا على غرار بعض الباحثين (Berger & al, 1997; Jiraporn, 2004; Litov, 2005) دراسة مدى تأثير متغيرات حوكمة الشركات على الهيكل التمويلي للمؤسسات الاقتصادية.

بدأ تيار حوكمة الشركات من فكرة (Berle & Means (1932 التي تشير إلى أن كل طرف من الأطراف ذات المصلحة يسعى لتحقيق مصلحته الشخصية على حساب مصلحة باقي الأطراف، وسينتج عن ذلك تضارب في المصالح ومما يزيد في هذا التضارب ما يسمى بعدم تماثل المعلومات. هذا التضارب نتج عنه انهيار العديد من المؤسسات الكبيرة والأسواق المالية لذلك ازداد الاهتمام بحوكمة الشركات من قبل الباحثين والهيئات سواء المحلية أو الدولية وحتى الحكومات فالجميع يتحدث عن حوكمة شركات جيدة، هذا المفهوم متعدد التخصصات لذلك من الصعب جدا الوصول إلى اتفاق تام حول مضمونه. فمن الناحية الاقتصادية يتمحور النقاش عند الحديث عن حوكمة الشركات حول النظام الذي يتم من خلاله تنظيم العلاقات بين الأطراف ذات المصلحة مع التركيز على تحديد مجال سلطات المسيرين بهدف الحفاظ على مصالح كل الأطراف وتحقيق مستوى مقبول من المردودية. هذا النظام عبارة عن مجموعة الآليات الداخلية والخارجية تهدف لإحكام الرقابة على المسيرين بهدف التخفيف من حدة مشكل الوكالة والاستحواذ على الثروة والخطر المعنوي وهو ما يسمح بتعظيم ثروة المساهمين والمؤسسة.

تشير الأدبيات المالية إلى أن المسيرين يفضلون الاحتفاظ بنسبة الاقتراض عند مستوى أقل من المستوى المثالي من أجل التخفيض من مخاطر رأس المال البشري التي يتعرضون لها. كما يشير (Jensen & Meckling (1976 إلى أن ظهور تكاليف الوكالة وارتفاعها تؤثر سلباً على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي نظراً لتأثيرها السلبي على الوفرة الضريبية. وفي ظل الندرة الشديدة للأدبيات المالية الخاصة بدراسة العلاقة بين حوكمة الشركات والهيكل التمويلي يلاحظ الباحث

وجود تيار أول يرى بوجود علاقة طردية بين قوة نظام حوكمة الشركات ونسبة الاقتراض فالمسيرين المتجذرين يعتمدوا أكثر على الأموال الخاصة. هذا التيار تقوده دراسة (Berger & al (1997 حيث توصل هؤلاء الباحثون إلى أن المسيرين المتجذرين يستعملون قروضا أقل وبالتالي توجد علاقة عكسية بين تجذر المسيرين ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، فوجود نظام حوكمة شركات ضعيف (تجذر للمسيرين) يسمح للمسيرين بتحديد آليات حوكمة الشركات بما فيها آلية الاقتراض، وهذا لتوسيع مجال سلطاتهم مع تقليص مخاطر رأس المال البشري للمحافظة على مناصب عملهم وستكون نسبة الاقتراض منخفضة في الهيكل التمويلي، ويكون هذا الأخير بعيد عن المستوى المثالي.

بينما توصل التيار الثاني وفق دراسة (Litov (2005 إلى وجود علاقة عكسية بين قوة نظام حوكمة الشركات ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، ويرى أن المؤسسات التي تملك حقوق مساهمين ضعيفة (حسب مقياس (Gompers & al (2003) أي نظام حوكمة شركات ضعيف تستعمل أكثر القروض كمصدر للتمويل وتملك نسبة اقتراض أكبر في الهيكل التمويلي. بالمقابل تستعمل المؤسسات التي تمتلك حقوق مساهمين قوية أكثر الأموال الخاصة من أجل مواجهة احتياجاتها التمويلية وتمتلك نسب اقتراض أكثر انخفاضا في هيكلها التمويلي. وبالتالي وجود نظام حوكمة شركات قوي يتميز بوجود آليات حوكمة شركات بديلة يمكن أن تحكم الرقابة على المسيرين ستكون المؤسسة في غنى عن استعمال القروض كآلية لحوكمة الشركات وهو ما يجعل نسبة الاقتراض منخفضة، ما يعني أن الاقتراض مصدر تمويل غير مفضل من وجهة نظر المساهمين وهذا عكس ما تشير إليه الأدبيات المالية كما سيكون الهيكل التمويلي بعيد عن المستوى المثالي.

من خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير نظام حوكمة الشركات على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات

المدرجة في مؤشر CAC40؟

للإجابة على هذه الإشكالية يجب الإجابة على التساؤلات التالية:

- كيف تساهم أنظمة حوكمة الشركات من خلال آلياتها في تحقيق الرقابة على المسيرين؟
- كيف تفسر كل من النظريات المالية ومحددات الهيكل التمويلي القرار التمويلي للمؤسسة؟

- ما مدى تأثير آلية مجلس الإدارة على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؟
 - ما مدى تأثير آلية هيكل الملكية على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؟
 - ما مدى تأثير الخصائص المالية للمؤسسات على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؟
- للإجابة على الإشكالية والتساؤلات الفرعية قمنا بصياغة الفرضيات التالية:
- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؛
 - هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؛
 - هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الجمع ما بين منصب الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؛
 - هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؛
 - هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الخصائص المالية للمؤسسات ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40.

بعد الحديث عن الإشكالية، التساؤلات والفرضيات يجب الحديث عن الأسباب التي دفعت الباحث لاختيار هذا الموضوع.

أسباب اختيار الموضوع

إن السبب الرئيسي الذي دفع الباحث لاختيار هذا الموضوع هو أصالة الموضوع في حد ذاته؛ فهناك اهتمام كبير بحوكمة الشركات سواء على مستوى المؤسسة، المناطق (الجهات)، الدولة والحكومات، وحتى الهيئات والمجتمع الدولي. فالجميع يتحدث الآن عن حوكمة جيدة خاصة مع تزايد الفساد والفضائح المالية واعتبار حوكمة الشركات الآلية التي من شأنها القضاء على مثل هذه المشاكل.

وبما أن دراسات واهتمامات الباحث على مستوى المؤسسة فقد تم ربط هذا المفهوم بالهيكل التمويلي، ومما دفع أكثر للتعلم في دراسة هذه العلاقة الندرة العلمية والعدد الضئيل في الدراسات الميدانية التي تطرقت لهذا الموضوع، فمعظم الدراسات ربطت العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء المؤسسة أو قيمتها. كما أن إشكالية الهيكل التمويلي باعتبارها قرارا استراتيجيا من الناحية المالية تمثل لغزا حقيقيا كما وصفها (Myers (1984 فرغم الدراسات والبحوث التي أجريت إلا أن الموضوع لم يصل بعد إلى نتائج محسومة بشأن المحددات التي يتم على أساسها اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة. وعلى هذا الأساس، المزوجة بين مفهوم حديث (حوكمة الشركات) ومفهوم يصنف على أنه لغز (الهيكل التمويلي) ضف إلى ذلك الندرة العلمية يخلق حسب الباحث موضوعا ومجالا هاما وأصيلا للبحث العلمي.

تحديد الأسباب التي دفعت الباحث لاختيار هذا البحث يدعو للحديث عن حدود الدراسة.

حدود الدراسة:

يرتكز هذا الموضوع على دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات والهيكل التمويلي للمؤسسة، وقد تعددت المقاييس المستخدمة لقياس متغير حوكمة الشركات فهناك من استخدم تجذر المسيرين (Berger & al (1997 وهناك من استخدم درجة حماية حقوق المساهمين (Gompers & al (2003. فيما استخدم البعض الآخر آليات حوكمة الشركات مثلما هو الحال في دراسة (Nekhili & al. ونظرا لطبيعة البيانات التي تم تجميعها تبنى الباحث الطريقة الأخيرة في قياس متغير حوكمة الشركات على اعتبار أن مجلس الإدارة يعتبر الآلية الأولى وبامتياز لحوكمة الشركات بالإضافة لهيكل الملكية. وقد جاءت هذه الدراسة ضمن الحدود التالية:

- الحدود الزمنية:

تقدر المدة الزمنية لهذه الدراسة بـ 6 سنوات وتمتد من سنة 2010 إلى غاية سنة 2015 مع الإشارة إلى أن البيانات المعتمد عليها هي بيانات سنوية نظرا لطبيعة البيانات المتعلقة بحوكمة الشركات والتي تغطي سنة، فرغم أن القوائم المالية لا تنشر فقط سنويا إلا أن واجب التوحيد في المدة التي تعكسها البيانات يقتضي الاعتماد على بيانات سنوية.

- الحدود المكانية:

بعد سعي حثيث واتصالات عديدة بعدد معتبر من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من أجل تكوين قاعدة بيانات علمية صلبة تسمح بإجراء دراسة مقطعية (بيانات بانل) للاقتصاد الجزائري، أخذ هذا السعي فترة زمنية لا تقل عن سنتين اضطر الباحث للتخلي عن دراسة الواقع الجزائري نظرا للصعوبة والسرية الكبيرة التي تتميز بها المؤسسات الجزائرية سواء من حيث القوائم المالية أو التقارير الخاصة بحوكمة الشركات. لذلك جاءت هذه الدراسة خاصة بالسياق الفرنسي وبالتحديد للمؤسسات المدرجة في بورصة باريس وبدرجة أدق للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 الذي يضم 40 أكبر مؤسسة من حيث القيمة الرأسمالية، وقد تم إسقاط 4 مؤسسات مالية ثلاث منها بنوك تجارية وواحدة شركة تأمين، نظرا للخصوصيات التي تميز المؤسسات المالية عن المؤسسات الاقتصادية خاصة من حيث الهيكل التمويلي، لتستقر العينة النهائية لهذه الدراسة على 36 مؤسسة اقتصادية فرنسية مدرجة في مؤشر CAC40.

بعد خط حدود هذه الدراسة من المهم جدا الحديث عن الأهمية العلمية والعملية لهذه الدراسة.

أهمية الدراسة:

أصبح موضوع حوكمة الشركات موضوعا حاسما في الأسواق المالية كما أصبح يحظى باهتمام كبير على المستوى المحلي والدولي، هذا التيار انطلق من الولايات المتحدة ليصل لجميع اقتصاديات العالم من خلال المؤسسات والأسواق المالية. فعولمة الشركات والعولمة المالية وانشغال المساهمين بمعرفة المردودية الحقيقية لاستثماراتهم دفع المؤسسات لتبني مبادئ حوكمة الشركات مثل الشفافية، حماية حقوق المساهمين، مجلس الإدارة، وجود إداريين مستقلين، وجود مراجعين للحسابات، وإشهار المعلومات الخاصة بالمؤسسة. باختصار لا يوجد أحد الآن لا يتكلم عن حوكمة الشركات وأصبح الجميع يتكلم عن قدرة هذا التيار على مكافحة الفساد المالي والإداري على مستوى المؤسسات والدولة وعلى تحقيق العدالة والالتزام بالأخلاق في مجال الأعمال مع تحقيق أكفاً استغلال وتسيير للأموال بما يسمح بتعظيم ثروة جميع الأطراف ذات المصلحة.

اهتمام الباحثين بهذا الموضوع أشعل مجال البحث وعدد البحوث خاصة منها الميدانية على مستوى الأسواق المالية والمؤسسات، حيث اهتم الباحثون بأداء المؤسسة على اعتبار أن حوكمة الشركات تسعى لتحقيق كفاءة في استغلال الأموال، كما اهتم الباحثون بقيمة المؤسسة ومدى قدرة حوكمة الشركات على تعظيمها. ورغم أن دراسة (Jensen & Meckling (1976 جاءت في إطار

دراسة تأثير تكلفة الوكالة على قرار الاقتراض إلا أن الباحثين أهملوا كثيرا هذه العلاقة، فالدراسات التي اهتمت بعلاقة حوكمة الشركات بالهيكل التمويلي للمؤسسة شحيحة جدا. وعلى اعتبار القرار التمويلي قرارا استراتيجيا من الناحية المالية لم تتقطع البحوث والدراسات التي اهتمت بهذا الموضوع فمنذ دراسة Modigliani & Miller (1958) والتي تعتبر بمثابة الأرضية الأولى التي أسست علميا لهذا الموضوع لم تتوقف الدراسات حتى الآن، وحقيقة أن هذا الموضوع لغز يؤكد عدد الكبير من الدراسات التي أجريت كما تؤكد النتائج الغير متجانسة والغير متوافقة. وعليه تكمن أهمية هذه الدراسة من الناحية النظرية في أنها حاولت دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات والهيكل التمويلي خاصة وأن الدراسات أهملت هذه العلاقة واهتمت أكثر بدراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وكل من أداء المؤسسة وقيمتها، وعليه ستثري هذه الدراسة المكتبات بمرجع قد يعتبر مرجعية في دراسة هذه العلاقة خاصة باللغة العربية. أما من الناحية التطبيقية فقد ساهمت الدراسة في قياس هذه العلاقة من خلال متغيرات لم يتم استخدامها في دراسات سابقة وهو ما سيثري الأدبيات المالية بنتائج لم تختبر من قبل. وعليه يمكن لهذه الدراسة أن تثير اهتمام الباحثين والدارسين لموضوع حوكمة الشركات وكذا الهيكل التمويلي كما قد تفيد الممارسين والمسيرين في اتخاذ قراراتهم التمويلية.

تقود أهمية هذه الدراسة لتوضيح الأهداف التي تسعى الدراسة لتحقيقها.

أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الأساسي لهذه الدراسة في تحليل وتفسير العلاقات التي تربط ما بين حوكمة الشركات (من خلال كل من آلية مجلس الإدارة وهيكل الملكية) ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، هذا الهدف يمكن تقسيمه إلى عدة أهداف فرعية تسعى الدراسة لتحقيقها. وتتمثل في الأهداف التالية:

- الإحاطة بالجانب المفاهيمي لحوكمة الشركات مع التركيز على آلياتها وكذا أنظمتها وهو ما يخدم دراسة العلاقة النظرية والتطبيقية بين حوكمة الشركات والهيكل التمويلي وكذا صياغة متغيرات الدراسة؛

- تحليل السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية في ظل النظريات التي تطرقت لصياغة الهيكل التمويلي مع التركيز على النظرية التوافقية، ونظرية سلمية مصادر التمويل، دون إهمال

نظرية توقيت السوق، فضلا عن تحليل المحددات التي تركز عليها المؤسسات عند صياغتها لهاكلها التمويلية؛

- تحليل العلاقة بين حوكمة الشركات واختيار الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 وهو ما يمر عبر دراسة العلاقة بين: مجلس الإدارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، هيكل الملكية ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، بالإضافة للخصائص المالية لمؤسسات عينة الدراسة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي.

- تفسير النتائج التي توصلت إليها النماذج الإحصائية التي تقيس العلاقات التي تم الإشارة إليها مع مقارنتها بما توصل إليه الباحثون لاستخلاص النتائج التي تؤكد أو تنفي فرضيات الدراسة. تحديد أهداف الدراسة يجب أن يستكمل بالحديث عن المناهج العلمية المتبعة لتحقيق هذه الأهداف.

المناهج العلمية المتبعة:

تنقسم سيرورة بناء المعرفة إلى قسمين أساسيين وهما: الاستكشاف والاختبار. وتدرج هذه الدراسة ضمن سيرورة البناء المعرفي الاختباري؛ والذي يمثل مجموع العمليات التي يحاول من خلالها الباحث إثبات مواضيع نظرية أو منهجية، ويكون الهدف هنا الوصول إلى تفسير من خلال اختبار صحة فرضية أو نموذج أو نظرية.

وبناء على هذا تختبر هذه الدراسة العلاقة التي تربط حوكمة الشركات بنسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على مجموعة من المناهج العلمية المعروفة في العلوم الاجتماعية والمتمثلة في:

- المنهج التاريخي: تم الاعتماد على هذا المنهج في دراسة التطور التاريخي لمفهوم حوكمة الشركات؛

- المنهج الوصفي: ساهم هذا المنهج في وصف المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وخاصة الأهمية والأبعاد بالإضافة إلى الأهداف التي تسعى حوكمة الشركات لتحقيقها؛

- المنهج التحليلي: طغى هذا المنهج على هذه الدراسة حيث تم استخدامه في تحليل آليات حوكمة الشركات وأنظمتها بالإضافة إلى تحليل الهيكل التمويلي للمؤسسات الاقتصادية ومحدداته، كما تم استخدامه في تحليل نتائج الدراسة القياسية؛

- المنهج المقارن: تم استخدام هذا المنهج خاصة في المقارنة بين أنظمة حوكمة الشركات؛

- المنهج القياسي (الإحصائي): طغى هذا المنهج على الجانب التطبيقي أين تم استخدامه لقياس العلاقات الموجودة بين متغيرات حوكمة الشركات ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي بالإضافة لمحدداته وإجراء الاختبارات.

الحديث عن المناهج العملية المتبعة في هذه الدراسة يقود للحديث عن هيكلها.

هيكل الدراسة:

تم تقسيم هذه الدراسة إلى جانب نظري تم تخصيصه لدراسة وتحليل متغيرات الدراسة والمتمثلة في المتغير المستقل وهو حوكمة الشركات والمتغير التابع وهو الهيكل التمويلي للمؤسسة، وجانب تطبيقي يتناول العلاقة القياسية (الإحصائية) التي تربط ما بين المتغيرين.

قسم الجانب النظري بدوره إلى فصلين أساسيين، تناول الفصل الأول حوكمة الشركات وكان الهدف منه الإحاطة بالجوانب المفاهيمية وتحليلها مع التركيز على الآليات والأنظمة الخاصة بهذا المفهوم. تم البداية بحوكمة الشركات والحديث عن كل الجوانب المفاهيمية المتعلقة بها، لننتقل بعد ذلك لتحليل الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات مع إبراز دورها كأداة لتحقيق الرقابة والانضباط، لنختم بعد ذلك بدراسة أنظمة حوكمة الشركات على اعتبار أنها مجموع الآليات الداخلية والخارجية التي يركز عليها كل نظام.

أما الفصل الثاني فخصص لتحليل السلوك التمويلي للمؤسسة من خلال ما أنتجته الأدبيات المالية من نظريات ومحددات، وقد بدأ التحليل بالنظرية التوافقية أين تم تحليل المفهوم التوازني لمزايا وعيوب الاقتراض، لننتقل بعدها لنظرية سلمية مصادر التمويل لتحليل السلم التفضيلي لاستعمال مصادر التمويل، لنصل إلى نظرية توقيت السوق لتحليل أثر ضعف كفاءة الأسواق المالية على اختيار مصادر التمويل، ونختم بدراسة محددات الهيكل التمويلي مع تحليل أثر كل محدد على نسبة الاقتراض.

أما الجانب التطبيقي فخصص بالكامل للدراسة القياسية وتحتوي على فصل واحد تم من خلالها تحديد منهجية الدراسة التطبيقية حيث تم التطرق لعينة الدراسة وطريقة جمع البيانات ثم عرض متغيرات الدراسة، بعدها تم تحليل هذه الأخيرة تحليلًا وصفيًا مع اختبار مواصفات النموذج من حيث وجود آثار فردية ثم تحديد مواصفات هذه الآثار. في الأخير تم عرض نتائج النماذج القياسية الأربعة ثم تحليل تلك النتائج ومقارنتها بما توصل إليه الباحثون وكل من النظرية التوافقية ونظرية سلمية مصادر التمويل.

ولكن سبقت هذه الدراسة دراسات أخرى ينبغي الحديث عنها على ندرتها وتبيان الإضافة العلمية للباحث.

الدراسات السابقة:

يتميز هذا الموضوع بشحة الدراسات التي تطرقت له، وبالرغم من ذلك استعان الباحث بمجموعة من الدراسات مست بعض جوانب هذه الدراسة. ومن أهم هذه الدراسات ما يلي:

- دراسة (2014) Precious وجاءت تحت عنوان:

«Corporate governance and capital structure decisions of UK listed real estate companies»

ركزت هذه الدراسة على أثر بعض مؤشرات حوكمة الشركات على الهيكل التمويلي للمؤسسات العقارية المسجلة في بورصة لندن. أجريت الدراسة بالاعتماد على بيانات بانل وتوصلت إلى أن المؤسسات العقارية التي تملك مجالس إدارة ذات حجم كبير وتدفع مكافآت معتبرة للرئيس المدير العام تستعمل رفعا ماليا أقل. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين استقلالية مجلس الإدارة ونسبة الرفع المالي. وعلى العموم نتائج الدراسة جيدة وتؤكد أن لحوكمة الشركات تأثيرا على القرارات المالية للمؤسسة ومن بينها قرار الهيكل التمويلي وهذا حتى بالنسبة لقطاع خاص مثل القطاع العقاري.

- دراسة: (2011) Kouao والتي جاءت تحت عنوان:

«Incidence des facteurs institutionnels dans l'évolution de la structure financière des entreprises : cas d'entreprises françaises cotées à la bourse de Paris»

ارتكزت هذه الدراسة على النظرية التوافقية ونظرية سلمية مصادر التمويل، وكان الهدف منها اختبار العلاقة ما بين الهيكل التمويلي والعوامل المؤسسية من خلال عينة مكونة من 204 مؤسسة فرنسية مسجلة في بورصة باريس وبيانات كاملة خلال الفترة الزمنية الممتدة من 1999 إلى غاية 2007. تشير النتائج الأساسية التي تم التوصل إليها أن كل المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي ما عدا حجم المؤسسة لها تأثير على السياسة التمويلية لمؤسسات عينة الدراسة. أما مستوى الفساد وسيولة السوق المالي الفرنسي (متغيرات مؤسسية قانونية-مالية) لا تؤثر على اختيار مستوى الاقتراض ولكن تلعب دورا معنويا في اختيار نضج القروض، بالمقابل يتجه الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة ببطء نحو مستوى مستهدف ولكن بصفة مؤكدة.

- دراسة: (2006) Molay والتي جاءت تحت عنوان:

« Un test de la théorie du financement hiérarchisé sur données de panel françaises »

حاول الباحث دراسة مدى تأثير عدم تماثل المعلومات على استقطاب الموارد المالية الخارجية عن طريق متغير تقلب الأسعار في البورصة، واعتمد في ذلك على معطيات البانل لـ 393 مؤسسة فرنسية مصنفة في البورصة لفترة زمنية ممتدة من 1996 إلى 2004 باستخدام طريقة الانحدار الخطي البسيط «MCO» وتوصل الباحث إلى تأكيد أن مشكل عدم تماثل المعلومات يمثل السبب الجوهري في تفسير الترتيب الذي أتت به نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

- دراسة: (2005) Litov والتي جاءت تحت عنوان:

«Corporate governance and financing policy : New Evidence »

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات والسياسة التمويلية للمؤسسات. تم قياس متغير حوكمة الشركات من خلال حقوق المساهمين، وتوصلت الدراسة إلى أن المؤسسات التي لديها حقوق مساهمين ضعيفة تعتمد أكثر على الاقتراض كمصدر للتمويل ولها نسبة اقتراض أكبر في الهيكل التمويلي وهذا على عكس الدراسات التي تشير إلى أن المسيرين المتجذرين عادة ما يتجهون نحو تقادي الاقتراض. يفسر الباحث ذلك بأن المسيرين المرتاحين يختارون سياسات استثمارية حذرة (مضمونة) ثم يقومون بالمراجعة بين تكاليف الوكالة المتوقعة مع الوفرة الضريبية للقروض عند مستوى مرتفع للرفع المالي، بالموازاة مع ذلك توصلت الدراسة إلى أن المؤسسات التي تملك حقوق مساهمين ضعيفة لها عوائد منخفضة على السندات عند إصدارها، وتحصل على تصنيف ائتماني أعلى، ولها ميل أكبر إلى القيام بعمليات الاندماج.

- دراسة: (2002) Frank & Goyal والتي جاءت تحت عنوان:

« Capital structure decisions »

اهتم هذا البحث بدراسة الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات الأمريكية بين 1971 - 1998، وأظهرت النتائج أن نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل لا تتماشى مع طابع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عكس المؤسسات الكبيرة. حيث لوحظ أن التمويل الذاتي لا يكفي لتمويل كل احتياجات المؤسسة، لذا تلجأ هذه الأخيرة للاستعانة بالتمويل الخارجي بالاعتماد في

أغلب الحالات على الأموال الخاصة وليس القروض وهذا ما يخالف نتائج نظرية سلمية مصادر التمويل.

- دراسة: Berger, Ofek & Yermack (1997) وجاءت تحت عنوان:

« Managerial entrenchment and capital structure decisions »

تطرت هذه الدراسة للعلاقة بين تجذر المسيرين والهيكل التمويلية للمؤسسات، وتشير نتائج الدراسة عموماً إلى أن الرئيس المدير العام يسعى دائماً لتقادي الاقتراض. ومن خلال التحليل المقطعي للبيانات توصل الباحثون إلى أن مستويات الاقتراض تكون منخفضة إذا لم يتعرض الرئيس المدير العام لضغط من خلال حوافز في شكل مكافآت أو أسهم ملكية أو من خلال رقابة نشطة. ومن خلال تحليل تغيرات الرفع المالي توصل الباحثون إلى أن مستوى الرفع المالي يرتفع في أعقاب صدمات الحد من تجذر المسيرين، الاستبدال القسري للرئيس المدير العام وانضمام أحد المساهمين المسيطرين لمجلس الإدارة.

- دراسة: Rajan & Zingales (1995) والتي جاءت تحت عنوان:

«What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data»

من خلال دراسة قامت على مجموعة من العينات لمؤسسات من سبعة اقتصاديات متقدمة (الولايات المتحدة، اليابان، ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، المملكة المتحدة، كندا)، توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين متغير الرفع المالي ومتغير الضمانات في كل البلدان عدا إيطاليا أين تبين أن هذا المتغير ليس معنوياً (كل المتغيرات المستقلة ليس لها معنوية)، أما حجم المؤسسة فله علاقة إيجابية مع متغير الرفع المالي لكل البلدان عدا ألمانيا فقد تبين أن هذا المتغير له علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة مع المتغير التابع (معنوي بدرجة معنوية 1%)، وفسر الباحثون هذه النتيجة بقوانين الإفلاس الصارمة المطبقة في ألمانيا مما يدفع المؤسسات لتقادي نسب مديونية مرتفعة، أما متغير النمو والمردودية فتبين أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة مع المتغير التابع في كل البلدان.

- دراسة: Fakhfakh, Ben Jedidia & Ben Atitallah (2009) والتي جاءت تحت عنوان:

« Structure de gouvernance et politique de financement »

كان الهدف من هذه الدراسة الإجابة على السؤال التالي: هل المؤسسات التي تملك نظاماً جيداً لحوكمة الشركات تطلب قروضا أكبر أم أقل؟ شملت الدراسة 41 مؤسسة تونسية على فترة

ممتدة من 1997 إلى 2003، وتوصلت إلى أن مستوى التلاعب بالأرباح والذي يعكس ضعف نظام حوكمة الشركات في المؤسسات يؤثر إيجاباً على نسبة الاقتراض. على عكس المؤسسات المراقبة من خلال تركيز الملكية أين تم الوصول إلى علاقة سلبية بين التلاعب بالأرباح ونسبة الاقتراض.

ما يميز دراسة الباحث عن هذه الدراسات هي طبيعة المتغيرات التي تم الأخذ بها لقياس حوكمة الشركات؛ فقد اعتمد الباحث في قياس هذه الأخيرة على آليتين مهمتين وهما مجلس الإدارة وهيكل الملكية. فالهدف من هذه الدراسة هو اختبار وجود علاقة بين تركيبة وهيكل مجلس الإدارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي فضلاً عن اختبار علاقة هيكل الملكية بهذه الأخيرة.

الفصل الأول: حوكمة الشركات كنظام للرقابة على

المسيرين

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات

المبحث الثاني: آليات حوكمة الشركات

المبحث الثالث: أنظمة حوكمة الشركات

تمهيد

تشبه نظرية الوكالة المؤسسة بعقدة من العقود¹ ويرتكز تحليل (Jensen & Meckling 1976) لآليات حوكمة الشركات على فرضية تعارض المصالح بين المسيرين ومختلف أصحاب المصالح (stakeholders) في المؤسسة وخاصة المساهمين. وقد حاولت الأدبيات المالية الحديثة المرتكزة خاصة على نظرية الوكالة تفسير التضارب في المصالح الذي ينشأ عن انفصال الملكية عن الإدارة أي انفصال السلطة القانونية (سلطة اتخاذ القرار) عن السلطة الاقتصادية (ملكية رأس المال). وحسب (Parrat 2003) إذا تحقق هذا الانفصال تظهر حوكمة الشركات من خلال آلياتها لمحاولة التخفيف من التضارب في المصالح والذي قد يكون مكلفاً، كما تهدف الآليات المختلفة لحوكمة الشركات لتعظيم قيمة المؤسسة وضمان أحسن مردودية والتقليل من مخاطر تحويل ثروة وملكية المساهمين.

تطرق هذا الفصل للمفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات فقد كان لظهور هذا المفهوم عدة أسباب أدت إلى تطوره ووصوله لهذا الفكر الحديث الذي يسعى لتحقيق العديد من الأهداف على رأسها حماية مصالح المساهمين من الانتهازية المحتملة للمسيرين. بعدها تم تركيز على أهم الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات المستعملة من أجل ضبط سلوك المسيرين. وفي الأخير تم التطرق لنظام حوكمة الشركات والذي يمثل مجموع الآليات التي يرتكز عليها نظام معين من أجل تحقيق أهدافه سواء النظام الذي تختاره الدولة أو النظام الذي تختاره الشركة.

¹ - nœud de contrats.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات

سمح هذا المبحث بعرض الجانب المفاهيمي المتعلق بحوكمة الشركات حيث تم التطرق لهذا المفهوم من حيث التطورات التاريخية التي عرفها هذا المفهوم وكذا مختلف التعريفات التي أعطيت لحوكمة الشركات بالإضافة إلى الأبعاد والأهداف.

المطلب الأول: حوكمة الشركات: النشأة، التطور وأسباب الظهور

رغم الحديث المبكر عن حوكمة الشركات والذي يمكن إرجاعه لـ Adam Smith (1776) إلا أن هذا الفكر لم يتطور إلا بعد ظهور نظرية الوكالة 1976 ولكن بعد هذا شهد هذا الفكر تطورا سريعا واهتماما كبيرا كان له العديد من الأسباب.

أولا: نشأة حوكمة الشركات وتطورها

تطرق آدم سميث (1776) Adam Smith في كتابه ثروة الأمم إلى المشاكل التي يمكن أن تحدث جراء انفصال الملكية عن الإدارة وقال: "إنه من غير المتوقع من مديري شركات المساهمة أن يشرفوا على الشركات كما لو أنه من يدير هذه الشركات هم أنفسهم أصحابها، وذلك لأن المديرين يقومون بإدارة أموال الغير وليس أموالهم الشخصية". ومن المتوقع أن يكون هناك إهمال بشكل أو بآخر في إدارة شؤون هذه الشركات وفي مراجعة الحسابات والفساد المحاسبي بتواطؤ من مكاتب المحاسبة مع الإدارة التنفيذية لإخفاء انحرافاتهما من خلال التلاعب والفساد في الحسابات (المناصير، 2013، ص. 22).

ثم جاءت أعمال Berle & Means (1932) في دراسة تحت عنوان: (The modern corporate governance and private property) والتي يرجع معظم الكتاب لهما الفضل في ظهور مفهوم حوكمة الشركات، حيث شددت هذه دراسة الانتباه لمخاطر ضعف الأداء الذي يمكن أن ينشأ عن انفصال الملكية عن الإدارة في الشركات المسجلة في البورصة، وأشار الباحثان إلى ضرورة مراقبة المسيرين والمحافظة على مصالح صغار المستثمرين (Wiedemann-Goiran & al, 2003, p. 103). ويرى الباحثان أن مصالح المسيرين ومصالح المساهمين تختلف تماما، حيث أن المسيرين يهدفون إلى السلطة والمظهر الجيد والحصول على المكافآت والأجور فيما يسعى المساهمون من جهتهم أساسا لتحقيق الأرباح الاقتصادية (Fenàndez, 2012, p. 33).

وقد ركز Berle & Means (1932) على دراسة أثر هياكل الملكية المختلفة معبر عنها بنسبة تركيز الملكية بيد مسير أو مجموعة من المسيرين على أداء المؤسسة. ومن أهم النتائج التي توصل إليها الباحثان أنه كلما زادت حصة ملكية المسير في رأس مال المؤسسة كلما زاد الأداء المالي لأن مصالح المسيرين والمساهمين أصبحت واحدة (Dahari Sellami, 2012, p. 29).

هذه النتائج أعيد بعثها من جديد من طرف Jensen & Meckling (1976) من خلال نظرية الوكالة التي أصبحت النظرية الأساس المستخدمة في الدراسات حول حوكمة الشركات. حيث أشارت النظرية إلى مشكلة الوكالة وحتمية الصراع بين الإدارة والمساهمين في حالة الفصل بينهما نتيجة الممارسات السلبية للمسيرين التي تضر بالشركة والقطاع بشكل عام (Lepage, 2011, p. 28). وتؤكد نظرية الوكالة على أن المصالح الشخصية لها أولوية التحقيق على المصالح الجماعية، وأن رفض التضحية بالمصالح الشخصية من أجل تحقيق مصالح الآخرين هي صفة مشتركة بين جميع الأطراف وهذا ما أكدته أيضا أعمال (Fama, 1980).

ويرى (Williamson, 1980) أن آليات حوكمة الشركات السليمة تأتي لسد مثل هذه الفجوة بشكل يعظم قيمة المؤسسة ويحدث التوازن بين كافة أطراف العلاقة في الشركة. وبالمقابل يخالف (Demstev, 1983) كل من سبقوه ويرى بحيادية هياكل الملكية وأن تعظيم الأرباح مسألة متعلقة بخصائص النشاط الاستغلالي للمؤسسة وضغوط المحيط وبالنتيجة تصبح هياكل الملكية متكافئة.

ثم جاءت نظرية التجذر (Morck & al (1989) والتي ترى أن المسيرين الذين يملكون الأغلبية في رأس المال لهم حرية التحرك حسب طريقتهم بما في ذلك إمكانية التسيير بهدف مغاير لهدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم. وعليه تركز الملكية بيد المسيرين يمكن أن يكون أصل عدم الكفاءة المحتمل للمؤسسة.

ثم توالت البحوث الأكاديمية وخاصة منها الميدانية التي تبحث في تأثير آليات حوكمة الشركات على كل من أداء المؤسسة وقيمتها وكذا القرارات المالية والاستراتيجية. ويرى الباحث أن النظريات الأولى لحوكمة الشركات لم تتطرق بصفة مباشرة لهذا المفهوم ولكن تطرقت لانفصال الملكية عن الإدارة والمشاكل التي يمكن أن تترتب عن ذلك وأثرها على كفاءة استخدام الأموال من طرف المسيرين كما ركزت على تأثير الاختلاف في هياكل الملكية على أداء المؤسسة.

وقد صاحب هذا الاهتمام الأكاديمي اهتمام الحكومات والبرلمانات بمفهوم حوكمة الشركات من خلال صياغة نصوص وتشريعات من لوائح وتقارير وقوانين تنظم تسيير مؤسسات المساهمة الكبيرة وتؤكد على أهمية الالتزام بتطبيق تلك المبادئ.

وقد كان للولايات المتحدة السبق في هذا المجال حيث أصدرت قانون مكافحة الفساد سنة 1977 يتضمن قواعد محددة الصياغة تتعلق بمراجعة نظام الرقابة الداخلية في الشركات بعد الفضائح المالية للعديد من الشركات الأمريكية التي كان من ورائها فشل أنظمة الرقابة المالية وتقديم الرشاوى (أبوزر، 2006، ص. 34). كما طور سوق المال في الولايات المتحدة هيئات رقابية تعمل على المراقبة والإشراف على البيانات والمعلومات التي تصدرها الشركات المسجلة بها حيث أنشئت ما يعرف بـ (Securities Exchange Commission, SEC)، كما تطورت مهنة المحاسبة والمراجعة وزاد اهتمامها بمفهوم حوكمة الشركات. وفي عام 1987 أصدرت اللجنة الوطنية الخاصة بالانحرافات في إعداد القوائم المالية تقريرها تحت اسم (Treadway) ويهدف هذا الأخير إلى الإجابة على الانشغالات الخاصة بآليات عمل هيئات إدارة المؤسسات وعلاقتهم بالمساهمين. هذه الانشغالات تمحورت حول ثلاثة محاور للتفكير وهي شرعية السلطة في المؤسسات، شفافية القرارات، وفعالية آليات الرقابة للشركات المسجلة. كما قدم التقرير مجموعة من التوصيات لمنع حدوث الغش والتلاعب في إعداد القوائم المالية وذلك عن طريق الاهتمام بمفهوم الرقابة الداخلية وتقوية مهنة المراجعة الخارجية أمام مجالس إدارة الشركات (Wiedemann- Goiran & al, 2003, p. 103). وبعد عشر سنوات صدر تقرير ثان تحت اسم (The business Roundtable, Statement on corporate governance, 1997).

كما أصدرت كل من (New-York Stock Exchange, NYSE) و (National Association of Securities Dealers, NASD) في عام 1999 تقريرها المعروف باسم (Blue Ribbon Report) والذي اهتم بفعالية الدور الذي يمكن أن تقوم به لجان المراجعة بشأن الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات (سليمان، 2006، ص. 14).

وبعد الفضائح المالية لشركات Worldcom و Enron تم التصويت على قانون Sarbanes-Oxley (2002) بالولايات المتحدة والذي يضمن شروطاً جديدة مثل: إلزام المديرين والمديرين الماليين على المصادقة الشخصية على حسابات الشركة، مع إلزامية تعيين إداريين

مستقلين في لجنة التدقيق (المراجعة) التابعة لمجلس الإدارة وتأطير بعض الامتيازات الخاصة بالمسيرين (Igalens & Point, 2009, p. 3).

أما في أوروبا فكان ظهور هذا المفهوم أكثر حداثة مقارنة بالولايات المتحدة، هذا التأخر راجع إلى الدور المحدود للمساهمين المؤسسيين¹ كمساهمين في الشركات الذين لم يظهروا حتى سنة 1990. والبداية كانت في المملكة المتحدة في أعقاب الخلل الكبير الذي مس الإدارة في المؤسسات الكبرى مثل (Guinness, BCCI, Maxwell) حيث أصدرت بورصة لندن تقرير (Cadbury, 1992) وتركزت توصياته حول العديد من النقاط المهمة منها ضرورة وجود أعضاء مستقلين غير تنفيذيين في مجلس الإدارة، وخلق لجان متخصصة كلجنة المراجعة، لجنة المكافآت ولجنة التعيينات تضم أعضاء مستقلين غير تنفيذيين. وتبني قانون السير الحسن² الذي يركز على مبادئ الانفتاح، النزاهة والمسؤولية (Wiedemann-Goiran & al, 2003, p. 105). وفي أكتوبر 1993 صدر تقرير (Rutteman) ونص على أنه يجب على الشركات المقيدة في البورصة أن تتضمن تقاريرها تقريراً خاصاً بالرقابة الداخلية، يقتصر فقط على الرقابة المالية الداخلية. ثم صدر بعد ذلك تقارير (Greenbury 1995) الذي ركز على موضوع الرشاوى والإكراميات التي تدفع للوزراء من طرف مجموعات الضغط، وكذلك الكيفية التي يتلقى بها المديرون أتعاباً شاملة المكافآت والمزايا. وقد وضع التقرير ميثاقاً لأفضل الممارسات في تقديم الإفصاحات عن مكافآت الأعضاء، وأوصى بضرورة إنشاء لجنة مكافآت تتكون من ثلاثة أعضاء على الأقل من مجلس الإدارة المستقلين غير التنفيذيين تكون مسؤوليتها مراجعة وتقييم اللوائح والأسس التي يتم على أساسها تحديد تلك المكافآت بما يتناسب مع أداءهم، كما يجب أن يصدر التقرير باسم المجلس وأن يكون في قسم منفصل أو ملحق بالتقرير السنوي للشركة وقوائمها. كما يبرز التقرير المكافآت الفعلية التي يتقاضاها المسيرين شاملة خيارات الأسهم وحقوق المعاشات المكتسبة والالتزام بأن كل عضو يخضع للمراجعة. وقد أتبعته هذه التقارير بتقارير أخرى كتقرير (Hampel 1998) الذي أعاد النظر في بعض التوصيات التي جاءت في تقرير (Cadbury 1992) وفي نفس الوقت تم تجميع كل التقارير فيما يسمى بالكود الموحد وأصبح هذا الأخير جزءاً من متطلبات القيد في بورصة الأوراق المالية (حماد، 2005، ص ص. 15-18).

¹ - Actionnaires institutionnels.

² - Code de bonne conduite.

أما في فرنسا فبدأ النقاش حول موضوع حوكمة الشركات سنة 1994 خاصة مع الصعود القوي لصناديق التقاعد الأمريكية وكبار المستثمرين الأجانب في بورصة باريس والذين تمنوا رأيت المؤسسات الفرنسية الكبرى تتبنى قواعد حوكمة مشابهة لما هو موجود في الولايات المتحدة. كما أن الفصائح الخاصة ببعض المؤسسات الوطنية الكبيرة مثل (Crédit Lyonnais) قادت الجميع إلى إعادة النظر والتفكير في مسألة تركيز السلطات في يد الرئيس المدير العام ونظام المشاركة المتشابك ما بين المؤسسات الكبيرة.

وقد افتتح النقاش من خلال تقرير (Viénot, 1995) فعلى عكس المفهوم الأنجلوساكسوني، يرتكز المفهوم الفرنسي لحوكمة الشركات على أن مهمة مجلس الإدارة توجب عليه الدفاع وفي كل الظروف عن مصلحة المؤسسة التي تتوافق بالضرورة مع مصلحة المساهمين (Wiedemann-Goiran, 2003, p. 106). وأهم ما أوصى به التقرير ما يلي:

- يجب على كل مجلس إدارة أن يضم عددا لا يقل عن عضوين من الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين؛
- يجب أن يمتلك المسيرون عددا مقبولا ومناسبا من أسهم الشركة؛
- يجب أن يكون لكل مجلس إدارة لجان مراجعة، مكافآت وتعيينات؛
- يجب أن تتجنب الشركات احتواء مجالس إدارتها على عدد كبير من الأعضاء الذين يعملون لأكثر من خمس شركات؛
- على كل الشركات أن تفصح عن كيفية تنظيمها لصنع القرارات.

كما تم إصدار تقرير ماريني (Marini, 1996) ومن أهم ما شدد عليه ضرورة الفصل بين سلطات رئيس مجلس الإدارة وسلطات الرئيس المدير العام، مع إمكانية تشكيل مجلس الإدارة للجان ذات سلطات مستقلة، كما يمكن للمساهمين الذين لا يرغبون في التصويت تحويل حقهم في التصويت إلى كيان مستقل بدلا من تحويله إلى الإدارة. وصدر تقرير (Viénot 2, 1999) من طرف الجمعية الفرنسية للمؤسسات الخاصة وحركة المؤسسات الفرنسية، كما تحركت المؤسسات الفرنسية لإتمام وتعزيز توصيات تقرير (Viénot) (Wiedemann-Goiran & al, 2003, p. 106).

وفي ألمانيا أصدرت مجموعة مبادرة برلين سنة 2000 الإجراءات الألمانية لقواعد إدارة الشركات والخاصة بمختلف الأطراف بما فيهم مجلس الإدارة والمجلس الرقابي والمساهمين

والمستخدمين، بالإضافة إلى الجوانب المتعلقة بالشفافية والمراجعة والمؤسسات. كما طالبت أكبر منظمة ألمانية للمساهمين¹ المؤسسات بتطبيق مجموعة المقترحات كحد أدنى للقواعد الجيدة لحوكمة وإدارة الشركات. وفي جوان 2005 صدر دليل حوكمة الشركات الألمانية الذي يوفر إجراءات تنظيمية وقانونية للإدارة والرقابة على مستوى الشركات المدرجة في البورصة (أبو زر، 2006، ص. 39).

في كندا تم نشر تقرير (Dey 1994) حيث وضع إطارا لحوكمة الشركات وتم تعديل هذه النسخة سنة 2001، وقد ركز كل من المعهد الكندي للمحاسبين القانونيين وبورصة تورنتو للأوراق المالية اهتمامهما على بناء ثقافة الحوكمة. وقد ركز هذا التقرير على مسائل عديدة إلى جانب التوافق والالتزام وهي بشكل أساسي مرتبطة ببناء ثقافة حوكمة شركات صحية (حماد، 2005، ص. 21).

وفي اليابان أين نجد نموذج الملكية المركزة حيث يسيطر عدد قليل من المساهمين على ملكية الشركة مما يسهل عليهم مراقبة عمل المسيرين ويقلل من احتمالات سوء استخدام أموالهم، أصدرت اللجنة الحكومية لحوكمة الشركات² تقريرا خاصا بمبادئ حوكمة الشركات (Corporate Governance Principles-A Japan View, 1997) وأهم ما تضمنه المساءلة، المحاسبة والإفصاح. وتم تعديل هذه المبادئ سنة 2001 من طرف نفس اللجنة ثم أصدرت بورصة طوكيو سنة 2009 دليلا للتطبيقات الجيدة لحوكمة الشركات ليصبح بذلك من أهم الوثائق المنظمة لعمل الشركات اليابانية.

وقد تم تجميع هذه الأفكار على المستوى الدولي من خلال منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) في الاجتماع الوزاري ليومي 27 و28 أبريل 1998 طلب مجلس المنظمة من المنظمة أن تقوم بالاشتراك مع الحكومات الأعضاء بالمنظمة وغيرها من المنظمات الدولية والقطاع الخاص بوضع مجموعة من المبادئ والإرشادات الخاصة بحوكمة الشركات، كما تمت الاستغادة من مجهودات عدد من الدول غير الأعضاء في المنظمة بالإضافة إلى مجهودات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وقطاع الأعمال وغيرها من الأطراف المعنية بموضوع حوكمة

¹ - Deutsche Schutzverningung Fur Dsw-Rbestiz.

² - Corporate governance committee.

الشركات. وتم إصدار هذه المبادئ سنة 1999 والتي تعتبر الأساس الذي تستند إليه الدول والشركات عند قيامها بوضع الأسس المناسبة لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات.

تم تعديل هذه المبادئ بعد العديد من المشاورات المكثفة، والتي جاء معها العديد من التعديلات الهامة تمت المصادقة عليها من قبل الدول الأعضاء في منظمة (OCDE) يوم 22 أبريل 2004 لتصبح ستة مبادئ أساسية بالإضافة إلى مجموعة من الإرشادات التي توضح التطبيق السليم لتلك المبادئ (سليمان، 2006، ص. 21). كما جاء تعديل آخر لهذه النسخة سنة 2008 وتضمنت بالإضافة إلى القواعد السابقة الخبرات العملية المشتركة التي تدعو جميع الأطراف للاضطلاع بمسؤولياتهم.

أما في الجزائر فكان الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات متأخرا فلم يبرز الاهتمام بإصدار مبادئ خاصة بهذا المفهوم إلا بعد الملتقى الدولي الذي انعقد بالجزائر في شهر جويلية سنة 2007 حول الحكم الراشد للمؤسسات، هذا الأخير شكل فرصة لتلاقي جميع الأطراف الفاعلة في عالم المؤسسة بالجزائر ومن نتائجه ظهور فكرة إصدار ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة. وقد سهر كل من جمعية حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة، ومنتدى رؤساء المؤسسات وكذا جمعية المنتجين الجزائريين للمشروبات وتحت رعاية وزير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية على إخراج ما أصبح يعرف بميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر سنة 2009، هذا الميثاق يعتبر وسيلة عملية مبسطة تسمح بفهم المبادئ الأساسية للحكم الراشد للمؤسسة الجزائرية (ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، 2009).

من خلال هذه التطورات نلاحظ اهتمام كبير من طرف الباحثين الأكاديميين، السياسيين، الحكومات، البرلمانات وحتى الهيئات الدولية بمفهوم حوكمة الشركات لما له من أهمية كبيرة والاعتقاد بأنها مفتاح مهم من مفاتيح تحقيق العدالة والشفافية سواء على مستوى المؤسسات أو على مستوى الدولة، هذا الاهتمام كان وراءه مجموعة من الأسباب أدت إلى ظهور حوكمة الشركات وتطورها.

ثانياً: أسباب ظهور حوكمة الشركات

تعددت الأسباب التي أدت إلى ظهور حوكمة الشركات وساهمت في تطورها وزيادة اهتمام الباحثين والحكومات والسياسيين بها فتم إصدار العديد من القوانين والمراسيم لتنظيمها. ويرى الباحث أن هناك خمسة أسباب أساسية مهمة أدت إلى ظهور وتطور حوكمة الشركات تتمثل في:

1- انفصال الملكية عن الإدارة

أدى كبر حجم المؤسسات ووجود عدد كبير من المساهمين إلى نشأت ما يسمى بمؤسسات الأعمال¹ هذه الأخيرة توكل فيها مهمة الإدارة لمسيرين محترفين مما أدى إلى ظهور ما يسمى بانفصال الملكية عن الإدارة. هذا الانفصال نشأ عنه علاقة وكالة وهي عقد يلتزم بموجبه شخص أو عدة أشخاص (الأصيل) بتفويض شخص آخر (الوكيل) للقيام بأعمال باسمه وهو ما يؤدي إلى تفويض الأصيل جزءاً من سلطة اتخاذ القرار للوكيل (Jensen & Smith, 1985). وهنا ظهرت نظرية الوكالة على يد (Jensen & Meckling (1976 والتي ترى بأن المؤسسة عبارة عن مجموعة من العقود بين الأطراف (الملاك، الدائنين، الإدارة، والمستخدمين...) يسعى فيها كل طرف لتحقيق مصالحه الذاتية والتي قد تتعارض مع مصالح الآخرين مما يؤدي إلى ظهور مشكلات الوكالة بين الأطراف المرتبطة بالمؤسسة بعلاقات تعاقدية نتيجة اختلاف دالة الهدف لكل منهم (حماد، 2005، ص. 51).

ويلعب المساهمون (الأصيل) والمسирون (الوكلاء) دوراً محورياً داخل المؤسسة؛ فالمسیرون لهم وضعية مميزة داخل المؤسسة فهم يمتلكون المعلومات التي تسمح لهم بالحصول على مزايا خاصة أو تسيير المؤسسة لمصالحهم الخاصة وليس لمصلحة المساهمين. أما المساهمون فحقوقهم لا تحصل إلا بعد أن يحصل باقي الأطراف على حقوقهم سواء الدائنين أو المستخدمين وحتى مصلحة الضرائب، هذه المخاطر يجب أن يقابلها تعويض من خلال الحصول على الأرباح السنوية بالإضافة إلى القيمة المتبقية للأصول في حالة توقف النشاط.

غير أن الأصيل قد يتعرض للخسارة نتيجة أخلاق الوكيل وعدم بذله العناية الكافية لتعظيم عائد الأصيل، فإذا كان المسير انتهازياً وتمكنا من الاستراتيجيات التي تسمح بتحييد مصالح

¹ - Entreprises managériales.

المساهمين فسيضر بمصالح هؤلاء. فالمسير الانتهازي يبحث عن الاستفادة من نقاط الضعف والثغرات في العقود، هذا السلوك الانتهازي ينجم عنه تضارب في المصالح.

وألفت نظرية الوكالة الضوء على المشاكل التي تنشأ نتيجة تعارض المصالح وضرورة زيادة الاهتمام والتفكير في وضع القوانين واللوائح التي تعمل على حماية مصالح المساهمين والحد من التلاعب المالي والإداري (سليمان، 2006، ص. 13).

2- أزمات الأسواق المالية

إن انفجار الأزمة المالية الآسيوية عام 1997 وما رافقها من فضائح مالية (أدت إلى إفلاس العديد من الشركات والبنوك الكبرى على مستوى العالم) هزت ثقة المساهمين والمستثمرين بالشركات سواء الوطنية أو متعددة الجنسيات. وكان مبعث انعدام الثقة ينطلق من عدم قدرة هيئات الرقابة على التنبؤ بفشل مؤسسات الأعمال وما يدور داخل دوائر أصحاب القرار فيها ومدى التجاوز الإداري والقانوني للحصول على منافع خاصة والاقتراض بلا حدود وارتفاع نسبة قروض المجاملة التي تمنح لاعتبارات شخصية وسياسية وحصول الشركات على مبالغ هائلة من الديون قصيرة الأجل وإخفاء هذه الديون من خلال طرق ونظم محاسبية مبتكرة كل ذلك يحدث دون تمكين المساهمين من الاطلاع على هذه التجاوزات. وإزاء ذلك أخذت قضية البحث عن سبل ووسائل للرقابة على أعمال تلك الشركات والبنوك من أجل الحفاظ على حقوق المساهمين وضمان قيام المؤسسات بدورها دون الفساد المالي والإداري تستأثر باهتمام الباحثين، السياسيين، الحكومات والبرلمانات وحتى الهيئات الدولية. تبلور هذا الاهتمام في إصدار العديد من التشريعات القانونية تؤسس لمفهوم حوكمة الشركات وبلورت أبعاده المعرفية والتطبيقية (الريبيعي وراضي، 2011، ص. 15-16).

3- الانهيارات المالية لكبرى الشركات

أدت الانهيارات المالية في العديد من البلدان إلى التفكير في كيفية حماية المستثمرين من أخطاء مجلس إدارة الشركات، وقد أسفر ذلك عن الاهتمام بالدور الذي يلعبه مفهوم حوكمة الشركات في التأكيد على الالتزام بالسياسات والإجراءات الرقابية وعلى دورها في جذب الاستثمارات وتدعيم اقتصاديات الدول. وذلك من خلال وضع أسس للعلاقة بين مجلس الإدارة والمسيرين والمساهمين وأصحاب المصالح بالشكل الذي يؤدي إلى وجود شفافية في التعامل بين هذه الأطراف

والتي تؤدي إلى منع حدوث مثل هذه الانهيارات المالية في المستقبل، وقد أصبح من الواضح تماما أن تطبيق مفهوم حوكمة الشركات يحدد بدرجة كبيرة مصير الشركات واقتصاديات الدول (سليمان، 2006، ص. 12).

4- العولمة المالية

خلال عقد الثمانينات من القرن العشرين بدأت العولمة المالية تبرز وبشدة خاصة مع ارتفاع التدفقات المالية ما بين الدول وتقليل الحواجز المفروضة أمام التجارة الدولية وإلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال والأصول المالية وزيادة تكامل النظم المالية المحلية للدول مع الأسواق والمؤسسات المالية الدولية هذا التكامل يتطلب قيام الحكومات المحلية بتحرير القطاع المالي. وأكدت دراسة (Demirguc-Kunt & Detragiache, 1998) والتي أجريت على 53 دولة خلال الفترة الممتدة من 1980 إلى 1995 والتي كانت بعنوان التحرير المالي والهشاشة المالية أكدت على أن سياسة التحرير المالي تزيد من احتمال حدوث الأزمات المصرفية. ولهذا زاد دافع اهتمام الجهات التشريعية والحكومية وغير الحكومية في بلدان العالم بقضية حوكمة الشركات، فوجود نظم ضعيفة للحوكمة سيؤدي إلى تحمل هذه الشركات ومن ثم اقتصاديات دولها للعديد من النتائج السلبية الخطيرة.

5- صعود المساهمين المؤسسيين

يرجع تأخر ظهور حوكمة الشركات إلى الدور المحدود للمساهمين المؤسسيين في الشركات، ففي فرنسا مثلاً أدى الصعود القوي للمساهمين المؤسسيين خاصة منهم صناديق التقاعد الأمريكية وكبار المستثمرين الأجانب في بورصة باريس إلى المطالبة بتبني الشركات الكبرى لقواعد حوكمة شركات مشابه لما هو موجود في الو.م.أ (Wiedemann-Goiran & al, 2003, p. 106).

6- أسباب أخرى

بالإضافة لهذه الأسباب توجد أسباب كثيرة لظهور حوكمة الشركات تتمثل فيما يلي (بن درويش، 2007، ص. 17):

- التوجه إلى الخصوصية استدعى وضع معايير تكفل سلامة أوضاع المؤسسات العامة محل الخصوصية؛

- حماية حقوق صغار المساهمين وأصحاب المصالح بالشركة من احتمال تواطؤ كبار المساهمين مع الإدارة لتحقيق غاياتهم الشخصية؛
- غياب التحديد الواضح لمسؤولية مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين أمام أصحاب المصالح والمساهمين.

بعد التعرف على الجانب التاريخي لحوكمة الشركات وأسباب ظهورها يتعين علينا التعمق أكثر في هذا المفهوم من خلال التطرق إلى الجدل القائم حول هذا المصطلح ومختلف تعريفاته بالإضافة إلى أهميته.

المطلب الثاني: ماهية حوكمة الشركات

خصص هذا المطلب لإبراز الصعوبات الكبيرة للوصول إلى فهم موحد لحوكمة الشركات سواء للمصطلح (كترجمة) أو للمفهوم، فلا يوجد اتفاق ما بين الجميع حول الترجمة الصحيحة لمصطلح (Corporate Governance) كما أن تعدد مقاربات حوكمة الشركات أدى إلى صعوبة الوصول إلى تعريف مفهوم ومقروء لدى الجميع. كما عرجنا أيضا على الأهمية الكبيرة التي يتميز بها هذا المفهوم.

أولا: مصطلح حوكمة الشركات

حسب اللجنة الأوروبية (1996) CE استعمل مصطلح الحوكمة خلال القرن 13 من أجل تعريف الحكومة أو فن الحكم¹ ويعد مصطلح حوكمة الشركات ترجمة عربية للمصطلح الإنجليزي «corporate governance» هذه الترجمة غير مقبولة لدى الجميع فهناك اختلاف قد يرقى للكبير في هذا المجال. ويرى (الربيعي وراضي، 2011) أن الترجمة التي أعطاها مجمع اللغة العربية في القاهرة (حوكمة الشركات) لا تتضمن المفهوم بكل جوانبه، فما زال هناك بعض الخلط في المعنى والمضمون ولا تزال تتداول لهذا المصطلح في الأدبيات العربية العديد من المفردات مثل الحاكمية، التحكم المؤسسي، الحاكمية المؤسسية، الحكم الرشيد، مجلس الأمناء ومحكومة الشركة (ص. 20). وهناك تسميات أخرى مثل حكم الشركات وحكمانية الشركات بالإضافة إلى عدد من البدائل مثل أسلوب ممارسة سلطة الإدارة بالشركة، أسلوب الإدارة المثلى، القواعد الحاكمة للشركات وغيرها. رأى مجمع اللغة العربية أن ترجمة حوكمة الشركات هي الأقرب لأنها تحافظ على جذر

¹ - Art de gouverner

الكلمة المتمثل في (ح ك م) وقد تم اقتراح هذا المصطلح من قبل الأمين العام لمجمع اللغة العربية واستحسن عدد من المتخصصين في مجال اللغة العربية ومنهم مركز دراسات اللغة العربية بالجامعة الأمريكية بالقاهرة هذا المصطلح (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2004، ص ص. 10-12). ويميل الباحث لهذا المصطلح ويرى بأنه يؤدي المعنى بشكل مناسب لذلك استعمل هذا المصطلح في هذه الدراسة.

أما مجمع اللغة العربية الأردني فقرر اعتماد مصطلح الحاكمية المؤسسية بقراره رقم 200406. في حين اقترحت لجنة عمل مكونة من جمعية حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة، ومنتدى رؤساء المؤسسات وكذا جمعية المنتجين الجزائريين للمشروبات وبدعم من وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية في الجزائر باقتراح مصطلح الحكم الراشد للمؤسسة وهذا وفق ما جاء في ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر (GOAL, 2009).

ثانياً: مفهوم حوكمة الشركات

مع الخلل الموجود في تسيير المؤسسات أصبح لمفهوم حوكمة الشركات أهمية كبيرة خاصة مع تغير هيكل الملكية والصعود القوي للمساهمين المؤسسيين بالإضافة إلى الضغط الكبير لظاهرة العولمة وبخاصة عولمة الأسواق المالية. هذه الحركية ظهرت في الولايات المتحدة وبعدها المملكة المتحدة بمعنى أنها ظهرت في الاقتصاديات أين المؤسسات الكبيرة يتم تمويلها من خلال الأسواق المالية، قبل أن تصل إلى باقي الدول التي تتبع النظام الرأسمالي. هذا التطور الكبير للرأسمالية لا يمكن أن لا يرافقه من طرف الهيئات الدولية الكبيرة مثل منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) والإتحاد الأوروبي (UE)، هذه الهيئات تعتبر حوكمة الشركات عاملاً للكفاءة الاقتصادية (Yalaoui, 2012, p. 15).

منذ تحليل (Coase, 1937) ارتكز مفهوم حوكمة الشركات خاصة على المقاربة القانونية والتي ارتكزت عليها دراسات كل من (Alchain & Demsetz, 1972؛ Jensen & Meckling, 1976؛ Grossman & Hart, 1986؛ Rajan & Zingales, 1997). حسب هذه المقاربة يمكن اعتبار حوكمة الشركات بأنها مجموعة الإجراءات الموضوعية من طرف المؤسسة مثل عمل هيئات حوكمة الشركات، إجراءات اتخاذ القرارات، العلاقات ما بين المتعاملين الاقتصاديين وغيرها من الآليات التنظيمية لعمل المؤسسة، باختصار كل واجبات المؤسسة باعتبارها شخصية معنوية.

غير أن المقاربة القانونية ليست الوحيدة التي يمكن تناولها عند دراسة حوكمة الشركات فهذا المفهوم يمكن دراسته من جوانب متعددة الأدبيات، ونتيجة لذلك تعريف حوكمة الشركات بعيد من أن يكون متجانسا فهو راجع لوجهة النظر الخاصة بكل دارس لهذا المفهوم. لذلك يجب التأكيد على التحليل الاقتصادي، فالمؤسسة بالإضافة لكونها ظاهرة قانونية فهي أيضا ظاهرة اقتصادية (Fenàndez, 2012, p. 40).

ويرى (الربيعي وراضي، 2011) أن هناك مدخلين لدراسة حوكمة الشركات؛ المدخل الضيق (البعد الداخلي) الذي ينظر لحوكمة الشركات على أنها واحدة من الآليات الداخلية التي يعتمدها المساهمون للاطمئنان على أموالهم المستثمرة في الشركة والوثوق بأن مسيري الشركات يعملون جاهدين لخدمة مصالح المساهمين وعدم التفریط فيها. وتعود جذور هذا المدخل إلى آدم سميث الذي يعتقد بأن مسيري الشركات لا يعملون عادة على تحقيق مصالح المساهمين بصورة كفؤة، وهذا ما سمي فيما بعد بمشكل الوكالة الناجم عن الفصل بين الملكية والإدارة. أما المدخل الواسع لمفهوم حوكمة الشركات فيذهب أبعد من العلاقة بين الملكية والإدارة ومجرد مجموعة العلاقات وتقسيم الصلاحيات بين من يملك ومن يدير رأس المال إلى فضاء أرحب يتعلق ببيئة العمل العامة من تشريعات وإجراءات وسياسات تعمل على الرقابة على الفساد وسوء الإدارة والترويج لقيم الاقتصاد الحر، هذه القيم تشمل المساءلة والشفافية وسيادة القانون والعدالة والمسؤولية الاجتماعية (ص ص. 20-21).

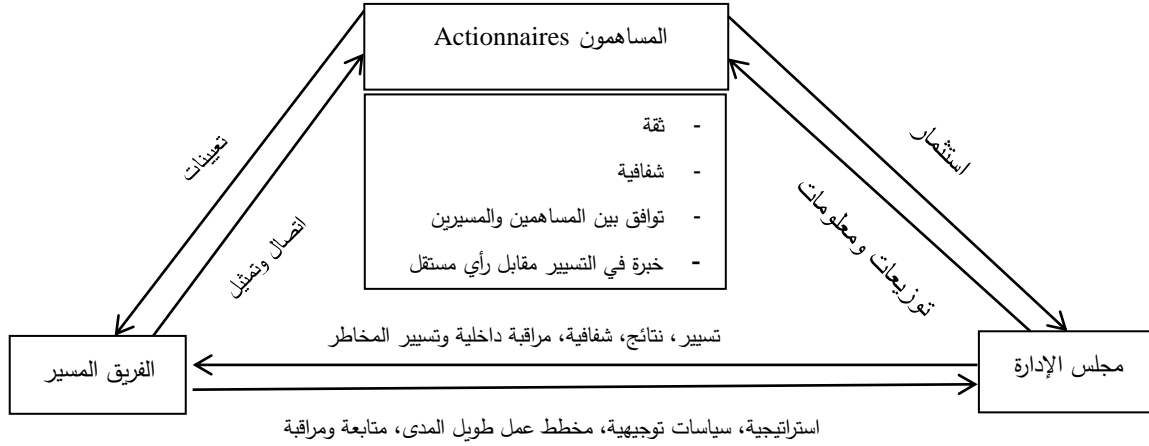
يتبنى (Charkham, 1994) مقارنة تنظيمية¹ لحوكمة الشركات ويرى أن تحليل المنظمات يركز على هذه الأخيرة. فحوكمة الشركات تؤثر كثيرا على سيرورة العمليات² التنظيمية، هذه الأخيرة تسمح بمراقبة قرارات وتصرفات المسيرين. من الأهداف الأساسية لحوكمة الشركات نقادي الاحتيال في المعلومات الناتج عن عدم التحلي بأخلاقيات الأعمال داخل المؤسسة هذا من جهة. ومن جهة أخرى تسهيل امتلاك سيرورة العمليات التنظيمية التي تسمح للمؤسسة بتحقيق أهدافها المحددة. وحسب (Deloitte & Touche, 2002) كل عضو (هيئة) في المؤسسة له مكانة محددة داخل الهرم الافتراضي الذي يبين الحقوق والواجبات لكل عضو والعلاقات ما بين مختلف

¹ - Organisationnelle.

² - Processus.

الأعضاء (الملاك، مجلس الإدارة والفريق المسير). ويمكن تمثيل هذه الهيئات والتفاعلات التي تحدث فيما بينها من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (1-1) : الهيئات الأساسية لاتخاذ القرارات والتفاعلات فيما بينها



Source : (Fenàndez, 2012, p. 40).

يحدد الشكل (1-1) الهيئات الأساسية في سيرورة العمليات داخل المؤسسة وهي:

- المساهمون أو ملاك المؤسسة؛
- مجلس الإدارة (أو مجلس المراقبة) والمكلف بالتحقق من أن أنشطة المؤسسة مطابقة ومتوافقة مع عقدها التأسيسي ومع القوانين الداخلية والخارجية؛
- فريق التسيير والمكلف بالسير الحسن للعمليات داخل المؤسسة.

حسب نظرية الوكالة التفاعل ما بين هذه الهيئات لا يخلو من التعارض في المصالح والذي يمكن أن يحدث خاصة ما بين المساهمين والمسيرين، ويرى (Aoki, 2001) أن حوكمة الشركات تمثل المرجعية التي تبيّن الحقوق والواجبات لمختلف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

يرى الباحث أن مفهوم حوكمة الشركات يرتكز على ثلاث مقاربات أساسية من الناحية الاقتصادية؛ المقاربة الإدارية (التنظيمية) والتي تركز على تنظيم العلاقات ما بين الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة من خلال تحديد حقوق وواجبات كل طرف والتفاعلات ما بين الأطراف مع وضع آليات لتحديد الأهداف وكيفية تحقيقها. أما المقاربة المحاسبية ومراجعة الحسابات فترتكز على وضع الآليات التي تسمح بمراقبة المؤسسة ونزاهة التقارير المالية وتسيير المخاطر. وفي الأخير المقاربة المالية والتي تعتبر حوكمة الشركات وسيلة لتحقيق معدلات عوائد مقبولة على

رؤوس الأموال المستثمرة مع تعظيم قيمة المؤسسة، وللتفصيل في هذه المقاربات نتطرق لمجموعة من التعريفات لأهم الكتاب والباحثين والهيئات.

1- المقاربة الإدارية (التنظيمية)

تركز هذه المقاربة على تنظيم العلاقات ما بين الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة، وحسب منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) (2004) يشير مفهوم حوكمة الشركات إلى: "مجموعة العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس الإدارة والمساهمين فيها ومجموعة أصحاب المصالح الآخرين. وتوفر تلك العلاقات الهيكل الذي يمكن من خلاله وضع أهداف الشركة وتقرير الوسائل لبلوغ تلك الأهداف ومراقبة الأداء" (الربيعي وراضي، 2011، ص. 27).

يعتبر هذا التعريف الأكثر استعمالاً ما بين الباحثين والدارسين لحوكمة الشركات ويرتكز على تنظيم العلاقات ما بين أصحاب المصالح وخلق مرجعية لتسييرها، فالتضارب بين مصالح المساهمين والمسيرين والمقرضين وباقي الأطراف يستوجب وضع مرجعية تحدد حقوق وواجبات كل طرف، كما تحدد الآليات التي يتم من خلالها وضع أهداف المؤسسة وكيفية تحقيق هذه الأهداف بما يسمح بوضوح الرقابة على عملية التنفيذ.

حسب (Caussain, 2005) يمكن تعريف حوكمة الشركات بأنها: "مجموعة من الأسس التي تعمل على تنظيم العلاقات بين مجلس الإدارة والمساهمين والمسيرين في المؤسسات المدرجة في البورصة والأسواق المالية" (p. 42).

ويقترح (Scheid (2005) التعريف التالي: "حوكمة الشركات هي توزيع الأنشطة¹ ما بين الشركاء، مجلس الإدارة والفريق المسير. وترتكز أفكار الحوكمة على آليات عمل هيئات إدارة المؤسسة".

وحسب (Paulet (2003) يهدف مفهوم حوكمة الشركات إلى تفسير توزيع السلطات داخل المنظمة، هذه الأخيرة لا تعتبر كيانا متجانسا ولكن تعتبر مكانا لالتقاء المصالح المتعارضة لمسيريها وملاكها (مساهميها) (القضاة، 2013، ص. 8).

وتعرف حوكمة الشركات حسب (Aim (2006) بأنها: "تنظيم للسلطات داخل المؤسسة من أجل إحداث أحسن توازن بين هيئات التسيير، هيئات الرقابة والمساهمين" (Yalaoui, 2011, p. 17).

¹ - Tâches.

ترتكز هذه التعاريف على فكرة تنظيم العلاقات ما بين المسيرين، المساهمين ومجلس الإدارة (أو المراقبة) من حيث الأنشطة، السلطات والمسؤوليات مع إيجاد أحسن توازن فيما بينها.

وحسب (Writz, 2008) يمكن تعريف حوكمة الشركات بأنها: "شكل من القيادة¹ متعددة الأطراف لا تكون القرارات فيها خاصة بشخص واحد ولكن تكون ثمرة استشارة لجميع الأطراف ذات المصلحة مع دراسة متأنية للآراء التي تقبل وترفض القرارات حسب مصالحهم المختلفة" (p.16).

يركز هذا التعريف على شكل القيادة التي لا تحتكر بيد شخص الرئيس المدير العام وإنما تشارك فيها كل الأطراف ذات المصلحة وهو ما يصعب تحقيقه وقد يضعف من أداء المؤسسة لأن القرارات الوسطية التي تحاول إرضاء جميع الأطراف عادة ما تكون أقل فعالية.

كما قامت مؤسسة التمويل الدولية IFC بتعريف حوكمة الشركات بأنها: "النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركة والتحكم في أعمالها".

هذا التعريف مهم جدا ويرى بأن حوكمة الشركات عبارة عن نظام متكامل يحدد طريقة إدارة الشركة من حيث تنظيم العلاقات ما بين الهيئات الفاعلة والتحكم في أعمالها لكي لا تخرج عن الاطار المسطر له فلا تحدث تجاوزات من طرف أي هيئة.

أما التعريف الأكثر شيوعا لدى الباحثين في فرنسا فهو تعريف (Charreaux, 1997) ويعرف حوكمة الشركات بأنها: "مجموعة الميكانيزمات التنظيمية التي تهدف لتحديد سلطات المسيرين والتأثير على قراراتهم، بعبارة أخرى تحكم قيادتهم وتعرف مجال سلطاتهم" (pp. 421-422).

يركز هذا التعريف على المسيرين ويرى بأن حوكمة الشركات عبارة عن آليات تنظيمية تضبط مجال عمل المسيرين من خلال تحديد سلطاتهم ومجال قيادتهم حتى لا تتجاوز الأهداف المسطرة.

وفق المقاربة التنظيمية يرى الباحث أن حوكمة الشركات هي مجموعة القواعد التي تحدد العلاقات ما بين الأطراف الفاعلة في إدارة الشركة وكل الأطراف ذات المصلحة والتي تحدد أيضا المهام، السلطات والمسؤوليات كما توفر المرجعية (المكتوبة) التي يتم من خلالها تحديد الأهداف ووسائل تحقيقها بالإضافة إلى الرقابة على الأداء.

¹ - Pilotage.

2- المقاربة المحاسبية ومراجعة الحسابات

ترتكز هذه المقاربة على الآليات التي تسمح بمراقبة المؤسسة ونزاهة التقارير المالية خاصة من خلال مراجعة الحسابات (Audit comptable) وتسيير المخاطر. ومن التعاريف الأكثر قبولاً وانتشاراً التعريف الذي جاءت به لجنة (Cadbury, 1992) والذي يعرف حوكمة الشركات بأنها: " النظام الذي يتم بواسطته توجيه ورقابة الشركات ".

كما عرف (Shleifer & Vishny, 1999) حوكمة الشركات بأنها: "نظام متكامل للرقابة المالية وغير المالية والذي يتم عن طريقه إدارة الشركة والرقابة عليها".

أما (Demirag (1998) فعرف حوكمة الشركات بأنها: "نظام تتم بواسطته الإدارة والرقابة للمحاسبين والملاك المختلفين، هذه الرقابة تقود إلى تأثير غير مباشر على سوق المال" (راضي، 2011، ص. 426)

ترتكز هذه التعاريف على دور الرقابة في ضمان السير الحسن والإدارة الجيدة للمؤسسة. وعرفها المجلس الأعلى للإشراف على مهنة المحاسبة والمراجعة (PCOBA) بأنها: "الأنشطة الرقابية التي يتخذها مجلس الإدارة ولجنة المراجعة لضمان نزاهة عملية التقارير المالية". في حين عرف معهد المراجعين الداخليين (IIA, 2003) حوكمة الشركات بأنها: "التعامل بإجراءات معينة من جانب ممثلين ذات المصلحة في الشركة بما يتضمن الإشراف على الإجراءات المحددة من جانب إدارة الشركة فيما يتعلق بالخطر والرقابة، ومتابعة هذه الإجراءات للتحقق من فعالية الرقابة في مواجهة المخاطر، وبما يهيئ الظروف المناسبة لتحقيق أهداف الشركة وتوليد القيمة والمحافظة عليها على مستوى التنظيم" (راضي، 2011، ص. 430).

وفق هذه المقاربة يرى الباحث أن حوكمة الشركات هي نظام متكامل للرقابة المالية وغير المالية تسعى المؤسسة من خلال مجلس الإدارة ولجنة المراجعة لتحقيق رقابة فعّالة على المسيرين لصالح المساهمين بالدرجة الأولى وتحقيق أهداف المؤسسة والسهر على نزاهة التقارير المالية.

3- المقاربة المالية

تعتبر هذه المقاربة حوكمة الشركات بأنها وسيلة لتعظيم قيمة المؤسسة وتحقيق معدلات عوائد مقبولة على رؤوس الأموال المستثمرة، وقد عرف (Coleman & Biekpe, 2006) حوكمة

الشركات بأنها: "مجموعة من النظم والإجراءات التي تعظم المناخ التنظيمي للشركة بما يعظم الأداء المالي ويقوي المركز التنافسي للشركة".

وتعرف حوكمة الشركات حسب (Nitkim, 2007) بأنها: "مجموعة الطرق التي يمكن من خلالها لموردي الأصول من تحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم وضمان استردادها".

كما تعرفها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE, 1998) بأنها: "مجموعة من القواعد والحوافز التي تهتدي بها إدارة الشركات لتعظيم ربحية الشركة وقيمتها على المدى البعيد لصالح المساهمين" (راضي، 2011، ص. 426).

وقام (Shleifer & Vishny, 1997) بتعريف حوكمة الشركات بأنها: "آلية التعامل مع الأطراف، والتي يطمئن بموجبها الممولون على عائد مجزي على استثماراتهم، والتي تبين علاقة شركة المساهمة بجميع الأطراف ذات المصلحة".

وعرفها (Denis & Mc connel, 2003) بأنها: "مجموعة من الآليات - سواء المؤسسية أو المعتمدة على السوق- التي تحفز وحدات الرقابة الذاتية في المؤسسة لتأدية عملية اتخاذ القرارات والتي تزيد من قيمة الشركة للمالكين".

يرى (الربيعي وراضي، 2011، ص. 28) أن مفهوم حوكمة الشركات ينصرف إلى تلك الطرق التي يتم من خلالها حماية حقوق موردي الأموال للشركة وتأمين حصولهم على عائد عادل. إن الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات تخفض مخاطرة مصادرة ملكية الخارجيين من طرف الداخليين وتضمن في ذات الوقت تخفيض تكلفة رأس المال بالنسبة للمصدرين والدول على السواء.

تتمثل حوكمة الشركات وفق المقاربة المالية حسب الباحث في مجموعة من الآليات الداخلية والخارجية تهدف لتحقيق تسيير أمثل لأموال المستثمرين بما يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة وتحقيق عائد عادل على الأصول المالية واسترجاع قيمة هذه الأصول.

ثالثاً: أهمية حوكمة الشركات

ازداد الاهتمام بحوكمة الشركات خاصة بعد الإفلاسات والانهيارات والأزمات التي عرفتتها كبرى الاقتصاديات وكذا الاقتصاديات الناشئة، وتوصل الباحثون إلى أن ضعف أنظمة حوكمة الشركات ساهم كثيراً في الفساد المالي والإداري، فالشركات بل والدول التي تكون أنظمتها لحوكمة

الشركات ضعيفة تكون أكثر عرضة للفضائح المالية. فالعولمة وما صاحبها من تحرير وتدويل للاقتصاد والتطور في الاتصالات والتكامل بين الأسواق المالية والتحويلات في ملكية الشركات خاصة مع زيادة عدد المستثمرين زادت من الحاجة لقواعد حوكمة الشركات (سليمان، 2006، ص 26-27).

ويرى (كافي، 2013) أن لحوكمة الشركات أهمية بالنسبة للاقتصاد ككل، فالمشاكل الناجمة عن ضعف حوكمة الشركات لا ترجع فقط لفشل الاستثمارات، بل تمتد إلى ضعف مستويات الثقة العامة في بيئة الأعمال كلها. فالمسألة ليست مجرد انهيار سمعة القليل من الشركات أو المدراء بل تمتد لفقدان مصداقية النظام الاقتصادي كله. فحوكمة الشركات تحقق العديد من المكاسب فهي تسمح بتحسين الأداء وتخفيض تكاليف الحصول على رأس المال، كما تسمح لحملة الأسهم بتعظيم القيمة على المدى الطويل، وأخيرا تعد مكسبا للاقتصاد القومي من خلال النشاط المستقر والأكثر كفاءة للشركات التي تعمل في ظلها. وتعمل حوكمة الشركات على كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركة وتدعيم تنافسيتها بالأسواق بما يمكنها من جذب مصادر تمويل محلية ودولية للتوسع والنمو، ويجعلها قادرة على خلق فرص عمل جديدة مع الحرص على تدعيم استقرار أسواق المال والأجهزة المصرفية الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة والتنمية الاقتصادية المطلوبة (ص ص 217-218).

إن عملية جذب مصادر رأس المال بقدر كبير من التحديات، وقد أصبح المستثمرون ومن بينهم المؤسسات الاستثمارية يوضحون أنهم ليسوا على استعداد لتحمل نتائج سوء الإدارة والفساد الإداري والمالي وما يترتب عليه من تفضيل مصالح المسيرين على مصالح المستثمرين، وأصبحوا يطالبون بالأدلة والبراهين على أن الشركات تسير وفق أساليب إدارية سليمة قبل الالتزام بتمويل المؤسسات. كما يشترط المستثمرون توفير قوائم مالية تم إعدادها على أساس معايير ذات درجة عالية من الشفافية والدقة والوضوح من أجل اتخاذ قرارات سليمة بشأن استثماراتهم. وقد أصبح هذا المطلب غير قاصر على الأسواق الدولية وإنما أصبح مطلبا للأسواق المحلية ولكافة الدول كي تنمو وتزدهر وتصل إلى الأسواق العالمية (سليمان، 2006، ص 27).

ويرى (كافي، 2013) أن حوكمة الشركات قاعدة أساسية لتطوير الاقتصاد من النواحي:

- النواحي المالية للمنظمات: حيث تهدف إلى زيادة الإفصاح والشفافية في التقارير المالية؛

- النواحي الإدارية للمنظمات: وتهدف إلى تحسين وتطوير إدارة المنظمة ومساعدة المديرين ومجلس الإدارة على بناء استراتيجية سليمة وضمان اتخاذ قرارات سليمة تضمن العدالة لجميع الأطراف ذات المصلحة؛

- النواحي القانونية والتشريعية: وتهدف إلى زيادة الانضباط في السوق وضمان جميع الحقوق؛
- النواحي الاجتماعية: وتهدف الحوكمة إلى تجنب حدوث الأزمات في الاقتصاد وما له من أثر على جميع أطراف المجتمع (ص. 222).

وتوفر حوكمة الشركات حسب (Singh & Davidson, 2003) الحافز لمجلس الإدارة لتحقيق الأهداف التي تصب في مصلحة الشركة وتجعل المساهمين أكثر اطمئنانا على استثماراتهم من خلال إيصال المعلومات الكافية للمساهمين بشأن القرارات المتخذة والمسائل الجوهرية، بالإضافة إلى العمل على تعظيم قيمة الشركة.

وحسب (Shil, 2008) يساهم التطبيق الجيد والفعال للمتطلبات القانونية والتنظيمية لحوكمة الشركات في بناء وتحسين سمعة الشركات كون هذه الأخيرة ستحترم حقوق مساهميها ودائنيها والمتعاملين معها وتضمن الشفافية والمساءلة مما يرفع من مستوى الثقة بالشركة ويسمح بزيادة المبيعات والأرباح في النهاية. كما أن تفعيل مبادئ حوكمة الشركات يسمح للشركات بتخفيض تكلفة رأس المال وزيادة قيمة الأصول والقدرة على جذب العملاء وشركاء العمل المميزين وأصحاب الكفاءات وتعمل على تحقيق التنمية المستدامة على المدى البعيد.

ويحدد (كافي، 2013) أهمية حوكمة الشركات في النقاط التالية (ص. 222):

- العدالة والشفافية في معاملات الشركات وحق المساءلة بما يسمح لكل ذي مصلحة مراجعة الإدارة حيث أن حوكمة الشركات تقف في مواجهة الفساد؛
- حماية المساهمين بصفة عامة وتعظيم عائدهم وذلك بتبني معايير الشفافية في التعامل معهم لمنع حدوث الأزمات الاقتصادية؛
- منع المتاجرة بالسلطة في الشركة وذلك بضمان وجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين؛
- ضمان مراجعة الأداء المالي وحسن استخدام أموال الشركة من خلال تكامل نظم المحاسبة والمراجعة؛

- الإشراف على المسؤولية الاجتماعية للشركة في ضوء قواعد الحوكمة الرشيدة؛
 - تحسين الإدارة داخل الشركة والمساعدة على تطوير الاستراتيجيات وزيادة كفاءة الأداء.
- ويضيف (سليمان، 2006، ص ص. 28-29) ما يلي:

- تخفيض المخاطر المتعلقة بالفساد المالي والإداري التي تواجهها الشركات والدول؛
- رفع مستويات الأداء للشركات وما يترتب عليه من دفع عجلة التنمية والتقدم الاقتصادي للدول التي تنتمي إليها تلك الشركات؛
- جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع رأس المال المحلي على الاستثمار في المشروعات الوطنية؛
- زيادة قدرة الشركات الوطنية على المنافسة العالمية وفتح أسواق جديدة لها؛
- الشفافية والدقة والوضوح في القوائم المالية التي تصدرها الشركات وما يترتب على ذلك من زيادة ثقة المستثمرين بها واعتمادهم عليها في اتخاذ القرارات.

من خلال هذا المطلب تم مناقشة إشكالية مصطلح حوكمة الشركات ومختلف المقاربات التي عالجت هذا المفهوم وتوصلنا لعدم وجود اتفاق تام بين الباحثين فيما يخص المصطلح والمفهوم مع الإشارة إلى تبني الباحث لمصطلح حوكمة الشركات وللمقاربة الإدارية-المالية، كما تم الحديث عن أهم العناصر التي أعطت أهمية كبيرة لهذا المفهوم.

المطلب الثالث: أبعاد وأهداف حوكمة الشركات

خصص هذا المطلب لدراسة أبعاد حوكمة الشركات وهي سبعة أبعاد أساسية بالإضافة إلى التطرق لأهم الأهداف التي يسعى هذا الفكر لتحقيقها.

أولاً: أبعاد حوكمة الشركات

يقسم (راضي، 2011) أبعاد حوكمة الشركات إلى سبعة أبعاد أساسية تتمثل في (ص ص.

430-432):

1- البعد الإشرافي

تعني حوكمة الشركات من خلال هذا البعد دعم وتفعيل الدور الإشرافي لمجلس الإدارة على أداء الإدارة التنفيذية والأطراف ذات المصلحة ومن بينهم أقلية المساهمين وقد أكدت على ذلك هيئة

الإشراف والرقابة على سوق الأوراق المالية الأمريكية في توصياتها الصادرة بشأن تحسين مستوى حوكمة الشركات بأنه يجب أن يتسع ويتنوع نطاق الدور الإشرافي لمجلس الإدارة ليشمل متابعة إجراءات إدارة المخاطر لحماية حقوق المساهمين.

2- البعد الرقابي

تعني حوكمة الشركات من خلال هذا البعد دعم وتفعيل الرقابة سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي للشركة؛ فعلى المستوى الداخلي فإن تدعيم وتفعيل الرقابة يكون معنيا بتفعيل نظم الرقابة الداخلية ونظم إدارة المخاطر ووظيفة المراجعة الداخلية، فضلا عن الفصل في المهام بين رئيس مجلس الإدارة والرئيس المدير العام مع تحديد خطوط واضحة السلطات والمسؤوليات وتصميم نظم المساءلة على مختلف المستويات. أما على المستوى الخارجي فإن تدعيم وتفعيل الرقابة يكون معنيا بالقوانين واللوائح وقواعد التسجيل في البورصة وإتاحة الفرصة لحملة الأسهم والأطراف ذات المصلحة في الرقابة، فضلا عن توسيع نطاق مسؤوليات المراجع الخارجي وتدعيم استقلاليته.

3- البعد الأخلاقي

يعني البعد الأخلاقي لحوكمة الشركات العمل على خلق وتحسين البيئة الرقابية بما تشمله من قواعد أخلاقية ونزاهة وأمانة ونشر ثقافة حوكمة الشركات على مستوى إدارات الشركات وبيئة الأعمال بصفة عامة.

4- الاتصال وحفظ التوازن

تعني حوكمة الشركات من خلال هذا البعد العمل على تصميم وتنظيم العلاقات بين الشركة ممثلة في مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية من جهة والأطراف الخارجية ذات المصلحة أو الجهات الإشرافية والرقابية والتنظيمية من جهة أخرى. فيجب أن يحكم الإخلاص العلاقة بين مجلس الإدارة وحملة الأسهم، بينما يجب أن تحكم العدالة علاقة الشركة بالمستخدمين، ويجب أن يحكم الالتزام علاقة الشركة بالهيئات والمنظمات الحكومية.

5- البعد الاستراتيجي

تعني حوكمة الشركات من خلال هذا البعد التركيز على صياغة استراتيجيات الأعمال والتشجيع على التفكير الاستراتيجي، ويجب أن يتولى مجلس الإدارة صياغة استراتيجية الشركة.

6- نظام المساءلة

تعني حوكمة الشركات من خلال هذا البعد الإفصاح عن أنشطة وأداء الشركة والعرض أمام المساهمين وغيرهم ممن يحق لهم قانوناً مساءلة الشركة، وفي إطار مفهوم حوكمة الشركات فإن الأطراف التي يجب مساءلتها هي مجلس الإدارة، الإدارة التنفيذية والمراجعين المستقلين. أما الأطراف التي يحق لها قانوناً المساءلة فهي كافة الأطراف المهتمة بالشركة، أما جوانب المساءلة فيجب أن تشمل تقييم مدى التزام كل طرف من الأطراف بدوره في التطبيق الجيد لمبادئ حوكمة الشركات.

7- الإفصاح والشفافية

تعني حوكمة الشركات من خلال هذا البعد تعزيز وتحسين الإفصاح والشفافية عن كافة جوانب الشركة. وينبغي أن يضمن القيام بالإفصاح السليم وفي الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة والمتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي للشركة وحقوق الملكية وحوكمة الشركات.

بعد تحديد أهم الأبعاد التي تركز عليها حوكمة الشركات والتي يجب الالتزام بها من أجل حماية حقوق جميع الأطراف ذات المصلحة ومن أجل التطبيق الجيد لمبادئ حوكمة الشركات، يجب الحديث عن أهم الأهداف التي تسعى هذه الأخيرة لتحقيقها.

ثانياً: أهداف حوكمة الشركات

وجدت حوكمة الشركات من أجل معالجة الخلل الموجود في هياكل تسيير شركات المساهمة نتيجة انفصال الملكية عن الإدارة وظهور ما يسمى بتكلفة الوكالة، فإمكانية إخلال الوكيل بالمهام الموكلة إليه والوصول إلى الأهداف الموضوعية له، جعل من حوكمة الشركات ضرورة لإصلاح هذا الخلل. ويرى الباحث أن الهدف الرئيسي لحوكمة الشركات هو إعطاء مرجعية (مكتوبة) تبين حقوق، واجبات، سلطات، مسؤوليات، التزامات وعوائد كل الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة بالإضافة إلى الأهداف العامة (الاستراتيجية) والفرعية التي تسعى المؤسسة لتحقيقها بما يسمح بتقادي التضارب في المصالح، وفي الحالة المعاكسة (وجود تضارب) توجد المرجعية التي يمكن العودة إليها من أجل حل هذا التضارب، باختصار تحديد قواعد اللعبة.

ويرى (Maureen, 2004) أن حوكمة الشركات تساعد على تحسين إدارة الشركة من خلال مساعدة المسيرين ومجالس إدارة الشركات على تطوير استراتيجية سليمة للشركة وضمان اتخاذ قرارات الاندماج والسيطرة على أسس سليمة، مما يساعد الشركة على جذب الاستثمارات بشروط جيدة وتحسين كفاءة إدارة الشركة.

ويؤكد (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005) على الشفافية في معاملات الشركات وفي إجراءات المحاسبة والمراجعة المالية، فحوكمة الشركات تقف في مواجهة الفساد الذي يستنزف موارد الشركة ويؤدي إلى تآكل قدرتها التنافسية وانصراف المستثمرين عنها (ص. 7). ويرى الباحث أن تحقيق هذا الهدف يسمح بنشر الثقة في الأسواق المالية بين المستثمرين والمؤسسات، فالمستثمرون الآن ليسوا قادرين على تحمل الخسائر الناتجة عن الفساد المالي والإداري لذا يشترطون امتلاك المؤسسة لنظام حوكمة شركات فعال يسمح بتخفيض احتمالات هذا الفساد ولا يقبلون الاستثمار إلا في المؤسسات التي تمتلك هذا النوع من الأنظمة.

وإذا تحققت الثقة في الأسواق المالية فسيصبح ذلك بتخفيض تكلفة رأس مال المؤسسة ويضمن استمرارها في أداء أعمالها بما يسمح برفع مستويات الأداء كالربحية والقيمة السوقية للمؤسسة بالإضافة إلى تخفيض المخاطر. كما يساهم في الحد من هروب رؤوس الأموال بل ويسمح بجذب مصادر التمويل المحلية والدولية اللازمة للتوسع والنمو بحيث يجعل المؤسسات قادرة على تطوير الاستثمار وخلق فرص عمل جديدة مع الحرص على تدعيم استقرار الأسواق والأجهزة المصرفية الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة والتنمية الاقتصادية المطلوبة (قباجة، 2008، ص. 39). ويرى الباحث أن حوكمة الشركات تهدف أيضا لتحقيق رقابة فعالة على أداء المؤسسة ومسيرها من خلال تقييم الأداء وتعزيز المساءلة، بما يسمح بتخفيض إمكانية تلاعب المسيرين بالأموال والتحول من تحقيق أهداف المؤسسة إلى تحقيق أهدافهم الشخصية. فحوكمة الشركات تعمل على إيجاد الوسيلة المثلى التي يشارك فيها جميع الأطراف ذوو المصلحة في المؤسسة لتحقيق الرقابة عليها من أجل الاستغلال الأمثل لموارد هذه الأخيرة. كما تهدف لإيجاد الآليات العملية التي تسمح بإدارة المخاطر من أجل تخفيضها بغرض تحسين الأداء والمردودية وخلق الثقة. كما تهدف حوكمة الشركات إلى تجنب حدوث مشاكل محاسبية ومالية بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط المؤسسات العاملة بالاقتصاد، ودرء حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق

المال المحلية والعالمية والمساعدة في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي. بالإضافة إلى تحسين المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة عن طريق سياسات وإجراءات مناسبة لنشاطات المؤسسة تعمل من خلالها على خدمة البيئة المحيطة والمجتمع (بن درويش، 2007، ص. 24). ويرى الباحث أن المجتمع من الأطراف المهمة ذات المصلحة في المؤسسة وأن حقه في بيئة نظيفة حق مشروع ولا يمكن التلاعب به لذا يجب على قوانين ومبادئ حوكمة الشركات الأخذ بالاعتبار مسؤولية المؤسسة أمام المجتمع.

وقد لخص (الخضيري، 2005) أهداف حوكمة الشركات في النقاط التالية (ص. 189):

- تحسين قدرة المشروعات على تحقيق أهدافها من خلال تحسين الصورة الذهنية والانطباع الإيجابي عنها؛
- تحسين خاصية مصداقية البيانات والمعلومات وتحقيق سهولة فهمها عبر الحدود؛
- ادخال اعتبارات القضايا البيئية والأخلاقية في منظومة صنع القرار؛
- تحسين درجات الشفافية والوضوح والإفصاح ونشر البيانات والمعلومات؛
- زيادة قدرة المشروعات على تحسين موقفها التنافسي وجذب استثمارات ورؤوس أموال أخرى؛
- زيادة قدرة الإدارة على تحفيز العاملين وتحسين معدلات دوران العمالة واستقرار العاملين؛
- محاربة الفساد الداخلي في المؤسسات وعدم السماح بوجوده ولا باستمراره؛
- تحقيق وضمان النزاهة والاستقامة لكافة العاملين بالمؤسسة؛
- تحقيق السلامة والصحة وعدم وجود أي أخطاء عمدية؛
- محاربة الانحرافات خاصة تلك التي تشكل تهديدا لمصالح مختلف الأطراف؛
- تحقيق الاستفادة القصوى والفعالية من النظم المحاسبية والرقابة الداخلية؛
- تحقيق أعلى قدر من الفاعلية من المراجعين الخارجيين الذين هم على أكبر درجة من الاستقلالية.

سمح هذا المبحث بالإحاطة بالجوانب المفاهيمية لحوكمة الشركات من الحديث عن التطور التاريخي لحوكمة الشركات ومختلف مقارباتها مع تحليل ومناقشة هذا المفهوم وأهميته فضلا عن مناقشة أبعاد حوكمة الشركات وأهدافها. هذه الإحاطة تستكمل بالتوغل في الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات.

المبحث الثاني: آليات حوكمة الشركات

يقسم Jensen (1993) آليات حوكمة الشركات إلى آليات داخلية وخارجية وهو التقسيم الذي تنبأه Mintzberg (1983) كما أنه التقسيم الشائع بين الباحثين عند الحديث عن آليات حوكمة الشركات لذلك يتبنى الباحث هذا التقسيم، رغم أن Charreaux (1997) حاول التفصيل في هذه الآليات من خلال تقسيمها إلى آليات خاصة (spécifiques) وغير خاصة (non spécifiques) وداخل كل تقسيم توجد آليات مقصودة (intentionnels) وعفوية (spontanés).

ورغم وجود شبه اتفاق حول تقسيم آليات حوكمة الشركات إلى داخلية وخارجية إلا أن مكونات هذين القسمين تختلف حسب الباحثين، وتتوسع هذا الآليات بالزيادة مع تطور الدراسات والبحوث. وسنتطرق من خلال ما سيأتي إلى الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات.

المطلب الأول: الآليات الداخلية لحوكمة الشركات

تشمل الآليات الداخلية كل القواعد والأساليب التي تطبق داخل المؤسسات وتتضمن وضع هياكل إدارية سليمة توضح كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع مناسب للسلطات والواجبات بين الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات، وبما لا يؤدي إلى وجود تعارض في المصالح بينها ويسمح بتحقيق مصالح المستثمرين على المدى الطويل. هذا وتعتبر آلية حوكمة داخلية كل آلية تنشؤها المؤسسة بغرض تحديد مجال سلطة المسيرين وتؤثر خاصة على قراراتهم. فهيكل وسيرورة القرارات والقواعد الرسمية للمؤسسة وخاصة التعليمات الداخلية التي تسمح بالتحديد الجيد لمجال السلطات السلمية للمسيرين تمثل أمثلة جيدة لهذه الآليات. ويحظى مجلس الإدارة باهتمام كبير من طرف الباحثين كآلية داخلية لحوكمة الشركات بالإضافة للجمعية العمومية للمساهمين، هيكل الملكية، أنظمة المكافآت المرتبطة بالأداء فضلا عن استخدام القروض.

أولا: هيكل مجلس الإدارة

تمتلك اليوم كل المؤسسات (شركات المساهمة) مجلس إدارة بما يعني أن هذه الآلية تمثل الشكل الأكثر استخداما لحوكمة الشركات (Fama & Jensen, 1983)، وبالتالي يعتبر مجلس الإدارة أول هيئة يمكن من خلالها للمساهمين ممارسة ضغط على تصرفات المسيرين من أجل ضمان أن

المؤسسة تسير في اتجاه يحمي مصالح المساهمين، وقد أكد العديد من الباحثين على أهمية دور مجلس الإدارة، في حين اعتبره (Charreaux 1997) الهيئة الرقابية الأولى للمسيرين بامتياز.

يعرف مجلس الإدارة بأنه مجموعة من الإداريين يعينون من طرف الجمعية العامة بتوليفة تضم أعضاء من داخل المؤسسة أو ما يسمى بالأعضاء الداخليين، وأعضاء من خارج المؤسسة أو ما يعرف بالأعضاء الخارجيين وينسب تمثيل متباينة وفق القوانين والأنظمة المعمول بها، وإن كان التوجه يسير الآن نحو تغليب عدد الأعضاء الخارجيين من مجموع أعضاء المجلس نظرا للدور الهام الذي يقدمونه خاصة وأنهم يتميزون بالموضوعية والاستقلالية. وتتحدد مسؤوليات أعضاء المجلس الأساسية بالعمل على حماية حقوق ومصالح المساهمين والمودين على السواء من خلال توجيه ورقابة ومساءلة المدراء التنفيذيين القائمين على إدارة العمليات الداخلية للمؤسسة (الربيعي وراضي، 2011، ص. 113). بالإضافة إلى التأكد من أن المسيرين يتصرفون في اتجاه تحقيق مصلحة المسيرين (Shleifer & Vishny, 1997).

يتحمل مجلس الإدارة العديد من المسؤوليات كالتقييم والمصادقة على التوجهات الاستراتيجية للشركة، بناء نظام رقابة داخلية، مع تحديد المخاطر الداخلية والخارجية والسهر على كمال المعلومة المالية (Naciri 2008) وهو ما يجعل من مجلس الإدارة الهيئة الأولى للرقابة الداخلية والحوكمة. كما يكلف مجلس الإدارة بمراقبة ومتابعة تسيير الشركة وله مسؤولية تعيين وعزل الفريق الأعلى للتسيير (Jensen 1993). كما يمثل هذا المجلس الهيئة الأساسية لمراقبة القرارات المتخذة من طرف الإطارات العليا والمسيرين أين تبرز أهميته في التأثير على باقي الآليات وجودة حوكمة الشركات التي يتحصل عليها المستثمرون (Khemakham, 2011, p. 14).

يتكوّن مجلس الإدارة من نوعين من الإداريين وهم الإداريون الداخليون (التنفيذيون) والإداريون الخارجيون (غير التنفيذيين)؛ النوع الأول هم الأعضاء المسؤولون عن إدارة الأعمال اليومية داخل الشركة ويتمتعون بخبرة ومعرفة بطبيعة الشركة، أما النوع الثاني (الإداريون الخارجيون) فهم أعضاء من خارج الشركة يمكن أن يكونوا مستقلين عن إدارة الشركة يتمثل دورهم في الترشيد والرقابة على القرارات التي يصدرها الأعضاء الداخليون (التنفيذيون). وفي إطار انفصال الملكية عن الإدارة من المحتمل أن يمارس الإداريون الخارجيون من خلال استقلاليتهم دور الرقابة (Parrat, 2003, p. 128).

- وقد حددت مؤسسة التمويل الدولية مجموعة من المواصفات والإرشادات التي يمكن الاعتماد عليها في توصيف عضو مجلس الإدارة الخارجي والمستقل وهي (سليمان، 2006، ص. 30):
- لا يكون من موظفي الشركة أو إحدى الشركات التابعة لها خلال الخمس سنوات السابقة لتاريخ تعيينه في المجلس؛
 - لا يقوم بتأدية خدمات استشارية للشركة أو إحدى الشركات التابعة لها؛
 - لا يوجد ارتباط بينه وبين كبار العملاء أو الموردين؛
 - ليس مرتبطا بإحدى المنظمات التي لا تهدف لتحقيق الربح والتي تتلقى قدرا كبيرا من التمويل من الشركة أو إحدى الشركات التابعة لها؛
 - لا يعمل في وظيفة تنفيذية بشركة أخرى، يقوم الموظفون الداخليون للشركة بالعمل فيها كأعضاء مجلس إدارة خارجيين؛
 - ليست له صلة قرابة مباشرة بأي شخص يعمل في وظيفة مدير تنفيذي بالشركة أو إحدى الشركات التابعة وذلك خلال الخمس سنوات السابقة لتاريخ تعيينه؛
 - لم يكن في خلال الخمس سنوات السابقة لتاريخ تعيينه مرتبطا أو موظفا لدى أي من المراجعين الحاليين أو السابقين للشركة؛
 - لا يكون أحد الأشخاص المسيطرين على الشركة أو له صلة قرابة بأحد الأشخاص المسيطرين على الشركة.

يختلف هيكل مجلس الإدارة من دولة إلى أخرى حتى في الدول المتقدمة؛ بداية من نسبة 2 إلى 3 من الإداريين الخارجيين (غير التنفيذيين) في ألمانيا، إلى مجلس إدارة مسيطر عليه من طرف الإداريين الداخليين (التنفيذيين) في اليابان وصولا إلى هيكل مجلس إدارة مزدوج ما بين الإداريين الداخليين والخارجيين في الوم.أ (Charkham, 1994). ويمكن القول أن فعالية هذه المجالس تختلف ما بين الدول ففي الوم.أ يتكون مجلس الإدارة جزئيا من الإداريين الخارجيين له القدرة على تسريح المسيرين بعد أداء ضعيف (Weisbach, 1988). غير أن الأداء الملاحظ لمجالس الإدارة في اليابان وألمانيا يوضح أن الأداء ما زال سلبيا رغم أن المجالس مسيطر عليها من طرف الأعضاء الخارجيين الذين لا يتحركون إلا في حالة وجود تجاوزات واختلالات كبيرة في التسيير (Abdennadher, 2008, p. 40).

وتتص القوانين والتشريعات في البلدان المتقدمة مثل إنجلترا والولايات المتحدة على ضرورة وجود تناسبية معتبرة تميل لمصلحة الإداريين الخارجيين، وكذا ضرورة تفعيل دورهم داخل مجالس الإدارة من خلال توضيح مسؤولياتهم وواجباتهم. إلا أن هذا قد يشكل مخاطر على الشركة، فالإداريون الخارجيون (المستقلون) الذين ليس لديهم أي علاقة تجارية مع الشركة يمكن أن لا يعطوا العناية الكافية ولا يبذلون الجهود الكافية لأداء مهامهم خاصة منها الرقابية وخاصة في المؤسسات العمومية. كما يلاحظ انقسام في مجالس الإدارة لدى الشركات بين أعضاء مجالس الإدارة الداخليين (التنفيذيين) والخارجيين (غير التنفيذيين) وبالتالي يعمل الإداريون الخارجيون على مراقبة ومتابعة مدى تنفيذ الداخليين لمهامهم ومسؤولياتهم، ما يستوجب امتلاك الإداريين الخارجيين للسلطة الكافية لأداء هذه المهمة. وفي الحالة المعاكسة لن تحقق المؤسسة أي منافع (عوائد) من هذه المجالس. فضلا عن أنه في بعض الحالات يتم تعيين الإداريين الخارجيين من طرف الفريق المسير للمؤسسة والذي عادة ما يتم على أساس الولاء مما يطرح السؤال حول مدى استقلاليتهم وقدرتهم على أداء مهامهم (Fenàndez, 2012, pp. 59-60).

يتحصل مجلس الإدارة على السلطة من المساهمين وللقيام بمهامه يملك مجلس الإدارة وسيلتين أساسيتين لتأديب المسيرين هما: نظام المكافآت، وعزل أو تسريح المسيرين مع استبدالهم. وقد حاولت العديد من الدراسات قياس الدور الذي تلعبه مجالس الإدارة في ممارسة رقابة فعالة على المسيرين (الإدارة العليا)، وذلك من خلال بعض المتغيرات المستخدمة كمؤشرات لقياس حوكمة الشركات أهمها حجم مجالس الإدارة، الجمع بين مناصبي الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة، هيكل مجلس الإدارة.

فبالنسبة لحجم مجلس الإدارة والذي يعبر عن عدد الأعضاء الذين يشكلون قوام مجلس الإدارة، هذا الأخير يعد كبيرا إذا ما زاد عدد أعضائه عن 10 أعضاء¹. وحسب (الريبيعي وراضي، 2011، ص. 121) تشير الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين حجم المجلس والأداء، وهذا على نقيض التوقعات النظرية التي ترى بأن صغر حجم مجلس الإدارة يكون أكثر فاعلية في تحسين مستوى الأداء.

¹ - يبلغ متوسط حجم مجلس الإدارة حوالي 10 أعضاء وتتراوح الحدود الدنيا والعليا ما بين 4-15 على الترتيب، وفي الجزائر يتكون مجلس الإدارة من 3 إلى 12 عضوا.

أما الجمع بين منصبي الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة، ففي هذه الحالة يمنح دور اتخاذ القرار ودور مراقبة القرار لنفس الشخص مما قد يؤثر سلبا على أداء المؤسسة، لذلك يفضل الفصل بين المهمتين بسبب ثقل عبء العمل عند القيام بالوظيفتين معا من ناحية، ولأن تقسيم الوظيفتين يرقى بمستوى الرقابة والمساءلة مما يقلل من المخاطر الناشئة عن احتمالات تركيز السلطة من ناحية أخرى (Fama & Jensen, 1983).

كما أن الجمع بين المنصبين يسمح للرئيس المدير العام بالتجذر أكثر وبسلطة أكبر داخل المؤسسة مما يشكك في قدرة مجلس الإدارة على لعب دوره الرقابي. غير أن الجمع بين المنصبين يسمح بأحسن قيادة¹ على مستوى مجلس الإدارة (Finkelstein & O'Aventi 1994)، كما أن الجمع بين المنصبين من طرف شخص له أحسن معرفة بالمؤسسة وبمحيطها الداخلي والخارجي قد يساعد المجلس في إتمام مهامه (Khemakhem, 2011, p. 15).

أما المؤشر الثالث فيتمثل في هيكل مجلس الإدارة، وبما أن الهدف هو تعزيز فعالية هذا الأخير في أداء مهمته الرقابية على المسيرين فإن التوجه الذي يسود هو أن تكون أغلبية تشكيلة أعضائه من الأعضاء المستقلين (الخارجيين) مما يضفي عليه صفة الاستقلالية، أي أن استقلالية مجلس الإدارة تعتمد على مدى تفوق الأعضاء المستقلين الخارجيين على الداخليين. ويؤكد العديد من الأكاديميين و المهنيين بأن وجود الأعضاء المستقلين الخارجيين يعزز من كفاءة مجلس الإدارة في رقابة المسيرين ومساءلتهم، ويرجع سبب ذلك إلى أن الأعضاء المستقلين يكونون أكثر ميلا لحماية مصالح المساهمين (لأنهم يعينون من طرف المساهمين لحماية مصالحهم) كما أنهم يمتلكون الدافع أو الحافز للعمل كمراقبين للإدارة للحفاظ على سمعتهم كصناع قرار مستقلين ومؤثرين. كما أن مجلس الإدارة الذي يهيمن عليه الأعضاء المستقلين يكون أكثر استعدادا لاستبدال الرئيس المدير العام ذو الأداء الضعيف طالما أن اهتمامه ينصب على تحسين أدائه. كما يساهم وجود الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة في جلب أفكار وتصورات ورؤى جديدة من المواقع الوظيفية التي عملوا فيها، والتي يمكن أن تساهم في صياغة التوجه الاستراتيجي. ومن ثم فإن الأعضاء المستقلين يلعبون دورا مهما في لجان المجلس التي تهدف لمعالجة تعارض مصالح

¹ - Leadership.

المساهمين والإدارة، فاللجان المكونة من أعضاء مستقلين تعد عنصرا رئيسيا في تفعيل دور مجلس الإدارة وزيادة كفاءته التشغيلية (الربيعي وراضي، 2011، ص ص. 118-119).

ثانيا: الجمعية العمومية للمساهمين

تمثل الجمعية العمومية للمساهمين آلية داخلية مهمة جدا لمراقبة المسيرين تتكون من كل الممثلين عن المساهمين (الملاك)، كما تمثل أيضا المكان الذي يتم فيه مناقشة النقاط المتعلقة بتوزيعات الأرباح، قرارات الاستثمار، تعيين وعزل الرئيس المدير العام وكذا أعضاء مجلس الإدارة فضلا عن بعض القرارات التي لها وزن كبير في المؤسسة مثل تعديل القانون الأساسي للشركة.

تتمثل الوظيفة الأساسية للجمعية العمومية للمساهمين في فحص ومراقبة عمل مجلس الإدارة وكذا الرئيس المدير العام بالإضافة إلى مراجع (أو مراجعي) الحسابات (Dar & al, 2011)، لذلك تعتبر هذه الجمعية الأكثر أهمية والأكثر قوة في الشركة وتمثل أعلى مستوى لاتخاذ القرارات.

يمارس المساهمون مهامهم من خلال التصويت خلال الجمعية العمومية للمساهمين، فإذا كان المساهمون غير راضين عن العمل الذي يقوم به مجلس الإدارة يمكنهم عزل وتغيير أعضائه من خلال ممارسة حق التصويت. ولتحقيق ذلك يجب أن يحصل المساهمون على الأغلبية الكافية (أو المدعمة) عند التصويت على الاقتراحات المدرجة ضمن جدول أعمال الجمعية سواء أكانت مقترحة من طرف مساهم أو مجموعة من المساهمين تبعا لحصصهم وكذا القانون الأساسي للشركة.

تواجه الجمعيات العمومية للمساهمين مشكلا في عملها يعرف باسم (Class action) والذي يعني أن المساهم أو مجموعة من المساهمين يتحملون تكلفة ممارسة حق التصويت (اتخاذ القرارات) في حين أن المنافع التي ستتحصل عليها المؤسسة سيتم اقتسامها بين الجميع حتى الذين لم يتحملوا تلك التكاليف. لهذا السبب سينتظر كل مساهم الحصول على المزايا دون القيام بأي نشاط ودون تحمل أي تكلفة في انتظار مساهمين آخرين يقومون بالمهمة. هذه المقاربة تعرف باسم التواكل الاجتماعي (Passager sans billet) وبموجبها تميل الجمعية العمومية إلى ترك الأمور على حالها دون التدخل وممارسة أي رقابة لا على مجلس الإدارة و لا على الرئيس المدير العام مما يحفز الفريق المسير للشركة الذي يجد نفسه متحررا من أي رقابة.

بالمقابل، ومن أجل تقادي أو تدنية مخاطر تصرف جماعي للمساهمين بالطريقة التي تم الحديث عنها يمكن العمل على تقوية وجود مساهمين مرجعيين بمعنى تركيز ملكية الأسهم. فوجود هذا النوع من المساهمين من شأنه تقليص الهوية الموجودة بين الملكية وتسيير المؤسسة لأن الملكية ستكون مركزة بيد عدد قليل من المساهمين. غير أن المساهم المرجعي قد يكون مؤسسة (شخصية اعتبارية) في هذه الحالة يطرح مشكل الوكالة من جديد وعلى مستوى أعلى، لأن الشخصية الاعتبارية ستقوم بتعيين ممثل لها من أجل ممارسة حقوقها داخل الجمعية العمومية للمساهمين، هذا الممثل يمكن أن يتصرف وفق مصالحه الخاصة على حساب المؤسسة التي يمثلها (Fenàndez, 2012, p. 61).

الدراسات التي أجريت حول دور الجمعية العمومية للمساهمين كآلية للحوكمة جد محدودة، وعادة ما يؤخذ بعدد مرات انعقادها كمؤشر لقياس دور هذه الجمعية كآلية لحوكمة الشركات، ويرى (Ma & Tian, 2009) أن عدد مرات انعقاد الجمعية العمومية يعد وسيلة ممتازة لتحسين كفاءة المؤسسة. في حين تشير دراسة (Dar & al, 2011) والتي أعدت لأحد عشر 11 مؤسسة بتروولية مسجلة في بورصة كراتشي لمدة ممتدة من 2004 إلى 2010، إلى أن الجمعية العامة السنوية والتي تم قياسها بعدد الاجتماعات في السنة لها تأثير إيجابي وذو معنوية على قيمة المؤسسة.

ثالثا: هيكل الملكية

لا بد من الإشارة إلى أن هناك نوعين رئيسيين من هياكل الملكية؛ النوع الأول يعرف بالملكية المركزة والذي تكون فيه ملكية الشركة (أسهمها) في يد عدد قليل من الأفراد أو العائلات أو الشركات القابضة أو البنوك أو غيرها من المؤسسات، وفي الغالب هم الذين يديرون الشركة أو يسيطرون عليها أو يؤثرون فيها بقوة فيطلق عليهم اسم الداخليين. أما النوع الثاني فيعرف باسم الملكية المشتتة تكون فيه ملكية الشركة في يد عدد كبير من المالكين، يمتلك كل منهم عددا قليلا من أسهم الشركة ولا يوجد لدى صغار المساهمين ما يحفزهم على مراقبة أنشطة الشركة عن قرب، فيميلون إلى عدم الاشتراك في قرارات أو سياسات الإدارة ومن ثم يطلق عليهم اسم الخارجيين. وعليه يتحدد مفهوم تركيز الملكية بعنصرين أساسيين هما: عدد المساهمين كبار الحجم والنسبة المئوية للأسهم التي يمتلكها هؤلاء المساهمون من مجموع الأسهم. وعادة ما يصنف هؤلاء على أنهم كبار الحجم عندما يمتلكون نسبة 5% أو أكثر من مجموع الأسهم (الربيعي وراضي، 2011،

ص ص. 122-123)، وتخضع هذه النسبة للقوانين المحلية لكل دولة وتختلف من دولة إلى أخرى ففي كندا مثلا هذه النسبة تحدد بـ 10%.

يمكن لهيكل الملكية أن يشكل آلية فعّالة للرقابة على المسيرين عندما لا تعمل باقي آليات الحوكمة جيدا، ويمكن أن يترجم هيكل ملكية المؤسسة من خلال تركيز ملكية الأسهم أو من خلال الرقابة الممارسة من طرف الدائنين. هذه الآليات الرقابية موجودة خصوصا في البلدان التي لا توفر حماية كبيرة لصغار المساهمين مما يحفز على تركيز الملكية كوسيلة رقابية بديلة. فمن المعلوم أن أفضل طريقة لتدنية تكاليف الوكالة هي توحيد المالك والمسير (الأصيل والوكيل) وهذا الأمر غير متاح دائما فالمنظمات تتطور وتصبح أكثر تعقيدا وبالتالي أصبحت مزايا التخصص في المهام أكثر وجوبا. بالمقابل تركيز الملكية يشكل قيودا على مزايا التنوع والمخاطر. والملاحظ أن تركيز الملكية كألية لحوكمة الشركات أكثر حضورا في البلدان أين الأنظمة القانونية غير كافية لحماية مصالح المساهمين، ومن أجل الاحتماء بآليات وقائية من التصرفات الانتهازية للمسيرين يفضل بعض المساهمين امتلاك حصص كبيرة في المؤسسة تسمح لهم بالحصول على مقعد في مجلس الإدارة والحصول على إمكانية الرقابة داخل المؤسسة (Dhahri Sellami, 2012, p. 48).

تشير دراسة لـ (La Porta & al, 1999) إلى أن نوعية الملكية تختلف من دولة إلى أخرى وهذا راجع لطبيعة نظام الحوكمة المسيطر في تلك الدولة. ففي هذه الدراسة قام الباحثون بدراسة هيكل الملكية لأكثر 20 مؤسسة مسجلة في بورصات أكبر 27 اقتصادا في العالم، وتوصلت الدراسة إلى أنه وبخلاف المفهوم السائد فإن أغلب المؤسسات ملكيتها غير مشتتة بل 36% فقط من مجموع المؤسسات التي شملتها الدراسة لديها ملكية مشتتة، وتنخفض هذه النسبة إلى 27% إذا رجعنا إلى الدول التي لديها قوانين ذات حماية ضعيفة للمساهمين (دول ذات تقاليد القانون المدني). في حين تمثل الشركات المراقبة (المسيطر عليها) من طرف العائلات أو من طرف الدولة ما نسبته 50% من مجموع مؤسسات عينة الدراسة، كما أن المؤسسات المسيطر عليها من طرف البنوك لا تصنع الاستثناء وهي موجودة بشكل واسع حيث يعرف هذا النظام بالبنك الأصيل (La banque principale) وتوصلت الدراسة إلى أن نوع الملكية الأكثر شيوعا خاصة في الدول ذات الحماية الضعيفة للمساهمين هي الملكية العائلية.

وفي دراسة أخرى لنفس الباحثين (La Porta & al, 1998) قام هؤلاء بقياس درجة تركيز الملكية في أكبر 10 شركات مسجلة في البورصة بـ 49 دولة مقسمة حسب أصل أنظمتها القانونية. توصلت الدراسة إلى أن تركيز الملكية يسود أكثر في الدول ذات التقاليد قانون مدني نظرا لضعف الحماية التي توفرها للمستثمرين (المساهمين). وهنا يقترح هؤلاء الباحثون آلية تركيز الملكية كآلية بديلة تسمح بتدنية مشكل الوكالة في ظل غياب نظام يحمي بطريقة فعّالة المساهمين من التجاوزات المحتملة للمسيرين .

في دراسة مقارنة لـ (Prowse, 1994) أجريت على مؤسسات في كل من الولايات المتحدة، إنجلترا، اليابان وألمانيا، توصلت إلى أن تركيز الملكية منتشر بشكل أوسع في المؤسسات الألمانية واليابانية والدول ذات التقاليد قانون مدني وهو ما يتوافق مع الدراسة السابقة .

ويرى (Stiglitz, 1985) أن تركيز الملكية من الآليات المهمة لتحفيز المسيرين للعمل على تحقيق مصالح المساهمين، كما توصل (Boubakri & al, 2005) إلى أن تركيز الملكية هي آلية مفاتيحية لحوكمة الشركات في الدول التي لا تملك حماية فعّالة لصغار المساهمين. فحضور كبار المساهمين يسمح بالتخفيف من أثر مشكل الوكالة ومنع المسيرين من الابتعاد كثيرا عن تحقيق مصالح المساهمين، كما يسمح تركيز الملكية من التخفيف من حدة مشكل التواكل الاجتماعي نظرا لافتقار صغار المساهمين للحافز أو الدافع القوي لمراقبة المسيرين كما أنهم يفتقرون للخبرة الكافية للقيام بذلك بالإضافة لقدرة المسيرين على حجب المعلومات عنهم مما يضعف ويقلل من أهمية آلية التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين، في حين يملك كبار المساهمين الدافع القوي لمراقبة المسيرين برغم من ارتفاع الأعباء المالية للرقابة.

كما يرى (الربيعي وراضي، 2011) أن هيكل الملكية المركز يمتاز بالقدرة على ثني المسيرين عن ممارسة سلوك المخاطرة المعنوية، فكبار المساهمين أكثر كفاءة في ممارسة مثل هذه الحقوق التي تتيح لهم إدارة المؤسسة من خلال تمثيلهم المباشر في عضوية مجلس الإدارة، بالإضافة إلى أنهم يميلون إلى الحفاظ على استثماراتهم لمدة طويلة ونتيجة لذلك يميلون لتأييد القرارات الاستراتيجية على حساب القرارات المصممة لتحقيق مكاسب على المدى القصير. وعليه يرى الباحثون أن هيكل الملكية المركزة أقل عرضة لمشاكل الوكالة وأقل حاجة لآليات بديلة للرقابة الداخلية (ص ص. 123-124).

في المقابل يمكن أن يشكل كبار المساهمين مصدرا للتكاليف فسلوهم الانتهازي تجاه صغار المساهمين يمكن أن يخلق تكاليفا، لهذا تلجأ بعض الدول لتحديد ملكية الأسهم (الحد الأقصى الذي يمكن امتلاكه من الأسهم). وحسب (La Porta & al, 1998) توجد تكاليف مرتبطة بتركز الملكية تشبه تماما تكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح ما بين المساهمين المسيطرين وصغار المساهمين. فتركز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين يعطيهم سلطة كبيرة من أجل استعمال موارد المؤسسة في اتجاه تعظيم مصالحهم الشخصية على حساب باقي المساهمين، بمعنى أن تركيز الملكية يعزز من مشكل تحويل الثروة (Tunneling) أي تحويل ثروة المؤسسة لمصلحة كبار المساهمين على حساب صغارهم. في حين تشير الدراسات أنه إذا كانت حصة المساهم المسيطر كبيرة جدا تقترب 100% فإن معامل الارتباط سيكون كبيرا بين مصلحته الشخصية ومصلحة المؤسسة وبالتالي يمكن أن لا يتوفر الحافز لدى المساهم المسيطر للقيام بتحويل ثروة المؤسسة لمصلحته الشخصية ما دام أنه هو المسيطر عليها.

ومن جهة أخرى، وحسب (Boubakri & al, 2005) في البلدان أين الأسواق المالية أقل تطورا وحماية المساهمين ضعيفة يمكن أن يشكل تركيز الملكية حاجزا (معرقلا) لمحاولة تحسين وتطوير هذه الأسواق المالية، فوجود عدد قليل من المساهمين المسيطرين على المؤسسات الاقتصادية وعلى التعاملات في الأسواق المالية لا يعطي حركية كبيرة ويؤثر سلبا على اتساعها.

رابعا: نظام المكافآت

يرى (الربيعي وراضي، 2011) أن مكافأة المسيرين آلية داخلية لحوكمة الشركات تستعمل لتحفيز المسيرين للعمل على تحقيق مصلحة المساهمين، وذلك من خلال تصميم نظام مكافآت بالشكل الذي يجعله يؤمن للمسيرين حوافز مالية أفضل تسهم في تشجيعهم على تحقيق مصالح المساهمين وهو ما يسمح بتحقيق التوافق ما بين مصالح المساهمين ومصالح المسيرين والتخفيف من مشاكل الوكالة. ولهذا السبب فإن سوق الأسهم بوجه عام يتفاعل بصورة إيجابية مع تقديم خطة حوافز طويلة المدى للمسيرين في الإدارة العليا (ص. 128).

وعادة ما يرتبط نظام المكافآت بمقاييس الأداء (سواء حسب القيمة السوقية أو الأداء المحاسبي)، وتشير الدراسات الميدانية إلى وجود علاقة إيجابية بين عائد المسير والأداء بمعنى أن المؤسسة ذات الأداء الجيد تدفع مكافآت مرتفعة لمسيرها، وبالمقابل إذا كانت المكافآت معتبرة

سيبحث المسير على تعظيم مردودية المؤسسة خاصة إذا كانت المكافآت مرتبطة بالمردودية. وفي هذا الإطار يبرز دور مجلس الإدارة في تحديد مكافآت المسيرين، هذا الدور يلعبه بأكثر فاعلية إذا تميز مجلس الإدارة بمستوى عالا من الاستقلالية تجاه المسيرين، أي عندما يكون مجلس الإدارة من عدد كاف من الإداريين الذين ليس لديهم علاقة مباشرة مع متخذي القرار (Abdennadher, 2008, p. 42).

ويتم تحفيز المسيرين من خلال دفع منح مردودية كتعويض لهم عن الأداء الجيد للمؤسسة، هذا النوع من الحوافز جد مستعمل في الولايات المتحدة خاصة لدى المؤسسات المسجلة في البورصة من أجل تحفيز الإدارات المسيرة. غير أن (Jensen & Murphy, 1990) يوضحان أن حساسية مكافأة المسيرين مقارنة بأداء المؤسسة جد ضعيفة، وتوصل الباحثان إلى أن التحفيز من خلال إمكانية امتلاك أسهم في المؤسسة أكثر استعمالا من الحوافز المرتبطة بالمنح على المردودية. هذا النوع من الحوافز يتم من خلال معادلات للأسهم (formules d'actionnariat) أي إضافة أسهم وخيارات على الأسهم لعقد مكافآت المسير.

وفي دراسة لـ (Murphy, 1999) لاحظ فيها أن مكافآت وأجور الإدارات المسيرة تضاعف منذ سنة 1970، وبالأخذ بعين الاعتبار أنواعا أخرى للمكافآت مثل الخيارات تضاعفت قيمة المكافآت بأربع مرات في نفس الفترة.

ويرى (الربيعي وراضي، 2011) أن تزايد نسبة الأسهم المملوكة من طرف المسيرين يمكن أن يكون له تأثير سلبي لأن زيادة ملكيتهم تزيد من قدرة المؤسسة على مقاومة احتمالات الاندماج أو السيطرة والذي يمكن أن يكون في مصلحة المساهمين. وعلى العموم، في المرحلة الأولى زيادة مساهمة المسيرين في رأس المال يسمح بزيادة أداء المؤسسة لأنه يسمح بالتوفيق بين المصالح، غير أن الزيادات المتتالية في ملكية المسيرين تخفض من أداء المؤسسة لأن المزايا والمنافع الخاصة بمراكزهم الوظيفية أكبر من مكاسب الأسهم التي يمكن أن يحصلوا عليها. كما يرى Hitt أن المسيرين الذين يمتلكون أكثر من 1% من أسهم المؤسسة يكون من الصعب إرغامهم على ترك وظائفهم التنفيذية في الشركة حتى ولو كان أداء المؤسسة ضعيفا. ولهذا فإن نجاح نظام المكافآت كأحد آليات الحوكمة يعد أمرا مشكوكا فيه وعليه أمام مجلس الإدارة طريقة أخرى يمكن استخدامها

في مكافأة المسيرين تقوم على منحهم قروضا ميسرة بفائدة مناسبة أو بدون فائدة لغرض شراء أسهم الشركة وكذا المعاشات وغيرها (ص. 132).

وحسب (Grossman & Hart, 1983) من عيوب آلية نظام المكافآت أن نتائج الكفاءة في التسيير أو الإخفاقات من المحتمل أن لا تظهر إلا بعد مرور مدة طويلة من تدخل المسيرين، ويستطيع هنا هؤلاء البحث عن استثمارات ذات مردودية على المدى القصير من أجل تعظيم مكافآتهم على حساب استثمارات أخرى أكثر مردودية على المدى البعيد. كما أن هناك مسيرين جيدين لا يعترف لهم بذلك لأن كفاءتهم لا تظهر إلا على المدى البعيد.

خامسا: الاقتراض

يشكل الاقتراض وسيلة أخرى لتحفيز المسيرين على خدمة مصلحة المساهمين وتخفيض تكاليف الوكالة، فالدائنون يمكن أن يملكوا دورا رقابيا مشابها لدور المساهمين المسيطرين. ويرى كل من (Shleifer & Vishny, 1997) أنه إذا كان الدائنون يملكون حصة معتبرة في تمويل استثمارات (أصول) المؤسسة في هذه الحالة سيكون لديهم الحافز من أجل مراقبة المسيرين مثلما هو الحال بالنسبة للمساهمين المسيطرين.

إذن المنطق الذي يعتبر الاقتراض آلية من آليات حوكمة الشركات بسيط، فكلما زادت القروض كلما قلت حظوظ الاستخدام السيء لتدفقات الخزينة مع العلم أن جزءا كبيرا من هذه الأموال تخصص لتسديد القروض والفوائد (Jensen, 1986). أي أن التدفق النقدي المتاح سيكون قليلا وواضح الاستخدامات فلا يتيح مجالا لاستخدامات مشبوهة.

في المقابل يوجد رأي مخالف يرى بأنه كلما زادت القروض يمكن أن يعرض ذلك المؤسسة لمخاطر مثل قبول مشاريع لها صافي قيمة حالية سالبة. ويرى (Myers 1977) أن زيادة حجم القروض يمكن أن يؤدي بالمؤسسة إلى عدم إنجاز مشاريع جيدة مع العلم أن الأرباح الموجودة تستخدم لإعادة دفع القروض. إذن اعتبار الديون على أنها آلية فعالة لحوكمة الشركات يرجع دائما إلى السيطرة بالقروض (LBO) وإلى إعادة التمويل العنيف الذي حدث في الولايات المتحدة سنوات الثمانينات. ومن الممكن أيضا أن تكون القروض آلية انتقالية لحوكمة الشركات يمكن أن تخدم المؤسسات التي بحاجة لتغيير سريع وجذري للممارسات التسييرية لإدارتها. هذه الظاهرة

(الممارسات التسييرية السيئة) اشتدت نظرا لاستغناء المسيرين عن أسواق مصادر التمويل لأن أكبر مصادر تمويل المؤسسات الآن هو التمويل الذاتي المتحصل عليه من نشاط المؤسسة.

يمكن أن يدفع المستثمرون مساهماتهم في المؤسسات نقدا في شكل أسهم أو ديون، هذه الأخيرة يدفع عليها معدل فائدة متفق عليه مسبقا تحقق لأصحابها عائدا مضمون تقريبا. بالمقابل لا يساهم الدائنون في إدارة المؤسسات إلا اذا قرروا تحويل ديونهم إلى رأس مال اجتماعي. يبدو إذن من خلال دراسة مصادر التمويل الهجينة مثل السندات القابلة للتحويل (تجمع ما بين خصائص القروض ورأس المال الاجتماعي) أن القروض باعتبارها آلية حوكمة شركات داخلية تشمل أيضا على خصائص آلية حوكمة الشركات الخارجية (الرقابة من خلال الأسواق المالية).

سمح هذا المطلب بإبراز تحليل ومناقشة الآليات الداخلية لحوكمة الشركات ودورها في احكام الرقابة على المسيرين لتحقيق أهداف جميع أو بعض أهداف أصحاب المصالح، ننتقل الآن لمناقشة الآليات الخارجية لحوكمة الشركات.

المطلب الثاني: الآليات الخارجية لحوكمة الشركات

بالإضافة للآليات الداخلية تشكل الآليات الخارجية المكوّن الثاني لحوكمة الشركات، وخلافا للآليات الداخلية تعتبر الآليات الخارجية لمراقبة المسيرين مستقلة عن قرارات المؤسسة ومساهميها، وترتكز هذه الأخيرة كثيرا على الأسواق من أجل تحقيق الدور الرقابي على المسيرين. وقد ازداد استخدام آليات حوكمة الشركات الخارجية وخاصة دور السوق المالي في الولايات المتحدة خلال سنوات الثمانينات من القرن العشرين نتيجة لفشل آليات حوكمة الشركات الداخلية في التقليل من انحراف الإدارة عن هدف خدمة مصلحة الملاك وتعظيم قيمة الشركة. وتتضمن الآليات الخارجية لحوكمة الشركات من جهة النظام القانوني والتنظيمي ومن جهة أخرى مختلف الأسواق التي تحفز أو تحقق الانضباط للمسيرين ونجد أساسا سوق الاستحواذ على الرقابة، سوق رأس المال البشري والمنافسة في سوق السلع والخدمات بالإضافة إلى المراجعة الخارجية المستقلة.

أولا: النظام القانوني والتنظيمي

يعتبر النظام القانوني والتنظيمي من بين آليات حوكمة الشركات الأكثر أهمية ودراسة خاصة في البلدان الأنجلوساكسونية، وقد ركزت سلسلة من الدراسات لكل من (La Porta & al 1997,) (1998, 2000, 2001, 2002) على الدور الذي يلعبه الإطار القانوني والتنظيمي في مراقبة المسيرين

والمساهمين المراقبين، وعلى الطريقة التي تسمح بالحد من التصرفات الانتهازية لهم. وتتمثل المسألة هنا في الوضعيات القانونية التي تحمي حقوق المستثمرين-الملاك سواء: الاقتصادية، المعلوماتية، حقوق التمثيل وحقوق التصويت.

تمثل أعمال Grossman & Hart (1986) حول حماية حقوق التنازل على الملكية¹ وأعمال Jensen & Meckling (1976) حول الحقوق التعاقدية للدائنين والمساهمين، القاعدة لما يوضح حماية المستثمرين غير أن تطور العقود التجارية يتأثر كثيرا بطريقة تطبيقها من طرف المحاكم.

توصلت دراسات La Porta & al إلى أن الاختلافات في تقييم رأس المال وتقييم تكلفة رأس المال وتوفر التمويل الخارجي يمكن أن يفسر من خلال الخصائص القانونية للدولة. ومن البديهي أن الإطار القانوني يشكل آلية خارجية فعالة تضمن أن المستثمرين يتحصلون على عائد مناسب على استثماراتهم، وتمنحهم بالمقابل الضمان بأنهم سيستعيدون أموالهم وكل الحقوق المرتبطة بها.

من وجهة نظر قانونية، التمويل الخارجي عبارة عن عقد بين المؤسسة ككيان قانوني وأصحاب الأموال هذا العقد يعطي لهؤلاء الحق في أصول المؤسسة، وإذا لم تحترم المؤسسة بنود العقد سيلجأ أصحاب الأموال إلى العدالة للدفاع عن حقوقهم (Hart, 1995). وترجع الاختلافات بين أنظمة حوكمة الشركات ما بين الدول إلى الاختلافات في طبيعة الالتزامات القانونية للمسيرين تجاه شركاء المؤسسة بالإضافة إلى الاختلافات في الكيفية التي تقوم بها العدالة بتفسير وتطبيق هذه الالتزامات.

وقد درس (La Porta & al, 1997, 1998) وضعية مختلف مستويات الحماية للمساهمين والدائنين من خلال دراسة تأثير النظام القانوني على مصادر التمويل والملكية في مجموعة من الدول. ارتكزت دراستهم على أصول النظام القانوني الموجود في تلك الدول وتوصلوا إلى أنه إذا كانت حقوق المستثمرين كثيرة ومحمية بالشكل الصحيح من طرف المنظمين والمحاكم سيكون المستثمرون حاضرون من أجل تمويل المؤسسات.

ويرجع القانونيون أصول القوانين التجارية إلى تقليدين يختلفان جذريا من حيث طريقة إعداد القوانين، التقليد الأول هو القانون المدني أو ما يعرف بالروماني-الألماني ويرجع أصله للنظام القانوني الروماني والذي يركز على تفسير القوانين المكتوبة في القانون (Code) هذا الأخير يسعى

¹ - Droits résiduels de propriété.

لأن يكون كاملا. أما التقليد الثاني فيسمى القانون المشترك¹ ذو الأصل الإنجليزي ويرتكز على قرارات القضاة والتي تخلق نظاما يرتكز على هذه القرارات وتصبح بذلك قانونا، بمعنى الاجتهاد القضائي² أين يكون القضاة هم الذين يخلقون (ينشؤون) القواعد القانونية، هذا التقليد يجمع ما بين الأنظمة الإنجليزية، الأمريكية، الهندية والأسترالية (Fenàndez, 2012, pp. 49-50).

ديناميكية النظام الأنجلوساكسوني تخلق إيجابيات أكثر من النظام القانوني المدني، هذا الأخير يوفر حماية أقل للمستثمرين لذلك تركز هيكل الملكية يكون أكبر كآلية بديلة للحماية القانونية للمستثمرين. في المقابل، يكون هيكل الملكية أكثر تشتتا في الدول الأنجلوساكسونية لذلك يشكل النظام القانوني أفضل حل من أجل مراقبة تحركات المسيرين.

تنشأ الاختلافات في أنظمة حوكمة الشركات ما بين دول العالم عن طبيعة الالتزامات القانونية للمسيرين تجاه شركاء المؤسسة والكيفية التي تقوم بها العدالة (المحاكم) بتفسير وتطبيق هذه الالتزامات. فالمساهمون مثلا لهم حق التصويت في الجمعية العمومية هذا الحق يسمح لهم بالمشاركة في اتخاذ القرارات المهمة في المؤسسة. غير أن حقوق التصويت تبدو مكلفة وصعبة التطبيق، ففي العديد من الدول لا يمكن للمساهمين التصويت إلا بحضور الجمعية العمومية وهذا قد يشكل عائقا في ممارسة حق التصويت وفي حساب الأصوات عند الاقتراع.

في الدول المتقدمة، يمكن للمساهمين اللجوء إلى المحاكم من أجل ضمان حقهم في التصويت، ولكن حتى في هذه الدول قد يتدخل المسيرين في سيرورة عملية التصويت ويمارسون ضغوطا على المساهمين من أجل أن يصوتوا لمصلحتهم (Gumdfest, 1990).

في الدول التي تمتلك أنظمة قانونية أكثر ضعفا يتم خرق حقوق المساهمين بصفة كبيرة، في روسيا مثلا يهدد المسيرين العمال (المساهمين) بالتسريح من العمل إذا لم يصوتوا لمصلحتهم، فضلا عن أنهم لا يوفرن المعلومات الكافية للمساهمين المتعلقة بالجمعية العمومية كما أنهم يحاولون إيقاف المساهمين الذين يحاولون السيطرة على المؤسسة من التصويت (Abdennader, 2008, p. 38).

¹ - Droits des communes.

² - La jurisprudence.

في العديد من الدول تم تعويض حقوق التصويت بمبدأ واجب نزاهة (وفاء) المسيرين تجاه المساهمين¹ وهذا يعني أن من واجب المسيرين التصرف وفق مصلحة المساهمين. هذا المفهوم مهم جدا لأن الأموال الممنوحة من طرف المساهمين تستخدم من طرف المؤسسة ويمكن أن لا يسترجعوها في المستقبل وهو ما لا يحصل بالنسبة للموظفين، العمال والدائنين. وعادة ما يكون المساهمون أكثر عرضة للاستغلال مقارنة بباقي المستثمرين، ومن أجل تحفيزهم على الاستثمار يحتاج المساهمون لحماية أكبر مثلما ينص عليه مبدأ أو واجب النزاهة. هذا الواجب يتضمن قيودا قانونية على الصفقات التي يقوم بها المسيرين لحسابهم الخاص مثل إصدار أوراق مالية إضافية لحساب أعضاء مسيرين أو عائلاتهم لذلك يمنع القانون مثل هذه الممارسات أو تمنعه القوانين الأساسية للمؤسسات. بالإضافة إلى بعض القيود القانونية التي تحد من تحركات المسيرين مثل الطلب منهم استشارة مجلس الإدارة قبل اتخاذ قرارات مهمة أو إعطاء وسائل التقييم الكافية للمساهمين من أجل توقيف عملية التنازل عن الأصول بأسعار منخفضة (Easterbrook & Fischel, 1991).

ومن الملاحظ أن هناك تفاوتاً في الالتزام بمبدأ واجب النزاهة داخل دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE، ففي الولايات المتحدة مثلاً تتدخل الهيئات القانونية في حالة السرقة وتحويل الأموال، بالمقابل لا تتدخل العدالة في حالة دفع مكافآت مغالى فيها خاصة عندما تأخذ شكل عقود اختيارات. كما أن المساهمين لهم الحق في متابعة مؤسساتهم في حالة اعتقادهم بخرق مبدأ واجب النزاهة من طرف المسيرين. خارج دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE لا يؤخذ بمفهوم مبدأ واجب النزاهة بنفس الصرامة بل هو مفهوم أكثر ضعفاً من وجهة نظر قانونية لأن المحاكم ليس لديها القدرة أو الجرأة على التدخل في أعمال المؤسسات (Abdennadher, 2008, p. 38).

يملك الدائنون أيضاً حماية قانونية، ومن بين الحقوق التي تضمن الحماية القانونية لهم نجد الحق في مصادرة الأصول التي استخدمت كضمان للقروض، كما نجد حق التصويت على القرارات التي تهدف لإعادة تنظيم المؤسسة وقانون تسريح المسيرين عندما يعاد تنظيم المؤسسة بالإضافة إلى اللجوء إلى قانون الإفلاس في حالة عدم القدرة على الوفاء بالقروض. وعلى العموم،

¹ - Devoir de loyauté aux actionnaires.

حماية حقوق الدائنين عادة ما تكون أكثر فعالية من حماية حقوق المساهمين لأن عدم الدفع هو خرق مباشر لعقد القرض يمكن للعدالة التأكد منه بطريقة سهلة. غير أنه وبسبب ثقل إجراءات الإفلاس يلجأ الدائنون إلى إعادة التفاوض أكثر من اللجوء إلى إجراءات الإفلاس هذا في الولايات المتحدة. الوضعية في الدول النامية أكثر سوءاً، حيث لا يمكن الاعتماد تماماً على المحاكم كما أن قوانين الإفلاس ليست كاملة (Gilson & al, 1990).

وبالنتيجة تختلف أهمية الحماية القانونية للمستثمرين من دولة إلى أخرى، ففي دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE تحمي القوانين حقوق معظم المستثمرين، والمحاكم (العدالة) قادرة على تطبيق وفعاليتها هذه القوانين، ولكن حتى في هذه الدول يترك النظام القانوني للمسيرين مجالاً للتصرف. أما في باقي دول العالم، القوانين أقل حماية للمستثمرين وهيئات العدالة تعرف خلافاً ولا تعاقب إلا التجاوزات الأكثر وضوحاً. وبالنتيجة الاعتماد على الحماية القانونية لوحدها أصبحت غير كافية لضمان تسديد حقوق المستثمرين (Abdennadher, 2008, p. 39).

ثانياً: سوق الاستحواذ على الرقابة

يتمن السوق المالي قرارات وأداء المؤسسة من خلال انعكاس هذا الأخير على أسعار الأسهم في البورصة، وكلما كانت الأسواق المالية أكثر كفاءة كلما كانت آلية سوق الاستحواذ على الرقابة أكثر كفاءة في مراقبة قرارات المسيرين. هذه الآلية مهمة جداً خاصة في الولايات المتحدة والدول الأنجلوساكسونية فالمنافسة ما بين المؤسسات تجعل المؤسسات الأضعف (الأقل كفاءة) عرضة للسيطرة من طرف المؤسسات الأكثر قوة مما يجبر المسيرين على تحسين الأداء. فانخفاض الأداء يعني أن موارد وإمكانيات المؤسسة غير مستغلة بطريقة جيدة تسمح بتخفيض التكاليف وزيادة المبيعات والمردودية وهذا بسبب انخفاض أداء المسيرين مما يعرض المؤسسة للاستحواذ من طرف مؤسسات أخرى لديها طواقم تسيير قادرة على تحسين أدائها (Brealey & Myers, 1991).

يلعب السوق المالي دوراً مهماً وله مكانة هامة ضمن آليات الرقابة، هذه السوق لها وسيلتان لرقابة المسيرين هما الأسعار السوقية للأسهم في البورصة والاستحواذ على الرقابة، ويرى الباحث أن هذين الوسيلتين متكاملتين فتغير أسعار الأسهم في البورصة هو الذي يحرك عمليات الاستحواذ على الرقابة. غير أن (Moerland, 1995) يرى أن فعالية هذه الآلية نسبية لأن نجاحها مرتبط بعوامل أخرى يجب أن تأخذ بعين الاعتبار أهمها:

- وجود سوق مالي مرتفع السيولة؛
- عملية الاستحواذ على الرقابة مكلفة مما يجعلها غير موصى بها إلا في حالة المؤسسات التي تعرف ضعفا في أداء المسيرين؛
- يمكن أن ترفع عمليات الاستحواذ على الرقابة من تكلفة الوكالة عندما يدفع المساهمون الجدد مبالغ أكثر مما يجب للسيطرة على المؤسسة.

ويعمل السوق المالي على تحقيق الرقابة والانضباط على المسيرين، فإذا أحس المساهمون أن أداء المؤسسة لا يعكس إمكانياتها أو أحسوا بوجود تصرفات انتهازية من طرف المسيرين فإنهم سيعملون على التخلي وبيع أسهمهم للتعبير عن عدم رضاهم مما يعرض أسعار أسهم المؤسسة للانخفاض وبالنتيجة تنخفض قيمة المؤسسة وهو ما يجعلها عرضة للسيطرة. هذه الأخيرة ستؤثر على مستقبل المسيرين خاصة وأنها ستتسبب في تخفيض مكافآتهم والتي تحدد عادة بأداء المؤسسة في السوق المالي. وفي حالة حدوث السيطرة تصبح المراكز الوظيفية للمسيرين مهددة، وبالتالي يمكن القول أن ضغط السوق المالي يمكن أن يخيف المسيرين ويدفعهم لاتخاذ قرارات تتوافق مع مصالح المسيرين (Parrat, 1999, p. 56).

ويتساءل الباحث عن أنه إذا كانت عمليات الاستحواذ على الرقابة تتم من أجل تغيير المسيرين وأعضاء مجلس الإدارة لأنهم السبب في ضعف الأداء، فلما لا تتدخل الجمعية العمومية ويصوت المساهمون من أجل تغيير طاقم تسيير المؤسسة الحالي بأخر له خبرة وكفاءة أكبر في التسيير؟ و بهذا نقلص من تكاليف المعاملات والتكاليف المصاحبة لعملية الاستحواذ.

في المملكة المتحدة توصلت دراسة لـ (Franks & al, 1998) إلى أن سوق الاستحواذ على الرقابة يتميز بنشاط أكثر، وأن عمليات الاستحواذ هذه عادة ما تتبع بتغييرات كبيرة في مجلس الإدارة والمسيرين. في حين يرى كل من (Short & Keasey, 1999) أن المسيرين في المملكة المتحدة أقل قدرة على الدفاع عن مؤسساتهم مقارنة بمسيري المؤسسات في الولايات المتحدة، هؤلاء لهم وسائل أكثر مضادة لعمليات السيطرة على الرقابة.

عمليات الاستحواذ على الرقابة جد معتادة في الدول الأنجلوساكسونية أين تحصل المؤسسات على معظم تمويلها من الأسواق المالية، في حين هذا السوق أقل نشاطا خارج الدول الأنجلوساكسونية مثل ألمانيا. فتركز الملكية وتملك البنوك للمؤسسات يحد من عمليات السيطرة

على الرقابة، كما أن المؤسسات في هذه الدول تحد من لجوئها إلى الأسواق المالية مما يقلل من استجابة الأسواق المالية لهذه الآلية. إلا أن دراسة (Franks & Mayer, 2001) تؤكد أن عمليات السيطرة على الرقابة يمكن أن تتم حتى في دول مثل ألمانيا، وذلك من خلال محاولة تملك مساهم حالي لكتلة أسهم (Blocs d'actions) تسمح لهذا الأخير باستبدال المسيرين وأعضاء مجلس الإدارة.

وعلى العموم تتفق الدراسات النظرية (Jensen & Meckling (1976 و Grossman & Hart (1980) على أن عمليات الاستحواذ على الرقابة هي نتيجة الدور الانضباطي للسوق المالي. هذا الدور يشكل دافعا للمسيرين لخدمة مصلحة المساهمين، ولكن يمكن أن يقود في المقابل إلى التجذر. فالمسيرون لهم من الآليات الكثيرة التي تسمح لهم بتقليص حظوظ نجاح عمليات الاستحواذ والسيطرة ومن بين هذه الآليات نجد (Fenàndez, 2012, p. 53) :

- تسمح حبوب السم¹ بإصدار أسهم بأسعار منخفضة في حال محاولة السيطرة؛
 - انتخاب مجلس إدارة متأخر، بما لا يسمح بالتغيير الفوري للمجلس حتى مع السيطرة؛
 - تركيز الأسهم في يد الإدارة من خلال إعادة هيكلة رأس المال.
- كما يمكن للمسيرين تطبيق استراتيجيات دفاعية حازمة مثل المظلات الذهبية² أو منح الرئيس المدير العام PDG ما يعادل راتبه مدة ثلاث سنوات إذا ما قاوم زحف الاستحواذ العدائي أو حبوب السم أو من خلال طلب الحماية القانونية من المستحويين. وعلى نحو مماثل ربما تستجيب الإدارة لضغوطات إدارة رأس المال من خلال تبني استراتيجيات قصيرة الأجل من أجل تحسين أسعار تداول الأسهم والتضحية بالاستثمارات طويلة الأجل المجدية اقتصاديا (الربيعي وراضي، 2011، ص. 137).

وفي الأخير، يشير تحليل (Holmstrom & Kaplan, 2001) أن موجة الاستحواذ -الاندماج التي ميزت السوق المالي في الولايات المتحدة كان لها أثر إيجابي على المساهمين وأدت إلى تضاعف عمليات الاندماج غير العدوانية خلال سنوات التسعينات والتي ساعدت في تغيير وضعية المسيرين.

¹ - Pilules empoisonnées.

² - Golden Parachutes.

ثالثاً: سوق رأس المال البشري وسمعة المسيرين

تسمى هذه الآلية أيضاً آلية سوق العمل والأصل المعنوي للمسير، ويمثل سوق رأس المال البشري المرجعية لتحديد ما تنتظره مؤسسة ما من مسيرها. لهذا السوق دور مهم في تحقيق حوكمة الشركات هذا الدور من جهة انضباطي ومن جهة أخرى تحفيزي. يعاقب في هذا السوق المسيرين في حالة تحقيق أداء سيء إما بخسارة مناصب عملهم في مؤسساتهم وإما من خلال تدهور سمعتهم (Fama, 1980).

يتميز هذا السوق بمنافسة شديدة ما بين المسيرين وتأخذ بالحسبان كفاءات المسيرين التي تحصلوا عليها من خلال سمعتهم (الأصل المعنوي للمسير). فمن وجهة نظر المساهم هذا السوق يحمي المساهم نظراً للمنافسة الكبيرة التي يتميز بها، وحسب العديد من الباحثين (Fama, 1980, Jensen & Ruback, 1983) يظهر هذا السوق كآلية للرقابة عندما يحصل المسيرين على منافع من خلال علاقاتهم التعاقدية مع المساهمين، وبالتالي يحاولون الحفاظ على هذه المنافع ولا يقبلون أن ينافسهم عليها مسيرين آخرون.

أما من وجهة نظر المسير، فحسب (Douma & Schreuder, 1991) حصول المسير على منصب مالي في مؤسسة كبيرة يسمح له بالحصول على سلطة أكبر، رقي ومكانة أكبر، أموال أكثر، ورضا وظيفي أكبر من الذي سيحصل عليه في نفس المنصب في مؤسسة صغيرة، لذلك يعمل المسير على الحفاظ على هذه المزايا ولا يقبل أن ينافسها عليها مسير آخر.

ويرى الباحث أن هذا سيدفع بالمسير لخدمة مصلحة المساهمين للحفاظ على منصبه الوظيفي وبالتالي مواصلة الحصول على المنافع التي يعود بها عليه هذا المنصب، فاستمرار المنافع مرهون باستمرار رضا المساهمين. وفي حالة تراجع رضا المساهمين سيضطر هؤلاء لتسريحهم وجلب طاقم تسيير منافس سيعمل على خدمة مصالح المساهمين للحفاظ على منصبه.

يتمثل الدور الرئيسي لسوق العمل في تقييم المسيرين، ولكن لا يمكن تقليص دور هذا السوق في هذه الوظيفة البسيطة بل يشكل سوق رأس المال البشري قاعدة مرجعية لتحديد مبلغ مكافآت

المسيرين وكذا كيفية دفع هذه المكافآت. ومن خلال دور تقييم كفاءة المسيرين، يسمح هذا السوق بتصنيف المسيرين حسب رأس مالهم المعنوي، سمعتهم، وكذا معرفتهم بالعمل¹ (Pigé, 1996).

تعتبر سمعة المسيرين عاملا مهما جدا في هذا السوق، فقد اهتم العديد من الباحثين بدراسة هذه السمعة في اتخاذ القرارات، وتوصلوا إلى أن المسيرين لهم توجه نحو اتخاذ قرارات لفائدة مستخدميهم الحاليين (المؤسسات التي يعملون بها)، وأن هذا يرفع من احتمال طلب خدماتهم من طرف مؤسسات أخرى. وفي تحليل آخر لـ (Kreps, 1990) يرى أن بناء سمعة جيدة يمكن أن يفسر لماذا يوفي المسيرون بوعودهم حتى وإن كانوا غير مجبرين على ذلك. ففي إطار علاقة التمويل الموجودة ما بين المسيرين-المستثمرين (أصحاب الأموال)، يلتزم المسيرون بتسديد التزامات المؤسسات تجاه المستثمرين لأنهم يعلمون أنهم سيكونون بحاجة للحصول على الأموال في المستقبل وبالتالي العودة للسوق المالي، ولهذا يحتاج المسيرون لسمعة جيدة من أجل إقناع المستثمرين بتمويل المؤسسة. فحسب (Gomes 1996) التزام المسيرين بتسديد توزيعات الأرباح يخلق سمعة جيدة تسمح للمؤسسة برفع رأس مالها من خلال ربح ثقة المساهمين المحتملين.

ويرى الباحث أن عناية المسيرين بخلق سمعة جيدة خاصة بهم سيكون في مصلحة المؤسسة وبالتالي المساهمين، مما يساهم في ارتفاع القيمة السوقية للأسهم والمؤسسة خاصة إذا كان السوق المالي قادرا على تفسير هذه المعلومات.

إن سعي المسيرين للحفاظ على مناصب عملهم يحفز هؤلاء على بذل الجهد الكافي لتحقيق هذا الهدف، ففي دراسة لـ (Labaronne, 2002) لبعض دول أوروبا الشرقية خلال فترة تحول نظامها، وجد أن عملية الخصخصة جعلت مسيري المؤسسات العمومية يتوجسون خيفة للحفاظ على مناصب عملهم في المؤسسة بعد الخصخصة مما يدفعهم للقيام بأعمال تحسن من كفاءة مؤسساتهم وفي الوقت نفسه يحاولون بناء سمعة جيدة في سوق العمل على أنهم مسيرون جيدون، كما أن هذا الهدف يشجع المسيرين على بذل جهود إضافية، غير أن (Holmstrom, 1982) يحذر من مبالغة المسيرين في المخاطرة.

بغض النظر عن المنافسة ما بين المسيرين ورغبتهم في الحفاظ على مناصبهم الوظيفية، آلية سوق رأس المال البشري يمكن أن تعمل جيدا إذا تم احترام مفهوم "العناية الشرعية". من خلال

¹ - Savoir-faire.

هذا المفهوم يلتزم المسير بالتصرف بنفس العناية والكفاءة لشخص له حيطة عادية ويعمل في نفس المنصب ونفس الظروف. هذه القاعدة العامة تعبر عن درجة معينة في سرعة اتخاذ القرار تركز على المعارف وتحضير الشخص الذي يتخذ القرارات. ويظهر أيضا مفهوم المسؤولية بدون خطأ (المسؤولية الهادفة) والأكثر التزاما من المسؤولية من أجل الاحتيال أو عدم الاهتمام (Fenàndez,) (2012, p. 57).

فعالية آلية سوق رأس المال البشري وجودتها كآلية لحوكمة الشركات هي دالة لقدرة هذا السوق على مكافأة المسيرين الأكفاء، وكذا على قدرة السوق المالي من خلال أسعار تداول الأسهم على عكس المعلومات المتعلقة بكفاءة المسيرين. ففي حال أن المؤسسات المحتملة للتوظيف تستطيع تفسير أداء جيد لأسعار الأسهم في البورصة على أنه إشارة لكفاءة المسيرين، يمكن لهؤلاء (المسيرين) أن يعملوا في اتجاه تحسين أداء أسعار تداول الأسهم من أجل الحصول على مكانة مرموقة في سوق رأس المال البشري (Fee & Hadlock, 2004).

رابعا: المنافسة في سوق السلع والخدمات

تعتبر الكثير من البحوث النظرية أن المنافسة في سوق السلع والخدمات هي آلية قوية ومهمة لحل مشاكل الوكالة ما بين المساهمين والمسيرين. فعندما تعمل المؤسسة في محيط يتميز بالمنافسة، قوة هذه الأخيرة تشكل ضغطا خاصة إذا كان هدف المؤسسة هو تعظيم قيمتها. وبهذا المنطق ومن أجل أن تكون هذه الآلية فعّالة يجب رفع مستوى المنافسة في الأسواق التي تعمل بها المؤسسات. ففي محيط تنافسي سترتفع مخاطر الإفلاس، وسيبذل المسيرون جهودا أكبر من أجل تخفيض تكاليف الوكالة وتقادي وضع المؤسسة في خطر. كما أنه في وجود المنافسة في السوق ستكون هناك فرصة للمقارنة ما بين المسيرين لذلك سيكون لهؤلاء الحافز لتحسين أدائهم (Hart, 1983). وتؤكد دراسة (Labaronne, 2002) أنه خلال فترة تحوّل دول أوروبا الشرقية قام مسيرو المؤسسات العمومية بإصلاحات هامة خوفا من منافسة المؤسسات التي تم خصصتها ولكن خوفا أيضا من خصصة المؤسسات التي يعملون بها. ومن جهة أخرى يرى (Jagannathan & Srinivasan, 1999) أن المؤسسات المحمية من المنافسة تمتلك تدفقات نقدية حرة يتعسف المسيرون في استخدامها، على عكس مسيري المؤسسات التي تواجه منافسة شديدة فتستخدم التدفقات النقدية الحرة المتاحة في مشاريع استثمارية ذات مردودية تعظم من قيمة المؤسسة.

في ظل آلية المنافسة في سوق السلع والخدمات يكون المسيرين وإطارات المؤسسة طرفا في هذه الآلية. فتحقيق مستوى مقبول من الكفاءة يعني أن مستوى الإنتاجية المحقق وحجم الجهود المبذولة من طرف المسيرين مناسبة، وعدم تحقيق هذا التوازن في مؤسسة معينة يمكن أن يقود إلى الإفلاس على اعتبار أن ضعفا في الإنتاجية سينعكس في شكل تكلفة رأس مال مرتفعة. ويقترح (Allen & Gale, 2001, p. 102) أنه وتحت شروط معينة يمكن أن تشكل حدة المنافسة ضغوطا صادمة للمسيرين، ففي ظل هذه الأخيرة ستتخفف مزايا انخفاض التكاليف بشكل متزايد ويمكن أن تؤدي بالمالك إلى تخفيض المكافآت المدفوعة للمسيرين والذي يؤدي بالنتيجة إلى تخفيض هؤلاء للمجهودات المبذولة في تسيير المؤسسة. في المقابل يتحدث الباحثان عن تأثير إيجابي لآلية المنافسة في سوق السلع والخدمات ففي ظل تزايد شدة المنافسة وحدهم المسيرين الأكفاء سيعرفون النجاح من خلال قدرتهم على تحقيق الاستمرارية والمحافظة على بقاء مؤسساتهم كمؤشر على جودة التسيير الذي يقدمونه.

ويرى الباحث أن هذا في مصلحة المسيرين أنفسهم لأنهم سيحافظون على مناصبهم الوظيفية والامتيازات التي يحققونها في ظل هذه المناصب، وفي نفس الوقت يحققون مصالح المساهمين الذين سيحققون مكاسب من المؤسسة بفضل ضمان استمرارها. هذا يعني أن آلية المنافسة في سوق السلع والخدمات ستشكل ضغطا على المسيرين من أجل تحسين كفاءتهم وضمن استمرارية المؤسسة بما يخدم مصلحة المساهمين ويقلص من مشكل الوكالة.

بالمقابل يرى (Douma & Schreuder, 1991) أنه إن كان أحد الفاعلين في المؤسسة كالمسير مثلا يتحصل على مكافآت أكثر من مساهمته في أداء المؤسسة فسيؤثر ذلك على استمراريته. في حين يرى (Fama & Jensen, 1983) أن المؤسسات التي تواجه منافسة شديدة أمام مؤسسات أخرى تكون مجبرة على تبني استراتيجيات مراقبة فعّالة لأنشطة المؤسسة ومسيرها، فالمسيرين يخضعون في ظل المنافسة في سوق السلع والخدمات للانضباط الذي يحدد من هم المسيرين الأكثر كفاءة من خلال النتائج التي يحققونها في هذا السوق.

خامسا: المراجعة الخارجية المستقلة

من أجل الحصول على نظرة خارجية (مستقلة) حول تسيير المؤسسة وأدائها الحالي (نظريا ذات مصداقية) يفرض المشرعون على المؤسسات ذات خصائص أو المؤسسات المسجلة في البورصة أن تكون محل مراجعة محاسبية منتظمة تتم من طرف هيئات مستقلة تختارها الجمعية العمومية للمساهمين.

أكدت الفضائح المالية التي حدثت في الولايات المتحدة النقائص التي تتميز بها هذه الآلية خاصة ما حدث ما بين شركة Enron ومكتب المراجعة Arthur Anderson، فقد بينت هذه الفضيحة عيوب هذه الآلية خاصة عندما يفقد المراجع الخارجي استقلاله. من أجل مواجهة هذه التجاوزات أصدر الكونغرس الأمريكي ما يعرف بقانون ساربان-أكسلي (SOX) سنة 2002. هذا القانون يفرض إجراءات أكثر صرامة مما كانت عليه سابقا خاصة بالمراجعة والمحاسبة من خلال توقيف التنظيم الذاتي لمهنة المحاسبة وتحميل مسؤولية جنائية خاصة للمسيرين المسؤولين عن المعلومات المالية للمؤسسة. كما أقر هذا القانون تنظيم وظائف مكاتب المراجعة والتي تم حصرها في الخدمات التي يمكن أن تقدمها للمؤسسات مما يسمح بتقليص التضارب في المصالح (نظريا). من بين الخدمات التي لا يمكن لمكاتب المراجعة أن تقدمها للمؤسسات نجد خدمات بنوك الاستثمار وخدمات تصميم وإنجاز المصالح (الوظائف) المسؤولة عن المعلومة المالية داخل المؤسسة. تماشيا مع هذا القانون، يجب أن تشكل لجنة المراجعة لمجلس الإدارة من الأعضاء الخارجيين (المستقلين) وستكون هذه اللجنة مسؤولة عن توظيف ومتابعة خدمات المراجعة الخارجية، كما يجب أن يكون على الأقل عضو واحد في هذه اللجنة خبيرا ماليا. يجب أن يكون أعضاء مجلس الإدارة، والمسирون، وكبار المساهمين على علم بكل الصفقات المتعلقة بشراء وبيع الأسهم. كما ينص القانون أيضا على فترات مغلقة "Black-Out" خاصة بالتفاوض على الأسهم للمسيرين وأعضاء مجلس الإدارة. تم العمل بهذا القانون الأمريكي في معظم دول منظمة OCDE سواء من حيث التطبيق أو من حيث القوانين (Fenàndez, 2012, p. 50).

في النهاية، الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات تشكل مجموعة من الوسائل البديلة لتحقيق الانضباط وتأديب المسيرين بهدف مراقبتهم والتقليص من تصرفاتهم الانتهازية وضمان أنهم يتصرفون لخدمة مصلحة الملاك ومختلف الأطراف ذات المصالح في المؤسسة.

معظم الدراسات التي أجريت حول موضوع آليات حوكمة الشركات وفعاليتها في تحقيق الرقابة وتحسين أداء المؤسسة تؤكد أنه لا توجد آلية للحوكمة يمكن أن تضمن وحدها مصالح المساهمين وتحقق المراقبة وانضباط المسيرين. وتشير الأدبيات المالية أن كل آلية من آليات حوكمة الشركات لها نقائص وعيوب واستعمال مجموعة من الآليات في نفس الوقت يعتبر ضروريا. التجربة العملية تظهر أنه عندما يتبين أن أحد آليات حوكمة الشركات غير فعّالة في تحقيق الأهداف تتدخل آليات أخرى إما لتعويض الآلية الغير فعّالة وإما لإتمام آلية غير فعّالة، وعليه نستنتج أن آليات الرقابة وحوكمة الشركات يمكن أن تتكامل أو تكون بديلة لبعضها البعض. بالنسبة لـ (Fama, 1980) عندما يتبين أن الآليات الداخلية لحوكمة الشركات غير فعّالة، يتدخل سوق الاستحواذ على الرقابة لتصحيح الوضع. فعندما لا تؤدي الآليات الداخلية الدور المطلوب منها ينعكس ذلك على أداء المؤسسة والذي يصدر إشارة للمؤسسات المتواجدة في السوق بوجود مؤسسة منخفضة الأداء تشكل بالتالي هدفا محتملا للاستحواذ على الرقابة. وبالمثل يرى كل من (Mork & al, 1988) أن الآليات الداخلية للحوكمة هي بديل فعّال لسوق الاستحواذ على الرقابة. ويؤكد (Januszewski & al, 2002) أنه في حالة المؤسسات الألمانية تركز الملكية له أثر إيجابي على أداء المؤسسات وأن هذا التأثير الإيجابي يزداد عندما تزداد المنافسة في سوق السلع والخدمات.

قمنا من خلال هذا المبحث بإحصاء وتحليل أهم آليات حوكمة الشركات التي تستطيع تقييد السلطات المطلقة للمسيرين وتراقب تصرفاتهم بما لا يسمح لهم بالتصرف عكس مصلحة المساهمين. فالعديد من الدراسات حاولت البحث عن أفضل آلية لحوكمة الشركات يمكن من خلالها تحقيق الرقابة على المسيرين، إلا أنه لا يمكن الحديث اليوم عن آليات حوكمة الشركات ولكن يجب الحديث عن نظام لحوكمة الشركات والذي يشكل توليفة من آليات حوكمة الشركات تتكامل فيما بينها لتحقيق هدف الرقابة وخدمة مصلحة المساهمين وباقي أصحاب المصالح لذلك تم الحديث في المبحث التالي عن أنظمة حوكمة الشركات.

المبحث الثالث: أنظمة حوكمة الشركات

من خلال الأدبيات التي تطرقت لأنظمة حوكمة الشركات يمكن حصر نظامين (نموذجين) أساسيين، تكشف المقارنة بينهما عن اختلافات أساسية وجوهرية وعن تطورات تحدث تحت ضغط الأسواق المالية أو بإرادة رجال السياسة. ويحصر معظم الباحثين هذه الأنظمة في النظام الأنجلوساكسوني المتواجد خاصة في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة والمرتكز على الأسواق المالية والنموذج الألماني-الياباني المرتكز على البنوك، في حين يوجد نظام هجين يأخذ من النموذجين السابقين. وحسب (Porter, 1992) فعالية وكفاءة الاقتصاد الوطني مرتبطة (تابعة) بنظام حوكمة الشركات لذلك البلد (Charreaux, 1997, p. 457). كما يرتبط النظام الأنجلوساكسوني بنظام داخلي وهو النظام الأحادي في حين يرتبط النظام الألماني-الياباني بنظام داخلي يسمى النظام الثنائي.

المطلب الأول: الأنظمة الوطنية لحوكمة الشركات

في دراسته قام Lahlou بحصر أربع مقاربات قامت بإعداد مقارنة بين الاختلافات الموجودة بين الأنظمة الوطنية لحوكمة الشركات بالاعتماد على أوجه مختلفة لتبرير تقسيماتها؛ فدراسات (Berglöf, 1990؛ Porter, 1992 و Allen, 1993) ركزت على طرق تمويل الاقتصاد وتفرق بين النظام الموجه-أسواق ونظام موجه-بنوك. أما دراسة (Franks & Mayer, 1992) فتفرق بين النظام الخارجي الذي يتميز بشركات مفتوحة ودور مسيطر للأسواق المالية ونظام داخلي يتميز بشركات مغلقة ودور مسيطر للجان. أما دراسة (Moerland, 1995) فتفرق ما بين نظام موجه أسواق ونظام موجه شبكات. وفي الأخير دراسة (Yoshimori, 1995) والتي تفرق ما بين النظام الأنجلوساكسوني والنظام الألماني-الفرنسي والنظام الياباني (p. 9).

ويرى الباحث أن النماذج الوطنية لحوكمة الشركات تتمثل في نموذجين أساسيين والمقاربات التي طرحتها الدراسات سابقة الذكر هي مقاربات متشابهة من حيث المضمون ولكن مختلفة من حيث التسميات التي ترجع إلى الخاصية الأساسية التي يعتقد كل باحث أنها ميزة ذلك النظام. لذلك سنتطرق للنظام الأنجلوساكسوني الموجه-أسواق والمرتبطة بنظرة أحادية للمؤسسة، وللنظام الألماني-الياباني الموجه-بنوك/شبكات والمرتبطة بنظرة ثنائية/متعددة. وفي الأخير نتطرق للنظام الهجين الذي يجمع ما بين النظامين السابقين.

أولاً: النظام الموجه-أسواق (الأنجلوساكسوني)

يطلق على هذا النموذج العديد من التسميات تختلف باختلاف الباحثين وقام Gedajlovic & Shapiro (1998) بحصر أهم التسميات التي أطلقت على هذا النموذج وهي النموذج الأنجلوساكسوني (anglo-saxon) نموذج المساهمين (shareholders) نموذج الرقابة الخارجية (contrôle externe) النموذج الموجه-أسواق (orienté-marché) ونموذج الخارجيين (outsiders) (Lee, 2011, p. 11). كل هذه التسميات أطلقت من طرف الباحثين على هذا النموذج ويرى الباحث تسمية هذا النموذج بالموجه-أسواق لسببين أساسيين؛ الأول للاعتماد الكبير على الأسواق المالية في التمويل والثاني للدور الرقابي الكبير الممارس من طرف الأسواق المالية. وسيتم تحليل هذا النموذج وفق الدراسات التي قام بها كل من (Berglöf, 1990؛ Franks & Mayer, 1992) و (Moerland, 1995).

حسب تحليل (Berglöf 1990) يتم تقسيم نماذج حوكمة الشركات حسب هيكل التمويل، كما يرتكز على نظرية العقود الكاملة هذه الأخيرة تنطلق من فرضية عدم كمال العقود لدراسة حقوق القرار المتبقية بدلالة حالة الطبيعة المواتية أو غير المواتية. حسب هذه النظرية تعرف العقود المالية بطرق تأجير حقوق القرار المتبقية وليس كما تقول به المقاربة المالية التقليدية حسب خصائص المردودية والمخاطر. ويرجع (Berglöf 1990) الاختلاف ما بين النموذجين أصلاً للجانب القانوني، فالقيود المفروضة على البنوك التجارية في الأنظمة الموجهة-أسواق ترفع من تكلفة الرقابة وهو ما لا يحفز المساهمين ولا الدائنين لممارسة وظيفة الرقابة. وبالنتيجة هذا النظام موجه نحو استخدام السوق المالي الموزع بين عدد كبير من المساهمين والدائنين لتمويل المؤسسات. وبما أن هذا النظام يتميز بتشتت كبير في رأس المال فإن حقوق اتخاذ القرار تمنح للمسيرين وهو ما يفسر انفصال وظيفة اتخاذ القرار (الإدارة) وتحمل المخاطر (الملكية). وبالتالي دور المستثمرين سواء كانوا مساهمين أو دائنين جد محدود فهم لا يساهمون في عمليات التسيير التي تعتبر الوظيفة الأساسية للمسيرين. ويرتكز هذا النظام على آليات الرقابة الخارجية مثل أسواق الاستحواذ على الرقابة وأسواق المسيرين من أجل تخفيض تكاليف الوكالة الناتجة عن انفصال الملكية عن الإدارة، كما يتم حل الأزمات بواسطة آليات غير محددة ورسمية (Charreaux, 1997, pp. 457-458).

تحليل (Franks & Mayer, 1992) قام على أساس دراسة وظائف الملكية والقرار في مختلف الدول ويفرق تحليل هذه الدراسة بين النظام الأنجلوساكسوني والنظام الألماني-الياباني، ويرى الباحثان أن ثلاثة عناصر تسمح بالتفريق بين النظامين؛ فالنظام الأنجلوساكسوني يتميز بعدد كبير من المؤسسات المسجلة في البورصة، وسوق مالي شديد السيولة أين يكون انفصال بين حقوق الملكية وسلطة اتخاذ القرار، بالإضافة إلى عدد قليل من الشركات القابضة المالية التي تسمح بالقيام بالعديد من العلاقات ما بين الشركات. ويرتكز هذا النظام أيضا على الرقابة الخارجية من خلال ثلاث آليات أساسية وهي: الرقابة بواسطة الإداريين الخارجيين، سوق الاستحواذ على الرقابة، وآليات تحفيز المسيرين.

ويضيف Mayer (1994) عناصر إضافية من أجل مقارنة الرقابة من خلال السوق المالي (أسواق الاستحواذ على الرقابة) في المؤسسات البريطانية مقارنة بالمؤسسات الأوروبية، ويلاحظ أن في هذه الأخيرة تلعب البنوك والمؤسسات الاقتصادية دورا مهما انعكس من خلال تركيز الملكية وهو ما يقود إلى مجموعات تخلق أيضا رقابة داخلية (داخل قطاع النشاط). وعلى العكس من ذلك تتم الرقابة في النظام الأنجلوساكسوني من خارج قطاع النشاط أي من خلال المؤسسات المالية غير البنكية مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين على الحياة (Louizi, 2011, p. 38).

دراسة (Moerland, 1995) تفرق ما بين الدول التي تتميز بخصائص النظام الموجه-أسواق وتلك التي ترتكز على النظام الموجه-شبكات. تتميز الأنظمة الموجهة-أسواق بأسواق مالية جد متطورة ووجود شركات مفتوحة مع مساهمية مشتتة وسوق استحواذ على الرقابة نشط، كما يتميز هذا النظام بانفصال الملكية عن الإدارة من جهة وانفصال المساهمين والدائنين من جهة أخرى مما يخلق تضاربا في المصالح وهو ما يميز هذا النظام.

يحلل (Moerland, 1995) عمل الآليات الثلاث الأساسية المكلفة بحل مشكل الوكالة ما بين المساهمين والمسيرين ويحصرها في ثلاث آليات وهي: سوق الاستحواذ على الرقابة، الرقابة من خلال مجلس الإدارة وسوق المسيرين. ويلعب سوق الاستحواذ على الرقابة دورا جد مهم (أو بالأحرى الأهم) في هذا النظام مقارنة بمجلس الإدارة الذي يلعب دورا متواضعا، أما سوق المسيرين (العمل) فله صورة مزدوجة. وبالتالي يرى (Moerland, 1995) أن آليات الانضباط تبدو أكثر فعالية في النظام الموجه-أسواق. كما توصل أيضا عند تحليل تضارب المصالح ما بين

المساهمين والدائنين إلى أن انفصال المهمتين في الولايات المتحدة يخلق مشاكل كبيرة عند إعادة التفاوض خاصة عند الإفلاس. ويختتم الباحث بأن النظام الموجه-أسواق يعتبر المؤسسة الاجتماعية¹ كآلية أو وسيلة يكون الهدف فيها تعظيم ثروة المساهمين، وهو نفس المبدأ الذي ارتكز عليه (1995) Yoshimori لتعريف الأنظمة والذي يرى أن المؤسسة في النظام الأنجلوساكسوني مؤسسة أحادية (moniste) يكون الهدف الوحيد فيها هو تعظيم ثروة المساهمين.

من خلال الدراسات الثلاث يمكن الخروج بالنقاط المشتركة التي تميز النظام الموجه-أسواق وهي: أولاً يعرف نظام حوكمة الشركات بنظام موجه-أسواق إذا كانت الرقابة والتنظيم تتم من خلال السوق المالي أي من خلال الاستحواذ على الرقابة أو ما يسمى بعروض الشراء العامة OPA وكذا سوق العمل والمسيرين. ويتم تمويل المؤسسات من خلال عدد كبير من المستثمرين في السوق المالي.

ويرى (Denglos, 2010) أن النظام الموجه-أسواق يتميز بسوق مالي جد متطور وأن تمويل المؤسسات الكبيرة يتم من خلال عدد كبير من المساهمين مما يجعل هيكل الملكية مشتتاً، إلا أن المساهم يستفيد من حماية قانونية قوية من خلال شروط الشفافية المفروضة. المساهمون الأفراد لهم القليل من السلطة خلال انعقاد الجمعية العمومية أما الأعضاء الخارجيون فيعينون باقتراح من المساهمين. هذه المميزات تسمح بظهور ما يسمى بمؤسسات الأعمال² ويسمح تشتت الملكية للمسيرين بممارسة سلطة حقيقية ناشئة عن عدم تماثل المعلومات وكفاءة المسيرين (p. 18).

كما يتميز هذا النظام بتسيير أحادي (moniste) بمعنى أن الرئيس المدير العام هو نفسه رئيس مجلس الإدارة أي عدم انفصال بين مهام الرقابة ومهام الإدارة، وعليه تعتبر المؤسسة توليفة من الإداريين التنفيذيين تعمل على تحقيق مصالح المساهمين ويمثل التمويل المباشر محرك تمويل هذه المؤسسات (Rachdi, p. 5).

كما يمكن إضافة أن الأسواق المالية شديدة السيولة مع وجود قواعد محاسبية صارمة راجعة لضرورة الشفافية الواجب تبنيتها من طرف الشركات، مع ملاحظة وجود عدد قليل من المساهمات المتقاطعة ما بين المؤسسات الاقتصادية (غير المالية) وبين البنوك والمؤسسات الاقتصادية وتدخل محدود للمؤسسات المالية في حوكمة الشركات، كما أن ملكية البنوك لا يمكن أن تتجاوز 5%

¹ - Firme sociétale

² - Entreprises managériales.

في مؤسسة معينة. ويرجع التقييد الكبير لمساهمة البنوك التجارية في رأسمال المؤسسات الاقتصادية وداخل الأسواق المالية لأسباب تاريخية، فبعد الأزمة المالية لسنة 1929 تم تحميل البنوك التجارية مسؤولية الأزمة وتم تبني مجموعة من الإجراءات الفدرالية من أجل تقليص مجال نشاط وقوة المؤسسات المالية. حيث تم إصدار قانون (Glass Streagall Act) سنة 1933 وبعده قانون (Bank Holding Company Act) سنة 1956 وتم من خلال هذين القانونين منع البنوك التجارية التي تعمل في الولايات المتحدة من القيام بأنشطة في الأسواق المالية والعمل في قطاع التأمين، كما قيد القانونان تطور البنوك من خلال فصل مهام البنوك التجارية ومهام بنوك الاستثمار ومنعا مساهمة البنوك في المؤسسات الاقتصادية (Lahlou, pp. 9-10).

يرتكز هذا النظام أساسا على الرقابة الخارجية من أجل مراقبة التصرفات الانتهازية للمسيرين أي الرقابة من خلال الأسواق، فمراقبة الذين يمتلكون مجالا واسعا من السلطة لاتباع وتحقيق أهداف متعارضة مع أهداف المساهمين تتم من خلال السوق المالي. فإذا كان الأداء الاقتصادي للمؤسسة لا يرضي المساهمين سيكون لهؤلاء الحافز للتخلي عن أسهمهم مما يجعل المؤسسة مستهدفة من طرف مؤسسة منافسة أو معتدية، وإذا حدث ذلك فعادة ما يكون مصحوبا بتسريح الفريق المسير للمؤسسة. إلا أن فعالية هذه الآلية تركز أساسا على فعالية السوق المالي وغياب آليات مضادة لعروض الشراء العامة (OPA) من طرف المسيرين (Denglos, 2010, p. 18).

ويرى (Boubel & Pansard (2004 أن آلية الاستحواذ على الرقابة تحفز المسيرين لتسيير المؤسسة لمصلحة المساهمين، فالمسيرون لديهم حساسية من ردة فعل السوق المالي على المدى القصير، ويسعون لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة من خلال الابتكار التكنولوجي وإعادة الهيكلة (Lee, 2011, p. 12).

أما الرقابة الداخلية فتتم من خلال مجلس الإدارة والذي عادة ما يكون تحت سيطرة المسيرين، فالعديد من الإداريين هم أجراء لدى المؤسسة ومقربين من المسيرين ولهم مصلحة مباشرة في بقاء الإدارة في موقعها. أما باقي الإداريين الخارجيين فيعينون أيضا من طرف الرئيس المدير العام ليس لكفاءتهم ولكن لوفائهم. كما أن رئيس مجلس الإدارة في أغلب الحالات هو نفسه الرئيس المدير العام وبالتالي من الصعب أن يمتلك مجلس الإدارة سلطة عقاب المسيرين في حالة

انخفاض الكفاءة الاقتصادية، ولكن يمكن تسجيل أن بعض المستثمرين المؤسسيين لا يترددون في المشاركة في الإدارة التي يمتلكون فيها حصة معتبرة في رأس المال (Lahlou, p. 10).

يحقق نظام حوكمة الشركات الموجه-أسواق العديد من المزايا، حيث يرى (Berglöf (1990 أن هذا النظام يسمح بإتمام العلاقات الموضوعية مع المؤسسة بأكثر سهولة وله ميزة المرونة كما يسمح بتسهيل التأقلم والإبداع. ويضيف (Allen (1993 أن خاصية انفتاح النظام الموجه-أسواق تجعله أكثر كفاءة في تمويل الأنشطة الجديدة لأنه يفضل تجميع المعلومات وتشكيل توافق حول القيمة من خلال التسجيل في البورصة (القيمة السوقية). كما أن الأسواق المالية تحفز المستثمرين على البحث عن المعلومات ورقابة قرارات التسيير، هذا الدور المعلوماتي يسمح بمعاينة المسيرين دون انتظار نتيجة الاستثمارات على المدى الطويل، فالمعلومات التي تحتويها الأسعار تسمح بالتقييم الصحيح لكفاءة المسيرين. ويبدو هذا النظام أكثر فعالية لأن الأسواق المالية لديها قدرة كبيرة على التنبؤ بمستقبل هذه المشاريع (Charreaux, 1997, pp. 458-460).

ويرى (Franks & Mayer (1992 أن نظام الرقابة الخارجية الذي يسمح بتحويل سهل لحقوق الملكية يمنح مرونة أكبر تسهل إعادة هيكلة الملكية، كما يفضل هذا النظام في المؤسسات الشابة التي لها معدلات نمو مرتفعة وكذا القطاعات الصناعية الاحتكارية. بالإضافة إلى أن التغيرات في الاستراتيجية تستوجب إعادة تأجير لحقوق الملكية. ويضيف (Moerland (1995 أن ميزة النظام الموجه-أسواق أنه يشكل تهديدا مستمرا (دائم) للمسيرين وكونه فعّالا في استغلال الموارد (Louizi, 2011, pp. 38-39).

وفي مقابل هذه الإيجابيات يتميز النظام الموجه-أسواق بمجموعة من السلبيات حيث يرى (Berglöf (1990 أنه يتميز برؤية قصيرة المدى للمستثمرين الذين يفضلون الأهداف قصيرة المدى، كما يتميز بصعوبة تحويل حقوق اتخاذ القرارات والتي لا تتم إلا من خلال عملية رسمية ذات طبيعة قانونية. ويضيف (Porter (1992 أن هاجس تنويع المحافظ وضمان سيولتها وكذا عدم تماثل المعلومات (بسبب خاصية عدم امتلاك مقاعد في مجلس الإدارة) يدفع المستثمرين إلى اشتراط أداء قصير المدى، هذا الأخير يرهن نوع التقييم وإدارة المسيرين (Charreaux, 1997, p. 458).

كما يرى (Franks & Mayer 1992) أن النظام الموجه-أسواق يتميز بخاصيتين سلبيتين؛ أولاً انفصال الملكية عن الإدارة تجعل تكلفة التمويل بواسطة الأموال الخاصة جد مكلفة بسبب تكاليف الإشارة التي تحتويها. ثانياً عدم الأخذ بعين الاعتبار مصالح باقي الأطراف ذات المصلحة (غير المساهمين) يقود لعدم كفاءة فيما يخص تطوير المنتجات (خاصة بالنسبة للذين يمتلكون يدا عاملة مؤهلة) والدخول إلى أسواق جديدة. ويضيف (Moerland 1995) أن هذا النظام يفضل المدى القصير وبالنتيجة يؤدي إلى مخاطر كبيرة لانقطاع (حل) العقود الضمنية، ويمكن أن يؤدي أيضاً لانخفاض في الاستثمارات المتخصصة. ويتضمن أيضاً تكاليف مرتبطة بمقاومة مسيري المؤسسات المستهدفة ويحفزهم على وضع استراتيجيات نمو خارجية من أجل أحسن تجذر (للمسيرين) (Louizi, 2011, p. 39).

في النهاية يرى الباحث أن نظام حوكمة الشركات الموجه-أسواق والمنتشر في الدول الأنجلوساكسونية والذي يهدف لخدمة مصلحة المساهمين والمستثمرين في البورصة على حساب باقي أصحاب المصالح ويسمح بتجذر المسيرين وحصولهم على امتيازات كبيرة سواء من حيث المسؤوليات أو المكافآت المالية، سمح بظهور ما يسمى بالرأسمالية المتوحشة المرتكزة على الأسواق المالية والمرتبطة بالأزمات المالية. وفي مقابل هذا النظام يوجد نظام آخر يسعى لتحقيق مصلحة كل الأطراف أو على الأقل مصلحة المساهمين والمستخدمين.

ثانياً: النظام الموجه-بنوك (الألماني-الياباني)

أطلق على هذا النموذج أيضاً عدة تسميات حصرها (Gedajlovic & Shapiro 1998) في التسميات التالية: النموذج الموجه-بنوك (orienté-banque)، النموذج (rhéna)، نموذج الرقابة الداخلية (contrôle interne)، نموذج أصحاب المصالح (stackholders)، نموذج الداخلين (insiders) (Lee, 2005, p. 11). كل هذه التسميات أطلقت على هذا النموذج، ويرى الباحث تسمية هذا النموذج بالموجه-بنوك نظراً للدور الكبير للبنوك في التمويل والرقابة. وسيتم تحليل هذا النموذج من خلال دراسات (Berglöf, 1990 ؛ Franks & Mayer, 1992 و Moerland, 1995).

يعرف نظام حوكمة الشركات بنظام موجه-بنوك إذا كانت المراقبة تتم من طرف بنك والذي يكون من جهة دائن ومن جهة أخرى المساهم الرئيسي للمؤسسة، وكذا تمويل من طرف شركاء المؤسسة أي من خلال شبكة مساهمية متقاطعة بالإضافة إلى المستخدمين (Lahlou, p. 12).

حسب تحليل (1990) Berglöf الذي يركز على العقود الغير كاملة، يتميز النظام الموجه- بنوك بوجود نسب اقتراض مرتفعة بالإضافة إلى أن المقرضين أكثر تركزا وانسجاما بينما المساهمون أقل تشتتا، بالإضافة إلى أن البنوك التجارية تمتلك على العموم نسبة معتبرة في رأس مال المؤسسات، كما أن علاقات التمويل (أسهم-ديون) أكثر استقرارا وعمليات السيطرة أو الاستحواذ على الرقابة أقل حدوثا. في هذا النظام يملك الدائنون وبالأساس البنوك التجارية أسهما في رأس المال لذلك تتقاسم المخاطر في الحالات العادية، هذا النظام يسمح بتحقيق نمو مماثل لما هو مسجل في النظام الموجه-أسواق دون اللجوء لتشتيت قوي لحقوق الملكية. ومن المحتمل أن يكون للمستثمرين وبخاصة البنك الرئيسي إذا كان مساهما تأثير كبير على قرارات المسيرين، كما يتميز هذا النظام بمحدودية انفصال الملكية عن الإدارة. وإذا كان الأداء الاقتصادي للمؤسسة غير مرضي يتم حل تضارب المصالح داخليا من خلال تحويل حقوق اتخاذ القرار لفائدة البنك التجاري الذي يعتبر الدائن الرئيسي والذي من المحتمل أن يمتلك جزءا مهما من رأس المال (Louizi, 2011, p. 36).

ويرى (1992) Porter أن المساهمين المسيطرين بما فيهم المستثمرون الذين يمتلكون استثمارات مهمة ويكون وجودهم مستقرا (دائم) يبحثون عن الأداء على المدى الطويل، كما أن العلاقات المتقاطعة ما بين الموردين والزبائن والمؤسسة تفضل التعاون. يحفز التدخل الكبير للمساهمين المسيطرين (عادة البنوك) في رأس المال على القيام بالرقابة الواسعة على المسيرين وعادة ما تكون فعالة لأنها تركز على الحصول على المعلومة الداخلية، كما أنهم يؤثرون بقوة على قرارات التسيير. بالمقابل يرى (Allen, 1993) أن النظام الموجه-بنوك يبدو فعالا في حالة الأنشطة التقليدية بسبب المزايا التي تنشأ عن التمويل البنكي من أجل ضمان تنفيذ الالتزامات طويلة الأجل للمؤسسة خاصة تجاه العمال (Charreaux, 1997, pp. 459-460).

دراسة (1992) Franks & Mayer لأنظمة حوكمة الشركات ترى أن النظام الألماني-الياباني (وخاصة الألماني) يفضل الرقابة عن طريق اللجان وخاصة مجلس المراقبة الذي يوافق على مجال واسع من السلطات للمسيرين. هذا النظام يسمح بحل مشاكل التمويل التي يواجهها من خلال أصحاب المصالح فالمسيرون والعمال مثلا يستثمرون رأسمالهم البشري في المؤسسة ولكن لا يمكنهم منح هذا الأخير إلا بضمان الحصول على الأموال اللازمة لتملك حقوق الملكية. هذه

المشاكل تحل من خلال اقتراحين؛ الأول يركز على إعطاء حقوق ملكية لأصحاب المصالح مع تفضيل خاص للمؤسسات التي لديها أنشطة مرتبطة ولها مصلحة في ربط علاقات مع المؤسسة مما يسمح باستقرار في رأسمال المؤسسة. أما الثاني فيتمثل في القيام بإصدار إعلان عن عملية تقييم للمسيرين مصحوبة بتحليل بنكي لطلب قرض. ويسمح نظام اللجان بالدفاع الجيد عن مصالح الأطراف ذات المصلحة، كما أن المؤسسات والبنوك تلعب في هذا النظام دورا مهما انعكس من خلال تركيز الملكية مما يقود لخلق مجموعات قيادة تخلق مراقبة داخلية (داخل قطاع النشاط) بما يسمح بخلق ميزة إدخال عدد كبير من أصحاب المصالح في اتخاذ القرار لكي يكون أكثر توافقية (Louizi, 2011, p. 38).

دراسة (Moerland (1995) ترى أن الأنظمة الموجهة-شبكات (يسمىها شبكات بدلا من بنوك) تتميز بمؤسسات مغلقة مع ظهور شركات تابعة لمجمعات وتدخل كبير للبنوك في تمويل ورقابة الشركات. ويرتكز هذا النظام بقوة على مجلس الإدارة الذي يمتلك سلطة كبيرة، كما أن توافق دوري المساهم-الدائن يقود لتخفيف التضارب في المصالح الذي يسمح بحل هذا التضارب بأقل تكلفة. ويختتم (Moerland (1995) بمقارنة أفكار المؤسسة في النظامين ويرى بأن المؤسسة في النظام الموجه-شبكات لها نظرة عضوية قائمة على فكرة تحالف مختلف الأطراف ذات المصلحة ويكون الهدف هنا حماية التحالف وبالتالي تخلق المؤسسة متعددة الأطراف¹ والتي تؤخذ فيها مصالح مختلف الأطراف، مع ملاحظة أن المؤسسات الألمانية والأوروبية لها أهداف ثنائية² تأخذ بالحسبان مصالح طرفين أساسيين هما المساهمون والمستخدمون (Charreaux, 1997, pp. 462-463).

يتواجد هذا النظام في الدول الأوروبية (دون إنجلترا) واليابان أين يكون هيكل الملكية مركزا في يد المؤسسات المالية والمساهمية المتقاطعة³. كما يهدف المسير للدفاع عن مصالح جميع الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة (المساهمين، العمال، المقاولون من الباطن، الزبائن، الدائنين، المحيط القريب من المؤسسة، وغيرهم) الذين يلعبون دورا مهما في الرقابة على المسيرين لذلك يعرف أيضا بنظام الداخليين الذي يركز على الرقابة الداخلية (Lee, 2005, p. 12).

¹ - Pluraliste.

² - Dualiste.

³ - Actionnariat croisées.

ويتميز هذا النظام حسب (Denglos, 2010) بتركز الملكية في يد عدد قليل من المستثمرين وهم عادة مجتمعات أخرى (مساهمية متقاطعة) أو بنوك وشركات قابضة عائلية، هؤلاء المستثمرون يلبون طلبات تمويل المؤسسات الكبيرة كما أنهم يحمون الطواقم المسيرة من تهديدات عروض الشراء العامة العدوانية ولكن يمارسون بالمقابل رقابة مستمرة على أعمال المسيرين (p. 18).

يتميز هذا النظام بعدد قليل من الشركات المسجلة في البورصة مع أسواق مالية قليلة السيولة وبالتالي أقل عرضة لعروض الشراء العامة، كما أن مجال السلطة يرجع لعرض القوائم المالية بسبب القواعد المحاسبية الأقل صرامة، كما يلاحظ وجود مساهمية متقاطعة ما بين المؤسسات الاقتصادية وعلاقات رأسمالية كبيرة ما بين البنوك والمؤسسات غير المالية، كما يتميز هذا النظام بتمثيل كبير لمصالح الأطراف ذات المصلحة وتدخل كبير للبنوك في حوكمة الشركات.

لتحليل أكثر لهيكل الملكية يتميز هذا الأخير في ألمانيا بعدد كبير من المساهمات المتقاطعة ما بين المؤسسات مع رأس مال جد مركز، ويرى Prouse أن خمس المساهمين المسيطرين يمتلكون 40% من رأسمال المؤسسات الألمانية. أما في اليابان فالمساهمات المتقاطعة ما بين المؤسسات الاقتصادية جد متطورة، فحسب Sheard حوالي 2/3 من أسهم الشركات الصناعية للبلد ملك لمؤسسات أخرى لها علاقات مباشرة مع هذه الشركات (زبائن، دائنين، موردين، ...) كما يتميز هذا النظام بخاصية قوة تواجد البنوك في رأس مال المؤسسات.

جذور النظام الموجه-بنوك ألمانية وترجع لتقاليد بعيدة تعود للقرون الوسطى وإلى النموذج المجيد المعروف باسم Ghildes، فبعد الحرب العالمية الثانية عاد الدور لوساطة البنوك على حساب الأسواق المالية. أما في اليابان وهو البلد الذي دمر خلال تلك الحرب فالمؤسسات لم تكن قادرة على تقديم المعلومات التي تسمح للدائنين المحتملين بتقييم جودة المؤسسة المصدرة للأوراق المالية، بالإضافة لغياب نظام للمعلومات ما دفع المؤسسات للتحويل من الأسواق المالية إلى الأسواق النقدية، كما أن سوق السندات لا يفتح إلا للمؤسسات الوطنية الكبيرة (Lahlou, p. 12).

يرتكز النظام الموجه-بنوك على الرقابة الداخلية فإذا كان الأداء الاقتصادي للمؤسسة غير مرضي يتم حل التضارب في المصالح داخليا من خلال تحويل حقوق اتخاذ القرار للبنك التجاري (الدائن الأساسي) والذي يكون عادة المساهم المسيطر أيضا. كما يمارس العديد من الأطراف ذات المصلحة رقابة نشطة على المجتمعات مثل البنوك، النقابات، الزبائن، الموردين وغيرهم. فنظام

الحوكمة الموجه-بنوك منظم في إطار العلاقة بنوك/صناعات مع مزج الحوار الاجتماعي في المؤسسة، وينشأ عن هذا الشكل من التنظيم تضارب للمصالح ما بين المساهمين المسيطرين الذي يشاركون في تكتل الرقابة وصغار المساهمين (Denglos, 2010, p. 19).

كما تتم الرقابة الداخلية في المؤسسات الألمانية من خلال المجالس التي تظهر في شكل تسيير ثنائي، أي ما بين مجلس المديرين ومجلس المراقبة الذي يراقب الأول؛ يقوم مجلس المديرين (Vorstand) بالتسيير اليومي للمؤسسة ويراقب مجلس المراقبة (Aufsicht) هذا الأخير. ويتكون مجلس المراقبة من ممثلين للمساهمين (بما فيهم البنوك) والمستخدمين ولا يضم أي عضو معين من طرف المسيرين مع العلم أن رئيس مجلس المراقبة لا يمكن أن يكون أبدا مسيرا. أما المؤسسات اليابانية فتركز السلطة في يد رئيس المؤسسة ويكون منصب رئيس مجلس الإدارة منصبا فخريا يمثل المرحلة الأخيرة قبل خروج المدير العام للتقاعد. ولا يحتوي مجلس الإدارة الياباني أبدا على الإداريين الخارجيين، كما يضم هذا المجلس عددا كبيرا من الإداريين يصل في المتوسط إلى 50 عضوا. أما الرقابة فتتم عن طريق البنوك بصفتها المساهم المسيطر والمصدر الأساسي للتمويل الخارجي فهي تملك دورا مزدوجا للرقابة والتأثير على تسيير المؤسسات بطريقة غير مباشرة، فإذا كان الأداء الاقتصادي غير مقنع فلن تتدخل الأسواق المالية لمعاقبة المسيرين ولكن ضغوط البنوك تعاقب المسيرين من خلال مستوى الحوافز المالية (Lahlou, p. 12).

يتميز النظام الموجه-بنوك بمزايا عديدة حيث يسمح هذا الأخير بحماية جيدة للعلاقات التعاقدية وغير الرسمية مع أصحاب المصالح كما يفضل هذا النموذج الاستحواذ على القرار كطريقة انضباطية بالإضافة لإعادة التنظيم والتي عادة ما تكون أقل تكلفة. ويرى Porter (1992) أن النظام الألماني-الياباني يبحث فيه المساهمون المسيطرون عادة عن الأداء على المدى الطويل نظرا لاستمرارهم في ملكية المؤسسة. ويضيف (Allen, 1993) أن الكفاءة الاقتصادية (النمو الاقتصادي) المرتفعة للاقتصاديين الألماني والياباني ناتجة عن سلطة تحفيز هذا النظام للمسيرين، هذه الأخيرة قوية جدا نتيجة النمو المرتفع الناتج عن تأخر هذين الاقتصاديين مقارنة بالاقتصاد الأمريكي. أما Mayer (1994) فيرى أن النظام الموجه-بنوك الذي يركز على نظام الرقابة داخل قطاع المؤسسات يقدم مزايا إشراك عدد كبير من أصحاب المصالح في اتخاذ القرار وهو ما يجعل

هذه القرارات توافقية، كما أنه يسمح بالدفاع الجيد عن مصالح الأطراف ذات المصلحة مقارنة بالنظام الأول (Charreaux, 1997, pp. 458-461).

ويرى (Moerland, 1995) أن النظام الموجه-بنوك له ثلاث مزايا أساسية؛ أولها أن الرقابة على المسيرين أكثر سهولة مع العلم أن المشاكل المرتبطة بممارسة الرقابة أقل أهمية مقارنة بما تم ملاحظته في النظام الموجه-أسواق، ثانيها في حالة الإفلاس عادة ما تكون تكاليف إعادة الهيكلة قليلة، ثالثها تكاليف تضارب المصالح بين المساهمين والدائنين قليلة لأن الأدوار متوافقة (Louizi, 2011, p. 39).

في مقابل هذه المزايا يتميز النظام الموجه-بنوك بمجموعة من السلبيات، فحسب Berglöf (1990) هذا النظام ضعيف المرونة لأنه لا يسمح للمستثمرين سواء أكانوا حملة أسهم أم حملة سندات بالتخلي بسهولة عن استثماراتهم. فيما يضيف (Moerland 1995) أن المسيرين والعمال في هذا النظام جد محميين وبالتالي جد متجذرين، كما أن استغلال رؤوس الأموال أقل فعالية مقارنة بالنظام الموجه-أسواق وبالتالي ترتفع تكلفة الأموال، كما يتميز هذا النظام بضعف الشفافية تجاه صغار المساهمين وإلى الرقابة من خلال نظام معقد لمصالح متقاطعة. الفضائح المالية التي حدثت في ألمانيا (Phillipp Holtzman) وفي فرنسا (Crédit Lyonnais, Vivendik) أمثلة عن التجاوزات التي يمكن أن يعود إليها التنظيم من الداخل (Charreaux, 1997, p. 463).

ويرى الباحث أن هذا النظام أكثر عدالة في اقتسام المنافع الاقتصادية نظرا لاهتمامه بمصالح عدد مهم من أصحاب المصالح وكذا الحوار الاجتماعي داخل المؤسسة بالإضافة إلى الدور الكبير الذي يلعبه العمال والموظفون في التسيير، فهؤلاء هم ركيزة أساسية ولا يجب بأي حال من الأحوال أن يتجاهل دورهم، كما أن المساهمية المتقاطعة تسمح بخلق نظام فعال لمراقبة المسيرين. وعليه يجب الاستفادة من تجارب الدول التي تتبنى هذا النظام من أجل تطوير الاقتصاد الجزائري وخلق نمو اقتصادي نظرا لضعف السوق المالي في الجزائر. ويبقى لكل نظام مزايا وعيوب يجب النظر إليها برؤية نقدية من أجل تغايرها وتطويرها لهذا نقارن بين هذين النظامين.

ثالثا: مقارنة بين النظام الموجه-أسواق والنظام الموجه-بنوك

بعد عرض النموذجين تجدر المقارنة بين هذين النظامين ولقيام بذلك سنركز على دراسة Charreaux (1997) والذي قسم المقارنة بين النظامين إلى دورين أساسيين لكل نظام هما الدور

الوقائي¹ أي الدور الذي تلعبه بعض الأطراف (المساهمين، الدائنين، المستخدمين، مجالس الإدارة) في توجيه ورقابة المؤسسة. والدور العلاجي² من خلال آليات علاج انخفاض الأداء الاقتصادي للمؤسسة. ويعرض الملحق رقم (1) النتائج التي توصلت إليها الدراسة.

ويرى (Charreaux, 1997) أن هذا التصنيف والخصائص التي يتميز بها هذين النظامين تدعو لإبداء بعض الملاحظات (pp. 464-466) :

- نظام حوكمة الشركات التي تتكلم عنه الأنظمة الوطنية خاص بالمؤسسات الكبيرة المعقدة بمفهوم (1983) Fama & Jensen والتي تأخذ شكل مؤسسات الأعمال في الولايات المتحدة والتي تتميز بانفصال كبير ما بين الملكية والإدارة. أما المؤسسات الأصغر من حيث الحجم فتكون الرقابة العائلية على رأس المال هي المسيطرة، كما تزيد أهمية الآليات غير المحددة. وتشير دراسة (2002) Faccio & Lang إلى أنه في 13 دولة في أوروبا الغربية يمتلك 44.29% من المؤسسات مجموعات عائلية.

- التوافق الموجود بين النظام الألماني والنظام الياباني كبير وملاحظ، ويرى Yoshimori (1995b) أن آليات الانضباط الخارجية التي تتم من خلال البنوك لها سلوك مختلف، وأن خاصية التوافق ما بين أصحاب المصالح تبدو أكثر في النموذج الياباني؛

- من الصعب جدا تقييم مستوى التجذر لدى المسيرين وإمكانية تغييرهم، ولا يوجد أي شيء يمكن أن يؤكد بأن وضعية المسيرين حرجة أم لا في النظامين، لأن عملية استبدال المسيرين في النظام الموجه-بنوك تتم عن طريق التفاوض وبالتالي لا يمكن التأكد من هذا المفهوم إلا في النموذج الموجه-أسواق؛

- للنموذجين إيجابيات وسلبيات ولهما قدرة كبيرة على الاستمرار ولا يمكن القول أن نظاما معينا أحسن من الثاني على المدى الطويل أو أن أحد النماذج سيفرض نفسه نظرا لفعاليتها. دراسة تاريخية لنماذج الحوكمة ترى بأن العوامل التي ساهمت في تطور كل نظام هي العوامل التنظيمية والثقافية (Berglöf, 1990 ; Prowse, 1994) . يرى (Aoki, 1995) أن تطور النظام الياباني ناتج

¹ - Préventif.

² - Curatif.

عن عوامل مؤسسية ضمنية مثل المعايير الاجتماعية أي آليات عفوية وآليات مقصودة مدعومة بتدخل السلطة العمومية تهدف لتغيير النظام المؤسسي.

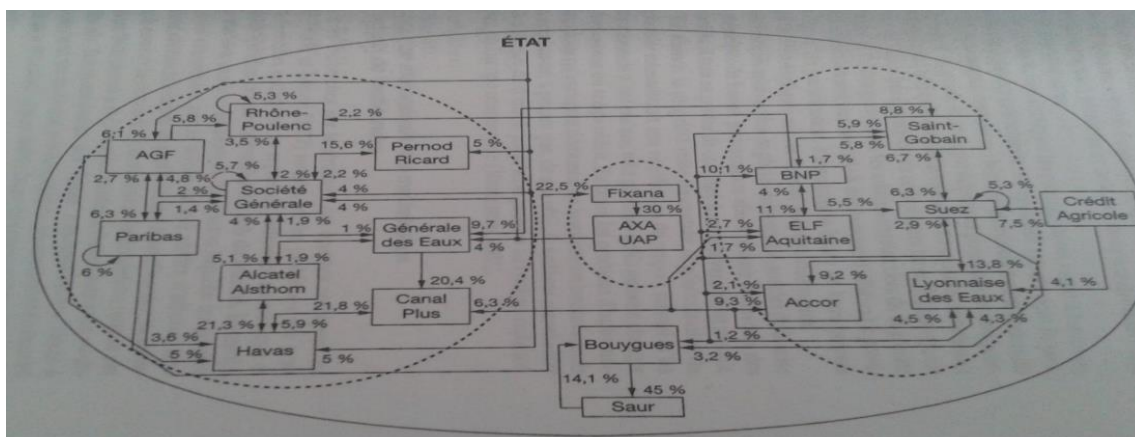
في الأخير يمكن القول وحسب (OCDE, 1998, 1999) أنه لا يوجد هيكل حوكمة شركات مثالي يمكن تطبيقه واستخدامه في كل الدول والمؤسسات، أي لا يمكن تطبيق نظام معين سواء أكان موجه-أسواق أم موجه-بنوك ويعطي نفس النتائج في كل الدول والمؤسسات فنظام حوكمة الشركات يجب أن يتماشى مع المحيط وخاصة الهيئات الوطنية. ومن خلال هذين النظامين تم تطوير نظام هجين يحاول الجمع ما بين خصائص ومميزات النظامين، أي يركز على الأسواق المالية وكذا البنوك في نفس الوقت لممارسة الرقابة وتمويل المؤسسات الاقتصادية.

رابعا: النظام الهجين (النموذج الفرنسي)

يتواجد النظام الهجين خاصة في فرنسا وإيطاليا ويتميز هذا النموذج بتدخل الدولة من أجل نمذجة حوكمة الشركات، ويسمى هذا الأخير بالنظام الهجين إذا تم ممارسة الرقابة بواسطة السوق المالي والمؤسسات المالية. ويتميز النظام الهجين في فرنسا بسيطرة الدولة ولوقت طويل على الاقتصاد من خلال مساهمتها في رأس مال العديد من المؤسسات الكبرى بعد العديد من عمليات التأميم وبفضل تأطير القروض وامتلاك رأس المال من طرف البنوك الرئيسية. وقد اشترطت الدولة تطوير نظام الحوكمة في فرنسا بتطوير سوق مالي (domestique) والتخلي عن رأس مال الشركات الوطنية الأكثر كفاءة مع إدخال النموذج الألماني (hansbank) أو البنك الرئيسي. ولا يوجد أي تحديد قانوني سواء بالحد الأدنى أو الحد الأقصى لمساهمة البنوك في رأسمال المؤسسات الاقتصادية. ويعطي قانون 24 جويلية 1966 الحرية للمؤسسات في اختيار هيكلين مختلفين، إما مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة مع مجلس المديرين (Lahlou, p. 13).

ولفهم الطريقة التي ينظم على أساسها الاقتصاد الفرنسي يمكن وضع الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): التنظيم المالي للاقتصاد الفرنسي



Source : Denglos, 2010, p. 21

يتميز نظام تمويل وحوكمة الشركات الفرنسية بتطور تحالفات رأس المال في شكل مساهمات متقاطعة أو تكتل مراقبة ذاتي، هذه العلاقات المستقرة ضمنت اقتصادا منظما في شكل ثلاثة أقطاب تحتل المجمعات المالية داخل هذه الأقطاب مكانة هامة كما يبينه الشكل.

القطب الأول يضم عددا أكبر من المؤسسات مهيكّل حول البنوك (AGF, Société Générale, Paribas) القطب الثاني يضم عددا أقل من المؤسسات مهيكّل حول البنكين (Suez, BNP)، أما القطب الثالث فيتميز باستحواذ Axa على UAP .

شكّلت العلاقة بنك-صناعة التي تنمو داخل هذا التنظيم الرأسمالي ركيزة لتطور العديد من المؤسسات، ورغم تعاقب الحكومات الفرنسية وعمليات بيع المؤسسات العمومية إلا أنها حافظت على المؤسسات من عمليات الاستحواذ على الرقابة الخارجية وعملت على المحافظة على استقرار المساهمية داخل هذه الأقطاب. تاريخيا تطورت المساهمية المتقاطعة ابتداء من 1986 مع موجة الخصخصة وتم تشجيعها بغرض حل مشكل تضارب المصالح ما بين الانتهازية السياسية وحاجة التوجه الاستراتيجي على المدى الطويل، ولكن أيضا من أجل مواجهة نقص رؤوس الأموال داخل الأقطاب الثلاثة فضلا عن ضمان استقرار المساهمية واستقلالية الاقتصاد الوطني. لم يسمح هذا الهيكل (للمساهمية) للمؤسسات بتحقيق نمو خارجي كبير كما أن ضرورة الاندماج في الاقتصاد العالمي وخاصة في قطاعات البترول، الصيدلة، المالية والسمعي البصري أدت إلى موجة من الاندماجات الوطنية. إلا أن حركة التنازل وإعادة الشراء مع فتح رأس مال المؤسسات للمستثمرين الأجانب أدت إلى تشتت المساهمية خاصة مع دخول مساهمين جدد مثل المساهمين المؤسسيين

الأوربيين وصناديق التقاعد الأمريكية والتحول إلى نظام الأسواق المالية (أكثر من قطب مالي) والذي يتميز برقابة بعدية أكثر من قبلية لقرارات المسيرين من خلال سعر الأسهم في البورصة (Denglos, 2010, pp. 22-23).

وعلى العموم يتميز هيكل رأس مال المؤسسات الاقتصادية الفرنسية بمساهمة البنوك بنسبة لا تتجاوز 5% في المتوسط رغم عدم وجود قيود قانونية وامتلاك مؤسسات الأوراق المالية 38% من رأس مال المؤسسات الفرنسية، أما المؤسسات الاقتصادية غير المالية فتملك 57% من الأسهم المتداولة. هذه الوضعية تكشف عن مساهمية متقاطعة ما بين المؤسسات التي توجه بمنطق مالي أكثر من تجاري أو استراتيجي مثلما هو موجود في اليابان. ويتميز رأسمال المؤسسات الفرنسية بتركز كبير نسبيا وتبعية أقل للبنوك نظرا لكبر حجم القروض ما بين المؤسسات الاقتصادية. في هذا النظام تترك حرية الاختيار للمؤسسات ما بين مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة مع مجلس مديرين أي للمؤسسة الحق في الاختيار ما بين أن تكون مؤسسة أحادية (بمجلس إدارة ورئيس مدير عام) وعدم انفصال بين الإدارة والرقابة أو تكون ثنائية (بمجلس مراقبة ومجلس مديرين) وانفصال بين الإدارة والرقابة. كما تتم الرقابة الخارجية في النظام الهجين بواسطة السوق المالي من خلال الاستحواذ على رأس المال والرقابة، وتلعب الرقابة بواسطة المساهمية المتقاطعة دورا مهما بالإضافة إلى الدور الذي تلعبه المؤسسات المالية وغير المالية في هيكل رأس مال المؤسسات.

عادة ما ينتقد هذا النظام لأنه يمنح الرئيس المدير العام مجالا واسعا من السلطات تجاه المساهمين (من غير المجمعات الحليفة) كما أن الدور الذي يلعبه مجلس الإدارة ليس دور الهيئة المستقلة ولكن دور هيئة الأعمال الرأسمالية.

في الأخير يرى الباحث أن انتشار هذا النظام ما زال محدودا ولا يبدو أن هذا الأخير سيفرض نفسه مقارنة بالنظامين السابقين، خاصة مع انفتاح رأس مال المؤسسات الفرنسية على المستثمرين الأجانب مما أدى إلى تشتت أكبر للمساهمية ويدفع النظام للتوجه أكثر نحو الأسواق، كما أن حرية الاختيار بين الهياكل الأحادية والهياكل الثنائية تضعف الرقابة خاصة إذا تم اختيار الهيكل الأحادي الذي يستوجب وجود سوق قوي للاستحواذ على الرقابة وهو ما لا يتوفر في الاقتصاد الفرنسي.

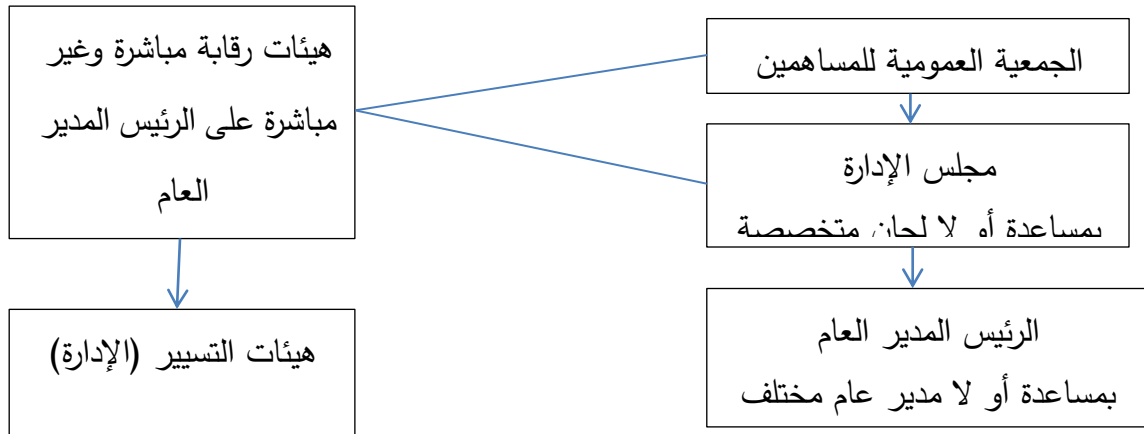
المطلب الثاني: الأنظمة الداخلية لحوكمة الشركات

يهدف هذا المطلب لدراسة القواعد الحديثة لعمل حوكمة الشركات خاصة مع التطورات الكبيرة التي عرفت أفكار حوكمة الشركات خلال السنوات الأخيرة. وهنا يمكن التمييز بين النظام الأحادي الذي يجمع بين سلطة اتخاذ القرار والرقابة والنظام الثنائي الذين يفصل بين السلطتين.

أولاً: نظام حوكمة الشركات الأحادي

حسب تقدير نظرية حقوق الملكية تبقى الهياكل الأحادية الأكثر شيوعاً في مجال حوكمة الشركات. ينبع تعيين الإداريين في هذه الهياكل داخل هيئات الإدارة والرقابة مباشرة عن المساهمين المالكين. تعتبر هذه الهياكل أكثر ديمقراطية ومواطنة في مبادئها وتفضل نمط التسيير لمصلحة المساهمين وهي جد متطورة في النظام الأنجلوساكسوني الموجه-أسواق. ويمكن توضيح تنظيم وآليات عمل الهياكل الأحادية بالشكل التالي:

الشكل رقم (1-3): تنظيم وآلية عمل الهياكل الأحادية



Source : Genavre, 2006, p. 36.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (1-3) أن الهيكل الأحادي لحوكمة الشركات يرتكز على ثلاث هيئات أساسية وهي: الرئيس المدير العام، ومجلس الإدارة، والجمعية العمومية للمساهمين. ويعرف المشرعون الفرنسيون والأمريكيون الهيكل الأحادي بناء على نفس القواعد إلا أن هناك اختلافاً في بعض النقاط مع المشرع الجزائري.

1- هيئات التسيير (الإدارة)

هيئة الإدارة والتسيير مكوّنة من شخص وحيد هو الرئيس المدير العام (PDG) وتنص المادة 635 من القانون التجاري الجزائري على ما يلي: "ينتخب مجلس الإدارة من بين أعضائه رئيسا له شريطة أن يكون شخصا طبيعيا وذلك تحت طائلة بطلان التعيين، كما يحدد مجلس الإدارة أجره". ويعين الرئيس لمدة لا تتجاوز مدة نيابته كإداري مع امكانية إعادة انتخابه، ويجوز لمجلس الإدارة أن يعزله في أي وقت، ويعد كل حكم مخالف لذلك كأن لم يكن (المادة 636 من القانون التجاري الجزائري).

في القانون الفرنسي والأمريكي يضاف لذلك أن الرئيس المدير العام يعين لمدة 6 سنوات ويمكن أن يكون إداريا داخليا أو مستقلا أو أجيرا لدى المؤسسة، ويحدد السن القانونية له من خلال النظام الأساسي (عادة لا يتجاوز 70 سنة) (Genavre, 2006, p. 36).

في حالة وقوع مانع مؤقت للرئيس أو وفاته أو استقالته أو عزله، يجوز لمجلس الإدارة أن ينتدب إداريا ليقوم بوظائف الرئيس. وفي حالة المانع المؤقت، يمنح هذا الانتداب لمدة محددة قابلة للتجديد، وفي حالة الوفاة أو الاستقالة أو الإقالة تستمر هذه المدة إلى غاية انتخاب رئيس جديد. ويتولى رئيس مجلس الإدارة (الرئيس المدير العام) تحت مسؤوليته الإدارة العامة للشركة ويمثل الشركة في علاقتها مع الغير، كما يملك الرئيس السلطة الواسعة للتصرف باسم الشركة في كل الظروف مع مراعاة السلطات التي يخولها القانون صراحة للجمعيات العمومية وكذا السلطات المخصصة لمجلس الإدارة وفي حدود موضوع الشركة. وفي علاقتها مع الغير، تكون الشركة ملتزمة بأعمال رئيس مجلس الإدارة الغير تابعة لموضوع الشركة ما لم يثبت أن الغير كان يعلم أن العمل يتجاوز هذا الموضوع أو لا يمكن تجاهله نظرا للظروف، مع استبعاد كون نشر القانون الأساسي يكفي وحده لتأسيس هذه البيئة. ولا يحتج على الغير بأحكام القانون الأساسي أو قرارات مجلس الإدارة المحددة لهذه السلطات (عمورة، 2010، ص. 248).

كما يقوم الرئيس المدير العام بتمثيل مجلس الإدارة، وينظم ويدير أعماله، ما يعني أنه يحدد تواريخ انعقاد المجلس وكذا جدول أعماله. كما يسهر على التنسيق بين مجلس الإدارة واللجان المتخصصة ويسير جلسات مجلس الإدارة، كما يسهر على سرية مداورات المجلس مع تسليم الجمعية العمومية للمساهمين أعمال المجلس، ويسهر على السير الحسن لهيئات المؤسسة ويتأكد

من أن الإداريين يقومون بإتمام مهامهم، كما يطلع ويطبق القرارات الاستراتيجية التي يقرها المساهمون. يمثل المؤسسة في التقارير أمام أصحاب المصالح ويستخدم كل قواه من أجل مواجهة كل الظروف باسم المؤسسة وتحدد مكافأة الرئيس المدير العام من طرف مجلس الإدارة سواء ثابتة، متغيرة، أو خيارات أسهم ويجب أن تشهر هذه المكافآت (Genavre, 2006, p. 36).

يجوز لمجلس الإدارة أن يكلف شخصا واحدا أو اثنين من الأشخاص الطبيعيين ليساعد الرئيس المدير العام كمديرين عامين بناء على اقتراح من الرئيس، ويجوز لمجلس الإدارة عزلها في أي وقت باقتراح من الرئيس أيضا. وفي حالة وفاة الرئيس أو استقالته أو عزله يحتفظ المديران العامان بوظائفهما واختصاصهما إلى تاريخ تعيين رئيس جديد، إلا إذا اتخذ المجلس قرارا مخالفا. ويحدد مجلس الإدارة بالاتفاق مع رئيسه مدى ومدة السلطات المخولة للمديرين العامين، وإذا كان المدير العام عضوا في مجلس الإدارة فمدة وظيفته لا تكون أكثر من مدة وكالته. وللمديرين العامين نحو الغير نفس السلطات التي يتمتع بها الرئيس (المواد 637، 638، 639، 640، 641 من القانون التجاري).

أما في فرنسا والولايات المتحدة فلا يمكن للرئيس المدير العام أن يكون له أكثر من خمس مديرين عامين، تحدد مكافآتهم بعقد مع الرئيس المدير العام وتكون إما ثابتة أو متغيرة أو خيارات أسهم. يمكن أن يسرح المدير العام من قبل الرئيس المدير العام أيضا حتى دون مبرر ويمكن أن يستفيد من تعويض، إذا لم يكن يتحمل مسؤوليات الرئيس المدير العام، مع ملاحظة أن المدير العام منصب ثانوي في النظام الفرنسي ولكنه إجباري في النظام الأمريكي وبالتالي يكون منصب الرئيس المدير العام ثانويا وبالنتيجة يمتلك المدير العام كل السلطات التي يمتلكها الرئيس المدير العام. يدفع الرئيس المدير العام والمدير العام الحسابات للمساهمين في الجمعية العمومية العادية على الأقل مرة واحدة في السنة قانونيا. يحدد تراكم العهديات بالنسبة للرئيس المدير العام بخمس عهديات ولا يمكن أن يكون مديرا عاما أيضا في نفس الوقت وفي نفس المؤسسة، ويتحمل كل من الرئيس المدير العام والمدير العام المسؤولية المدنية والجنائية (الجزائية) (Genavre, 2006, p. 36).

2- مجلس الإدارة

تنص المادة 610 من القانون التجاري الجزائري على أنه يتولى إدارة شركة المساهمة مجلس إدارة (المرسوم التشريعي رقم 93-80)؛ ويعني ذلك أن مجلس الإدارة هو هيئة تسيير على عكس

القوانين الفرنسية والأمريكية التي تصنف مجلس الإدارة على أنه هيئة رقابة غير مباشرة على الرئيس المدير العام، بمعنى أن الجمعية العمومية للمساهمين تفوض سلطة الرقابة على الرئيس المدير العام لمجلس الإدارة.

وحسب القانون التجاري الجزائري يتألف مجلس الإدارة من ثلاثة أعضاء على الأقل ومن اثني عشر عضوا على الأكثر. وفي حالة اندماج شركتين يجوز رفع العدد الكامل لأعضاء المجلس إلى العدد الكامل للإداريين الممارسين منذ أكثر من ستة أشهر دون تجاوز أربعة وعشرين عضوا وعدا حالة الدمج الجديدة فإنه لا يجوز أي تعيين لإداريين جدد ولا استخلاف من توفي أو استقال أو عزل ما دام عدد الإداريين لم يخفض إلى اثني عشرة عضوا. وتنتخب الجمعية العامة التأسيسية أو العادية الإداريين وتحدد مدة عضويتهم في القانون الأساسي دون أن تتجاوز ست سنوات. ويجوز إعادة انتخاب الإداريين من جديد كما يجوز للجمعية العامة العادية عزلهم في أي وقت.

ويجب على مجلس الإدارة أن يكون مالكا لعدد من الأسهم يمثل على الأقل 20% من رأس مال الشركة، ويحدد القانون الأساسي الحد الأدنى من الأسهم التي يحوزها كل إداري وتخصص هذه الأسهم بأكملها لضمان جميع أعمال التسيير بما فيها الأعمال الخاصة بأحد الإداريين وهي غير قابلة للتصرف فيها. وإذا لم يكن الإداري في اليوم الذي يقع فيه تعيينه مالكا للعدد المطلوب من الأسهم أو إذا توقفت أثناء توكيله ملكيته لها فإنه يعتبر مستقिला تلقائيا إذا لم يصحح وضعيته في أجل ثلاثة أشهر. ولا تقتصر العضوية في مجلس الإدارة على الشخص الطبيعي بل يجوز تعيين شخص معنوي كإداري، ويجب عند تعيينه اختيار ممثل دائم يخضع لنفس الشروط والواجبات ويتحمل نفس المسؤوليات المدنية والجزائية كما لو كان إداريا باسمه الخاص، دون المساس بالمسؤولية التضامنية للشخص المعنوي الذي يمثله. وعندما يقوم الشخص المعنوي بعزل ممثله يجب عليه العمل على استبداله في نفس الوقت. ولا يجوز للأجير المساهم في الشركة أن يعين إداريا إذا كان عقد عمله سابقا بسنة واحدة على الأقل لتعيينه ومطابقا لمنصب العمل الفعلي، دون أن يضيع منفعة عقد العمل ويعتبر كل تعيين مخالف باطلا، ولا يؤدي هذا البطلان إلى إلغاء المداولات التي ساهم فيها القائم بالإدارة المعين بصورة مخالفة للقانون. وفي حالة الاندماج يجوز

إبرام عقد العمل مع إحدى الشركات المدمجة، ولا يجوز للإداري أن يقبل من الشركة عقد عمل بعد تاريخ تعيينه فيها (عمورة، 2010، ص ص. 247-248).

أما القوانين الفرنسية والأمريكية فيتكون مجلس الإدارة حسب تشريعاتها من 3 إلى 15 عضوا يتم تعيينهم لمدة 6 سنوات، وتمثل الشروط الواجب توفرها في عضو مجلس الإدارة في:

- التمتع بالأهلية القانونية والمدنية؛
- تملك عدد محدد من الأسهم تحدده القوانين الأساسية؛
- لم يتعد السن المحدد قانونا وهو 70 سنة؛
- يجب أن لا يتعدى ثلث أعضاء المجلس السن المحدد وهو 70 سنة، مع الحصول على عقد للعمل في الشركة.

كما يضم المجلس ثلاثة إداريين خارجيين يمثلون العمال، لجنة المؤسسة وممثل البنوك بالإضافة لمراجعين اثنين للحسابات ليس لهم حق التصويت وإنما حق الحضور (regard) والتعبير (d'expression). ينعقد مجلس الإدارة بطلب من الرئيس المدير العام أو المدير العام ويتم تحديد عدد المرات التي ينعقد فيها المجلس من خلال عقد الشركة (القانون الأساسي). إذا كان أحد المقاعد شاغرا في المجلس (بسبب استقالته، إقالة أو وفاة) يعين الرئيس المدير العام إداري جديد يتم المصادقة على تعيينه خلال أقرب جمعية عامة عادية. ويكون الانتخاب شخصا للإداري الحاضر، الممثل أو الموصول من خلال محاضرة افتراضية (Genavre, 2006, p. 37).

حسب القانون التجاري الجزائري لا تصح مداوات مجلس الإدارة إلا إذا حضر نصف عدد الأعضاء على الأقل، ويعتبر كل شرط مخالف كأن لم يكن. يتم اتخاذ القرارات بأغلبية أصوات الأعضاء الحاضرين ما لم ينص القانون الأساسي على أغلبية أكثر ويرجح صوت رئيس الجلسة عند تعادل الأصوات ما لم ينص على خلاف ذلك في القانون الأساسي. ويتعين على القائمين بالإدارة ومجموع الأشخاص المدعوين لحضور اجتماعات مجلس الإدارة كتم المعلومات ذات الطابع السري أو التي تعتبر كذلك. وطبقا لأحكام المادة 632 من القانون التجاري الجزائري تمنح الجمعية العامة للإداريين مكافأة لهم عن نشاطهم مبلغا ثابتا سنويا عن بدل الحضور، ويقيد هذا المبلغ ضمن تكاليف الاستغلال، وتمنح مكافآت نسبية لمجلس الإدارة طبقا للشروط المنصوص عليها في المادتين 727 و728. ويحدد مجلس الإدارة كميّات توزيع المبالغ الإجمالية التي تمثل

بدل الحضور والنسب بين أعضائه. ويجوز لمجلس الإدارة منح أجور استثنائية عن المهام أو الوكالات المعهود بها للإداريين، وفي هذه الحالة يجب أن تخضع هذه الأجور المقيدة ضمن تكاليف الاستغلال لأحكام المواد من 628 إلى 630. ويجوز لمجلس الإدارة أن يأذن بتسديد مصاريف السفر والتنقلات وكذا المصاريف التي أداها الإداريون في مصلحة الشركة (المرسوم التشريعي رقم 93-80).

وهناك اختلاف كبير بين السلطات الموكلة لمجلس الإدارة في القانون التجاري والقوانين الفرنسية والأمريكية، حيث تنص المادة 622 من القانون التجاري الجزائري على أنه: "يخول مجلس الإدارة كل السلطات للتصرف في كل الظروف باسم الشركة، ويمارس هذه السلطات في نطاق موضوع الشركة ومع مراعاة السلطات المسندة صراحة في القانون لجمعيات المساهمين" (عمورة، 2010، ص ص. 250-251).

في حين تنص التشريعات الفرنسية والأمريكية على أن مجلس الإدارة هو هيئة رقابية غير مباشرة تقوم بتحديد التوجهات الاستراتيجية للمؤسسة ويسهر على تطبيقها كما يراقب تسيير المؤسسة، إلا إذا كانت هذه السلطات مسندة صراحة للجمعية العامة العادية للمساهمين. وفي حدود الهدف الاجتماعي يهتم بكل المسائل المتعلقة بالسير الحسن للمؤسسة ويعالج في مداولاته الأعمال التي توكل إليه. ويقوم بالرقابة والتحقق من الإجراءات التي يراها انتهازية وله الحق في طلب معلومات إضافية حتى خارج المجلس إذا لم ينعقد لأكثر من شهرين. كما يمكن لثلث أعضاء مجلس الإدارة على الأقل طلب من الرئيس المدير العام عقد المجلس لمناقشة جدول أعمال محدد، كما يمكن للمدير العام أن يطلب ذلك من الرئيس المدير العام. يملك مجلس الإدارة الحق (السلطة) في تسريح وفصل الرئيس المدير العام (Genaivre, 2006, p. 37).

يمكن لمجلس الإدارة أن يتخذ أو يشكل ثلاث لجان متخصصة لمساعدته وهي لجنة المراجعة، لجنة المكافآت ولجنة التعيينات من أجل تفويضها بعض الأعمال مع ملاحظة أن هذه اللجان لها مهام استشارية في النظام الفرنسي، ولكن لها سلطة الرقابة والمعاقبة يحددها مجلس الإدارة في النظام الأمريكي. تحدد عهديات الإداريين بخمس ويتحملون المسؤولية المدنية والجزائية (حسب القوانين الفرنسية والأمريكية) (Genaivre, 2006, p. 37). وحسب (Brown, 2008) اللجنة

الأكثر استخداما من طرف مجلس الإدارة هي لجنة التدقيق (المراجعة) التي تهتم بتعيين ومتابعة مهمة المراجعة الخارجية.

3- الجمعية العامة للمساهمين

هي هيئة ثانوية تجمع المالك حاملي أسهم المؤسسة ويتم التمثيل من خلال رئيس الجمعية الذي يعين من بين أعضاء مجلس الإدارة. وتمثل الجمعية العامة للمساهمين هيئة رقابة مباشرة، تراقب كل من مجلس الإدارة والرئيس المدير العام (Genaivre, 2006, p. 37).

تنص المادة 676 من القانون التجاري الجزائري على أنه تتعقد الجمعية العامة العادية مرة على الأقل في السنة وخلال الستة أشهر التي تسبق إغلاق السنة المالية، كما تتعقد بناء على طلب مجلس الإدارة (أو مجلس المديرين في حالة النظام الثنائي) أو بأمر من الجهة القضائية المختصة التي تبث في ذلك بناء على عريضة. ويحق للمساهم أن يطلع خلال 15 يوما السابقة لانعقاد الجمعية العامة العادية على ما يلي (المرسوم التشريعي رقم 93-80):

- جرد جدول حسابات النتائج والوثائق التلخيصية والحصيلة وقائمة أعضاء مجلس الإدارة (ومجلس المديرين أو مجلس المراقبة في حالة النظام الثنائي)؛
- تقارير محافظي الحسابات التي ترفع للجمعية؛
- المبلغ الإجمالي المصادق على صحته من طرف محافظي الحسابات، والأجور المدفوعة للأشخاص المتحصلين على أعلى أجر (عدد هؤلاء الأشخاص يبلغ خمسة).

لكل مساهم الحق في حضور الجمعية العامة العادية، ويجوز له أن ينيب عنه غيره بشرط وجود توكيل كتابي خاص. ولا يكون انعقاد الجمعية في الدعوة الأولى صحيحا إلا إذا حاز عدد المساهمين الحاضرين أو الممثلين على الأقل ربع الأسهم التي لها الحق في التصويت. يحق لكل مساهم أثناء الجمعية العامة العادية مناقشة تقرير مجلس الإدارة (أو مجلس المديرين في حالة النظام الثنائي) الذي يقدم إلى الجمعية وكذا جدول حسابات النتائج والوثائق التلخيصية والميزانية ويلتزم المجلس بالإجابة عليها. ويكون حق التصويت المرتبط بأسهم رأس المال متناسبا مع حصة رأس المال ولكل سهم صوت على الأقل. وفي جميع الأحوال لا يجوز أن يزيد عدد الأسهم التي يحملها المساهم على نسبة 5% من العدد الإجمالي لأسهم الشركة، ويجوز للقانون الأساسي أن يحدد عدد الأصوات التي يحوزها كل مساهم في الجمعيات بشرط أن يفرض هذا التحديد على

جميع الأسهم دون تمييز فئة أخرى. وتبث قرارات الجمعية العامة بأغلبية الأصوات المعبر عنها، ولا تؤخذ الأوراق البيضاء بعين الاعتبار إذا أجريت العملية عن طريق الاقتراع. وحسب القانون التجاري الجزائري تتمتع الجمعية العامة العادية بسلطات واسعة، فيحق لها اتخاذ جميع القرارات التي تتعلق بإدارة الشركة باستثناء صلاحية تعديل القانون الأساسي، إذ هو من اختصاص الجمعية العامة الغير عادية (عمورة، 2010، ص ص. 257-259).

حسب (Genaivre, 2010) يقوم المساهمون خلال الجمعية العامة العادية باستخدام حق التصويت على القوائم المالية السنوية، توزيع الأرباح، تعيين أو فصل الإداريين في مجلس الإدارة، وكذا تعيين أو فصل الرئيس المدير العام والمدير العام ومكافأة الإداريين (ثابتة مع احتمال منح امتيازات حسب الطبيعة) التي تحدد حسب أداء المؤسسة ولهم حق الإنذار القانوني¹ (p. 37).

حسب المادة 674 من القانون التجاري الجزائري تختص الجمعية العامة غير العادية وحدها بصلاحيات تعديل القانون الأساسي في كل أحكامه، ويعتبر كل شرط مخالف لذلك كأن لم يكن. ومع ذلك لا يجوز لهذه الأخيرة أن ترفع من التزامات المساهمين، ماعدا العمليات الناتجة عن تجمع الأسهم التي تمت بصفة منتظمة. ولا يصح تداولها إلا إذا كان عدد المساهمين الحاضرين أو الممثلين يملكون النصف على الأقل من الأسهم في الدعوة الأولى وعلى ربع الأسهم ذات الحق في التصويت أثناء الدعوة الثانية. فإذا لم يكتمل هذا النصاب الأخير، جاز تأجيل اجتماع الجمعية الثانية إلى شهرين على الأكثر وذلك من استدعائها للاجتماع مع بقاء النصاب المطلوب وهو الربع دائما. وتبث الجمعية العامة غير العادية فيما يعرض عليها بأغلبية ثلثي الأصوات المعبر عنها، على أنه لا تؤخذ الأوراق البيضاء بعين الاعتبار إذا ما أجريت العملية عن طريق الاقتراع (المرسوم التشريعي رقم 93-08).

ويلاحظ أن المشرع الجزائري قيد هذه الجمعية بإجراءات أشد من إجراءات الجمعية العامة من حيث النصاب وكذا من حيث التصويت، وذلك لحساسية القرارات التي تتخذها هذه الجمعية. وإذا عدلت الجمعية العمومية القانون الأساسي للشركة فلا بد من نشره في الجريدة الرسمية، ومن أهم التعديلات التي تدخل على القانون الأساسي التعديلات المتعلقة بزيادة رأس المال أو تخفيضه إلا أنه في الواقع العملي قليلا ما يقع هذا في حياة الشركة، وإذا حدث فيممس في أغلب الأحيان

¹ - Droit d'injonction de communication.

زيادة في رأس مالها أكثر ما يمس تخفيضه. وعلى العموم من حق المساهمين الحصول على المعلومات باستمرار وإمكانية المساءلة في الجمعية العامة ويكون المدير العام مجبرا على الإجابة (عمورة، 2010، ص. 260).

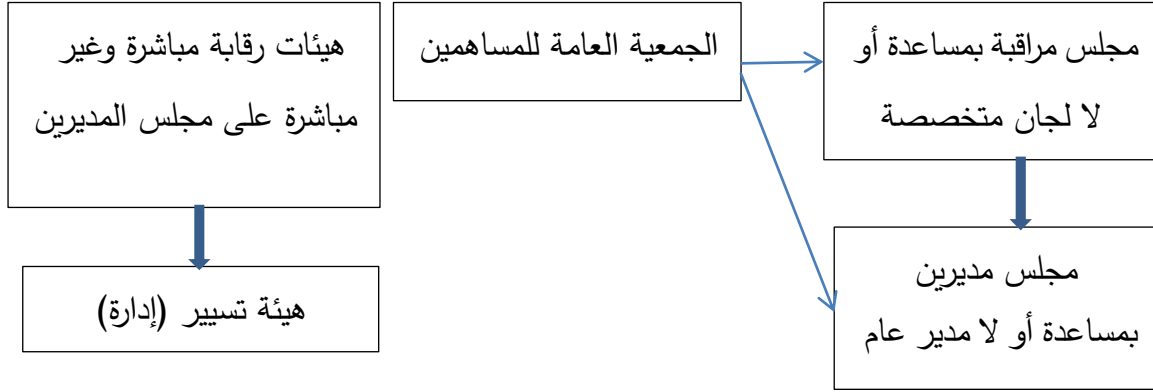
حسب (Genavre, 2010) تقدم الهياكل الأحادية مزايا الوضوح في المجال التنظيمي وتعطي الأفضلية بأكثر عفوية لمصالح المساهمين وبخاصة للمساهمين المسيطرين، أو أصحاب الأسهم الهجينة التي تمتلك حق التصويت ذو الأولوية ويبدو أن هذه الهياكل أكثر ملاءمة لمؤسسات الأعمال أين تسيطر المساهمية الأنجلوساكسونية. وحسب (Korn Ferry International) أغلب المؤسسات الأمريكية المسجلة اختارت الهياكل الأحادية بنسبة 95%، غير أن المؤسسات الفرنسية كانت أقل اختيارا لهذا النوع 58% (p. 36).

ثانيا: نظام حوكمة الشركات الثنائي

في إطار المؤسسات المعقدة تعترف نظرية الوكالة بأنه من مصلحة المساهمين تحديد وتعريف علاقة الوكالة التي بينهم وبين المسيرين. وتمثل الهياكل الثنائية نموذجا أكثر حداثة وخصوصية للحوكمة الداخلية للشركات يتم من خلالها تعيين الإداريين في هيئات التسيير والرقابة التي تتم على جانبيين منفصلين لتفادي ازدواجية وتراكم الوظائف للمساهمين المسيطرين في هذه الهياكل مع منح أصحاب المصالح الفرصة ليكونوا ممثلين (Clarckson, 1991).

حسب (Genavre, 2010) هذا النظام مستوحى من القانون الألماني وتكون فيه هذه الهياكل أكثر عدالة وتمثيلا من خلال الفصل بين وظائف الرقابة والتسيير وتفضل تسيير المؤسسة للمصلحة الاجتماعية، هذه الهياكل متطورة أكثر في النموذج الفرنسي أكثر منه في النموذج الأمريكي (p. 38). ويبدو أن هناك توافقا بين المشرع الجزائري، الفرنسي والأمريكي حول قواعد تنظيم وعمل الهياكل الثنائية. ويمكن توضيح هيئات الرقابة والتسيير داخل الهياكل الثنائية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-4): تنظيم وآلية عمل الهياكل الثنائية



Source : Genavire, 2006, p. 39.

من خلال الشكل رقم (1-4) نلاحظ أن الهياكل الثنائية تركز على هئتين للرقابة الداخلية وهما الجمعية العامة للمساهمين ومجلس المراقبة في المقابل توجد هيئة واحدة تتحمل مسؤولية تسيير المؤسسة وهي مجلس المديرين.

حسب المادة 642 من القانون التجاري الجزائري يمكن الإشارة في القانون الأساسي للشركة إلى أن هذه الأخيرة تسيير وفق النظام الثنائي أي بواسطة مجلس مديرين مع مجلس مراقبة، ويخول القانون للشركة تبني هذا النوع من التسيير عند إنشائها، كما يمكن للجمعية العامة غير العادية التخلي عن هذا النموذج في التسيير (المرسوم التشريعي رقم 93-08).

1- مجلس المديرين

يدير شركة المساهمة مجلس مديرين يتكون من ثلاثة إلى خمسة أعضاء، ويمارس مجلس المديرين وظائفه تحت رقابة مجلس المراقبة (المادة 643 من القانون التجاري الجزائري). ويتم تعيين أعضاء مجلس المديرين من قبل مجلس المراقبة وتسند الرئاسة لأحدهم، ويجب أن يكون أعضاء مجلس المديرين أشخاصا طبيعيين (المادة 644 من القانون التجاري الجزائري). ويحدد القانون الأساسي مدة عضوية مجلس المديرين ضمن حدود تتراوح من عامين إلى ست سنوات، وعند عدم وجود أحكام قانونية أساسية صريحة تقدر مدة العضوية بأربع سنوات. وفي حالة الشغور يتم تعيين الخلف للفترة المتبقية إلى غاية تجديد مجلس المديرين (المادة 646 من القانون التجاري الجزائري). ويحدد عقد التعيين كيفية دفع أجر أعضاء مجلس المديرين ومبلغ ذلك (المادة 647 من القانون التجاري الجزائري) ويجوز للجمعية العامة بناء على اقتراح من مجلس المراقبة عزل أعضاء

مجلس المديرين. وفي حالة ارتباط المعني بالأمر بعقد عمل لا يترتب عن تجريده من عضويته في مجلس المديرين فسخ عقد العمل (المادة 646 من القانون التجاري الجزائري) (عمورة، 2010، ص. 253).

وحسب القانون التجاري الفرنسي لا يمكن لأعضاء مجلس المديرين أن يكونوا أعضاء في مجلس المراقبة، ويمكن لرئيس مجلس المديرين أن يعين مديرا عاما ليفوضه بعض المهام (Genaivre, 2006, p. 39).

وتنص المادة 648 من القانون التجاري الجزائري على أن مجلس المديرين يتمتع بالسلطات الواسعة للتصرف باسم الشركة في كل الظروف. ويمارس هذه السلطات في حدود موضوع الشركة مع مراعاة السلطات التي يخولها القانون صراحة لمجلس المراقبة وجمعيات المساهمين (المرسوم التشريعي رقم 93-08).

وبالتالي يتحمل رئيس مجلس المديرين لوحده مسؤولية الإدارة العامة والقرارات الاستراتيجية للمؤسسة ويعرضها أمام أصحاب المصالح في تقاريره، وبمقابل هذه المسؤولية لمجلس المديرين السلطات المطلقة للتحرك في كل الظروف باسم المؤسسة. يجبر مجلس المديرين على إعداد تقارير ثلاثية حول نشاط المؤسسة يسلمه لمجلس المراقبة، كما يملك مجلس المديرين سلطة استدعاء الجمعية العامة السنوية للمساهمين وتحديد جدول العمل لأنه مجبر على دفع تقارير الحسابات المالية على الأقل مرة كل سنة. تحدد عدد العهودات لأعضاء مجلس المديرين والمدير العام بعهدة واحدة، ويمكن فصل وتسريح مجلس المديرين من طرف الجمعية العامة للمساهمين باقتراح من مجلس المراقبة (Genaivre, 2006, p. 40).

يجوز أن يؤهل القانون الأساسي مجلس المراقبة لمنح نفس سلطة التمثيل لعضو أو عدة أعضاء آخرين في مجلس المديرين، وتمنح مهمة رئيس مجلس المديرين لصاحبها سلطة إدارة أوسع من تلك التي منحت للأعضاء الآخرين في مجلس المديرين. وفي مقابل السلطات التي يتمتع بها أعضاء مجلس المديرين يخضع هؤلاء لنفس المسؤولية الملقاة على أعضاء مجلس الإدارة، وفي حالة الإفلاس أو التسوية القضائية يمكن أن يتحمل أعضاء مجلس المديرين المسؤولية عن ديون الشركة ويخضعون للموانع وسقوط الحق المنصوص عليها في الموضوع (المادة 715 مكرر من القانون التجاري الجزائري).

2- مجلس المراقبة

حسب المادة 654 من القانون التجاري الجزائري: "يمارس مجلس المراقبة مهمة الرقابة الدائمة للشركة". أي يتولى مهمة الرقابة على مجلس المديرين وعلى تسييره للشركة، وتتص المادة 657 على ما يلي: "يتكون مجلس المراقبة من سبعة 7 أعضاء على الأقل ومن اثنتي عشر 12 عضوا على الأكثر" (المرسوم التشريعي رقم 93-08).

كما تشير المادة 658 من القانون التجاري الجزائري إلى أنه يمكن أن يصل عدد الأعضاء إلى أربع وعشرين (24) في حالة الاندماج أي مجموع الأعضاء الممارس منذ أكثر من ستة أشهر. وتنتخب الجمعية العامة التأسيسية أو الجمعية العامة العادية أعضاء مجلس المراقبة، ويمكن إعادة انتخابهم ما لم ينص القانون الأساسي على خلاف ذلك. وتحدد مدة وظائفهم بموجب القانون الأساسي دون تجاوز 6 سنوات في حالة التعيين من الجمعية العامة، ودون تجاوز ثلاث سنوات في حالة التعيين بموجب القانون الأساسي. ويتكون مجلس المراقبة من أشخاص طبيعيين ومعنويين وإذا تم تعيين شخص معنوي في مجلس المراقبة فيجب عليه أن يعين ممثلا دائما له يخضع لنفس الشروط والالتزامات ويتحمل نفس المسؤوليات الجزائية والمدنية كما لو كان عضوا باسمه الخاص، دون المساس بالمسؤولية التضامنية للشخص المعنوي الذي يمثله، وإذا عزل الشخص المعنوي يمثله وجب عليه استخلافه في الوقت نفسه. ولا يمكن لشخص طبيعي الانتماء في نفس الوقت لأكثر من خمسة مجالس مراقبة لشركات مساهمة التي يكون مقرها في الجزائر. كما لا يمكن لأي عضو من مجلس المراقبة الانتماء إلى مجلس المديرين. ويجب على أعضاء مجلس المراقبة أن يحوزوا أسهم الضمانات الخاصة بالتسيير والتي تخضع لنفس أحكام أعضاء مجلس الإدارة. في حالة شغور منصب عضو واحد أو أكثر يجوز لمجلس المراقبة بين جلستين عامتين أن يستدعي فورا الجمعية العامة العادية للانعقاد لإتمام عدد أعضاء مجلس المراقبة، وإذا أصبح عدد أعضاء مجلس المراقبة أقل من الحد الأدنى المنصوص عليه في القانون الأساسي دون أن يقل عن الحد الأدنى القانوني وجب على مجلس المراقبة أن يسعى في التعيينات لإتمام العدد في أجل ثلاثة أشهر ابتداء من اليوم الذي بدأ فيه الشغور، وتعرض التعيينات التي يقوم بها المجلس على الجمعية العامة المقبلة لتصادق عليه، وعند عدم المصادقة تعتبر صحيحة كل المداولات والتصرفات التي وقعت سابقا من قبل المجلس. وينتخب مجلس المراقبة على مستواه رئيسا يتولى

استدعاء المجلس وإدارة المناقشات وتعادل مدة مهمة الرئيس مدة مهمة مجلس المراقبة (عمورة، 2010، ص ص. 254-255).

تنص المادة 668 من القانون التجاري الجزائري على أنه: "يمكن للجمعية العامة العادية منح أعضاء مجلس المراقبة مبلغا ثابتا كأجر مقابل نشاطهم، ويقيد مبلغ هذا الأجر في تكاليف الاستغلال". أما المادة 669 فتتص على: "ويسوغ لمجلس المراقبة منح أجور استثنائية عن المهام أو الوكالات المعهودة لأعضاء هذا المجلس" (المرسوم التشريعي رقم 93-08).

بالنسبة للقانون الفرنسي والأمريكي يتكون مجلس المراقبة من 3 إلى 18 إداري يتم اختيارهم من طرف المساهمين لعهددة تقدر بـ 6 سنوات، مع تخصيص مقعدين لممثلي لجنة المؤسسة¹ ومقعدين لممثلي العمال ومراجعين اثنين للحسابات. لا يجب أن يكون لأكثر من ثلث الأعضاء الإداريين عقود عمل، ويمكن لرئيس مجلس المراقبة أن يضم بقرار من أعضاء المجلس أي إداري له صفة مساهم لهذا المجلس. ويتم مكافأة أعضاء مجلس المراقبة حسب تذاكر الحضور² (Genaivre, 2006, p. 40).

يمارس مجلس المراقبة مهمة الرقابة الدائمة للشركة، ويقوم في أي وقت من السنة بإجراء الرقابة التي يراها ضرورية ويمكنه أن يطلع على الوثائق التي يراها مفيدة للقيام بمهمته. ويقدم مجلس المديرين مرة كل ثلاثة أشهر على الأقل وعند نهاية كل سنة مالية تقريرا لمجلس المراقبة حول تسييره. وتخضع للترخيص المسبق للاتفاقيات التي تعقد بين الشركة والمؤسسة إذا كان أحد أعضاء مجلس المديرين أو مجلس مراقبة الشركة مالكا أو شريكا أو مسيرا أو إداريا أو مديرا عاما لتلك المؤسسة وتعد كل اتفاقية تبرم دون مراعاة هذا الشرط باطلة بطلانا مطلقا (عمورة، 2010، ص. 256).

وحسب القانون الفرنسي والأمريكي تقدم إجراءات الرقابة لتسيير المؤسسة التي يقوم بها مجلس المراقبة كل ثلاثة أشهر وتقدم نتائجها للجمعية العمومية للمساهمين، كما يتم إعداد اجتماع كل ثلاثة أشهر حسب القانون الأساسي، كما يملك مجلس المراقبة السلطة الوحيدة لتعيين أعضاء مجلس المديرين مع ملاحظة أن الإداريين ليس لهم الحق في الجمع ما بين مقعد في مجلس المراقبة ومقعد في مجلس المديرين في نفس الوقت. كما يملك مجلس المراقبة الحق في تسريح

¹ - Comité d'entreprise.

² - Jetons de présence

مجلس المديرين والمدير العام وتحديد مكافآتهم (ثابتة أو متغيرة) حسب أداء المؤسسة، وله حق الإنذار القانوني¹ كما يملك مجلس المراقبة الحق في إدماج لجان متخصصة للمراجعة والتعيينات والمكافآت لتفويضها بعض الصلاحيات مع العلم أن هذه اللجان لها مهمة استشارية في النموذج الفرنسي، بينما تملك هذه اللجان سلطة المراقبة والعقاب مماثلا لسلطة مجلس المراقبة في النموذج الأمريكي. كما يحدد تراكم عهديات الإداريين بخمسة عهديات (Genavre, 2006, p. 40).

ويمكن اعتبار أعضاء مجلس المديرين وأعضاء مجلس المراقبة غير الأشخاص المعنويين مسؤولين عن ديون الشركة في حالة التسوية القضائية أو الإفلاس. ويعتبر أعضاء مجلس المراقبة مسؤولين عن الأخطاء الشخصية المرتكبة أثناء ممارسة وكتهم ولا يتحملون أية مسؤولية بسبب أعمال التسيير ونتائجها. ويمكن اعتبارهم مسؤولين مدنيا عن الجرح التي يرتكبها أعضاء مجلس المديرين في حالة درايتهم بها وعدم إخبار الجمعية العامة بذلك (عمورة، 2010، ص. 257).

3- الجمعية العمومية للمساهمين

تخضع الجمعية العمومية للمساهمين في الهياكل الثنائية لحوكمة الشركات لنفس أحكام هذه الجمعية في الهيكل الأحادي والتي تم التطرق إليها سابقا في المطلب الأول من هذا المبحث.

من خلال ما تم التطرق إليه يمكن القول أن الهياكل الثنائية تتميز بشيء من التعقيد والنقل فيما يخص الجانب التنظيمي، إلا أنها تسهر على احترام مصلحة كل أصحاب المصالح وكذا مصلحة المؤسسة باعتبارها كيانا قانونيا يجب الحفاظ عليه. وتبدو هذه الهياكل أصح للمؤسسات العائلية أو للمؤسسات التي قامت بعملية اندماج كبيرة أو بعروض شراء عامة (OPA) وحسب (Korn Ferry International) المؤسسات الأمريكية المسجلة في البورصة قليلا ما تتبنى الهياكل الثنائية 5% فقط، في حين تتبنى ما نسبته 42% من المؤسسات الفرنسية هذا النوع من الهياكل.

في الأخير ترى (Genavre, 2006) أن أنظمة حوكمة الشركات الداخلية تركز على تعاليم نظرية الوكالة وتدرس الهندسة التنظيمية للحكومات على مستوى المؤسسة وخاصة ميكانيزمات الإدارة والرقابة. ويرى المشرعون أن اختيار نظام الحوكمة الداخلي يعود للمساهمين الذي يعينون ممثلين لهم وهم الإداريون في الهياكل الأحادية الذين يفضلون مصلحة المساهمين، في حين يفضل الإداريون المصلحة الاجتماعية في الهياكل الثنائية مع ملاحظة أن أهداف هذه الهياكل تتطور

¹ - Droit d'injonction de communication

حسب تصرفات المساهمين (p. 33). وحسب النظرية الإيجابية للوكالة، اختيار نظام حوكمة الشركات الداخلي هو نتيجة اختيارات المساهمين المسيطرين المنتخبين كإداريين أو مسيرين ولهم مناصب في هيئات الإدارة أو الرقابة لحوكمة الشركات. ويرجع هذا الاختيار لخصائص المؤسسات ولقدرة المساهمين المسيطرين على الضغط. ويرتكز اختيار المساهمين المسيطرين لهيكل معين إلى قدرة هذا الهيكل على تخفيض خسائر المنافع التي يتميز بها كل هيكل والمحافظة على التوازن في العلاقات ما بين المساهمين وأصحاب المصالح.

وتنصح (OCDE, 1998) في تقريرها المؤسسات ببناء هياكل حوكمة شركات بسيطة تتكون من أعضاء ذوو كفاءة ولها القدرة على القيام بتقييم ذاتي واتباع استراتيجية تسمح بإرضاء جميع الأطراف ذات المصلحة.

خلاصة

سمح هذا الفصل بالتطرق إلى الجدل الكبير الذي يميز مفهوم حوكمة الشركات سواء من حيث المصطلح أو من حيث المعنى، فقد تعددت التسميات التي أطلقت على هذا المفهوم وارتأينا تسميته بحوكمة الشركات لاعتقادنا بأنها التسمية التي تؤدي المعنى بطريقة جيدة. كما نرى أن حوكمة الشركات هي مفهوم يمكن النظر إليه من خلال ثلاث مقاربات اقتصادية: تنظيمية، محاسبية-مراجعة حسابات، ومالية. ونرى أن المزوجة بين المقاربتين التنظيمية-المالية تعطي أفضل مفهوم لحوكمة الشركات (في هذه الدراسة) والتي تسعى لتحقيق أهداف سامية ترقى بالسلوك الأخلاقي للمؤسسة والحفاظ على مصالح كل الأطراف مع الرقي بالاقتصاد ككل.

تسمح الآليات الداخلية التي يضعها المساهمون من أجل حماية مصالحهم ومصالح باقي الأطراف وعلى رأسها مجلس الإدارة والجمعية العمومية للمساهمين بضبط سلوك المسيرين، وإن لم يتحقق هذا الهدف فستتدخل آليات الأسواق بمختلف أنواعها (الاستحواذ على الرقابة، المسيرين والسلع والخدمات) من أجل تحقيق الهدف الذي عجزت عن تحقيقه الآليات الداخلية مع الإشارة إلى عدم وجود آلية قادرة لوحدها على ضبط تصرفات المسيرين بل يجب الارتكاز على مجموعة من الآليات لتحقيق ذلك الهدف وهو ما يخلق نظاما لحوكمة الشركات. ويوجد الآن على المستوى الدولي نظامين زائد واحد؛ يسمى النظام الأول النظام موجه-أسواق والمعروف في الدول الأنجلوساكسونية على رأسها الولايات المتحدة ويسعى لتحقيق مصلحة المساهمين بالدرجة الأولى. أما النظام الثاني فيسمى النظام موجه-بنوك والمعروف في ألمانيا واليابان والذي يسعى لتحقيق مصلحة المساهمين-المستخدمين (في ألمانيا) ومصلحة كل الأطراف (في اليابان) مع ملاحظة أن لكل نظام مزايا وعيوب. استنبط الفرنسيون نظاما خاصا يجمع ما بين النظامين السابقين ويسمى النظام الهجين ويسعى لتحقيق مصلحة جميع الأطراف. هذه النظم الوطنية ترتبط بنظم داخلية؛ فيرتبط النظام الموجه-أسواق بالنظام الأحادي الذي تجمع فيه وظيفتي التسيير والرقابة في يد الرئيس المدير العام، على عكس النظام الثنائي الذي يفصل بين الوظيفتين والمرتبط بالنظام الموجه-بنوك. نظريا يسمح نظام حوكمة شركات فعّال بتحسين أداء المؤسسات الاقتصادية، وبالتالي يسمح بتخفيض التكاليف ومن بينها تكاليف الأموال. لذلك تم التطرق للهيكل التمويلي وكيفية صياغته ومحدداته وما مدى تأثير تكاليف الوكالة على السلوك التمويلي للمؤسسة في الفصل الموالي.

الفصل الثاني: الهيكل التمويلي بين النظريات والمحددات

المبحث الأول: النظرية التوافقية

المبحث الثاني: نظرية سلمية مصادر التمويل

المبحث الثالث: نظرية توقيت السوق

المبحث الرابع: محددات الهيكل التمويلي

تمهيد

تهدف دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة لتفسير المزيج (قيمة ومصادر التمويل) المستخدم لتمويل استثمارات المؤسسة، وقد ركز معظم الدارسين لهياكل التمويل على تناسبية الديون مقابل الأموال الخاصة. فرغم صياغة العديد من الإجابات لهذه المسألة إلا أن الباحثين لم يتوصلوا إلى اتفاق حول إجابة نهائية لهذا الموضوع مما يجعله مجالا خصبا للبحث. بالفعل فمع تواصل البحوث لم يتوقف الباحثون عن التشكيك في النتائج المتوصل إليها مع إعطاء تفسيرات جديدة في بعض الأحيان تتعارض مع التحليلات السابقة، هذه الدراسات والنتائج نتج عنها العديد من الأفكار والنقاشات ما بين الباحثين سواء في الجانب النظري أو الدراسات الميدانية.

بدأ النقاش بدراسة (Modigliani & Miller (1958 وهي أول تحليل نظري معمق للموضوع كان في ظل فرضيات السوق الكامل، بعدها أسقط الباحثان هذه الأخيرة وتراجعا عن فكرة حيادية الهيكل التمويلي واعترفا سنة 1963 بوجود تأثير للهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة. وتطور هذا النقاش بإدخال متغيرات أخرى في التحليل مثل تكاليف الإفلاس المرتبطة بالمخاطر المالية وتكاليف الوكالة المرتبطة بعدم تماثل المعلومات ليصل النقاش للنظرية التوافقية التي توازن بين مزايا الاقتراض وعيوبه.

إن الحديث عن عدم تماثل المعلومات يقود إلى الحديث عن نظرية سلمية مصادر التمويل والتي تقترح أن المؤسسات تفضل مصادر التمويل الأقل تعرضا وتأثرا بمشكل الاختيار العكسي. وفي الآونة الأخيرة يوجد اهتمام خاص جدا بنظرية توقيت السوق، هذه الأخيرة ظهرت في إطار التيار الذي يدرس المالية السلوكية وترتكز على فرضية عدم رشد المستثمرين وعلى قدرة المسيرين على الاستفادة (استغلال) من عدم كمال الأسواق المالية والتقاؤل المفرط للمستثمرين.

ومن خلال هذه النظريات قام العديد من الباحثين باختبار مجموعة من العوامل أو المحددات التي يمكن أن تؤثر على القرار التمويلي للمؤسسة وتتمثل هذه المحددات في الخصائص المالية التي تتميز بها المؤسسة وهي كثيرة ولا يمكن تناولها كلها لذلك تم دراسة المحددات الأكثر اختبارا من قبل الباحثين.

المبحث الأول: النظرية التوافقية

ركزت النظرية التوافقية (Trade-off theory/ Théorie du compromis TOT) على فكرة أن نسبة الاقتراض المثلى للمؤسسة تتحدد من خلال التوازن ما بين مزايا الاقتراض وعيوبه Myers (1984) غير أن هذه الفكرة تطورت من خلال العديد من الأعمال كان أولها مقال Modigliani & Miller (1958) والذي لا يرى بوجود نسبة اقتراض مثلى، ثم عاد الباحثان ليعترفا بوجود تأثير للاقتراض على قيمة المؤسسة في وجود الضرائب وهذا في مقال Modigliani & Miller (1963)، ثم تم التطرق بعد ذلك للتأثير السلبي للاقتراض من خلال الحديث أولاً عن تكاليف الإفلاس وبعد ذلك تكاليف الوكالة (Jensen & Meckling (1976)، ليعود بعد ذلك Miller (1977) لينكر تأثير هذه التكاليف على نسبة الاقتراض المثالية ويؤكد فقط على تأثير الضرائب سواء المفروضة على الشركات أو المستثمرين. كما تطور النقاش بمقاربة جديدة فبعدما كان الحديث عن النظرية التوافقية الساكنة (STOT) التي حاولت تفسير محددات اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة تطورت هذه النظرية برؤية ديناميكية (DTOT) وسنتطرق لكل هذه التطورات بشيء من التفصيل.

المطلب الأول: فرضية حيادية الهيكل التمويلي

شكل المقال الذي نشر سنة 1958 لكل من Modigliani & Miller اتجاها فلسفيا غاية في الأهمية في النظرية المالية المعاصرة وأصبح مرجعية لها، وقد أسند للباحثين بحق أنهما مؤسسا المدرسة الحديثة للإدارة المالية وتوجت هذه الجهود بجائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1958 (Hutin, 2005, p. 285).

وتوصلت دراسة Modigliani & Miller (1958) إلى أنه وفي ظل غياب الضريبة على أرباح الشركات بالإضافة إلى فروض أخرى¹ فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة هيكل

-
- المستثمرون على علم بالأرباح المستقبلية، معلوماتهم كاملة، لا وجود لعدم تماثل المعلومات، ولا تكاليف للوكالة، ولا تكاليف المعاملات، ولا ضرائب؛
 - مؤسسات نفس الصناعة لهم نفس المخاطر وهي مستقلة عن هيكلها التمويلية؛
 - يمكن للمستثمرين الأفراد الاقتراض وبنفس معدل الفائدة الذي تقتض به المؤسسات وبسهولة؛
 - كل الأرباح توزع في شكل توزيعات للأرباح؛
 - التكلفة الوسطية للتمويل ثابتة (تكلفة القروض والأموال الخاصة).

مصادر التمويل، ومن ثم فلا يوجد هيكل تمويلي مثالي ومعدل العائد المطلوب يبقى ثابتا مهما كان حجم القروض في المؤسسة (Quiry & Le Fur, 2002, p. 664).

يقوم تحليل Modigliani & Miller (1958) على افتراض أساسي مفاده أن السندات التي تصدرها كافة المؤسسات ذات عائد مؤكد، وأن معدل الفائدة على كافة القروض ثابت وموحد وهو أمر ينسجم مع عالم التأكد وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها التمويلي، وأنها تتحدد بقدرة الأصول على توليد الأرباح ومعدل الخصم الذي تخصم به هذه الأرباح هو معدل يناسب خصائص المخاطر للشريحة أو القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة (الحناوي والعبد، 2002، ص. 337).

وبعبارة أكثر دقة فإن: «القيمة السوقية لأي مؤسسة -مقترضة أو غير مقترضة- لا علاقة لها بهيكل رأس المال، فقيمة المؤسسة تتحدد بواسطة العائد المتوقع على أساس معدل رسملة يتمثل في معدل العائد على الاستثمار في السهم العادي لمؤسسة من ذات فئة المخاطر ولكنها تعتمد فقط على الأموال الخاصة». (هندي، 1998، ص. 191).

وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاس لقرارات الاستثمار وبفاعلية تلك القرارات وليس كيفية تمويل تلك الاستثمارات، ويمكن صياغة قيمة أي مؤسسة تنتمي لفئة معينة من المخاطر بالعلاقة التالية (Bellalah, 2003, p. 55) :

$$V = \frac{X}{K} \dots \dots \dots (1-1)$$

حيث: X: صافي ربح العمليات؛

K: معدل الخصم المناسب لشريحة الخطر التي تنتمي إليها المؤسسة.

وقد صاغ الباحثان هذه النظرية في صورة أخرى تقضي بأن: «متوسط تكلفة الأموال لأي مؤسسة لا علاقة له بهيكل رأس المال، وأنه يساوي معدل الرسملة لعائد حقوق الملكية، وذلك لكافة المؤسسات التي تنتمي لنفس فئة المخاطر».

ويمكن صياغة هذه الصورة بالمعادلة التالية:

$$K = Kc \cdot \frac{cp}{v} + Kd \cdot \frac{D}{v} \dots \dots \dots (2-1)$$

ويلاحظ أن الاقتراح الذي قدمه (1958) Modigliani & Miller سواء تم التعبير عنه بالمعادلة (1-1) أو المعادلة (2-1) يؤكد أن هيكل رأس المال لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذه الأخيرة تتوقف على ربح العمليات المتوقع من الأصول وليس على تشكيلة رأس المال، أما تكلفة الأموال فتعادل تكلفة أموال الملاك لمؤسسة أخرى تنتمي لنفس شريحة المخاطر ولكنها لا تعتمد على القروض في التمويل. وأكد الباحثان على أنه إذا لم تتحقق العلاقات التي توضحها المعادلتين (1-1) و(2-1)، فسوف يظهر المراجعون لإعادة العلاقة التوافقية بغض النظر عن استخدام القروض في التمويل أم لا، وقد أطلق الباحثان على هذه العملية اسم عملية المراجعة¹ (الحناوي والعبد، 2002، ص. 339).

ويخلص (1958) Modigliani & Miller إلى أن قيمة المؤسسة تتحدد بقيمة الأصول التي تمتلكها بغض النظر عن الكيفية التي تم بها تمويل تلك الأصول، وقد شرح ذلك (Miller) عندما تقلد جائزة نوبل في الاقتصاد بقوله:

«La taille d'une pizza ne dépend pas de la façon dont on la coupe».

أما بالنسبة لتكلفة التمويل (معدل الخصم) فزيادة نسبة الاقتراض يعني زيادة الاعتماد على مصدر تمويل منخفض التكلفة قد يسمح بتخفيض تكلفة رأس المال غير أن ارتفاع نسبة الاقتراض ستزيد في تكلفته كما يؤدي إلى زيادة مخاطر المساهمين، هذه الأخيرة ستترجم إلى زيادة ميكانيكية في معدلات العائد المطلوبة على الأموال الخاصة ويؤدي إلى ثبات معدل العائد المطلوب الكلي. فمعدل العائد المطلوب من طرف الملاك لمؤسسة مقترضة يتمثل في معدل العائد الذي يطلبه الملاك في مؤسسة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة يضاف إلى ذلك مكافأة للتعويض عن المخاطر المالية الناتجة عن وجود القروض في هيكل رأس المال (هندي، 1998، ص. 206).

ويمكن صياغة هذه الفكرة رياضياً وفق العلاقة التالية (Bellalah, 2003, p. 60):

$$K_c = K + (K - K_d) \cdot \frac{D}{cp} \dots \dots \dots (3-1)$$

يرى (1958) Modigliani & Miller أن تكلفة الأموال تظل ثابتة لا تتغير ولا تتأثر بمكونات هيكلها المالي وتساوي في نفس الوقت معدل العائد على أموال الملاك في مؤسسة مماثلة تنتمي

¹ - لفهم أكثر لعملية المراجعة يمكن العودة إلى (Quiry & Le fur, 2002, pp. 663-665).

لنفس شريحة المخاطر ولا تعتمد على الاقتراض في هيكلها التمويلي (الحناوي والعبد، 2002، ص. 345).

المطلب الثاني: مكونات العلاقة التوافقية

في سنة 1963 تخلى Modigliani & Miller عن فرضية حيادية الهيكل التمويلي واعترف الباحثان أنه في ظل وجود الضرائب سيكون هناك تأثير إيجابي لاستخدام القروض على قيمة المؤسسة، بعدها تظن الباحثون إلى أن لاستخدام القروض تكاليف تتمثل في تكاليف الإفلاس (1984) Myers وتكاليف للوكالة (1976) Jensen & Meckling غير أن Miller (1977) يرى بأن هذه التكاليف يمكن إهمالها ويكتفي بدراسة تأثير الضريبة سواء المفروضة على المؤسسة أو على المستثمرين.

أولاً: تأثير الضرائب

عند إسقاط فرضيات السوق الكامل تراجع (1963) Modigliani & Miller عن فرضية حيادية الهيكل التمويلي، واعترفا بوجود تأثير للاقتراض على قيمة المؤسسة في وجود الضرائب على الشركات. وبين الباحثان التأثير الجبائي على الخيارات التمويلية للمؤسسة، فالتحفيز الجبائي من خلال طرح فوائد القروض من الوعاء الضريبي يحفز المؤسسة على استخدام القروض ويؤثر على نسبة هذه الأخيرة في المؤسسة.

فحسب (Albouy, 1994) الفوائد المدفوعة للدائنين تطرح من الأرباح قبل الضريبة، وهؤلاء يحصلون على عوائدهم قبل تحميل الضريبة على عكس التوزيعات التي لا تطرح من الأرباح قبل الضريبة، فالمساهمون يحصلون على عوائدهم بعد تسديد الضريبة (11 p).

ويرى (Quiry & Le fur, 2002) أن طرح فوائد القروض من الوعاء الضريبي عبارة عن دعم مالي من الدولة للمؤسسة المقترضة، ولكي تستفيد المؤسسة من هذا الدعم يجب أن تكون هناك ضرائب تفرض على الشركات (لا وجود لإعفاءات ضريبية) تسمح بتحقيق وفورات ضريبية ترفع من قيمة المؤسسة (673- 674 pp).

كما يجب أن تحقق المؤسسة أرباحاً لكي تستفيد من هذه الوفورات الضريبية ففي حالة تحقيق خسارة لا تفرض الضريبة على المؤسسة وبالتالي لا تستفيد هذه الأخيرة من هذه المزايا.

توصل Modigliani & Miller (1963) وبإسقاط فرضيات السوق الكامل مع دراسة تأثير وجود الضرائب على المؤسسات إلى أن قيمة المؤسسة هي دالة متزايدة للاقتراض، وأن هذه القيمة تتناسب مع مستوى مديونيتها. ففي وجود مزايا الوفرات الضريبية ولكن دون اعتبار التكاليف المرتبطة بها، الهيكل التمويلي المثالي للمؤسسة هو الهيكل الذي يضمن تمويلًا بأعلى نسبة للاقتراض أي نسبة 100% لأن الحصول على أي قروض إضافية يضمن الزيادة في التدفقات النقدية للمؤسسة.

ويبين Modigliani & Miller (1963) أن قيمة مؤسسة مقترضة تساوي قيمة مؤسسة غير مقترضة بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفرات الضريبية المرتبطة بالقروض، بشرط أن تحقق المؤسسة نتيجة استغلال موجبة وتفرض عليها ضرائب، وتقدر قيمة الوفرات الضريبية بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة.

ويؤكد Modigliani & Miller (1963) على أن الفرق في القيمة السوقية بين المؤسسة المقترضة والمؤسسة غير المقترضة يجب أن لا يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفرات الضريبية، وإذا حدث غير ذلك فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن لقيمة المؤسستين، لتصبح قيمة الفرق بينهما مساوية للوفرات الضريبية (حنفي وقرياقص، 2000، ص. 484).

ويمكن التعبير عن هذه الفكرة من خلال المعادلة التالية (Farber & al, 2004, p. 198):

$$V = V^* + T.D \dots (4-1)$$

حيث تمثل:

V^* : قيمة مؤسسة غير مقترضة؛

V : قيمة مؤسسة مقترضة؛

D : قيمة القروض؛

T : معدل الضريبة.

تشير هذه المعادلة إلى أن قيمة مؤسسة مقترضة هي مجموع قيمة مؤسسة غير مقترضة مضافا إليها الوفرات الضريبية المترتبة على الاقتراض والتي تساوي معدل الضريبة مضروبا في قيمة القروض، وعليه تصل قيمة المؤسسة إلى أقصى قيمة لها عندما تصل نسبة الاقتراض 100% بشرط أن تحقق المؤسسة أرباحا وأن تفرض الضريبة على هذه الأرباح.

بالمقابل يخلق الاقتراض أثر رفع مالي بحيث تنخفض التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال مع استعمال القروض، ويرى (Modigliani & Miller (1963) بوجود علاقة إيجابية بين التكلفة الوسطية المرجحة للأموال ونسبة الرفع المالي، حيث يجب أن تساوي تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة المقترضة تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مقترضة مضافا إليها مكافأة عن المخاطر المالية تتحدد على أساس الفرق بين تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الاقتراض التي يفترض الباحثان أنها ثابتة لكافة المؤسسات. كما تتحدد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسة ونسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة في الهيكل التمويلي للمؤسسة (هندي، 1998، ص. 227).

ويمكن صياغة هذه الفكرة في المعادلة التالية (Bellalah, 2003, p. 63) :

$$K_{cp} = K^* + (K^* - K_d)(1 - T) \cdot \frac{D}{CP} \dots\dots(5-1)$$

حيث: K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة؛

K^* : تكلفة الأموال لمؤسسة غير مقترضة؛

K_d : تكلفة القروض؛

D : القروض؛

CP : الأموال الخاصة.

ويرى الباحث أنه في وجود الضرائب يكون تأثير القروض إيجابيا على قيمة المؤسسة وأن تكلفة الأموال الخاصة هي دالة خطية إيجابية لنسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي. كما أن قيمة المؤسسة تتناسب مع مستوى مديونيتها، هذه الأخيرة ينشأ عنها إيجابيات تتمثل في المزايا الضريبية الناتجة عن فوائد القروض. ونظرا للقيمة الكبيرة (نظريا) لحجم الوفورات الضريبية لا يمكن تفسير لماذا لا تبالغ المؤسسات في استخدام القروض.

يفسر (Miller, 1977) ذلك بأن إدخال الضريبة على دخل المستثمر يطرح الشك في قيمة المزايا الضريبية التي تخلفها القروض، حيث يبين أن هذه الضريبة تقلص من حجم الوفورات الضريبية التي تعود على المستثمر ويقدر (Graham, 2000) القيمة المتوسطة للوفورات الضريبية لعينة من المؤسسات الأمريكية بـ 97% من قيمة المؤسسة. ويرى الباحث أن هذا دليل على أن

وجود ضرائب تفرض على دخل المستثمر يخفض من الوفرات الضريبية مما يقلص من جاذبية القروض كمصدر للتمويل، ويخفض من نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة.

بالمقابل بيّن (De Angelo & Masulis, 1980) أن الوفرات الضريبية غير المرتبطة بالاقتراض (مثل مخصصات الاهتلاكات) يمكن أن تكون بديلة للوفرات الضريبية المرتبطة بالقروض، وبالتالي إذا كان حجم هذه الأخيرة معتبرا فستخفف من جاذبية القروض كمصدر لتمويل المؤسسة.

ويرى الباحث أن الوفرات الضريبية غير المرتبطة بالقروض لا يمكن أن تكون بديلا للوفرات الضريبية للقروض فهي ليست من نفس الطبيعة، فالأولى مرتبطة بالاستثمار أما الثانية فمرتبطة بالتمويل. كما أن المؤسسة لا يمكن أن تقوم بعملية الاستثمار من أجل تحقيق الوفرات الضريبية المرتبطة بها وتعويض الوفرات الضريبية المرتبطة بالقروض.

ثانيا: تأثير تكلفة الإفلاس

تتفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوعا من المخاطر يسمى المخاطر المالية مثل هذه المخاطر لا تتعرض لها المؤسسات التي يتكون هيكلها التمويلي من أموال خاصة فقط. وقد أسقط الباحثون فرضية أن القروض خالية من المخاطر واعترفوا بوجود مخاطر إضافية تصيب المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فوائد القروض أو كلاهما عند وصول تواريخ الاستحقاق.

إن هذا الاحتمال يعطي الحق للدائنين في اتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاسها، ولكي يتجنب الدائنون مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت فهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس.

حسب (Malécot, 1984) تنطوي تكلفة الإفلاس على نوعين من التكاليف؛ النوع الأول يسمى بالتكاليف المباشرة وهي التكاليف الإدارية والقانونية للتسوية القضائية، تكاليف التصفية، تكاليف اجتماعية بالإضافة إلى الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها الدفترية. أما النوع الثاني فيسمى بالتكاليف الغير مباشرة وتتمثل في الخسائر أو الهبوط في الأرباح نتيجة لانخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس، بسبب ارتفاع قيمة الفوائد نتيجة ارتفاع حجم القروض أو معدلات الفائدة أو بسبب فقدان ثقة الزبائن والموردين.

وعند تدهور حالة المؤسسة تظهر عدة أنواع من التكاليف بدرجات مختلفة للعجز أو الفشل المالي، وتشمل هذه التكاليف ما يلي (الحناوي وسلطان، 1999، ص. 401):

- الحصول على الأموال اللازمة بشروط قاسية ومعدلات مرتفعة بسبب ارتفاع التكاليف؛
- فقدان العمالة ذات الخبرة؛
- خسارة معظم الموردين؛
- انخفاض المبيعات نتيجة فقدان الثقة من بعض العملاء لاعتقادهم بأن الشركة في طريقها للفناء؛
- الحاجة لتصفية الأصول الثابتة لمواجهة بعض احتياجات رأس المال العامل؛
- إجراءات الإفلاس الرسمية مع تحمل تكاليف قانونية وإدارية.

ولا يختلف الباحثون بشأن التكاليف التي يتوقع أن تتجم عن الإفلاس ولكنهم يختلفون بشأن حجمها ونسبتها من قيمة المؤسسة. فهناك دراسات توصلت لتكاليف إفلاس مرتفعة في حين فندت دراسات أخرى ارتفاع قيمة هذه التكاليف، ففي دراسة White على عينة من الشركات الأمريكية اتضح أن التكاليف المباشرة للإفلاس تصل إلى حوالي 22% من القيمة السوقية للمؤسسة، وهو ما يؤكد دراسة على عينة أخرى من الشركات الأمريكية أجريت عام 1978 وتوصلت إلى أن التكلفة المباشرة للإفلاس تبلغ في المتوسط 20% من القيمة السوقية للمؤسسة. أما دراسة Levy & Sernat فتشير إلى أن متوسط تكلفة الإفلاس المباشرة بلغت في الولايات المتحدة حوالي 23% من قيمة التصفية للسنة المالية 1976.

في المقابل توصلت بعض الدراسات إلى تكلفة إفلاس منخفضة، حيث كشفت دراسة Ang & al التي أشارت إلى أن التكاليف المباشرة للإفلاس بلغت في المتوسط 7.5% من قيمة التصفية، بينما لم يتجاوز الوسيط 1.7%.

ويشير Miller (1977) إلى أن الادعاء بأن تكلفة الإفلاس مرتفعة ناتج عن دراسات أجريت على مؤسسات صغيرة أو فردية أسفر الإفلاس عن تصفيتها وليس عن إعادة تنظيمها، أما الدراسات التي أجريت على مؤسسات كبيرة فتؤكد صغر حجم تلك التكاليف بل وأنها تتضاءل كلما زاد حجم المؤسسة. وفي هذا نشير إلى دراسة Warner التي أكدت على أن التكلفة الفعلية للإفلاس

بلغت في المتوسط 5.3% من القيمة السوقية لمؤسسات السكك الحديدية (هندي، 1998، ص. 247).

ويتفق (Haugen & Senbet, 1978) مع Miller (1977) حيث تشير دراستهما إلى أن تكلفة الإفلاس يمكن أن تكون مرتفعة في ظل افتراض أن المتعاملين في السوق لا يتصفون بالرشد، أو في ظل افتراض عدم قدرتهم على القيام بعملية المراجعة بخلاف ذلك فإن التكلفة الحقيقية للإفلاس تصبح قاصرة على التكاليف التي ترتبط بإعادة تشكيل هيكل رأس المال قبل حدوث الإفلاس. ويضيف الباحثان إمكانية تجنب الإفلاس بإعادة التنظيم وإعادة تشكيل هيكل رأس المال وهو أمر يقبله الدائنون طالما أن القيمة السوقية للمؤسسة بعد إعادة تشكيل هيكل رأس المال أكبر من قيمتها في حالة إفلاسها. كما أوضح الباحثان أن القيمة الحالية لتكلفة المعاملات وهي تمثل جوازا تكلفة الإفلاس في حالة إعادة تشكيل هيكل رأس المال تعتبر ضئيلة بشكل يجعل تلك التكاليف عاملا غير مؤثر على قرارات المؤسسة.

يعاب على الدراسات التي تشير إلى ضآلة تكلفة الإفلاس أنها انصرفت إلى التكاليف المباشرة وتجاهلت التكاليف الغير مباشرة، وفي هذا الصدد قام Altman بدراسة ميدانية لتقدير التكلفة غير المباشرة للإفلاس لعينة من الشركات الصناعية، وتوصلت الدراسة إلى أن تلك التكاليف تبلغ في المتوسط 13.9% من القيمة السوقية للمؤسسة وهو ما يساوي ضعف التكاليف المباشرة في بعض السنوات. وحسب Warner (1977) التكاليف المباشرة للإفلاس تبدو أقل أهمية بالنسبة للمؤسسات الكبيرة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، على عكس التكاليف غير المباشرة التي تعتبر أكثر أهمية بالنسبة للمؤسسات الكبيرة مقارنة بالصغيرة. ويميز Litzenberger بين نوعين من التكاليف غير المباشرة هي: التكاليف الخاصة التي يتحملها ممولي المؤسسة والتكاليف الاجتماعية التي يتحملها العملاء كليا أو جزئيا. فإذا كانت المؤسسة تعمل في سوق منافسة كاملة فإن انخفاض كفاءة المؤسسة قبل وقوع الإفلاس يقتصر أثره على الملاك والدائنين، أما إذا تميز السوق بمنافسة غير كاملة فسيتحمل العملاء جزءا من هذه التكاليف أما الجزء الباقي فيتحملة الملاك والدائنون (هندي، 1998، ص. 248).

ويرى الباحث أن الاعتقاد بانخفاض تكاليف الإفلاس ناجم عن قياس التكاليف المباشرة للإفلاس فقط في حين الأخذ بعين الاعتبار التكاليف الغير مباشرة التي يتحملها الملاك (سواء إعادة تنظيم المؤسسة أو تصفيتها) سيرفع من قيمة هذه التكاليف بصفة معتبرة.

إن الحديث عن تكلفة الإفلاس يقود إلى الحديث عن التوازن ما بين مزايا الاقتراض وعيوبه، فإذا كان الاقتراض يسمح بالاستفادة من مزايا الوفورات الضريبية من خلال طرح فوائد القروض من الوعاء الضريبي وبالتالي تخفيض التكاليف الإجمالية لمصادر التمويل المستخدمة من طرف المؤسسة، فإن المبالغة في استخدام القروض ينشأ عنها تكاليف بسبب ارتفاع المخاطر المالية والتي قد تؤدي إلى إفلاس المؤسسة.

إن ارتفاع المخاطر المالية تجعل الدائنين يدركون أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس فقد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل لذلك يقوم هؤلاء بنقل تكاليف الإفلاس للملاك تحسبا لوقوعه. ويأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل العائد على السندات أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض وبالطبع تزداد هذه التكاليف مع زيادة احتمال حدوث الإفلاس (الحناوي وسلطان، 1999، ص. 401).

وبهذا يصبح الملاك يتحملون لوحدهم مخاطر الإفلاس مما يدفعهم للمطالبة بمعدل عائد أعلى للتعويض عن هذه المخاطر، هذا يعني وجود علاقة غير مباشرة بين ارتفاع القروض وارتفاع معدل العائد المطلوب من قبل الملاك. إن ارتفاع هذا الأخير سيؤدي إلى ارتفاع التكلفة الوسطية المرجحة للأموال مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، وعليه ستخفص القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس وبالتالي كلما ارتفعت نسبة القروض كلما ارتفعت تكلفة الإفلاس مما يسبب استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة (الزبيدي، 2004، ص. 814).

إن الحديث عن الأثرين المتضادين للاقتراض يقودنا للحديث عن العلاقة التوافقية، فزيادة نسبة الاقتراض يترتب عليها انخفاض تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية كما يترتب عليها - بعد نقطة معينة- ظهور مخاطر الإفلاس وما يصاحبها من تكاليف مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال.

ويرى (هندي، 1998) أن تكلفة الأموال تمر بثلاث مراحل تبعا لنسبة الاقتراض، حيث تبدأ تكلفة الأموال بالانخفاض في المرحلة الأولى أين تستفيد المؤسسة من الوفرات الضريبية للقروض كما أن تكلفة الإفلاس تكون معدومة نظرا لانخفاض نسبة الاقتراض. وبعد تجاوز نسبة معينة تبدأ تكلفة الإفلاس في الظهور ولكن بحجم أقل من الوفرات الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الاقتراض إلى أن تتساوى التكلفة مع الوفرات عندها تصل تكلفة الأموال إلى المستوى الأدنى هذا في المرحلة الثانية. أما المرحلة الثالثة فتتجاوز عندها تكلفة الإفلاس حجم الوفرات الضريبية مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال (ص. 254).

أما قيمة المؤسسة التي تعتمد على الاقتراض في هيكلها التمويلي فهي مساوية لقيمة مؤسسة غير مقترضة مضافا إليها القيمة الحالية للوفرات الضريبية وتطرح منها القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس. وعليه تأخذ قيمة المؤسسة الصيغة الرياضية التالية (Farber & al, 2004, p. 202):

$$V = V^* + VAFE - VACF \dots \dots \dots (6-1)$$

ويمكن القول أن الاقتراض في حدود معقولة يمكن أن يخلق قيمة إضافية للمؤسسة المقترضة بفعل مزايا الوفرات الضريبية التي تكون أكبر من تكلفة الإفلاس مقارنة بمؤسسة غير مقترضة، في حين يؤدي الاستخدام المفرط للاقتراض إلى ارتفاع تكاليف الإفلاس مقارنة بالوفرات الضريبية مما يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة المقترضة مقارنة بمؤسسة غير مقترضة. أما نسبة الاقتراض المثلى فتتحقق عندما تتساوى مزايا الوفرات الضريبية مع تكاليف الإفلاس أين تكون قيمة المؤسسة عند أقصى قيمة لها وتكلفة الأموال عند أدنى حد لها (Farber & al, 2004, p. 202).

ويرى (Quiry & Le fur, 2002) أنه لا يمكن الاعتماد كثيرا على القروض من أجل خلق القيمة نظرا لتقارب تكلفة الإفلاس والوفرات الضريبية، فالدراسات الميدانية تشير إلى أن الوفرات الضريبية الناتجة عن استعمال القروض يمكن أن تكون ما بين 5% إلى 15% من قيمة المؤسسة. بينما التكاليف المباشرة وغير المباشرة للإفلاس وحسب مختلف الدراسات التي أجريت قدرت في حدود 10% و 15% من قيمة المؤسسة. هذا التقارب يجعل الاستفادة من الفارق ما بين الوفرات الضريبية وتكاليف الإفلاس صعبا جدا من أجل خلق القيمة (p. 676).

ثالثاً: تأثير تكلفة الوكالة

ظهرت نظرية الوكالة كنتيجة للتشكيك في فرضية عدم وجود تضارب في المصالح بين مختلف الفاعلين في المؤسسة، وترتكز هذه النظرية على مبدأ أن كل طرف يتصرف بطريقة تسمح له بتحقيق مصلحته الشخصية قبل المصلحة العامة. ويعرف (Jensen & Meckling, 1976) علاقة الوكالة بأنها: «عقد يلجأ من خلاله شخص لخدمات شخص آخر من أجل إتمام مهام معينة».

في حين يعرف (Gagnon & Khoury, 1981) تكلفة الوكالة بأنها التكاليف والمساوئ التي تنجر عن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الأشخاص الذين لا يسمح لهم القانون بمراقبة المؤسسة، وتتكون من ثلاثة عناصر:

- التكاليف التي تنشأ عن قيام المسيرين بصرف أموال كبيرة على تكاليف غير منتجة مثل تزيين المكاتب وغيرها، ومن المنتظر أن يكون هناك إسراف من طرف المسيرين في مثل هذه المصاريف؛

- في حالة كون رأسمال المؤسسة مملوكاً بنسبة كبيرة من طرف الدائنين فسيكون هناك عدم مساواة في اقتسام الأرباح والخسائر وهذا قد يكون غير مقبول من طرف الدائنين؛

- عند قيام المؤسسة باللجوء إلى الاكتتاب العام ستتحمل مصاريف التقارير السنوية المتعلقة بالبورصة والتنظيمات الحكومية تضاف كلها لمصاريف الاقتراض (pp. 348,349).

وحسب (Zingales, 2000) ترى نظرية الوكالة أن تكاليف الوكالة تنشأ عن:

- تكاليف المراقبة: فالمساهمون وأصحاب المصالح يجب أن يتأكدوا من أن المسيرين يعملون على تحقيق مصالحهم؛

- تكاليف الإلزام: (coûts d'obligation) فالمؤسسات يجب أن تسمح للمديرين بالاتصال وتفسير تصرفاتهم أمام المساهمين وأصحاب المصالح؛

- التكاليف المتبقية: (coûts résiduels) فأصحاب المصالح مجبرين على توظيف الوقت والوسائل من أجل القيام بمراقبة متبادلة؛

- تكاليف تحسين الصورة: فالمؤسسات تستثمر من أجل تحسين صورتها وشهرتها كمؤسسة؛

- تكاليف أخطاء التسيير: يتحمل الوكلاء والمجتمع النتائج المترتبة عن الإفلاس واختفاء المؤسسات (أزمات اقتصادية واجتماعية، نزاعات قضائية).

وحسب (Jensen, 1986 ; Jensen & Meckling, 1976) تنقسم تكاليف الوكالة إلى قسمين؛ من جهة تكاليف الوكالة للأموال الخاصة والناجمة عن تعارض المصالح ما بين المساهمين والمسييرين، وتنشأ هذه التكاليف عن الرقابة التي يمارسها المساهمون على المسييرين من أجل كبح تصرفاتهم الانتهازية. ومن جهة أخرى، تكاليف الوكالة المرتبطة بالقروض المالية والناجمة عن تعارض المصالح ما بين المساهمين والدائنين، وتنشأ هذه التكاليف عن الرقابة التي يمارسها الدائنون من أجل تحقيق الانضباط للمساهمين وللمسييرين.

ومن أجل تقليل تضارب المصالح بين الأصيل والوكيل يجب وضع آليات لحوكمة الشركات، وهنا يتم صياغة الهيكل التمويلي (الأمثل) الذي يسمح بالتخفيض من تكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح ما بين المساهمين والمسييرين ويسمح أيضا بتخفيضها ما بين المسييرين والدائنين (Bellettre, 2010, p. 62).

بالنسبة للملاك تستعمل القروض كوسيلة لتخفيض تكاليف الوكالة للأموال الخاصة، فالمساهمون يفوضون الرقابة على المسييرين لسوق القروض، غير أن اللجوء لمثل هذه السوق سيولد تكاليف الوكالة للقروض التي تخفض من المزايا السابقة (Kebewar, 2012, p. 16).

حسب (Harris & Raviv, 1991) يمكن أن يخلق عدم تماثل المعلومات تضاربا في المصالح ما بين المساهمين والمسييرين، لأن المسييرين لهم إمكانية الاستحواذ على بعض المزايا المالية أو غير المالية والتي من شأنها أن تخفض من الأرباح المتبقية للمساهمين. وهنا يمكن للقروض أن تخفف من تضارب المصالح ما بين المساهمين والمسييرين لأنها تفرض تحسين المعلومة المحاسبية، كما أن التسديد المنتظم للأقساط المستحقة للقروض له دور انضباطي وإعلامي؛ دور إعلامي لأن القدرة على تسديد الديون في التواريخ المستحقة يؤكد أن مردودية الاستثمار تفوق المكافآت المطلوبة من طرف الممولين، وانضباطي لأنه يفرض تصفية (إفلاس) المؤسسة في حالة عدم احترام تواريخ الاستحقاق.

كما تسمح القروض بتفويض الرقابة للدائنين غير أن الاقتراض يخلق مشاكل وكالة أخرى ما بين المسييرين والدائنين، فالمعلومات الموجودة بحوزة الوكلاء غير كاملة لأنها غير موزعة ما بين

الجميع بنفس الطريقة، فالمسير هو الوحيد الذي يعلم بالوضعية الكاملة للمؤسسة بينما يواجه ممولو المؤسسة صعوبة في تقييم مخاطر المؤسسة، فعدم تماثل المعلومات ما بين المسيرين والدائنين حول جودة مشروع استثماري يمكن أن يخلق مخاطر الاختيار العكسي. فقد يجد الدائن صعوبة في تحديد جودة المقترض وسيبحث عن تعويض لهذه المخاطر غير المعروفة من خلال الرفع في معدل الفائدة، غير أن هذه الزيادة في معدل الفائدة لن تكون مقبولة من طرف المؤسسات قليلة المخاطر والتي إما ستبحث عن مصدر آخر للتمويل أو تبحث عن مشروع استثماري أكثر مخاطر (أثر المخاطر المعنوية). وبالنتيجة، ومن أجل عدم التعامل فقط مع المؤسسات ذات المخاطر المرتفعة ستعمل المؤسسات المالية بتعديل حجم القروض المعروضة تبعاً لدرجة عدم تماثل المعلومات وهذا ما يتماشى مع ترشيد استعمال القروض (Stiglitz & Weiss, 1981).

وكما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن الدائنين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك وذلك برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقترضونها وهو أمر يضطر الملاك إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار. والنتيجة ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية.

يتوقع (Jensen & Meckling (1976 أن يؤدي الاقتراض إلى تشجيع الإدارة على اتخاذ قرارات استثمارية تنطوي على مخاطر تفوق مخاطر الاستثمارات القائمة ما يسمح باستغلال الدائنين لمصلحة المساهمين. ولن يتحقق هذا إلا إذا صاحبه ارتفاع في معدل الفائدة على هذه القروض، وإذا تحقق ذلك يتوقع أن تنخفض القيمة السوقية للسندات القائمة مما يلحق الضرر بالدائنين القدامى (هندي، 1999، ص. 257).

ويضيف Brigham & Gapenski أن إدارة المؤسسة قد تعمل على استغلال الدائنين لمصلحة المساهمين من خلال إعادة هيكلة الأصول بالتخلص من الاستثمارات التي تنطوي على مخاطر منخفضة وعائد منخفض وإحلالها باستثمارات تنطوي على مخاطر أكبر. وفي جميع الحالات يجني الملاك ثمار النجاح بينما يشارك الدائنون في الخسائر إذا ما تعرضت المؤسسة للإفلاس (الحنوي وسلطان، 1999، ص. 404).

ولن تقتصر تكلفة شرط وضع قيود على قرارات الإدارة على المصروفات الإدارية والقانونية، بل تمتد لتشمل التكلفة الناجمة عن انخفاض الكفاءة في إدارة عمليات المؤسسة بسبب تلك القيود،

وإذا ما أراد الملاك التخلص من هذه القيود سيضطرون لدفع معدل فائدة أكبر (تعويضاً للدائنين عن ذلك الشرط) والذي قد تكون تكلفته أكبر من تكلفة ذلك الشرط.

وسواء تمثلت تكلفة الوكالة في خسائر ناجمة عن انفصال الملكية عن الإدارة أو في القيود التي يفرضها الدائنون والتي تسفر عن انخفاض كفاءة التشغيل أو تمثلت في ارتفاع تكلفة الاقتراض، فإن العديد من الدراسات قد أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة نسبة الاقتراض ويزداد معها تأثيرها السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة (Harris & Raviv, 1991, p. 298).

وبظهور دراسات حول تكاليف الوكالة اكتمل عقد النظرية التوافقية، هذه التكاليف المرتبطة بالاقتراض استخدمت في دراسات كل من (Krans & Litzemberger, 1973) ؛ Scott, 1976 و (Bradley & al, 1984) لدراسة وقياس مستوى الاقتراض المثالي والذي يعبر عن التوازن ما بين مزايا (الوفرات الضريبية) وعيوب القروض (تكاليف الإفلاس والوكالة). وبالتالي ستتأثر النسبة المثلى للاقتراض بظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس؛ أي سوف تؤثر على مكونات الهيكل التمويلي الأمثل والقيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي سيترتب على ظهور تكلفة الوكالة انخفاض نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي.

وبالأخذ بعين الاعتبار القيمة الحالية لتكاليف الوكالة تصبح القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تحدد بالعلاقة التالية:

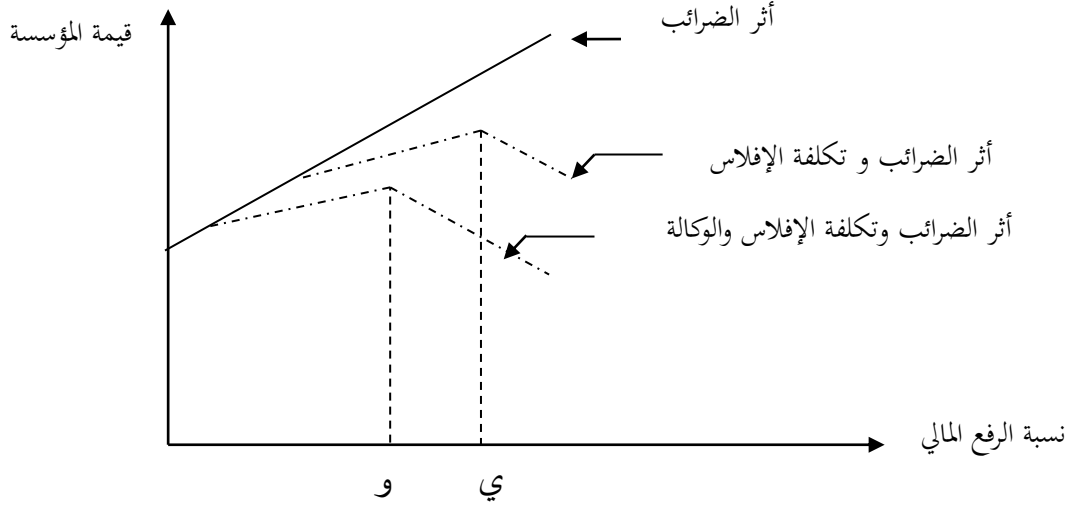
$$V = V^* + VAFE - VACF - VACA \dots (7-1)$$

من خلال العلاقة (7-1) نستنتج أن الهيكل التمويلي الأمثل هو نتيجة للموازنة بين مزايا القروض المتمثلة في الوفرات الضريبية لتكاليف القروض وعيوبه المتمثلة في تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة للاقتراض (Kebewar, 2012, p. 16).

وسوف يترتب عن الأخذ بعين الاعتبار كل من مزايا الاقتراض وعيوبه انخفاض نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، ويشير الشكل (2-1) إلى أن نسبة الاقتراض المثالية التي تكون عندها قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى وتكلفة الأموال عند حدها الأدنى قد انخفضت، إذ تحركت من النقطة "ي" إلى النقطة "و" على أن يراعى أن النقطة "و" تتعادل عندها الوفرات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع مجموع تكلفة الإفلاس والوكالة. وقبل أن تبلغ نسبة الاقتراض النقطة "و"

تكون الوفرات الضريبية أكبر من تلك التكاليف أما بعدها فيحدث العكس. ويمكن توضيح هذا الأثر من خلال الشكل التالي:

الشكل (1-2): قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس والوكالة



المصدر: هندي، 1998، ص. 260.

رابعاً: تأثير الضريبة على دخل المستثمر

في كلمة الرئاسة للمؤتمر السنوي الذي عقده مؤسسة التمويل الدولية سنة 1976 والتي نشرت سنة 1977 قدم Miller نموذجاً للهيكل التمويلي أثار جدلاً كبيراً، حيث يرى بضرورة الأخذ بعين الاعتبار الضريبة على دخل المستثمر في تحليل الهيكل التمويلي. وبدأ Miller دراسته بالاعتراض على أهمية تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة بوصفهما متغيران يلعبان دوراً في التأثير على الهيكل التمويلي، وأشار إلى أن الدراسات التي تؤكد على ارتفاع قيمة تكاليف الإفلاس أجريت على مؤسسات صغيرة أسفر الإفلاس عن تصفيته لا على إعادة تنظيمها. أما بالنسبة للمؤسسات الكبيرة فتؤكد الدراسات على صغر حجم هذه التكاليف وتتضاءل النسبة كلما زاد حجم المؤسسة ووصلت إلى 1.7% من القيمة السوقية للمؤسسة، كما أن هذه التكاليف تمثل تكاليف فعلية للإفلاس وأنا ما يهمنا عند اتخاذ قرار الهيكل التمويلي هو التكاليف المتوقعة.

وهنا طرح Miller السؤال التالي: كيف يمكن تفسير ظاهرة الثبات النسبي للتشكيلة التي يتكون منها الهيكل التمويلي عبر الزمن رغم التغير الذي يطرأ على المعدلات الضريبية؟. فقد كشفت دراسة لـ Miller عن تماثل نسبة القروض إلى صافي الأصول في العشرينات والخمسينات رغم أن معدل الضريبة لم يتجاوز 11% في الفترة الأولى بينما وصل في الفترة الثانية إلى 52%،

فكان من المتوقع أن ترتفع نسبة الأموال المقترضة في الخمسينات وهو ما لم يحدث (هندي، 1999، ص ص. 254-261).

تجاهلت دراسة (Miller 1977) كلا من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة واكتفت بدراسة أثر كل من الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على دخل المستثمر، كما يشكك في تأثير الوفرات الضريبية للاقتراض ويرجع هذا التشكيك لوجود الضريبة الشخصية على دخل المستثمرين.

وتوصل (Miller 1977) إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة في ظل وجود ضرائب شخصية على دخول المستثمرين تساوي قيمة مؤسسة مماثلة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة زائد القيمة الحالية للوفرات الضريبية، وتحسب بالعلاقة التالية (Bellalah, 2003, p. 81) :

$$V = V^* + \left[1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{1-T^{**}} \right] . D \dots \dots \dots (8-1)$$

من خلال المعادلة (8-1) يمكننا الحصول على عدة افتراضات هي:

- إذا كان $T^* < T^{**}$ فإن القيمة الحالية للوفرات الضريبية سوف ترتفع كلما ارتفع معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم والعكس صحيح. ويمكن القول في هذه الحالة أنه إذا كان $T^* > T^{**}$ فإن الوفرات الضريبية المتحصل عليها من الاقتراض ستكون أكبر من الوفرات الضريبية المتحصل عليها إذا كان $T^* < T^{**}$ ونفس الشيء بالنسبة للقيمة السوقية للمؤسسة (Farber & al, 2004, p. 198)؛

- إذا كان $T^* = 0$ فإن قيمة الوفرات الضريبية تحسب بالعلاقة التالية:

$$1 - \left[\frac{(1-T)}{1-T^{**}} \right] . D$$

وعليه يصبح قرار تشكيل الهيكل التمويلي متوقفا على قيمة T و T^{**} ، فإذا كانت $T < T^{**}$ فإن اعتماد المؤسسة على القروض سيترك أثرا سلبيا على قيمة الوفرات الضريبية وعلى قيمة المؤسسة. أما إذا كان $T > T^{**}$ فإن اعتماد المؤسسة على القروض سيترك أثرا إيجابيا على قيمة الوفرات الضريبية وعلى قيمة المؤسسة (هندي، 1999، ص. 270)؛

- في حالة عدم الخضوع للضريبة على دخل المستثمر أي كل من T^* و T^{**} يساوي صفر، هنا تصبح قيمة الوفرات الضريبية تساوي (T.D) وهو ما يتوافق مع ما توصل إليه Modigliane & Miller (1963) ويمكن الحصول على نفس النتيجة إذا كان $T^* = T^{**}$ (Damodaron, 2004, p. 752)؛

- في حالة عدم خضوع المؤسسة والمستثمرين لأي ضريبة فإن قيمة الوفرات الضريبية ستساوي الصفر، وتتساوى القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة ومؤسسة غير مقترضة وسنكون أمام حيادية تأثير الهيكل التمويلي على القيمة السوقية للمؤسسة وهو ما يتوافق مع دراسة (M & M (1958) (Nguéna & al, 2001, p. 82).

توصلت دراسة Graham إلى أن الضريبة على دخل المستثمر تؤدي إلى تخفيض قيمة الوفرات الضريبية الناتجة عن الاقتراض، حيث انخفضت إلى ما بين 4.3% إلى 9.7% من قيمة المؤسسة بعدما كانت قيمة الوفرات الضريبية ما بين 5% و15% هذا قبل الأخذ بعين الاعتبار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة.

ويرى الباحث أن عدم اعتراف دراسة (Miller (1977 بوجود كل من تكلفة الإفلاس والوكالة أمر غير مقبول وغير واقعي، فهناك العديد من الدراسات التي تشير وتؤكد وجود تكاليف مباشرة وغير مباشرة للإفلاس. أما الثبات الذي عرفته نسبة الاقتراض في العشرينات والخمسينات رغم أن معدل الضريبة لم يتجاوز 11% في الفترة الأولى ووصل إلى 52% في الفترة الثانية، فيرد عليه (Kim & Sorensen, 1986) بارتفاع تكلفة الوكالة للقروض، ففي الخمسينات زاد عدد الشركات المساهمة على حساب الشركات الفردية أو الصغيرة، وصاحب ذلك ارتفاعاً في تكلفة الوكالة مما أدى بالشركات إلى الحد من الاقتراض رغم المزايا الضريبية التي قد تنشأ عنه. ويمكن أن تكون تكلفة الوكالة قد زادت بنفس القدر الذي زادت به الوفرات الضريبية وترتب على ذلك ثبات تشكيلة الهيكل التمويلي (p. 138).

ويرى الباحث أنه وبغض النظر عما إذا كانت تكاليف الإفلاس والوكالة صغيرة أم كبيرة، إلا أنه يجب الاعتراف بوجود مثل هذه التكاليف، وإلا كيف يفسر ارتفاع معدل الفائدة مع ارتفاع قيمة القروض وهل اعتماد المؤسسة على حجم كبير من القروض لا يؤدي إلى ارتفاع المخاطر. وبالتالي يجب أن تأخذ بعين الاعتبار في دراسة قرار الهيكل التمويلي، فالاقتراض لا ينجر عنه وفرات ضريبية فقط بل ينجر عنه كذلك تكاليف تتمثل في كل من تكلفة الإفلاس والوكالة.

وتقوم فكرة الباحث على دمج كل المتغيرات التي يمكن أن يكون لها تأثير على قرار الهيكل التمويلي للمؤسسة، وبالارتكاز على نموذج (Miller (1977 الذي يدرس تأثير كل من الضريبة على

أرباح الشركات والضريبة على دخل المستثمر يمكن إضافة التأثير السلبي لكل من الإفلاس والوكالة. لنحصل على النموذج التالي:

$$V = V^* + \left[1 - \frac{(1-T)(1-T^{**})}{(1-T^{**})} \right] \cdot D - [VACF + VACA] \dots (9-1)$$

تشير المعادلة (9-1) إلى أن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير مقترضة زائد القيمة الحالية للوفرات الضريبية الناتجة عن الاقتراض (مع الأخذ بعين الاعتبار كل من الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على دخل المستثمر) مطروح منها كل من القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة¹.

ويرى الباحث أن الأخذ بعين الاعتبار كل من تكلفة الإفلاس والوكالة سيؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة المقترضة مقارنة بما توصلت إليه دراسة Graham فطرح مساوي الاقتراض من مزاياه سيؤدي إلى انخفاض قيمة المزايا إلى أقل من المجال 4.3% إلى 9.7% من قيمة المؤسسة وهي النسب التي توصلت إليها الدراسة التي تم الإشارة إليها.

المطلب الثالث: النظرية التوافقية بين الساكنة والديناميكية

ركزت النظرية التوافقية TOT على فكرة أن نسبة الاقتراض المثلي للمؤسسة تتحدد من خلال التوازن ما بين مزايا الاقتراض وعيوبه (Myers, 1984)، وبالتالي تقتض المؤسسة إلى غاية النقطة التي تتساوى عندها القيمة الحالية للمزايا الضريبية للديون الإضافية مع القيمة الحالية للتكاليف المرتبطة بالاقتراض (Myers, 2001).

يمكن توضيح تفسير وشرح النظرية التوافقية من خلال مقاربتين: النظرية التوافقية الساكنة (Static Trade-off theory) والنظرية التوافقية الديناميكية (Dynamic trade-off theory).

تتلخص النظرية التوافقية الساكنة (STOT) في البحث عن علاقة ما بين الخصائص المميزة للمؤسسة² ونسبة الاقتراض، وقد تم اختبار هذه العلاقة من طرف العديد من الباحثين (Scott, 1976; Bradley & al, 1984; Krans & litzemberger, 1973)، وقد توصلت الدراسات الخاصة بهذه النظرية (STOT) إلى مجموعة من الفرضيات القابلة للاختبار تتنبأ بأن (Ly-Baro, 2002):

¹ - راجع في ذلك: (قدام جمال، 2007، ص ص. 127-128).

² - Caractéristique de la firme.

- هناك أثر قطاعي (effet sectoriel) للقروض؛
- تقلص المؤسسات من استخدام القروض كلما ارتفعت مردوديتها داخل نفس القطاع؛
- هناك علاقة إيجابية بين المخاطر ونسبة الاقتراض؛
- ترتفع نسبة الاقتراض مع ارتفاع عمر (âge) المؤسسة وقيمة الضمانات المادية التي تملكها المؤسسة ولكن تنخفض مع ارتفاع المردودية؛
- هناك علاقة سلبية بين مخاطر الاستغلال ونسبة اقتراض المؤسسة؛
- هناك تأثير للإعلان عن تغيير الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة، مع العلم أن كل الصفقات التي من شأنها أن ترفع من القروض تعتبر إشارة جيدة عندما تكون نسبة اقتراض المؤسسة أقل من نسبة الاقتراض المثالية (p. 85).

النظرية التوافقية والتي انطلقت بصيغتها الساكنة (STOT) سجلت تطورا كبيرا في إطار استحقاقات ديناميكية مرتبطة بسيرورة معطيات الوصول إلى نسبة اقتراض مستهدفة، وترتكز الفكرة الأساسية لهذه النظرية (DTOT) على أن المؤسسة تعمل بطريقة متزايدة وديناميكية على التوجه والتوافق مع نسبة اقتراض مستهدفة. أي أن هذه النظرية تبحث عن قياس الفروقات والتعديلات ما بين نسبة الاقتراض الفعلية ونسبة الاقتراض المستهدفة والتي تعتبر نسبة اقتراض مثالية، هذه الفروقات تؤدي حسب هذه المقاربة إلى تكاليف التعديل (Coûts d'ajustement)، في نفس الوقت يؤكد (Gaud & Jani, 2002) أن وظيفة الاقتراض ديناميكية بطبيعتها وبالتالي القول بفرضية عدم وجود تكاليف تعديل لا يبدو منطقيا.

إن التأكيد على أن المسيرين يبحثون عن هيكل تمويلي مثالي لا يمنع من حدوث انحرافات عن نسبة الاقتراض المستهدفة، ولا يمكن أن يستمر هذا الانحراف لمدة طويلة نظريا، فنماذج "التعديل المستهدف"¹ الناتجة عن النظرية التوافقية (TOT) تبين أن التغيرات في نسبة الاقتراض ناتجة عن الانحرافات عن النسبة المثالية.

النظرية التوافقية الديناميكية (DTOT) لها بعض الفرضيات يجب التطرق إليها (Kouao,

: (2011, p. 40)

- المؤسسات من نفس القطاع الصناعي لها سهولة في تحديد نسبة اقتراضها؛

¹ - Ajustement cible.

- ينخفض مستوى الاقتراض كلما زاد العمر الاقتصادي للمؤسسة؛
- تعدل المؤسسات الكبيرة مستوى اقتراضها بسرعة أكبر نحو النسبة المستهدفة على المدى البعيد مقارنة بالمؤسسات الصغيرة.

من ناحية الدراسات الميدانية، اختبار النظرية التوافقية يصطدم بتقدير نسبة الاقتراض المستهدفة؛ ففي حين أن الدراسات الميدانية الأولى كدراسة (Taggart,1977 ; Manch,1982) يعتبرون أن النسبة المستهدفة للاقتراض مستقرة عبر الزمن وتساوي متوسط نسب الاقتراض للسنوات السابقة. نجد أن الدراسات الأكثر حداثة تعترف بأن نسبة الاقتراض المستهدفة تتطور عبر الزمن بدلالة التغيرات التي تحدث في خصائص المؤسسات (; Shyam-Sander & Myers, 1999 ; Hovakimian & al, 2001, Fama & French, 2002 ; Korajczuk & Levy, 2003 ; Flannery & Rangan, 2006 ; Huang & Ritter, 2009).

يبين كل من (Lemmon & al, 2008) أن مستوى الاقتراض المستهدف ليس فقط لا يتغير نسبيا عبر الزمن ولكن نسبة الاقتراض المستهدفة للمؤسسات تحدد بشكل كبير من خلال المستوى الذي يسبق دخول المؤسسة للبورصة.

وحسب (Brennan & Schwartz, 1984) تم تطوير النماذج الديناميكية من خلال الترخيص للمؤسسات بتوزيع قراراتها التمويلية على أكثر من فترة، وكذا تعظيم قرارات التمويل الحالية بدلالة ما ينتظرونه في الفترات اللاحقة.

طور (Shyam-Sunder & Myers, 1999) في دراستهما نموذجا ديناميكيا للنظرية التوافقية يكتب بالصياغة الرياضية التالية (Tendil, 2012, p. 77):

$$\Delta D_{i,t} = a + b_{TA} (D^*_{i,t} - D_{i,t-1}) + e_{i,t} \dots \dots \dots (10-1)$$

حيث: ΔD_{it} : التغير في نسبة الاقتراض.

$D^*_{i,t}$: النسبة المثلى للاقتراض* للمؤسسة i خلال السنة t .

b_{TA} : معامل التعديل المستهدف.

وإذا كان: $b_{TA} > 0$ يوجد تعديل نحو المثالي؛

$b_{TA} < 0$ توجد تكاليف تعديل موجبة.

* يقدر هذه النسبة من خلال متوسط نسبة الاقتراض للفترة المدروسة.

مع التخلي عن فرضية غياب تكاليف الصفقات، تسمح النماذج الديناميكية للنظرية التوافقية للمؤسسات بالاحتفاظ مؤقتا بهياكلها بعيدا عن مستواها الأمثل. وتقيس النماذج الديناميكية النظرية هذا السلوك الديناميكي للتعديل مع الأخذ بعين الاعتبار وجود تكاليف التعديل والتي تعود لدراسة (Fischer & al, 1989)، قام هؤلاء الباحثون بصياغة الهيكل التمويلي للمؤسسة بدلالة تكاليف ومزايا الاقتراض، والمعدل الحالي من المخاطر، وحجم وتكاليف إعادة التمويل. هذه التكاليف (التعديل) تكبح المؤسسات عن القيام بالتعديل الفوري اللازم نحو مستوى الاقتراض المثالي. حيث تؤخر المؤسسات هذا التعديل إلى أن تتجاوز المزايا الإضافية للوفرات الضريبية التكاليف الخاصة بإصدار الديون (والتي تعتبر ثابتة). وعليه الحل بالنسبة لمشكل تعظيم الهيكل التمويلي ليست النسبة المستهدفة تماما ولكنها مجال مستهدف يمكن للمؤسسات في ذلك المجال المحافظة على هيكلها التمويلي في وضع مثالي. كما أن المؤسسات ذات الخصائص المتشابهة يمكن أن يكون لها مستوى اقتراض مختلف ولكن إذا تحملت نفس تكاليف إعادة التمويل فسيكون لها نفس تصرفات التعديل (Kasbi, 2009, p. 26).

تبين نتائج الدراسات الميدانية للنظرية التوافقية وجود علاقة سلبية ما بين اعتبارات التكاليف المحتملة للإفلاس ومستوى الاقتراض، وتبين دراسات (Titman & Wessels, 1988 ; Rajan & Zingales, 1995) وجود علاقة ارتباط إيجابية ما بين نسبة الاقتراض ودرجة ملموسية الأصول وعلاقة ارتباط سلبية ما بين احتمالات النمو مقاسة من خلال تكاليف البحث والتطوير أو نسبة القيمة السوقية للأسهم إلى قيمتها الدفترية ونسبة الاقتراض. كما يقترح الباحثون أن المؤسسات ذات النمو المرتفع لها مستويات اقتراض أكثر انخفاضا بسبب تكاليف الإفلاس المرتفعة، بينما الأصول الملموسة تسهل الاقتراض لأن بيعها (تحويلها إلى سيولة) أسهل نسبيا في حالة الإفلاس.

تبين دراسة (Hovakimian & al, 2001) أن خيارات التمويل تهدف لتوضيح تصرفات تعديل الهيكل التمويلي نحو مستوى مستهدف، ويبين أن المؤسسات الأقل استنادة تميل إلى إصدار ديون جديدة، بينما تميل المؤسسات المثقلة بالديون إلى إصدار الأسهم.

الأخذ بعين الاعتبار وجود تكاليف التعديل دفع العديد من الباحثين إلى تقدير سرعة تحول الهيكل التمويلي نحو المستوى الأمثل، وتم التوصل إلى نتائج مختلفة تبعا للنموذج القياسي المستعمل. فقد توصلت دراسة (Flannery & Rangan, 2006) إلى سرعة تعديل مرتفعة محصورة

ما بين 34.2% و 35.5%، بينما توصل (Fama & French, 2002) إلى تقدير سرعة جد منخفضة محصورة ما بين 7% و 10% بالنسبة للمؤسسة التي تدفع توزيعات الأرباح وما بين 15% و 18% لباقي المؤسسات. في حين توصلت كل من دراسة (Huang & Ritter, 2009 ;) إلى سرعة تعديل متوسطة نسبيا وقدرت بـ 25% وما بين 17% و 23.2% على التوالي.

ويختم الباحثون بأن المؤسسات لا يقلقها الاحتفاظ (وضع، الوصول) بهيكلها التمويلي عند مستوى مستهدف لأن تكاليف التعديل لا تسمح بتفسير مثل هذا الوقت الطويل لسيرورة التعديل، كما أن النتائج الميدانية المتوصل إليها غير كافية للتأكيد والبرهان على صحة النظرية التوافقية (Kasbi, 2009, p. 27).

غير أن النظرية التوافقية (TOT) كانت محل انتقاد بسبب العيوب التي تميز هذا الإطار النظري، ومن العيوب الكبيرة التي تميز هذه النظرية هي مفهوم الهيكل التمويلي المثالي، فالمسألة تعود لوجود أو عدم وجود نقطة مردودية حيادية تفصل ما بين جهتين؛ الأولى تخلق فيها الديون مزايا للمساهمين والثانية تخلق فيها الديون سلبيات (عيوب) لهؤلاء على اعتبار أننا نبتعد عن النقطة الحيادية (المثالية). وتقرح النظرية وجود توازن مثالي ما بين هذه المزايا والعيوب المختلفة ينتج عنه نسبة اقتراض مثالية في الهيكل التمويلي للمؤسسة (Cobbaut, 1997).

تفسير قوة فرضية وجود مستوى مديونية مثالي حسب المقاربات التقليدية من خلال أن سياسة التمويل تؤثر على قيمة الأسهم وهذه السياسة تخلق تكاليف. يبدو الآن واضحا أن هدف المسيرين هو البحث عن التوليفة المثالية لمصادر تمويل المؤسسة (أموال خاصة، ديون) تخفض من تكاليف المؤسسة ولكن تعظم من استثمار المساهمين (Kouao, 2011, pp. 40-41).

لا تعكس النظرية التوافقية (TOT) الهياكل التمويلية للمؤسسة في الواقع (Myers, 1984)، كما أن اختبار هذه النظرية أعطى نتائج ساهمت في تطوير نظريات بديلة مثل فرضية الارتباط السلبي ما بين نسبة الاقتراض والمردودية، هذه النتيجة هي من أكثر الحجج التي تدعم نظرية سلمية مصادر التمويل، فبالنسبة لهذه النظرية لا تستهدف المؤسسة نسبة اقتراض مثالية فهي لا تركز على مفهوم الهيكل التمويلي المثالي أو الاقتراض المستهدف ولكن يمكن أن تجد تفسيراً لانحراف الهياكل التمويلية للمؤسسات عن مستوياتها المثالية.

المبحث الثاني: نظرية سلمية مصادر التمويل¹

في أعقاب النظرية التوافقية ظهرت نظرية منافسة لهذه الأخيرة طوّرت من طرف Myers (1984) و(1984) Myers & Majluf وتاريخيا كان Donaldson (1961) أول من طورها. هذه النظرية ترى أن المؤسسات الاقتصادية لا تتشغل بتحقيق التوازن ما بين مزايا وعيوب الاقتراض (حسب ما تنص عليه النظرية التوافقية) عند تمويل مشاريعها الاستثمارية ولكنها تتبنى أساسا سلميا تنازليا في اختيار مصادر التمويل (Myers, 1984 ; Myers & Majluf, 1984).

من خلال استراتيجية التمويل طويل الأجل ترتكز هذه النظرية على فرضيتين أساسيتين؛ تنص الفرضية الأولى على عدم تماثل المعلومات ما بين المسيرين والمستثمرين الخارجيين وكذا الاختيار العكسي، أما الثانية فترتكز على تعظيم ثروة المساهمين الحاليين على حساب المستثمرين المحتملين.

يبني نموذج هذه النظرية على أساس الأخذ بعين الاعتبار مفهوم عدم تماثل المعلومات والأهداف التي تختلف في بعض الأحيان ما بين المساهمين الحاليين والمستثمرين المحتملين، فالمسيرون يتصرفون دائما لتحقيق مصلحة المساهمين الحاليين (Bellettre, 2010, p. 67).

وينشأ عدم تماثل المعلومات ما بين المسيرين والمستثمرين عن كون إدارة المؤسسة لها قدرة أكبر على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، كما أن لديها دراية كبيرة بالوضعية والتوازنات المالية الحالية مما يسمح للمسيرين بالتنبؤ بمستقبل المؤسسة أفضل من المستثمرين. ويمكن القول كذلك أن عدم تماثل المعلومات ينشأ من نقطتين أساسيتين: النقطة الأولى أن نفس المعلومات لا يتم اقتسامها بين جميع الأطراف بعدالة فالمسيرون يملكون معلومات لا يملكها المستثمرون. والنقطة الثانية حتى وإن تم اقتسام نفس المعلومة بين جميع الأطراف فإن تفسيرها يختلف من طرف لآخر (Quiry & Le fur, 2002, pp. 680-681).

وعليه يملك المسيرون القدرة على الوصول للقيمة الحقيقية للمؤسسة التي يسيرونها، وفرص نموها والاستثمارات المتوقعة إنجازها. وعليه مشاكل الاختيار العكسي تدفع المسيرين إلى سلمية في اختيار مصادر التمويل وهذا حسب تكلفتها، فالهدف إذن هو تخفيض تكاليف التمويل باختيار وبالأولوية مصادر التمويل الأقل تأثرا بمشاكل الاختيار العكسي (Kasbi, 2009, p. 28). وفي ظل

¹ - Pecking order theory (POT).

وجود عدم تماثل للمعلومات أين يمتلك المسكرون المعلومات الكافية حول المؤسسة على عكس المستثمرين الخارجيين الذين لا يمتلكونها وبالنتيجة لا يستطيع المستثمرون معرفة القيمة الحقيقية للمؤسسة وأهداف المسكرين مما يولد تكاليف إضافية مرتبطة بالمعلومة ومصداقيتها، هذه التكاليف تسمى بتكاليف الوكالة وستؤثر سلباً على العرض والطلب على مصادر التمويل. فالعرض من مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة يمكن أن يكون محدوداً نتيجة الإحساس بمخاطر و/ أو تكاليف الرقابة الأكثر أهمية والتي تدفع بالمستثمر المحتمل لطلب علاوة مخاطرة أو معدل فائدة غير منطقي على الأموال الممنوحة. والأكثر من ذلك يمكن أن تكون القروض محل ترشيد أو عليها قيود إضافية مثل الضمانات، الشروط وغيرها. مجموع هذه العناصر تجعل مصادر التمويل مرتفعة التكلفة (Bellettre, 2010, p. 67).

يوضح (Myers & Majluf, 1984) أنه وفي ظل عدم تماثل المعلومات فإن المؤسسات

تفضل:

- التمويل الذاتي بداية وحسب توفر هذا المصدر؛

- وبعدها، الاقتراض (البنكي، وبعده إصدار السندات)؛

- وفي الأخير الرفع في رأس المال كملجأ أخير.

هذه السلمية في الحصول على مصادر التمويل هي دالة لهدف مسير المؤسسة، فإذا كان المسير يتصرف لتحقيق مصلحة المساهمين فسيتبنى سلمية تنازلية تبدأ بالتمويل الذاتي ثم الاقتراض وفي الأخير الرفع في رأس المال (Myers & Majluf (1984). أما في حالة ما إذا كان المسير يتصرف لمصلحته الخاصة (بهدف التجذر)، فسيتبنى السلمية التالية: أولاً التمويل الذاتي بعدها الرفع في رأس المال وفي الأخير الاقتراض، فالمسير يقدم إصدار الأسهم على الاقتراض من أجل تقادي الدور الانضباطي للاقتراض (Kebewer, 2012, p. 19). ويرى الباحث وحسب نظرية (POT) أنه يتم تفضيل التمويل الذاتي (الداخلي) على التمويل الخارجي، والاقتراض على الرفع في رأس المال على أن يترك هذا الأخير كملجأ أخير.

يوضح (Myers & Majluf, 1984) أنه عندما تستنفذ مصادر التمويل الداخلية ينشأ عجز

تمويلي، هذا الأخير يتم مقابله باستخدام القروض على حساب الأموال الخاصة ولكنها أكثر

مخاطر، ولا يتم اللجوء إلى الزيادة في الأموال الخاصة إلا بعد أن يتم استنفاد القدرة على الاستدانة (Chirinko & Singha, 2000).

التمويل الذاتي ليس له تكاليف للمعلومات (الوكالة) والمعاملات (الوساطة) يقدم على أنه أحسن مصدر للتمويل بالنسبة للمؤسسة، كما يصدر استخدام هذا المصدر في التمويل إشارة إيجابية حول التزام المسيرين وإيمانهم بمشاريعهم (Leland & Pyle, 1977).

غير أن التمويل الذاتي ليس متاحاً دائماً خاصة خلال السنوات الأولى لإنشاء المؤسسة أين تكون التدفقات النقدية السنوية « Cash-Flows » غير كافية أو حتى غير موجودة مما يلغي خيار التمويل الذاتي. وفي غياب التمويل الذاتي ترجح المؤسسات ما بين الاقتراض، الرفع في رأس المال وفي بعض الأحيان إعانات الدولة (Tendil, 2012, p. 79).

في المقابل وجود تكاليف للمعلومات والمعاملات خاصة بمصادر التمويل الخارجي تجعلها مرتفعة التكلفة ويمكن أن يجد المسير نفسه مضطراً لعدم تنفيذ مشروع استثماري لديه مردودية إذا كان تمويله سيتم بواسطة مصدر تمويل مرتفع التكلفة أو أكثر مخاطرة (Myers & Majluf, 1984). ويرى الباحث أن وجود تكاليف للوكالة مرتبطة بعدم تماثل المعلومات وكذا تكاليف المعاملات الخاصة بإصدار القروض والأموال الخاصة تسمح بتفسير لماذا يفضل المسيرون استخدام التمويل الذاتي.

بالمقابل عمل المسيرين على خدمة مصلحة المساهمين الحاليين وتعظيم ثروتهم على حساب المستثمرين المحتملين (الجدد) له تأثير سلبي على أي رفع في رأس المال، لهذا لا يستعمل هذا الأخير إلا كملجأ أخير (Ballettre, 2010, p. 68).

هذه النظرية كانت محل اختبار من قبل العديد من الباحثين من خلال دراسات ميدانية (Lemmon & Zender, 2004; Frank & Goyal, 2003 ; Shyam-Sunder & Myers, 1999) هذه الاختبارات كانت على عينات من المؤسسات الأمريكية ولفهم هذه النظرية سنحاول تفسير لماذا يفضل المسيرون التمويل الذاتي، ثم لماذا تلجأ المؤسسات إلى تمويل عجزها التمويلي باستخدام القروض، وفي الأخير لماذا يترك الرفع في رأس المال كملجأ أخير.

المطلب الأول: التمويل الذاتي المصدر المفضل للمؤسسات

تفضل المؤسسات التمويل الداخلي على التمويل الخارجي (Myers 1984) بسبب انخفاض تكلفة التمويل الخاصة بالمصدر الأول على حساب الثاني، فالتمويل الذاتي يبقى مصدر التمويل الأكثر فعالية لأنه دون تكاليف (الوكالة أو الاختيار العكسي والمعاملات) كما أن التمويل الذاتي يسمح بتقادي اللجوء إلى الأسواق المالية ويسمح للمؤسسة بعدم الكشف عن مشاريعها الاستراتيجية مع تقادي دخول مستثمرين خارجيين (خاصة مساهمين) (Tendil , 2012, p. 79).

وتشير الصيغة الأساسية لنظرية سلمية مصادر التمويل إلى توجه المسيرين لعدم كشف المعلومات الاستراتيجية والمهمة للسوق المالي، فأصدار أوراق مالية جديدة من طرف المؤسسة يقود أتوماتيكيا للإفصاح عن معلومات مميزة وفي بعض الأحيان سرية (استراتيجية) للسوق المالي، ولتقادي هذا الإفصاح تفضل المؤسسات الحصول على الأموال من مصادر ذاتية (Kouao, 2011, p. 42).

حسب (Berger & Udell 1998) مصادر التمويل الذاتية المقاسة باستخدام مقياس التدفقات النقدية السنوية « Cash-Flows » هي المصدر الأساسي لتمويل الاستثمارات الجديدة. ويضيف (Shyam-Sunder & Myers, 1999) من نموذج الرياضي أن التمويل الذاتي يستخدم أيضا في تمويل توزيعات الأرباح والتغير في احتياجات رأس المال العامل بالإضافة إلى تمويل الاستثمارات الجديدة.

وقد تتمكن المؤسسات من تمويل هذه الاستخدامات بالاعتماد على التدفقات النقدية السنوية (Cash- Flows) إلا أن هذا لا يتحقق دائما، وقد تعجز هذه الأخيرة عن تحقيق ذلك بسبب عدم وجودها أصلا خاصة في السنوات الأولى لإنشاء المؤسسة أو لضعف قيمتها أو لوجود استخدامات معتبرة (فرص استثمارية كبيرة، توزيعات للأرباح، ...)، وهنا تعمل المؤسسة ومسيرها على تغطية هذا العجز التمويلي باستخدام المصدر الثاني من حيث التفضيل وهو الاقتراض.

المطلب الثاني: العجز التمويلي وتفضيل الاقتراض

في حالة عدم قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها باستخدام التمويل الذاتي فسيظهر ما اصطلح عليه في نظرية سلمية مصادر التمويل (POT) بالعجز التمويلي وستعمل المؤسسة

ومسيروها على مواجهته. وعليه حسب هذه النظرية أي عجز في تمويل الاستثمارات الجديدة، توزيعات الأرباح، أو التغيير في الاحتياجات في رأس المال العامل سيؤدي إلى الزيادة في الاقتراض.

وقد تمكن (Shyam-Sunder & Myers, 1999) من نمذجة هذه العلاقة والتي تركز على أن وجود عجز تمويلي سيؤدي إلى ظهور الاقتراض لمواجهة هذا العجز، ويعرف الباحثان العجز التمويلي بالعلاقة الرياضية التالية (p. 224):

$$DEF_t = Div_t + X_t + DW_t + R_t - C_t \dots (11-1)$$

حيث يعرف الباحثان هذه المتغيرات كما يلي:

DEF_t : العجز التمويلي.

Div_t : توزيعات الأرباح المدفوعة.

X_t : تكاليف الاستثمارات.

DW_t : التغيير في احتياجات رأس المال العامل.

R_t : الجزء الواجب التسديد من الديون طويلة الأجل في بداية السنة t (تسديد خلال السنة t).

C_t : التدفقات النقدية السنوية للاستغلال بعد الفوائد والضرائب.

تبين العلاقة الرياضية (11-1) لـ (Shyam-Sunder & Myers, 1999) أن المؤسسة بحاجة لتوفير الأموال اللازمة لتسديد توزيعات الأرباح وتمويل المشاريع والفرص الاستثمارية المتاحة بالإضافة لتمويل الزيادات التي تحدث في نشاط المؤسسة والذي ينتج عنه زيادة في احتياجات رأس المال العامل، كما يجب توفير الأموال اللازمة لتسديد الأقساط الواجبة الدفع للديون طويلة الأجل. هذه العناصر الأربعة يتم تمويلها باستخدام التدفقات النقدية السنوية للاستغلال بعد الفوائد والضرائب¹ باعتبار هذه التدفقات تمثل التمويل الذاتي والمصدر المفضل للتمويل.

من خلال النموذج الرياضي لسلمية مصادر التمويل كل المتغيرات المكونة للعجز التمويلي هي متغيرات مستقلة، واختبار هذه السلمية طور (Shyam-Sunder & Myers, 1999) العلاقة الرياضية (12-1) التي تدرس العلاقة ما بين العجز التمويلي باعتباره متغيراً مستقلاً، والاقتراض

¹ - Operating cash flows, after interest and taxes.

باعتباره مصدر التمويل ذو المرتبة الثانية من حيث التفضيل، هذه العلاقة جاءت بالصياغة الرياضية التالية (p. 228):

$$\Delta D_{it} = a + b_{PO} DEF_{it} + e_{it} \dots \dots (12-1)$$

حيث:

ΔD_{it} : يمثل القيمة الصافية للديون التي تم إصدارها.

b_{PO} : يمثل معامل الترتيب السلمي.

حسب (Shyam-Sunder & Myers, 1999) إذا كان العجز التمويلي (DEF) موجبا أي أن التدفقات النقدية السنوية عجزت عن تغطية احتياجات التمويل الأربعة فستصدر المؤسسة قروض (ΔD_{it} يكون موجبا) وفي حالة تحقق ذلك ستكون قيمة $a=0$ أما معامل الترتيب السلمي فسيكون 1 ($b_{PO}=1$) ما يعني أن إتمام تمويل كل الاحتياجات التي عجزت التدفقات النقدية السنوية عن تمويلها سيكون باستخدام القروض دون اللجوء إلى استخدام الأموال الخاصة، وهذا يعني وجود علاقة تناسبية تامة (100%) ما بين العجز التمويلي والزيادة في القروض.

غير أن (Frank & Goyal, 2003) وعلى عكس توصيات نظرية سلمية مصادر التمويل (POT) وجد أن المؤسسات متوسطة الحجم تعمل على تغطية عجزها التمويلي بإصدار الأسهم وليس من خلال إصدار القروض وهذا على عكس المؤسسات الكبيرة التي تحترم توصيات النظرية. بعبارة أخرى عندما يعجز التمويل الذاتي عن تغطية الاحتياجات التمويلية المعتبرة تلجأ المؤسسات متوسطة الحجم إلى إصدار الأسهم أكثر من إصدار السندات، على عكس المؤسسات الكبيرة التي تتبع عن كثب توصيات نظرية سلمية مصادر التمويل مع ملاحظة أن الباحثين وعلى عكس (Shyam-Sunder & Myers, 1999) لم يأخذا بالمتغير (R_t) وهو الجزء الواجب التسديد من الديون طويلة الأجل.

بالمقابل توصل (Helwege & Liang, 1996) إلى أن المؤسسات التي تصدر القروض هي المؤسسات الأكبر حجما وتتميز بمعدلات نمو أكثر بطئا مقارنة بالمؤسسات التي تصدر الأسهم والقروض القابلة للتحويل. وعليه يكون اللجوء للتمويل بواسطة الأسهم أكثر حقيقة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة ذات معدلات النمو القوية.

وينتقد (Chirinko & Singha, 2000) النماذج الرياضية لـ Shyam-Sunder & Myers (1999) معتبرين أن هذه الأخيرة لا تقصي إمكانية قيام المؤسسات في نفس الوقت بإصدار أسهم والتي يمكن أن تسبق حتى إصدار القروض، وعليه لا تسمح نماذجهم القياسية بنمذجة سلمية مصادر التمويل حسب النظرية.

كما توصلت دراسات أخرى إلى وجود لجوء أكبر لإصدار الأسهم بدل القروض في حالة وجود عجز تمويلي مثل دراسات (Fama & French, 2005; Seifert & Gonenc, 2008; Ritter & Huang, 2009).

ويرى الباحث أنه وبالرغم من أن الدراسات تشكك في أن الديون يمكن أن لا يعتمد عليها في المرتبة الثانية، إلا أن الاقتراض وبالرغم من عيوبه مقارنة بالتمويل الذاتي ومزاياه مقارنة بالأموال الخاصة يشكل مصدر التمويل المفضل من طرف المسيرين بعد التمويل الذاتي وهو ما تنص عليه المقاربة التي تدرس العجز التمويلي.

وينبغي الإشارة إلى أن الاعتماد على القروض يرتبط بمزايا وينشأ عنه سلبيات، وبما أن المؤسسة تسعى لتعظيم قيمتها فإنها تعمل على الاستفادة من مصادر التمويل الأقل تكلفة والأعظم مزايا. يتميز الاقتراض بمجموعة من العيوب مقارنة بالتمويل الذاتي، ويتمثل العيب الأساسي له في وجود تكاليف مرتبطة بدفع الفوائد المترتبة عليه هذه الأخيرة ترفع من تكاليف الإفلاس مما يخفض من قيمة المؤسسة (Tendil, 2012, p. 80).

ويرى (Zingales, 2000) أن مخاطر الإفلاس تخفض من فعالية العقود المبرمة وتجبر على بذل الجهود الكافية وهو ما سيكون له نتائج إيجابية على المدى الطويل على القيمة. وعليه يرى الباحث أن احتمال فشل المؤسسة في تسديد الفوائد وأصل القرض ينشأ عنه ما يسمى بالمخاطر المالية وبالتحديد مخاطر الإفلاس خاصة مع وجود تواريخ استحقاق لهذه الالتزامات قد تعجز المؤسسة على احترامها، كما قد يفرض الدائن على المسيرين قيودا قد تؤثر سلبا على تسيير المؤسسة.

وبالمقابل يسمح الاقتراض وعلى عكس إصدار الأموال الخاصة بالمحافظة على حقوق الرقابة من جهة، ومن جهة أخرى يسمح بتقييم التكاليف المرتبطة بالاقتراض بتحقيق وفورات ضريبية، كما أن تكلفة الاقتراض لا تتغير بتغير مستوى الأرباح.

إن الترتيح ما بين "مزايًا-تكاليف" الاقتراض التي تحصل عليه المؤسسة يميل لمصلحة القروض البنكية على حساب القروض السندية، وهذا للأسباب التالية (Tendil, 2012 , p. 81):

- تكاليف إصدار القروض البنكية تكون أقل من تلك المتعلقة بالأسواق المالية؛
 - إمكانية كبيرة للتفاوض وإعادة التفاوض على العقود نظرا للمرونة البنكية؛
 - في حالة وجود صعوبات تسمح القروض البنكية بإعداد أو القيام بمراجعة (تدقيق للحسابات) غير أنها مكلفة؛
 - تسمح القروض البنكية بتحقيق مزايا وسائل الرقابة والعلاقات ولا يحتاج لسعة كبيرة خاصة بالمؤسسة من أجل الحصول على الأموال مقارنة بالقروض السندية؛
 - تفضل القروض البنكية أيضا من طرف المؤسسات التي تواجه احتمالا كبيرا للإفلاس.
- بالمقابل تكون معدلات الفائدة أكبر في حالة القروض البنكية، لأن سيولة الأصول المالية (السندات) تكون أكبر مقارنة بالقرض البنكي.

حسب نظرية سلمية مصادر التمويل يفضل تمويل العجز التمويلي الناشئ عن عجز التمويل الذاتي على تغطية احتياجات المؤسسات من الأموال باستخدام القروض، ونشير هنا أيضا إلى أولوية القروض المضمونة (الأقل مخاطر) على القروض غير المضمونة (هندي، 1999، ص 304).

ولكن نطرح السؤال لما ترتب هذه السلمية الأموال الخاصة في المرتبة الأخيرة؟

المطلب الثالث: الأموال الخاصة الملجأ الأخير للتمويل

حسب نظرية سلمية مصادر التمويل لا يتم اللجوء إلى إصدار الأسهم إلا إذا استنفذت الخيارات السابقة، وبالتالي تفسر هذه النظرية قرار إصدار الأسهم على أنه قرار غير فعال لأن لديه العديد من السلبيات، فعلى سبيل المثال يترتب عن هذا الإصدار وعلى عكس الاقتراض تضييع الرقابة نتيجة دخول مساهمين جدد لهم حق الحضور والتصويت في الجمعية العمومية للمساهمين. فرغبة المسيرين في تعظيم ثروة المساهمين تجبرهم على عدم إصدار الأسهم لتفادي انخفاض أسعار تداولها وبالنتيجة حقوق الرقابة هي نقطة مهمة جدا في المفاضلة ما بين التمويل بالاقتراض أو الأموال الخاصة، فالمساهمون حريصون جدا على هذه الحقوق بسبب العقود غير الكاملة (Aghion & Bolton (1992) هذا لأنهم المسؤولون وأصحاب السلطة في كبح جماح قرارات

المسيرين. كما أن إصدار الأسهم مرتبط بعدم التأكد بشأن تكلفة العائد المطلوب من طرف المساهمين، بالإضافة إلى التكلفة المرتفعة للاختيار العكسي¹ بسبب عدم تماثل المعلومات حول قيمة الأصول المالية (Tendil, 2012, p. 84).

تقوم نظرية سلمية مصادر التمويل على فرضية عدم تماثل المعلومات وفرضية أن المسير يعمل على خدمة مصلحة المساهمين الحاليين على حساب المساهمين المحتملين، وعليه إذا أدركت الإدارة أن تقييم سعر أسهم المؤسسة أقل مما ينبغي (Sous-évaluée) فسيرفض المسكرون إصدار أسهم جديدة لأن ذلك يعني ضمناً انتقال الثروة من المساهمين الحاليين إلى المساهمين الجدد خاصة وأن الإصدار الجديد سيباع بسعر أقل مما ينبغي لذلك من المتوقع أن لا تقدم المؤسسة على هذه الخطوة حتى لو ترتب على ذلك ضياع فرصة استثمارية مربحة (هندي، 2005، ص. 226).

وعلى العكس من ذلك إذا قام المستثمرون بإعطاء قيمة مغالى فيها (Surévaluer) لأسهم المؤسسة في هذه الحالة سيحاول المسكرون إصدار أسهم جديدة وهو ما يسمح باستغلال المساهمين الجدد لصالح المساهمين الحاليين، وبغض النظر عن حالة نمو قريب وسريع للمؤسسة سيتم تفسير أي إصدار جديد للأسهم على أنه إشارة مالية سيئة من طرف المستثمرين المحتملين، وسيتجه سعر السهم نحو الانخفاض عند الإعلان عن إصدار أسهم جديدة مما يجعل من هذه الأخيرة مرتفعة التكلفة (Bellettre, 2010, p. 68).

وسيفسر المستثمرون المحتملون قرار إصدار أسهم جديدة مؤشراً مالياً لكون القيمة السوقية لتلك الأسهم مغالى فيها حتى ولو لم يكن الأمر كذلك، ولن يسعى هؤلاء لشراء تلك الأسهم إلا بسعر أقل مما هي عليه. وإذا ما توقع المسكرون أن مستقبل المؤسسة غير مبشر من المتوقع أن يعملوا على إصدار أسهم جديدة لجلب المزيد من المستثمرين ليتحملوا جزءاً من الآثار السيئة المحتملة وهو ما سيخفف العبء على المساهمين الحاليين. وهكذا يبدو أن إصدار أسهم جديدة يرتبط في أذهان المستثمرين المحتملين بفكرة استغلالهم لصالح المستثمرين الأصليين، بل وحتى إن كانت القيمة السوقية للسهم عادلة فسيظل المستثمرون يفسرون قرار الإصدار على أنه نتيجة لكون

¹ - Sélection adverse.

القيمة السوقية للسهم مغالى فيها، وبالتالي إمكانية استغلالهم مما يدفعهم لرفض شراء السهم بالسعر المعروض رغم أنه سعر عادل (هندي، 2005، ص ص. 227-228).

بالرغم من الترتيب الأخير لهذا المصدر من الأموال إلا أن دراسة (Frank & Goyal, 2003) توصلت إلى أن التمويل بواسطة الأسهم تضاعف إلى أكثر من ضعفين خلال الفترة 1971 إلى 1998 وهو ما يدعو للتساؤل حول مدى مصداقية هذه النظرية.

المطلب الرابع: سلمية مصادر التمويل ونظرية الإشارات المالية¹

ترتكز نظرية الإشارات المالية على فرضية أن مسيري المؤسسة يملكون قدرا أكبر من المعلومات مقارنة بالمستثمرين مما يعطيهم قدرة أكبر على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، كما لهم دراية أكبر بالحالة المالية والتوازنات المالية للمؤسسة وهذا ما يسمى بعدم تماثل المعلومات ما بين مختلف الأطراف ذات المصلحة بالمؤسسة. وعليه أي إشارة مالية يتم إصدارها من طرف المسيرين تعطي تصورا بأن التدفقات النقدية ستكون أفضل من المتوقع أو أن المخاطر ستكون أقل ستسمح بخلق قيمة للمستثمرين. فالمستثمر إذن دائم البحث عن إشارة مالية تسمح له بتوقع مردودية أكبر أو مخاطر أقل. إلا أنه ولتكون الإشارات المالية ذات مصداقية يجب أن تحمل الإشارة عقوبة من داخلها إذا كانت خاطئة من أجل ردع الإصدارات الجديدة من إصدار إشارات خاطئة (Quiry & Le fur, 2011, p. 801).

يعتبر (Ross, 1977) أول باحث تطرق لهذه النظرية، ويرى أن الهيكل التمويلي للمؤسسة يعطي إشارة مالية للمستثمرين، ويضيف بأن أي تغيير في السياسة التمويلية للمؤسسة يقود لتغيير في إدراك قيمة المؤسسة من طرف المستثمرين ويشكل إذن إشارة للسوق المالي.

وبما أن الزيادة في القروض ترفع من تكلفة الأموال الخاصة فإن المسيرين يرسلون إشارة مالية للسوق المالي من خلال الرفع من القروض والذي يفسر على أن الوضعية المالية للمؤسسة جيدة. وبالتالي سيسمح الأداء المستقبلي للمؤسسة بدفع التكاليف المالية الإضافية وبتسديد هذه القروض دون صعوبة، فأصدار قروض إضافية يعبر عن وضعية مالية جيدة للمؤسسة لذلك يسعى المسيريون في حالة امتلاك معلومات جيدة لإصدار قروض جديدة كإشارة على هذه الوضعية، هذا

¹ - La théorie des signaux.

الإصدار سيرفع القيمة السوقية للمؤسسة وسيسمح للمسيرين بالحصول على مكافآت (Albouy, 1994, p. 24).

يسمح الاقتراض إذن بإرسال إشارة إيجابية حسب هذه النظرية بسبب وجود تكلفة الإفلاس المرافقة للزيادة في القروض، غير أن هذه الإشارة لها عقوبتها الخاصة إذا كانت خاطئة. فإذا كانت كذلك والمؤسسة غير قادرة على تحمل الأعباء المالية الإضافية، فإن هذه الزيادة في الاقتراض ستؤدي إلى صعوبات مالية قد تؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس بالإضافة إلى فقدان المسيرين لمناصب عملهم، هؤلاء مجبرون على بعث الإشارة المالية الصحيحة بوضع نسبة الاقتراض عند الحد الذي يسمح لها بدفع أعبائها المالية (Quiry & Le Fur, 2011, p. 802).

ويرى (De Angelo & Masulis (1980) أن عقوبة الإفلاس كافية لردع مسيري المؤسسات التي تتعرض لصعوبات مالية (مؤسسات أقل جودة) لعدم تقليد المؤسسات الأخرى (المؤسسات الأكثر جودة) في مجال الاقتراض (Bellahlah, 2003, p. 94).

بيّن (Ross, 1977) إذا افترضنا أن المسيرين يمتلكون معلومات متميزة حول مؤسستهم، فسيعثون بإشارة دقيقة للسوق المالي بشرط أن الربح الحدي المحتمل تحقيقه من إشارة خاطئة يكون أقل من العقوبة المفروضة في حالة تصفية المؤسسة.

ويرى (Quiry & Le Fur, 2011) أن التغيير في الهيكل التمويلي للمؤسسة هو ما يمثل إشارة مالية وليس الهيكل التمويلي في حد ذاته. وعلى النقيض من الاقتراض فإن إصدار أسهم جديدة يعتبر إشارة مالية سلبية للسوق المالي عادة ما تؤدي إلى انخفاض أسعار تداول الأسهم، وتشير الدراسات إلى أن هذا الانخفاض يصل في المتوسط إلى 3%، وعليه يرى المستثمر أن المسير لا يلجأ لإصدار الأسهم إذا كانت قيمتها أقل من قيمتها الحقيقية، وإذا كان هناك إصدار لأسهم عادية غير مبررة وحاجة شاذة للأموال فإن المستثمر يظن أن أسعار تداول الأسهم مغالى فيه، وفي هذه الحالة سيقبل المساهمون الحاليون برفع رأس المال. وتشير الدراسات إلى أن الإعلان عن إصدار قروض ليس له أثر على القيمة السوقية للأسهم (p. 802).

ويرى (Myers (1984) أن إصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريع استثمارية حتى وإن كانت ذات مردودية ستؤدي إلى انخفاض أسعار تداول الأسهم، لذلك يقبل المسيرون على رفض هذه المشاريع الاستثمارية حتى وإن كانت قيمتها الحالية الصافية موجبة لتفادي الانخفاض المتزايد لأسعار

التداول بسبب التقييم الخاطئ لأسهم المؤسسة، هذا الأخير (الانخفاض) يمكن أن يتلاشى في حالة استعمال المؤسسة للتمويل الذاتي أو مصادر تمويل خالية من المخاطر (مضمونة بأصول المؤسسة) لتمويل مشاريعها الاستثمارية (Bellalah, 2003, p. 94).

وعليه جاءت نظرية الإشارات المالية موافقة، واضحة، ومفسرة للترتيب السلمي لمصادر التمويل وتعطي تحليلاً حول العلاقة بين تغير الهيكل التمويلي للمؤسسة وحركة السوق المالي على اعتبار أن الهدف الاستراتيجي للمؤسسة اليوم هو المحافظة أو الدفع بأسعار تداول أسهمها إلى أعلى مستوى ممكن.

في الأخير وحسب (Ly-Baro (2002 فإن نتائج الدراسات الميدانية التي اختبرت نظرية سلمية مصادر التمويل تتفق حول النتائج التالية (Kouao, 2011, p. 43):

- هناك علاقة عكسية وقوية بين مردودية المؤسسة للسنوات السابقة والمديونية الحالية؛
- لا توجد ردة فعل لأسعار التداول في الأسواق المالية عند إصدار ديون مضمونة، بالمقابل يؤدي إصدار أسهم إلى انخفاض أسعار تداول الأسهم؛
- قد يضطر المسكرون لرفض تنفيذ مشاريع استثمارية حتى وإن كانت ذات مردودية إذا كانت هذه الأخيرة ستمول بواسطة الرفع في رأس المال.

وبالرغم من القبول الكبير الذي تحظى به نظرية سلمية مصادر التمويل إلا أنها تشوبها بعض العيوب، فبعض الدراسات تشير إلى أن إصدار الأموال الخاصة قد يسبق إصدار القروض من حيث الأولوية في استخدام الأموال، مما يطرح التساؤل حول مصداقية هذه النظرية وتوافقها مع واقع المؤسسات الاقتصادية.

المبحث الثالث: نظرية توقيت السوق¹

يعتبر توقيت السوق « Market timing » مرجعية للقرارات المالية لدى المؤسسات التي تسعى لاستغلال ضعف (نقص) كفاءة الأسواق المالية أو الأخطاء في تقييم الأصول المالية، من خلال إصدار هذه الأخيرة عندما تكون أسعارها مغالى فيها (surévalués) وإعادة شرائها عندما تكون أسعارها أقل من قيمتها.

قدرة المسيرين على اكتشاف احتمالات الأخطاء في تقييم الأصول المالية لمؤسستهم تقترض أنهم يمتلكون ميزة معلوماتية في الأسواق المالية، فالمسيرون من خلال موقعهم المتميز يمكن أن يحصلوا على كامل المعلومات المتاحة والمتعلقة بالمؤسسة وبتكلفة جد منخفضة وهو ما لا يتاح للمستثمرين الخارجيين، هذه الميزة تسمح للمستثمرين بتقييم أكثر دقة للقيمة الحقيقية (العادلة) للأصول المالية الخاصة بالمؤسسة، وعادة ما يقرر المسيرون عدم الإفصاح عن المعلومات التي يمتلكونها من أجل تقادي الانخفاض في أسعار التداول أو من أجل عدم الإفصاح عن معلومات استراتيجية للمنافسين.

ترتكز نظرية توقيت السوق على فرضية عدم رشاد المستثمرين، بالإضافة إلى فرضية ثانية وهي إفراط المستثمرين في التفاؤل بشأن استحقاقات نمو المؤسسات المصدرة للأصول المالية، والتي تترجم من خلال التأخر في تفسير المعلومة المرافقة لعملية الإصدار من خلال الأسعار، وعليه يغتني المستثمرون الدائمون على حساب المستثمرين الجدد من خلال بيع الأصول المالية المغالى في سعرها. يترجم هذا على المدى الطويل من خلال ضعف كفاءة أسعار التداول باستمرار بسبب ضعف تفسير المعلومة واندماجها التدريجي (الوصول إلى التفسير الحقيقي للمعلومة الذي ينعكس على القيمة الحقيقية للأصل المالي) على اعتبار أن الاستحقاقات الحقيقية للمؤسسة تم الإفصاح عنها للسوق المالي.

حسب (Stein, 1996) تسمح استراتيجية توقيت السوق بتعظيم ثروة المساهمين الدائمين على حساب المساهمين الجدد على اعتبار عدم كمال الأسواق المالية فيما يتعلق بإصدارات الأسهم. وتتضح قدرة المسيرين على اكتشاف المغالاة أو الانخفاض في تقييم الأصول المالية الخاصة

¹ - La théorie du market timing.

بالمؤسسة في الدراسات الميدانية من خلال الحركات المسجلة في المحافظ المالية للأسهم الخاصة بالمؤسسة ومردودية هذه الصفقات.

يبين (Kahle, 2000) أن نمو حجم صفقات البيع مقارنة بحجم صفقات الشراء قبل SEO، ويؤكد (Jenter, 2005) هذه النتائج من خلال ملاحظة حجم أكثر أهمية لصفقات بيع الأسهم من طرف مسيري المؤسسة خلال سنوات الـ SEO. صف إلى ذلك، وحسب (Muelbroek, 1992) و (Jenter, 2005) تعتبر هذه الصفقات ذات مردودية لأنها تكون متبوعة بانخفاض غير عادي في أسعار التداول.

ويرى الباحث أن هذا الانخفاض يتناقض مع الهدف الأساسي للمؤسسة وهو تعظيم قيمتها، كما أنه يضر بالمساهمين الجدد والمؤسسة وحتى السوق المالي من خلال مؤشراتهما، وبالتالي بالاقتصاد.

بالمقابل، حتى وإن كان المسكرون لا يملكون ميزة معلوماتية مقارنة بالمستثمرين فإنهم يعالجون هذه الوضعية من خلال التحايل في نتائج المؤسسة قبل تسجيلها في البورصة، أو عند إصدار الأسهم الموالي لعملية التسجيل من أجل تقادي انخفاض أسعار التداول وبيع هذه الإصدارات بأسعار غير مغالي فيها (Teoh & al, 1998).

طور (Baker & Wurgler, 2002) نظرية توقيت السوق للهيكل التمويلي من أجل تفسير مختلف مستويات الاقتراض الملاحظة ما بين المؤسسات، تركز فكرة الباحثين على ما يلي: الهيكل التمويلي الحالي للمؤسسة هو انعكاس لخياراتها التمويلية السابقة، فإذا كانت هذه الخيارات مدفوعة بانتهازية المسيرين كما تنص على ذلك الأدبيات المالية وعلى اعتبار أن المسيرين لا ينشغلون بإعادة التوازن لمستوى الاقتراض بعد ذلك، فإن الهيكل التمويلي للمؤسسة لن يكون إلا نتيجة لمحاولات ماضية (سابقة) لاستغلال توقيت السوق. وعليه المؤسسات التي تتميز بمديونية أقل هي المؤسسات التي استغلت في الماضي مراحل المغالاة في أسعار تداول الأسهم للحصول على التمويل بإصدار أسهم، في حين أن المؤسسات التي أصدرت قروضا (سندات) خلال هذه الفترات الزمنية هي مؤسسات ذات مستوى مديونية حالي أكثر ارتفاعا.

وحسب (Baker & Wurgler, 2002) أيضا تجد نظرية توقيت السوق جذورها في العديد من الدراسات الميدانية؛ أولا هناك أدبيات واسعة تؤكد توجه المؤسسات لإصدار الأسهم خلال مراحل

التقييم القوية لأسعار التداول، وإلى إعادة شراء أسهمها خلال الفترات الزمنية التي تتميز بتقييم منخفض لأسعار التداول. كما تتأثر إصدارات القروض واختيار المستوى الأمثل للقروض بمستوى معدلات الفائدة. بالمقابل إصدارات الأسهم عادة ما تكون متبوعة بمردوديات سلبية غير عادية على المدى الطويل عند القيام بإصدار الأسهم خلال فترات زمنية تتميز بالمغالاة في أسعار التداول، في حين أن برامج إعادة شراء المؤسسة تتميز بكفاءة عالية على المدى الطويل. ومن خلال إجابات المديرين الماليين على استبيانات حول الممارسات المالية التي يتبنونها يعترف هؤلاء بأهمية ظروف السوق المالي وإدراك الأخطاء في التقييم في اتخاذ القرارات التمويلية.

المطلب الأول: التوقيت في سوق الأسهم

تؤكد العديد من الدراسات الميدانية على أن إصدارات الأسهم تصادف المراحل الزمنية التي تتميز بتقييم مغالى فيه لأسعار التداول، ويلاحظ (Taggart, 1977) أن إصدارات الأسهم في الأسواق المالية الأمريكية عادة ما تحدث بعد ارتفاع أسعار تداول الأسهم، بالمقابل يؤكد أن إصدار القروض طويلة الأجل يكون بديلا لإصدار الأسهم عندما تكون أسعار تداول الأسهم منخفضة. كما يبين (Marsh, 1982) في دراسة أنجزت في المملكة المتحدة أن قرار إصدار الأسهم يتحدد بقوة من خلال الأداء الماضي لأسعار تداول الأسهم.

أكد (Huang & Ritter, 2009) هذه النتائج بدراسة محددات احتمال إصدار الأصول المالية، ويوضح الباحثان أن المحددات الأكثر أهمية هي المردودية المعدلة في السوق المالي المحسوبة للسنة السابقة للإصدار ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية. توصلت دراسات كل من (Asquith & Mullins, 1986؛ Hovakimian, Opler & Titman, 2001 و Jung, Kim & Stulz, 1994) إلى نتائج مشابهة بتقدير مردوديات موجبة غير عادية تسبق إصدارات الأسهم.

تقدم دراسة (Clarke & al, 2001) حجة مباشرة على السلوك الانتهازي للمسيرين خلال الـ SEO من خلال إلغاء إصدار الأسهم إذا تم تصحيح المغالاة في أسعار تداول الأسهم بعد الإعلان عن الإصدار.

حسب الأدبيات المالية تتحدد عملية تسجيل المؤسسات في البورصة من خلال حوافز توقيت السوق، حيث تؤكد دراسة (Loughran & al, 1994) توافق عدد المؤسسات المسجلة في البورصة مع ظروف السوق في 15 دولة فعملية التسجيل تكون أكبر حجما عندما يسجل السوق المالي

ارتفاعاً في التقييم، وهو ما توصلت إليه نتائج دراسة (DeGeorge & Derrein, 2001) في السوق المالي الفرنسي. توصلت دراسة (Pagano & al, 1998) على السوق المالي الإيطالي إلى علاقة ارتباط قوية وإيجابية بين نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لقطاع المؤسسات المسجلة واحتمال تسجيل المؤسسة في البورصة، ورغم أن هذه النتيجة يمكن أن تعزى لوجود فرص استثمارية مرتفعة إلا أن انخفاض الأداء المسجل بعد عملية التسجيل في البورصة على المدى الطويل يفسر بتوقيت السوق.

تشكل مبالغ عمليات إعادة شراء الأسهم حصة معتبرة من الأموال الموزعة من طرف المؤسسات على المساهمين، ففي فرنسا توصلت دراسة (Ginlinger & Hamon, 2007) إلى أن 40,41% من المؤسسات المسجلة في بورصة باريس قامت بمثل هذه العمليات ما بين سنة 2000 و2002، وتكشف الدراسة خلال هذه الفترة عن ما مجموعه 36846 عملية إعادة شراء فصلية قامت بها 371 مؤسسة خلال هذه الفترة.

من بين الأسباب التي يمكن أن تقود المؤسسات للقيام بعمليات إعادة شراء الأسهم يمكن الحديث عن توقيت السوق، ففرضية هذه الأخيرة تنص على وجود ميزة معلوماتية للمسيرين مقارنة بالسوق المالي وهو ما يسمح لهم باكتشاف الفارق ما بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأسهم.

إذا كان برنامج إعادة شراء الأسهم مدفوعاً بسلوك انتهازي للمسيرين يهدف لاستغلال عدم كفاءة الأسواق المالية لحساب المساهمين الدائمين، في هذه الحالة سنلاحظ أن انخفاض أسعار التداول للأسهم ستدفع للإعلان عن برامج إعادة الشراء في بداية الأمر وهو ما سيجرم في ارتفاع أسعار التداول نحو القيمة الحقيقية.

توصلت العديد من الدراسات لمثل هذه النتائج، فدراسة (Ikenberry & al, 1995) في السوق المالي الأمريكي تبين أن أسعار تداول المؤسسات التي تعلن عن برامج إعادة الشراء تتميز بمردوديات سلبية غير عادية (-3.07%) خلال 20 يوماً التي تسبق الإعلان عن البرنامج (وهي في مجال [-3؛ -20]). بالإضافة إلى أن رد فعل السوق المالي بعد هذا الإعلان يكون في المتوسط 3,54% (يكون في مجال [+2؛ -2]). يقيس الباحثون المردوديات الخاصة بالأسهم تبعاً لنوع عملية إعادة الشراء المعلن عنها، وتكشف نتائج الدراسة أن المؤسسات التي ترى أن انخفاض قيمة الأسهم كان سببه الإعلان عن العملية تحقق مردوديات غير عادية أعلى من

المتوسط (بالقيمة المطلقة): فمردوديتها التي تسبق الإعلان عن عملية إعادة الشراء تساوي 5.52%- ومردوديتها بعد الإعلان تساوي 5.31%. توصل (Ikenberry & al, 2000) أيضا إلى نتائج مشابهة في كندا، حيث توصلت الدراسة إلى وجود مردوديات غير عادية تقدر بـ -0,35% شهريا طوال السنة التي تسبق الإعلان عن عملية إعادة الشراء.

دراسة (Jagannathan & al, 2000) تقارن ما بين أداء المؤسسات حسب سياسة التوزيعات التي تتبناها المؤسسة (تسديد التوزيعات أو إعادة الشراء). تؤكد الدراسة اختلافا ذو معنوية ما بين أداء النوعين من المؤسسات خلال السنة التي تسبق الإعلان، ويقدر هذا الأداء بـ -1.1% بالنسبة للمؤسسات التي تعلن عن برامج إعادة الشراء بينما تقدر بـ 26% بالنسبة للمؤسسات التي تعلن عن تسديد توزيعات للأرباح.

دراسات أخرى حاولت دراسة الأداء على المدة الطويلة لتوقيت السوق، فالأدبيات المالية تشير إلى أن المسيرين يبنون قراراتهم التمويلية على أساس ظروف السوق، ويبدو أن المسيرين قادرين على إدراك "توافذ انتهازية" يمكن من خلالها الوصول إلى قرارات تمويلية أقل تكلفة.

هناك العديد من الدراسات التي اهتمت بالأداء على المدى الطويل لإصدارات الأسهم والتي دفعت بالعديد من الباحثين لقبول وجود مردودية سلبية بعد تسجيل المؤسسة في البورصة، ولكن أيضا بعد إصدار أسهم جديدة من قبل مؤسسة مسجلة في البورصة من قبل.

تكشف دراسة (Ritter, 1991) عن انخفاض معتبر في الأداء -29.13% للمؤسسات الأمريكية التي تم تسجيلها في البورصة خلال الفترة (1975-1984) مقارنة بمؤسسات مماثلة على مدى 3 سنوات وتم تأكيد هذه النتائج من طرف (Loughran & Ritter, 1995). تؤكد الدراستين السابقتين عن ضعف الأداء خاصة بالنسبة للمؤسسات التي أدرجت خلال مراحل (Hot) أي المراحل التي تتميز بحجم معتبر لتسجيل المؤسسة في البورصة، ويختم الباحثون أن المؤسسات تحاول استغلال المراحل التي تتميز بالإفراط في التفاوض الخاص بالمستثمرين أو ما يسمى بـ "النوافذ الانتهازية" من أجل التسجيل في البورصة. غير أن نتائج دراسة (Degeorge & Derrien, 2001) لا تؤكد ضعف الأداء بعد تسجيل المؤسسات في البورصة في دراسة أجريت في فرنسا، إلا أن الباحثان يؤكدان وجود فرق في الأداء ما بين المؤسسات التي سجلت في البورصة خلال مراحل

زمنية ملائمة (أداء إيجابي خلال 36 شهرا) والمؤسسات التي سجلت في البورصة خلال مراحل زمنية غير ملائمة (أداء سلبي خلال 36 شهرا).

في دراسة (Gajevski & Gresse, 2006) قام الباحثان بدراسة عمليات التسجيل في البورصة (IPO) في 15 دولة أوروبية للفترة الممتدة من 1995 إلى 2004. توصلت نتائج الدراسة إلى أن متوسط انخفاض الأداء الملاحظ خلال ثلاث سنوات بعد عملية التسجيل في البورصة معنوي وحقيقي ويقدر ما بين -31.61% و-87.19%، كما يكشف الباحثان عن ضعف الأداء في كل الدول ما عدا اليونان والبرتغال.

هناك العديد من الدراسات التي تؤكد أن إصدارات الأسهم التي تتبع تسجيل المؤسسة في البورصة (Seasoned equity issues, SEO) تتميز بخاصية ضعف الأداء على المدى الطويل وهو ما يؤكد فرضية توقيت السوق، دراسة (Speiss & Affleck-Graves, 1995) حول الـ SEO التي تمت في السوق المالي الأمريكي خلال الفترة 1975-1989 توصلت إلى أن المؤسسات المصدرة للأسهم تحقق أداء سلبيا أكبر مقارنة بالمؤسسات غير المصدرة التي لها نفس الحجم ومن نفس القطاع، ويبقى هذا الفرق ما بين هذين النوعين من المؤسسات حتى مع الأخذ بعين الاعتبار متغيرات إضافية مثل نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية أو عمر المؤسسة.

تختبر دراسة (Loughran & Ritter, 1995) أيضا مردودية أسعار التداول بعد إصدارات الأسهم التي تتبع تسجيل المؤسسة في البورصة (SEO) خلال فترة زمنية تقدر بثلاث سنوات، وتبين نتائج الدراسة أن ضعف أداء المؤسسات المصدرة للأسهم يقترب من نتائج ضعف الأداء بعد التسجيل في البورصة (حوالي 31%). وتدعم دراسة (Baker & Wurgler, 2007) نتائج الدراسات التي أجريت في الو.م.أ والتي توصلت إلى أن تقدير ضعف الأداء يقع بين 20% و40%.

الملاحظات الخاصة بضعف الأداء على المدى الطويل بعد إصدارات الأسهم تركز على نتائج دراسة (Baker & Wugler, 2000) التي أجريت على السوق المالي الأمريكي خلال فترة زمنية محصورة ما بين 1927-1999، ودراسة (Henderson, Jegadeesh & Weisbush, 2006) والتي أجريت على 13 دولة خلال فترة زمنية محصورة ما بين 1990-2001، تؤكد هذه الدراسات وجود علاقة ارتباط سلبي ما بين حصة إصدارات الأسهم من الإصدارات الإجمالية للتمويل الخارجي (قروض وأسهم) والمردودية المستقبلية للسوق المالي.

هناك عناصر أخرى تأتي للتفصيل في الدور الذي لا يستهان به لتوقيت السوق في الاستراتيجيات التمويلية، تبين دراسة (Teoh & al, 1998a) أن مستوى ضعف الأداء بعد تسجيل المؤسسة في البورصة مرتبط إيجاباً بدرجة التحايل في نتائج المؤسسة مقاسة من خلال حجم النتائج التقديرية¹ للسنة الجبائية السابقة للتسجيل في البورصة تؤكد هذه النتيجة السلوك الانتهازي للمسيرين الذي لا يترددون في التحايل في نتائج المؤسسة من أجل إثارة المبالغة في التفاؤل لدى المستثمرين الخارجيين.

اهتمت دراسة (Burch & al, 2004) بالأداء لـ (SEO) التي تمت في الولايات المتحدة ما بين 1933-1949، وتوصلت إلى أن المؤسسات التي قامت بإصدار أسهم من النوع توظيفات مضمونة حققت ضعفاً في الأداء على المدى الطويل على عكس إصدارات الأسهم بحقوق التسجيل. تستهدف الإصدارات من النوع الأول المساهمين الجدد، مع العلم أن بيع الأسهم بأسعار مبالغ فيها خلال هذه الإصدارات هي استراتيجية لتعظيم ثروة الملاك (المساهمين) الحاليين.

كما توجد العديد من الدراسات التي اهتمت بعمليات إعادة الشراء وعلاقتها بتوقيت السوق، فقد أجريت العديد من الدراسات لاختبار المردودية على المدى الطويل لأسهم المؤسسات التي أطلقت برامج إعادة شراء أسهمها. تقدر دراسة (Ikenberry & al, 1995) المردودية التي أعقبت الإعلان عن برنامج إعادة الشراء على مدى أربع سنوات بـ 12.14% على عينة مكونة من 1200 إعلاناً في السوق المالي الأمريكي خلال الفترة الزمنية الممتدة من 1980 إلى 1990، وتبين الدراسة أيضاً وجود اختلاف معنوي ما بين الأداء على المدى الطويل المحقق من طرف المؤسسات التي تجسد برامج إعادة شراء أسهمها بسبب ضعف الأداء؛ وتبحث الدراسة في طبيعة المؤسسات التي يكون ضعف الأداء عامل دافع لديها لإعادة شراء أسهمها، وتفرق ما بين المؤسسات الناضجة (نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية مرتفعة) ومؤسسات النمو (نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية منخفضة). تقدر الدراسة مردودية غير عادية تساوي 45% بالنسبة للمؤسسات الناضجة بينما تقدر مردودية جد منخفضة بالنسبة لمؤسسات النمو، هذه النتائج تؤكد نظرية توقيت السوق في أنها أحد الأسباب الدافعة لعمليات إعادة شراء الأسهم، كما تم تأكيد هذه النتائج في السوق المالي الكندي من خلال دراستين لكل من (Ikenberry & al, 2000) و (Chan & al, 2007).

¹ - Résultats discrétionnaires.

توصلت الدراسات إلى أن المؤسسات التي تعيد شراء حصة معتبرة من أسهمها بعد الإعلان عن البرنامج تحقق أداء على مدى 4 سنوات المئوية للإعلان بـ 33,5% أي ما يمثل ضعف الأداء المحقق من طرف المؤسسات التي لا تعيد شراء أسهمها بعد الإعلان. ويوصي هؤلاء الباحثين في النهاية بأنه عندما تكون ردة فعل السوق المالي ضعيف تحقق المؤسسة أرباحا بإعادة شراء أسهمها بأسعارها الأقل من القيمة الحقيقية. تؤكد دراسة (Stephens & Weisbach, 1998) الأداء القوي على المدى الطويل وتشير إلى طول مدة ردة فعل الأسواق المالية على إعلانات برامج إعادة الشراء.

في دراسة حديثة لـ (Dittmar & Dittmar, 2008) يرفض فيها الباحثان تفسير أمواج عمليات إعادة الشراء بفرضية توقيت السوق، فباستعمال مختلف القياسات التي من المحتمل أن ترصد الأخطاء في تقييم أسعار الأسهم، لم يتوصل الباحثان لإثبات أي علاقات في صالح توقيت السوق، ولكن توصلوا للتفسير من خلال الدورة الاقتصادية للمؤسسات والتي تعكس مستويات الخزينة المتاحة.

بالإضافة إلى الدراسات الميدانية التي تثبت فرضية توقيت السوق توجد الممارسات الميدانية (الفعلية) للمسيرين، ففي دراسة (Graham & Harvey, 2001) تم إعداد استبيانات موجهة لـ 392 مديرا ماليا للمؤسسات الأمريكية تكشف الدراسة أن هؤلاء يهتمون كثيرا بظروف السوق وبمفهوم "النوافذ الانتهازية" لاتخاذ قراراتهم التمويلية. تشير نتائج الدراسة إلى أن 67% من المسؤولين الذي تم استجوابهم يعتبرون أن المستوى المغالي فيه أو الأقل من القيمة الحقيقية لأسعار تداول الأسهم مؤشر "مهم أو مهم جدا" لقرار إصدار أسهم جديدة، كما أن 63% من المستجوبين يعترفون بأن أسعار التداول للفترة الحديثة مؤشر "مهم أو مهم جدا" يؤثر على القرار التمويلي. بالمقابل حوالي 51% من المستجوبين يؤكدون بأن انخفاض قيمة أسعار التداول الحالي هو مؤشر "مهم أو مهم جدا" لاتخاذ قرار إصدار السندات القابلة للتحويل وحوالي 31% من المستجوبين يؤكدون إقبالهم على إصدار السندات خلال مراحل انخفاض تقييم أسعار تداول الأسهم.

أما دراسة (Bancel & Mittoo, 2004) فقد شملت 87 مسيرا ماليا للمؤسسات في 16 دولة أوروبية، وتوصلت الدراسة إلى أن 54% من المستجوبين يؤكدون أن مستوى التقييم المغالي فيه أو الأقل من القيمة الحقيقية لأسعار تداول الأسهم يعتبر مؤشرا "مهم أو مهم جدا" لاتخاذ القرار التمويلي، وأن 59% من المستجوبين يؤكدون بأن أسعار التداول للفترة الحديثة مؤشر "مهم أو مهم

جدا" لاتخاذ القرار التمويلي، فيما يؤكد المستجوبون بأن انخفاض تقييم أسعار التداول الحالية يعتبر مؤشرا "مهم أو مهم جدا" لاتخاذ قرار إصدار السندات القابلة للتحويل أو إصدار السندات بما نسبته 51% و44% من المسيرين الماليين الأوروبيين على التوالي.

فيما تشير دراسة (Brav & al, 2005) شملت 384 مديرا ماليا إلى أن 87% من المستجوبين يؤكدون بأن قرار إعداد برنامج إعادة شراء الأسهم يتحدد بانخفاض أسعار تداول الأسهم في السوق المالي.

طوّر (Schultz, 2003) فرضية علامة توقيت السوق¹، حسب هذه الأخيرة وانطلاقا من أن المسيرين يبنون قراراتهم المالية على أساس الأداء الحالي للسوق المالي من أجل تعظيم متحصلات بيع الأسهم، تقدير المردوديات المحسوبة وقت الحدث أعطت نتائج سلبية وذات معنوية حتى في إطار وجود أسواق مالية ذات كفاءة و/أو المسيرين لا يملكون أي قدرة على اكتشاف عدم كفاءة السوق المالي. اختبرت دراسة (Chan & al, 2007) مصداقية "علامة توقيت السوق" بالنسبة لعمليات إعادة شراء الأسهم، وتوصلت إلى أن إعلانات عمليات إعادة الشراء ليست تابعة للأداء الحالي للسوق المالي وهو ما يتناقض مع الفرضية الأساسية لـ "علامة توقيت السوق"، وتكشف عن انخفاض لنشاط عمليات إعادة الشراء بعد مراحل الفقاعات المالية ولا تكشف عن ارتفاع مفاجئ لنشاط عمليات إعادة الشراء بعد مراحل انخفاض التقييم.

المطلب الثاني: التوقيت في سوق السندات

الدراسات في مجال توقيت السوق بالنسبة للقروض قليلة مقارنة بسوق الأسهم، توقيت السوق بالنسبة للقروض يستوجب الاستفادة من مزايا حركة معدلات الفائدة بهدف تدنية تكلفة القروض. فالمؤسسات تستطيع تأخير اقتراضها إذا كان المسيرين يعتقدون أن معدلات الفائدة المستقبلية ستكون منخفضة، وأن قرار اختيار المستوى الأمثل للاقتراض يتم بدلالة الخط البياني لمعدلات الفائدة. وعليه يجب على المسير أن يكون قادرا على التنبؤ بالتطور المستقبلي لمعدلات الفائدة من أجل اتخاذ قرار الاقتراض خاصة عندما تصل مستويات الاقتراض مستويات عالية قبل تصحيحها. وعليه يبدو القرار في سوق الاقتراض أصعب من القرار في سوق الأسهم ففي سوق

¹ - Pseudo market trimming .

الاقتراض من غير المحتمل أن يمتلك المسير مزايا معلوماتية خاصة بالقيمة الحقيقية لهذا الأصل المالي (السندات).

بالمقابل هناك العديد من الدراسات التي تشير إلى قدرة المؤسسات على الاقتراض بدلالة شروط السوق المالي، فدراسة (Doukas & al, 2009) تؤكد على وجود فترات زمنية تتميز بكثافة عمليات الاقتراض في السوق المالي فالأسواق الساخنة « Hot » هي أسواق خاصة بمراحل زمنية تتميز بكثافة إصدار القروض بينما تتميز الأسواق الباردة « Cold » بكثافة أقل، وتكشف الدراسة أيضا عن وجود حجم إصدار أكبر و ذو معنوية في الأسواق المالية الساخنة « Hot ». تبين دراسة (Marsh, 1982) التي تمت في المملكة المتحدة أن الظروف المواتية في سوق معدلات الفائدة تترجم عادة من خلال زيادة في إصدارات السندات. كما تؤكد دراسة (Barry & al, 2009) اتجاه المؤسسات لإصدار حجم قروض أكثر ارتفاعا عندما تكون معدلات الفائدة منخفضة أو بعد تسجيل انخفاض في هذه المعدلات.

تحاول الدراسات الميدانية أيضا دعم فرضية توقيت السوق للمستوى الأمثل للاقتراض، وتبين دراسة (Taggart, 1977) أن المؤسسات تتجه نحو تنويع تمويلها الدائم عندما تتنبأ بانخفاض معدلات الفائدة على المدى الطويل، كما تكشف دراسات (Barclay & Smith, 1995 و Guedes & Opler, 1996) عن أن المستوى الأمثل للاقتراض يرتبط عكسيا (سلبيا) مع الاختلاف ما بين المعدلات الطويلة والقصيرة المدى. تختبر دراسة (Faulkender, 2005) مصداقية فرضية توقيت السوق للمستوى الأمثل للاقتراض مقارنة بالفرضية الكلاسيكية (التقليدية) لتسيير المقرض لمخاطر معدلات الأصول المالية، حسب هذه الأخيرة تختار المؤسسات المستوى الأمثل للاقتراض الذي يسمح لها بتغطية تعرض أصولها المالية لمخاطر معدلات الفائدة. توصلت نتائج الدراسة لرفض هذه الفرضية وتكشف عن أن المستوى الأمثل للإصدارات الجديدة تعكس انحدار الخط البياني لمعدلات الفائدة وليس تسيير مخاطر معدلات الفائدة. تبين دراسة (Antoniou & al, 2009) أن المعدلات المرتفعة للتضخم وللفائدة على المدى القصير تدفع المؤسسات لرفع المستوى الأمثل للاقتراض، بالإضافة إلى أنها تهتم بالترجيح الذي تقوم به المؤسسة لاختيار نوع معدل الفائدة بالنسبة للإصدارات الجديدة (معدل ثابت أو متغير). هذه الدراسة أنجزت في المملكة المتحدة خلال الفترة 1986-2004 وتقتصر أن المؤسسات تهدف لإصدار القروض بمعدل فائدة متغير عندما

تكون ظروف السوق المالي المتعلق بمعدل التضخم ومعدل الفائدة على المدى القصير غير ملائمة ولكن من المحتمل أن تتحسن في المستقبل بناء على المعلومات المتعلقة بالمستوى الحالي للاختلاف ما بين المعدلات الطويلة والقصيرة المدى.

أما الدراسات التي اهتمت بالمرودية على المدى الطويل لاستراتيجيات توقيت السوق لإصدارات القروض فهي أيضا قليلة جدا، تبين دراسة (Baker & al, 2003) أن تناسبية مرتفعة للقروض طويلة الأجل من مجموع الإصدارات الجديدة للقروض تأتي بعد ارتفاع معدلات الفائدة طويلة الأجل مقارنة بمعدلاتها على المدى القصير. دراسة (Barry & al, 2009) تشير أيضا إلى انخفاض في معدلات الفائدة بعد إصدارات القروض، غير أن اختبار العلاقة بين حجم الإصدارات والتغير المستقبلي لمعدلات الفائدة لم يسفر عن نتائج واضحة تبين قدرة المسيرين على التنبؤ بهذه التغيرات وتعديل حجم إصداراتهم بما يسمح بتخفيض تكلفة الاقتراض.

أما عن ممارسات المسيرين في الواقع، فتشير دراسة (Graham & Harvey, 2001) إلى أن 46% من المسيرين الأمريكيين يصرحون بإصدارهم للقروض عندما يكون مستوى معدل الفائدة منخفضا، بينما تشير دراسة (Bancel & Mittoo, 2004) إلى ما نسبته 45% من المسيرين الأوروبيين الذين تم استجوابهم. غير أن توقيت السوق للمستوى الأمثل للاقتراض يبدو أقل تجاوبا كممارسة، فنحو 36% من المسيرين الأمريكيين و31% من المسيرين الأوروبيين يقبلون على إصدار القروض على المدى القصير عندما ينتظرون انخفاضا في معدلات الفائدة على المدى الطويل.

المطلب الثالث: توقيت السوق كنظرية للهيكل التمويلي

تشير الأدبيات المالية إلى توجه المسيرين لاتخاذ قراراتهم التمويلية خلال المراحل التي يتميز فيها السوق المالي بظروف ملائمة (النوافذ الانتهازية)، فالمروديات غير العادية على المدى الطويل التي تم ملاحظتها بعد هذه العمليات التمويلية والممارسات الخاصة بتوقيت السوق التي يمارسها المسيرين والتي كشفت عنها الاستبيانات دفعت (Baker & Wurgler, 2002) لاعتبار توقيت السوق تفسيرا للهيكل التمويلي للمؤسسات. وحسب هذه النظرية الهيكل التمويلي الحالي عبارة عن تراكم لعمليات متتالية لتوقيت السوق. وكما هو الحال بالنسبة لنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل يتلاشى مفهوم المستوى الأمثل للاقتراض ويعمل المسيرين على تعظيم ثروة

المساهمين الحاليين من خلال استغلال أخطاء التقييم للسوق المالي عند اختيارهم لمصادر التمويل.

منهجية دراسة (Baker & Wurgler, 2002) تستوجب دراسة التأثير بعيد المدى للعمليات السابقة لتوقيت السوق على مستوى الاقتراض في الهيكل التمويلي، قام الباحثان ببناء ما سمي بـ MB_{efwa}^1 وهو متوسط مرجح لنسب القيمة السوقية إلى الدفترية للسنوات السابقة، يتمثل الترجيح السنوي في حصة مبلغ إصدارات الأصول المالية للسنة من مجموع الإصدارات الإجمالية التي تمت منذ تسجيل المؤسسة في البورصة، وقد صاغ الباحثان هذه الفكرة في العلاقة الرياضية التالية:

$$MB_{efwa,it} = \sum_{s=0}^t \frac{e_{is} + d_{is}}{\sum_{r=0}^t e_{ir} + d_{ir}} \cdot MB_{is}$$

حيث:

MB_{is} : نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية؛

e_{is} : المبلغ الصافي لإصدارات الأسهم؛

d_{is} : المبلغ الصافي لإصدارات السندات؛

$t=0$: تاريخ تسجيل المؤسسة في البورصة.

يصل المتغير (MB_{efwa}) إلى مستويات أكثر ارتفاعاً عندما يرتفع حجم إصدارات الأصول المالية (أسهم أو سندات) خلال مراحل التقييم الأكثر قوة في السوق المالي، هذه المراحل معرفة بمستويات مرتفعة لنسبة القيمة السوقية إلى الدفترية، يؤكد الباحثان على وجود علاقة سلبية ذات معنوية إحصائية ما بين هذا المتوسط التاريخي ونسبة الرفع المالي الحالي، بما يعني أن المؤسسات تلجأ لإصدار الأسهم عندما تكون نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية مرتفعة أو أنها لا تعمل على إلغاء التأثير قصير المدى لتوقيت السوق من خلال إعادة التوازن للهيكل التمويلي.

بعد دراسة (Baker & Wurgler (2002) اتجه العديد من الباحثين نحو هذا التيار الجديد من الأدبيات التي تدرس الهيكل التمويلي. ركزت هذه الدراسات على التأكد من صلابة وقوة مقياس توقيت السوق وكذا مؤشر MB_{efwa} بالإضافة إلى اختبار مدى تأثير هذه النسبة على المدى

¹ - The external finance-weighted market to book ratio.

الطويل، بما يضع محل الشك وجود نسبة اقتراض مستهدفة ووجود ترجيح ما بين مزايا وعيوب الاقتراض.

تكشف دراسة (Welch, 2004) عند عدم مبالاة المؤسسات بهيكلها التمويلي، لم يهتم الباحث بتوقيت السوق بصفة مباشرة ولكن بتأثير تغيرات أسعار التداول في البورصة على القيمة السوقية لنسبة الاقتراض، وتبين الدراسة أن تغيرات هذه النسبة تتحدد بصفة قوية من خلال تغيرات أسعار التداول السابقة كما أن المؤسسات لا تبحث عن إعادة التوازن لهيكلها التمويلي.

تشكك دراسات كل من (Kayhan & Titman, 2007 و Hovakimian, 2006) في قدرة نسبة MB_{efwa} على اكتشاف المحاولات السابقة لتوقيت السوق. حسب هؤلاء الباحثين هذه النسبة قادرة أكثر على عكس مستوى فرص النمو وتأثيرها السلبي على نسبة الرفع المالي. ويعود ذلك إلى اتجاه مؤسسات النمو للتمويل بواسطة إصدارات الأسهم وهو ما يتوافق مع ما توصي به النظريات الكلاسيكية (Jensen & Mekling (1976) و Miller (1977) وما يعتبر دليلاً على أن نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية تعكس فرص النمو.

ترى العديد من الدراسات أن هذا المتغير (MB_{efwa}) يعكس معلومات متعلقة بأخطاء التقييم في السوق المالي، فدراسات (La porta, 1996 ; La porta & al, 1997 ; Shleifer, 2000) تبين أن القيم الشاذة لنسبة القيمة السوقية إلى الدفترية مرفوقة بآمال (تفاؤل) شاذة للمستثمرين.

هذا التفسير يحاول التقليل من أهمية المؤسسات التي تملك نسبة قيمة سوقية إلى الدفترية ضعيفة وإلى رد فعل سريع (أو أقل سرعة) عندما تعلن عن معلومات سيئة (حسنة) حول نتائجها، على العكس من ذلك يكون رد فعل السوق المالي معاكساً عندما يتعلق الأمر بمؤسسات لها نسب قيمة سوقية إلى الدفترية مرتفعة.

من أجل تفكيك نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية إلى فرص النمو وأخطاء التقييم، اعتمدت دراسة (Rhodes-Kropf & al, 2005) على النماذج المحاسبية للتقييم. نتائج الدراسة تدعم فرضية توقيت السوق في إطار عمليات الاندماج والسيطرة، توصل الباحثون إلى أن التغير في نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية يفسر جزؤه الأكبر بالأخطاء في التقييم.

دراسة (Hertzel & Li, 2009) تؤكد على أن المردوديات السلبية غير العادية التي تتبع إصدارات الأسهم ناتجة عن الأخطاء في التقييم وبالتالي عن توقيت السوق، وتبين الدراسة أن إصدارات الأسهم لمؤسسات النمو لا يتبعها ضعف في الأداء على المدى الطويل.

يضيف (Baker & Wurgler, 2002) في دراسة سنة 2002 لمعادلات الانحدار أن متغير نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية الحالية كمتغير رقابة (ضابط) يعكس فرص النمو يسمح لمؤشر (MB_{efwa}) أن يعكس فقط الأخطاء السابقة في التقييم. ضف إلى ذلك يبين الباحثان أن هذه النسبة التاريخية مرتبطة إيجاباً بالمستوى الحالي للخبزينة وأن معامل ارتباطها بالاستثمارات المنجزة يمكن إهماله.

اهتمت العديد من الدراسات أيضا بأنشطة توقيت السوق، فقد اهتمت دراسة (Leary & Roberts, 2005) بالتأثير بعيد المدى لمختلف الصدمات التي تهز الهيكل التمويلي، ومن أجل ذلك يختبر الباحثان ميدانيا فكرة (Myers, 1984) التي تنص على أن مدى تكاليف التعديل يمكن أن يدفع المؤسسات لعدم القيام بعمليات تعديل مستمرة لهاكلها التمويلية نحو المستوى الأمثل. تنص فرضية (Myers, 1984) على أنه حتى في إطار النظرية التوافقية يمكن للمؤسسات أن تظهر وبشكل مؤقت بعيدة عن مستوى الهيكل التمويلي المثالي عندما تواجه تكاليف تعديل يتجاوز مداها مدى المزايا الناتجة عن الحفاظ على الهيكل التمويلي عند مستواه المستهدف. سلوك عدم التعديل على اعتبار أنه مؤقت يدخل في إطار منطق تعظيم الهيكل التمويلي ويتم ذلك من خلال المحافظة على هذا الأخير في مجال أمثل.

أما دراسة (Leary & Roberts, 2005) فبدأت بتوضيح أن اختلاف أنواع تكاليف التعديل هي أصل سرعة التعديل المتغيرة. يمكن أن تكون هذه التكاليف ثابتة أو متناسبة مع حجم الإصدار أو تتكون من جزء ثابت وجزء متغير. باستعمال العديد من التقديرات لتكاليف التعديل يبين الباحثان أن أثر نسبة (MB_{efwa}) ينخفض عندما ترتفع تكاليف التعديل.

نتائج النموذج الرياضي تؤكد فرضية العودة لفكرة الهيكل التمويلي المستهدف، ففي ظل وجود تكاليف التعديل ستقوم المؤسسات بعمليات إعادة التعديل مفروضة عليها في مجال من سنة إلى 4 سنوات الموالية للصدمة (إصدار أصول مالية، تغير أسعار تداولها،...).

اهتمت دراسة (Aiti, 2006) أيضا بالأثر بعيد المدى لتوقيت السوق، من أجل هذا طور الباحث قياسا محتملا للأخطاء في التقييم ويلاحظ ممارسات إعادة التعديل. يرى هذا الباحث أن ظروف السوق المالي خلال تسجيل المؤسسات في البورصة من المحتمل أن تعكس الأخطاء في التقييم، وتوصل إلى أن الأسواق المالية الساخنة «Hot» تتميز بعدد كبير من عمليات تسجيل المؤسسات في البورصة وتشكل مراحل ملائمة للتسجيل مدفوعة بتوقيت السوق، على عكس الأسواق المالية الباردة «Cold». يؤكد الباحث أيضا على وجود فرق ذو معنوية بين هذين السوقين فيما يتعلق بحجم المبالغ المتحصل عليها من عملية الإصدار؛ فالمؤسسات التي سجلت في البورصة خلال المراحل الساخنة «Hot» حصلت مبالغ أكثر ارتفاعا مما أدى إلى انخفاض معتبر في نسب رفعها المالي، غير أن هذه المؤسسات تقوم بعد ذلك بعمليات أنشط لإعادة التعديل لهياكلها التمويلية من خلال إصدار ديون أكثر وهذا ما يسمح بالتلاشي التدريجي للأثر المبدئي لإصدارات الأسهم على الرفع المالي خلال فترة زمنية تقدر بسنتين. هذه النتائج معاكسة تماما لنتائج (Baker & Wurgler, 2002) التي توصلت لأثر طويل المدى لتوقيت السوق والذي يتجاوز 10 سنوات، غير أن مثل هذه الخصائص لسوق التسجيلات في البورصة لا يمكن أن تمثل إلا تقديرا مشوها لمدى الأخطاء في التقييم الخاصة بكل مؤسسة.

تركز الدراسات الأخيرة على تقدير سرعة تعديل نسبة الاقتراض نحو مستواه المستهدف باستعمال نماذج قياسية أكثر تقدما وفعالية تهدف خاصة إلى الأخذ بالحسبان الهيكل المقطعي للبيانات (en panel) وعدم تجانس متأصل للنمذجة بالمعادلات الديناميكية والوصول إلى حلول قادرة على التقليل من التشوهات الإحصائية. دراسة (Huang & Ritter, 2009) يقيس فيها الباحثان تكلفة الأسهم باستخدام علاوة المخاطر الحقيقية المتوقعة للسوق، وتوصل الباحثان إلى أن المؤسسات التي تحصل على التمويل حسب فرضية توقيت السوق تتجه نحو إصدار الأسهم عندما تكون علاوة المخاطر منخفضة وتفضل الاقتراض أو إعادة شراء الأسهم في الحالة المعاكسة.

يوضح الباحثان أن زيادة بـ 1% لعلاوة المخاطر المتوقعة للأسهم تؤدي إلى زيادة بـ 3% لإصدارات القروض (السندات) موجهة لإتمام تمويل العجز التمويلي مما يؤدي إلى زيادة ذات معنوية في نسبة الاقتراض والتي يطول مداها لعدة سنوات، كما يتوقع الباحثان أن السرعة السنوية للتعديل تكون ما بين 17% و 23,2% ويقترحون أن المؤسسات تأخذ فترة زمنية تقدر بما بين 2,6

و3,7 سنوات من أجل الوصول إلى نصف المسافة التي تفصل هيكلها التمويلية عن مستواه الأمثل.

في الأخير تركز نظريات الهيكل التمويلي على مجموعة من العوامل والمحددات التي تؤثر على القرارات التمويلية للمؤسسة، لذا قمنا بتحليل أهم هذه المحددات ورأي كل نظرية بشأنها مدعم بدراسات ميدانية وهو ما يشكل فيما بعد المتغيرات الضابطة لهذه الدراسة.

المبحث الرابع: محددات الهيكل التمويلي

تطرقت النظرية التوافقية ونظرية سلمية مصادر التمويل لمحددات الهيكل التمويلي والمتمثلة في الخصائص المالية التي تتميز بها المؤسسات الاقتصادية، وقد قام الباحثون باختبار العلاقات الموجودة ما بين هذه الخصائص ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي. هناك العديد من المحددات التي تم اختبارها ولا يمكن الحديث عن كل هذه المحددات لذلك اقتصرنا هذه الدراسة على أهم وأكثر المحددات اختباراً من قبل الباحثين. حاولنا من خلال هذا المبحث دراسة تأثير هذه الخصائص المالية للمؤسسة على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي في ظل التحليل الذي جاءت به كل من النظرية التوافقية ونظرية سلمية مصادر التمويل بالإضافة إلى نتائج أهم الدراسات التي تطرقت لهذه المحددات ومناقشة كل النتائج التي توصلت إليها.

المطلب الأول: معدل النمو

تتكون قيمة المؤسسة من جزئين أساسيين هما: الأصول المملوكة وفرص النمو، ويؤكد (Hovakimian & al, 2001) على أن نسبة الاقتراض تتحدد تبعاً لتطور الوزن النسبي لهذين المكونين لقيمة المؤسسة، ويضيف الباحثون أن المؤسسات تعمل على تمويل الأصول المملوكة باستخدام القروض في حين تمول الفرص الاستثمارية باستخدام الأموال الخاصة. وبالنتيجة تختار المؤسسات الأموال الخاصة على حساب القروض في أعقاب ارتفاع قيمة الأسهم (الأموال الخاصة) إذا كان التغير في قيمة الأسهم ناتج عن إدراك المستثمرين لفرص النمو.

وتميل المؤسسات التي يسيطر عليها عدد محدود من الملاك إلى الاقتراض وتوجيه الأموال المقترضة إلى استثمارات ما كان يمكن أن تنفذها بالأموال الخاصة بسبب ارتفاع تكلفة الأموال، هذا الاتجاه من شأنه أن يرفع تكلفة الوكالة للقروض وهي تكلفة ترتفع بمعدلات أكبر بالنسبة

للمؤسسات التي تتسم بمستوى عالي من النمو نظرا لتعدد الفرص المتاحة من هذه الاستثمارات (هندي، 1998، ص. 164).

وحسب (Hutchinson & Gul, 2004) المؤسسات التي تتميز بفرص نمو كبيرة عادة ما تكون مؤسسات صغيرة الحجم والتي تواجه مشاكل عدم تماثل المعلومات (مشكل الوكالة)، وبالتالي تحصل على الأموال من خلال القروض البنكية على حساب القروض السندية مما يدفعها للاعتماد على التمويل بواسطة الأسهم.

وبما أن ارتفاع تكلفة الوكالة للقروض تؤدي إلى ارتفاع تكلفة القروض فقد يفضل الملاك الاعتماد على مواردهم الذاتية، بعبارة أخرى وحسب (Titman & wessels, 1988) يتوقع وجود علاقة عكسية بين معدل النمو ونسبة القروض طويلة الأجل في هيكل رأس المال (هندي، 1998، ص. 164).

على العموم، الآراء حول تأثير النمو على الاقتراض وبالتالي الهيكل التمويلي غير متجانسة، وإذا اعتمدنا على الدراسة التي أعدها (Deesomsak & al, 2004) كمرجعية حول تأثير نمو المؤسسة على الهيكل التمويلي نجد أن الدراسة توصلت إلى أن النظرية التوافقية (TOT) تأخذ بوجود علاقة عكسية بين النمو ونسبة الاقتراض، على عكس نظرية سلمية مصادر التمويل ونظرية الإشارات التي تأخذ بوجود علاقة إيجابية هذه الاختلافات دعمت بنتائج الدراسات الميدانية التي اختبرت هذه العلاقة.

تشير النظرية التوافقية وحسب (Jensen & Meckling, 1976) و (Myers, 1977) إلى وجود علاقة سلبية بين فرص النمو ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، لأن تكاليف الوكالة ما بين المساهمين والمقرضين ستكون أكبر في حالة ما إذا كانت قيمة فرص النمو المستقبلية أكبر مقارنة بالقيمة الحالية للأصول المملوكة، وهو ما يجعل المقرضين (الدائنين) يتبنون سلوكا قاسيا تجاه هذا النوع من المؤسسات (Kebewar, 2012, p. 22).

ويرى الباحث أن المؤسسات تحاول في هذه الحالة استغلال أموال المقرضين الأقل تكلفة لتمويل هذه الفرص الاستثمارية والحصول على العوائد الأكثر ارتفاعا مقارنة بعوائد الاستثمارات الحالية، وفي حالة إدراك المقرضين لذلك سيعملون على الرفع من معدلات العائد المطلوبة لتمويل هذه الفرص الاستثمارية.

وحسب (Kouao, 2011, p. 44) عند مستويات مرتفعة لفرص النمو مقاسة بقيمة نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية (MTB) ستكون مرفوقة بنسب رفع مالي مستهدفة منخفضة، ما يعني وجود علاقة سلبية بين فرص النمو والهيكل التمويلي. تتوافق هذه النتائج مع فكرة أنه عند تدفق نقدي ثابت تحسين المردودية يكون مرتبطا بتحسين فرص النمو وبالتالي بنسب مديونية مثلى منخفضة.

وفي إطار النظرية التوافقية أيضا (TOT) توصلت دراسة (Antoniou & al, 2002, 2008) إلى أن تكلفة العسر المالي¹ التي ترتفع مع النمو المنتظر تجبر المسيرين على تخفيض القروض في الهيكل التمويلي، ولأسباب أخرى خاصة الاختلاف في الممارسات المتعلقة بالإفصاح على المعلومات واختلاف العلاقات ما بين المقرض-المقترض، من المحتمل أن يختلف دور فرص النمو ما بين الدول ذات اقتصاد موجه-بنوك والدول ذات اقتصاد موجه-أسواق. فقد توصلت الدراسة إلى أن تأثير فرص النمو يكون سلبيا وأكثر شدة في الاقتصادات الموجهة-أسواق أكثر من الاقتصادات الموجهة-بنوك، ومن خلال نفس الدراسة توصل الباحثون إلى أن تقدير العلاقة ما بين فرص النمو ونسبة الرفع المالي للسوق كانت سلبية في كل الدول ما عدا في الولايات المتحدة فالعلاقة غير معنوية.

على عكس النظرية التوافقية (TOT) التي توصي بوجود علاقة سلبية بين فرص النمو ونسبة المديونية في الهيكل التمويلي، توصلت نظرية سلمية مصادر التمويل (POT) إلى وجود علاقة إيجابية ما بين هذين المتغيرين، وبالتالي تؤكد هذه النظرية مع العديد من الدراسات الميدانية على أن فرص النمو تؤدي إلى زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي.

وتنص نظرية سلمية مصادر التمويل (POT) على أن التمويل الذاتي هو مصدر التمويل المفضل ويأتي في المرتبة الأولى من حيث اللجوء، إلا أن هذا الأخير قد لا يكفي لتمويل كل الاحتياجات التمويلية للمؤسسات (الاستثمار، الاحتياج في رأس المال العامل، توزيعات الأرباح) خاصة المؤسسات التي تملك مستويات نمو مرتفعة، والتي ستكون مجبرة على اللجوء إلى التمويل الخارجي من أجل تغطية هذا العجز التمويلي ومواجهة فرص النمو. وحسب (Gaud & Jani, 2002) مصادر التمويل الخارجية الأقل تعرضا لعدم تماثل المعلومات مثل القروض مفضلة على باقي مصادر التمويل وبالتالي تطلب هذه المؤسسات قروضا أكبر، وبالنتيجة سيكون لديها نسبة

¹ - Détresse financière.

مديونية في الهيكل التمويلي أكبر ونسبة أموال خاصة أقل. وحسب (Godbillon-Camus & Weill, 2001) مصادر التمويل الذاتية (الداخلية) للمؤسسات ذات النمو المرتفع لن تكون كافية لتمويل القيمة الحالية الصافية (VAN) الموجبة للفرص الاستثمارية لذلك ستلجأ للحصول على مصادر التمويل الخارجية، وبما أن نظرية سلمية مصادر التمويل (POT) تشير لأولية استخدام القروض على إصدار الأسهم العادية فإن المؤسسات ذات النمو المرتفع ستحترم هذا الترتيب، وفي هذه الحالة ستؤثر فرص النمو إيجاباً على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي.

في المقابل توصل (Pandey, 2001) من خلال النظرية التوافقية (TOT) ونظرية سلمية مصادر التمويل (POT) لتفسيرات يمكن أن توضح العلاقة الإيجابية بين فرص النمو ونسبة الاقتراض. تشير النظريتين إلى أن المؤسسات التي تتميز بنمو سريع في مبيعاتها بحاجة دائمة لزيادة حجم أصولها الثابتة وهي بحاجة أكثر للأموال وتحتفظ أكثر بالأرباح. حسب النظرية التوافقية (TOT) ترتفع الأرباح الغير موزعة للمؤسسات ذات النمو القوي ويرتفع معها حجم القروض أكثر من أجل المحافظة على نسبة الاقتراض المستهدفة وبالنتيجة من المنتظر أن تكون هناك علاقة إيجابية ما بين فرص النمو ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي.

حسب هذه الدراسة أيضاً تشير نظرية سلمية مصادر التمويل (POT) لوجود علاقة إيجابية بين هذين المتغيرين وتنص على أن النمو يجبر المؤسسات على استعمال القروض لتمويلها على حساب إصدار أسهم عادية جديدة، علماً أن المؤسسات لها ميزة الاقتراض من أجل تخفيض مشاكل الوكالة. وعليه توصل الباحث إلى علاقة إيجابية بين فرص النمو ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي.

في المقابل وعلى عكس الدراسات السابقة التي تشير لوجود علاقة (إيجابية أو سلبية) بين فرص النمو ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي توصلت دراسة (Carpentier & Suret, 2000) إلى أن تأثير متغير النمو المقاس باستعمال معدل نمو إجمالي الأصول على نسبة الاقتراض ليس له معنوية. في إطار نظرية سلمية مصادر التمويل (POT) يتوافق النمو مع الزيادة في الاحتياجات التمويلية التي تفوق قدرة التمويل الذاتي والتي ترفع من حجم القروض، غير أن الحجم الكبير لفرص النمو الملاحظ خلال الفترة المدروسة (9 سنوات) تكشف عن وجود احتمال مرتبط بتجسيد استثمارات كبيرة بواسطة الأموال الخاصة. فقد يتم تمويل فرص النمو باستعمال الأموال الخاصة

وإصدار أسهم عادية إضافية قبل اللجوء للاقتراض وهذا عكس ما تشير إليه نظرية سلمية مصادر التمويل (POT).

على العموم الآراء حول تأثير فرص النمو على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي غير متجانسة؛ فالنظرية التوافقية تشير لوجود علاقة سلبية ما بين فرص النمو ونسبة الاقتراض، على عكس نظرية سلمية مصادر التمويل ونظرية الإشارات المالية التي تشير لوجود علاقة إيجابية، كما دعمت نتائج الدراسات الميدانية هذه الاختلافات.

غياب التوافق في النتائج يمكن أن يرجع لعدم توحيد مؤشرات قياس متغير فرص النمو، فبعض الباحثين استعملوا نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية (MTB) ونسبة نمو المبيعات السنوية مثل دراسة (Beck & al, 2008) والتي توصلت إلى أن نمو المبيعات يرتبط إيجابيا ومعنويا بالتمويل الخارجي وبالأموال الخاصة، أما دراسة (Fama & French, 2000) فنقيس فرص النمو بمؤشرات مختلفة خاصة منها نمو إجمالي الأصول التي يعتبرها الباحثان مقياسا مباشرا للاستثمارات الحالية، وإذا كانت الاستثمارات من النوع الدائم فهو أيضا مؤشر للاستثمارات المنتظرة.

تم تأكيد العلاقة الإيجابية بين فرص النمو ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي من خلال بعض الدراسات الميدانية مثل (Dubois, 1985؛ Bourdieu & al, 1993؛ Carpentier, 1997؛ Kremp & Stoss, 2001) بينما أثبتت دراسات (Nekhili, 1994؛ Booth & al, 2001؛ Heshmati, 2001؛ Hovakimian & al 2003؛ Huang & Song, 2006؛ Jong & al, 2008) العلاقة السلبية بين فرص النمو ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي.

المطلب الثاني: المردودية¹

يعتبر هذا المتغير الأكثر دراسة من قبل الباحثين من حيث تأثيره على الهيكل التمويلي، المردودية التي تعنى بالدراسة هنا هي مردودية الأصول أو ما يسمى بالمردودية الاقتصادية، وباعتبارها مقياسا للأداء تلعب المردودية دورا مضاعفا كمحدد للهيكل التمويلي للمؤسسة؛ تسمح للمقرضين بتقدير قيمة المؤسسة، أما بالنسبة للمسيرين فهي أداة للسياسة المالية.

¹ - La rentabilité.

هناك تناقض صارخ وواضح ما بين نتائج نظريتي TOT و POT فيما يخص العلاقة أو تأثير المردودية على الهيكل التمويلي للمؤسسة، وهنا يرى الباحث أن هذا التناقض ناتج عن اختلاف سلم تفضيل مصادر التمويل فإن كانت النظرية التوافقية TOT لها سلم: قروض، أموال خاصة، فإن نظرية سلمية مصادر التمويل POT لها سلم: تمويل ذاتي، قروض، أموال خاصة. فالنظريتين متفقتين على أن القروض تسبق الأموال الخاصة، أما مصدر التمويل الذاتي فلم تدرسه النظرية التوافقية TOT لهذا نجد هذا التناقض.

الدراسة المرجعية فيما يخص تحليل العلاقة النظرية بين المردودية والهيكل التمويلي هي دون شك دراسة (Myers, 1984) في إطار نظرية سلمية مصادر التمويل POT. يرى (Myers, 1984) أن المؤسسات التي تحقق مردودية مرتفعة يمكنها احتجاز جزء أو كل هذه الأرباح، هذا النوع من المؤسسات يفضل التمويل الذاتي على التمويل الخارجي لأن تكلفة التمويل الذاتي تكون أقل، وعليه من المحتمل أن يكون الهيكل التمويلي دالة عكسية للمردودية.

ويرى الباحث أن التكلفة المقصودة هنا هي تكلفة المعاملات وتكلفة الوكالة؛ إذ أن التمويل الذاتي لا يتحمل تكاليف المعاملات (الإصدار مثلا) مثلما يكون الحال بالنسبة للتمويل الخارجي، كما أنه يخضع لمعارضة أقل من طرف الملاك والدائنين وبالتالي تكاليف وكالة أقل، بالإضافة لتكلفة الوقت لأن التمويل الذاتي متاح فورا على عكس التمويل الخارجي الذي يحتاج لإجراءات قانونية وإدارية تتطلب وقتا معتبرا.

كما يرى الباحث أن انخفاض نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي بسبب الاعتماد على التمويل الذاتي يكون لسببين اثنين؛ أولها أن الاعتماد على التمويل الذاتي يعني زيادة الأرباح المحتجزة التي تسجل محاسبيا ضمن حسابات الأموال الخاصة وبالتالي ترتفع هذه الأخيرة مع ثبات القروض. أما الثاني فاحتجاز الأرباح في ظل عدم وجود فرص استثمارية أو ضعفها يدفع المؤسسة إلى استعمالها في تسديد جزء من ديونها مما يؤدي إلى انخفاض هذه الأخيرة مع ثبات الأموال الخاصة.

وفي إطار نظرية سلمية مصادر التمويل POT وعدم تماثل المعلومات دائما، تفضل المؤسسات ذات الربحية الجيدة التمويل الذاتي من أجل تمويل استثماراتها ثم تلجأ للاقتراض في

المرتبة الثانية وفي الأخير تلجأ لإصدار أسهم جديدة، وبالنتيجة يمكن انتظار أثر سلبي للمردودية على الاقتراض (Kebewer, 2012, p. 22).

ويفسر (Titman & Wessels, 1988) هذه العلاقة السلبية بارتفاع تكلفة الوكالة التي تصاحب إصدار أسهم وسندات جديدة، لهذا تصبح الأرباح المحتجزة أكثر جاذبية مقارنة بالتمويل الخارجي، وعليه من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتمتع بارتفاع في معدل مردوديتها وتتوفر على فرص لاحتجاز الأرباح إلى الاعتماد على القروض بدرجة أقل. كما أكدت دراسة (Marsh, 1982) وجود علاقة عكسية بين مردودية المؤسسة ونسبة الاقتراض، لأن زيادة مستوى المردودية عادة ما يرتبط بزيادة مخاطر التشغيل أو زيادة نسبة الأرباح المحتجزة مما يقلل من اعتماد المؤسسة على القروض.

يرجع (Hovakimian & Li, 2008a) في إطار دراستهما إلى توحيد نسبة الاقتراض المستهدفة من طرف المؤسسات، ويؤكد الباحثان على وجود علاقة سلبية ما بين المردودية ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، ترجع هذه العلاقة السلبية إلى تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي والمعبر عنه من طرف المؤسسات التي تحترم نظرية سلمية مصادر التمويل POT وبالتالي لا تهتم ولا تستهدف نسبة للرفع المالي. يمكن أن تنشأ هذه العلاقة السلبية إذا كانت المؤسسات تملك نسب اقتراض مستهدفة (حسب النظرية التوافقية TOT) ولا تقوم بتعديل فوري لآثار الصدمات العشوائية للمردودية على نسبة الرفع المالي لأن تعديلات الهيكل التمويلي جد مكلفة.

تلخص دراسة (González & González, 2008) النتيجة التي توصلت إليها نظرية سلمية مصادر التمويل POT في أن العلاقة ما بين المردودية والاقتراض علاقة سلبية على اعتبار أن المؤسسات ذات المردودية المرتفعة لها قدرة أكبر على الاحتفاظ بالاحتياطات وبالتالي الحصول على تمويل ذاتي معتبر مما يؤدي إلى التخفيض من جاذبية الاقتراض.

يقيس الباحثان مردودية المؤسسة من خلال الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات والمؤونات مقسومة على مجموع الأصول، وتوصلت الدراسة أيضا إلى أنه في ظل محيط مؤسستي ضعيف من الصعب جدا على كل المؤسسات بغض النظر عن أرباحها أن تحل مشاكل الاختيار العكسي والخطر المعنوي¹ المرتبطة بالصفقات الخاصة، هذه التكاليف المرتفعة للوكالة ولعدم تماثل

¹ - Section adverse et l'aléa moral.

المعلومات تجعل من الصعب إذن على المؤسسات التي تعمل في محيط مؤسساتي ضعيف الحصول على تمويل خارجي، مما يعطي أكثر مصداقية لنتائج نظرية سلمية مصادر التمويل .POT.

في الجهة المقابلة تتوقع النظرية التوافقية (TOT) وجود علاقة إيجابية بين المردودية ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، حيث كلما حققت المؤسسة مردودية أكبر كلما اتجهت نحو الاقتراض من أجل الاستغلال الأقصى للوفرات الضريبية.

هذا الاقتراح ناتج عن أن المؤسسة تستطيع تحسين عائد ملاك المؤسسة عن طريق الاقتراض بتكلفة أقل من معدل المردودية الاقتصادية، وهو ما يطلق عليه اسم "المتاجرة بالملكية"، بالإضافة إلى أن وجود مردودية مرتفعة تشكل ضمانا إضافيا للمقرضين، كما يفسر على أنه احتمال كبير للقدرة على تسديد القروض. وتسير نظرية الإشارات المالية في نفس الاتجاه، حيث ترى أن المؤسسات ذات المردودية المرتفعة التي تطلب قروضا أو تصدر سندات تبعث بإشارة مالية جيدة للمستثمرين في البورصة حول صحتها المالية الجيدة، وبالتالي يمكن توقع أثر إيجابي للمردودية على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي (Kebewer, 2012, p. 22).

تتوقع دراسة (Gaud & Jani, 2002) وحسب النظرية التوافقية TOT وجود علاقة إيجابية بين المردودية ونسبة الاقتراض، ويرى الباحثان أن المؤسسات ذات المردودية تفضل الاقتراض لأن الفوائد المترتبة عليه تخصم من النتيجة الجبائية. ويضيفان، إذا كانت المردودية السابقة ذات تقدير جيد للمردودية المستقبلية فإن احتمال قدرة المؤسسة ذات المردودية الجيدة على تسديد ديونها يكون كبيرا. هذه النتيجة توصلت إليها دراسة (Rajan & Zingales, 1995) وترى بأن المقرضين يفضلون منح القروض للمؤسسات التي تملك تدفقا نقديا معتبرا (مرتفعا) (Kouao, 2011, p. 47).

حسب دراسة (González & González, 2008) العلاقة الإيجابية بين المردودية ونسبة الاقتراض التي تشير إليها نظرية TOT ناتجة عن أن المؤسسات ذات المردودية لها بالنتيجة مخاطر إفلاس أقل ويمكن لها الاستفادة إلى أقصى حد من أثر الرفع المالي من خلال زيادة القروض، كما تشير الدراسة إلى أن وجود حماية أكبر لحقوق الملكية يرفع من الأثار الإيجابية للمردودية للزيادة في استخدام القروض وهو ما تقترحه نظرية TOT.

في المقابل هناك دراسات أخرى تشير إلى أن المؤسسات ذات المردودية المرتفعة لها حرية الاختيار بين استخدام التمويل الذاتي أو اللجوء إلى الاقتراض، فدراسة (Flannery & Rangan, 2006) تشير إلى أن المؤسسات ذات المردودية المرتفعة يمكنها الاختيار (التفضيل) ما بين رفع مالي منخفض أو مرتفع؛ فالرفع المالي المنخفض يمكن أن يتحقق على اعتبار أن احتجاز جزء كبير من الأرباح يخفض تلقائياً من نسبة الاقتراض أو إذا حددت المؤسسة اقتراضها من أجل حماية المصدقية الناتجة عن الأرباح المرتفعة، أما مستوى الاقتراض المرتفع فيمكن أن يعكس القدرة على الوفاء بالالتزامات عند مستوى مرتفع للتدفق النقدي.

وفي نفس الاتجاه تشير دراسة (Hovakimian & al, 2008) إلى أنه بينما تكون القروض أقل استخداماً من طرف المؤسسات ذات المردودية المرتفعة بسبب الاحتياج الضعيف للتمويل الخارجي، تسفيد في نفس الوقت هذه المؤسسات من الوفرة الضريبية للقروض مما يجعلها أكثر جاذبية.

ونختم بدراسة (Chang & al, 2009) التي ترى بأن المؤسسات ذات المردودية تستطيع تمويل نموها باستعمال الأرباح غير الموزعة مع الاحتفاظ بنسبة اقتراض ثابتة بالمقابل المؤسسات الأقل مردودية مجبرة على اللجوء إلى التمويل بواسطة القروض نظراً لضعف التمويل الذاتي.

ويرى الباحث أن المؤسسة ذات المردودية المرتفعة تتمتع براحة أكبر وتكون لديها حرية الاختيار بين التمويل الذاتي والاقتراض، وإذا احتاجت المؤسسة لتعظيم السعر السوقي لأسهمها قد تلجأ لتبني سياسة توزيع للأرباح تقضي بتوزيع الجزء الأكبر منها مع إصدار سندات جديدة مما يعطي إشارة مالية جيدة وقوية للسوق المالي ويرفع أسعار أسهمها، أما إذا كانت المؤسسة مرتاحة في السوق المالي وليست مجبرة على بعث إشارات مالية، هنا يكون من الأفضل الاحتفاظ بالأرباح واستخدامها كتمويل ذاتي.

إلا أن الواقع العملي وخاصة الدراسات الميدانية تشير إلى علاقة سلبية بين المردودية ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، وهذا ما أكدته دراسات (Titman & Wassels, 1988 ; Harris & Ravio, 1991 ; Nekili, 1994 ; Rajan & Zingale, 1995 ; Carpentier, 1997 ; Fama & French, 1999 ; Carpentier & Sweet, 1999 ; Kremp & Stoss, 2001 ; Booth & al, 2001 ; Kebewer, 2012,) (Carssar & Halmoo, 2003, Antoniou & al, 2008, Fattouh & al, 2008).

المطلب الثالث: حجم المؤسسة

تكشف الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومخاطر الإفلاس (Warner, 1982; Ang & al, 1977) فالمؤسسات الكبيرة عادة ما يتسم نشاطها بقدر كبير من التنوع مما يجعلها تتعرض لتلك المخاطر بدرجة أقل (وهذا عكس المؤسسات التي يتركز نشاطها في عدد محدود من المنتجات)، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الاقتراض في هيكلها التمويلي (Titman & Wessels (1988) وهو ما أكدته دراسة هندي وحنفي (1988) (هندي، 1998، ص. 125).

وعليه توجد علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي على اعتبار أن مخاطر الإفلاس تتخفض مع كبر حجم المؤسسات وتنوع هذه الأخيرة في نشاطها، وبالتالي تتخفض تكاليف الإفلاس مع كبر حجم المؤسسة.

وبالمقابل المؤسسات صغيرة الحجم والتي تتميز بدرجة تنوع ضعيفة في نشاطها تتعرض لمخاطر إفلاس أكبر، وبما أن القروض ترفع من مخاطر الإفلاس فإن المؤسسات من هذا النوع تحجم عن استخدام هذا المصدر في تمويل أصولها.

كما تشير دراسة (Smith (1977 إلى أن تكاليف إصدار الأسهم والسندات بالنسبة للمؤسسات الأصغر حجماً عادة ما تكون مرتفعة (هندي، 1998، ص. 165).

بالإضافة إلى أن المؤسسات صغيرة الحجم لا تستفيد من إمكانية كبيرة للدخول لسوق الاقتراض (إصدار سندات في البورصة) بسبب ضعف حجم الأصول الملموسة التي تمتلكها والتي يمكن أن تستعمل كضمانات، وبالنتيجة تمتلك المؤسسات الصغيرة نسباً أكبر للأموال الخاصة في الهيكل التمويلي بما يترجم وجود علاقة سلبية بين نسبة الأموال الخاصة وحجم المؤسسة، وبما يعطي علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي. هذه النتائج تم تأكيدها من خلال العديد من الدراسات (Cassar & Holmes, 2003 ; Antoniou & al, 2002) (Ozkam, 2001 ; Pandey, 2001, p. 50).

تشير دراسة (Taub (1975 لأثر حجم المؤسسة من خلال معالجة صريحة للعلاقة التوليفية: نسبة اقتراض المؤسسة واختيارها لتمويل جديد، إلى أن حجم المؤسسة مقاس بمجموع الأصول له أثر إيجابي على نسبة الاقتراض المرغوب فيها. كما تشير دراسة (Marsh (1982 إلى ميل

المؤسسات الكبيرة الحجم إلى زيادة نسبة الاقتراض طويل الأجل، فكبر حجم المؤسسة يدفعها للاعتماد أكثر على القروض طويلة الأجل على عكس المؤسسات الصغيرة التي تتجه أكثر إلى الاقتراض قصير الأجل. ويعود السبب في ذلك إلى كون المؤسسات الكبيرة الحجم لها قدرة أكبر على الوفاء بالتزاماتها كما أنها تستطيع الاقتراض بمعدل فائدة أقل، مما يحفزها على استخدام أكبر للقروض مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم. كما أكدت هذه النتائج دراسة Titman & Wessels (1988) والتي تشير إلى أن تكلفة إصدار الديون والأموال الخاصة تتعلق بحجم المؤسسة، وأن المؤسسات الصغيرة تلجأ أكثر لاستخدام القروض قصيرة الأجل من المؤسسات الكبيرة بسبب التكلفة المرتفعة لهذا المصدر التمويلي (زغيب، 2006، ص. 150).

وفي دراسة (Wiwattanakantang, 1999) حول محددات الهيكل التمويلي للمؤسسات، توصل الباحث إلى أن العلاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي دالة للطريقة التي من خلالها يتم قياس حجم المؤسسة.

تشير العديد من الدراسات إلى أن المؤسسات الكبيرة تتجه نحو التنوع أكثر في نشاطها مما يقلل من احتمالات الإفلاس، وبالتالي يمكن أن يستخدم حجم المؤسسة كمؤشر عكسي لمخاطر القروض. تم قياس حجم المؤسسة في هذه الدراسة باستخدام اللوغريتم النبيري لحجم المبيعات وتوصلت إلى أن المعاملات المقدره لأثر حجم المؤسسة على نسبة الاقتراض موجبة وذات معنوية كبيرة. هذا يتماشى مع فكرة أن المؤسسات الكبيرة تواجه تكاليف إفلاس مباشرة منخفضة كما أنها أكثر تنوعاً لنشاطها وهو ما يقوي من قدرتها الاقتراضية في النهاية، بمعنى آخر المؤسسات الكبيرة وخاصة المعروفة (ذات سمعة جيدة) تحصل على القروض دون تقديم ضمانات (Kouao, 2011, p. 50).

وفي المقابل توجد دراسات توصلت لوجود علاقة سلبية ما بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، حيث ارتكزت دراسة (Heshmati 2001) على بناء نموذج ديناميكي للهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات السويدية وتوصلت الدراسة لوجود علاقة سلبية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض. وفي نفس الإطار خلصت دراسة هندي (1987) إلى عدم وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض. كما أظهرت دراسة (Pomfert & Shapiro 1980) عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض، بما يعني أن حجم المؤسسة لا

يفسر التغيرات التي تحدث في نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة (زغيب، 2006، ص. 151).

ومن أهم الدراسات التي توصلت لوجود علاقة سلبية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي دراسة (Rajan & Zingales, 1995) على عينة من مؤسسات الدول السبعة الكبار G7 ولكن هذه العلاقة السلبية لم تظهر إلا في ألمانيا. ويفسر الباحثان هذه النتيجة بسهولة تصفية المؤسسات في هذه الدولة وهو ما يتناقض مع فكرة أن المؤسسات ذات الحجم الكبير تتميز بتكاليف عسر مالي منخفضة.

وهنا يمكن لنظرية سلمية مصادر التمويل POT تفسير هذه العلاقة السلبية من خلال مفهوم عدم تماثل المعلومات، فتشير النظرية أن المؤسسات الكبيرة تتجه نحو تقديم مزايا معلوماتية لأصحاب الأموال (الممولين) مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم*، بما يجعل أن عدم تماثل المعلومات ما بين المسيرين والسوق المالي محدود بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، مما يجعل هذه الأخيرة أكثر قدرة على استعمال أدوات مالية أكثر حساسية للمعلومة مثل إصدار الأسهم.

إضافة إلى هذا يمكن القول أن المؤسسات الكبيرة تمتلك طاقة اقتراضية كبيرة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، غير أن الحجم سيكون مرتبطاً عكسياً بمستوى عدم تماثل المعلومات ما بين المسيرين والمستثمرين الخارجيين، ويترجم هذا من خلال توجه المؤسسات الكبيرة نحو إصدار معلومات أكبر للجمهور (للمستثمرين) مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، وبالنتيجة تفضل المؤسسات الكبيرة التمويل بواسطة الأموال الخاصة بما يفسر العلاقة السلبية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي.

وتشير دراسة (Titman & Wessels, 1988) أيضاً إلى أن اتجاه هذه العلاقة يمكن أن تكون متغيرة حسب نضج القروض (قروض طويلة الأجل أو قروض قصيرة الأجل). استعمل الباحثان كمقياس لحجم المؤسسة كلا من لوغريتم المبيعات، وكذا معدل دوران العمال على اعتبار أن المؤسسات الكبيرة توفر فرصاً لتحقيق مسار مهني أطول وبالتالي معدل دوران أقل. يرى الباحثان أنه إذا كان حجم المؤسسة مرتبطاً سلبياً بالاقتراض قصير المدى وإيجابياً بالاقتراض طويل المدى فهذا يعكس ارتفاع تكاليف المعاملات التي تواجهها المؤسسات الصغيرة عندما تلجأ إلى المؤسسات

* وبالنتيجة تكاليف الرقابة ستكون أقل بالنسبة للمؤسسات الكبيرة.

والأدوات المالية طويلة المدى. تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن حجم المؤسسة مرتبط بنسبة الاقتراض طويلة المدى على القيمة الدفترية للأموال الخاصة، وليست مرتبطة بنسبة الاقتراض طويلة المدى على القيمة السوقية للأموال الخاصة، ويمكن أن يعزى هذا إلى العلاقة الإيجابية ما بين مؤشرات قياس حجم المؤسسة والقيمة السوقية الإجمالية للمؤسسة. فالمؤسسات التي تملك قيمة سوقية كبيرة مقارنة بقيمتها الدفترية لها قدرة كبيرة على الاقتراض وبالنتيجة لها مستويات اقتراض أكثر ارتفاعاً مقارنة بقيمتها المحاسبية.

العلاقة التي تربط حجم المؤسسة بنسبة الاقتراض حساسة لطريقة قياس متغير الحجم وهنا قام (Boissonade, 2003) بمقارنة مختلف معايير قياس حجم المؤسسات الفرنسية وقارن بين ثلاث مقاييس لهذا المتغير وهي رقم الأعمال، عدد العمال ومجموع الأصول. كما تؤكد دراسة (Pandey, 2001) أيضاً حساسية هذه العلاقة لطريقة قياس حجم المؤسسة ويرى هذا الباحث أن أفضل مقياس لهذا المتغير هو اللوغرتم الطبيعي للمبيعات.

ويرى الباحث أن حجم المؤسسة سيؤثر إيجابياً على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، لارتباطه أيضاً بسمعة المؤسسة فعادة ما تكون المؤسسات الكبيرة ذات سمعة جيدة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة هذه السمعة تعطي ثقة أكبر في المؤسسة. كما أن عمر المؤسسات الكبيرة عادة ما يكون كبيراً وهذا يعني امتلاك تجربة كبيرة في ميدان الأعمال (السوق) وهو ما يعطي ثقة أكبر في المؤسسة سواء من طرف المستثمرين أو المؤسسات المالية.

المطلب الرابع: الوفرات الضريبية البديلة

من المحتمل أن تتخفف نسبة الأموال المقترضة في الهيكل التمويلي للمؤسسة كلما أتاحت لهذه الأخيرة فرصة بديلة لتحقيق وفرات ضريبية من مصادر أخرى غير فوائد القروض مثل أقساط الاهتلاك والخصومات الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة نتيجة لتنفيذ استثمارات جديدة تنتهجها الحكومة (هندي، 1998، ص. 164).

وتعتبر دراسة (De Angelo & Masulis (1980) الدراسة المرجعية لموضوع العلاقة ما بين الوفرات الضريبية ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي والتي تنص على أن الوفرات الضريبية غير المرتبطة بالقروض بديلة للوفرات الضريبية المرتبطة بالقروض. كما أن المؤسسات التي تملك حجماً معتبراً من الوفرات الضريبية غير المرتبطة بالقروض تستعمل حجماً أقل من القروض

وبالتالي يقترح الباحثان علاقة عكسية بين الوفرات الضريبية غير المرتبطة بالقروض ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي (Kouao, 2011, p. 58).

ويرى الباحث أن هذه النتيجة تتوافق مع فكرة نظرية TOT التي ترى أن على المؤسسات الاقتراض أكثر ما يمكن للاستفادة من أكبر قدر ممكن من الوفرات الضريبية التي توفرها القروض، وفي ظل وجود إمكانية لتحقيق وفرة ضريبية بديلة فإن الحاجة للاقتراض تقل ما دام أن البدائل متوفرة لتحقيق وفرة ضريبية.

استعملت العديد من الدراسات نسبة أقساط الاهتلاكات إلى مجموع الأصول كقياس للوفرات الضريبية غير المرتبطة بالقروض، وتوصلت أهم الدراسات إلى وجود علاقة سلبية بين هذين المتغيرين. فقد توصلت دراسة (De Angelo & Masulis, 1980) إلى أنه كلما توفرت للمؤسسة فرص بديلة لتحقيق وفرة ضريبية من المحتمل أن تتخفف نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، كما توصلت دراسة (Kim & Sorensen, 1986) لوجود علاقة سلبية بين نسبة أقساط الاهتلاك إلى مجموع الأصول ونسبة الاقتراض (زغيب، 2006، ص. 159).

كما توصلت دراسة (Bradly & al, 1984) إلى وجود علاقة سلبية بين الوفرات الضريبية الغير مرتبطة بالقروض ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي ما يعني أن ارتفاع الوفرات الضريبية الغير مرتبطة بالقروض يؤدي إلى الانخفاض في المستوى المثالي للقروض (Kouao, 2011, p. 58).

وفي دراسة (Latrous, 2007) ضمت 118 مؤسسة مسجلة في بورصة باريس تم قياس الوفرات الضريبية البديلة باستعمال نسبة مخصصات الاهتلاك إلى مجموع الأصول وتم اختبار أثر هذا المتغير على عدد من نسب الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة. توصلت الدراسة إلى نتيجة مماثلة لنتيجة (De Angelo & Masulis, 1984) حيث توصلت الباحثة إلى أن الوفرات الضريبية البديلة تلعب دورا سلبيا على نسبة الاقتراض ومعامل هذا المتغير ذو معنوية عند مستوى معنوية 1% عند كل النسب المستعملة لقياس الاقتراض باستثناء العلاقة التي تربط نسبة الوفرات الضريبية البديلة ونسبة الاقتراض المقاسة بنسبة مجموع الديون إلى القيمة السوقية للمؤسسة والتي تم قياسها بمجموع الديون الإجمالية والقيمة السوقية للأسهم، إشارة المعامل إيجابية (+0.28) ولكن

ليست معنوية، وبهذا تتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Titman & Wessels (1988) (Kouao, 2011, pp. 59-60).

وعليه توصلت بعض الدراسات مثل المشار إليها سابقا بعدم معنوية العلاقة بين هذين المتغيرين، كما توجد دراسات أخرى توصلت لوجود علاقة إيجابية بين الوفرات الضريبية البديلة ونسبة الاقتراض على غرار دراسة (Chaplinsky & Niehaus, 1993) أين تم التوصل إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الوفرات الضريبية البديلة ونسبة الاقتراض.

اختبرت دراسة (Bradley & al, 1984) العلاقة بين الوفرات الضريبية البديلة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي وتم تعديل المتغير المستقل بنسبة مجموع التكاليف السنوية للاهتلاكات والقروض الجبائية للاستثمار مقسومة على قيمة النتيجة السنوية قبل الاهتلاكات والفوائد والضرائب. هذا الاختبار الميداني توصل إلى معامل ارتباط ما بين نسبة الاقتراض والوفرات الضريبية البديلة بإشارة غريبة على اعتبار أن نموذج الدراسة ينص على أن الوفرات الضريبية البديلة لها علاقة عكسية بنسبة الاقتراض بينما توصل الاختبار الميداني إلى العكس. حيث توصل الباحثان إلى وجود علاقة إيجابية وقوية ما بين الوفرات الضريبية البديلة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة.

يشكك الباحثون في الحجج التي قدمها (De Angelo & Masulis (1980) فيما يتعلق بالعلاقة السلبية الموجودة بين هذين المتغيرين، ويرجعون العلاقة الإيجابية الموجودة إلى أن المؤسسات التي تستثمر كثيرا في الأصول الثابتة المادية وبالتالي تخلق مستويات مرتفعة نسبيا من الاهتلاكات والقروض الجبائية تتجه نحو مستوى مرتفع من الاقتراض وهو ما يتوافق حسب Bradley & al (1984) مع فرضية ضمانات القروض التي جاء بها (Scott (1977 والتي تنص على أن المؤسسات التي تملك وفرة ضريبية بديلة كبيرة يمكنها أن تقترض بمعدلات فائدة منخفضة إذا كانت قروضهم مضمونة بأصول ملموسة.

إلا أن هذه الدراسة تعترف بأن هذا التفسير قد يشوبه عيب ناتج عن العيب الموجود في معادلة خط الانحدار المقطعي¹ لأنها لا تأخذ بعين الاعتبار متغيرا مستقلا (مفسرا) مهما للاقتراض وهو الضمانات الممنوحة للقروض والتي تقاس عادة في البحوث العلمية بالأصول الملموسة.

¹ - Régression transversale

الارتباط الإيجابي ما بين المتغير الغائب والمتغير المأخوذ بعين الاعتبار في معادلة خط الانحدار والذي يقيس الوفرات الضريبية البديلة يمكن أن يكون السبب الذي أدى إلى هذه العلاقة الإيجابية الغريبة. ويشير الباحثون أيضا إلى إمكانية أن تكون علاقة الارتباط الموجودة ما بين المتغيرات غير المأخوذ بها والمتغيرات التي يحتويها نموذج الانحدار أصل سوء تفسير المعاملات التي يحتويها.

ويرى الباحث أن قياس متغير الوفرات الضريبية البديلة المستعمل في هذه الدراسة قد يكون السبب وراء هذه العلاقة الإيجابية، فعادة ما يقيس الباحثون هذا المتغير بنسبة تكاليف الاهتلاكات إلى مجموع الأصول لا إلى النتيجة قبل الاهتلاكات والفوائد والضرائب. كما يمكن الإشارة إلى أن اتجاه هذه العلاقة إلى السلبية كان أكثر اختبارا منه إلى الإيجابية حيث توصلت العديد من الدراسات الميدانية لإثبات وجود علاقة سلبية بين الوفرات الضريبية البديلة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي مثل (De Angelo & Masulis, 1984 ; Ozkan, 2001 ; Huang & song, 2002 ; Sogorb-Mira & Lopez-Garcia, 2003; Deesomsak & al, 2004 ; هندي وحفني، 1988).

المطلب الخامس: هيكل الأصول (لموسية الأصول)

تلعب الأصول المادية (الملموسة) والتي يمكن أن تستخدم كضمانات دور مهم في تحديد مستوى الاقتراض لأنها أقل عرضة لعدم تماثل المعلومات والخسائر في حالة التصفية، حيث يخسر هذا النوع من الأصول جزءا صغيرا من قيمته مقارنة بالأصول الغير مادية، وعليه كلما زادت حصة هذا النوع من الأصول من مجموع الأصول التي تمتلكها المؤسسة كلما زادت رغبة المؤسسات المالية والمقرضين في قبول إقراض هذا النوع من المؤسسات (Kebewar, 2012, p. 21). وحسب النظرية التوافقية TOT تلعب الأصول المادية (الملموسة) دور الضمانات وتحقق الأمان للمقرضين في حالة العسر المالي بالنظر لضعف الخسائر المالية المرتبطة بتصفية المؤسسة، هذه الضمانات تحمي أيضا المقرضين من مشكل الخطر المعنوي الناتج عن تضارب المصالح ما بين المساهمين - المقرضين (Jensen & Meckling, 1976).

يشير كل من Scott (1977) و Myers & Majluf (1984) إلى أن المؤسسة التي تملك أصولا يمكن تقديمها كضمان للمقرضين يكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة، ذلك أنها لو عمدت إلى إصدار أسهم وقت أن تكون فيه أسعار الأسهم مرتفعة فإن

المستثمر قد يعتقد (بسبب عدم تماثل المعلومات) بأن القيمة السوقية للأسهم مغالا فيها، ومن ثم فقد يحجمون عن شرائها مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض قيمتها (Myers, 1977)، ولتقادي حدوث هذا الانخفاض يفضل ملاك المؤسسة الاقتراض بضمان الأصول Kim & Sorenson (1986) إذ من شأن الضمانات المقدمة أن تجعل تكلفة الوكالة للقروض أقل من تكلفة الوكالة للأموال الخاصة، أما إذا كانت قيمة الأصول المادية منخفضة فسوف ترتفع تكلفة الوكالة للقروض مما يضطر المقرضين لوضع شروط يترتب عليها في النهاية ارتفاع تكلفة الاقتراض مما يضطر المؤسسة للاعتماد بدرجة أكبر على الأموال الخاصة، وقد أكدت دراسة هندي (1987) هذه النتيجة إذ اتضح أن نسبة الاقتراض تزداد كلما زادت نسبة الأصول المادية بوصفها أكثر الأصول ملاءمة لتقديمها كضمان للمقرضين (هندي، 1998، ص. 163).

وفي نفس الاتجاه يميز Williamson (1988) بين الأصول الملموسة والأصول الغير ملموسة، فالأصول الغير خاصة بالمؤسسة (الملموسة) والتي تحافظ على نفس القيمة إذا تم استعمالها في نظام إنتاجي آخر وهي مرتبطة بالقروض لأنه يمكن استخدامها كضمانات بنكية، ولهذا السبب تعتبر الأصول الملموسة متغيرا مفسرا مهما لنسبة الاقتراض، وعادة ما تربط علاقة إيجابية بين ملموسية الأصول ونسبة الاقتراض (Tendil, 2012, p. 124).

على العموم تتفق نتائج الدراسات الميدانية مع ما توصلت إليه النظرية التوافقية TOT، فقد توصلت دراسة Frank & Goyal (2003) إلى نتيجة مفادها وجود علاقة إيجابية ذات معنوية بين ملموسية الأصول ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي بالنسبة للمؤسسات التجارية الأمريكية. هذه النتيجة تم تأكيدها من خلال الدراسات التي أجريت من طرف Rajan & Zingales (1995) وKremp & Stöss (2001) بالإضافة إلى González & González (2008)، تم قياس ملموسية الأصول في هذه الدراسات من خلال مجموع الأصول الثابتة المادية والمخزونات مقسومة على مجموع الأصول (Kouao, 2011, pp. 55-56).

تتميز وجهة نظر نظرية سلمية مصادر التمويل POT بنوع من التناقض فيما يخص العلاقة بين ملموسية الأصول ونسبة الاقتراض؛ وجهة النظر الأولى ترى بأن المؤسسة التي تملك مستوى مهم من الأصول المادية من المحتمل أن تكون مضمونة أكثر في أعين المقرضين مما يسهل عليها الولوج لسوق الاقتراض. وبالنظر لتفضيل المسيرين لهذا المصدر في التمويل (القروض) حسب

نظرية سلمية مصادر التمويل POT يمكن أن ننتظر علاقة إيجابية ما بين الأصول المادية والاقتراض.

أما وجهة النظر الثانية وحسب دراسة (Gaud & Jani, 2002) في إطار نظرية سلمية مصادر التمويل POT، المؤسسة التي تملك مستوى ضعيف من الأصول المادية لها قدرة أضعف على تقديم الضمانات وبالتالي ستكون أكثر حساسية لعدم تماثل المعلومات، ولهذا تفضل هذه المؤسسة القروض قصيرة الأجل وهو مصدر تمويل أقل حساسية لعدم تماثل المعلومات.

وحسب دراسة (Chen & Jiang, 2001) إذا أرادت مؤسسة الاقتراض من السوق المالي من الأفضل لها إصدار القروض المضمونة، لأن التكاليف المرتبطة بإصدار القروض الغير مضمونة يمكن أن تكون جد مرتفعة بسبب عدم تماثل المعلومات وهو ما ينفر المؤسسات من إصدار القروض الغير مضمونة. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الأصول المادية ترتبط إيجاباً بنسبة الاقتراض طويل المدى سواء بالقيمة المحاسبية أو بالقيمة السوقية، وترتبط بعلاقة سلبية بنسبة الاقتراض قصير المدى. هذه الدراسة تمت على عينة من المؤسسات الألمانية وتوصل الباحثان إلى أن المؤسسات تفضل القروض طويلة الأجل على القروض قصيرة الأجل إذا كان لديها ما يكفي من الضمانات خاصة الأصول المادية. بصفة عامة تتجه المؤسسات الألمانية إذا كان لديها الاختيار إلى تفضيل القروض طويلة الأجل على القروض قصيرة الأجل.

تؤكد دراسة (Gaud & Jani, 2002) نتائج نظرية سلمية مصادر التمويل POT فيما يخص العلاقة السلبية للأصول المادية مع نسبة الاقتراض قصير المدى، على اعتبار أن نتائجهم تنص على أن المؤسسات التي تملك القليل من الأصول المادية وبالتالي تعتبر أكثر تعرضاً لعدم تماثل المعلومات لا تستعمل كأولوية القروض قصيرة المدى. توصل الباحثان بصعوبة إلى نتائج خاصة بالعلاقة الأصول المادية- نسبة الاقتراض الإجمالية على اعتبار أن النموذج ذو الأثر الثابتة (effet fixe) هو الوحيد الذي توصل إلى نتائج ذات دلالة إحصائية مقارنة بباقي نماذج التقدير وتوصل إلى علاقة إيجابية وذات معنوية عند مستوى المعنوية 1%.

المطلب السادس: المخاطر

يؤدي عدم التأكد بشأن العوائد والمردودية المستقبلية للأصول إلى ارتفاع مخاطر الإفلاس وزيادة تكلفة الوكالة وهو ما يؤثر على قرار الاقتراض في المؤسسة. وتواجه هذه الأخيرة العديد من

المخاطر من بينها مخاطر السيولة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر التضخم، مخاطر سعر الفائدة، مخاطر الإفلاس، المخاطر السياسية، مخاطر قانونية وغيرها. يقسمها الباحثون عادة إلى مخاطر نظامية (مخاطر السوق) ومخاطر غير نظامية (مخاطر خاصة) أي خاصة بالمؤسسة، كما تقسم إلى مخاطر اقتصادية (استغلال) ومخاطر مالية. هذه المخاطر تؤثر إجمالاً على العوائد المستقبلية المتوقعة من طرف المؤسسة وترفع من حالة عدم التأكد وتؤدي إلى ما يسمى بتذبذب (تقلب) العوائد المستقبلية. وترتفع المخاطر كلما ارتفعت درجة تذبذب العوائد والمردوديات والتدفقات النقدية المستقبلية مما يؤثر على العديد من المؤشرات والقرارات المالية ومن بينها قرار الاقتراض.

هناك مشكل كبير في قياس حجم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة فقد استعمل الباحثون العديد من القياسات لحساب درجة المخاطرة والتي تشترك فيما بينها في مفهوم درجة تشتت العوائد ولكن يختلفون من حيث طبيعة العائد وكذا المقياس الإحصائي المستعمل. فقد استخدم كل من (Kremp & Stöss, 2001) تقلب الأرباح كمقياس للمخاطر وتم قياس هذا التقلب بالفرق النسبي المربع ما بين الربح الصافي إلى رقم الأعمال لمؤسسة معينة ومتوسط الربح الصافي لكل مؤسسات العينة. في حين استعمل (Cassar & Holmes, 2003) معامل تغير الربحية كمقياس للمخاطر ومقياس ثاني متمثل في الانحراف المعياري للنتيجة قبل الضريبة (EBIT). واستعمل (Chang & AI, 2009) مجموعة مقاييس بداية من الانحراف المعياري للتغير في النسبة المئوية لعوائد الاستغلال ثم معامل تغير أرباح الاستغلال مقسومة على مجموع الأصول بالإضافة إلى معامل تغير المردودية الاقتصادية (ROA). هذا الاختلاف الكبير في قياس المخاطر سيؤثر حتماً على النتائج بشأن العلاقة بين المخاطر ونسبة الاقتراض.

من الناحية النظرية توصلت النظرية التوافقية (TOT) إلى نتيجة مفادها وجود علاقة سلبية بين المخاطر ومستوى الاقتراض، وتفسير ذلك أنه كلما كانت المخاطر كبيرة كلما ارتفعت مخاطر الإفلاس بسبب زيادة تقلب العوائد مما يؤثر سلباً على نسبة الاقتراض. ويرى (Kremp & Stöss, 2001) أن ارتفاع احتمال الإفلاس يدفع البنوك لتخفيض القروض الممنوحة للمؤسسات ذات المخاطر المرتفعة بسبب تعرض المؤسسات المانحة للقروض لمشاكل الاختيار العكسي والخطر المعنوي وهو ما يجعلها أكثر خوفاً. كما يرى (Kouao, 2011) أن مخاطر الإفلاس الكبيرة المرتبطة بالتقلبات المرتفعة للعوائد تدفع مسيري هذه المؤسسات إلى تقادي مستوى مديونية مرتفع (p. 53).

من وجهة نظر نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل (POT) تقلب النتائج يدفع المؤسسات لتكوين احتياطات مالية سهلة الاستعمال من أجل تقادي مشكل ضعف الاستثمارات في المستقبل. بعبارة أخرى تلجأ المؤسسات ذات التقلبات الكبيرة في النتائج إلى تكوين السيولة خلال الدورات المالية الجيدة من أجل تقادي الانخفاض في الاستثمارات خلال السنوات التي تتخفف فيها نتائج المؤسسة وعليه ستكون العلاقة بين تقلب النتائج ومستوى المديونية سلبية (Kouao, 2011, p. 53).

تتفق كلا النظريتين على أن العلاقة بين المخاطر ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات سلبية. هذه النتيجة أكدتها العديد من الدراسات الميدانية؛ فقد أكدت دراسة Brigham تأثر نسبة الاقتراض سلباً بمخاطر الأعمال، وتفسر هذه الدراسة ذلك بأن ارتفاع مخاطر الأعمال ينجم عن زيادة درجة تقلب العوائد مما يحد من قدرة المؤسسة على خدمة الديون. وتشير دراسة Bardos (1990) أن هذه الهشاشة على الصعيد المالي تزداد لدى المؤسسات الصغيرة، فمخاطر العجز عن السداد الذي يمكن أن يؤدي إلى عدم تسديد القروض يكون أكثر ارتفاعاً في هذا النوع من المؤسسات. هذه الهشاشة تفسر حقيقة أن تكلفة القروض ترتفع كلما انخفض حجم المؤسسة (زغيب، 2006، ص. 160).

هذا الأثر السلبي للمخاطر على نسبة الاقتراض أكدته أيضاً دراسات (Huang & Song, 2006; Ross, Leland & Pyle, 1977)

إلا أن هذا العلاقة السلبية لم يتم تأكيدها من قبل جميع الباحثين والدراسات فقد توصلت بعض الدراسات إلى عدم وجود علاقة بين المخاطر ونسبة الاقتراض. فقد اختبرت دراسة (Ferri & Jones, 1979) مخاطر الأعمال التي تمارس تأثيراً على المصاريف الثابتة وترى أن التغير في الدخل المتوقع يؤثر على قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها الثابتة، إلا أن الدراسة توصلت إلى عدم وجود علاقة بين المخاطر ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي.

كما توصلت دراسات وبحوث إلى نتائج عكس ما تشير إليه كلا النظريتين (TOT و POT) أين تشير لوجود علاقة إيجابية بين المخاطر ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي. فقد توصلت دراسة (Kremp & Stöss, 2001) إلى وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين يفسرها الباحثان بأنها تنشأ عن أن المؤسسات ذات المخاطر المرتفعة يمكن أن تتبنى استراتيجية استثمار مبالغ فيها يعجز المقرضون عن اكتشافها بسبب عدم تماثل المعلومات ما بين المقرضين والمؤسسة والرغبة في

تخفيض تكاليف الوكالة. بالإضافة لهذا قد يضطر المقرضون لمواصلة تمويل المؤسسات مرتفعة المخاطر على أمل تفادي إفلاسها خاصة المؤسسات الكبيرة (Kouao, 2011, p. 53).

بعبارة أخرى كلما كانت المؤسسة مرتفعة المخاطر كلما انخفض تؤثر المؤسسة بمشكل ضعف الاستثمار (sous-investissement) بشكل يجعل تكاليف الوكالة منخفضة.

هذه العلاقة تتأثر كذلك بطرق قياس المتغيرين (المخاطر ونسبة الاقتراض) فقد توصلت بعض الدراسات إلى نتائج مختلفة باختلاف طريقة قياس المخاطر، فتوصلت دراسة (Cassar & Holmes, 2003) إلى أن المخاطر مقاسة بمعامل تغير الربحية لا تؤثر على الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة الأسترالية، في حين توصلت الدراسة إلى علاقة سلبية ذات معنوية بين الانحراف المعياري للنتيجة قبل الضريبة (EBIT) كمقياس للمخاطر والهيكل التمويلي.

دراسة (Chang & Ai, 2009) توصلت لنتائج متباينة بسبب اعتماد الدراسة على عدة مقاييس للمخاطر؛ فعند قياس المخاطر بالانحراف المعياري للتغير في النسبة المئوية لعوائد الاستغلال توصل الباحثان لعلاقة سلبية ذات معنوية عند مستوى المعنوية 1%، وهي نفس النتيجة عند قياس المخاطر باستخدام معامل تغير أرباح الاستغلال إلى مجموع الأصول. بالمقابل توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين المخاطر مقاسة بكل من معامل تغير مردودية الأصول الاقتصادية ومعامل تغير مردودية الأموال الخاصة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة.

كما تتأثر العلاقة بين المخاطر والهيكل التمويلي بطرق قياس هذا الأخير، فقد توصلت دراسة (Gaud & Jani, 2002) إلى وجود علاقة إيجابية بين المخاطر ونسبة الاقتراض مقدرة بالقيمة المحاسبية، وعلاقة سلبية بين المخاطر ونسبة الاقتراض مقدرة بالقيمة السوقية. كما توصلت دراسة (Pandey, 2001) إلى وجود علاقة سلبية بين المخاطر ونسبة القروض طويلة الأجل، وإيجابية بين المخاطر ونسبة القروض قصيرة الأجل.

كما تختلف نتائج هذه العلاقة من دولة إلى أخرى فقد ركزت دراسة (Godbillon-Camus & Weill, 2001) على عينة من 7 دول من الاتحاد الأوروبي لدراسة العلاقة بين المخاطر والهيكل التمويلي، وتوصلت إلى وجود علاقة سلبية وذات معنوية في إيطاليا وعلاقة إيجابية ذات معنوية في كل من فرنسا والمملكة المتحدة في حين لم تكن العلاقة ذات معنوية في كل من ألمانيا، النمسا، فنلندا والسويد.

ويرى الباحث أن المؤسسات ذات المخاطر المرتفعة تميل إلى تخفيض نسبة الاقتراض في هيكلها التمويلي، ذلك أن الزيادة في استخدام القروض سيرفع من حجم مخاطر الإفلاس والوكالة وهو ما لا يقبل به الملاك، كما أن المؤسسات المانحة للقروض تعزف عن تمويل مثل هذه المؤسسات نظرا لضعف قدرتها على التسديد، كما أن المسيرين يفضلون في هذه الحالة مصدر أقل خطورة ويحقق راحة أكبر في تسيير المؤسسة ألا وهو الرفع في رأس المال. وعليه تعتبر العلاقة السلبية بين المخاطر ونسبة الاقتراض الأقرب للمنطق من العلاقة الإيجابية والتي قد تكون نتيجة إحصائية أكثر من أن لها تفسير منطقي.

من خلال دراسة محددات الهيكل التمويلي نلاحظ تشعب واختلاف كبير جدا بين نتائج الدراسات ما يعني أن الخروج باتفاق نهائي حول تأثير متغير معين على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي صعب جدا إن لم يكن مستحيلا. ويرجع هذا الاختلاف في النتائج لعدم تجانس العينات المدروسة من طرف الباحثين مع اختلاف سياقها (البلد المدروس) ما قد يؤكد تأثير السياق المؤسسي والقانوني للدولة على الاختيارات التمويلية للمسيرين. كما أن اختلاف المقاييس المعتمدة لقياس المتغيرات سيعطي حتما نتائج مختلفة إحصائيا هذا سيجعل المقارنة ما بين النتائج صعب جدا، وسنحاول بدورنا اختبار تأثير هذه المحددات مع الأخذ بعين الاعتبار السياق المؤسسي لعينة الدراسة من خلال متغيرات حوكمة الشركات.

خلاصة

شكل السلوك التمويلي للمؤسسة إشكالية كبيرة للمسيرين الماليين وللباحثين أيضا نظرا للمخاطر التي قد تترتب عن الخطأ في اتخاذ مثل هذه القرارات. اعتقد Modigliani & Miller (1958) أن قرار الاقتراض حيادي لا يؤثر على قيمة المؤسسة في ظروف السوق الكامل، وتراجع الباحثان عن هذه الفكرة سنة 1963 عن إدخال الضرائب في التحليل. تطور النقاش بعدها ليصل إلى ما يعرف الآن بالنظرية التوافقية التي توازن بين مزايا الاقتراض والتي تمثلها الوفورات الضريبية وعيوبه الذي تمثله تكلفة الإفلاس (Myers (1984) وتكلفة الوكالة (Jensen & Meckling (1976). وقد كان لاختبار العلاقة السلبية بين المردودية ونسبة الاقتراض دور كبير في تطور نظرية سلمية مصادر التمويل التي ترى بأن المؤسسة تفضل التمويل الذاتي على التمويل الخارجي، كما تفضل القروض على الأموال الخاصة وقد حظيت هذه الفرضية بقبول كبير من قبل الباحثين إلى غاية سنوات التسعينات أين لاحظ الجميع أن المؤسسات تلجأ لإصدار الأسهم العادية أكثر من إصدار السندات وهو ما طور فكرة توقيت السوق والتي تركز على فكرة أن المسيرين يسعون لاستغلال ضعف كفاءة الأسواق المالية أو الأخطاء في تقييم الأصول المالية وما يعرف كذلك بالنواتز الانتهازية من أجل استغلال تفاؤل المستثمرين بشأن أسعار تداول الأسهم واستغلالهم لمصلحة المساهمين الدائمين نظرا لامتلاكهم لمزايا معلوماتية لا يمتلكها المستثمرون، هذه الفرضية قد تفسر التهافت الكبير من قبل المؤسسات على إصدار الأسهم.

ولا يزال الجدل قائم بشأن تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات ولم يصل بعد الباحثون لتفسير منطقي موحد لهذا السلوك، فنتائج الدراسات الميدانية تشير إلى اختلاف كبير جدا بشأن المحددات التي لها تأثير في صياغة الهيكل التمويلي، حتى أن هذه النتائج تختلف من سياق مؤسستي لآخر وهو ما يدفع لاختبار محددات أخرى قد يكون لها تفسير أحسن لهذا السلوك التمويلي.

لهذا قمنا باختبار محددات الهيكل التمويلي من خلال دراسة مدى وجود تأثير لمكونين أساسيين لحوكمة الشركات على نسبة الاقتراض باستعمال نماذج قياسية، مع مقارنة الجانب النظري بالممارسات الميدانية للمؤسسات الاقتصادية والخروج بجل لإشكالية الدراسة مع اختبار فرضياتها.

**الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر حوكمة الشركات
على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي
للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40**

المبحث الأول: منهجية الدراسة القياسية

المبحث الثاني: التحليل الوصفي للمتغيرات وتحديد

مواصفات النموذج القياسي

المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة القياسية

تمهيد

خصص هذا الفصل لإجراء دراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات الفرنسية المسجلة في بورصة باريس والممثلة في مؤشر CAC40 وهذا لاختبار العلاقة الموجودة بين متغيرات حوكمة الشركات ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي بالإضافة لاختبار تأثير محددات هذا الأخير. ولتجسيد هذه الدراسة تم تحديد المنهجية العلمية المتبعة من خلال تحديد عينة الدراسة وطريقة جمع البيانات، بعدها تم تحديد متغيرات الدراسة سواء منها التابعة والمتعلقة بنسبة الاقتراض أو المفسرة والمتعلقة بحوكمة الشركات وتتمثل في متغيرات مجلس الإدارة وهيكل الملكية والتي تمثل المتغيرات المستقلة بالإضافة إلى المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي. وتم أيضا تحديد النموذج القياسي لاختبار العلاقات السببية بين المتغيرات والمتمثل في نموذج خط الانحدار المتعدد مطبق على بيانات البائل مع تبني طريقة المربعات الصغرى LSDV لتقدير النموذج.

بعد ذلك تم إجراء تحليل وصفي لبيانات كل متغير مع دراسة العلاقة السببية بين كل متغير مفسر ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، كما تم إجراء اختبار مواصفات التجانس لتحديد وجود الآثار الفردية في النموذج القياسي ثم تحديد مواصفات الآثار الفردية من خلال إجراء اختبار هوسمان (1978) Hausman.

وفي الأخير تم عرض نتائج النماذج القياسية الأربعة مع تحديد معنوية هذه النتائج، سواء المعنوية الكلية للنموذج أو معنوية المعالم الخاصة بمتغيرات الدراسة، مع مناقشة هذه النتائج على ضوء النظريتين التوافقية وسلمية مصادر التمويل بالإضافة إلى ما توصل إليه الباحثون في دراسات سابقة.

المبحث الأول: منهجية الدراسة القياسية

يهدف هذا المبحث لتوضيح المنهجية العلمية المعتمدة من طرف الباحث لإجراء الدراسة التطبيقية من خلال تحديد عينة الدراسة وكذا طرق جمع البيانات التي استعملت لتكوين قاعدة البيانات، بالإضافة لتحديد متغيرات الدراسة بمختلف أنواعها: تابعة، مستقلة وضابطة. ثم توضيح النماذج القياسية المعتمدة لاختبار العلاقات الموجودة بين مختلف متغيرات الدراسة بالإضافة إلى مختلف النماذج القياسية لتقدير النماذج الرياضية.

المطلب الأول: عينة الدراسة وطريقة جمع البيانات

خصص هذا المطلب لعرض العينة التي تمت عليها الدراسة القياسية والمتمثلة في أكبر المؤسسات المدرجة في بورصة باريس والمكوّنة لمؤشر CAC40 كما تم عرض الطريقة التي تم من خلالها جمع البيانات.

أولاً: عينة الدراسة

ترتكز الدراسة على قاعدة بيانات لعينة من المؤسسات الفرنسية المدرجة في بورصة باريس، وقد ركز الباحث على 40 مؤسسة المكوّنة لمؤشر بورصة باريس CAC40 باعتبارها المؤسسات القائدة والرائدة في الاقتصاد الفرنسي وهذا حسب التصنيف الصادر بتاريخ 20 مارس 2015 (انظر الملحق رقم 2). تضم هذه القائمة مؤسسات من مختلف القطاعات الاقتصادية، وبما أن الدراسة تستهدف المؤسسات الاقتصادية دون المالية فقد تم إقصاء القطاع المالي أين تم إقصاء 3 بنوك من العينة المدروسة (Société Générale, Crédit Agricole, BNP Paribas) بالإضافة لقطاع التأمين أين تم إقصاء شركة (AXA) وهذا لأن القواعد المحاسبية وقواعد إشهار المعلومات المالية المتعلقة بهذين القطاعين جد خاصة ومختلفة نسبياً مقارنة بالقواعد المطبقة في القطاعات الأخرى، بالإضافة إلى أن الهيكل التمويلي لهذا النوع من المؤسسات يختلف تماماً عن المؤسسات الاقتصادية في القطاعات الأخرى مما يؤثر سلباً على نتائج النماذج القياسية. باختصار لأن السياسة التمويلية للمؤسسات المالية تختلف تماماً عن ما هو موجود في المؤسسات غير المالية.

تمت الدراسة على فترة زمنية تقدر بـ 6 سنوات وتمتد من سنة 2010 إلى غاية 2015 مع العلم أن البيانات التي تم استقائها من التقارير المالية هي بيانات سنوية. وعلى اعتبار أن قاعدة البيانات مبنية على أساس بعدين هما: البعد الأول الوحدات (i) (Les individus) والذي يمثل

المؤسسات، والبعد الثاني يمثل الزمن (t) فإن قاعدة البيانات المقطعية مشكلة من 216 مشاهدة (مؤسسة-سنة) وهذا بعد إسقاط 24 مشاهدة خاصة بـ 4 مؤسسات مالية على فترة 6 سنوات.

وبهذا تضم العينة النهائية لهذه الدراسة 36 مؤسسة فرنسية مدرجة في بورصة باريس ومشكلة لمؤشر CAC40 مدروسة على فترة ممتدة لـ 6 سنوات، ما يعني أن قاعدة البيانات تضم 216 مشاهدة. هذه العينة تعتبر قابلة للدراسة إحصائيا بالنظر لعدد المؤسسات التي تكونها والمشاهدات التي تضمها.

الجدول رقم (1-1): عينة الدراسة

الملاحظات	المؤسسات	البيان
240	40	المؤسسات الإجمالية
18	3	البنوك التجارية
6	1	شركات التأمين
216	36	عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث

ثانيا : طريقة جمع البيانات

لتكوين قاعدة البيانات اعتمد الباحث على مجموعة من مصادر البيانات تتمثل أساسا في الوثائق المرجعية (Document de référence) والتقارير المالية (Rapports Financiers) بالإضافة إلى المواقع الإلكترونية الرسمية لمؤسسات عينة الدراسة والموقع الإلكتروني لبورصة باريس.

وترتكز بيانات القاعدة على المعلومات المالية والمحاسبية التي تم الحصول عليها من خلال الوثائق المرجعية، وبدرجة أدق من الفصول المرتبطة بالتقارير المالية والحسابات المدمجة (Comptes consolidés) حيث تم الاعتماد على القوائم المالية المدمجة للمؤسسات والمتمثلة في الميزانيات، جدول حسابات النتائج وجدول تدفقات الخزينة. هذه البيانات تم معالجتها لإعداد القياسات الخاصة بالهيكل التمويلي بالإضافة إلى المحددات الخاصة به والمرتبطة بخصائص المؤسسات. أما البيانات الخاصة بمجلس الإدارة فتم تجميعها من خلال الوثائق المرجعية ومن الفصول الخاصة بحوكمة الشركات، أين تم الحصول على البيانات المتعلقة بعدد أعضاء مجلس الإدارة وطبيعتهم (استقلاليتهم) وكذا طبيعة نظام حوكمة الشركات (ثنائي أم أحادي). أما هيكل الملكية فتم اللجوء إلى الفصول المتعلقة بهيكل رأس المال من نفس الوثائق مع الإشارة إلى

الاختلافات الكبيرة بين الشركات في عرض هذا الهيكل، مما شكل صعوبات في معالجة المعلومات المتعلقة بهذا المتغير.

للقيام بالمعالجة الإحصائية للبيانات اعتمد الباحث على برنامج Excelstat 14 وهو برنامج للتحليل الوصفي للبيانات، كما تم الاعتماد على برنامج Eviews 8 و Stata 12 لتقدير نماذج الانحدار الخطي والاختبارات الإحصائية.

المطلب الثاني: متغيرات الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى التحقق من قدرة آليات حوكمة الشركات على تفسير التغيرات التي تحدث في السياسة التمويلية للمؤسسة، ومن أجل نمذجة فرضيات الدراسة يمكن تقسيم متغيرات الدراسة إلى ثلاثة أقسام رئيسية وهي: أولاً المتغيرات التابعة والتي تمثل السياسة التمويلية للمؤسسة وتعكس ما يسمى بالهيكل التمويلي. وثانياً المتغيرات المفسرة، والتي تنقسم بدورها إلى قسمين: المتغيرات المستقلة والتي تمثل آليات حوكمة الشركات وتم حصرها في آلية مجلس الإدارة وآلية هيكل الملكية، والمتغيرات الضابطة (Variables de contrôle) وتتمثل في المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي.

أولاً- المتغيرات التابعة

تمثل دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة الهدف الرئيسي لهذه الدراسة. يتكون هذا الهيكل من الأموال الخاصة والديون وبالتالي نهدف لتفسير أهم العوامل التي تحدد نسبة الاقتراض في هذا الهيكل وتؤدي إلى ارتفاعها أو انخفاضها. هناك تنوع في طرق قياس هذه المتغيرات ويمكن حصر هذا الاختلاف أولاً في طبيعة القروض المستعملة (إجمالية، طويلة ومتوسطة الأجل، قصيرة الأجل)، ثانياً في طريقة تقييم القروض (قيمة محاسبية أم قيمة سوقية).

يوجد ثلاثة مؤشرات تستعمل عادة في قياس نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي وهي: نسبة الاقتراض الإجمالية وتم اعتمادها من قبل العديد من الباحثين مثل (Hovekimian, 2005 ;) (Freind & lang, 1988)، واستعمل البعض الآخر نسبة الاقتراض الطويل والمتوسط الأجل (Mackie-Mason, 1990 ; Shyam-Sunder & Meyers, 1999 ; Adedeji, 2001)، كما استعملت نسبة الاقتراض قصيرة الأجل من قبل (Titman & Wessels, 1988). في المقابل استعمل باحثون

آخرون القيمة السوقية في قياس نسبة الاقتراض (Hovakimian, 2003 ; Fanna & French, 2002) ; (Flannery & Rangan, 2004 ; Welch, 2004).

ويرى الباحث أن نسبة الاقتراض قصير الأجل لا تعكس السياسة التمويلية للمؤسسة لأن هذا النوع من القروض مرتبط بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة وليس التمويلي، على عكس القروض المتوسطة والطويلة الأجل فهي تعكس السياسة التمويلية للمؤسسة نظرا لطبيعة القرار التمويلي الذي يصنف على أنه استراتيجي، والاستراتيجي بعيد المدى كما أن هذه الأموال تستعمل في النشاط الاستثماري وليس الاستغلالي. لذلك يرى الباحث أن هذه النسبة (نسبة الاقتراض متوسط وطويل الأجل) هي الأفضل لتمثيل الهيكل التمويلي، أما نسبة الاقتراض الإجمالية فهي مجموع النسبتين وهي الأكثر استخداما من طرف الباحثين.

في إطار هذه الدراسة سنأخذ بمجموع النسبتين أي مجموع الاقتراض المتوسط والطويل الأجل زائد الاقتراض قصير الأجل إلى مجموع الأصول وهي ما تسمى بنسبة الاقتراض الإجمالية (DT). وتكتب بالصيغة الرياضية التالية:

$$DT = \frac{\sum DT}{\sum TA} \dots \dots \dots (2-1)$$

الجدول رقم (2-1): المتغيرات التابعة

القياسات	المختصرات	المتغيرات
نسبة مجموع القروض إلى مجموع الخصوم	DT	نسبة الاقتراض الإجمالية

المصدر: من إعداد الباحث

ثانيا - المتغيرات المستقلة:

تتمثل المتغيرات المستقلة في المتغير المستقل الذي يتضمنه عنوان الدراسة وهو حوكمة الشركات، وتهتم الأطروحة بدراسة قدرة هذه الأخيرة على تفسير السياسة التمويلية للمؤسسة من خلال آليتين هما: مجلس الإدارة وهيكل الملكية.

1 - آلية مجلس الإدارة

ترتكز حوكمة الشركات على آلية متميزة لتحقيق الرقابة وفرض الانضباط على مسيري المؤسسة تسمى مجلس الإدارة، فهذا الأخير مكلف بتمثيل المساهمين وحماية مصالحهم وفرض

الرقابة ومكافحة الممارسات الانتهازية للمسيرين وعزل غير الكفوئين منهم، لذلك يؤهل (Hermalin & Weisbach, 2003) مجلس الإدارة ليكون قلب حوكمة الشركات.

تطرت العديد من الدراسات للمعايير المرتبطة بفعالية الرقابة الممارسة بواسطة مجلس الإدارة، ولا يمكن للباحث أن يأخذ بكل هذه المعايير لذلك تم اختيار المعايير الأكثر استخداما من طرف الباحثين والمتفق عليها بينهم على أنها الأكثر تمثيلا لفعالية مجلس الإدارة وتتمثل أساسا في حجم مجلس الإدارة، استقلالية الإداريين والجمع بين وظائف المدير العام ورئيس مجلس الإدارة.

• حجم مجلس الإدارة

تم قياس حجم مجلس الإدارة في هذه الدراسة من خلال عدد الإداريين الذين يملكون مقعدا في هذا المجلس. هذا القياس استخدم أيضا من طرف (Yermach, 1996 ; Mak & Ong, 1999 ; Godard, 2001 ; Chtourou & al, 2001).

• استقلالية الإداريين

تعد الاستقلالية أحد العوامل الهامة والمحددة لفعالية مجلس الإدارة لأن الإداريين المستقلين يتميزون بنظرة أكثر وضوحا وحيادية للمؤسسة وهو ما يسمح بالمحافظة على مصالح المساهمين. ولا يوجد توافق وتوحيد في الطريقة التي يتم من خلالها ترتيب الإداريين ما بين داخلي وخارجي؛ هنا يتم التمييز ما بين ثلاثة أنواع من الإداريين وهم: الداخليون (موظفين حاليين في المؤسسة)، الخارجيون المنخرطون والخارجيون المستقلون.

تشمل صفة الإداريين الخارجيين المستقلين كل الإداريين الخارجيين الذين تكون علاقتهم الوحيدة بالمؤسسة هي كونهم أعضاء في مجلس الإدارة، وكذا المساهمين الهامين (الذين يمتلكون حصة هامة في رأس المال) الذين لا يمتلكون أي علاقة أخرى بالمؤسسة، بالإضافة إلى الإداريين الخارجيين للمؤسسة الأم أو المؤسسة الفرع.

أما الإداريون الخارجيون المنخرطون فهم الإداريون الذين يمتلكون علاقات عائلية أو علاقات أعمال مع الإدارة، ومن أمثلة هؤلاء نجد المحامين، موظفي البنوك، المستشارون، الإطارات العليا لوكالات التسويق التي تتعامل معها المؤسسة، الموظفون السابقون، أفراد عائلة المسيرين، والموظفون في مؤسسات أخرى لها حاليا علاقات عمل مع المؤسسة (Chtourou, 2000).

وأخيرا الإداريون الداخليون هم الأعضاء في إدارة المؤسسة وموظفيها بالإضافة إلى أعضاء الإدارة في الشركة الأم أو الفرع.

حسب قانون حوكمة الشركات المسجلة في بورصة باريس بفرنسا (AFEP-MEDEF) يصنف الإداري على أنه مستقل إذا كان لا يمارس أي علاقة مهما كانت طبيعتها مع الشركة أو إدارتها أو مجموعها، هذه العلاقة يمكن أن تتعارض مع ممارسة حرية إبداء الرأي والحكم. وبصفة أدق يصنف الإداري على أنه مستقل:

- إذا كان الإداري ليس أجيرا، ولا وكيل اجتماعيا للشركة، ولا وكيل اجتماعيا لشركة مرتبطة بها؛
- إذا كان الإداري ليس زبونا، موردا، موظف بنك أعمال أو تمويل للشركة؛
- إذا كان الإداري لا يملك علاقة قرابة عائلية مع أحد الوكلاء الاجتماعيين للشركة؛
- إذا لم يكن الإداري مراجعا لحسابات الشركة خلال الخمس سنوات الأخيرة؛
- لا يمثل مساهما مسيطرا أو مساهما مراقبا في الشركة؛
- لا يكون إداريا في المؤسسة لمدة تتجاوز 12 سنة.

تم قياس استقلالية الإداريين الخارجيين في هذه الدراسة من خلال نسبة الإداريين الخارجيين المستقلين إلى العدد الإجمالي للإداريين في مجلس الإدارة، هذا القياس استخدم أيضا في دراسة (Beasley & Petroni, 2001 ; Fernandez & Arrondo, 2005).

• الجمع بين منصب المدير العام ورئيس مجلس الإدارة

معظم التقارير الصادرة عن الهيئات والدول والتي تشرع وتحلل نظام حوكمة الشركات توصي بضرورة وجود انفصال بين مهام رئيس مجلس الإدارة ومهام المدير العام، هذه التقارير توضح أن الانفصال ما بين المنصبين وسيلة هامة من بين الوسائل التي تسمح بتحقيق استقلالية المجلس.

تم قياس متغير الجمع بين منصب المدير العام ورئيس مجلس الإدارة من خلال متغير ثنائي (صامت) (Variable dichotomique) يأخذ القيمة 1 إذا كان المنصبين يسيرهما نفس الشخص، والقيمة 0 في الحالة المعاكسة (عدم الجمع ما بين المنصبين). هذا القياس تم استخدامه من طرف العديد من الباحثين نذكر منهم (Godard & Mak & Ong, 1999 ; Brickley & al, 1997 ; Schatt, 2000 ; Chtourou & al, 2001).

2 - هيكل الملكية

يمثل هيكل الملكية آلية داخلية مهمة جدا ومؤشرا هاما من مؤشرات نظام حوكمة الشركات ويعتبره الباحثون آلية بديلة لآلية الحماية القانونية للمساهمين، فإذا كانت الحماية ضعيفة يلجأ المساهمون لتركيز ملكيتهم لتحقيق رقابة أكبر وحماية أنفسهم من التصرفات الانتهازية للمسيرين. وبالتالي تشتت الملكية يضعف نظام الرقابة كما يضعف من اهتمام المساهمين بتصرفات المسيرين على عكس وجود هيكل ملكية مركز. كما أن طبيعة المساهمين في المؤسسة قد تؤثر على شدة الرقابة الممارسة على المسيرين، ويتم قياس هيكل الملكية في هذه الدراسة من خلال تركيز الملكية.

يقيس متغير تركيز الملكية (BLOC) درجة تشتت أو تركيز ملكية رأس مال المؤسسة إما بيد عدد كبير أو قليل من المساهمين، وتشير القوانين واللوائح المحلية (الخاصة بكل دولة) إلى اختلاف المستوى (النسبة) الذي يسمح به للمساهمين بامتلاك تكتل رقابة (BLOC)؛ ففي الو.م.أ. تلزم لجنة (SEC) المؤسسات بإشهار أسماء المساهمين الذين يملكون 5% من حقوق التصويت في تقاريرها السنوية، بينما في كندا يتم إشهار أسماء المساهمين الذين يملكون 10%، لذلك تستعمل الدراسات الأمريكية مستوى 5% من الملكية بينما تعتمد الدراسات الكندية على 10% من ملكية حقوق التصويت.

هناك اختلاف بين الباحثين حول المقياس الذي يعكس أكثر هذا المتغير، فقد استخدمت النسبة المتركمة للأسهم المملوكة من طرف المساهمين الذي يملكون تكتل رقابة (المساهمون الذين يمتلكون أكثر من 5% أو 10%) مثل دراسة (Beasley, 1996 ; Chtourou, 2005). كما استخدم متغير ثنائي يأخذ القيمة 1 إذا كان المساهم الأول يملك على الأقل 5% من أسهم الشركة والقيمة 0 في الحالة المعاكسة مثل دراسة (Defond & Jiamleabo, 1991 ; Rechow & al, 1996).

تم قياس هذا المتغير في هذه الدراسة من خلال أكبر نسبة رأس مال مملوكة من طرف أكبر مساهم بغض النظر ما إذا كانت هذه النسبة تتجاوز 5% أم لا (أي وجود تكتل رقابة من عدمه)، هذا المقياس تم استخدامه من قبل (Godard, 2001 ; Fernandez & Arrondo, 2005).

ويمكن تلخيص المتغيرات المستقلة لهذه الدراسة مع قياساتها في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-3): المتغيرات المستقلة

القياسات	المختصرات	المتغيرات
عدد الإداريين المشكلين لمجلس الإدارة.	TCA	حجم مجلس الإدارة
نسبة الإداريين الخارجيين المستقلين الذين يملكون مقاعد في مجلس الإدارة من مجموع الإداريين.	IND	استقلالية الإداريين
متغير ثنائي يأخذ القيمة 1 في حالة الجمع بين المنصبين والقيمة 0 في حالة الفصل.	CUM	الجمع بين منصب الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة
نسبة رأس المال المملوك من طرف أكبر مساهم في الشركة.	BLOC	تركز الملكية

المصدر: من إعداد الباحث

ثالثا - المتغيرات الضابطة¹

تتمثل المتغيرات الضابطة في المحددات الكلاسيكية المفسرة للهيكل التمويلي وترتبط بالخصائص المالية المميزة للمؤسسات والتي تعرف بمحددات الهيكل التمويلي، تشير الأدبيات المالية إلى وجود عدد كبير من هذه المحددات منها ما هو كمي ومنها ما هو نوعي، ولا يمكن اختبارها كلها نظرا لعددها الكبير كما يمكن ملاحظة أن الباحثين عادة ما يقومون باختبار عدد محدود من هذه المحددات، وقد ارتأى الباحث اختيار عدد أكبر من هذه المحددات على ضوء الدراسات السابقة والبيانات المتاحة لمؤسسات عينة الدراسة بالإضافة إلى نتائج المؤشرات الإحصائية على رأسها معاملات الارتباط. وقد تم اختيار سبعة (7) محددات لاختبار تأثيرها على الهيكل التمويلي لمؤسسات العينة. وكما هو معلوم يتم استنباط هذه المحددات من خلال الأدبيات المالية لنظريتي الهيكل التمويلي والمتمثلة في النظرية التوافقية ونظرية سلمية مصادر التمويل مع الإشارة إلى عدم وجود توافق تام حول تأثير كل محدد من هذه المحددات على الهيكل التمويلي سواء على المستوى النظري أو الدراسات الميدانية.

¹ - Variables de contrôles.

1. معدل النمو

تشير الأدبيات المالية إلى أن نمو المؤسسة يستوجب توفير الأموال اللازمة للاستجابة لهذه الاحتياجات، ويؤثر هذا النمو على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة. ولقياس متغير النمو يلجأ الباحثون إلى العديد من المؤشرات والمقاييس فقد استعملت نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية (MTB) ونسبة نمو المبيعات السنوية.

تم قياس معدل النمو (Crois) في هذه الدراسة من خلال التغير النسبي لمجموع الأصول، أي الزيادة السنوية في حجم الأصول نسبة إلى مجموع الأصول للسنة الماضية. هذا القياس تم استخدامه من طرف (Fama & French, 2000 ; Kremp & Stöss 2001) ويحسب بالعلاقة التالية:

$$Crois_{i,t} = \frac{TA_{i,t} - TA_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} \dots\dots(2-2)$$

2. معدل المردودية

يعتبر متغير المردودية الأكثر دراسة من طرف الباحثين ولم يكن هناك توافق بينهم حول العلاقة الموجودة ما بين هذا المتغير ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، يشار هنا إلى أن المردودية المراد دراستها هي المردودية الاقتصادية باعتبارها مقياساً للأداء الاقتصادي للمؤسسة خارج السياسة التمويلية، وبالتالي يتم دراسة تأثير حجم المردودية الاقتصادية على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة.

تم قياس هذا المتغير في هذه الدراسة من خلال مردودية الأصول أو ما يعرف بـ « ROA » والذي يحسب بالعلاقة ما بين النتيجة الجارية قبل الضريبة (RCAI) ومجموع الأصول، هذا القياس تم استخدامه من قبل (Booth & al, 2001 و Kouao, 2011). ويمكن صياغة العلاقة الرياضية لهذا المتغير كما يلي:

$$Rent_{i,t} = \frac{RCAI_{i,t}}{TA_{i,t}} \dots\dots(3-2)$$

3. حجم المؤسسة

يرتبط حجم المؤسسة بدرجة تنوع نشاط المؤسسة وبالتالي التأثير على مخاطر الإفلاس، فمن المعلوم أن هذه الأخيرة تنخفض كلما ارتفعت درجة تنوع نشاط المؤسسة. وعليه حاولنا التأكد من أن زيادة حجم المؤسسة وبالتالي تنوع نشاطها سيؤثر على نسبة الاقتراض في الهيكل

التمويلي. واستخدم لقياس هذا المتغير مقياس مجموع الأصول وكذا عدد عمال المؤسسة في بعض الدراسات.

أما في هذه الدراسة فتم قياس هذا المتغير من خلال حجم المبيعات على اعتبار أن هذا الأخير يعكس حجم المؤسسة وفي نفس الوقت تنوع النشاط، وعليه يقاس هذا المتغير باللوغريتم النبيري لرقم الأعمال السنوي الصافي (CAN). ويمكن صياغة العلاقة الرياضية لهذا المتغير كما يلي:

$$\text{Size}_{i,t} = \text{Ln}(\text{CAN}_{i,t}) \dots\dots(4-2)$$

استخدم هذا المقياس أيضا من طرف (Titman & Wessels, 1988 و Rajan & Zingales, 1995).

4. الوفرات الضريبية البديلة

حسب دراسة (De Angelo & Masulis (1980 تعتبر الوفرات الضريبية الغير مرتبطة بالقروض بديلة للوفرات الضريبية المرتبطة بالقروض، ويمكن أن يكون لهذه الوفرات تأثير على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي نظرا للميزة التي تحققها لذلك من الأهمية بما كان اختبار هذه العلاقة. وهناك اتفاق شبه تام ما بين الباحثين على أن الاهتلاكات الخاصة بالتثبيات تقيس حجم هذه الوفرات وفي دراسات أخرى تم الاعتماد على مخصصات الاهتلاكات والمؤونات.

تم قياس الوفرات الضريبية البديلة في هذه الدراسة من خلال نسبة مخصصات الاهتلاكات والمؤونات إلى مجموع الأصول على اعتبار أن أقساط الاهتلاك تمثل تكاليف ثابتة لها تأثير شبيه لأثر الاقتراض، فإذا كان هذا الأخير ينشأ عنه رافعة مالية فإن أقساط الاهتلاك ينشأ عنها ما يسمى بالرافعة التشغيلية. ويمكن صياغة العلاقة الرياضية لهذا المتغير كما يلي:

$$\text{Ecoimp}_{i,t} = \frac{\text{DA}_{i,t}}{\text{TA}_{i,t}} \dots\dots(5-2)$$

استخدم هذا المقياس أيضا من طرف (De Angelo & Masulis, 1984 و Latrous, 2007).

5. هيكل الأصول

تستخدم التثبيات المادية كضمانات للحصول على القروض لأنها أقل عرضة لعدم تماثل المعلومات ولا تخسر حجما كبيرا من قيمتها في حالة التصفية، ومن المحتمل أن يؤثر حجم هذا النوع من التثبيات على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة.

يقاس هيكل الأصول أو ما يسمى بملموسية الأصول من خلال مقارنة حجم الأصول الثابتة المادية (التثبيات المادية) بمجموع الأصول، وتم قياس هذا المتغير في هذه الدراسة بهذا المقياس. ويمكن صياغة العلاقة الرياضية لهذا المتغير كما يلي:

$$\text{Tang}_{i,t} = \frac{\text{IC}_{i,t}}{\text{TA}_{i,t}} \dots \dots (6-2)$$

هذا المقياس استخدم أيضا من طرف (Rajan & Zingales, 1995 و Frank & Goyal, 2003).

6. المخاطر

ترتبط المخاطر بالمردودية ويؤدي تذبذب هذه الأخيرة وعدم التأكد بشأنها إلى زيادة المخاطر مما قد يؤثر على استخدام القروض كمصدر لتمويل المؤسسة بسبب ظهور مخاطر الإفلاس. وقد استخدم لقياس هذا المتغير عدد كبير من المقاييس تتفق فيما بينها من حيث تركيزها على قياس درجة تشتت العوائد، وكان من أبرز هذه المقاييس الانحراف المعياري كمقياس إحصائي مهم في العديد من الدراسات الميدانية.

تم قياس المخاطر في هذه الدراسة من خلال الانحراف ما بين نسبة التغير في نمو النتيجة قبل الضريبة (RCAI) للمؤسسة i خلال السنة t ومتوسط معدل النمو للنتيجة قبل الضريبة خلال الفترة T (مدة الدراسة)، هذه الصياغة جاءت بها دراسة (Deesomsak & al (2009) واستخدمت أيضا من طرف (Kouao (2011). وتكتب بالعلاقة الرياضية التالية:

$$\text{Risq} = \frac{(\text{RCAI}_{i,t} - \text{RCAI}_{i,t-1})}{\text{RCAI}_{i,t-1}} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \frac{(\text{RCAI}_{i,t} - \text{RCAI}_{i,t-1})}{\text{RCAI}_{i,t-1}} \dots \dots (7-2)$$

7. السيولة

لم يختبر هذا المتغير كثيرا من قبل الباحثين، ويرى الباحث أن توفر السيولة لدى المؤسسة قد يساهم في تسديد القروض مما قد يخفف من استخدامها، كما تستخدم هذه السيولة في تمويل بعض احتياجات المؤسسة. يقاس هذا المتغير من خلال العلاقة ما بين مجموع الأصول الجارية ومجموع الخصوم الجارية، هذا القياس استخدم من قبل بعض الدراسات مثل Hergli & Teulon (2013). ويمكن صياغة العلاقة الرياضية لقياس هذا المتغير كما يلي:

$$\text{Liq}_{i,t} = \frac{\sum \text{AC}_{i,t}}{\sum \text{PC}_{i,t}} \dots \dots (8-2)$$

ويمكن تلخيص المتغيرات الضابطة لهذه الدراسة مع قياساتها في الجدول التالي:

الجدول (1-4): المتغيرات الضابطة

القياسات	المختصرات	المتغيرات
التغير النسبي لمجموع الأصول	Crois	معدل النمو
نسبة النتيجة الجارية قبل الضريبة (RCAD) إلى مجموع الأصول	Rent	معدل المردودية
اللوغرتم النبيري لرقم الأعمال السنوي الصافي.	Size	حجم المؤسسة
نسبة مخصصات الاهتلاكات والمؤنات إلى مجموع الأصول.	Ecoimp	الوفرات الضريبية البديلة
نسبة حجم الأصول الثابتة المادية (التثبيات المادية) إلى مجموع الأصول.	Tang	هيكل الأصول (ملموسية الأصول)
الانحراف ما بين نسبة التغير في نمو النتيجة الجارية قبل الضريبة (RCAD _{i,t}) للمؤسسة i خلال السنة t ومتوسط معدل النمو للنتيجة الجارية قبل الضريبة خلال مدة الدراسة T.	Risq	المخاطر
نسبة مجموع الأصول الجارية إلى مجموع الخصوم الجارية.	liq	السيولة

المصدر: من إعداد الباحث

المطلب الثالث: النماذج القياسية المستعملة

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة الموجودة ما بين الهيكل التمويلي للمؤسسة بمختلف المحددات والعوامل المؤثرة عليه من جهة بالإضافة إلى متغيرات حوكمة الشركات من جهة أخرى، ويدرس السلوك التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة من خلال مقارنة ساكنة (Statique).

يرتكز هذا النموذج الساكن الخاص بـ Modigliani & Miller على فرضية أن الهيكل التمويلي عبارة عن متغير عشوائي، وهو دالة (تابع) لمجموعة من العوامل المؤثرة (المحددات) والتي تقسم في هذه الدراسة إلى نوعين: المتغيرات المستقلة والمتمثلة في متغيرات حوكمة الشركات

Crois, Rent, Size,) بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة والمتمثلة (TCA, BLOC, IND, CUM) . (Ecoimp, Tang, Risq, Liq

وعليه اعتمدنا على نموذج الانحدار المتعدد الذي يربط العلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع (الهيكل التمويلي). وهذا بهدف دراسة، واختبار، وتحليل تأثير كل عامل من هذه العوامل (المفسرة) على الهيكل التمويلي الذي يمثل الظاهرة المراد تفسيرها. مع العلم أنه يوجد عدد كبير من العوامل التي لها تأثير على الهيكل التمويلي ولا يمكن اختبار تأثيرها دفعة واحدة لذلك اقتصرنا الدراسة على أهم هذه العوامل (مثلما اعتاد عليه الباحثون) والتي لها علاقة ارتباط أكبر بالهيكل التمويلي وعددها سبعة.

وتم تطبيق نموذج الانحدار المتعدد في إطار البيانات المقطعية (بانل) Données de panels أي دراسة ذات بعدين؛ البعد الأول زمني (t): حيث تمت هذه الدراسة على فترة زمنية تقدر بـ 6 سنوات (t = 6)، أما البعد الثاني الوحدات فيمثل المؤسسات (i) (Individus) وشملت عينة هذه الدراسة على 36 مؤسسة، وعليه يفرض هذا النوع من الدراسات استعمال نماذج البيانات المقطعية. حسب (Bourbonnais, 2015) تتمثل النماذج ذات البيانات المقطعية في النماذج ذات بعدين: الزمن والوحدات، وقد تكون هذه البيانات المقطعية إما متوازنة ما يعني أن كل الوحدات (المؤسسات) لها نفس المشاهدات، بينما البيانات المقطعية الغير متوازنة فتتميز بوجود نقص في المشاهدات الخاصة ببعض الوحدات (المؤسسات) (p. 346).

يتكون النموذج الخطي للبيانات المقطعية من البعد الأول الوحدات (المؤسسات مثلا) والخاص بـ N وحدة (مؤسسة) $i=1, \dots, N$. والبعد الثاني الزمن T مشاهدة زمنية $t=1, \dots, T$ ما يعني وجود n مشاهدة $n=N \times T$ ، ويكتب النموذج الخطي البسيط بالعلاقة التالية (Bourbonnais, 2015,) :

$$Y_{it} = a_{0i} + \sum_{k=1}^k X_{kit} + \varepsilon_{it} \dots \dots (9-2)$$

حيث تمثل:

Y_{it} : المتغير التابع الخاص بالوحدة i في الزمن t؛

X_{it} : المتغيرات المفسرة للوحدة i في الزمن t وعددها k $X_{it} = (X_{1it}, X_{2it}, \dots, X_{kit})$ ؛

a_{0i} : الثابت الخاص بالوحدة i؛

$\hat{a}_i = (a_{1i}, a_{2i}, \dots, a_{ki})$ متغير مستقل k معاملات الخاصة بـ k متغير مستقل

ε_{it} : مقدار الخطأ.

من خلال الشكل العام لهذا النموذج يمكن أن نتحصل على أربع احتمالات (إمكانيات)

أساسية (Bourbonnais, 2015, pp. 348-349):

الحالة الأولى: التجانس التام (Homogénéité Totale)

في هذه الحالة تكون كل الثوابت a_{0i} وكل المعاملات \hat{a}_i متساوية بالنسبة لكل الوحدات (المؤسسات) وينتج عن ذلك ثبات كل المعاملات بالنسبة لكل الوحدات بحيث $a_{0i} = a_0$ و $\hat{a}_i = \hat{a}$ وعليه يحتمل النموذج معادلة واحدة للتقدير عند $n = N \times T$ أي نموذج مدمج (empilées) ولتقدير هذه المعادلة يمكن استخدام طريقة المربعات الصغرى MCO أو طريقة المربعات الصغرى المعممة MCG حسب هيكل مصفوفة التباين والتباين المشترك للأخطاء¹.

الحالة الثانية: عدم التجانس (الاختلاف) التام (Hétérogénéité Totale)

في هذه الحالة تكون كل الثوابت a_{0i} وكل المعاملات \hat{a}_i مختلفة بالنسبة لكل الوحدات i ، وبالتالي يرفض هيكل البيانات المقطعية، وهنا يتم تقدير النموذج معادلة بمعادلة بالنسبة لكل المعادلات N (معادلة لكل وحدة) باستخدام طريقة المربعات الصغرى MCO أو طريقة المربعات الصغرى المعممة MCG حسب هيكل مصفوفة التباين والتباين المشترك للأخطاء.

الحالة الثالثة: الاختلاف في معاملات المتغيرات المفسرة وتساوي قيم الثوابت

في هذه الحالة تكون كل الثوابت a_{0i} متساوية ($a_{0i} = a_0$)، لكن تكون معاملات المتغيرات المفسرة \hat{a}_i مختلفة، وهنا يتم تقدير النموذج معادلة بمعادلة بالنسبة لكل المعادلات N (معادلة لكل وحدة) باستخدام طريقة المربعات الصغرى MCO أو طريقة المربعات الصغرى المعممة MCG حسب هيكل مصفوفة التباين والتباين المشترك للأخطاء.

الحالة الرابعة: الاختلاف في قيم الثوابت والتجانس في معاملات المتغيرات المفسرة

في هذه الحالة تكون كل الثوابت a_{0i} مختلفة ما بين الوحدات، ولكن المعاملات الخاصة بالمتغيرات المفسرة \hat{a}_i تكون ثابتة بالنسبة لكل الوحدات ($\hat{a}_i = \hat{a}$) هذا النموذج يسمى نموذج الآثار الفردية « Modèle à effets individuels ».

¹ - la matrice des variances et covariances des erreurs.

يشير النموذج الساكن (Statique) لكل من Modigliani & Miller إلى أن الهيكل التمويلي للمؤسسة ممثلاً بنسب الاقتراض يتحدد بمجموعة من العوامل تؤثر عليه، وسيتم اختبار عدد من هذه العوامل من خلال هذه الدراسة ممثلة أساساً في حوكمة الشركات وعوامل مرتبطة بالخصائص المالية للمؤسسة. يفترض هذا النموذج أن العلاقة ما بين الهيكل التمويلي للمؤسسة والعوامل المؤثرة عليه هي علاقة خطية. وعليه يمكن صياغة النموذج الساكن الذي يختبر العلاقة بين نسبة الاقتراض ومختلف العوامل المفسرة من خلال الصياغة التالية:

$$DT_{i,t} = a_{0i} + \sum_{k=1}^k b_{k,i,t} X_{k,i,t} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad \dots\dots(9-2)$$

حيث تمثل: $DT_{i,t}$: نسبة الاقتراض الإجمالية للمؤسسة i في السنة t ؛

a_{0i} : الثابت الخاصة بالمؤسسة i ؛

$b_{k,i,t}$: المعامل الخاص بالمتغير المستقل k للمؤسسة i في السنة t ؛

$X_{k,i,t}$: المتغير المستقل k للمؤسسة i في السنة t ؛

μ_i : المتغير الصامت للمؤسسة i ؛

γ_t : المتغير الصامت للسنة t ؛

$\varepsilon_{i,t}$: البواقي للمؤسسة i في السنة t .

وتتمثل المتغيرات المفسرة في هذه الدراسة في نوعين: النوع الأول هي المتغيرات المستقلة

لهذه الدراسة والمتمثلة في:

- حجم مجلس الإدارة TCA؛
- استقلالية مجلس الإدارة IND؛
- الجمع بين مهام الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة CUM؛
- تركيز الملكية BLOC.

أما النوع الثاني فيتمثل في المتغيرات الضابطة والمتمثلة في:

- النمو Crois؛
- المردودية Rent؛
- حجم المؤسسة Size؛
- ملموسية الأصول Tang؛
- الوفرات الضريبية البديلة Ecoimp؛

- المخاطر (Risq)؛

- السيولة (Liq).

وتشترط نماذج الانحدار المتعدد أن يبنى النموذج على أساس فرضيات (Gauss Markov)

والمتمثلة فيما يلي:

- الفرضية 1: المتغير التابع هو دالة خطية بالنسبة للمتغيرات المستقلة؛

- الفرضية 2: يخضع الخطأ العشوائي للتوزيع الطبيعي، ويمكن أن يؤخذ قيما موجبة، معدومة

أو سالبة كما أن توقعه الرياضي يساوي الصفر، أي أن:

$$E(\varepsilon_i) = 0, i = 1, \dots, n$$

- الفرضية 3: ثبات تباين الخطأ العشوائي، أين تكون بيانات الأخطاء العشوائية (ε_i) ثابتة

وموجبة بالنسبة لكل مشاهدات العينة، أي أن:

$$\text{Var}(\varepsilon_i) = E(\varepsilon_i^2) = \delta^2$$

- الفرضية 4: انتظام قيم المتغيرات المستقلة وعدم تغيرها من عينة إلى أخرى، ومهما كانت

النسبة $\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})$ دائما تكون غير مساوية للصفر ودائما تكون عدد منته، وذلك

يبين أن:

$$\text{COV}(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = E(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0$$

$$i \neq j, i, j = 1 \rightarrow n$$

- الفرضية 5: يخضع عنصر الخطأ العشوائي ε_i للتوزيع الطبيعي، وقيمه مستقلة عن بعضها

البعض.

- الفرضية 6: المتغيرات المستقلة المستخدمة في النموذج هي متغيرات مستقلة خطيا عن

بعضها البعض.

وللتحقق من هذه الفرضيات قمنا بإجراء الاختبارات التالية:

- **معامل التحديد**

يعتبر معامل التحديد مؤشر أساسي لتقييم مدى معنوية العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات

المفسرة، ويوضح هذا المعامل نسبة مساهمة المتغيرات المفسرة في تفسير التغير الحاصل في

المتغير التابع. وتكون قيمة معامل التحديد محصورة ما بين 0 و1، ويمكن أن يأخذ هذا المعامل

القيم التالية (جلاطو، 2007، ص. 161):

- $R^2 = 1$: المتغيرات المفسرة تفسر تفسيراً تاماً التغير الحاصل في المتغير التابع؛

- $R^2 = 0$: لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة؛

- $0 < R^2 < 1$: المتغيرات المفسرة لا تفسر التغير الحاصل في المتغير التابع تفسيراً كاملاً.

- **إختبار فيشر**

يسمح هذا الاختبار باختبار المعنوية الكلية لنموذج الانحدار، بمعنى اختبار ما إذا كان

لمجموع المتغيرات المفسرة أثر على المتغير التابع. ويمكن صياغة هذا الاختبار بالطريقة التالية:

هل يوجد على الأقل متغير مفسر واحد له معنوية؟ ويعتمد هذا الاختبار على فرضيتين هما:

- فرضية العدم H_0 : وتنص على انعدام العلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع أي أن:

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_k = 0$$

الفرضية البديلة H_1 : تنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع أي أن:

$$H_1: \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \dots \neq \beta_k \neq 0$$

يتم حساب (F) بالطريقة التالية (Bourbonnais, 2015, p. 67):

$$F = \frac{\sum_t (\hat{y}_t - \bar{y}) / k}{\sum_t e_t^2 / (n - k - 1)} \dots \dots \dots (10-2)$$

وبعد حساب قيمة (F) تقارن مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية (k) و (n-k-1) للبسط والمقام

عند مستوى معنوية معين. فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من الجدولية ترفض فرضية العدم

وتقبل الفرضية البديلة أي أن العلاقة المدروسة ذات معنوية وهناك على الأقل متغير مفسر واحد

من المتغيرات المفسرة له تأثير على المتغير التابع في النموذج. أما إذا كانت القيمة المحسوبة

أصغر من القيمة الجدولية فإن ذلك يعني قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة، ما يعني أن

العلاقة المدروسة غير معنوية وأن كل المتغيرات المفسرة ليس لها تأثير على المتغير التابع

.(Bourbonnais, 2015, pp. 67-68)

- **اختبار درين واتسون Durbin Watson**

يستعمل اختبار درين واتسون DW للكشف عن وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء

من الدرجة الأولى حسب الشكل:

$$\varepsilon_t = \rho \varepsilon_t + v_t \text{ حيث } v_t \rightarrow N(0, \sigma_v^2) \dots \dots \dots (11-2)$$

يتم اختبار الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \rho = 0$$

$$H_1 : \rho \neq 0$$

لاختبار فرضية العدم H_0 يتم حساب إحصائية DW وفق العلاقة التالية:

$$DW = \frac{\sum_{t=2}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n e_t^2} \dots \dots \dots (12 - 2)$$

حيث: e تمثل البواقي (الأخطاء).

تكون إحصائية DW محصورة ما بين 0 و 4 ونتحصل على $DW = 2$ عندما يكون $\hat{\rho} = 0$ ($\hat{\rho}$ يمثل ρ المشاهد observé). لاختبار فرضية العدم يجب الحصول على القيم الجدولية ل DW عند مستوى المعنوية 5% بدلالة حجم العينة n وعدد المتغيرات k. قراءة جدول إحصائية درين واتسون يسمح بتحديد قيمتي DL و DU محصورة ما بين 0 و 2 والتي تحدد المسافة ما بين 0 و 4 وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (3-1): إحصائية درين واتسون DW

0	$\rho > 0$	DL	؟	DU	$\rho = 0$	2	$\rho = 0$	4-DU	؟	4-DL	$\rho < 0$	4
---	------------	----	---	----	------------	---	------------	------	---	------	------------	---

Source : Bourbonnais, 2015, p. 129

حسب قيمة إحصائية DW المحسوبة يمكن الحصول على أربع مجالات وهي:

- إذا كان $DU < DW < 4 - DU$ نقبل الفرضية $H_0 \rightarrow \rho = 0$ ؛
- إذا كان $0 < DW < DL$ نرفض الفرضية $H_0 \rightarrow \rho > 0$ ؛
- إذا كان $4 - DL < DW < 4$ نرفض الفرضية $H_0 \rightarrow \rho < 0$ ؛
- إذا كان $DL < DW < DU$ أو $DU < DW < 4 - DL$ يسمى هذا المجال بمنطقة الشك (الارتباط الذاتي للأخطاء غير محدد).

- إختبار خضوع البواقي للقانون الطبيعي (Normality)

عند: $\mu_k = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^k$ من الدرجة k يكون معامل الالتواء يساوي $B_1^{1/2} = \frac{\mu_3}{\mu_3^{3/2}}$

ومعامل التفلطح يساوي $B_2 = \frac{\mu_4}{\mu_2^2}$. إذا كان التوزيع طبيعي وكان عدد المشاهدات كبير ($n > 30$):

$$B_2 \rightarrow N(3; \sqrt{\frac{24}{n}}) \text{ و } B_1^{1/2} \rightarrow N(0; \sqrt{\frac{6}{n}})$$

يمكن حساب الإحصائيات:

و $V_1 = \frac{|B_1^{1/2} - 0|}{\sqrt{\frac{6}{n}}}$ و $V_2 = \frac{|B_2 - 3|}{\sqrt{\frac{24}{n}}}$ ويتم مقارنتهما بـ 1.96 (قيمة القانون الطبيعي عند مستوى المعنوية

5%)، وإذا تم تأكيد الفرضيتين:

$V_1 = 0 : H_0$ هناك تناظر؛

$V_2 = 0$ هناك تفلطح طبيعي.

سنتكون قيمة $V_1 \leq 1.96$ و $V_2 \leq 1.96$ وتتحقق فرضية التوزيع الطبيعي، أما في الحالة

المعاكسة فسترفض فرضية التوزيع الطبيعي (Bourbonnais, 2015, p. 244).

من خلال هذا المبحث قمنا بتقديم العينة ومتغيرات الدراسة بالإضافة إلى النماذج الرياضية التي سيتم من خلالها تقدير العلاقات السببية وهذا في إطار المنهجية التي اتبعت في هذه الدراسة. يتمثل المتغير المراد تفسيره في الهيكل التمويلي والذي تم قياسه من خلال نسبة القروض الإجمالية، أما المتغيرات المفسرة فتتمثل في المتغيرات الخاصة بحوكمة الشركات وهي أربعة؛ ثلاث منها خاصة بمجلس الإدارة أما الرابعة فخاصة بهيكل الملكية. بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة والمرتبطة بالخصائص المالية لمؤسسات العينة وهي سبع متغيرات. النموذج القياسي المعتمد عليه لتقدير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة هو النموذج الساكن أما طريقة التقدير المستعملة فهي طريقة المربعات الصغرى LSDV. وبعد تحديد منهجية الدراسة القياسية يجب تحليل متغيرات الدراسة مع تحديد مواصفات التجانس وكذا طبيعة الآثار الفردية.

المبحث الثاني: التحليل الوصفي للمتغيرات وتحديد مواصفات النموذج القياسي

يهدف هذا المبحث لتحليل متغيرات الدراسة التي تم عرضها سابقا تحليلًا وصفيًا وذلك باستعمال مجموعة من مؤشرات الإحصاء الوصفي. بالإضافة لتحديد مواصفات النموذج القياسي لمعرفة هل النموذج يحتوي على آثار فردية أم لا، كما يهدف لاختبار طبيعة هذه الآثار الفردية هل هي آثار ثابتة أم عشوائية.

المطلب الأول : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

خصص هذا المطلب لتحليل البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة سواء التابعة، المستقلة أو الضابطة تحليلًا وصفيًا لمعرفة الاتجاهات العامة لهذه المتغيرات باستعمال مقاييس الإحصاء الوصفي والمتمثلة في: الوسط الحسابي، الوسيط، أعظم قيمة، أدنى قيمة، الانحراف المعياري،

معامل الالتواء ومعامل التفلطح بالإضافة إلى قياس العلاقة السببية بين المتغيرات المفسرة ونسبة الاقتراض الإجمالي من خلال معادلة خط الانحدار البسيط.

أولاً- المتغيرات التابعة

تمثل نسبة الاقتراض الإجمالية المتغير التابع لهذه الدراسة وتعكس السياسة الاقتراضية للمؤسسة أي نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، وتم حسابها من خلال العلاقة ما بين مجموع الديون ومجموع الأصول، تتحصر قيمة هذه النسبة بين [0،1].

الجدول رقم (1-5): التحليل الوصفي لمتغير نسبة الاقتراض الإجمالية

Variable	Moy	Médiane	Max	Min	Écart-type	Skewness	Kurtosis
DT	0.615852	0.603609	0.941845	0.056129	0.148736	-0.324752	3.336614

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

من خلال الجدول (1-5) نلاحظ أن مؤسسات العينة تعتمد في المتوسط على القروض بنسبة 61.58% من مجموع أموالها، ما يعني أنها تجاوزت السياسة الوسطية في التمويل (قاعدة 50-50)، وبما أن الوسيط يساوي 60,36% وهو أقل من قيمة الوسط الحسابي فهذا يعني أن معظم مؤسسات عينة الدراسة لديها نسبة اقتراض إجمالية أكبر من 60,36%.

تتراوح قيم هذا المتغير ما بين 5,61% كأدنى نسبة اقتراض و94,18% كأعظم نسبة اقتراض سجلتها الدراسة للمؤسسات المكونة لمؤشر CAC40، ويشير معامل الانحراف المعياري إلى أن تشتت البيانات ضعيف نسبياً 0,1487 هذا التماسك يدل على وجود تقارب في السياسات الاقتراضية لمؤسسات عينة الدراسة.

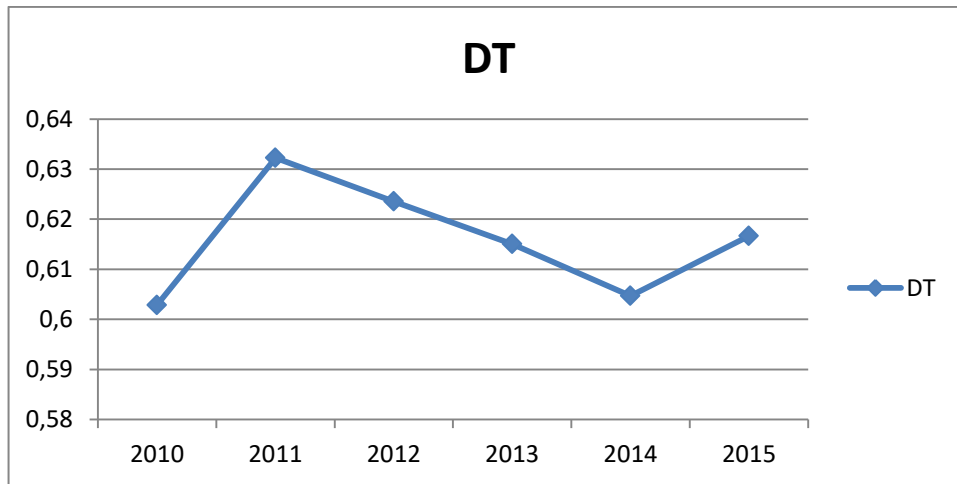
يشير معامل الالتواء Skewness إلى وجود عدم تناظر ضعيف من اليسار $F_1 : -0,324752$ قيمة هذا الأخير تشير إلى توزيع إحصائي ضعيف الالتواء $F_1 \in [-2, 2+]$. كما يشير معامل التفلطح Kurtosis إلى وجود توزيع متطاول ما يعني تشتت ضعيف لبيانات هذا المتغير لأن $P_2 > 3$ (3,336614) وهذا دليل على تماسك بيانات هذا المتغير، ويؤكد ما يشير إليه الانحراف المعياري. هذه المعاملات تشير إلى أن هذا المتغير له توزيع إحصائي قريب نسبياً من التوزيع الطبيعي (Skewness=0 , Kurtosis=3).

يشير منحنى التطور البياني لمتغير نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات مؤشر CAC40 إلى وجود ثلاث مراحل أساسية، المرحلة الأولى من 2010 إلى 2011 وتميزت بارتفاع نسبة الاقتراض

الإجمالية وتمثل مرحلة ما بعد الأزمة المالية (2008) حيث انتقلت من 60,28% والتي تمثل أدنى متوسط سنة 2010 إلى 63,22% والتي تمثل أعلى متوسط مستوى اقتراض تعرفه مؤسسات عينة الدراسة. تلتها مرحلة انخفاض وهي المرحلة الثانية من 2011 إلى غاية 2014 حيث انتقلت نسبة هذا المتغير من 63,22% سنة 2011 إلى 60,47% سنة 2014. لترتفع في السنة الأخيرة إلى 61.66%.

الشكل رقم (3-2): منحنى التطور البياني لمتغير نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات مؤشر

CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

ثانيا: المتغيرات المستقلة

تمثل آليات حوكمة الشركات المتغيرات المستقلة في هذه الدراسة وهي آلية مجلس الإدارة وآلية هيكل الملكية. وتم تحليل خصائص هذين الآليتين من خلال أربعة متغيرات أساسية؛ ثلاث منها متعلق بمجلس الإدارة والرابع خاص بهيكل الملكية.

1- حجم مجلس الإدارة TCA

من أهم خصائص مجلس الإدارة الفعال حجم مجلس الإدارة ويقاس في هذه الدراسة من خلال عدد الإداريين الذين يملكون مقاعد في هذا المجلس.

الجدول رقم (1-6): التحليل الوصفي لمتغير حجم مجلس الإدارة

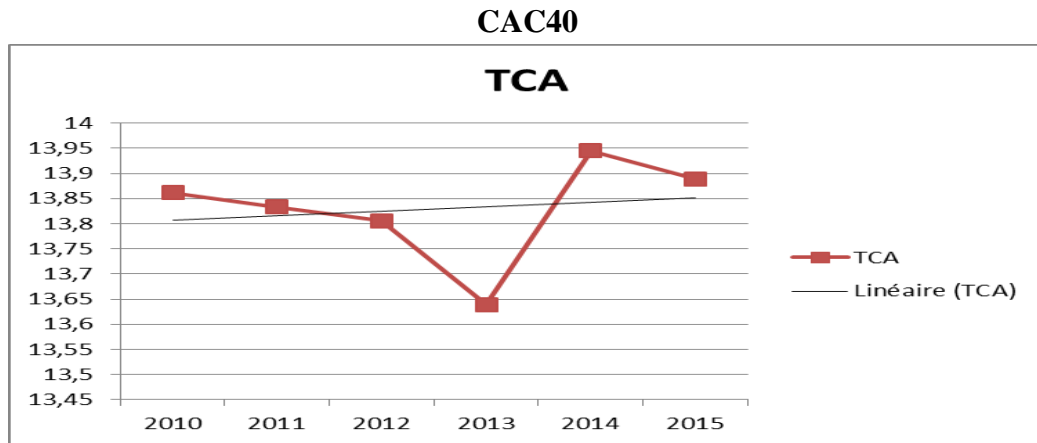
Variables	Moy	Médiane	Max	Min	Écart-type	skewness	kurtosis
TCA	13.8287	14.0000	22.0000	8.0000	2.837180	0.327314	2.805498

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

يشير الجدول (1-6) إلى أن متوسط عدد الإداريين في مجالس إدارة المؤسسات المكونة لمؤشر CAC40 إداري تقريبا، وهذا العدد جد معتبر ويعكس الاهتمام الكبير لهذه المؤسسات بوجود عدد مهم يمارس الصلاحيات الرقابية لهذا المجلس، هذا المتوسط أقل بقليل من الوسيط الذي يساوي 14 إداريا، وهذا يعني أن معظم مؤسسات عينة الدراسة لديها عدد أعضاء مجلس إدارة أقل من 14 عضوا. يتراوح حجم مجلس الإدارة لمؤسسات عينة الدراسة ما بين 22 إداريا كأكبر حجم مجلس إدارة و8 إداريين كأصغر حجم مجلس إدارة هذا الأخير أكبر بكثير من الحد الأدنى المنصوص عليه قانونا (3 إداريين). ويشير معامل الانحراف المعياري إلى تشتت كبير للبيانات 2,83 هذا يدل على التباين الكبير في ممارسات مؤسسات عينة الدراسة من حيث عدد الإداريين الذين يملكون مقاعد في مجلس الإدارة مقارنة بالمتوسط 14 عضوا.

معامل الالتواء لهذا المتغير يساوي 0,327314 وهو قريب من 0 ويشير إلى وجود توزيع إحصائي غير متناظر من اليمين $F1 > 0$ غير أن قيمة هذا المعامل تنتمي إلى المجال $[-2, +2]$ ما يعني وجود توزيع إحصائي ضعيف الالتواء، أما معامل التفلطح فكانت قيمته 2,805498 ما يعني أن التوزيع الإحصائي متفلطح قليلا لأن قيمته أقل من 3 ما يعني وجود تشتت قوي نسبيا للبيانات هذا المتغير، هذه النتيجة يؤكدها معامل الانحراف المعياري.

الشكل رقم (3-3): منحنى التطور البياني لمتغير حجم مجلس الإدارة لمؤسسات مؤشر

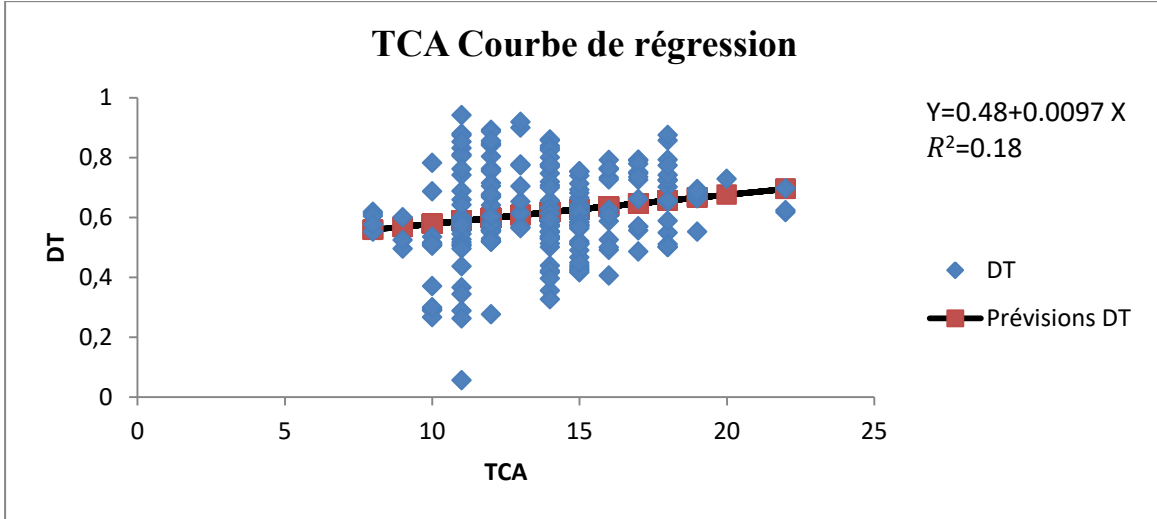


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

يشير منحنى التطور البياني لمتغير حجم مجلس الإدارة إلى وجود انخفاض تدريجي طفيف في عدد الإداريين الذين يشغلون مناصب في هذا المجلس حيث انخفضت من 13,86 عضوا سنة 2010 إلى 13,63 عضوا سنة 2013، ويمثل هذا المتوسط الحد الأدنى الذي وصل إليه عدد

الإداريين في مجالس الإدارة لمؤسسات عينة الدراسة ليرتفع بعدها مباشرة إلى أقصى حد من الإداريين سنة 2014 بـ 13,94 عضوا ثم انخفض سنة 2015 إلى 13,88 عضوا. الملاحظة الأساسية أن تغيرات عدد الإداريين كانت طفيفة وكانت في حدود 14 عضوا تقريبا.

الشكل رقم (3-4): منحنى خط الانحدار لمتغير حجم مجلس الإدارة لمؤسسات مؤشر CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

يشير الشكل البياني لكوكبة النقاط التي تربط العلاقة بين نسبة الاقتراض وحجم مجلس الإدارة إلى وجود تشتت نسبي لمتغير حجم مجلس الإدارة، في المقابل نلاحظ وجود علاقة طردية بين المتغيرين وهو ما تؤكد معادلة خط الانحدار، والتي تشير لوجود علاقة طردية ($+0,0097$) ما يعني أن زيادة عضو واحد في مجلس الإدارة سيؤدي إلى ارتفاع نسبة الاقتراض الإجمالية بـ $0,0097$ هذه النتيجة تعطي صورة مبدئية حول العلاقة الموجودة بين المتغيرين دون أن تشكل نتيجة نهائية.

2- استقلالية أعضاء مجلس الإدارة

استقلالية أعضاء مجلس الإدارة هي أهم خاصية يتميز بها الإداريون من أجل ممارسة رقابية فعالة لذلك يجب أن يكون $\frac{2}{3}$ من هؤلاء الأعضاء مستقلين من أجل تحقيق فعالية أكبر لمجلس الإدارة. يقاس هذا المتغير بنسبة عدد الأعضاء المستقلين إلى مجموع الأعضاء بمجلس الإدارة.

الجدول رقم (1-7): التحليل الوصفي لمتغير استقلالية مجلس الإدارة

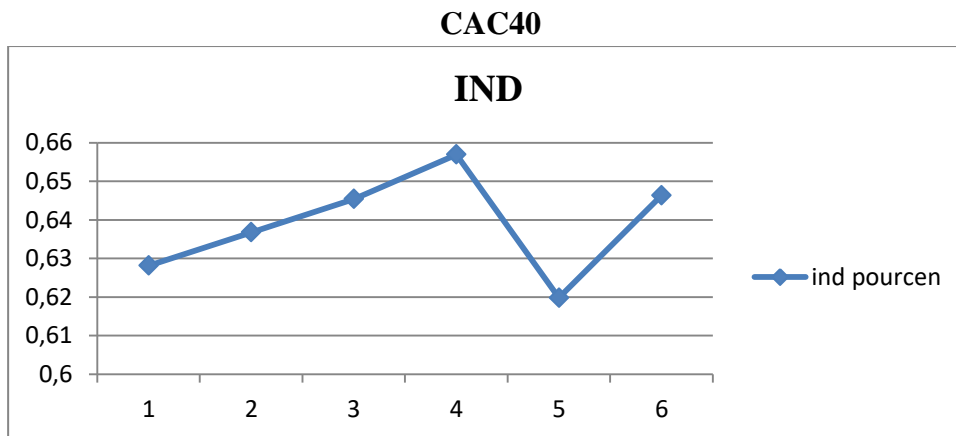
Variables	Moy	Médiane	Max	Min	Écart-type	skewness	Kurtosis
IND	0.638871	0.639610	1.000000	0.181818	0.190784	0.172045	2.234691

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

يشير الجدول (1-7) إلى أن متوسط الأعضاء الإداريين المستقلين في مجالس إدارة المؤسسات المكونة لمؤشر CAC40 يساوي 63,88% أي أقل بقليل من ثلثي الأعضاء، وهي نسبة مقبولة تعكس اهتمام مؤسسات عينة الدراسة باستقلالية مجالس إدارتها هذا المتوسط أقل بقليل من الوسيط الذي يساوي 63,96%، وهذا يعني أن هناك عدد أكبر من مؤسسات عينة الدراسة التي لديها استقلالية في مجلس الإدارة أقل من 63,96%. كانت أكبر نسبة للأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة لمؤسسات العينة 100% أي أن بعض مؤسسات العينة لها مجالس إدارة مكونة بالكامل من أعضاء مستقلين مثل شركة (Unibail- Rodamco و Publicis Groupe sa)، أما أدنى نسبة لهذا النوع من العضوية فتساوي 18,18% فقط وهي نسبة ضعيفة جدا تؤثر سلبا على فعالية الدور الرقابي لمجالس الإدارة. يشير معامل الانحراف المعياري لوجود تشتت نسبي لبيانات هذا المتغير 0.1907 يدل على اختلاف الممارسات والأهمية التي توليها مؤسسات العينة لاستقلالية مجالس إدارتها رغم أنها من المؤشرات الهامة التي تنعكس إيجابا على فعالية هذه المجالس.

معامل الالتواء لهذا المتغير يساوي 0,172045 وهي قريبة من 0 وتشير إلى عدم تناظر نسبي من اليمين $F1 > 0$ للتوزيع الإحصائي لهذا المتغير، وتشير قيمة هذا المعامل إلى وجود توزيع إحصائي ضعيف الالتواء $F1 \in [-2, +2]$ ، كما يشير معامل التقلطح إلى وجود توزيع إحصائي متقلطح نسبيا $P2 = 2,234651$ ما يعني وجود تشتت قوي نسبيا لبيانات هذا المتغير، هذه الملاحظة يؤكدتها معامل الانحراف المعياري.

الشكل رقم (3-5): منحنى التطور البياني لمتغير استقلالية مجلس الإدارة لمؤسسات مؤشر

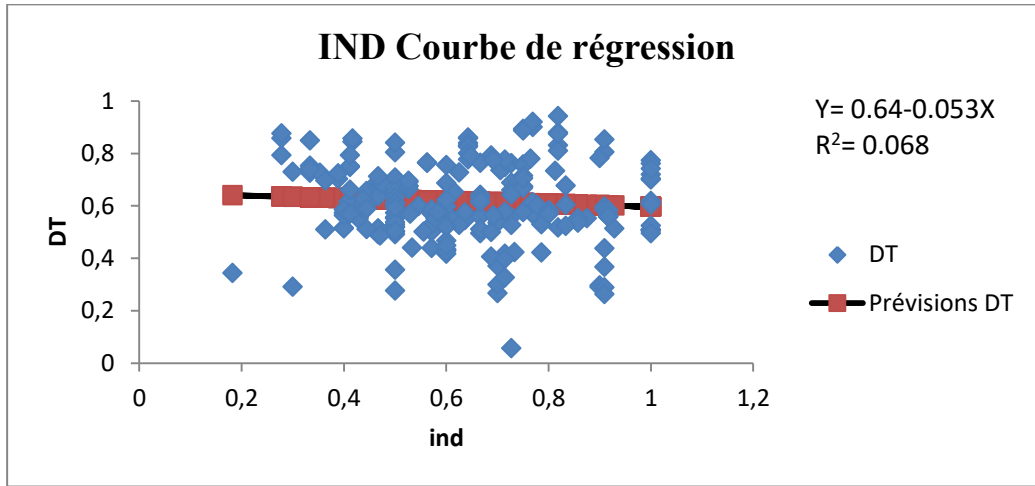


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

يشير منحنى التطور البياني لمتغير استقلالية أعضاء مجلس الإدارة لوجود ارتفاع تدريجي ابتداء من سنة 2010 (أين كانت نسبة الاستقلالية عند أدنى مستوى لها) أين كانت 62,81% واستمرت بالارتفاع تدريجيا إلى أن وصلت إلى أعلى نسبة لها سنة 2013 أين وصلت إلى ما نسبته 65,69% ثم انخفضت مباشرة إلى أدنى مستوى لها سنة 2014 حيث انخفضت إلى 61,97% لترتفع في السنة الأخيرة إلى 64,62%، وعلى العموم يمكن القول أن نسبة استقلالية مجالس إدارة المؤسسات المكونة لمؤشر CAC40 تقترب من ثلثي الأعضاء، وهذه النسبة مقبولة وتخدم أكثر فعالية مجلس الإدارة.

الشكل رقم (3-6): منحنى خط الانحدار لمتغير استقلالية مجلس الإدارة لمؤسسات

مؤشر CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

يشير الشكل البياني لكوكبة النقاط للعلاقة بين نسبة الاقتراض الإجمالية ونسبة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة لوجود تشتت نسبي لبيانات هذا المتغير، كما نلاحظ وجود علاقة عكسية بين نسبة الاقتراض الإجمالية ونسبة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، أي أنه كلما ارتفعت نسبة المتغير المستقل بوحدة واحدة كلما انخفضت نسبة الاقتراض الإجمالية بـ 5,3% ما يعني أن زيادة عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة سيدفعون الإدارة لتقاضي الاقتراض واللجوء إلى مصادر تمويل بديلة كالأموال الخاصة، هذه النتيجة تعطي صورة مبدئية حول العلاقة الموجودة بين المتغيرين دون أن تكون نتيجة نهائية.

3- الجمع بين وظيفة المدير العام ورئيس مجلس الإدارة CUM

تشير العديد من التقارير إلى ضرورة الفصل بين منصب الرئيس المدير العام ومنصب رئيس مجلس الإدارة أي الفصل بين وظيفة التسيير ووظيفة الرقابة. يقاس هذا المتغير بمتغير ثنائي يأخذ القيمة 1 في حالة الجمع بين المنصبين والقيمة 0 في حالة الفصل.

الجدول رقم (1-8): التحليل الوصفي لمتغير الجمع بين وظيفتي الرئيس المدير العام ورئيس

مجلس الإدارة

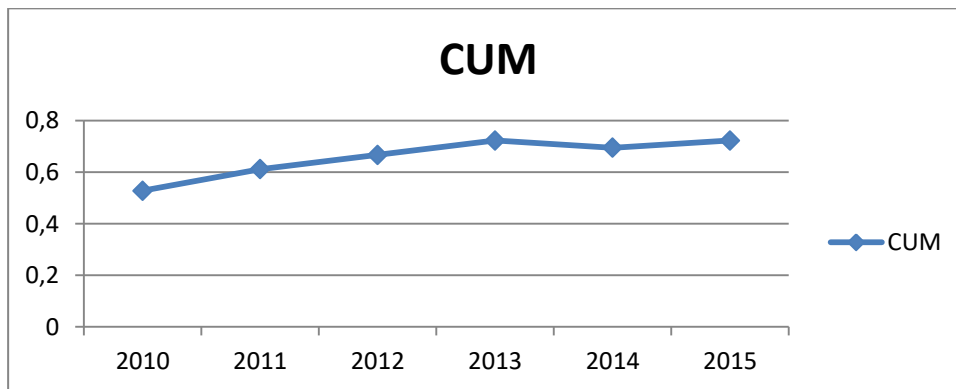
Variables	Moy	Médiane	Max	Min	Écart-type	skewness	Kurtosis
CUM	0.657407	1.000000	1.000000	0.000000	0.475679	-0.663359	1.440046

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

يشير الجدول (1-6) إلى أن 65.74% من المؤسسات المكونة لمؤشر CAC40 تجمع ما بين منصب الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة أما الوسيط فيساوي 1. أكبر قيمة لهذا المتغير تساوي 1 والتي تعني الجمع بين الوظيفتين أما أصغر قيمة فتساوي 0 وتعني الفصل بين المتغيرين. يشير معامل الانحراف المعياري لوجود تشتت نسبي لبيانات هذا المتغير 0.4756 ما يدل على اختلاف ممارسات مؤسسات العينة في اختيار النظام الداخلي لحوكمة الشركات (الأحادي أو الثنائي). معامل الالتواء لهذا المتغير يساوي -0.6633 ويشير إلى عدم تناظر نسبي من اليسار $F1 < 0$ كما تشير قيمة هذا المعامل إلى وجود توزيع إحصائي ضعيف الالتواء $F_1 \in [-2, +2]$ ، أما معامل التقلطح فيشير إلى وجود توزيع إحصائي متقلطح نسبياً $P2 = 1.44$ ما يعني وجود تشتت نسبي لبيانات هذا المتغير، هذه الملاحظة يؤكدها معامل الانحراف المعياري.

الشكل رقم (3-7): منحنى التطور البياني لمتغير الجمع بين وظيفتي الرئيس المدير العام

ورئيس مجلس الإدارة لمؤسسات مؤشر CAC40

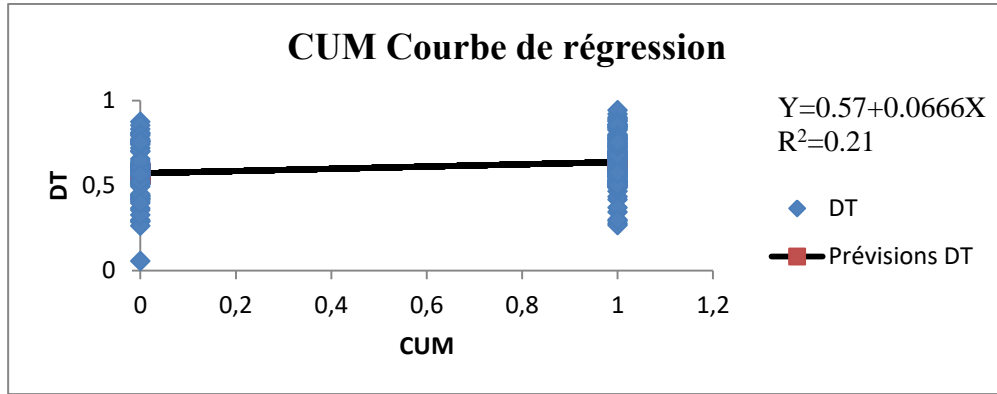


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

يشير الشكل رقم (3-7) إلى وجود منحنى تصاعدي لنسبة المؤسسات التي تملك نظام أحادي لحوكمة الشركات، حيث انتقلت نسبة هذا النظام لدى مؤسسات العينة من 52.77% سنة 2010 إلى 72.22% سنة 2013 لتتخفص بعد ذلك إلى ما نسبته 69.44% سنة 2014 ثم ارتفعت في السنة الأخيرة (2015) إلى نفس نسبة سنة 2013 أي 72.22%. ولكن الملاحظة العامة هي تزايد تبني مؤسسات العينة للنظام الأحادي بدلا من الثنائي وهو ما قد يضعف الرقابة.

الشكل رقم (3-8): منحنى خط الانحدار لمتغير الجمع بين وظيفتي الرئيس المدير العام ورئيس

مجلس الإدارة لمؤسسات مؤشر CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

يشير الشكل (3-8) إلى وجود علاقة طردية إيجابية بين النظام الأحادي لحوكمة الشركات ونسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة، وهذا يعني أن نسبة الاقتراض تكون أكبر كلما كانت وظيفة التسيير والرقابة في يد نفس الشخص أي الرئيس المدير العام. هذه النتيجة تعطي صورة مبدئية حول العلاقة الموجودة بين المتغيرين دون أن تشكل نتيجة نهائية.

4- تركيز الملكية

يقاس تركيز الملكية في هذه الدراسة بالنسبة التي يملكها أكبر مساهم في رأس مال الشركة، ويعكس هذا المتغير مدى تشتت أو تركيز الملكية فوجود تركيز كبير لهذا الأخير يعكس وجود رقابة أكبر على إدارة المؤسسة من طرف المساهمين، على عكس تشتت الملكية أين لا يأبه صغار المساهمين بممارسة دورهم الرقابي.

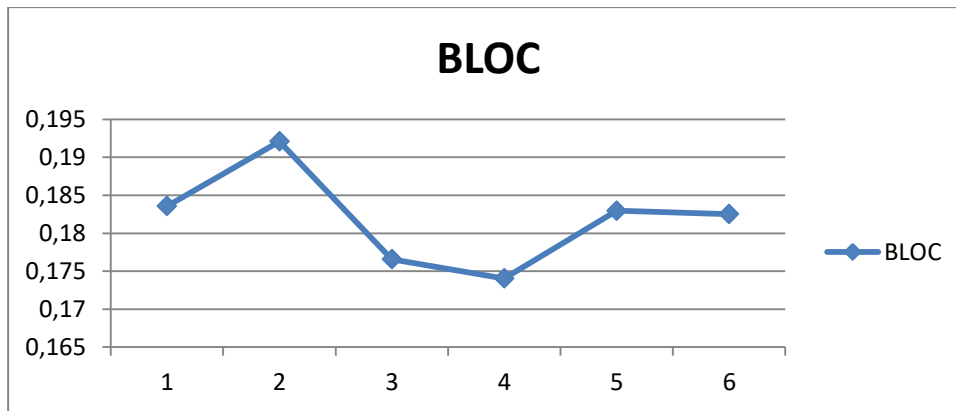
الجدول رقم (1-9): التحليل الوصفي لمتغير تركيز الملكية

Variables	Moy	Médiane	Max	Min	Écart-type	skewness	Kurtosis
BLOC	0.181963	0.110800	0.880000	0.011900	0.175280	2.108515	8.042603

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

من خلال الجدول (1-9) نلاحظ أن متوسط ما يملكه أكبر مساهم في المؤسسات المكونة لمؤشر CAC40 18,19% من رأس المال وهي نسبة معتبرة تعكس تركيز ملكية رأس مال مؤسسات العينة مما قد يؤدي إلى اهتمام هؤلاء المساهمين بممارسة دورهم الرقابي، هذا المتوسط أكبر من الوسيط الذي يساوي 11,08% ما يعني أن معظم المؤسسات لديها نسبة تركيز ملكية أكبر من 11,08%. تتراوح حصة أكبر مساهم في رأس مال مؤسسات العينة ما بين 1,99% وهي أقل حصة مملوكة خلال فترة الدراسة، في حين وصلت أكبر حصة مملوكة 88% من رأس مال هذه المؤسسات. ويشير معامل الانحراف المعياري إلى وجود تشتت ضعيف لبيانات هذا المتغير 0,17520 هذا يدل على أن نسبة الملكية العظمى لرأس مال مؤسسات العينة متقاربة فيما بينها. أما معامل الالتواء فيشير إلى وجود عدم تناظر كبير من اليمين F_1 يساوي 2,108515 وهو أكبر من 0 مع ملاحظة وجود توزيع إحصائي شديد الالتواء نسبياً لأن F_1 لا ينتمي إلى المجال $[-2,+2]$ ، كما يشير معامل التفلطح لوجود توزيع متطاول لأن P_2 يساوي 8,042603 وهي أكبر بكثير من 3 ما يدل على وجود تشتت ضعيف لبيانات هذا المتغير وهو ما يؤكد معامل الانحراف المعياري.

الشكل رقم (3-9): منحنى التطور البياني لمتغير تركيز الملكية لمؤسسات مؤشر CAC40



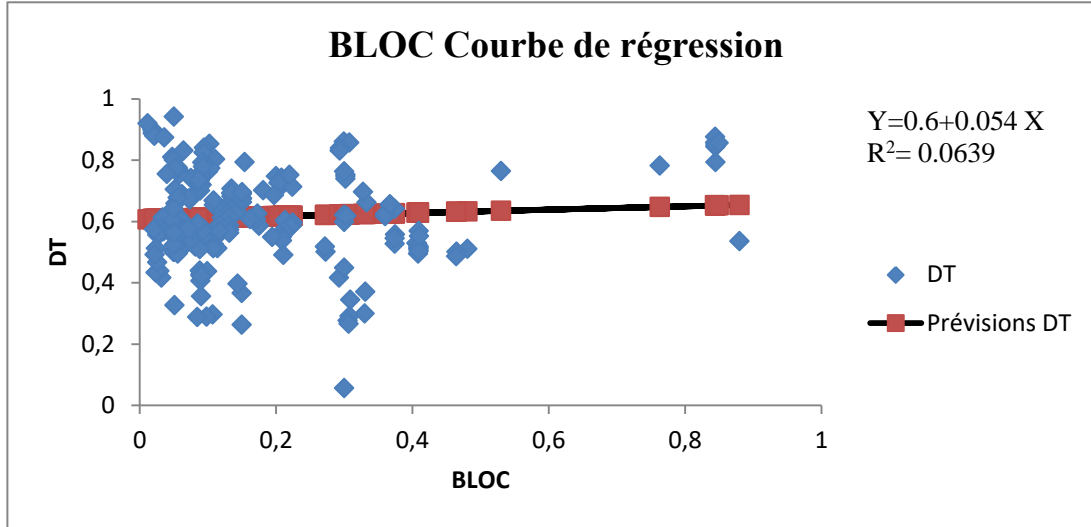
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

من خلال منحنى التطور البياني لمتغير تركيز الملكية نلاحظ ارتفاع متوسط النسبة المملوكة من طرف أكبر مساهم في المؤسسات المكونة لمؤشر CAC40 حيث كانت 18,35% سنة 2010 وارتفعت إلى 19,2%* سنة 2011، ثم انخفضت خلال السنتين الموالتين لتصل سنة 2013 إلى

* وهي أعظم متوسط نسبة تركيز للملكية.

17,4 % والتي تمثل أدنى متوسط نسبة تركيز للملكية لترتفع بعد ذلك إلى 18,29 % سنة 2014 ثم انخفضت إلى ما نسبته 18,25 % في السنة الأخيرة.

الشكل رقم (3-10): منحنى خط الانحدار لمتغير تركيز الملكية لمؤسسات مؤشر CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

يشير الشكل البياني (3-10) لكوكبة النقاط التي تربط العلاقة بين نسبة الاقتراض ونسبة تركيز الملكية إلى وجود تشتت نسبي لبيانات هذا المتغير، في المقابل تشير العلاقة بين المتغيرين إلى وجود علاقة طردية (+0,054) ما يعني أنه كلما زادت نسبة تركيز الملكية بوحدة واحدة سيؤدي ذلك إلى ارتفاع نسبة الاقتراض الإجمالية بـ 0,054 هذه النتيجة تعطي صورة مبدئية حول العلاقة الموجودة بين المتغيرين دون أن تشكل نتيجة نهائية.

ثالثاً - المتغيرات الضابطة

تتمثل المتغيرات الضابطة في هذه الدراسة في المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي وهي سبعة وقد تم تحليلها تحليلًا وصفيًا من خلال هذا العنصر.

1- معدل النمو

تم قياس معدل النمو في هذه الدراسة من خلال نسبة التغير (الزيادة أو الانخفاض) في مجموع الأصول، وبالتالي زيادة حجم الأصول يعكس نمو المؤسسة والعكس صحيح.

الجدول رقم (1-10): التحليل الوصفي لمتغير النمو

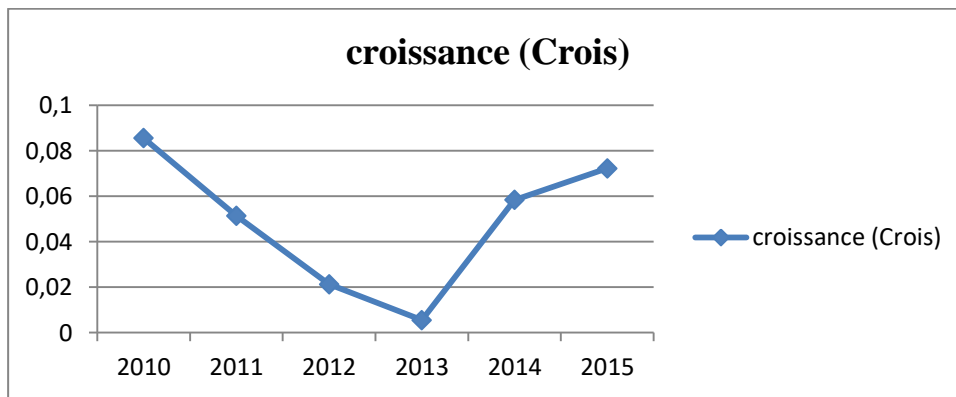
Variables	Moy	Médiane	Max	Min	Écart-type	skewness	kurtosis
Crois	0.049009	0.041021	0.856115	-0.590106	0.122871	0.905740	14.81849

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

نلاحظ من خلال الجدول (1-10) أن متوسط معدل نمو المؤسسات المكونة لمؤشر CAC40 خلال الفترة المدروسة كان 0,049 أي ما يقارب 5% سنويا، هذا يعني أن مجموع أصول مؤسسات العينة ينمو سنويا بـ 5% هذا المتوسط أكبر من الوسيط الذي كان 4,1% ما يعني أن معظم مؤسسات عينة الدراسة لديها معدل نمو أكبر من 4,1%. يتراوح معدل نمو مؤسسات العينة ما بين -59,01% والتي تمثل أدنى معدل للتراجع في النمو، في حين كان أكبر معدل نمو لهذه المؤسسات 85,61%. ويشير معامل الانحراف المعياري إلى وجود تشتت ضعيف نسبيا لبيانات هذا المتغير 0,1228 هذا يدل على تقارب معدلات النمو المحققة مقارنة بمتوسطها. معامل الالتواء Skewness لمتغير معامل النمو يساوي 0,905740 وهو أكبر من 0 وهذا يدل على عدم تناظر من اليمين لهذا التوزيع الإحصائي، وتتنمي قيمة هذا المعامل إلى المجال $[-2,+2]$ ما يعني وجود توزيع إحصائي ضعيف الالتواء، أما معامل التفلطح فيشير إلى وجود توزيع متطاوّل $P2 > 3$ (14,81849) أي تشتت ضعيف لبيانات هذا المتغير، هذه النتيجة تؤكد معامل الانحراف المعياري.

يشير منحنى التطور البياني لمتغير معدل النمو لوجود انخفاض تدريجي في متوسط معدل النمو السنوي لمؤسسات عينة الدراسة حيث انخفض هذا المتوسط من أعلى نسبة له سنة 2010 والتي كانت 8,55% ليصل إلى أدنى متوسط معدل نمو سنة 2013 والذي كان 0,54% ليرتفع خلال السنتين الموالتين إلى 5,82% سنة 2014 ثم 7,22% سنة 2015.

الشكل رقم (3-11): منحنى التطور البياني لمتغير النمو لمؤسسات مؤشر CAC40

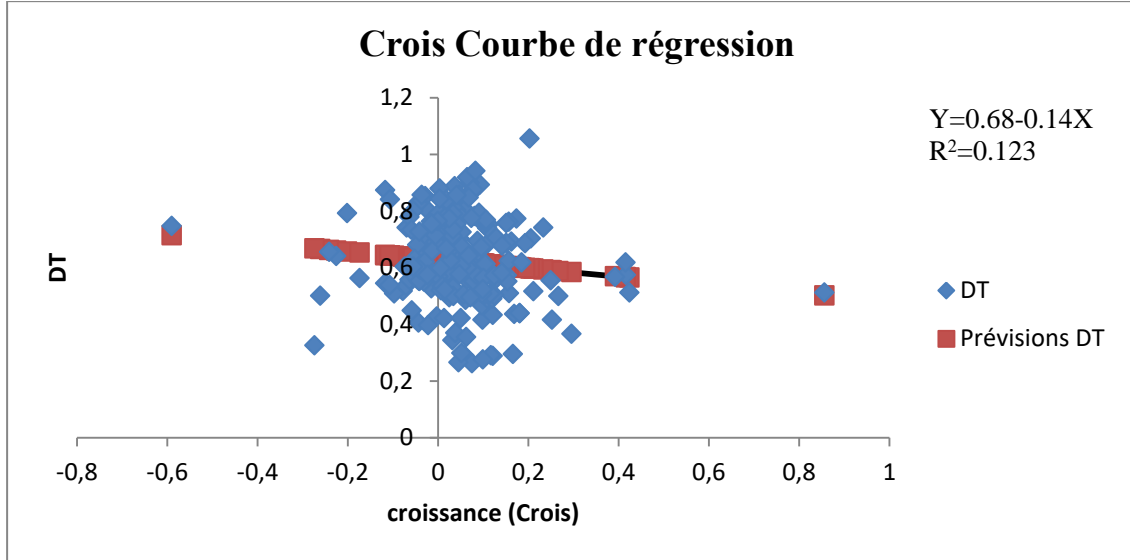


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

نلاحظ من خلال الشكل البياني (3-12) لكوكبة النقاط التي تربط العلاقة بين نسبة الاقتراض الإجمالية ومعدل النمو إلى وجود تشتت ضعيف نسبيا لبيانات هذا المتغير، كما نلاحظ

أيضا وجود علاقة عكسية بين المتغيرين (-0,14) هذا يعني أنه كلما زاد معدل نمو المؤسسة بوحدة واحدة سيؤدي ذلك إلى انخفاض نسبة الاقتراض الإجمالية بـ 0,14، هذه النتيجة تعطي صورة مبدئية حول العلاقة الموجودة بين المتغيرين دون أن تشكل نتيجة نهائية.

الشكل رقم (3-12): منحنى خط الانحدار لمتغير النمو لمؤسسات مؤشر CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

2- المردودية

مردودية المؤسسة من أهم المتغيرات التي درس تأثيرها على نسبة الاقتراض، ويتم قياسها في هذه الدراسة بالعلاقة بين النتيجة الجارية قبل الضريبة (RCAI) ومجموع الأصول.

الجدول رقم (1-11): التحليل الوصفي لمتغير المردودية

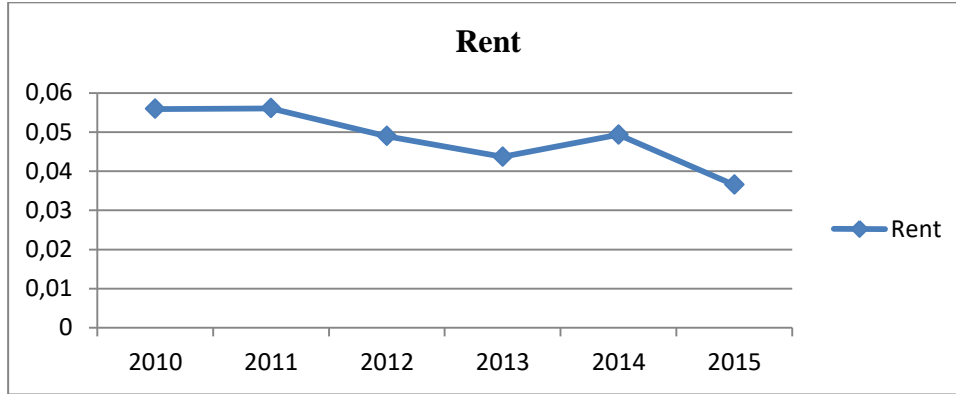
Variables	Moy	Médiane	Max	Min	Écart-type	skewness	kurtosis
Rent	0.048402	0.046411	0.157003	-0.097871	0.040613	-0.085720	3.886059

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

يشير الجدول (1-11) إلى أن متوسط مردودية المؤسسات المكونة لمؤشر CAC40 يساوي 4,84% في حين كان الوسيط 4,64% وهو أقل من الوسط الحسابي، ما يعني أن أغلب مؤسسات العينة تحقق مردودية اقتصادية أكبر من 4,64%. وتتراوح المردودية الاقتصادية لمؤسسات العينة ما بين -9,78% وهي أدنى مستوى للمردودية في حين كان أعظم مستوى مردودية محققة 15,7%. يشير معامل الانحراف المعياري لتشتت ضعيف نسبيا لبيانات هذا المتغير 0.0406 ما يدل على التقارب الكبير للمردودية المحققة من طرف مؤسسات عينة الدراسة

خلال الفترة المدروسة. معامل الالتواء لهذا المتغير يساوي $-0,085720$ وهو قريب من الصفر ويشير إلى وجود توزيع إحصائي متناظر تقريبا إلا أنه لا يساوي 0 تماما فهو غير متناظر من اليمين لأن $F1 < 0$ ، أما معامل التفلطح فكان $3,886059$ ما يعني وجود توزيع إحصائي متطاول $P2 > 3$ وأن التوزيع ضعيف التشتت، هذه النتيجة يؤكدتها معامل الانحراف المعياري.

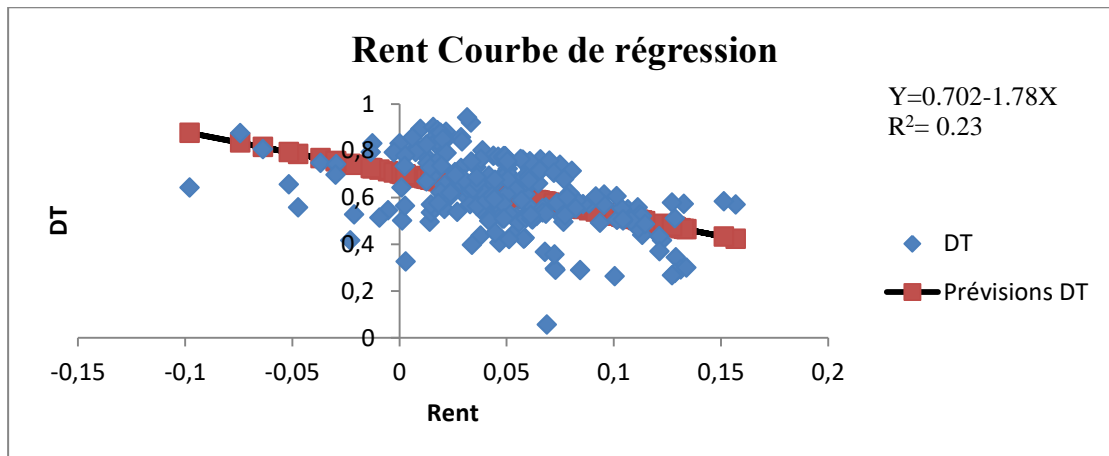
الشكل رقم (3-13): منحنى التطور البياني لمتغير المردودية لمؤسسات مؤشر CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

يشير منحنى التطور البياني لمتغير المردودية إلى ارتفاع طفيف لنسبة المردودية الاقتصادية من $5,59\%$ سنة 2010 إلى $5,6\%$ سنة 2011 ثم عرفت انخفاضا خلال السنتين المتتاليتين لتصل سنة 2013 إلى $4,36\%$ ثم ارتفعت سنة 2014 إلى $4,93\%$ لتتخف خلال السنة الأخيرة 2015 إلى أدنى مستوى لها لتصل إلى $3,65\%$ ، والملاحظ على العموم وجود انخفاض تدريجي لهذه النسبة خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم (3-14): منحنى خط الانحدار لمتغير المردودية لمؤسسات مؤشر CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

يشير الشكل البياني (3-14) لكوكبة النقاط التي تربط العلاقة بين نسبة الاقتراض ونسبة المردودية إلى وجود تشتت ضعيف نسبيا لبيانات هذا المتغير، في المقابل تشير العلاقة بين المتغيرين إلى وجود علاقة عكسية (-1,78) ما يعني أنه كلما ارتفعت نسبة المردودية بوحدة واحدة سيؤدي ذلك إلى انخفاض نسبة الاقتراض الإجمالية بـ 1,78 هذه النتيجة تعطي صورة مبدئية حول العلاقة الموجودة بين المتغيرين دون أن تشكل نتيجة نهائية.

3- حجم المؤسسة

تم قياس حجم المؤسسة في هذه الدراسة من خلال اللوغريتم النبيري لرقم الأعمال، وعليه كما زاد رقم أعمال المؤسسة يكبر حجمها.

الجدول رقم (1-12): التحليل الوصفي لمتغير حجم المؤسسة

Variables	Moy	Médiane	Max	Min	Écart-type	skewness	kurtosis
Size	9.770237	9.722680	12.43609	7.288313	1.032730	-0.035684	2.969759

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

نلاحظ من خلال الجدول (1-12) أن حجم مؤسسات العينة يقدر في المتوسط بـ 9,77 في حين كان الوسيط 9,72 وهو أقل من متوسط حجم مؤسسات عينة الدراسة ما يعني أن معظم هذه الأخيرة لديها حجم أكبر من 9,72. أكبر حجم مؤسسة في هذه العينة كان 12,43 في حين كان أصغر حجم لمؤسسات العينة 7,28. ويشير معامل الانحراف المعياري إلى وجود تشتت ضعيف لبيانات متغير حجم المؤسسة 1,032 هذا يدل على تقارب حجم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40. يساوي معامل الالتواء لهذا المتغير 0,035684 وهو قريب جدا من 0، ويشير إلى وجود توزيع إحصائي متناظر تقريبا، إلا أنه لا يساوي 0 تماما لذلك فهو غير متناظر من اليمين لأن $F1 < 0$ ، كما يمكن القول أن التوزيع الإحصائي ضعيف الالتواء $F1 \in [-2, +2]$ ، أما معامل التقلطح فكان 2,969759 ما يعني أن التوزيع الإحصائي على شكل جرس $P2=3$ تقريبا أي أن بيانات هذا المتغير تخضع للتوزيع الطبيعي، مع وجود تشتت ضعيف وهو ما يؤكد نتيجة معامل الانحراف المعياري.

يشير منحنى التطور البياني لمتغير حجم المؤسسة إلى وجود ارتفاع ما بين سنة 2010 إلى

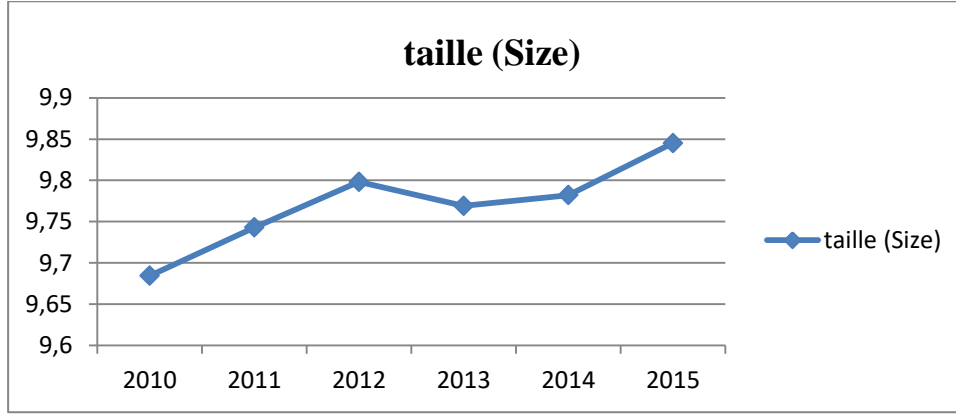
2012 حيث انتقل من 9,68 والذي يمثل أقل متوسط لحجم مؤسسات عينة الدراسة إلى 9,79

لينخفض سنة 2013 إلى 9,76 ثم يرتفع خلال السنتين الأخيرتين ليصل سنة 2015 إلى أكبر

متوسط حجم لمؤسسات العينة حيث وصل إلى 9,84، إلا أن الملاحظ وجود تقارب كبير بين متوسطات حجم مؤسسات العينة خلال الفترة المدروسة، وهذا يدل على تماسك البيانات.

الشكل رقم (3-15): منحنى التطور البياني لمتغير حجم المؤسسة لمؤسسات مؤشر

CAC40

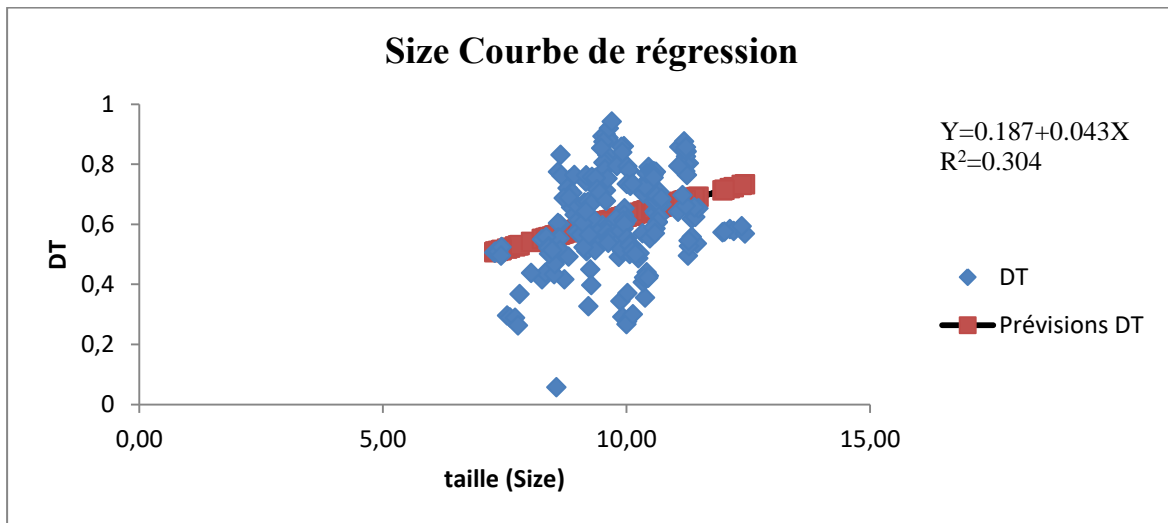


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

يشير الشكل البياني لكوكبة النقاط التي تربط العلاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض إلى وجود تماسك نسبي لبيانات هذا المتغير، كما يشير إلى وجود علاقة طردية بين المتغيرين (+0,043) وهذا يعني أنه كلما ارتفع حجم المؤسسة بوحدة واحدة فسيؤدي ذلك إلى ارتفاع نسبة الاقتراض الإجمالية بـ 0,043 هذه النتيجة تعطي صورة مبدئية حول العلاقة الموجودة بين المتغيرين دون أن تشكل نتيجة نهائية.

الشكل رقم (3-16): منحنى خط الانحدار لمتغير حجم المؤسسة لمؤسسات مؤشر

CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

4- الوفرات الضريبية البديلة "Ecoimp"

يمثل هذا المتغير الوفرات الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة من غير الوفرات الضريبية المتعلقة بالقروض، وتم قياسها من خلال العلاقة بين مخصصات الاهتلاكات والمؤونات إلى مجموع الأصول.

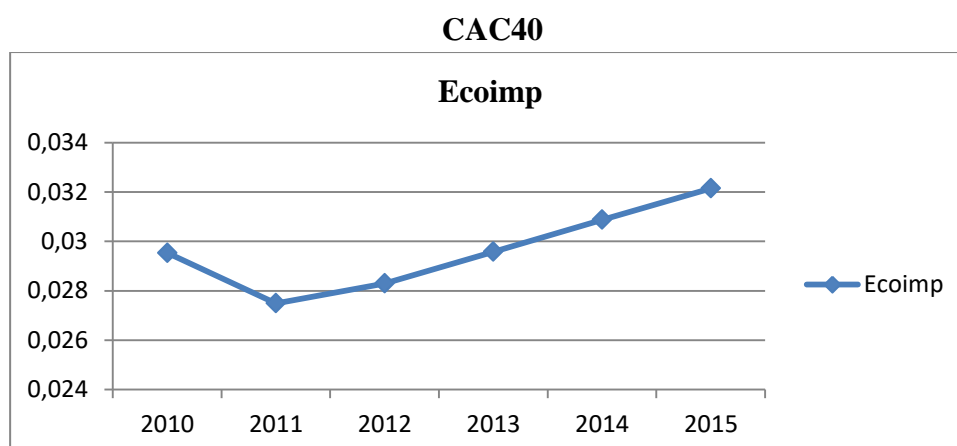
الجدول رقم (1-13): التحليل الوصفي لمتغير الوفرات الضريبية البديلة

Variables	Moy	Médiane	Max	Min	Écart-type	skewness	kurtosis
Ecoimp	0.029653	0.031087	0.085536	4.52E-06	0.018643	0.263002	2.678832

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

يشير الجدول (1-13) إلى أن متوسط هذا المتغير يساوي 2,96% هذا يعني أن حجم التكاليف المتعلقة بمخصصات الاهتلاكات والمؤونات تساوي 2,96% من حجم أصول المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، في حين كان الوسيط يساوي 3,1% هذا يعني أن أغلب البيانات الخاصة بهذا المتغير أقل من 3.1%. يتراوح حجم الوفرات الضريبية البديلة ما بين $4,52E-06$ والذي يمثل أدنى مستوى لهذه الوفرات و $0,085536$ الذي يمثل أعلى مستوى لها. ويشير معامل الانحراف المعياري إلى وجود تشتت نسبي لبيانات هذا المتغير مقارنة بمتوسطها. معامل الالتواء يساوي $0,263002$ وهو أكبر من 0 وهذا يعني عدم تناظر التوزيع الإحصائي لهذا المتغير من اليسار $F_1 > 0$ وتنتهي قيمة هذا المعامل إلى المجال $[-2, +2]$ ما يعني وجود توزيع إحصائي ضعيف الالتواء، أما معامل التفلطح فيشير إلى وجود توزيع متفلطح نسبياً $P_2 < 3$ ويساوي $2,678832$ ما يعني وجود تشتت نسبي لبيانات هذا المتغير.

الشكل رقم (3-17): منحنى التطور البياني لمتغير الوفرات الضريبية البديلة لمؤسسات مؤشر

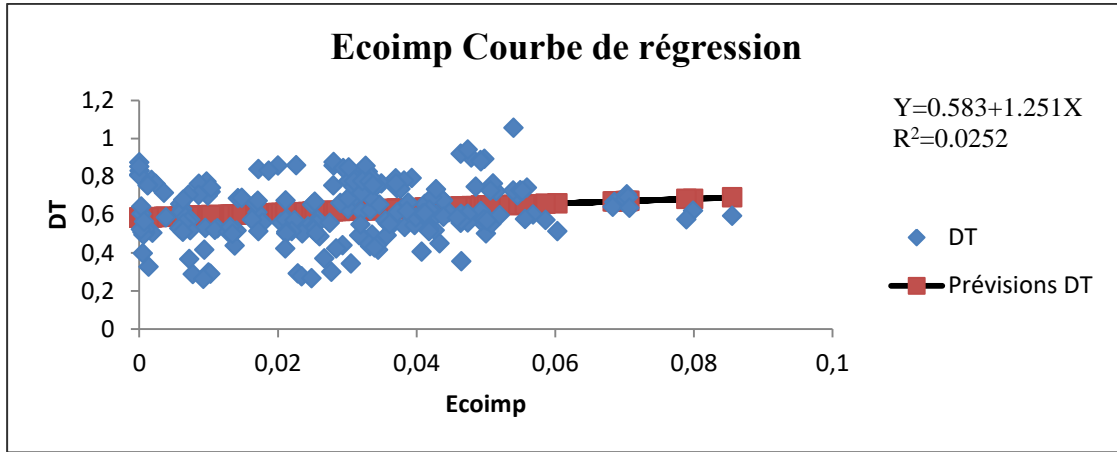


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

يشير منحى التطور البياني لمتغير الوفرات الضريبية البديلة لوجود انخفاض لهذه النسبة ما بين سنة 2010 وسنة 2011 حيث انخفضت من 2,95% إلى 2,74% والتي تمثل أدنى نسبة لهذا المتغير، بعدها عرفت تطورا تدريجيا ابتداء من سنة 2011 إلى غاية السنة الأخيرة 2015، حيث وصلت إلى أعلى مستوى لها وهو 3,21%، وهذا يدل على التزايد في حجم مخصصات الاهتلاكات والمؤونات خلال هذه الفترة والتي ترتبط خاصة بزيادة حجم الأصول الثابتة.

الشكل رقم (3-18): منحى خط الانحدار لمتغير الوفرات الضريبية البديلة لمؤسسات مؤشر

CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

نلاحظ من خلال الشكل البياني (3-18) لكوكة النقاط التي تربط العلاقة بين نسبة الاقتراض الإجمالية والوفرات الضريبية البديلة إلى وجود تشتت نسبي لبيانات هذا المتغير، كما نلاحظ وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين (1,25) هذا يعني أنه كلما زادت الوفرات الضريبية بوحدة واحدة سيؤدي ذلك إلى ارتفاع نسبة الاقتراض الإجمالية بـ 1,25، هذه النتيجة تعطي صورة مبدئية حول العلاقة الموجودة بين المتغيرين دون أن تشكل نتيجة نهائية.

5- ملموسية الأصول

تمثل ملموسية الأصول مجموع الأصول الثابتة المادية مقارنة بمجموع الأصول، ويمثل هذا النوع من الأصول ضمانات مادية ملموسة يمكن أن تعطي ثقة أكبر في المؤسسة وفي صلابتها ذمتها المالية.

الجدول رقم (1-14): التحليل الوصفي لمتغير ملموسية الأصول

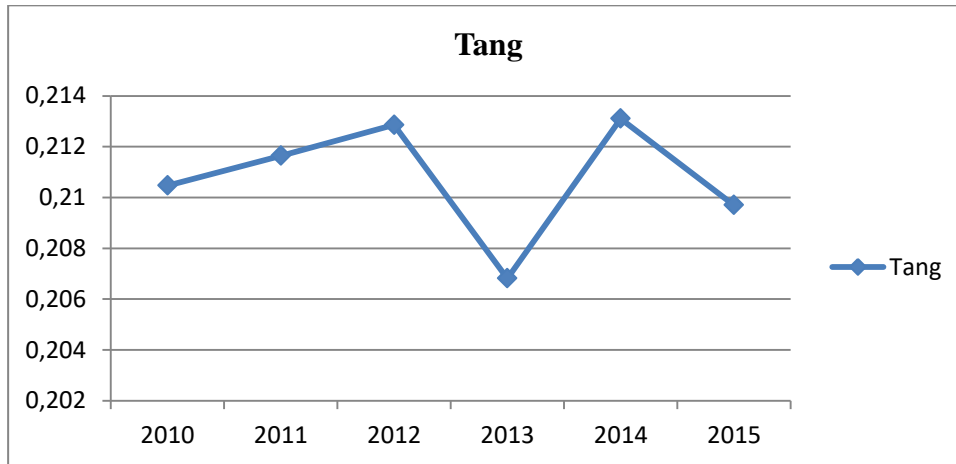
Variables	Moy	Médiane	Max	Min	Écart-type	skewness	kurtosis
Tang	0.210764	0.162817	0.544586	0.005676	0.155692	0.675838	2.158474

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

يشير الجدول (1-14) إلى أن متوسط نسبة الأصول الملموسة إلى مجموع الأصول يساوي 21,07% لمجموع المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، هذا المتوسط أكبر من الوسيط الذي يساوي 16,28% هذا يعني أن أغلب مؤسسات عينة الدراسة لها نسبة ملموسية أصول أكبر من 16,28%. وتتراوح نسبة ملموسية الأصول لمؤسسات عينة الدراسة ما بين 0,56% والتي تمثل أدنى نسبة، في حين كانت أعلى نسبة لهذا المتغير 54,45%. يشير معامل الانحراف المعياري إلى وجود تشتت نسبي لبيانات هذا المتغير 0,155692 مقارنة بمتوسطها. معامل الالتواء لهذا المتغير أكبر من الصفر (0,675838) وهذا يدل على عدم تناظر التوزيع الإحصائي من اليسار $F_1 > 0$ ، وتنتمي قيمة هذا المعامل إلى المجال $[-2, +2]$ ما يعني وجود توزيع إحصائي ضعيف الالتواء، أما معامل التفلطح فيشير إلى وجود توزيع متفلطح $P_2 < 3$ (2,158474) ما يعني وجود تشتت في بيانات هذا المتغير وهو ما يؤكد معامل الانحراف المعياري.

يشير منحنى التطور البياني لمتغير ملموسية الأصول إلى وجود ارتفاع في هذه النسبة ما بين 2010 و2012 حيث ارتفعت خلال هذه الفترة من 21,04% إلى 21,28% لتتخف سنة 2013 إلى أدنى مستوى لها حيث وصلت إلى 20,68% ثم ارتفعت إلى أعلى مستوى لها سنة 2014 لتصل إلى 21,31% وفي السنة الأخيرة انخفضت إلى 20,97%.

الشكل رقم (3-19): منحنى التطور البياني لمتغير هيكل الأصول لمؤسسات مؤشر CAC40

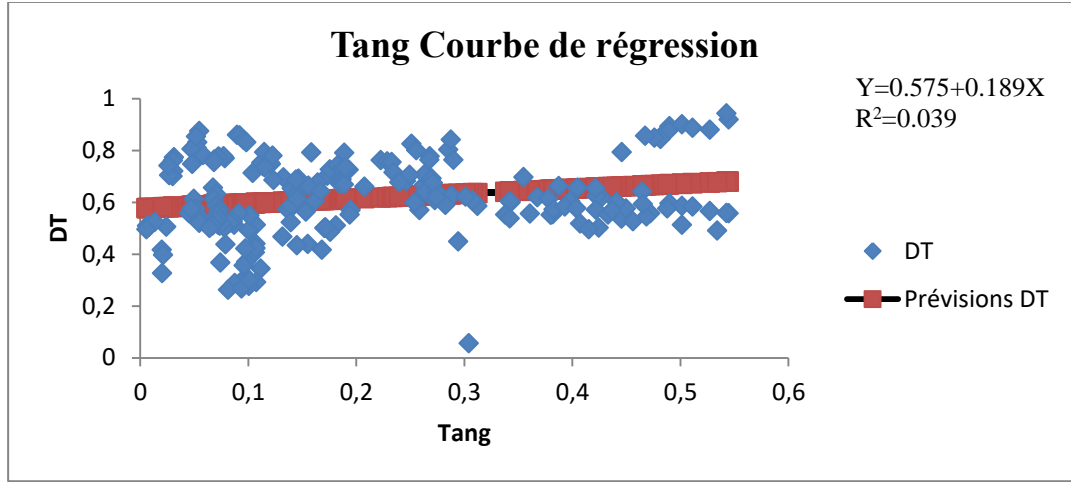


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

يشير الشكل البياني (3-20) لكوكبة النقاط التي تربط العلاقة بين نسبة الاقتراض الإجمالية ونسبة ملموسية الأصول إلى وجود تشتت نسبي لبيانات هذا المتغير، كما نلاحظ وجود علاقة طردية بين المتغيرين (0,189) هذا يعني أنه كلما زادت نسبة الأصول الملموسة إلى مجموع

أصول المؤسسة (زيادة حجم الضمانات) زادت نسبة القروض الإجمالية بـ 0,189، هذه النتيجة تعطي صورة مبدئية حول العلاقة الموجودة بين المتغيرين دون أن تشكل نتيجة نهائية.

الشكل رقم (3-20): منحنى خط الانحدار لمتغير هيكل الأصول لمؤسسات مؤشر CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

6- المخاطر

تم قياس هذا المتغير من خلال الانحراف ما بين نسبة التغير في نمو النتيجة الجارية قبل الضريبة (RCAI) للمؤسسة i خلال السنة t ومتوسط معدل النمو للنتيجة الجارية قبل الضريبة خلال الفترة T (مدة الدراسة).

الجدول رقم (1-15): التحليل الوصفي لمتغير المخاطر

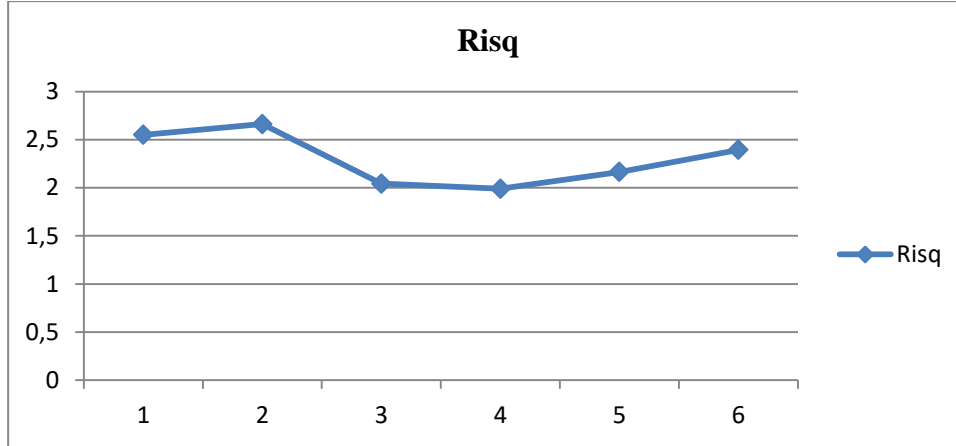
Variables	Moy	Médiane	Max	Min	Écart-type	skewness	Kurtosis
Risq	2.300254	0.396394	42.83719	0.001985	7.261627	4.903275	26.46994

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

يشير الجدول (1-15) إلى أن متوسط المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 يساوي 2,3 في حين كان الوسيط يساوي 0,396، هذا يعني أن معظم مؤسسات عينة الدراسة لديها مستوى مخاطر أكبر من مستوى 0.396. تتراوح المخاطر التي تتعرض لها مؤسسات العينة بين 0,001985 والذي يمثل أدنى مستوى للمخاطر في حين كان أعلى مستوى مخاطر 42,83719. ويشير معامل الانحراف المعياري إلى تشتت ضعيف نسبياً لبيانات هذا المتغير 7.2616 ما يعني أن المخاطر التي تتعرض لها مؤسسات عينة الدراسة متقاربة. معامل الالتواء يساوي 4,903275 ويدل على عدم تناظر من اليسار ($F_1 > 0$) كما أن قيمة هذا المعامل

لا تنتمي للمجال $[-2,+2]$ هذا يدل على وجود توزيع إحصائي كبير الالتواء، أما معامل التفلطح فيشير إلى وجود توزيع متطاول ($P2 > 3$) (26.46994) ما يعني وجود تشتت ضعيف نسبيا لبيانات هذا المتغير ويؤكد معامل الانحراف المعياري.

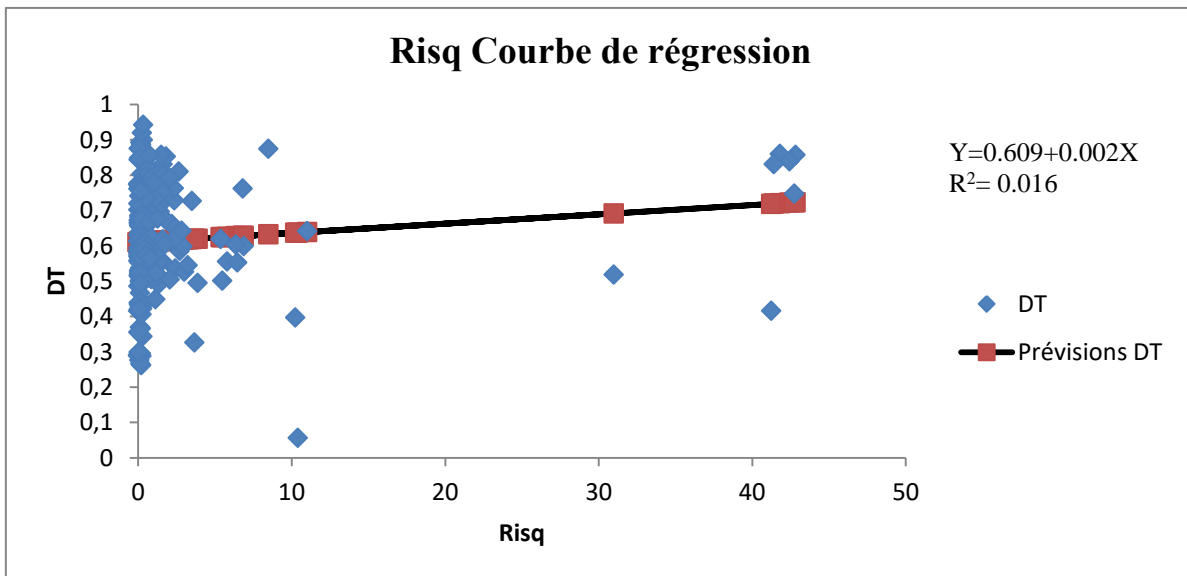
الشكل رقم (3-21): منحنى التطور البياني لمتغير المخاطر لمؤسسات مؤشر CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

يشير منحنى التطور البياني لمتغير المخاطر إلى وجود ارتفاع للمخاطر ما بين سنة 2010 و2011 حيث انتقل معدل المخاطر من 2,54 إلى 2,66 والذي يمثل أعلى مستوى لهذا المعدل، ثم عرفت هذه النسبة انخفاضا خلال السنتين التاليتين لتصل سنة 2013 إلى أدنى مستوى لها وهو 1,98 لتعرف بعدها ارتفاعا خلال السنتين الموالتين لتصل سنة 2015 إلى 2,39.

الشكل رقم (3-22): منحنى خط الانحدار لمتغير المخاطر لمؤسسات مؤشر CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

كما نلاحظ من خلال الشكل البياني (3-22) لكوكة النقاط التي تربط العلاقة بين نسبة الاقتراض الإجمالية ومعدل المخاطر إلى وجود تشتت ضعيف نسبيا لبيانات هذا المتغير، كما نلاحظ أيضا وجود علاقة طردية بين المتغيرين (0,002+) هذا يعني أنه كلما زادت المخاطر بوحدة واحدة سيؤدي ذلك إلى ارتفاع نسبة الاقتراض الإجمالية بـ 0,002 هذه النتيجة تعطي صورة مبدئية حول العلاقة الموجودة بين المتغيرين دون أن تشكل نتيجة نهائية.

7- السيولة

يمثل هذا المتغير السيولة العامة التي تملكها المؤسسة لمواجهة الالتزامات الجارية وتم قياسها من خلال العلاقة بين الأصول الجارية والخصوم الجارية.

الجدول رقم (1-16): التحليل الوصفي لمتغير السيولة

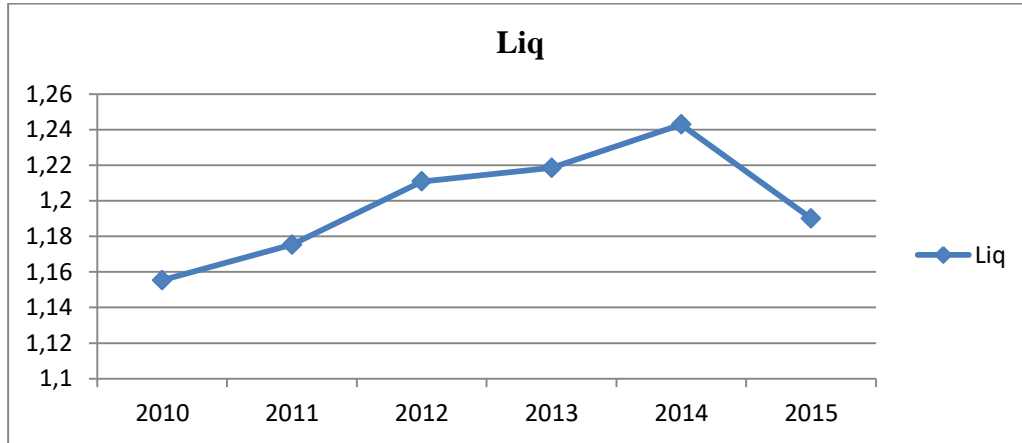
Variables	Moy	Médiane	Max	Min	Écart-type	skewness	kurtosis
Liq	1.198785	1.123960	2.725504	0.136415	0.388973	0.558102	3.959737

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

يشير الجدول (1-16) إلى أن متوسط نسبة السيولة يساوي 1,19 هذا يعني أن الأصول الجارية لمؤسسات العينة قادرة على تسديد الالتزامات الجارية، أما الوسيط فكان 1,12 وهو أقل من الوسط الحسابي ما يعني أن معظم مؤسسات عينة الدراسة لها نسبة سيولة أكبر من 1,12. تتراوح نسب السيولة لمؤسسات عينة الدراسة ما بين 0,136 والتي تمثل أدنى نسبة سيولة في حين كانت أعلى نسبة للسيولة 2,72. يشير معامل الانحراف المعياري إلى وجود تشتت ضعيف بين نسب السيولة مقارنة بمتوسطها 0.3889 وهذا يدل على تقارب هذه النسب. أما معامل الالتواء لهذا المتغير فيساوي 0,55102 وهو أكبر من 0 ($F_1 > 0$) هذا يعني وجود عدم تناظر من اليسار، قيمة هذا المعامل تنتمي إلى المجال $[-2, +2]$ ما يدل على وجود توزيع إحصائي ضعيف الالتواء. أما معامل التفلطح فيساوي 3,959737 وهو أكبر من 3 ($P_2 > 3$) ما يعني وجود توزيع متطاول ويدل على تماسك بيانات هذا المتغير وهو ما يؤكد معامل الانحراف المعياري.

يشير منحنى التطور البياني لمتغير نسبة السيولة إلى وجود ارتفاع تدريجي لمتوسط نسبة السيولة لمؤسسات عينة الدراسة ما بين 2010 و2014 حيث انتقلت من أدنى مستوى لها سنة 2010 والتي تساوي 1,15 إلى أعلى مستوى لها سنة 2014 بنسبة 1,24 ثم انخفضت في السنة الأخيرة (2015) إلى 1,19.

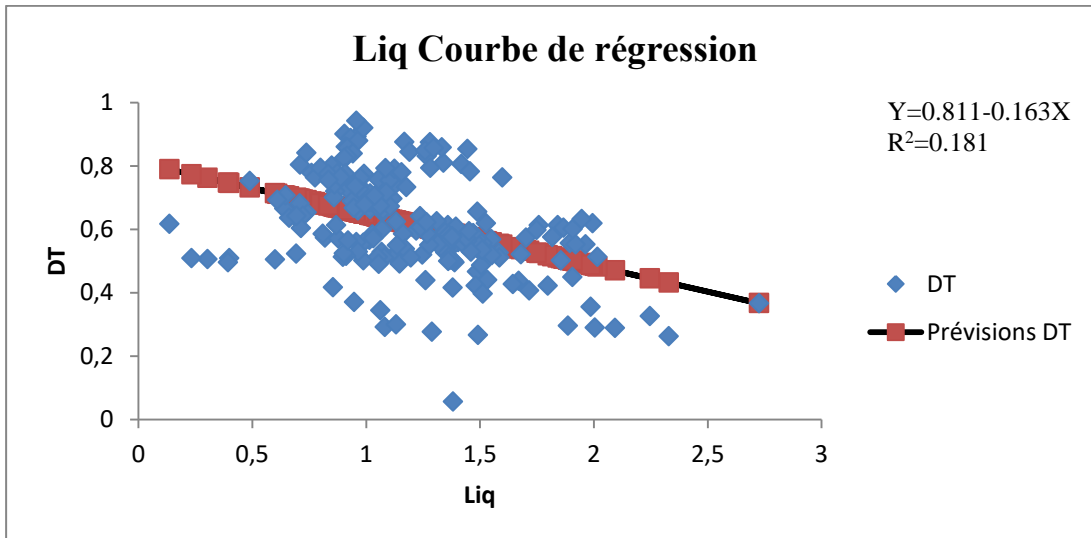
الشكل رقم (3-23): منحنى التطور البياني لمتغير السيولة لمؤسسات مؤشر CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

من خلال الشكل البياني (3-24) لكوكبة النقاط التي تربط العلاقة بين نسبة الاقتراض الإجمالية ونسبة السيولة نلاحظ وجود تشتت ضعيف نسبيا لبيانات هذا المتغير، كما نلاحظ وجود علاقة سلبية بين المتغيرين (-0,163) هذا يعني أنه كلما ارتفعت نسبة السيولة بوحدة واحدة فسيؤدي ذلك إلى انخفاض نسبة الاقتراض الإجمالية بـ 0,163، هذه النتيجة تعطي صورة مبدئية حول العلاقة الموجودة بين المتغيرين دون أن تشكل نتيجة نهائية.

الشكل رقم (3-24): منحنى خط الانحدار لمتغير السيولة لمؤسسات مؤشر CAC40



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel 2010

بعد تحليل بيانات متغيرات الدراسة تحليلًا وصفيًا نلاحظ أن جل المتغيرات يقترب توزيعها من التوزيع الطبيعي وهذا مؤشر جيد حول متغيرات الدراسة، وبعد هذا التحليل يجب تحديد مواصفات التجانس للنموذج القياسي لهذه الدراسة بهدف اختبار وجود الآثار الفردية.

المطلب الثاني: اختبار تحديد مواصفات التجانس (وجود الآثار الفردية)

في إطار دراسات بيانات البائل من الضروري قبل تقدير أي نموذج التأكد من مواصفات التجانس أو عدم التجانس المرتبط بالبيانات، وهنا يجب اختبار تساوي المعاملات الخاصة بنموذج الدراسة في البعد الفردي. اختبار المواصفات يسمح بتحديد هل أن النموذج النظري نفسه تماما بالنسبة لكل الأفراد أم توجد خصوصيات أو نموذج خاص بكل فرد، وهنا يتم اختبار المواصفات معادلة بمعادلة من أجل الوصول إلى طريقة التقدير الملائمة للنموذج ككل.

من أجل التأكد من مواصفات النموذج أو تحديد وجود آثار فردية تم إجراء اختبار Chow والذي يركز على إحصائية فيشر Fisher، والذي حاولنا من خلاله معرفة هل الآثار الخاصة بالوحدات (المؤسسات) مختلفة وذات معنوية أي هل فرضية عدم التجانس بين الوحدات (المؤسسات) مثبتة إحصائيا. يبنى اختبار Chow على الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 : \text{constante } i,t = \text{constante} ; \forall i \in [1, N] \text{ et } \forall t \in [1, T]$$

تشير الفرضية H_0 إلى عدم وجود آثار فردية، أما الفرضية البديلة فهي:

$$H_1 : \exists (i, j) \in [1, N] \text{ tel que } \exists : \text{constante } i \neq \text{constante } j$$

وهنا سيتم اختبار (N-1) مساواة على أساس فرضية استقلالية وخضوع طبيعة البواقي (الخطأ العشوائي) للتوزيع الطبيعي. سنقوم ببناء إحصائية فيشر Fisher عند درجة حرية (N-1)

و $N(T-1)-K$ ، وتحسب بالعلاقة الرياضية التالية (Bourbonnais, 2015, p. 351):

$$F = \frac{(SCR_0 - SCR_1)/(N-1)}{SCR_0/(N(T-1)-K)} \dots \dots \dots (10-2)$$

علما أن:

SCR_0 : مجموع مربعات البواقي للنموذج تحت قيد H_0^2 ؛

SCR_1 : مجموع مربعات البواقي للنموذج تحت قيد H_0^1 .

بعدما يتم حساب إحصائية F فيشر Fisher يتم مقارنتها بـ F الجدولية من الدرجة (1-∞)

لقانون فيشر عند درجة حرية (N-1) و $N(T-1)-K$ وإذا كانت:

- F الجدولية \geq F المحسوبة أو إذا كانت P-value أقل تماما من 5% فإننا نرفض فرضية

العدم H_0 (المتتمثلة في تساوي جميع معالم الآثار الفردية) وبالتالي يحتوي النموذج على الآثار

الفردية؛

- الجدولية $F < F$ المحسوبة أو إذا كانت P-value أكبر تماما من 5% فإننا نقبل فرضية العدم H_0 وبالتالي لا يحتوي النموذج على الآثار الفردية.

للقيام بهذا الاختبار تم الاعتماد على برنامج Stata 12 حيث تم تقدير النموذج الرياضي مع افتراض أن النموذج ذو آثار ثابتة، وتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى LSDV كطريقة لتقدير النموذج عند درجة حرية (N-1) والتي تساوي $35 = 36 - 1$ و $N(T-1)-K$ تساوي $173 = 7 - (6-1) - 36$. وبعد القيام بعملية تقدير النموذج تم التوصل إلى النتائج التي يمكن عرضها من خلال الجدول التالي (الملحق رقم 3):

الجدول رقم (1-17): اختبار Chow لوجود آثار فردية

F-test de H_0 : tous les $n_i=0$: $F(35, 173) = 21.12$ Prob>F=0.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Stata 12

من خلال الجدول رقم (1-17) نلاحظ أن F المحسوبة تساوي $F(35, 173) = 21.12$ في حين أن F الجدولية تساوي 1.491 كما أن P-value أقل تماما من 5% ما يعني أن فرضية العدم H_0 لتساوي جميع معالم الأثر الفردي مرفوضة وبالتالي يتم قبول الفرضية البديلة ما يعني أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الفردية (Modèle à effets individuels).

بعد التأكد من وجود آثار فردية للنموذج الرياضي الخاص بهذه الدراسة يجب التأكد من طبيعة هذه الآثار هل هي ثابتة أم عشوائية. وهنا يتم اللجوء إلى الاختبار المناسب لتحديد طبيعة هذه الآثار وهو اختبار هوسمان (1978) Hausman أين يتم تقدير النموذج الرياضي باستخدام طريقتين للتقدير وهما طريقة المربعات الصغرى LSDV وطريقة المربعات الصغرى المعممة GLS وبعدها يتم تقدير H لاختبار صحة الفرضية H_0 لوجود نموذج التأثيرات العشوائية.

المطلب الثالث: اختبار تحديد موصفات الآثار الفردية هوسمان (1978) Hausman

بعد أن تم إجراء اختبار التجانس (F فيشر Fisher) والتوصل إلى أن النموذج يحتوي على آثار فردية يجب الآن تحديد طبيعة ومواصفات هذه الآثار وبالتالي تحديد النموذج الملائم لتقدير هذه الآثار الفردية. وهنا يجب تحديد هل طبيعة الآثار الفردية ثابتة (Fixed effect) أم أن الآثار الفردية عشوائية (Random effect) ولتحديد هذه المواصفات تم الاستعانة باختبار هوسمان (1978) Hausman.

يعرف هذا الاختبار على أنه اختبار لتحديد المواصفات (Test de spécification) يسمح بتحديد ما إذا كانت المعاملات الخاصة بنموذجي التقدير (نموذج التقدير ذو الأثر الثابتة ونموذج التقدير ذو الأثر العشوائية) مختلفين إحصائياً (Bourbonnais, 2015, p. 358).

وحسب (Bourbonnais, 2015) وتحت فرضية العدم H_0 للتعادم ما بين المتغيرات المفسرة والخطأ العشوائي لنموذج الأثر العشوائية، يكون النموذجين المناسبين للتقدير في هذه الحالة هما طريقة المربعات الصغرى (LSDV) وطريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS). وإذا لم يكن هناك فرق ذو معنوية للمعاملات المقدرة سواء باستعمال نموذج التقدير الأول (LSDV) أو نموذج التقدير الثاني (GLS) فستكون طريقة التقدير المناسبة هي طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) والنموذج المناسب هو النموذج ذو الأثر العشوائية (Random Effect) (p. 358). للقيام باختبار هوسمان (1978) Hausman يتم اختبار الفرضيتين التاليتين:

النموذج ذو آثار عشوائية $\rightarrow H_0 : \hat{a}_{LSDV} - \hat{a}_{GLS} = 0$

النموذج ذو آثار ثابتة $\rightarrow H_1 : \hat{a}_{LSDV} - \hat{a}_{GLS} \neq 0$

تشير فرضية العدم إلى أن النموذج ذو الأثر العشوائية هو النموذج الملائم بما يعني أن النموذج المقدر لا يحتوي على ارتباطات ما بين الأثر الثابتة والمتغيرات المفسرة. وإذا تم قبول هذه الفرضية فهذا يعني أن النموذج ذو الأثر العشوائية يعطي تقدير أدق لمعاملات النموذج ويكون أفضل من نموذج الأثر الثابتة. أما الفرضية البديلة H_1 فتشير إلى أن نموذج الأثر الثابتة هو النموذج الملائم بما يعني أن النموذج المقدر يحتوي على ارتباط بين الأثر الثابتة والمتغيرات المفسرة. وبالتالي النموذج ذو الأثر الثابتة يعطي تقدير أدق لمعاملات النموذج ويكون أفضل من نموذج الأثر العشوائية.

لتطبيق هذا الاختبار يجب الاستعانة باختبار X^2 المعتمد على إحصائية والد Wald، ويتم

اختبار إحصائية H التي تأخذ الصيغة الرياضية التالية (Bourbonnais, 2009, p. 358) :

$$H = (\hat{a}_{LSDV} - \hat{a}_{GLS})' [Var(\hat{a}_{LSDV}) - Var(\hat{a}_{GLS})]^{-1} (\hat{a}_{LSDV} - \hat{a}_{GLS})$$

الإحصائية H موزعة حسب قانون Chi-deux عند k درجة حرية. وبالتالي إذا كان:

• $H \geq X^2 : H_0$ نرفض

• $H < X^2 : H_0$ نقبل

لإجراء هذا الاختبار يتم استخدام نموذجين للتقدير بحيث يتوافق نموذج التقدير الأول مع نموذج الآثار الثابتة ومع الفرضية البديلة H_1 أما نموذج التقدير الثاني فيتوافق مع نموذج الآثار العشوائية ومع فرضية العدم H_0 . وللقيام بهذا الاختبار يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى، حيث سيتم تقدير النموذج باستخدام طريقة التقدير LSDV مع افتراض وجود آثار فردية ثابتة ثم استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS مع افتراض وجود آثار فردية عشوائية ثم المقارنة بين النموذجين لتحديد قيمة إحصائية H ومقارنتها بـ X^2 وبالتالي تحديد مواصفات الآثار الفردية هل هي ثابتة أم عشوائية.

للقيام بهذا الاختبار تم الاعتماد على برنامج Stata 12 حيث تم تقدير النموذج الرياضي بطريقتين، طريقة المربعات الصغرى (LSDV) وطريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) ثم استخدام المفتاح (commande postestimation) ثم tests هذا الاختبار مطبق على النموذج القياسي M1 الخاص بمحددات الهيكل التمويلي. أما نتائج الاختبار فيبينها الجدول التالي:

الجدول رقم (1-18): اختبار تحديد مواصفات الآثار الفردية هوسمان (1978) Hausman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
size	.1129536	.0647523	.0482013	.0203301
crois	-.0442207	-.030453	-.0137677	.
tang	.0911437	.0389323	.0522114	.1405081
ecoimp	-.7495351	-.9737163	.2241812	.3695435
liq	-.0534057	-.0693903	.0159846	.0098569
rent	-.4820191	-.6279732	.1459541	.0650787
risq	-.0045323	-.002249	-.0022833	.0011296

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)⁻¹](b-B)
 = 27.20
 Prob>chi2 = 0.0003
 (V_b-V_B is not positive definite)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Stata 12

تظهر نتائج اختبار هوسمان (1978) Hausman أن قيمة إحصائية Chi-deux المحسوبة تساوي 27.2 وهي أكبر من قيمة Chi-deux الجدولية 14.067 كما أن احتمالها Prob > Chi2 يساوي 0.0003 أقل من 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 التي تشير إلى أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار العشوائية، ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تشير إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لطبيعة بيانات البانل المشكلة لعينة الدراسة.

سمح لنا هذا المبحث بتحليل متغيرات الدراسة تحليلا إحصائيا وصفيا سواء للمتغير التابع أو المتغيرات المستقلة أو الضابطة وهذا بهدف التأكد من أن متغيرات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي. ثم قمنا باختبار مواصفات التجانس للتأكد من وجود نموذج ذو آثار فردية وهو ما تم فعلا، وبعدها تم اختبار الموصفات الفردية هل هي ثابتة أم عشوائية لنتحصل على نموذج ذو الآثار الثابتة. بعد إجراء هذه الاختبارات نقوم بتقدير النماذج القياسية الأربعة للحصول على النتائج وتحليلها.

المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج النماذج القياسية

يهدف هذا المبحث لعرض نتائج النماذج القياسية الأربعة مع تحليل ومناقشة هذه النتائج على ضوء كل من النظرية التوافقية ونظرية سلمية مصادر التمويل، وتم التدرج في عرض النماذج حيث انطلقنا من النموذج القاعدي الذي يضم المحددات الكلاسيكية فقط إلى غاية الوصول إلى النموذج الذي يضم كل متغيرات الدراسة. أما تحليل ومناقشة هذه النتائج فكان تحليلا للعلاقات التي تربط المتغيرات المفسرة بالهيكل التمويلي متغير بمتغير.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة القياسية

يعرض هذا المطلب النتائج التي تم التوصل إليها من خلال النماذج القياسية الأربعة مع اختبار المعنوية الكلية للنماذج فضلا عن معنوية معالم متغيرات الدراسة.

أولاً: عرض نتائج النموذج القياسي الأول M1

يمثل النموذج القياسي الأول النموذج القاعدي لتفسير السلوك التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة، حيث يفسر هذا النموذج العلاقة الموجودة ما بين الهيكل التمويلي وهو المتغير التابع لهذه الدراسة والمحددات الكلاسيكية المفسرة لهذا الهيكل والتي توسعت الأدبيات المالية كثيرا في دراستها وتحليلها. لذلك تعتبر نتائج النموذج القياسي الأول لهذه الدراسة المرجعية التي يعتمد عليها في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 لبورصة باريس، وبعدها تم توسيع هذه النتائج بإدخال متغيرات أخرى لم تتوسع الأدبيات المالية كثيرا في دراستها.

يربط هذا النموذج ما بين نسبة الاقتراض الإجمالية كمتغير تابع والمتغيرات الضابطة

المعتمدة في هذه الدراسة، ويكتب بالصياغة الرياضية التالية:

$$DT = \beta_0 + \beta_1 \text{Size}_{i,t} + \beta_2 \text{Crois}_{i,t} + \beta_3 \text{Tang}_{i,t} + \beta_4 \text{Ecoimp}_{i,t} + \beta_5 \text{Liq}_{i,t} + \beta_6 \text{Rent}_{i,T} + \beta_7 \text{Risq}_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (11-2)$$

تم تقدير النموذج القياسي الأول باستخدام طريقة المربعات الصغرى (LSDV) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 8. كما تم إعداد أربع اختبارات أساسية للتأكد من المعنوية الكلية للنموذج وهي معامل التحديد، اختبار فيشر، اختبار ارتباط الأخطاء (Autocorrelation)، اختبار خضوع البواقي للقانون الطبيعي (Normality). كل هذه الاختبارات تم إعدادها للتأكد من قوة وصلابة النماذج القياسية وقدرتها على تفسير العلاقات ما بين المتغيرات. ويوضح الجدول (19-1) نتائج النموذج القياسي الأول.

الجدول (19-1): نتائج النموذج القياسي الأول M1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.384769	0.255870	-1.503768	0.1345
SIZE	0.112954	0.026325	4.290778	0.0000
CROIS	-0.044221	0.039228	-1.127268	0.2612
ECOIM	-0.749536	0.791019	-0.947556	0.3447
TANG	0.091144	0.183076	0.497848	0.6192
LIQ	-0.053406	0.023081	-2.313881	0.0219
RENT	-0.482019	0.208358	-2.313416	0.0219
RISQ	-0.004532	0.002008	-2.257405	0.0252
R-squared	0.883923	Mean dependent var	0.615852	
Adjusted R-squared	0.855743	S.D. dependent var	0.148736	
S.E. of regression	0.056492	Akaike info criterion	-2.733284	
Sum squared resid	0.552097	Schwarz criterion	-2.061354	
Log likelihood	338.1947	Hannan-Quinn criter.	-2.461823	
F-statistic	31.36656	Durbin-Watson stat	2.012550	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 8 (الملحق رقم 5).

1- المعنوية الكلية للنموذج

للتأكد من جودة النموذج تم اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إعداد أربع اختبارات.

- معامل التحديد

يبيّن معامل التحديد نسبة تفسير المتغيرات المفسرة للمتغير التابع ومن خلال الجدول رقم (19-1) نلاحظ أن قيمة R-squared تساوي 0.8839 وهذا يعني أن المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي التي يحتويها النموذج القياسي M1 تفسر ما نسبته 88.39% من التغيرات التي تحدث في نسبة الاقتراض الإجمالية وهي نسبة معتبرة جدا ودليل على جودة النموذج. في حين ما نسبته 11.61% تعود لمتغيرات أخرى مفسرة للتغيرات التي تحدث في المتغير التابع ولم يؤخذ بها النموذج.

- اختبار فيشر

يستعمل هذا الاختبار لاختبار المعنوية الكلية للنموذج القياسي حيث نقوم بمقارنة قيمة إحصائية فيشر المحسوبة بقيمتها الجدولية، أو مقارنة Prob (F-statistic) بمستوى المعنوية 5%. ومن خلال الجدول (1-19) نلاحظ أن قيمة F-statistic تساوي 31.36656 وأن القيمة الاحتمالية المرفقة Prob (F-statistic) تساوي 0.0000، ما يعني قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 وبالتالي للنموذج القياسي M1 المقدر معنوية كلية وأن المعالم المقدرة تختلف تماما عن الصفر.

- اختبار درين واتسون

من خلال الجدول رقم (1-19) نلاحظ أن إحصائية DW تساوي 2.012 وبالرجوع إلى جدول إحصائية DW للحصول على القيمتين الجدوليتين (DL و DU) عند $n=216$ و $k=7$ نجد $DL=1.697$ و $DU=1.841$ ما يعني أن إحصائية DW تقع في مجال استقلالية الأخطاء $[2, 4-DU]$ وداخل مجال قبول الفرضية H_0 أي مجال عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وهذا يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى وهو ما يؤكد جودة النموذج القياسي M1.

- اختبار البواقي

تسمح اختبارات البواقي (Normality) باختبار (فحص) ما إذا كانت البيانات الحقيقية تتبع القانون الطبيعي أم لا. ولمعرفة ما إذا كانت بواقي النموذج القياسي تتبع القانون الطبيعي (العادي) تم إجراء هذا الاختبار على البواقي. والجدول رقم (1-20) يوضح نتائج هذا الاختبار.

الجدول رقم (1-20): اختبار القانون الطبيعي للنموذج M1

Skewness/Kurtosis tests for Normality					
Variable	obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	Adj chi 2 (2)	Prob> chi 2
Residus1	216	0.5508	0.5405	0.74	0.6915

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج STATA12 (الملحق رقم 7)

من خلال الجدول رقم (1-20) نلاحظ أن قيمة Prob> chi 2 أكبر من القيمة الحرجة 5% وبالتالي نقبل فرضية عدم التنص على أن كل البواقي تتبع القانون الطبيعي (العادي).

2- عرض النتائج

تبيّن نتائج النموذج القياسي الأول مقارنة بباقي النماذج القياسية أهمية الخصائص المميزة لمؤسسات العينة؛ أي تحديد أكثرها تأثيرا على السياسة التمويلية للمؤسسة بما يسمح بفهم أكثر لهذه

الأخيرة. ويبين الجدول (1-19) أن هناك أربعة متغيرات ضابطة ذات معنوية وتفسر التغيرات التي تحدث في نسبة الاقتراض، على عكس ثلاثة متغيرات أخرى وهي (Ecoimp, Tang, Crois) ليس لها معنوية حتى عند مستوى 10% وتشير معاملاتنا إلى القيم -0,044، -0,091، -0,749، وعليه ليس لهذه المتغيرات تأثير على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة.

بالمقابل هناك أربعة متغيرات لها علاقة سببية ذات معنوية مع نسبة الاقتراض الإجمالية، فيشير متغير حجم المؤسسة Size إلى وجود علاقة وتأثير إيجابي لحجم المؤسسة على هيكلها التمويلي بمعدل +0,1129 عند مستوى المعنوية 1% وهو ما يتوافق مع ما تنص عليه النظرية التوافقية، بينما تشير متغيرات (Risq, Rent, Liq) إلى وجود علاقة وتأثير سلبي لكل من السيولة، المردودية، والمخاطر على الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة عند مستوى المعنوية 5%، حيث تؤثر السيولة سلبا بنسبة -0,0534، وتؤثر المردودية أيضا بالسلب بنسبة -0,4820 على نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة وهو ما يتوافق مع نظرية سلمية مصادر التمويل، في حين تؤثر المخاطر سلبا بنسبة -0,0045 على نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة وهو ما يتوافق مع النظريين التوافقية وسلمية مصادر التمويل.

تسمح نتائج النموذج القياسي الأول M1 والذي يركز فقط على العوامل المحددة للهيكل التمويلي باستخلاص النتائج التالية:

- متغير حجم المؤسسة له تأثير إيجابي ذو معنوية على مستوى الاقتراض الإجمالي للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 عند مستوى المعنوية 1%؛
- متغيرات السيولة، المردودية والمخاطر لها تأثير سلبي ذو معنوية على مستوى الاقتراض الإجمالي للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 عند مستوى المعنوية 5%؛
- تأثير متغيرات النمو، هيكل الأصول والوفورات الضريبة البديلة على مستوى الاقتراض الإجمالي للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 ليس معنوي.

من خلال النتائج المتوصل إليها يمكن تطوير النموذج القياسي الأول M1 الذي يعتمد فقط على المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي وهذا بإدخال الآثار الثابتة للزمن (الزمنية) على النموذج M1 والممثلة بالمتغيرات الصامتة الزمنية (Time dummies) بغرض معرفة تأثيرها على السلوك التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة.

ثانياً: عرض نتائج النموذج القياسي الثاني M2

يرتكز النموذج القياسي الثاني M2 على اختبار بالإضافة إلى المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي تأثير الأثار الثابتة للزمن على نسبة الاقتراض الإجمالية للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40، وهذا بإضافة المتغير γ_t إلى النموذج القياسي الأول M1، وعليه سيتم دراسة مدى تأثير الزمن على السلوك التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة، ويكتب النموذج القياسي الثاني M2 بالصياغة الرياضية التالية:

$$DT = \beta_0 + \beta_1 \text{Size}_{i,t} + \beta_2 \text{Crois}_{i,t} + \beta_3 \text{Tang}_{i,t} + \beta_4 \text{Ecoimp}_{i,t} + \beta_5 \text{Liq}_{i,t} + \beta_6 \text{Rent}_{i,t} + \beta_7 \text{Risq}_{i,t} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (12-2)$$

يأخذ النموذج القياسي الثاني M2 بالمتغيرات الضابطة بالإضافة إلى الأثار الثابتة لكل من الأفراد μ_i والزمن γ_t مع الإشارة إلى أن هذه الأثار ستمثل باستخدام المتغيرات الصامتة (Dummies variables) ولتقادي مشكل الارتباط الذاتي تم إسقاط متغير الأثار الثابتة للسنة الأولى γ_1 . وبعد تقدير هذا النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى LSDV كما تم الإشارة سابقاً، تحصلنا على النتائج التي يبينها الجدول التالي:

الجدول (1-21): نتائج النموذج القياسي الثاني M2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.515725	0.267385	-1.928776	0.0554
CROIS	-0.033787	0.040795	-0.828215	0.4087
ECOIM	-0.266683	0.813361	-0.327878	0.7434
TANG	0.044740	0.183297	0.244083	0.8075
SIZE	0.126200	0.027828	4.534936	0.0000
RENT	-0.620985	0.217191	-2.859171	0.0048
RISQ	-0.004985	0.001997	-2.495993	0.0135
LIQ	-0.047418	0.023110	-2.051813	0.0417
AN2	0.021842	0.013534	1.613807	0.1084
AN3	-0.000500	0.014206	-0.035203	0.9720
AN4	-0.008447	0.014152	-0.596856	0.5514
AN5	-0.013042	0.013753	-0.948310	0.3443
AN6	-0.017399	0.014635	-1.188812	0.2362
R-squared	0.890145	Mean dependent var		0.615852
Adjusted R-squared	0.859412	S.D. dependent var		0.148736
S.E. of regression	0.055769	Akaike info criterion		-2.742077
Sum squared resid	0.522505	Schwarz criterion		-1.992015
Log likelihood	344.1443	Hannan-Quinn criter.		-2.439050
F-statistic	28.96361	Durbin-Watson stat		2.037341
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 8 (الملحق رقم 5)

1- المعنوية الكلية للنموذج

للتأكد من جودة النموذج تم اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إعداد أربع اختبارات.

- معامل التحديد:

يبين معامل التحديد نسبة تفسير المتغيرات المفسرة للمتغير التابع ومن خلال الجدول رقم (1-21) نلاحظ أن قيمة R-squared تساوي 0.89014 وهذا يعني أن المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي بالإضافة إلى المتغيرات الصامتة الزمنية التي يحتويها النموذج القياسي M2 تفسر ما نسبته 89.01% من التغيرات التي تحدث في نسبة الاقتراض الإجمالية وهي نسبة معتبرة جدا ودليل على جودة النموذج، في حين ما نسبته 10.99% تعود لمتغيرات أخرى مفسرة للتغيرات التي تحدث في المتغير التابع ولم يؤخذ بها النموذج.

نلاحظ أيضا أنه مع إدخال المتغيرات الصامتة الزمنية على النموذج القياسي M1 لم تتحسن جودة النموذج بصفة معتبرة حيث انتقلت من 88.39% إلى 89.01% وهو تحسن بسيط في القدرة التفسيرية للنموذج وجودته مع إدخال هذا النوع من المتغيرات.

- اختبار فيشر

يستعمل هذا الاختبار لإختبار المعنوية الكلية للنموذج القياسي حيث نقوم بمقارنة قيمة احصائية فيشر المحسوبة بقيمتها الجدولية، أو مقارنة Prob (F-statistic) بمستوى المعنوية 5%. ومن خلال الجدول (1-21) نلاحظ أن قيمة F-statistic تساوي 28.96361 وأن القيمة الاحتمالية المرفقة Prob (F-statistic) تساوي 0.0000، ما يعني قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 وبالتالي للنموذج القياسي M2 المقدر معنوية كلية وأن المعالم المقدرة تختلف تماما عن الصفر.

- اختبار دربن واتسون

من خلال الجدول رقم (1-21) نلاحظ أن إحصائية DW تساوي 2.037 وبالرجوع لجدول إحصائية DW للحصول على القيمتين الجدوليتين (DL و DU) وعند $n=216$ و $k=12$ نجد $DL=1.643$ و $DU=1.896$ ما يعني أن إحصائية DW تقع في مجال استقلالية الأخطاء $[2, 4-DU]$ أي مجال قبول الفرضية H_0 وهو مجال عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وهذا يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى وهو ما يؤكد جودة النموذج القياسي M2.

- اختبار البواقي

تسمح اختبارات البواقي (Normality) باختبار (فحص) ما إذا كانت البيانات الحقيقية تتبع القانون الطبيعي أم لا. ولمعرفة ما إذا كانت بواقي النموذج القياسي تتبع القانون الطبيعي (العادي) تم إجراء هذا الاختبار على البواقي. والجدول رقم (1-22) يوضح نتائج هذا الاختبار.

الجدول رقم (1-22): اختبار القانون الطبيعي للنموذج M2

Skewness/Kurtosis tests for Normality					
Variable	obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	Adj chi 2 (2)	Prob> chi 2
Residus1	216	0.4780	0.3926	1.25	0.5362

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج STATA12 (الملحق رقم 7)

من خلال الجدول رقم (1-22) نلاحظ أن قيمة Prob> chi 2 أكبر من القيمة الحرجة 5% وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تنص على أن كل البواقي تتبع القانون الطبيعي (العادي).

2- عرض النتائج

من خلال الجدول (1-21) نلاحظ أن نتائج إدخال متغيرات الآثار الثابتة الزمنية غير الملاحظة في النموذج القياسي الثاني M2 لم تؤدي إلى تغييرات في النتائج مقارنة بنتائج النموذج القياسي الأول M1، وتشير النتائج إلى أن متغيرات الآثار الثابتة الزمنية ليس لها معنوية. كما تشير النتائج إلى أن المتغيرات (Ecoimp, Tang, Crois) بقيت غير معنوية حتى عند مستوى المعنوية 10%، وتشير معاملاتها إلى القيم -0,0337، 0,0447، -0,2666، وبالتالي ليس لهذه المتغيرات تأثير على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة.

متغير حجم المؤسسة Size بقي تأثيره ذو معنوية عند مستوى المعنوية 1% في النموذج القياسي الثاني M2 وارتفع هذا التأثير من 0,1129 إلى 0,1262، ما يعني أن حجم المؤسسة له تأثير إيجابي على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة، وهو ما يتوافق مع النظرية التوافقية.

المتغيرات (Risq, Rent, Liq) بقي تأثيرها سلبي أيضا وذو معنوية في النموذج القياسي الثاني M2، حيث أن متغير السيولة انخفض تأثيره من -0,0534 إلى -0,0474 هذا عند نفس مستوى المعنوية 5% ما يعني وجود تأثير سلبي للسيولة على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي

لمؤسسات عينة الدراسة، بينما ارتفع التأثير السلبي لمتغير المردودية Rent من 0,482- إلى 0,6209- وعند مستوى المعنوية 1% بدلا من 5% على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة وهو ما يتوافق مع نظرية سلمية مصادر التمويل. أما متغير المخاطر Risk فقد شهد تأثيره السلبي استقرارا عند 0,0049-، ولكن عند مستوى المعنوية 1% بدلا من 5% ما يعني وجود تأثير سلبي للمخاطر على نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة وهو ما يتوافق مع النظريتين التوافقية وسلمية مصادر التمويل.

من خلال نتائج النموذج القياسي الثاني M2 تم التوصل إلى النتائج التالية:

- الأثار الثابتة الزمنية الغير ملاحظة γ_t لم يكن لها تأثير على السلوك التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة وعلى معنوية المتغيرات المفسرة لهذا السلوك؛

- حجم المؤسسة له تأثير إيجابي على نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة وعند مستوى المعنوية 1%؛

- تأثير متغيرات السيولة، المردودية والمخاطر بقي سلبي على مستوى الاقتراض في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة ولكن عند مستوى المعنوية 1% ما عدا السيولة فعند مستوى المعنوية 5%؛

- بقي تأثير متغيرات النمو، ملموسية الأصول والوفرات الضريبية البديلة على نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة غير معنوي.

في الخطوة الموالية تم تطوير النموذج القياسي الأول M1 بإدخال متغيرات حوكمة الشركات وهي المتغيرات المستقلة في هذه الدراسة، وهذا لاختبار متغيرات أخرى غير المحددات الكلاسيكية والتي من المحتمل أن يكون لها تأثير على السلوك التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة.

ثالثا: عرض نتائج النموذج القياسي الثالث M3

يؤخذ النموذج القياسي الثالث M3 بمتغيرات حوكمة الشركات والمتمثلة أساسا في متغيرات مجلس الإدارة وهيكل الملكية وهذا بغرض فهم أوسع للسلوك التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة. وبهذا يجمع هذا النموذج كل من المتغيرات المستقلة (حوكمة الشركات) والمتغيرات الضابطة (المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي) والتي تشكل في مجموعها المتغيرات المفسرة للسلوك التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة. ويكتب النموذج القياسي الثالث M3 بالصياغة الرياضية التالية:

$$DT = \beta_0 + \beta_1 \text{Size}_{i,t} + \beta_2 \text{Crois}_{i,t} + \beta_3 \text{Tang}_{i,t} + \beta_4 \text{Ecoimp}_{i,t} + \beta_5 \text{Liq}_{i,t} + \beta_6 \text{Rent}_{i,t} + \beta_7 \text{Risq}_{i,t} + \beta_8 \text{TCA}_{i,t} + \beta_9 \text{IND}_{i,t} + \beta_{10} \text{CUM}_{i,t} + \beta_{11} \text{BLOC}_{i,t} + \mu_i + \gamma_i + \varepsilon_{i,t} \dots \dots (13-2)$$

تم تقدير هذا النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى LSDV وهي الطريقة المناسبة لتقدير نموذج الآثار الثابتة ويعتبر هذا النموذج الاختبار الميداني الأول لإشكالية هذه الدراسة والمتمثلة في اختبار تأثير متغيرات حوكمة الشركات على التطور الذي يمكن أن يعرفه السلوك التمويلي للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40. ويبين الجدول (1-23) نتائج تقدير هذا النموذج.

الجدول (1-23) : نتائج النموذج القياسي الثالث M3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.433534	0.258421	-1.677628	0.0953
SIZE	0.120251	0.026644	4.513214	0.0000
ECOIM	-0.661466	0.790790	-0.836463	0.4041
TANG	0.098191	0.188933	0.519714	0.6039
CROIS	-0.048928	0.039220	-1.247541	0.2139
RENT	-0.434327	0.214287	-2.026850	0.0442
RISQ	-0.004696	0.002006	-2.341334	0.0204
LIQ	-0.054178	0.023203	-2.334914	0.0207
CUM	-0.031427	0.017042	-1.844052	0.0669
TCA	-0.000633	0.003486	-0.181527	0.8562
IND	5.55E-06	4.74E-06	1.170618	0.2434
BLOC	-0.010162	0.060156	-0.168932	0.8661
R-squared	0.887325	Mean dependent var		0.615852
Adjusted R-squared	0.856657	S.D. dependent var		0.148736
S.E. of regression	0.056313	Akaike info criterion		-2.725994
Sum squared resid	0.535916	Schwarz criterion		-1.991558
Log likelihood	341.4074	Hannan-Quinn criter.		-2.429280
F-statistic	28.93251	Durbin-Watson stat		2.041721
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 8 (الملحق رقم 5)

1- المعنوية الكلية للنموذج

للتأكد من جودة النموذج تم اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إعداد أربع اختبارات.

- معامل التحديد:

يبين معامل التحديد نسبة تفسير المتغيرات المفسرة للمتغير التابع ومن خلال الجدول رقم (1-23) نلاحظ أن قيمة R-squared تساوي 0.8873 وهذا يعني أن متغيرات حوكمة الشركات بالإضافة إلى المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي التي يحتوي عليها النموذج القياسي M3 تفسر

ما نسبته 88.73% من التغيرات التي تحدث في نسبة الاقتراض الإجمالية وهي نسبة معتبرة جدا ودليل على جودة النموذج، في حين ما نسبته 11.27% تعود لمتغيرات أخرى مفسرة للتغيرات التي تحدث في المتغير التابع ولم يؤخذ بها النموذج. والملاحظ أن إدخال متغيرات حوكمة الشركات على النموذج القياسي M1 لم يحسن كثيرا في القدرة التفسيرية للمتغيرات المفسرة وبالتالي في جودة النموذج حيث تحسنت بـ 0.34% وهو تحسن بسيط جدا مقارنة بإدخال 4 متغيرات كاملة.

- اختبار فيشر

يستعمل هذا الاختبار لإختبار المعنوية الكلية للنموذج القياسي حيث نقوم بمقارنة قيمة إحصائية فيشر المحسوبة بقيمتها الجدولية، أو مقارنة Prob (F-statistic) بمستوى المعنوية 5%. ومن خلال الجدول (1-23) نلاحظ أن قيمة F-statistic تساوي 28.93251 وأن القيمة الاحتمالية المرفقة Prob (F-statistic) تساوي 0.0000، ما يعني قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 وبالتالي للنموذج القياسي M3 المقدر معنوية كلية وأن المعالم المقدرة تختلف تماما عن الصفر.

- اختبار دربن واتسون

من خلال الجدول رقم (1-23) نلاحظ أن إحصائية DW تساوي 2.041 وبالرجوع إلى جدول إحصائية DW للحصول على القيمتين الجدوليتين (DL و DU) وعند $n = 216$ و $k = 11$ نجد $DL = 1.654$ و $DU = 1.885$ ما يعني أن إحصائية DW تقع في مجال استقلالية الأخطاء $[2, 4-DU]$ أي مجال قبول الفرضية H_0 وهو مجال عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وهذا يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى وهو ما يؤكد جودة النموذج القياسي M3.

- اختبار البواقي

تسمح اختبارات البواقي (Normality) باختبار (فحص) ما إذا كانت البيانات الحقيقية تتبع القانون الطبيعي أم لا. ولمعرفة ما إذا كانت بواقي النموذج القياسي M3 تتبع القانون الطبيعي (العادي) تم إجراء هذا الاختبار على البواقي. والجدول رقم (1-24) يوضح نتائج هذا الاختبار.

الجدول رقم (1-24): اختبار القانون الطبيعي للنموذج M3

Skewness/Kurtosis tests for Normality					
Variable	obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	Adj chi 2 (2)	Prob> chi 2
Residus1	216	0.8789	0.7448	0.13	0.9374

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج STATA12 (الملحق رقم 7)

من خلال الجدول رقم (1-24) نلاحظ أن قيمة $Prob > \chi^2$ أكبر من القيمة الحرجة 5% وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تنص على أن كل البواقي تتبع القانون الطبيعي (العادي).

2- عرض النتائج

من خلال الجدول (1-23) نلاحظ أن إدخال متغيرات حوكمة الشركات على النموذج القياسي الأول M1 لم يحسن من نتائج هذا النموذج، حيث بقيت متغيرات النمو، ملموسية الأصول، الوفرات الضريبية البديلة غير معنوية حتى عند مستوى المعنوية 10%، وتشير معاملاتها إلى القيم -0.0489، 0.0981، -0.6614 وبالتالي ليس لهذه المتغيرات تأثير على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة.

بالنسبة لمتغيرات حوكمة الشركات كانت غير معنوية ما عدا متغير الجمع بين وظيفة المدير العام ورئيس مجلس الإدارة CUM الذي كان ذو معنوية عند مستوى المعنوية 10% وعليه توجد علاقة وتأثير سلبي للجمع بين منصب الرئيس المدير العام ومنصب رئيس مجلس الإدارة على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة قيمة هذا التأثير تساوي -0.0314، أما باقي متغيرات حوكمة الشركات (IND، BLOC، TCA) فليس لها معنوية حتى عند مستوى المعنوية 10% وتشير معاملاتها إلى القيم -0.0006، -0.0101، -5.55E-06 وعليه ليس لهذه المتغيرات تأثير على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة.

أما نتائج تأثير متغيرات المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي فكانت نتائجها مشابهة لنتائج النموذجين القياسيين السابقين M1 و M2 حيث بقيت متغيرات النمو، ملموسية الأصول، الوفرات الضريبية البديلة غير معنوية حتى عند مستوى المعنوية 10%، أما متغير حجم المؤسسة Size فذو معنوية عند مستوى المعنوية 1% وبقي تأثيره إيجابي وفي نفس الحدود تقريبا 0.1202 على نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة وهو ما يتوافق مع النظرية التوافقية.

كما أثبتت متغيرات السيولة، المردودية والمخاطر معنويتها في هذا النموذج عند مستوى المعنوية 5%، حيث ارتفع تأثير متغير السيولة من -0.0474 إلى -0.0541 ما يعني وجود تأثير سلبي للسيولة التي تمتلكها المؤسسة على نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة. في المقابل انخفض تأثير متغير المردودية من -0.6209 إلى -0.4343 ولكن عند مستوى المعنوية 5% بدلا من 1% وهذا يعني أن ارتفاع نسبة المردودية سيؤدي إلى انخفاض نسبة

الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة وهو ما يتوافق مع نظرية سلمية مصادر التمويل. أما المخاطر فقد شهد هذا المتغير نفس التأثير تقريبا مقارنة بنتائج النموذج القياسي الأول والثاني M1 وM2، فقد كان تأثيره سلبي على نسبة الاقتراض الإجمالية بقيمة -0.0046 وهو ما يتوافق مع النظريتين التوافقية وسلمية مصادر التمويل.

- ومن خلال ما تم تحليله وبناء على نتائج النموذج القياسي الثالث M3 يمكن استنتاج ما يلي:
- من مجموع أربع متغيرات لحوكمة الشركات كان متغير الجمع بين منصب الرئيس المدير العام ومنصب رئيس مجلس الإدارة CUM فقط ذو معنوية وهذا عند مستوى المعنوية 10% وله تأثير سلبي على نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة، بينما كانت متغيرات حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة وكذا هيكل الملكية غير معنوية حتى عند مستوى المعنوية 10%؛
 - حجم المؤسسة Size بقي عند مستوى المعنوية 1% ذو معنوية وله تأثير إيجابي على نسبة الاقتراض الإجمالية؛
 - بقي تأثير متغيرات السيولة، المردودية، المخاطر سلبي على نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة عند مستوى المعنوية 5%.

يضم النموذج الموالي كل متغيرات الدراسة سواء كانت مستقلة أم ضابطة بالإضافة إلى الآثار الثابتة للوحدات μ_i والزمنية γ_t الغير ملاحظة وهذا ما يستجبه نموذج الآثار الثابتة. وعليه سيكون النموذج القياسي الرابع M4 النموذج النهائي لهذه الدراسة والذي يهدف لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40.

رابعا: عرض نتائج النماذج القياسية الرابع M4

يمثل النموذج القياسي الرابع M4 النموذج الشامل والموسع والذي يهدف لتفسير السلوك التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة بناء على النموذج الساكن لـ Modigliani & Miller. يشمل هذا النموذج بالأساس المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي بالإضافة إلى متغيرات يهدف الباحث إلى اختبار مدى تأثيرها على نسبة الاقتراض الإجمالية وتتمثل في هيكل مجلس الإدارة وهيكل الملكية كمتغيرين (بعدين) يمثلان حوكمة الشركات. كما يستوجب التحليل المقطعي لبيانات البائل إدماج الآثار الثابتة الغير ملاحظة للوحدات (Cross-section effects) والآثار الثابتة الغير ملاحظة الزمنية (Time effects). وعليه يعكس هذا النموذج القياسي الصياغة الرياضية لإشكالية موضوع

الدراسة، ويهدف لإيجاد تفسير للعوامل المؤثرة على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة. ويكتب النموذج القياسي الرابع M4 بالصياغة الرياضية التالية:

$$DT = \beta_0 + \beta_1 \text{Size}_{i,t} + \beta_2 \text{Crois}_{i,t} + \beta_3 \text{Tang}_{i,t} + \beta_4 \text{Ecoimp}_{i,t} + \beta_5 \text{Liq}_{i,t} + \beta_6 \text{Rent}_{i,t} + \beta_7 \text{Risq}_{i,t} + \beta_8 \text{TCA}_{i,t} + \beta_9 \text{IND}_{i,t} + \beta_{10} \text{CUM}_{i,t} + \beta_{11} \text{BLOC}_{i,t} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \dots (14-2)$$

تم استعمال طريقة المربعات الصغرى LSDV لتقدير نتائج النموذج القياسي الرابع M4 وهي الطريقة المناسبة لتقدير نموذج الآثار الثابتة وللقيام بذلك تم استعمال البرنامج الإحصائي Eviews8، وبعد تقدير النموذج تم إجراء اختبار ارتباط الأخطاء (Autocorrélation) اختبار خضوع البواقي للقانون الطبيعي (Normality) كل هذه الاختبارات للتأكد من مدى جودة النموذج المقدر. وبعد ذلك تم التأكد من مدى معنوية متغيرات النموذج ومدى قدرتها على تفسير التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، وعليه التأكد من قدرة كل من هيكل مجلس الإدارة، هيكل الملكية، المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي والآثار الثابتة الغير ملاحظة الزمنية على تفسير السلوك التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة. ويبين الجدول (1-25) نتائج تقدير النموذج القياسي الرابع M4.

الجدول (1-25): نتائج النموذج القياسي الرابع M4

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.506270	0.269613	-1.877770	0.0622
CROIS	-0.036188	0.041156	-0.879287	0.3805
TANG	0.050148	0.191037	0.262505	0.7933
ECOIM	-0.222323	0.818867	-0.271501	0.7863
SIZE	0.127388	0.028152	4.525099	0.0000
RENT	-0.544125	0.228583	-2.380426	0.0184
RISQ	-0.005041	0.002009	-2.509117	0.0131
LIQ	-0.049527	0.023444	-2.112527	0.0362
TCA	-0.000887	0.003500	-0.253285	0.8004
IND	4.05E-06	4.79E-06	0.846207	0.3987
CUM	-0.024260	0.018020	-1.346294	0.1801
BLOC	-0.017508	0.060072	-0.291451	0.7711
AN2	0.023957	0.013686	1.750498	0.0819
AN3	0.003074	0.014627	0.210154	0.8338
AN4	-0.002200	0.015002	-0.146624	0.8836
AN5	-0.007396	0.014288	-0.517599	0.6054
AN6	-0.010321	0.015430	-0.668869	0.5045
R-squared	0.892011	Mean dependent var		0.615852
Adjusted R-squared	0.858428	S.D. dependent var		0.148736
S.E. of regression	0.055963	Akaike info criterion		-2.722168
Sum squared resid	0.513632	Schwarz criterion		-1.909601
Log likelihood	345.9941	Hannan-Quinn criter.		-2.393888
F-statistic	26.56210	Durbin-Watson stat		2.044437
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 8 (الملحق رقم 5)

1- المعنوية الكلية للنموذج

للتأكد من جودة النموذج تم اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إعداد أربع اختبارات.

- معامل التحديد

يبين معامل التحديد نسبة تفسير المتغيرات المفسرة للمتغير التابع ومن خلال الجدول رقم (1-25) نلاحظ أن قيمة R-squared تساوي 0.8920 وهذا يعني أن كل المتغيرات المفسرة والمتمثلة في متغيرات حوكمة الشركات والمحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي بالإضافة إلى المتغيرات الصامتة الزمنية التي يحتويها النموذج القياسي M4 تفسر ما نسبته 89.2% من التغيرات التي تحدث في نسبة الاقتراض الإجمالية وهي نسبة معتبرة جدا ودليل على جودة النموذج. في حين ما نسبته 10.8% تعود لمتغيرات أخرى مفسرة للتغيرات التي تحدث في المتغير التابع لم يؤخذ بها النموذج.

- اختبار فيشر

يستعمل هذا الاختبار لاختبار المعنوية الكلية للنموذج القياسي حيث نقوم بمقارنة قيمة إحصائية فيشر المحسوبة بقيمتها الجدولية، أو مقارنة Prob (F-statistic) بمستوى المعنوية 5%. ومن خلال الجدول (1-25) نلاحظ أن قيمة F-statistic تساوي 26.56210 وأن القيمة الاحتمالية المرفقة Prob (F-statistic) تساوي 0.000، ما يعني قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 وبالتالي للنموذج القياسي M4 المقدر معنوية كلية وأن المعالم المقدرة تختلف تماما عن الصفر.

- اختبار دربن واتسون

من خلال الجدول رقم (1-25) نلاحظ أن إحصائية DW تساوي 2.044 وبالرجوع إلى جدول إحصائية DW للحصول على القيمتين الجدوليتين (DL و DU) وعند $n=216$ و $k=16$ نجد $DL=1.599$ و $DU=1.943$ ما يعني أن إحصائية DW تقع في مجال استقلالية الأخطاء $[2, 4-DU]$ أي مجال قبول الفرضية H_0 وهو مجال عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وهذا يدل على عدم وجود أخطاء من الدرجة الأولى وهو ما يؤكد جودة النموذج القياسي M4.

- اختبار البواقي

تسمح اختبارات البواقي (Normality) باختبار (فحص) ما إذا كانت البيانات الحقيقية تتبع القانون الطبيعي أم لا. ولمعرفة ما إذا كانت بواقي النموذج القياسي M4 تتبع القانون الطبيعي (العادي) تم إجراء هذا الإختبار على البواقي. والجدول رقم (1-26) يوضح نتائج هذا الاختبار.

الجدول رقم (1-26): اختبار القانون الطبيعي للنموذج M4

Skewness/Kurtosis tests for Normality					
Variable	obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	Adj chi 2 (2)	Prob> chi 2
Residus1	216	0.8003	0.6470	0.27	0.8721

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Stata12 (الملحق رقم 7)

من خلال الجدول رقم (1-26) نلاحظ أن قيمة Prob> chi 2 أكبر من القيمة الحرجة 5% وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تنص على أن كل البواقي تتبع القانون الطبيعي (العادي).

2- عرض النتائج

من خلال الجدول رقم (1-25) نلاحظ أن نتائج النموذج القياسي الرابع M4 تأثرت بإدخال الآثار الثابتة الغير ملاحظة الزمنية وخاصة متغيرات حوكمة الشركات، حيث فقد متغير CUM معنويته بعد إدماج هذه الآثار في حين أصبح متغير الآثار الثابتة الزمنية AN2 ذو معنوية عند مستوى المعنوية 10% في حين باقي النتائج لم تتأثر تقريبا. فقد بقيت متغيرات معدل النمو، ملموسية الأصول والوفرات الضريبية البديلة غير معنوية حتى عند مستوى المعنوية 10% وتشير قيمها إلى -0.0361، 0.0501، -0.2223 وهو ما يشبه نتائج النماذج القياسية (M1، M2، M3)، كما أن متغيرات حوكمة الشركات (TCA، BLOC، IND، CUM) غير معنوية أيضا حتى عند مستوى المعنوية 10% وتشير قيمها إلى -0.0008، -0.0175، 4.05E-06، -0.0242 وعليه ليس لهذه المتغيرات تأثير على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة.

من خلال الجدول (1-25) نلاحظ أيضا تشابه بين نتائج النموذج القياسي الرابع M4 والنماذج القياسية M1، M2 و M3 حيث تشير النتائج إلى أن متغير حجم المؤسسة Size بقي ذو معنوية عند مستوى 1% وهو أقوى المتغيرات تفسيراً للسلوك التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة، ويشير إلى أن حجم المؤسسة يؤثر إيجاباً على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي وبنسبة 0.1273 وهو ما يتوافق مع النظرية التوافقية.

متغير السيولة Liq أثبت معنويته عند مستوى المعنوية 5% ما يعني أن حجم السيولة التي تمتلكها المؤسسة تؤثر سلباً على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة وهذا بنسبة -0.0495 وهو ما يشابه نتائج النماذج السابقة M1، M2 و M3.

متغير المردودية Rent ذو معنوية عند 5% كما انتقل تأثيره من -0.4343 إلى -0.5441 وهذا يعني أن مستوى مردودية المؤسسة يؤثر سلبا على نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة وهو ما يتوافق مع نظرية سلمية مصادر التمويل.

متغير المخاطر Risq بقي تأثيره ذو معنوية عند المستوى 5% كما أن تأثيره بقي عند نفس الحدود تقريبا ويقدر ب -0.005 بدلا من -0.0046 في النموذج القياسي الثالث M3، وهذا يعني أن مستوى المخاطر الذي تعرفه مؤسسات عينة الدراسة يؤدي إلى تأثير سلبي على نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة وهو ما يتوافق مع النظريتين التوافقية وسلمية مصادر التمويل.

متغيرات الآثار الثابتة الزمنية γ_t (AN_t) ليس لها معنوية حتى عند مستوى المعنوية 10% ما عدى المتغير (AN2) فهو ذو معنوية عند مستوى 10% ما يعني أن الانتعاش الذي عرفه الاقتصاد الفرنسي سنة 2011 والذي انعكس على الناتج الداخلي الخام (ارتفاع PIB ب 2.1%) شجع المؤسسات الفرنسية على الاقتراض أكثر للتوسع في استثماراتها، وهذا يعني أن ارتفاع معدل الناتج الداخلي الخام أثر إيجابا على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40.

من خلال نتائج النموذج القياسي الرابع M4 يمكن استنتاج ما يلي:

- متغيرات حوكمة الشركات والمتمثلة في حجم مجلس الإدارة TCA، استقلالية مجلس الإدارة IND، الجمع بين منصب الرئيس المدير العام ومنصب رئيس مجلس الإدارة CUM وهيكل الملكية BLOC ليس لها معنوية حتى عند مستوى المعنوية 10% وبالتالي ليس لهذه المتغيرات تأثير على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة؛
- متغيرات النمو Crois، ملموسية الأصول Tang، الوفرة الضريبية البديلة Ecoimp الخاصة بمحددات الهيكل التمويلي الكلاسيكية بقيت غير معنوية عند مستوى المعنوية 10% وهو ما يشبه نتائج النماذج القياسية M1، M2، M3 وبالتالي ليس لهذه المتغيرات تأثير على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة؛
- متغيرات الآثار الثابتة الغير ملاحظة الزمنية γ_t (AN3, AN4, AN5, AN6) ليس لها معنوية حتى عند مستوى المعنوية 10% وبالتالي ليس لهذه المتغيرات تأثير على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة؛

- متغير حجم المؤسسة Size ذو معنوية عند مستوى المعنوية 1% وهو أقوى المتغيرات تفسيراً لنسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة، هذه النتيجة مشابهة لنتائج النماذج القياسية M1، M2، M3؛

- متغيرات السيولة Liq، المردودية Rent، المخاطر Risq ذات معنوية عند مستوى المعنوية 5%، هذه النتيجة مشابهة تماماً لنتائج النموذجين القياسيين M1، M2 بينما تختلف معنوية متغير المردودية Rent في النموذج القياسي الثالث M3 (ذو معنوية عند 10%) وبالتالي تفسر هذه المتغيرات التغيرات التي تحدث في نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة؛

- متغير الآثار الثابتة الغير ملاحظة الزمنية AN2 ذو معنوية عند مستوى المعنوية 10%.
قدما من خلال هذا المطلب أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة القياسية للعلاقات الموجودة ما بين كل من متغيرات حوكمة الشركات والمحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي من جهة، ونسبة الاقتراض الإجمالية للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40. وقد تم عرض نتائج هذه الدراسة وفق النماذج القياسية الأربعة (M1، M2، M3، M4) وتم التدرج في دراسة إشكالية موضوع الدراسة من خلال هذه النماذج، حيث تم البدء بالنموذج القاعدي (M1) والخاص فقط بالمحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي، إلى أن وصلنا إلى النموذج الشامل (M4) الذي يضم كل متغيرات الدراسة. وبعد عرض نتائج النماذج القياسية يجب مناقشة هذه الأخيرة وهو ما تم من خلال المطلب الموالي.

المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة القياسية

خصص هذا المطلب بتحليل العلاقات التي تربط متغيرات حوكمة الشركات والمتمثلة في مجلس الإدارة وهيكل الملكية بالهيكل التمويلي، بالإضافة إلى تحليل نتائج المحددات الكلاسيكية لهذا الهيكل مع مقارنة النتائج المتوصل إليها بما توصي به الأدبيات المالية والدراسات الميدانية.

أولاً: مناقشة أثر متغيرات حوكمة الشركات على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي

متغيرات حوكمة الشركات التي تم الأخذ بها في هذه الدراسة هي مجلس الإدارة وهيكل الملكية وتم قياس العلاقة الموجودة ما بين هذين الآليتين ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 وتم التوصل من خلال النماذج القياسية الأربعة إلى مجموعة من النتائج تحلل فيما يلي.

1- حجم مجلس الإدارة

تم قياس هذا المتغير من خلال مجموع الأعضاء المشكلين لمجلس الإدارة، وتشير نتائج النموذجين القياسيين (M4, M3) إلى وجود علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة إلا أن هذه العلاقة ليست معنوية وبالتالي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين وعلى هذا الأساس نرفض الفرضية الأولى والتي جاءت بالصياغة التالية: "هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40". الجدول رقم (1-27) نتائج هذه العلاقة.

الجدول رقم (1-27): النتائج المختصرة للعلاقة بين حجم مجلس الإدارة والهيكل التمويلي

M4		M3		المتغير النماذج
الاحتمال	المعامل	الاحتمال	المعامل	
0.8004	-0.000887	0.8562	-0.000633	TCA

*** عند مستوى المعنوية 1% ** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحث

ترى نظرية الوكالة أن مجلس الإدارة هو الهيئة الأولى لحوكمة الشركات والمسؤولة عن تحقيق انضباط المسيرين ودفعهم لتحقيق مصالح المساهمين، وبالتالي يعمل مجلس الإدارة على تسيير علاقة الوكالة ما بين المسيرين والمساهمين من خلال تجسيد رقابة فعالة على المسيرين. ويمثل حجم مجلس الإدارة ممثلاً بعدد أعضائه مؤشر مهم جداً في تحقيق الدور الرقابي الذي يلعبه. ويرى الباحثون أن هذا الدور يكون أقوى كلما زاد عدد أعضاء مجلس الإدارة ذلك أن كبر حجم المجلس يخلق ميزة التنوع والغنى بالكفاءات والخبرات. هذه الميزات يمكن أن تضيع بسبب صعوبة التنسيق بين الجهود الفردية لأعضاء مجلس الإدارة والتضارب الذي يمكن أن يحدث عند اتخاذ القرارات بسبب صعوبة خلق علاقات جيدة بين هؤلاء الأعضاء بالإضافة إلى التكلفة المرتفعة للاتصال (Lipton & Horsh, 1992 ; Jensen, 1993). ويشير Fama & Jensen (1983) إلى أن المهمة الأكثر أهمية لمجلس الإدارة هي تخفيض تكاليف الوكالة الناتجة عن انفصال الملكية عن الإدارة، ويرى الباحثان أنه كلما زاد حجم مجلس الإدارة كلما ضعفت الرقابة الممارسة من طرف هذا المجلس. ويفسر ذلك بصعوبة الاتصال بين أعضاء المجلس إذا كان عددهم كبير، كما أن نشاط مجلس الإدارة يكون أضعف عندما يكون حجم هذا المجلس كبير.

أثبتت دراسة Yermack (1996) وجود علاقة عكسية بين حجم مجلس الإدارة وقيمة المؤسسة بسبب صعوبة الاتصال والتكاليف المرتفعة عند اتخاذ القرارات المشتركة. بالمقابل تتحرك الأسواق المالية إيجابيا عند الإعلان عن تخفيض عدد أعضاء المجلس، في حين تنخفض قيمة الأسهم عند الإعلان عن زيادة حجم مجلس الإدارة.

وعلى العكس من ذلك توصلت دراسة Pearce & Zahra (1992) إلى أن المؤسسات التي لديها حجم كبير لمجلس الإدارة لديها أداء أحسن. فوجود عدد كبير من الأعضاء داخل مجلس الإدارة يعطي احتمال أكبر لوجود أعضاء مستقلين ذوو خبرة كبيرة وهو ما يكبح محاولة التلاعب والاحتيايل.

يشير الجدول (1-27) لوجود علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، وبالرغم من أنها ليست معنوية إلا أنها تؤكد النتيجة التي توصل إليها Berger & al (1997) أين توصلت هذه الدراسة إلى أن وجود حجم كبير لمجلس الإدارة سيخلق ضغطا كبيرا داخل المجلس من أجل تخفيض نسبة الاقتراض بهدف تحسين أداء المؤسسة، وهذا يعني وجود علاقة عكسية بين المتغيرين. وعلى العكس من ذلك توصل Abor (2007) إلى وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين، ويفسر ذلك بأن كبر حجم مجلس الإدارة سيخلق مشاكل داخل المجلس عند اتخاذ القرارات وهو ما يضعف حوكمة الشركات ويؤدي إلى نسب إقتراض مرتفعة.

يميل الباحث إلى القول بوجود علاقة إيجابية بين حجم مجلس الإدارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، فبالإضافة لصعوبة إيجاد توافق في اتخاذ القرارات عند وجود عدد كبير من الإداريين داخل المجلس يضيف الباحث مشكل التواكل الاجتماعي¹ أين سينتظر كل إداري من باقي الإداريين القيام بالمهام الرقابية وينتظر اقتسام المنافع الناتجة عن القرارات والمؤسسة، لذلك سيكون مجلس الإدارة باعتباره آلية لحوكمة الشركات ضعيف وسيظهر الاقتراض كآلية بديلة لتحقيق الرقابة.

2- إستقلالية مجلس الإدارة

تم قياس هذا المتغير من خلال نسبة الإداريين الخارجيين المستقلين الذين يملكون مقاعد في مجلس الإدارة إلى مجموع الإداريين، وتشير نتائج النموذجين القياسيين (M3, M4) إلى وجود علاقة إيجابية بين استقلالية مجلس الإدارة ونسبة الإقتراض في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة

¹ - Passager clandestin.

الدراسة إلا أن هذه العلاقة ليست معنوية وبالتالي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين وعلى هذا الأساس نرفض الفرضية الثانية والتي جاءت بالصياغة التالية: "هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40". ويوضح الجدول رقم (1-28) نتائج هذه العلاقة.

الجدول رقم (1-28): النتائج المختصرة للعلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والهيكل التمويلي

M4		M3		المتغير النماذج
الاحتمال	المعامل	الاحتمال	المعامل	
0.3987	4.05E-06	0.2434	5.55E-06	IND

*** عند مستوى المعنوية 1% ** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحث

تدعم معظم التقارير الخاصة بحوكمة الشركات والباحثين في هذا المجال فكرة أن استقلالية مجلس الإدارة هي مؤشر أساسي لتحقيق فعاليته. ويرى الجميع أن الإداريين الخارجيين المستقلين لهم أفضل مكانة لمراقبة المسيرين وهذا لإمكانية استخدام الإداريين لكفاءاتهم المميزة ولعدم تبعيتهم لإدارة المؤسسة وللمساهمة بنظرة نقدية في حل المشاكل والمشاريع المطروحة من قبل إدارة المؤسسة. كما يقدم هذا النوع من الأعضاء وجهة نظر مستقلة ونزيهة وهو ما يسمح لهم باعطاء أحكام هادفة وبناءة حول أداء المسيرين. كما أنه من مصلحة الإداريين المستقلين تعظيم رأسمالهم البشري المرتبط جدا بسمعتهم كخبراء مستقلين في سوق الإداريين (Fama, 1980).

تشير الدراسات إلى أن أسعار تداول الأسهم ترتفع عند تنصيب أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة وتتنخفض في حالة خروج أحد الأعضاء المستقلين من المجلس. كما يرى Weisbach (1988) أن مجلس الإدارة المكون أساساً من أعضاء مستقلين له ردت فعل سريعة عند انخفاض مستوى أداء المسيرين مقارنة بباقي المجالس. كما يشير (Godard & Schatt, 2000) أن مجلس الإدارة المسيطر عليه من قبل الأعضاء المستقلين له قرارات مميزة خاصة مثلاً باستبدال المسيرين وعروض الشراء العامة وغيرها مقارنة بمجلس إدارة مسيطر عليه من قبل أعضاء داخليين. بالمقابل وحسب (Bhagat & Black, 1999) يملك الإداريون الداخليون معلومات أكبر حول المؤسسة ومحيطها مقارنة بالإداريين المستقلين لهذا يمكن أن تساهم خبرتهم في تحسين أداء المؤسسة. أما دراسة (Rosenstein & Wyatt, 1990) فتوصلت إلى أن تعيين إداري خارجي في مجلس إدارة مسيطر عليه من طرف الأعضاء الداخليين هو ما يرفع من ثروة المساهمين وليس تعيين إداري

داخلي في مجلس إدارة مسيطر عليه من طرف الأعضاء الخارجيين. ويرى (Richardson 2006) أن الإداريين المستقلين لهم من الكفاءة والقدرة على مواجهة السلوكيات الانتهازية والتعسف في استخدام السلطة من طرف المسيرين في تسيير الأموال المتاحة، كما لهم القدرة على محاربة التلاعب بالحسابات والقوائم المالية خاصة إذا كان مجلس الإدارة مسيطر عليه من قبل المستقلين. يشير الجدول (1-28) لوجود علاقة سلبية بين استقلالية مجلس الإدارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، وبالرغم من أنها ليست معنوية إلا أنها تشير إلى أن وجود مجلس إدارة مسيطر عليه من قبل الإداريين المستقلين سيدفع المسيرين لإستخدام أقل للقروض كمصدر للتمويل. وهو ما يؤكد النتيجة التي توصل إليها (Wen & al. (2002) و Kyereboah-Coleman & Biekpe (2006) أين تم التوصل إلى علاقة سلبية مع نسبة الاقتراض قصير الأجل. بالمقابل توصلت دراسة (Berger & al. (1997) و Abor (2007) إلى وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين، تقسر بأن الإداريين المستقلين لهم القدرة على مساعدة المؤسسة على مواجهة المخاطر ومحيطها الخارجي بالإضافة إلى جمع الأموال.

3- الجمع بين وظيفة المدير العام ورئيس مجلس الإدارة

يقاس هذا المتغير في هذه الدراسة من خلال متغير ثنائي يأخذ القيمة 1 في حالة الجمع بين المنصبين والقيمة 0 في حالة الفصل، وقد تم التوصل إلى وجود علاقة سلبية بين متغير الجمع بين وظيفة الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة، هذه العلاقة ذات معنوية في النموذج القياسي M3 غير أنها ليست معنوية في النموذج القياسي M4. وعلى هذا الأساس نثبت نسبياً صحة الفرضية الثالثة والتي جاءت بالصياغة التالية: "هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الجمع ما بين منصب الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الادارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة.

الجدول رقم (1-29): النتائج المختصرة للعلاقة بين الجمع بين وظيفة الرئيس المدير العام

ورئيس مجلس الإدارة والهيكل التمويلي

M4		M3		المتغير النماذج
الاحتمال	المعامل	الاحتمال	المعامل	
0.1801	-0.024260	0.0669	-0.031427*	CUM

*** عند مستوى المعنوية 1% ** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحث

تختلف الآراء بين المؤيدين والمعارضين للجمع بين منصب الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة. مؤيدي الجمع بين المنصبين يرون بأهمية أن تدار المؤسسة من طرف شخص واحد ويشيرون بأن الجمع بين المنصبين يسمح بوجود قيادة واضحة من منظور صياغة الاستراتيجية وتنفيذها وهو ما يقود بالنتيجة لتحقيق أداء أحسن (Godard, 1998). كما يرون أن الانفصال بين المنصبين يضعف سلطة المسير ويرفع من احتمال أن قرارات وتوقعات المسير ومجلس الإدارة تكون متناقضة وهو ما يؤدي إلى وجود بعض المنافسة بين الطرفين، هذا التيار لا تدعمه دراسات ميدانية كثيرة ترى بأن الجمع بين المنصبين يحسن من أداء المؤسسة.

وعلى العكس من ذلك يؤكد معظم الباحثين أن الجمع بين المنصبين يمثل عائق كبير للفصل بين مهام اتخاذ القرار ومهام الرقابة. كما أن الجمع بين المنصبين يزرع الشك في استقلالية مجلس الإدارة على اعتبار أن الجمع يخول للمسير سلطات واسعة ومؤثرة. وأن أفضل طريقة لتقييد قدرة المسير على إعاقة الدور الرقابي للإداريين الخارجيين هو الفصل بين منصب الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة. بالإضافة إلى أن تركيز السلطة يمكن أن يكون أصل التصرفات الانتهازية وغير الفعالة من طرف المسير والتي تؤدي إلى نتائج كارثية على ثروة المساهمين. لهذا يوصي Jensen (1983) بفصل المنصبين من أجل تقليص سلطة التصرف للمسير وضمان فعالية مجلس الإدارة. كما توصي العديد من التقارير على المستوى الدولي بضرورة الفصل بين مهام المنصبين من أجل أن تمارس مهام مجلس الإدارة بكل فعالية وبصفة مستقلة عن الرئيس المدير العام وهو ما يعتبر وسيلة هامة للحد من التلاعب بالحسابات وإعداد قوائم مالية لا تعكس الحقيقة، وتؤكد دراسة (Beasley 1996) أن المؤسسات الأكثر فسادا تتميز بالجمع بين المنصبين. إلا أن الدراسات لا تسمح بتأكيد تفوق هيكل معين على الآخر؛ فدراسة (Rechner & Dalton 1991) تفضل الفصل بين الوظيفتين أما دراسة (Buckley & al 1997) فتوصلت إلى أن الجمع بين الوظيفتين يخلق مزايا حقيقية للمساهمين.

يشير الجدول (1-29) لوجود علاقة سلبية بين متغير الجمع بين وظيفة الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، ما يعني أن الجمع بين المنصبين في يد شخص واحد (وهو ما يسمح بتجنر المسير) سيكون مرفوق بنسب اقتراض منخفضة وهذا بغرض تخفيض مخاطر الإفلاس التي قد تؤدي إلى ضياع منصب عمل المسير أي لتخفيض المخاطر الشخصية، وهو ما يتوافق مع ما يشير إليه (Fama & Jensen 1983) بأن الوكلاء يمكنهم

أن ينفذوا بعض القرارات ويراقبوا البعض الآخر، ولكن لا يمكن لأي وكيل أن يمارس عمليات التسيير والرقابة على نفس القرارات.

4- تركيز الملكية

تم قياس هذا المتغير من خلال نسبة رأس المال المملوك من طرف أكبر مساهم في الشركة، وتشير نتائج النموذجين القياسين (M3, M4) إلى وجود علاقة سلبية بين تركيز الملكية ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة إلا أن هذه العلاقة ليست معنوية، وبالتالي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين وعلى هذا الأساس نرفض الفرضية الرابعة والتي جاءت بالصياغة التالية: "هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40". ويوضح الجدول رقم (1-30) نتائج هذه العلاقة.

الجدول رقم (1-30): النتائج المختصرة للعلاقة بين تركيز الملكية والهيكل التمويلي

M4		M3		المتغير النماذج
الاحتمال	المعامل	الاحتمال	المعامل	
0.7711	-0.017508	0.8661	-0.010162	BLOC

*** عند مستوى المعنوية 1% ** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحث

يرى (Shleifer & Vishny (1997) أن وجود مساهمين يملكون كتلة أسهم¹ يمكن أن يجبر المسيرين على التحرك والعمل على تعظيم قيمة المؤسسة. فالمساهمون المسيطرون لهم القدرة على التأثير أثناء التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين وتسخير إمكانيات أكبر من أجل مراقبة المسيرين وحماية استثماراتهم. كما يرى (Demsetz (1983) أن تركيز الملكية هو ضمان لفعالية الرقابة الممارسة على المسيرين من طرف المساهمين. بالفعل فالمؤسسة التي تتميز برأس مال مشتت لن يكون لأي مساهم الدافع للاستثمار في الرقابة على المسيرين لأنه سيتحمل لوحده في هذه الحالة هذه التكلفة في حين يستفيد جميع المساهمون من هذا الاستثمار. لذلك من المحتمل أن نكون أمام ما يعرف بـ « Free rider » أين يستفيد بعض المساهمين من مزايا دون دفع أي تكلفة خاصة عندما يكون رأس المال مشتت وهو ما يعطي الحرية للمسيرين ويدفعهم لإبداء سلوك

¹ - Blocks d'actions.

انتهازي في تسيير المؤسسة. بالمقابل يجد المساهمون الذين يملكون حصة معتبرة في رأس المال مصلحة في تحمل مسؤولية الرقابة على المسيرين على اعتبار أنهم سيتحصلون على حصة مهمة من المزايا الإضافية التي يتم خلقها. هذا الحافز لتحمل مسؤولية الرقابة يمثل أفضل ضمان للفعالية والأقل تكلفة من ناحية الوكالة. ويحصل المساهمون المسيطرون على مزايا معتبرة مقارنة بصغار المساهمين المعزولين. فهم يملكون القدرة على تسخير وبكل سهولة وسائل مهمة للرقابة على المسيرين وحماية استثماراتهم. ضف إلى ذلك أن عدد الأصوات التي يمتلكونها تسمح لهم بالتأثير على التصويت في الجمعية العمومية كما يملكون القدرة على إقناع صغار المساهمين للإنخراط في قراراتهم ودعمهم في حالة عدم الاتفاق مع إدارة المؤسسة. وتوصلت الدراسات إلى أن المساهمين الذين يملكون تكتل ملكية هم أكثر استعداد للعمل على تحقيق مصلحة المساهمين وتوقيف السلوك الانتهازي للمسيرين خاصة في التلاعب بالحسابات والقوائم المالية. وعلى العكس من ذلك توصلت دراسة (Pindodo & Torre 2009) إلى فرضية سلبية المساهمين المسيطرين الذين يملكون تكتل ملكية نظرا لصعوبة الوصول للمعلومات التي بجوزة المسيرين.

يشير الجدول (1-30) لوجود علاقة سلبية بين هيكل الملكية ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، وبالرغم من أنها ليست معنوية إلا أنها تشير إلى أن وجود تكتل ملكية (تركز الملكية) سيكون مرفوق بنسب اقتراض منخفضة ما يعني أن وجود تركيز ملكية باعتباره آلية لحوكمة الشركات سيكون بديل عن استخدام الاقتراض لفرض الانضباط والرقابة على المسيرين، وهو ما يعني وجود علاقة سلبية بين المتغيرين أي أن المساهمين المسيطرين لمؤسسات عينة الدراسة يفضلون استعمال أموالهم الخاصة في تمويل المشاريع الاستثمارية بدلا من الاقتراض. هذه النتيجة تتناقض مع فرضية نظرية سلمية مصادر التمويل التي ترى بأولوية الاقتراض على الأموال الخاصة، كما تتناقض مع ما توصلت إليه دراسة (Berger & al 1997) والتي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين. في حين توصلت دراسة (Lopez Iturriague & Hoffmann 2005) إلى أن هيكل الملكية وهيكل رأس المال لهما أثر متكامل ولا يستعملان كآليتين بديلتين لحوكمة الشركات.

ثانياً: مناقشة أثر المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي

تم الأخذ في هذه الدراسة بسبع محددات للهيكل التمويلي تمثل الخصائص المالية للمؤسسات الاقتصادية وتم اختبار تأثير هذه الخصائص على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة من خلال النماذج القياسية الأربعة وتوصلت الدراسة إلى النتائج التي تحلل فيما يلي.

1- معدل النمو

تم قياس معدل النمو في هذه الدراسة من خلال نسبة التغير السنوي في مجموع الأصول، وقد توصلت الدراسة من خلال النماذج القياسية الأربعة إلى أن العلاقة ما بين معدل النمو ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي سلبية ولكنها غير معنوية وبالتالي لا توجد علاقة بين المتغيرين. والجدول (1-31) يوضح نتائج هذه العلاقة.

الجدول رقم (1-31): النتائج المختصرة للعلاقة بين معدل النمو والهيكل التمويلي

M4	M3	M2	M1	المتغير	
				النماذج	Crois
-0.036188	-0.048928	-0.033787	-0.044221	المعامل	
0.3805	0.2139	0.4087	0.2612	الاحتمال	

*** عند مستوى المعنوية 1% ** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحث

يشير الجدول أعلاه إلى وجود علاقة سلبية بين معدل النمو ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي إلا أن هذه العلاقة ليس لها معنوية وبالتالي لا يوجد تأثير لمعدل النمو على نسبة الاقتراض الإجمالية للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 وهذا يعني أنه إذا تغير معدل النمو بنسبة 1% فإن نسبة الاقتراض الإجمالية لن تتغير، هذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Carpentier & Suret, 2000).

وبالرغم من أن العلاقة ليست معنوية إلا أنها تتوافق مع ما تشير إليه النظرية التوافقية (TOT) فحسب (Hovakimian & al, 2001) تتكون قيمة المؤسسة من جزئين أساسيين هما: الأصول المملوكة وفرص النمو، وتعمل المؤسسات على تمويل الأصول المملوكة باستخدام القروض في حين تمويل الفرص الاستثمارية باستخدام الأموال الخاصة، وبالنتيجة تختار المؤسسات الأموال الخاصة على حساب القروض في أعقاب ارتفاع قيمة الأسهم (الأموال الخاصة) إذا كان التغير في قيمة الأسهم ناتج عن إدراك المستثمرين لفرص النمو.

وحسب (Hutchinson & Gul, 2004) المؤسسات التي تتميز بفرص نمو كبيرة عادة ما تكون مؤسسات صغيرة الحجم وتواجه مشاكل عدم تماثل المعلومات (مشكل الوكالة)، وبالتالي تحصل على الأموال من خلال القروض البنكية على حساب القروض السندية مما يدفعها للاعتماد على التمويل بواسطة الأسهم.

أما (Titman & wessels (1988) فيرى أن ارتفاع تكلفة الوكالة للقروض سيؤدي إلى ارتفاع تكلفة القروض، وهو ما يدفع الملاك للاعتماد على مواردهم الذاتية. كما يفسر Jensen & Meckling (1976) و Myers (1977) العلاقة السلبية بين فرص النمو ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي بأن تكاليف الوكالة ما بين المساهمين والمقرضين ستكون أكبر في حال ما إذا كانت قيمة فرص النمو المستقبلية أكبر مقارنة بالقيمة الحالية للأصول المملوكة، وهو ما يجعل المقرضين (الدائنين) يتبنون سلوكا قاسيا تجاه هذا النوع من المؤسسات.

ويرى الباحث أن المؤسسات تحاول في هذه الحالة استغلال أموال المقرضين الأقل تكلفة لتمويل هذه الفرص الاستثمارية والحصول على العوائد الأكثر ارتفاعا مقارنة بعوائد الاستثمارات الحالية، وفي حالة إدراك المقرضين لذلك سيعملون على الرفع من معدلات العائد المطلوب لتمويل هذه الفرص الاستثمارية.

على العكس من ذلك توصلت نظرية سلمية مصادر التمويل (POT) إلى وجود علاقة إيجابية بين هذين المتغيرين، وترى أن التمويل الذاتي هو مصدر التمويل المفضل ويأتي في المرتبة الأولى من حيث اللجوء، إلا أن هذا الأخير قد لا يكفي لتمويل كل الاحتياجات التمويلية خاصة إذا تعلق الأمر بالمؤسسات التي تملك مستويات نمو مرتفعة وتكون مجبرة على اللجوء إلى التمويل الخارجي من أجل تغطية هذا العجز التمويلي ومواجهة فرص النمو. وحسب (Gaud & Jani, 2002) مصادر التمويل الخارجية الأقل تعرضا لعدم تماثل المعلومات مثل القروض مفضلة على باقي مصادر التمويل وهو ما يدفع بهذه المؤسسات لطلب قروضا أكبر، وبالنتيجة سيكون لديها نسبة مديونية في الهيكل التمويلي أكبر ونسبة أموال خاصة أقل.

2- المردودية

تم قياس معدل المردودية في هذه الدراسة من خلال نسبة النتيجة الجارية قبل الضريبة (RCAI) إلى مجموع الأصول، وتشير نتائج النماذج القياسية الأربعة إلى وجود علاقة سلبية وذات

معنوية ما بين معدل مردودية المؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي. ويلخص الجدول رقم (1-32) نتائج هذه العلاقة.

الجدول رقم (1-32): نتائج العلاقة بين معدل المردودية والهيكل التمويلي

M4	M3	M2	M1	المتغير	النماذج
-0.544125**	-0.434327**	-0.620985***	-0.482019**	Rent	المعامل
0.0184	0.0442	0.0048	0.0219		الاحتمال

*** عند مستوى المعنوية 1% ** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحث

يشير الجدول رقم (1-32) إلى أن معدل المردودية الاقتصادية له تأثير سلبي على نسبة الاقتراض الإجمالية عند مستوى المعنوية 1% و5%، أي أنه كلما ارتفع معدل المردودية كلما انخفض مستوى الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40. تتوافق هذه العلاقة العكسية مع ما تشير إليه نظرية سلمية مصادر التمويل POT، ويفسر (Myers 1984) هذه العلاقة بأن المؤسسات التي تحقق مردودية مرتفعة يمكنها احتجاز جزء أو كل هذه الأرباح، هذا النوع من المؤسسات يفضل التمويل الذاتي على التمويل الخارجي لأن تكلفة التمويل الذاتي تكون أقل، وعليه من المحتمل أن يكون الهيكل التمويلي دالة عكسية للمردودية.

ويفسر (Titman & Wessels, 1988) هذه العلاقة السلبية بارتفاع تكلفة الوكالة التي تصاحب إصدار أسهم وسندات جديدة، لهذا تصبح الأرباح المحتجزة أكثر جاذبية مقارنة بالتمويل الخارجي، ومن المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتمتع بارتفاع في معدل مردوديتها وتتوفر على فرص لاحتجاز الأرباح للاعتماد على القروض بدرجة أقل.

يرجع (Hovakimian & Li, 2008) سبب العلاقة السلبية ما بين المردودية ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي لتفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي والمعبر عنه من طرف المؤسسات التي تحترم نظرية سلمية مصادر التمويل POT وبالتالي لا تهتم ولا تستهدف هذه المؤسسات نسبة للرفع المالي. كما يمكن أن تنشأ هذه العلاقة السلبية إذا كانت المؤسسات تملك نسب اقتراض مستهدفة (حسب النظرية التوافقية TOT) ولا تقوم بتعديل فوري لآثار الصدمات العشوائية للمردودية على نسبة الرفع المالي لأن تعديلات الهيكل التمويلي جد مكلفة.

كما تفسر دراسة (González & González, 2008) العلاقة السلبية ما بين المردودية والاقتراض بأن المؤسسات ذات المردودية المرتفعة لها قدرة أكبر على الاحتفاظ بالاحتياطيات وبالتالي الحصول على تمويل ذاتي معتبر مما يؤدي إلى التخفيض من جاذبية الاقتراض.

كما تشير الدراسة أيضا إلى أن المؤسسات التي تعمل في ظل محيط مؤسسي ضعيف وبغض النظر عن أرباحها من الصعب جدا عليها أن تحل مشاكل الاختيار العكسي والخطر المعنوي¹ المرتبطة بالصفقات الخاصة، هذه التكاليف المرتفعة للوكالة ولعدم تماثل المعلومات تجعل من الصعب على المؤسسات التي تعمل في محيط مؤسسي ضعيف الحصول على تمويل خارجي وبالتالي تضطر للاعتماد على التمويل الذاتي.

كما يرى الباحث أن انخفاض نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي بسبب الاعتماد على التمويل الذاتي يكون لسببين اثنين؛ أولها أن الاعتماد على التمويل الذاتي يعني زيادة الأرباح المحتجزة التي تسجل محاسبيا ضمن حسابات الأموال الخاصة وبالتالي ترتفع هذه الأخيرة مع ثبات القروض. أما السبب الثاني فاحتجاز الأرباح في ظل عدم وجود فرص استثمارية أو ضعفها يدفع المؤسسة لاستعمالها في تسديد جزء من ديونها مما يؤدي إلى انخفاض هذه الأخيرة مع ثبات الأموال الخاصة.

هذه العلاقة العكسية لا تتوافق مع اقتراح النظرية التوافقية TOT التي ترى بوجود علاقة إيجابية بين المردودية ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي، حيث كلما حققت المؤسسة مردودية أكبر كلما اتجهت نحو الاقتراض من أجل تحقيق أقصى استغلال للوفرات الضريبية. تفسير ذلك أن المؤسسة تستطيع تحسين عائد ملاك المؤسسة عن طريق الاقتراض بتكلفة أقل من معدل المردودية الاقتصادية وهو ما يطلق عليه اسم "المتاجرة بالملكية"، بالإضافة إلى أن وجود مردودية مرتفعة تشكل ضمانا إضافيا للمقرضين، كما تفسر هذه المردودية على أنها احتمال كبير للقدرة على تسديد القروض. وتشير نظرية الإشارات المالية إلى أن المؤسسات ذات المردودية المرتفعة التي تطلب قروضا أو تصدر سندات تبعث بإشارة مالية جيدة للمستثمرين في البورصة حول صحتها المالية الجيدة وبالنتيجة يمكن توقع أثر إيجابي للمردودية على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي.

ويرى الباحث أن المؤسسة ذات المردودية المرتفعة تتمتع براحة مالية أكبر وتكون لديها حرية الاختيار بين التمويل الذاتي والاقتراض، فإذا احتاجت المؤسسة لتعظيم السعر السوقي لأسهمها قد

¹ - Selection adverse et l'aléa moral.

تلجأ لتبني سياسة توزيع للأرباح تقضي بتوزيع الجزء الأكبر منها مع إصدار سندات جديدة مما يعطي إشارة مالية جيدة وقوية للسوق المالي ويرفع أسعار أسهمها، أما إذا كانت المؤسسة مرتاحة في السوق المالي وليست مجبرة على بعث إشارات مالية هنا يكون من الأفضل الاحتفاظ بالأرباح واستخدامها كتمويل ذاتي.

3- حجم المؤسسة

في هذه الدراسة تم قياس هذا المتغير من خلال اللوغرتم النبيري لرقم الأعمال السنوي الصافي، وتم التوصل من خلال النماذج القياسية الأربعة إلى أن حجم المؤسسة يؤثر إيجاباً على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة، هذا التأثير ذو معنوية عند مستوى 1%. ويمكن تلخيص نتائج هذه العلاقة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (1-33): نتائج العلاقة بين حجم المؤسسة والهيكل التمويلي

M4	M3	M2	M1	المتغير / النماذج	
				Size	المعامل
0.127388***	0.120251***	0.126200***	0.112954***		
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000		الاحتمال

*** عند مستوى المعنوية 1% ** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحث

يشير الجدول (1-33) إلى وجود علاقة إيجابية ذات معنوية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي عند مستوى المعنوية 1%، ما يعني وجود تأثير إيجابي لحجم المؤسسة على نسبة الاقتراض الإجمالية أي أنه كلما ارتفع حجم المؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 كلما ارتفع مستوى الاقتراض في هياكلها التمويلية. تتوافق هذه النتيجة مع ما تشير إليه النظرية التوافقية TOT وتفسر هذه العلاقة الإيجابية بأن المؤسسات الكبيرة عادة ما يتسم نشاطها بقدر كبير من التنوع مما يجعلها تتعرض لتلك المخاطر بدرجة أقل (وهذا عكس المؤسسات التي يتركز نشاطها في عدد محدود من المنتجات)، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الاقتراض في هيكلها التمويلي (Titman & Wessels (1988). تكشف دراسات (Warner, 1977; Ang & al, 1982) عن وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومخاطر الإفلاس وعن علاقة عكسية بين مخاطر الإفلاس ونسبة الاقتراض.

وبالمقابل المؤسسات صغيرة الحجم والتي تتميز بدرجة تنويع ضعيفة في نشاطها تتعرض لمخاطر إفلاس أكبر، وبما أن القروض ترفع من مخاطر الإفلاس فإن المؤسسات من هذا النوع تحجم عن استخدام هذا المصدر في تمويل أصولها. كما تشير دراسة (Smith 1977) إلى أن تكاليف إصدار الأسهم والسندات بالنسبة للمؤسسات الأصغر حجماً عادة ما تكون مرتفعة. بالإضافة إلى أن المؤسسات صغيرة الحجم لا تستفيد من إمكانية كبيرة لدخول سوق الاقتراض (إصدار سندات في البورصة) بسبب ضعف حجم الأصول الملموسة التي تمتلكها والتي يمكن أن تستعمل كضمانات، وبالنتيجة تملك المؤسسات الصغيرة نسباً أكبر للأموال الخاصة في الهيكل التمويلي بما يترجم وجود علاقة سلبية بين نسبة الأموال الخاصة وحجم المؤسسة، وبما يعطي علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي.

كما تشير دراسة (Marsh 1982) إلى ميل المؤسسات الكبيرة الحجم إلى زيادة نسبة الاقتراض طويل الأجل، فكبر حجم المؤسسة يدفعها للاعتماد أكثر على القروض طويلة الأجل، على عكس المؤسسات الصغيرة التي تتجه أكثر إلى الاقتراض قصير الأجل، ويعود السبب في ذلك إلى كون المؤسسات كبيرة الحجم لها قدرة أكبر على الوفاء بالتزاماتها كما أنها تستطيع الاقتراض بمعدل فائدة أقل مما يحفزها على استخدام أكبر للقروض مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم. كما أكدت هذه النتائج دراسة (Titman & Wessels 1988) والتي تشير إلى أن تكلفة إصدار الديون والأموال الخاصة تتعلق بحجم المؤسسة، وأن المؤسسات الصغيرة تلجأ أكثر إلى استخدام القروض قصيرة الأجل من المؤسسات الكبيرة بسبب التكلفة المرتفعة لهذا المصدر التمويلي.

وتشير دراسة (Wiwattanakantang, 1999) إلى أن المؤسسات الكبيرة تتجه نحو التنويع أكثر في نشاطها مما يقلل من احتمالات الإفلاس وبالتالي يمكن أن يستخدم حجم المؤسسة كمؤشر عكسي لمخاطر القروض، وهذا يتماشى مع فكرة أن المؤسسات الكبيرة تواجه تكاليف إفلاس مباشرة منخفضة كما أنها أكثر تنوعاً لنشاطها وهو ما يقوي من قدرتها الاقتراضية في النهاية. بمعنى آخر المؤسسات الكبيرة وخاصة المعروفة (ذات سمعة جيدة) تحصل على القروض دون تقديم ضمانات. في المقابل تشير بعض الدراسات إلى وجود علاقة عكسية ومن أهمها دراسة (Rajan & Zingales, 1995) ويفسر الباحثان هذه النتيجة بسهولة تصفية المؤسسات في ألمانيا وهو ما يتناقض مع فكرة أن المؤسسات ذات الحجم الكبير تتميز بتكاليف عسر مالي منخفضة.

كما يمكن القول أن المؤسسات الكبيرة تملك طاقة اقتراضية كبيرة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، غير أن الحجم سيكون مرتبطاً عكسياً بمستوى عدم تماثل المعلومات ما بين المديريين والمستثمرين الخارجيين ويتجزم هذا من خلال توجه المؤسسات الكبيرة نحو إصدار معلومات أكبر للجمهور (للمستثمرين) مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، وبالنتيجة تفضل المؤسسات الكبيرة التمويل بواسطة الأموال الخاصة وهو ما يفسر العلاقة السلبية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي.

هذا التفسير لا يبدو مقنعاً حسب الباحث لأن انخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات سينعكس إيجاباً أيضاً على الاقتراض. ويضيف الباحث أن حجم المؤسسة سيؤثر إيجابياً على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي لارتباطه أيضاً بسمعة المؤسسة، فعادة ما تكون المؤسسات الكبيرة ذات سمعة جيدة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة هذه السمعة تعطي ثقة أكبر في المؤسسة. كما أن عمر المؤسسات الكبيرة عادة ما يكون كبيراً وهذا يعني امتلاك تجربة، خبرة وكفاءة كبيرة في ميدان الأعمال (السوق) وهو ما يعطي ثقة أكبر في المؤسسة سواء من طرف المستثمرين أو المؤسسات المالية.

4- الوفرات الضريبية البديلة

تم قياس هذا المتغير في هذه الدراسة من خلال نسبة مخصصات الاهتلاكات والمؤنات إلى مجموع الأصول، وتشير نتائج النماذج القياسية الأربعة إلى أن العلاقة بين حجم الوفرات الضريبية البديلة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة سلبية غير أنها ليست معنوية. ويخلص الجدول (1-34) نتائج هذه العلاقة.

الجدول رقم (1-34): نتائج العلاقة بين الوفرات الضريبية البديلة والهيكل التمويلي

M4	M3	M2	M1	المتغير	
				النماذج	Ecoimp
-0.222323	-0.661466	-0.266683	-0.749536	المعامل	
0.7863	0.4041	0.7434	0.3447	الاحتمال	

*** عند مستوى المعنوية 1% ** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحث

يشير الجدول (1-34) إلى وجود علاقة سلبية بين معدل الوفرات الضريبية البديلة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي إلا أن هذه العلاقة ليس لها معنوية وبالتالي لا يوجد تأثير لحجم

الوفرات الضريبية التي تملكها المؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 على نسبة الاقتراض في هياكلها التمويلية، وهذا يعني أنه إذا تغير حجم الوفرات الضريبية البديلة بنسبة 1% فإن نسبة الاقتراض الإجمالية لن تتغير، هذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Latrous, 2007).

يرى الباحثون بأنه من المحتمل أن تتخفف نسبة الأموال المقترضة في الهيكل التمويلي للمؤسسة كلما أتيحت لهذه الأخيرة فرص بديلة لتحقيق وفرات ضريبية من مصادر أخرى غير فوائد القروض. وتتص دراسة (De Angelo & Masulis (1980 على أن الوفرات الضريبية الغير مرتبطة بالقروض بديلة للوفرات الضريبية المرتبطة بالقروض، كما أن المؤسسات التي تملك حجما معتبرا من الوفرات الضريبية غير المرتبطة بالقروض تستعمل حجما أقل من القروض.

ويرى الباحث أن هذه النتيجة تتوافق مع فكرة النظرية التوافقية TOT التي ترى أن على المؤسسات الاقتصادية الاقتراض أكثر ما يمكن للاستفادة من أكبر حجم من الوفرات الضريبية التي توفرها القروض، وفي ظل وجود إمكانية لتحقيق وفرات ضريبية بديلة فإن الحاجة للاقتراض تقل ما دام أن البدائل متوفرة لتحقيق وفرات ضريبية.

كما توجد دراسات أخرى توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين الوفرات الضريبية البديلة ونسبة الاقتراض على غرار دراسة (Bradley & al, 1984) أين تم التوصل إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الوفرات الضريبية البديلة ونسبة الاقتراض. ويرجع الباحثون العلاقة الإيجابية الموجودة إلى أن المؤسسات التي تستثمر كثيرا في الأصول الثابتة المادية وبالتالي تخلق مستويات مرتفعة نسبيا من الاهتلاكات تتجه نحو مستوى مرتفع من الاقتراض وهو ما يتوافق حسب (Bradley & al (1984 مع فرضية ضمانات القروض التي جاء بها (Scott (1977 والتي تنص على أن المؤسسات التي تملك وفرات ضريبية بديلة كبيرة يمكنها أن تقترض بمعدلات فائدة منخفضة إذا كانت قروضهم مضمونة بأصول ملموسة.

5- هيكل الأصول (ملموسية الأصول)

تم قياس هذا المتغير في هذه الدراسة من خلال نسبة حجم الأصول الثابتة المادية (التثبيات المادية) إلى مجموع الأصول، وتشير نتائج هذه الدراسة من خلال نماذجها القياسية الأربعة إلى وجود علاقة إيجابية غير معنوية بين هيكل الأصول ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40. ويوضح الجدول رقم (1-35) نتائج هذه العلاقة.

الجدول رقم (1-35): نتائج العلاقة بين هيكل الأصول والهيكل التمويلي

M4	M3	M2	M1	المتغير	
				النماذج	Tang
0.050148	0.098191	0.044740	0.091144	المعامل	
0.7933	0.6039	0.8075	0.6192	الاحتمال	

*** عند مستوى المعنوية 1% ** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحث

يشير الجدول (1-35) إلى وجود علاقة إيجابية بين هيكل الأصول ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي إلا أن هذه العلاقة ليس لها معنوية، وبالتالي لا يوجد تأثير للضمانات التي تملكها المؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 على نسبة الاقتراض في هيكلها التمويلية. وهذا يعني أنه إذا تغير حجم الضمانات بوحدة واحدة فإن نسبة الاقتراض الإجمالية لن تتغير.

بالرغم من أن هذه العلاقة ليس لها معنوية إلا أنها تتوافق مع النظرية التوافقية TOT التي ترى بأن الأصول المادية (الملموسة) تلعب دور الضمانات وتحقق الأمان للمقرضين في حالة العسر المالي بالنظر لضعف الخسائر المالية المرتبطة بتصنيفة المؤسسة، هذه الضمانات تحمي أيضا المقرضين من مشكل الاختيار المعنوي (Hasard moral) الناتج عن تضارب المصالح ما بين المساهمين-المقرضين (Jensen & Meckling (1976). وعليه تلعب الأصول المادية (الملموسة) دور مهم في تحديد مستوى الاقتراض لأنها أقل عرضة لعدم تماثل المعلومات والخسائر في حالة التصفية، حيث يخسر هذا النوع من الأصول جزءا صغيرا من قيمته مقارنة بالأصول الغير مادية، وبالتالي كلما زادت حصة هذا النوع من الأصول من مجموع الأصول كلما زادت رغبة المؤسسات المالية والمقرضين في قبول إقراض هذا النوع من المؤسسات.

يشير كل من Scott (1977) و Myers & Majluf (1984) إلى أن المؤسسة التي تملك أصولا يمكن تقديمها كضمان للمقرضين يكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة، ذلك أنها لو عمدت إلى إصدار أسهم وقت أن تكون فيه أسعار الأسهم مرتفعة فإن المستثمر قد يعتقد (بسبب عدم تماثل المعلومات) بأن القيمة السوقية للأسهم مغالا فيها، ومن ثم فقد يجمعون عن شرائها مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض قيمتها.

ولتفادي حدوث هذا الانخفاض يفضل ملاك المؤسسة الاقتراض بضمان الأصول Kim & Sorenson (1986)، إذ من شأن الضمانات المقدمة أن تجعل تكلفة الوكالة للقروض أقل من تكلفة الوكالة للأموال الخاصة، أما إذا كانت قيمة الأصول المادية منخفضة فسوف ترتفع تكلفة الوكالة

للقروض مما يضطر المقرضين لوضع شروط يترتب عليها في النهاية ارتفاع تكلفة الاقتراض وهو ما يضطر المؤسسة للاعتماد بدرجة أكبر على الأموال الخاصة. في نفس الاتجاه يميز (Williamson, 1988) بين الأصول الملموسة والأصول الغير ملموسة، فالأصول الغير خاصة بالمؤسسة (الملموسة) والتي تحافظ على نفس القيمة إذا تم استعمالها في نظام إنتاجي آخر، يمكن استخدامها كضمانات بنكية وهو ما يزيد في مستوى الاقتراض.

أما وجهة النظر الثانية لنظرية سلمية مصادر التمويل POT وحسب دراسة Gaud & Jani (2002) المؤسسة التي تملك مستوى ضعيف من الأصول المادية لها قدرة أضعف على تقديم الضمانات وبالتالي ستكون أكثر حساسية لعدم تماثل المعلومات، ولهذا تفضل هذه المؤسسة القروض قصيرة الأجل وهو مصدر تمويل أقل حساسية لعدم تماثل المعلومات.

6- المخاطر

يقاس متغير المخاطر في هذه الدراسة من خلال الانحراف ما بين نسبة التغير في نمو النتيجة قبل الضريبة (RCAI) للمؤسسة i خلال السنة t ومتوسط معدل النمو للنتيجة قبل الضريبة خلال الفترة T (مدة الدراسة). وقد أسفرت نتائج النماذج القياسية الأربعة إلى وجود علاقة سلبية ذات معنوية بين المخاطر ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة، وهذا ما يبينه الجدول رقم (1-36).

الجدول رقم (1-36): نتائج العلاقة بين المخاطر والهيكل التمويلي

M4	M3	M2	M1	المتغير / النماذج	
				المعامل	Risq
-0.005041**	-0.004696**	-0.004985**	-0.004532**		
0.0131	0.0204	0.0135	0.0252	الاحتمال	

*** عند مستوى المعنوية 1% ** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحث

تشير نتائج اختبار العلاقة بين المخاطر ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي التي يوضحها الجدول رقم (1-36) إلى وجود أثر سلبي، ما يعني أنه كلما ارتفع حجم المخاطر التشغيلية التي تواجهها المؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 كلما انخفض مستوى الاقتراض في هيكلها التمويلية.

تتوافق هذه النتيجة مع ما تشير إليه النظريتين (TOT, POT)؛ وتفسر النظرية التوافقية (TOT) العلاقة السلبية بين المخاطر ومستوى الاقتراض بأنه كلما كانت المخاطر كبيرة كلما ارتفعت مخاطر الإفلاس بسبب زيادة تقلب العوائد مما يؤثر سلباً على نسبة الاقتراض. ويرى (Kremp & Stöss, 2001) أن ارتفاع احتمال الإفلاس يدفع البنوك لتخفيض القروض الممنوحة للمؤسسات ذات المخاطر المرتفعة بسبب تعرض المؤسسات المانحة للقروض لمشاكل الاختيار العكسي والخطر المعنوي وهو ما يجعلها أكثر خوفاً. كما يرى (Kouao, 2011) أن مخاطر الإفلاس الكبيرة المرتبطة بالتقلبات المرتفعة للعوائد تدفع مسيري هذه المؤسسات لتقادي مستوى مديونية مرتفع.

أما نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل (POT) فتفسر هذه العلاقة السلبية بأن تقلب النتائج يدفع المؤسسات لتكوين احتياطات مالية سهلة الاستعمال من أجل تقادي مشكل ضعف الاستثمارات في المستقبل. بعبارة أخرى تلجأ المؤسسات ذات التقلبات الكبيرة في النتائج لتكوين السيولة خلال الدورات المالية الجيدة من أجل تقادي الانخفاض في الاستثمارات خلال السنوات التي تنخفض فيها نتائج المؤسسة وعليه ستكون العلاقة بين تقلب النتائج ومستوى المديونية سلبية. هذه النتيجة أكدتها العديد من الدراسات الميدانية؛ فقد أكدت دراسة Brigham تأثير نسبة الاقتراض سلباً بمخاطر الأعمال وتفسر ذلك بأن ارتفاع مخاطر الأعمال ينجم عن زيادة درجة تقلب العوائد مما يحد من قدرة المؤسسة على خدمة الديون. وتشير دراسة (Bardos, 1990) أن هذه الهشاشة على الصعيد المالي تزداد لدى المؤسسات الصغيرة، فمخاطر العجز عن السداد الذي يمكن أن يؤدي إلى عدم تسديد القروض يكون أكثر ارتفاعاً في هذا النوع من المؤسسات، هذه الهشاشة تفسر حقيقة أن تكلفة القروض ترتفع كلما انخفض حجم المؤسسة.

إلا أن دراسة (Kremp & Stöss, 2001) تشير إلى وجود علاقة إيجابية بين المخاطر ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي يفسرها الباحثان بأن المؤسسات ذات المخاطر المرتفعة يمكن أن تتبنى استراتيجية استثمار مبالغ فيها يعجز المقرضون عن اكتشافها بسبب عدم تماثل المعلومات ما بين المقرضين والمؤسسة. بالإضافة لهذا قد يضطر المقرضون لمواصلة تمويل المؤسسات مرتفعة المخاطر على أمل تقادي إفلاسها خاصة المؤسسات الكبيرة.

ويرى الباحث أن المؤسسات ذات المخاطر المرتفعة تميل لتخفيض نسبة الاقتراض في هيكلها التمويلي ذلك أن الزيادة في استخدام القروض سيرفع من حجم مخاطر الإفلاس والوكالة

لأن الربح الناتج عن نشاط الاستغلال (النتيجة قبل الفوائد والضرائب) قد يعجز عن تغطية فوائد القروض مما يعرض المؤسسة للخسائر وهو ما لا يقبل به الملاك، كما أن المؤسسات المانحة للقروض تعزف عن تمويل مثل هذه المؤسسات نظراً لضعف قدرتها على التسديد، بالإضافة إلى أن المسيرين يفضلون في هذه الحالة مصدر تمويل أقل خطورة ويحقق راحة أكبر في تسيير المؤسسة ألا وهو الرفع في رأس المال.

7- السيولة

تقاس نسبة السيولة في هذه الدراسة من خلال نسبة مجموع الأصول الجارية إلى مجموع الخصوم الجارية، وقد توصلت الدراسة من خلال النماذج القياسية الأربعة إلى أن نسبة السيولة لها تأثير سلبي وذو معنوية على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدراسة. والجدول التالي يوضح النتائج المتوصل إليها.

الجدول رقم (1-37): نتائج العلاقة بين السيولة والهيكل التمويلي

M4	M3	M2	M1	المتغير / النماذج	
				المعامل	Liq
-0.049527**	-0.054178**	-0.047418**	-0.053406**		
0.0362	0.0207	0.0417	0.0219	الاحتمال	

*** عند مستوى المعنوية 1% ** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحث

يشير الجدول رقم (1-37) إلى أن العلاقة بين السيولة ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 سلبية وذات معنوية عند مستوى 5%، هذا يعني أنه كلما ارتفع حجم الأصول الجارية مقارنة بالخصوم الجارية لدى المؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 كلما انخفض مستوى الاقتراض في هيكلها التمويلية.

لم تتطرق كل من النظرية التوافقية TOT ونظرية سلمية مصادر التمويل POT لهذه العلاقة كما لم يتم اختبار هذه العلاقة ببحوث ميدانية كثيرة. ولتفسير هذه العلاقة السلبية يرى الباحث أن المؤسسات التي تمتلك سيولة معتبرة ناتجة خاصة عن وجود تدفق نقدي متاح (Free cash-flow) أي عن فائض بعد تمويل كل الفرص الاستثمارية والاحتياجات في رأس المال العامل مع إجراء توزيعات للأرباح، هذا الفائض قد يوجه لتسديد جزء من القروض وهو ما يؤدي إلى انخفاض نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة. فإذا لم يتاح أمام المؤسسة فرص لتوظيف هذه السيولة في عمليات استثمارية أو عمليات استغلالية عادة ما تقرر إدارة المؤسسة إما توزيع هذه السيولة في شكل أرباح موزعة على المساهمين أو تسديد جزء من القروض المستحقة، ذلك أن إبقاء السيولة

بحوزة المؤسسة دون توظيفها يعتبر تجميدا للأموال وهو ما يضعف مردودية أموال الملاك أو ما يسمى بالمردودية المالية.

من خلال نتائج اختبار العلاقة بين الخصائص المالية لمؤسسات مؤشر CAC40 ونسبة الاقتراض في هياكلها التمويلية نلاحظ أن من بين سبع محددات هناك أربع محددات ذات معنوية أي لديها تأثير على نسبة الاقتراض، أما ثلاث محددات فليس لها معنوية وعلى هذا الأساس نثبت الصحة النسبية للفرضية الخامسة والتي جاءت بالصياغة التالية: " هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الخصائص المالية للمؤسسات ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40".

سمح هذا المبحث بعرض ومناقشة النتائج التي توصلت إليها النماذج القياسية الأربعة، حيث تم عرض نتائج هذه النماذج مع إجراء الاختبارات اللازمة للتأكد من المعنوية الكلية للنماذج والتي تم تأكيدها، ثم تحليل ومناقشة النتائج التي تم التوصل إليها مع مقارنتها بما تشير إليه الأدبيات المالية والدراسات الميدانية.

خلاصة

سمحت لنا هذه الدراسة باختبار العلاقة بين متغيرات حوكمة الشركات ممثلة بمجلس الإدارة وهيكل الملكية ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي من خلال أربع نماذج قياسية (M1, M2, M3, M4) أثبتت الاختبارات الاحصائية جودتها، وتم التوصل إلى أنه من مجموع أربع متغيرات مستقلة يوجد متغير واحد فقط من متغيرات حوكمة الشركات وهو الجمع بين وظيفة الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة له أثر على نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي. أما باقي المتغيرات وهي حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة وكذا تركيز الملكية فليس لها معنوية وبالتالي لا تفسر التغيرات التي تحدث في نسبة الاقتراض.

كما تم اختبار المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي وتم التوصل إلى أنه من مجموع سبع محددات تم اختبارها كانت أربعة منها ذات معنوية أما باقي المحددات فليس لها معنوية. فقد كان لمتغير حجم المؤسسة تأثير إيجابي ذو معنوية على الهيكل التمويلي، أما متغيرات المردودية، المخاطر والسيولة فكان لها تأثير سلبي ذو معنوية على الهيكل التمويلي في حين كان تأثير متغيرات معدل النمو، ملموسية الأصول، والوفرات الضريبية البديلة على الهيكل التمويلي ليس له معنوية.

الخاتمة

تطرقنا هذه الدراسة لموضوع يتعلق بمتغيرين هامين في ميدان مالية المؤسسة هما حوكمة الشركات والهيكل التمويلي، وتهدف لاختبار من جهة أثر هيكل نظام حوكمة الشركات على الهيكل التمويلي، ومن جهة أخرى محددات الهيكل التمويلي. ركز الجانب النظري على تحليل هذين المتغيرين من خلال دراسة حوكمة الشركات كنظام لتحقيق الرقابة على المسيرين حيث تم التركيز على تحليل آليات حوكمة الشركات وأنظمتها وهو ما سمح ببناء نموذج الدراسة بالإضافة إلى تحليل الهيكل التمويلي في إطار ثلاث نظريات مفسرة مع عرض وتحليل للعديد من الدراسات التي تطرقت لمحددات الهيكل التمويلي.

هذا الإطار النظري سمح ببناء نموذج يركز أساساً على قدرة آليات حوكمة الشركات وخاصة آلية مجلس الإدارة وآلية هيكل الملكية (الآليات الداخلية) على تفسير التغيرات التي تحدث في نسبة الاقتراض التي تمثل الهيكل التمويلي. فبالرغم من وجود دراسات قليلة حاولت دراسة هذه العلاقة إلا أن طبيعة التغيرات التي تم الأخذ بها في هذه الدراسة تختلف تماماً عن باقي الدراسات التي ركزت على قياسات أخرى مثل تجذر المسيرين، وحماية حقوق المساهمين، وإدارة الأرباح. وتدخل هذه الدراسة ضمن البناء المعرفي الاختباري حيث تم بناء نماذج قياسية لاختبار خمس فرضيات أساسية ركزت على ثلاث جوانب أساسية، يتعلق الجانب الأول بدراسة مدى تأثير هيكل مجلس الإدارة على الهيكل التمويلي أما الجانب الثاني فيتعلق بدراسة مدى تأثير هيكل الملكية على الهيكل التمويلي في حين يتعلق الجانب الثالث بدراسة تأثير الخصائص المالية للمؤسسة على الهيكل التمويلي.

لاختبار هذه العلاقات تم اللجوء لعينة من المؤسسات الفرنسية المدرجة في بورصة باريس ومؤشر CAC40 حسب التصنيف الصادر في 20 مارس 2015 وبعد تمحيص الأربعين مؤسسة المدرجة في هذا المؤشر تم الحفاظ على 36 مؤسسة اقتصادية (دون المالية) هذه الدراسة ممتدة من 2010 إلى 2015 أي 6 سنوات وهو ما سمح بالحصول على قاعدة بيانات مقطعية مشكلة من 216 مشاهدة (مؤسسة-سنة) هذا النوع من الدراسات (البانل) مهم جداً خاصة وأنه يركز على بعدين الوحدات (المؤسسات) والزمن (السنوات).

بعد تحديد عينة الدراسة تم تحديد متغيرات الدراسة مع تحديد القياسات التي تم اختيارها في ظل وجود العديد من القياسات لكل متغير، حيث تم قياس المتغير التابع باستخدام نسبة الاقتراض الإجمالية وهو القياس الذي أخذ به (Hovakimian, 2005) بالرغم من وجود قياسات بديلة كنسبة

الاقتراض طويل ومتوسط الأجل ونسبة الاقتراض قصير الأجل. أما المتغيرات المستقلة والمتمثلة في هيكل مجلس الإدارة وهيكل الملكية فقد تم تفكيك هيكل مجلس الإدارة إلى ثلاث أبعاد أساسية وهي: حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، والجمع بين وظيفة الرئيس المدير العام ورئيس مجلس الإدارة، أما هيكل الملكية فتم قياسه بتركز الملكية. بينما كانت المتغيرات الضابطة مشكلة من 7 خصائص مالية للمؤسسة تتمثل في معدل النمو، معدل المردودية، حجم المؤسسة، الوفرة الضريبية البديلة، هيكل الأصول، المخاطر، والسيولة. وقد تم قياس هذه المتغيرات باستعمال المقاييس الأكثر استخداما من طرف الباحثين.

وبعد تحليل متغيرات الدراسة تحليلا وصفيا تم إجراء اختبار مواصفات التجانس لدراسة وجود الآثار الفردية من خلال الاعتماد على إختبار Chow هذا الأخير يعتبر ضروريا في دراسات نماذج البائل والتي تم التحقق من وجودها فعلا، ثم اختبار طبيعة هذه الآثار لتحديد مواصفاتها باستعمال اختبار هوسمان (1978) Hausman وكانت النتيجة أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج المناسب وأن طريقة المربعات الصغرى LSDV هي الطريقة المناسبة لتقدير هذا النموذج.

وقد ارتكزت الدراسة على أربعة نماذج قياسية تم التدرج من خلالها في تحقيق أهداف الدراسة، حيث تم الانطلاق بنموذج أول قاعدي M1 يحتوي على المتغيرات الضابطة فقط وهي المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي، بعد ذلك تم تطوير النموذج الأول بإدخال الآثار الثابتة الزمنية للحصول على النموذج الثاني M2، وفي النموذج الثالث M3 تم إدراج كل من متغيرات حوكمة الشركات والمحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي ولكن دون الآثار الثابتة الزمنية، لننتقل في الأخير إلى النموذج الرابع M4 الذي يضم كل متغيرات الدراسة بالإضافة إلى متغيرات النموذج الثالث تم إضافة الآثار الثابتة الزمنية ليكون هذا النموذج النهائي الذي يختبر كل فرضيات الدراسة ويحقق أهدافها. هذه النماذج أسفرت عن مجموعة من النتائج تم عرضها وفق منهجية ترتيب هذه النماذج مع إجراء الاختبارات الضرورية للتحقق من جودتها، بعد ذلك تم مناقشة هذه النتائج ومقارنتها بما تشير إليه كل من النظرية التوافقية ونظرية سلمية مصادر التمويل بالإضافة إلى نتائج أهم الدراسات في هذا الموضوع. في الأخير توصلت الدراسة إلى مجموعة مهمة من النتائج يمكن تقسيمها إلى نتائج خاصة بالدراسة النظرية ونتائج خاصة بالدراسة التطبيقية.

نتائج الدراسة النظرية

توصلت الدراسة النظرية لمجموعة من النتائج يمكن إيجازها فيما يلي:

- انتشار الفساد المالي والاداري وكذا تعدد الأزمات الاقتصادية والمالية أدى إلى ظهور وتطور تيار حوكمة الشركات، الذي انطلق من الولايات المتحدة وانتشر في معظم دول العالم بما فيها الجزائر؛
- تشكل الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات مجموعة من الأدوات (الوسائل) البديلة لتحقيق الانضباط وتأديب المسيرين بهدف مراقبتهم والتقليص من تصرفاتهم الانتهازية وضمان أنهم يتصرفون لخدمة مصلحة الملاك ومختلف الأطراف ذات المصالح في المؤسسة؛
- تشير معظم الدراسات لعدم وجود آلية لحوكمة الشركات يمكن أن تضمن لوحدها مصالح المساهمين وتحقق الرقابة على المسيرين. وبما أن لكل آلية من آليات حوكمة الشركات لها نقائص وعيوب فإن استعمال مجموعة من الآليات في نفس الوقت يعتبر ضروريا؛
- تظهر التجربة الميدانية أنه عندما تثبت أحد آليات حوكمة الشركات أنها غير فعّالة في تحقيق الأهداف تتدخل آليات أخرى إما لتعويض الآلية الغير فعّالة وإما لإتمام آلية غير فعّالة، وعليه نستنتج أن آليات الرقابة وحوكمة الشركات يمكن أن تتكامل أو تكون بديلة لبعضها البعض؛
- إذا أثبتت الآليات الداخلية لحوكمة الشركات أنها غير فعّالة فسينعكس ذلك سلبا على أداء المؤسسة وسيتدخل سوق الاستحواذ على الرقابة لتصحيح الوضع لأن انخفاض الأداء يصدر إشارة للسوق المالي بوجود مؤسسة ذات أداء منخفض وهو ما يجعلها هدفا محتملا للاستحواذ على الرقابة. كما تثبت التجربة أن الآليات الداخلية هي بديل فعّال لسوق الاستحواذ على الرقابة، فتركز الملكية له أثر إيجابي على أداء المؤسسة خاصة في حالة وجود منافسة كبيرة في سوق السلع والخدمات؛
- يرتكز النظام موجه-أسواق على الأسواق وبخاصة سوق الاستحواذ على الرقابة وسوق رأس المال البشري ويتميز بنشئت كبير للملكية إلا أن المساهم يستفيد من حماية قانونية كبيرة مع وجود مجالس إدارة مسيطر عليها من طرف المسيرين؛
- يرتكز النظام الموجه-بنوك على الآليات الداخلية وبخاصة تركيز الملكية ومجلس المراقبة مع وجود سوق مالي أقل سيولة وعدد أقل من مؤسسات في حين يوجد تدخل كبير للبنوك والشركات القابضة وحتى المؤسسات الاقتصادية من خلال مساهمية متقاطعة؛

- تركز الهياكل الأحادية لحوكمة الشركات على الجمع بين وظيفة الإدارة والرقابة وتقديم مزايا الوضوح في المجال التنظيمي وتعطي الأفضلية لتحقيق مصلحة المساهمين وبخاصة المسيطرين. هذه الهياكل أكثر ملائمة لمؤسسات الأعمال أين تسطر المساهمية الأنجلوساكسونية، حيث تم اختيار هذا النظام في 95% من الشركات الأمريكية و58% من الشركات الفرنسية؛
- تركز الهياكل الثنائية لحوكمة الشركات على الفصل بين وظيفة الإدارة والرقابة، وتتميز هذه الهياكل بشيء من التعقيد والثقل في الجانب التنظيمي وتسهر على تحقيق مصلحة كل الأطراف. هذه الهياكل أكثر ملائمة للمؤسسات العائلية وأكثر انتشار في المؤسسات الفرنسية 42% مقارنة بالمؤسسات الأمريكية 5%؛
- اختيار نظام حوكمة الشركات الداخلي هو نتيجة اختيارات المساهمين المسيطرين المنتخبين كإداريين أو مسيرين ولهم مناصب في هيئات الإدارة أو الرقابة لحوكمة الشركات. هذا الاختبار يركز على قدرة هذا الهيكل على تخفيض خسائر المزايا التي يتميز بها كل هيكل والمحافظة على التوازن في العلاقات ما بين المساهمين وأصحاب المصالح؛
- على عكس ما تشير إليه نظرية (M & M (1958 يؤثر اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة على قيمتها وتكلفة التمويل، فمعظم النظريات تكذب الآن فكرة حيادية الهيكل التمويلي وترى بأن قرار التمويل يتأثر بمجموعة كبيرة من المحددات ويؤثر في العديد من القرارات؛
- تطورت النظرية التوافقية من صيغتها الساكنة إلى صيغتها الديناميكية وترى أن اختيار الهيكل التمويلي ليس نسبة ثابتة لا تغير بل نسبة مستهدفة، وأن مستوى الاقتراض المستهدف يتغير نسبيا عبر الزمن، من خلال الترخيص للمؤسسات بتوزيع قراراتها التمويلية على أكثر من فترة وكذا تعظيم قرارات التمويل الحالية بدلالة ما ينتظرونه في الفترات اللاحقة؛
- تركز نظرية سلمية مصادر التمويل على فكرة أن قرار الهيكل التمويلي يخضع لترتيب سلمى لمصادر التمويل وليس لهيكل تمويلي مثالي أو مستهدف، وبالرغم من القبول الكبير الذي حظيت به هذه النظرية إلا أن بعض الدراسات تشير إلى أن إصدار الأموال الخاصة قد يسبق إصدار القروض من حيث الأولوية في استخدام الأموال، وهوما طرح التساؤل حول مصداقية هذه النظرية وتوافقها مع واقع المؤسسات الاقتصادية؛
- تفسر نظرية توقيت السوق نتائج الدراسات التي تشير إلى أن إصدار الأموال الخاصة قد يسبق إصدار القروض بأن المسيرين يسعون لاستغلال ضعف كفاءة الأسواق المالية والأخطاء في

تقييم الأصول المالية من أجل استغلال المستثمرين لمصلحة المساهمين الدائمين، وبالتالي الهيكل التمويلي الحالي عبارة عن تراكم لعمليات متتالية لتوقيت السوق، وأن المؤسسات لا تعمل على إلغاء التأثير قصير المدى لتوقيت السوق من خلال إعادة التوازن للهيكل التمويلي؛

- تأثر الخصائص المالية للمؤسسات على اختيار الهيكل التمويلي وتشير الدراسات الميدانية إلى اختلاف كبير بشأن طبيعة تأثير هذه المحددات، كما تختلف نتائج هذه الدراسات من دولة إلى أخرى وهو ما يجعل تفسير السلوك التمويلي صعب جدا ويدفع لاختبار محددات أخرى قد يكون لها تفسير أحسن لهذا السلوك.

نتائج الدراسة التطبيقية

توصلت الدراسة التطبيقية من خلال النماذج القياسية الأربعة إلى مجموعة من النتائج يمكن إيجازها فيما يلي:

- العلاقة الإحصائية بين متغير حجم مجلس الإدارة TCA ونسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 ليس لها معنوية حتى عند مستوى 10%، وبالتالي ليس هناك علاقة إحصائية بين المتغيرين وهو ما ينفي صحة الفرضية الأولى؛
- العلاقة الإحصائية بين متغير استقلالية مجلس الإدارة IND ونسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 ليس لها معنوية حتى عند مستوى 10%، وبالتالي ليس هناك علاقة إحصائية بين المتغيرين وهو ما ينفي صحة الفرضية الثانية؛
- هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 10% بين متغير الجمع بين منصب الرئيس المدير العام ومنصب رئيس مجلس الإدارة Cum ونسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي (النموذج القياسي M3) وهو ما يؤكد الصحة النسبية للفرضية الثالثة؛
- العلاقة الإحصائية بين متغير هيكل الملكية BLOC ونسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 ليس لها معنوية حتى عند مستوى 10%، وبالتالي ليس هناك علاقة إحصائية بين المتغيرين وهو ما ينفي صحة الفرضية الرابعة؛
- العلاقة الإحصائية بين متغير معدل النمو Crois ونسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 ليس لها معنوية حتى عند مستوى 10%، وبالتالي ليس هناك علاقة إحصائية بين المتغيرين؛

- هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% بين معدل مردودية المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 ونسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي وهو ما يتوافق مع نظرية سلمية مصادر التمويل؛
- هناك علاقة إيجابية بين متغير حجم المؤسسة Size ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% وهو أقوى المتغيرات تفسيراً لنسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة وهو ما يتوافق مع النظرية التوافقية؛
- العلاقة الإحصائية بين متغير الوفرات الضريبية البديلة Ecoimp ونسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 ليس لها معنوية حتى عند مستوى 10%، وبالتالي ليس هناك علاقة إحصائية بين المتغيرين؛
- العلاقة الإحصائية بين متغير هيكل الأصول Tang ونسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 ليس لها معنوية حتى عند مستوى 10%، وبالتالي ليس هناك علاقة إحصائية بين المتغيرين؛
- هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% بين معدل المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 ونسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي وهو ما يتوافق مع النظريتين التوافقية وسلمية مصادر التمويل؛
- هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% بين نسبة السيولة التي تتعرض لها المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 ونسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي؛
- متغيرات الآثار الثابتة غير الملاحظة الزمنية γ_i (AN3, AN4, AN5, AN6) ليس لها معنوية حتى عند مستوى المعنوية 10% وبالتالي ليس لها تأثير على نسبة الاقتراض الإجمالية لمؤسسات عينة الدراسة؛
- هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين متغير الآثار الثابتة غير الملاحظة الزمنية AN2 ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 عند مستوى المعنوية 10%.

وبما أن هناك أربع متغيرات لمحددات الهيكل التمويلي من مجموع سبع متغيرات لها علاقة إحصائية ذات معنوية بنسبة الاقتراض الإجمالية فيمكن إثبات الصحة النسبية للفرضية الخامسة.

التوصيات والاقتراحات

من خلال النتائج المتوصل إليها ارتأى الباحث اقتراح توصيات للنهوض بالمؤسسة والاقتصاد الجزائري لتطويرهما وتحقيق نمو اقتصادي، لذلك نقترح ما يلي:

- ضرورة تطوير نظام حوكمة شركات يتماشى مع خصوصية الاقتصاد الجزائري يسمح بمكافحة الفساد المالي والإداري وهو ما يستدعي الاستفادة من تجارب الآخرين دون تقليدها؛
- يرتكز كل نظام لحوكمة الشركات على أحد السوقين المالي أو النقدي لتحقيق الرقابة لذلك يجب على المسؤولين الجزائريين تطوير هذين السوقين أو أحدهما إذا أردنا النهوض بالاقتصاد؛
- يرى الباحث أن الاقتصاد الجزائري ذو طابع اجتماعي وهو ما يتماشى مع النظام الياباني لحوكمة الشركات الذي يهدف لخدمة مصلحة جميع الأطراف دون استثناء بما فيهم المجتمع وهو ما يسمح بخلق نوع من العدالة الاجتماعية في اقتسام الثروة، عكس النظام الأنجلوساكسوني أو النظام الألماني اللذان يهدفان لتحقيق مصالح محدودة؛
- ضرورة تطوير عمل مجالس الإدارة خاصة في المؤسسات العمومية باعتبارها الآلية الأهم لتحقيق الرقابة في ظل غياب الآليات الخارجية، هذا التطوير يأتي من خلال تنصيب إداريين مستقلين لهم تكوين عالي في هذا المجال ولكن يتميزون بالنزاهة وهي خاصية مهمة جدا؛
- يحتاج كل نظام لحوكمة الشركات لمجموعة من الآليات الداخلية والخارجية ويرى الباحث أن الآليات الخارجية تعمل بطريقة عفوية ومن الصعب تطويرها في مدة قصيرة فهي تحتاج لتاريخ مهم من الممارسة والتجربة، لذلك يجب التركيز في البداية على الآليات الداخلية التي تنشؤها المؤسسة ويمكن التحكم فيها من الناحية القانونية؛
- إن تطوير السوقين المالي والنقدي يسمح بتوفير مصادر تمويل متنوعة وهو ما يساعد المؤسسات على تطوير نشاطها، ولكن يجب على هذه الأخيرة تطوير قدرتها على تحقيق الأرباح وخلق مصدر تمويل ذاتي (باعتباره مصدر التمويل المفضل) دون الحاجة إلى مصادر التمويل الخارجية؛

- ضرورة بناء سياسة تمويلية متوازنة تتماشى مع أهداف المؤسسة من خلال بناء هيكل تمويلي يسمح بتخفيض تكلفة التمويل وتعظيم قيمة المؤسسة؛
- ضرورة بناء نظام حوكمة شركات يسمح بالتخفيض من مشاكل الوكالة وتجذر المسيرين والخطر المعنوي وتحويل الثروة وهو ما يساهم في تحقيق هيكل تمويلي متوازن يسمح بتعظيم الثروة.

وفي الأخير تفتح هذه الدراسة آفاقا علمية لدراسة بحوث متعلقة بـ:

- أثر تجذر المسيرين وحماية حقوق المساهمين على الهيكل التمويلي؛
- أثر نظام حوكمة الشركات على القيمة السوقية للأسهم؛
- اختبار نظرية توقيت السوق في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1- الكتب

- بن درويش عدنان بن حيدر. (2007). حوكمة الشركات ودور مجلس الادارة. إتحاد المصارف العربية.
- حماد طارق عبد العال. (2005). حوكمة الشركات (المفاهيم- المبادئ- التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف. الإسكندرية: الدار الجامعية.
- الحناوي محمد صالح والعبد جلال إبراهيم. (2002). الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات. الإسكندرية: الدار الجامعية.
- الحناوي محمد صالح وسلطان إبراهيم إسماعيل. (1999). الإدارة المالية والتمويل. الإسكندرية: الدار الجامعية.
- حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية. (2000). أساسيات الاستثمار والتمويل. الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
- الخضير محسن أحمد. (2005). حوكمة الشركات. الطبعة الأولى. القاهرة: مجموعة النيل العربية.
- راضي محمد سامي. (2011). موسوعة المراجعة المتقدمة: مراجعة استقصائية قضائية - مراجعة الأداء البيئي - مراجعة حوكمة الشركات - جودة المراجعة. الاسكندرية: دار التعليم الجامعي.
- الربيعي حاكم محسن و راضي حمد عبد الحسين. (2011). حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة. عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- الزبيدي حمزة محمود. (2004). الإدارة المالية المتقدمة. عمان: الوراق للنشر والتوزيع.
- سليمان محمد مصطفى. (2006). حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري. الإسكندرية: الدار الجامعية.

- سليمان محمد مصطفى. (2008). حوكمة الشركات: ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين. الإسكندرية: الدار الجامعية.
- عمورة عمار. (2010). شرح القانون التجاري الجزائري- الأعمال التجارية- التاجر- الشركات التجارية. الجزائر: دار المعرفة.
- كافي مصطفى يوسف. (2013). الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات: جذورها-أسبابها- تداعياتها- أفاقها. عمان: مكتبة المجتمع العربي.
- هندي منير إبراهيم. (1998). الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل. الإسكندرية: منشأة المعارف.
- القانون التجاري، الأمر التشريعي 93-08، الجريدة الرسمية رقم 27، المؤرخة في 1993/04/25، المتضمن القانون التجاري.

2- الرسائل العلمية

- أبو زر عفاف. (2006)، استراتيجية مقترحة لتحسين فاعلية الحاكمية المؤسسية في القطاع المصرفي الأردني، أطروحة دكتوراه، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان.
- قباجه عدنان عبد المجيد عبد الرحمان. (2008)، أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة دكتوراه، جامعة عمان العربية للدراسات العليا. الأردن.
- المناصير عمر عيسى فلاح. (2013)، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات الخدمات المساهمة العامة الأردنية، رسالة ماجستير، الجامعة الهاشمية الزرقاء، الأردن.
- زغيب مليكة. (2006)، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة محددات الهيكل المالي لمجمع جيبلي، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف.
- قدام جمال. (2007)، تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة ، مذكرة ماجستير، جامعة جيجل.

3- المقالات العلمية

- أنس القضاة. (2013)، إمكانية تطبيق الحوكمة لزيادة الشفافية والإفصاح في القوائم المالية «دراسة تحليلية لوضعية البنوك الأردنية»، مداخلة مقدمة في إطار الملتقى الدولي حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، جامعة حسينية بن بوعلي الشلف، الجزائر.
 - مركز المشروعات الدولية الخاصة. (2004)، حوكمة الشركات سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، القاهرة.
 - مركز المشروعات الدولية الخاصة. (2005)، متاح على الموقع: www.cipe-arabia.org/
 - ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر. (2009)، متاح على الموقع: www.ecgi.org/codes/.../code-algeria-2009-ar.pdf
- ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية

1- Les livres

- Albouy, M. (1994). Financement et coût du capital des entreprises. 2^{ème} édition. Paris : Eyrolles.
- Bellalah, M. (2003). Finance moderne d'entreprise. 2^{ème} édition. Paris : Économica.
- Bourbonnais, R. (2015). Économétrie : cours et exercices corrigés. 9^{ème} édition. Paris : Dunod.
- Caussain, J. J. (2005). Le gouvernement d'entreprise : Le pouvoir rendu aux actionnaires. Paris : Lexis Nexis Litec.
- Cobbaut, R. (1997). Théorie Financière. 4^{ème} édition. Paris : Économica.
- Damodaran, A. (2004). Finance d'entreprise : théorie et pratique. (Hirigoyen, G. trad.). 1^{ère} édition. Bruxelles : De Boeck.
- Denglos, G. (2010). Création de valeur, risque de marché et gouvernance des entreprises. Paris : Économica.
- Farber, A., Laurent, M., Oosterlinck, K., & Pirotte, H. (2004). Finance. Paris : Pearson Éducation.
- Gagnon, J., & Khoury, N. (1981). Traité de gestion financière. 2^{ème} édition. Quebec : Gaëtan Morin Éditeur.

- Genainve, E. (2006). Éthique et gouvernance d'entreprise en France le rôle des administrateurs indépendants dans les gouvernements des firmes du CAC40. Paris : Publibook Éditions.
- Charreaux, G. (1997). Gouvernement d'entreprise : théorie et faits. Paris : Économica.
- Hutin, H. (2005). Toute la finance d'entreprise. 3^{ème} édition. Paris : Éditions d'Organisation.
- Igalens, J., & Point, S. (2009). Vers une nouvelle gouvernance d'entreprise. Paris : Dunod.
- Ly-Baro, F. (2002). Structure financière de l'entreprise. Paris : Économica.
- Nguéna, J. O., Arrègle, J., & De Rongé, Y. (2001). Introduction en management de la valeur. Paris : Dunod.
- Parrat, F. (1999). Le gouvernement d'entreprise : ce qui a déjà changé, ce qui va évoluer. Paris : Maxima.
- Quiry, P., & Le Fur, Y. (2002). Finance d'entreprise : Pierre Vernimmen. 5^{ème} édition. Paris : Dalloz.
- Wiedemann-Goiran, T., Perier, F., & Lépineux, F. (2003). Développement durable et gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur. Paris : Éditions d'Organisation.
- Wirtz, P. (2008). Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise. Paris : La Découverte.

2- Les thèses scientifiques

- Abdennadher, N. (2008). Gouvernance et performance d'entreprise : le cas de la Tunisie, Thèse de doctorat, Université de Cergy-Pontoise et Université de Tunis Elmanar.
- Belletre, I. (2010). Les choix de financement des très petites entreprises, Thèse de doctorat, Université de Lille 2.
- Dhahri Sellami, N. (2012). Convergence entre les institutions de gouvernance publique et privée : rôle des Systèmes Nationaux de Gouvernance -Cas des pays du Maghreb : Tunisie – Algérie – Maroc, Thèse de doctorat, Université de Montesquieu - Bordeaux IV.
- Fenández, E. F. (2012). L'avenir de la gouvernance d'entreprise en chine : une réflexion liée à l'internationalisation des entreprises chinoises, Thèse doctorat, Université de Pau et de Pays de L'Adour.

- Kasbi, S. (2009). Structure financière des entreprises : impact du market timing et de l'implication des banques dans la gouvernance des entreprises, Thèse de doctorat, Université de Paris Dauphine.
- Kebewar, M. (2012). La structure du capital et son impact sur la rentabilité et sur la demande de travail : analyses théoriques et empiriques sur données de panel françaises, Thèse de doctorat, Université d'Orléans.
- Khemakhem, H. (2011). Les liens entre les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités et le coût du capital des entreprises canadiennes, Thèse de doctorat, Université du Québec.
- Kouao, G. S. (2011). Incidence des facteurs institutionnels dans l'évolution de la structure financière des entreprises : cas d'entreprises françaises cotées à la bourse de paris, Thèse de doctorat, Université Montesquieu Bordeaux IV.
- Lee, J. T. (2005). Structure de propriété, stratégies de diversification et gouvernance des entreprises coréennes, Thèse de doctorat, Université Toulouse 1.
- Lee, J-Y. (2011). La Gouvernance d'entreprise et l'hybridation : Le Cas De l'Asie, Thèse de doctorat, Université Montesquieu Bordeaux IV.
- Lepage, F. (2011). Application de la gouvernance élargie dans les très petites entreprises : Analyse comparative des exploitations laitières France/Québec, Thèse de doctorat, Université Montpellier Supagro.
- Tendil, L. (2012). Contraintes, structures et modes de financement des entreprises biotechnologiques : une comparaison internationale, Thèse de doctorat, Université de Montpellier I.
- Yalaoui, A. (2012). Les meilleures pratiques de gouvernance dans milieu diversité : le cas Ericsson, Université du Québec.

3- Les Articles

- Boissonnade, D. (2003). Comparaison des différents critères de tailles d'entreprises. **Cahiers Études et Recherches de l'Observatoire des Entreprises**, Banque de France.
- Carpentier, C., & Suret, J. M. (2000). Pratique et Théories du Financement : Le Cas de la France. **Finance**, Vol. 21, N°1, pp. 9-34.
- Degeorge, F., & Derrein, F. (2001). Les déterminants de la performance à long terme des introductions en bourse : Le cas français. *Revue banque et marchés*, Vol. 55, pp. 8-18.

- Gaud, P., & Jani, E. (2002). Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : Une étude empirique. **Cahiers de recherches HEC Genève**.
- Godbillon-Camus, B., & Weill, L. (2001). Influences Institutionnelles et Politiques des Fonds Propres en Europe. LARGE, Université Robert Schuman.
- Kremp, É., & Stöss, E. (2001). L'endettement des entreprises industrielles françaises et allemandes : des évolutions distinctes malgré des déterminants proches. **Économie et Statistique**, Vol. 341, N° 1, pp. 153-171.
- Labaronne, D. (2002). Privatisation et performances des firmes des économies de l'Est. **Revue Economique**, Vol. 53, N° 5, pp. 1013-1050.
- Lahlou, Ch. Gouvernance des entreprises, actionnariat et performance. disponible sur : fseg2.univ-tlemcen.dz/larevue07/Cherif%20LAHLOU.pdf. Consulter le : 13/04/2012.
- Latrous, I. (2007). Structure de propriété et structure du capital : Approche par la méthode des équations simultanées. **AFFI** 2007.
- Malécot, J. F. (1984). La mesure empirique des coûts de faillite : une note. **Finance**, Vol. 39, pp. 8-19.
- Pigé, B. (1996). Existe-t-il un marché du travail des dirigeants?. **Revue Française de Gestion**, Vol. 111, pp. 239-249.
- Rachdi, H. La gouvernance bancaire : un survey de littérature, disponible sur le site : <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/5384acef3b89f.pdf>. Consulter le : 11/10/2011.

ثالثا: المراجع باللغة الانجليزية

1- The books :

- Allen, F., & Gale, D. (2001). Comparing Financial Systems. Cambridge London : The MIT Press.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (1991). Principles of corporate finance. 4th edition, New York : McGraw-hill.
- Douma, S., & Schreuder, H. (2002). Economic approaches to organizations. New York : Financial Times Prentice Hall.
- Douma, S., & Schreuder, H. (1991). Economic approaches to organizations. 4th edition. New York : Prentice Hall.

- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1991). The economic structure of corporate law. Cambridge Massachusetts London : Harvard University Press.
- Franks, J., & Mayer, C. A. (1992). Corporate control synthesis of the international evidence. London : Business School IAF Working Paper.
- Hacker, D., & Sommers, N. (2011). A writer's reference. 7th edition. Boston : Bedford/St. Martin's.
- Hart, O. (1995). Firms, Contracts, and Financial Structure. **Oxford University Press**, London.
- Naciri, A. (2008). Corporate governance around the world. New York : Éditions Routledge.

2- The Articles :

- Aghion, Ph., & Bolton, P. (1992). An incomplete contracts approach to financial contracting. **The Review of Economic**, Vol. 59, N° 3, pp. 473-494.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 31, N° 3, pp. 377-397.
- Alle, F. (1993). Strategic management and financial markets. **Strategic Management Journal**, Vol. 14, Issue S2, pp. 11-22.
- Alti, A. (2006). How persistent is the impact of market timing on capital structure?. **Journal of Finance**, Vol. 61, pp. 1681-1710.
- Alti, A. (2006). How persistent is the impact of market timing on capital structure?. **The journal of finance**, Vol. Lxi, N° 4, pp. 1681-1711.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2002). Determinants of corporate capital structure : Evidence from european countries. **Working Paper**, University of Durham.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure : capital market-oriented versus bank-oriented institutions. **Journal of financial and quantitative analysis**, Vol. 43, N° 1, pp. 59 – 92.
- Antoniou, A., Zhao, H., & Zhao, B. (2009). Corporate debt issues and interest rate risk management: Hedging or market timing?. **Journal of Financial Markets**, Vol. 12, Issue 3, pp. 500-520.
- Antoniou, A., Zhao, H., & Zhou, B. (2009). Corporate debt issues and interest rate risk management : hedging or market timing ?. **Journal of Financial Markets**, Vol. 12, pp. 500-520.
- Aoki, M. (2001). Modelling aggregate behaviour and fluctuations in economics: Stochastic views of interacting agents. **UCLA economics online papers** 142, UCLA department of economics.

- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. **Journal of Finance**, Vol. 57, pp. 1-32.
- Baker, M., Greenwood, R., & Wurgler, J. (2003). The maturity of debt issues and predictable variation in bond returns. **Journal of Financial Economics**, Vol. 70, pp. 261-291.
- Baker, M., Greenwood, R., & Wurgler, J. (2003). The maturity of debt issues and predictable variation in bond returns. **Journal of Financial Economics**, Vol. 70, pp. 261–291.
- Bancel, F., & Mittoo, U. (2004). Cross-country determinants of capital structure choice : A survey of european firms. **Financial Management**, Vol. 33, pp. 103-132.
- Barry, C., Mann, S., Mihov, V., & Rodriguez, M. (2009). Interest rate changes and the tiling of debt issues. **Journal of Banking & Finance**, Vol. 33, pp. 600-608.
- Beck, Th., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world : Are small firms different?. **Journal of Financial Economics**, Vol. 89, Issue 3, pp 467–487.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The Economics of Small Business Finance : The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. **Journal of Banking & Finance**, Vol. 22, pp. 613-673.
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchement and capital structure decisions, **The Journal of Finance**, Vol. 52, Issue 4, pp. 1411-1438.
- Berglöf, E. (1990). Capital structure as a mechanism of control: a comparison of financial systems. in Aoki, M., Gustafsson, B., & Williamson, O. E. Eds : The firm as a nexus of treaties. London : Sage publications, pp. 237-262.
- Berle, A., & Means, G. (1932). The modern corporation and private property. Transaction Publishers, **New Brunswick and London**. Disponible sur : https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/197990/mod_resource/content/1/DCO0318_Aula_0_-_Berle__Means.pdf. Consulté le : 17/07/2012.
- Boubakri, N., Cosset, J-C., & Guedhami, O. (2005). Postprivatization corporate governance : The role of ownership structure and investor protection. **Journal of Financial Economics**, Vol. 76, N° 2, pp. 369–399.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. **Journal of Finance**, Vol. 39, N° 3, pp. 857 – 880.
- Brav, A., Graham, J., Havey, C., & Michaily, R. (2005). Payout policy in the 21st century. **Journal of Financial Economics**, Vol. 77, pp. 483-528.

- Brennan, M., & Schwartz, E. S. (1984). Optimal financial policy and firm valuation. **Journal of Finance**, Vol. 39, issue 3, pp. 593-607
- Brown, O. (2008). The Canadian National system of corporate governance, In Corporate governance around the world, sous la direction de Naciri, A. NewYork : Éditions Routledge.
- Burch, T., Christie, W., & Nanda, V. (2004). Do firms time equity offerings ? evidence from the 1930s and 1940s. **Financial management**, Vol. 33, pp. 5-23.
- Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs : australian evidence. **Accounting & Finance**, Vol. 43, N° 2, pp. 123-147.
- Chan, K., Ikenberry, D. L., & Lee, I. (2007). Do Managers Time the Market? Evidence from Open-Market Share Repurchases, **Journal of Banking and Finance**, forthcoming.
- Chan, K., Ikenberry, D., & Lee, I. (2007). Do managers time the market ? evidence from open-market share repurchases. **Journal of Banking & Finance**, Vol. 31, pp. 2673-2694.
- Chang, Ch., Lee, A. C., & Lee, Ch. F. (2009). Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Vol. 49, Issue 2, pp. 197-213.
- Chaplinsky, S., & Niehaus, G. (1993). Do inside ownership and leverage share common determinants?. **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 32, pp. 51-65.
- Charkham, J. (1994). Keeping Good Company: A study of corporate governance in five countries. **Clarendon Press**. Oxford.
- Chen, L. H., & Jiang, G. J. (2001). The determinants of dutch capital structure choice. Working paper 01E55, **SOM Research Institutes (University of Groningen : Netherlands)**.
- Chirinko, R. S., & Singha, A. R. (2000). Testing static trade off against pecking order models of capital structure : A critical comment. **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, pp. 417-425.
- Clarke, J., Dunbar, C., & Kahle, K. (2001). Long-run performance and insider trading in completed and canceled seasoned offerings. **Journal of Financial And Quantitative Analysis**, Vol. 36, pp. 415-430.

- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. **Economica**, New Series, Vol. 4, N° 16, pp. 386-405.
- Coleman, K., & Biekpe, N. (2006). Corporate governance and financing choices of firms : A panel data analysis. **South African Journal of Economics**, Vol. 7, Issue. 4, pp. 670-681.
- Dar, L. A., Naseem, M. A., Rehman, R. U., & Niazi, G. S. K. (2011). Corporate governance and firm performance a case study of pakistan oil and gas companies listed in karachi stock exchange. **Global Journal of Management and Business Research**, Vol. 11, N° 8, pp. 1-10.
- De Angelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Leverage and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation. **Journal of Finance**, Vol. 35, N° 2, pp. 453-464.
- De Angelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Leverage and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation. **The Journal of Finance**, Vol. 35, N° 2, pp. 453-464.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the asia pacific region. **Journal of Multinational Financial Management**, Vol. 14, pp. 387-405.
- Deloitte & Touche. (2002). Management briefing-information security. Disponible sur [http://www.delloite.com/dtt/cda/doc/content/info_security\(1\).pdf](http://www.delloite.com/dtt/cda/doc/content/info_security(1).pdf). Consulter le : 13/11/2013.
- Demirag, I. S. (1998). Corporate Governance, Accountability, and Pressures to Perform:An international study, **Jai Press**, Stamford, Connecticut.
- Demirguc-Kunt, A., & Detragiache, E. (1998). The determinants of banking crises in developing and developed countries. **IMF Staff Papers**, vol. 45, N°1.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law and Economics**. Vol. 26, issue 2, pp. 375-390
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 38, N° 1, pp. 1–36.
- Dittmar, A., & Dittmar, R. (2008). The timing of financing decisions : an examination of the correlation in financing waves. **Journal of Financial Economics**, Vol. 90, pp. 59-83.
- Doukas, J., Guo, J., & Zhou, B. (2009). The impact of debt market timing on capital structure. **EFMA 2009 Working paper**.
- Fakhfakh, H., Ben Jedidia, L., & Ben Atitallah, R. (2009). Structure de gouvernance et politique de financement. **Revue Gouvernance**, Vol. 6, N° 1, Disponible sur <http://www.id.erudit.org/iderudit/1039095ar>. Consulter le : 10/04/2011.

- Fama, E. F., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, Vol. 26, pp. 301-325.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, Vol. 88, N° 2, pp. 288-307.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2000). Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt. **CRSP Working Paper**, N° 506.
- Fama, E. F.; & French, K. R. (2002). The equity premium. **The journal of finance**, Vol. 57, No. 2, pp. 637-659.
- Faulkender, M. (2005). Hedging or market timing ? selecting the interest rate exposure of corporate debt. **Journal of Finance**, Vol. 60, pp. 931-962.
- Fee, E., & Hadlock, C. (2004). Management turnover across the corporate hierarchy. **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 37, N° 1, pp. 3-38.
- Ferri, M. G., & Jones, W. H. (1979). Determinants of financial structure : A new methodological approach. **Journal of Finance**, Vol. 34, N° 3, pp. 631-644.
- Finkelstein, S., & O'Aventi, R.A. (1994). CEO quality as double-edged sword: how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. **The Academy of Management Journal**, Vol. 37, N° 5, pp. 1079-1108.
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: theory and tests. **Journal of Finance**, Vol. 44, N° 1.
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: theory and tests. **The journal of finance**, Vol. 44, n° 1.
- Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. **Journal of Financial Economics**, Vol. 79, Issue 3, pp. 469-506.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Capital Structure Decisions. Working Paper. Disponible sur : <http://pacific.commerce.ubc.ca/frank/CapitalStructure.pdf> Consulté le : 03/11/2012.
- Franks, J., & Mayer, C. (2001), Ownership and Control of German Corporations. **Review of Financial Studies**, Vol. 14, N° 4, pp. 943-977.
- Franks, J., Mayer, C., & Renneboog, L. (1998). Who disciplines bad management?. **Center Discussion Paper**, Vol. 1998-130, Tilburg : Finance. disponible sur : <https://pure.uvt.nl/ws/files/530807/130.pdf>. Consulté le : 18/04/2011.
- Gajevski, F., & Gresse, C. (2006). A survey of the european IPO market. **ECMI working paper**.
- Gedajlovic, E. R., & Shapiro, D. M. (1998). Management and ownership effects : Evidence from five countries. **Strategic Management Journal**, Vol. 19, pp. 533-553.

- Gilson, S., John, k., & Lang, L. (1990). Troubled debt restructurings : an empirical study of private reorganization of firms in default. **Journal of Financial Economics**, Vol. 25, pp.315-353.
- Ginlinger, E., & Hamon, J. (2007). Ownership, control and market liquidity. **DRM universit  Paris-Dauphine working paper**.
- González, V. M., & González, F. (2008). Influence of bank concentration and institutions on capital structure: New international evidence. **Journal of Corporate Finance**, Vol. 14, N  4, pp. 363–375.
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt?. **Journal of Finance**, Vol. 55, N  5, pp. 1901–1942.
- Graham, J., & Harvey, C. (2001). Theory and practice of corporate finance : Evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, Vol. 60, pp. 187-243.
- Grossman, S., & Hart, O. (1983). An Analysis of the Principal-agent Problem. **Econometrica**, Vol. 51, N 1, pp. 7-45.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. **Journal of Finance**, Vol. 46, pp. 297-355.
- Hart, O. (1983). The market mechanism as an incentive scheme. **Bell Journal of Economics**, Vol. 14, pp. 366-382.
- Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1978). The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure. **Journal of Finance**, Vol. 33, N  2, pp. 383–393.
- Helwege, J. & Liang, N. (1996). Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms. **Journal of Financial Economics**, Vol. 40, pp. 429-458.
- Helwege, J., & Liang, N. (1996). Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms. **Journal of Financial Economics**, Vol. 40, issue 3, pp. 429-458
- Henderson, B. J., Jegadeesh, N., & Weisbach, M. (2006). World markets for raising new capital. **Journal of Financial Economics**, Vol. 82, Issue 1, pp. 63-101.
- Hennessy, Ch. A., & Whited, T. M. (2005). Debt dynamics. **Journal of Finance**, Vol. 60, Issue 3, pp. 1129–1165.
- Hertzal, M., & Li, Z. (2009). Behavioral and rational explanations of stock price performance around SEOs : Evidence from a decomposition of market-to-book ratios, **Journal of financial and Quantitative Analysis**, Vol. 45, N  4, pp. 935-958.

- Heshmati, A. (2001). The dynamics of capital structure: Evidence from swedish». Stockholm school of economics. **working series in economics and finance**, Vol. 440.
- Holmstrom, B., & Kaplan, S. N. (2001). Corporate governance and merger activity in the united states: Making sense of the 1980s and 1990s. **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 15, N° 2, pp. 121–144.
- Holmstrom. B. (1982). Moral hazard in teams. **The Bell Journal of Economics**, Vol. 13, N° 2, pp. 324-340.
- Hovakimian, A. (2006). Are observed capital structures determined by equity market timing?. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 36, pp. 1-24.
- Hovakimian, A. G., & Li, G. (2008 a). Do firms have unique target debt ratios to which they adjust?. Disponible sur : <http://ssrn.com/abstract=1138316>. Consulter le : 13/03/2013.
- Hovakimian, A. G., Kayhan, A., & Titman, Sh. (2008). How do managers target their credit ratings?. A study of credit ratings and managerial discretion, Disponible sur : <http://ssrn.com/abstract=1098351>. Consulter le : 13/03/2013.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, Sh. (2001). The Debt-Equity Choice. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 36, N° 1, pp. 1-24.
- Huang, R., & Ritter, J. R. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. **Journal of financial and quantitative**, Vol. 44, pp. 271-297.
- Hutchinson, M., & Gul, F. A. (2004). Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, Vol. 10, pp. 595-614.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. **Journal of Financial Economics**, Vol. 39, pp. 181-208.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (2000). Open market stock repurchases: The canadian experience. **Journal of Finance**, Vol. 55, pp. 2373-2397.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. **Journal of Financial Economics**, Vol. 57, pp. 355-384.
- Jagannathan, R., & Srinivasan, S. (1999). Does product market competition reduce agency costs?. **The North American Journal of Economics and Finance**, Vol. 10, N° 2, pp. 387-399.

- Januszewski, S. I., Köke, J., & Winter, J. K. (2002). Product market competition, corporate governance and firm performance : an empirical analysis for germany. disponible sur : <http://faculty.weatherhead.case.edu/forbes/jkw.pdf>. Consulter le : 13/06/2013.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, Vol. 48, N° 3, pp. 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, N° 4, pp. 305-360.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). The theory of the firm: managerial behaviour, Agency costs and ownership structure, In firms organizations and contracts (1996). **Oxford University Press**, pp. 103-167.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top management incentives. **Journal of Political Economy**. Vol. 98, pp. 225-264.
- Jensen, M. C., & Richard, S. R. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, Vol. 11, pp. 5-50,
- Jensen, M. C., (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **The American Economic Review**, Vol. 76, N° 2, pp. 323-329.
- Jenter, D. (2005). Market timing and managerial portfolio decisions. **Journal of Finance**, Vol. 60, pp. 1903-1949.
- Kahle, K. (2000). Insider trading and the long-run performance of new security issues. **Journal of Corporate Finance**, Vol. 6, pp. 25-53.
- Kayhan, A., & Titman, S. (2007). Firms histories and their capital structures. **Journal of Financial Economics**, Vol. 8, pp. 1-32.
- Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 21, N° 2, pp. 131-144
- Kreps, D. M. (1990). Corporate culture and economic theory, in perspectives on positive political economy, New York : Cambridge University Press, pp. 90-143.
- La Porta, R. (1996). Expectations and cross-section of stock returns. **Journal of Finance**, Vol. 51, pp. 1715-1742.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, Vol. 52, pp. 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. **Journal of Political Economy**, Vol. 106, Issue. 6, N° 11, pp. 13-57.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). Corporate ownership around of the world. **Journal of Finance**. Vol. 54, Issue 2, pp. 471-517.
- Leary, M., & Roberts, M. (2005). Do firms rebalance their capital structure ?. **Journal of Finance**, Vol. 60, pp. 2575-2619.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, Financial structure and financial intermediation. **Journal of Finance**, Vol. 32, N° 2, pp. 371-387.
- Lemmon, M. L., Roberts, M. R., & Zender, J. F. (2008). Back to the beginning : Persistence and the cross-section of corporate capital structure. **Journal of Finance**, Vol. 63, N° 4, pp. 1575-1608.
- Litov, (2005). Corporate governance and financing policy : New Evidence, Disponible sur : <https://pdfs.semanticscholar.org/d46c/d3ecd33891f9ba18b54a80357aaa94a289d3.pdf>, Consulter le : 25/03/2011.
- Loughran, T., & Ritter, K. (1995). The new issues puzzle. **Journal of Finance**, Vol. 50, pp. 23-51.
- Loughran, T., Ritter, J., & Rydquist, K. (1994). Initial public offering : international insights. **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 2, pp. 165-199.
- Ma, S., & Tian, G. (2009). Board composition, Board activity and ownership concentration, The impact on firm performance. **Problems and Perspectives in Management**, Vol. 7, N° 3, pp. 42-61.
- Marsh, P. (1982). The choice between equity and debt : An empirical study. **Journal of Finance**, Vol. 37, pp. 121-144.
- Maureen, N. (2004). Corporate governance and client investing, *Journal of Accountancy*, 197m, pp. 120-150.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. **Journal of Finance**, Vol. 32, N° 2, pp. 261-275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, Corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, Vol. 48, N° 3, pp. 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital : A correction. **American Economic Review**, Vol. 53, N° 3, pp. 433-443.
- Moerland, P. W. (1995). Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems. **Journal of Economic Behavior and Organization**, Vol. 26, N° 1, pp. 17-34.
- Molay, E. (2006). Un test de la théorie du financement hiérarchisé sur données de panel françaises, 23ème Conférence Internationale de l’AFFI, Disponible sur

- : <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00515707/document> , Consulter le : 25/03/2014.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation an empirical analysis. **Journal of financial economics**, Vol. 20, pp. 293-315.
 - Morck, R., Shleifer, R., & Vishny. (1989). Alternative mechanisms for corporate control. **American Economic Review**, Vol. 79, N° 4, pp. 842-852.
 - Muelbroek, L. (1992). An empirical analysis of illegal insider trading. **Journal of Finance**, Vol. 47, pp. 1661-1699.
 - Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. Handbook of labor economics. Vol. 3. pp. 2485-2563
 - Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, Vol. 39, N°3, pp. 575-592.
 - Myers, S. C. (2001). Capital Structure. **Journal of economic perspectives**, Vol. 15, N° 2, pp. 81-102.
 - Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, N° 2, pp. 187-221.
 - Pagano, M., Panetta, L., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public ? an empirical analysis. **Journal of Finance**, Vol. 53, pp. 27-64.
 - Pandey, I. M. (2001). Capital Structure and the firm characteristics: Evidence from an emerging market. <http://www.iimahd.ernet.in/publications/data/2001-10-04IMPandey.pdf>
 - Precious, A. B. (2014). Corporate governance and capital structure decisions of UK listed real estate companies, **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol. 5, N° 1, 2014, pp. 42-54.
 - Prowse, S. (1994). Corporate governance in an international perspective: A survey of corporate control mechanisms among large firms in the U.S., U.K., Japan and Germany. **BIS Economic Papers**, N° 4. Disponible sur : <https://www.bis.org/publ/econ41.pdf> , consulter le : 21/03/2012.
 - Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **Journal of Finance**, vol. 50, N°5, pp. 1421-1460.
 - Rhodes-Kropf, M., Robinson, D., & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity : The empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, Vol. 77, pp. 561-603.
 - Ritter, J. (1991). The long-run performance of initial public offerings. **Journal of Finance**, Vol. 42, pp. 365-394.

- Ross, S. (1977). The determination of financial structure : The incentive signalling approach. **Bell Journal of Economics**, Vol. 8, N° 1, pp. 23-40.
- Schultz, P. (2003). Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs. **The Journal of Financial**, Vol. 58, Issue 2, pp. 483–517.
- Scott, J. H. Jr. (1977). Bankruptcy, Secured debt, And optimal capital structure. **Journal of Finance**, Vol. 32, N° 1, pp. 1–19.
- Seifert, B., & Gonenc, H. (2008). The international evidence on the pecking order hypothesis. **Journal of Multinational Financial Management**, Vol. 18, N° 3, pp. 244–260.
- Shil, N. (2008). Accounting for good corporate governance, **Journal of Administration & Governance**, Vol. 3, N° 1, pp. 22-31.
- Shleifer, A. (2000). Inefficient markets : An introduction to behavioral finance. **Oxford University Press**.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, Vol. 52, N° 2, pp. 737-783.
- Short, H., & Keasey, K., 1999. Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. **Journal of Corporate Finance**, Vol. 5, pp. 79-101.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static trade off against pecking order models of capital structure. **Journal of Financial Economics**, Vol. 51, N° 2, pp. 219-244.
- Singh, M., & Davidson, W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. **Journal of Banking & Finance**, Vol. 27, Issue 5, pp. 793-816.
- Spiess, D.K., & Affleck-Graves, J. (1995). Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, vol. 38, issue 3, pp. 243-267.
- Stein, J. C. (1996), Rational capital budgeting in an irrational world. **Journal of business**, Vol. 69, N° 4, pp. 429-455.
- Stephens, C., & Weisbach, M. (1998). Actual share repurchases in open-market repurchase programs. **Journal of Finance**, Vol. 53, pp. 313-333.
- Stiglitz, J. (1985). Credit markets and the control of capital. **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 17, issue 2, pp. 133-152.
- Stiglitz, J. E., & Weiss. A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. **The American economic review**, Vol. 71, Issue 3, pp. 393-410.
- Taggart, R. (1977). A model of corporate financing decisions. **Journal of Finance**, Vol. 32, pp. 1467-1484.

- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T.J. (1998a). Earnings management and the long run market performance of initial public offerings. **Journal of Finance**, Vol. 53, N° 6, pp. 1935-1974.
- Teoh, S., Welch, I., & Wong, T. (1998). Earnings management and long-run market performance of initial public offerings. **Journal of Finance**, Vol. 53, pp. 63-99.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. **Journal of Finance**, Vol. 48, N° 1, pp. 1-19.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. **Journal of Financial Economic**, Vol. 20, pp. 431-460.
- Welch, I. (2004). Capital structure and stock returns. **Journal of Political Economy**, Vol. 112, pp. 106-131.
- Wi, S. K., & Eric, H. S. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 21, N° 2, pp. 131-144.
- Williamson, O.E. (1980). The organization of work a comparative institutional assessment. **Journal of Economic Behavior & Organization**, Vol. 1, Issue 1, pp. 5-38.
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of capital structure of thai firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 7, Issue. 3-4, pp. 371-403.
- Zingales, L. (2000). In search of new foundations. **Journal of Finance**, Vol. 55, N° 4, pp. 1623-1653.

3- The reports

- Blue Ribbon Report. (1999). Disponible sur : publications.gc.ca/collections/Collection/BT22-109-2007E.pdf. Consulter le : 21/06/2011.
- Cadbury, (1992). Disponible sur : www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf. Consulter le : 21/06/2011.
- Corporate governance principles-A Japan view, (1997). Disponible sur : www.ecgi.org/codes/documents/japan_cgf_j.pdf. Consulter le : 21/06/2011.
- Dey, 1994. Disponible sur : www.ecgi.org/codes/documents/5years.pdf. Consulter le : 21/06/2011.
- Greenbury, (1995). Disponible sur : www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf. Consulter le : 21/06/2011.
- Hampel, (1998). Disponible sur : www.ecgi.org/codes/documents/hampel_index.htm. Consulter le : 21/06/2011.

- Marini, 1996. Disponible sur : https://www.lesechos.fr/.../1996/.../17233-105-ECH_rapport-marini--les-cinq-idees-fo... Consulter le : 21/06/2011.
- OCDE. (1999). Disponible sur : www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?... Consulter le : 21/06/2011.
- OCDE. (2004). Disponible sur : www.oecd.org/fr/gouvernementdentreprise/ae/.../31652074.PDF. Consulter le : 21/06/2011.
- Sarbanes-Oxley, (2002). Disponible sur : <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>. Consulter le : 21/06/2011.
- Treadway. (1987). Disponible sur : https://www.sec.gov/news/speech/1989/012689_grundfest.pdf. Consulter le : 21/06/2011.
- Viénot 2, (1999). Disponible sur : www.ecgi.org/codes/documents/vienot2_fr.pdf. Consulter le : 21/06/2011.
- Viénot, (1995). Disponible sur : www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=42. Consulter le : 21/06/2011.
- AFEP-MEDEF. (2013). Disponible sur : www.afep.com/.../Application%20guide%20for%20the%20AFEP_... Consulter le : 21/06/2011.

الملاحق

الملحق رقم (1): مقارنة بين النظام الموجه-أسواق والنظام الموجه-بنوك

الأبعاد	النظام الموجه-أسواق	النظام الموجه-بنوك
الدور الوقائي للحوكمة		
المساهمون	<p><u>رقابة ضعيفة</u> : ناتجة عن:</p> <ul style="list-style-type: none"> - رأسمال مشتت؛ - تمارس الرقابة أساسا من خلال هيئات (التأمين، صناديق المعاشات،) عادة ما تكون أقل نشاطا؛ - أهداف قصيرة المدى؛ - رقابة سطحية تركز على تطور أسعار الأسهم في البورصة (دور معلوماتي للسوق المالي) . 	<p><u>رقابة قوية</u> : ناتجة عن:</p> <ul style="list-style-type: none"> - تركيز الملكية مع وجود مساهمين مسيطرين؛ - مساهمة البنوك؛ - هيكل مساهمية متقاطعة؛ - تمارس الرقابة من خلال فاعلين صناعيين والبنك الرئيسي؛ - أهداف طويلة المدى؛ - رقابة نشطة أكثر تركيزا على نوع الإدارة والقرارات الاستراتيجية.
الدائنون	<p><u>رقابة سطحية (سلبية passif)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - قروض بنكية صغيرة؛ - قروض كبيرة من السوق المالي؛ - علاقات أقل استقرارا. 	<p><u>رقابة نشطة (actif)</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> - علاقات على المدى البعيد؛ - مديونية بنكية كبيرة ؛ - مديونية وقروض ما بين المؤسسات الكبيرة؛ - مساهمة البنوك في رأس المال.
المستخدمون	<p><u>رقابة ضعيفة</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> - تدريجية بواسطة النقابات؛ - أقل حدة (حسب قوة النقابات). 	<p><u>رقابة قوية</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> - تمثيل في مجالس الإدارة؛ - تدخل في صناعة القرارات.
دور مجالس الإدارة وأنظمة التحفيز	<p><u>رقابة ضعيفة</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> - مجلس الإدارة يسيطر عليه المسببون؛ - دور أكبر كمجلس أكثر منه كدور انضباطي، - تدريجية حسب تركيبة المجلس، - نوع المكافآت أكثر تحفيزا مرتبط بكفاءة الأداء المالي؛ - مراقبة أكثر من خلال النتائج وسعر السهم في البورصة. 	<p><u>رقابة أكثر قوة</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> - مجلس إدارة يسيطر عليه من طرف أصحاب المصالح؛ - وجود أعضاء في مجلس الإدارة من البنوك والمستخدمين، - رقابة على المدى الطويل، كفاءة ولها طابع استراتيجي؛ - نظام المكافآت أقل تحفيزا.
الدور العلاجي Curatif		
تحويل حقوق الملكية	سهل نسبيا	أكثر صعوبة

<p>- أكثر سهولة؛ - عادة ما يتم التفاوض بشأنها داخل المجمع؛ - مفروض من داخل المؤسسة من طرف أصحاب المصالح الرئيسيين؛ - شبكة المسيرين مهمة جدا.</p>	<p>- تخلق نزاعا في المصالح، تتأثر درجة صعوبتها بدرجة التجذر؛ - من خلال سوق الاستحواذ على الرقابة؛ - يؤدي إلى تحرك أكبر نحو التجذر؛ - دور السوق الخارجي للمسيرين مهم جدا.</p>	<p>تغيير المسيرين</p>
<p>أكثر صعوبة (علاقات طويلة المدى مع البنوك والمستخدمين) .</p>	<p>أكثر سهولة</p>	<p>إمكانية خروج أصحاب المصالح</p>
<p>- أكثر توافقية من داخل المجمع؛ - دور مهم للبنك الرئيسي.</p>	<p>-أكثر تضارب للمصالح وعرضة للنزاع؛ - عادة ما تتم بطرق خارجية وقانونية.</p>	<p>طريقة إعادة التنظيم</p>
<p>- منظم أساسا من خلال الآليات المتخصصة؛ - أقل جودة في معالجة المعلومة؛ - نظام أكثر توافقي؛ - قدرة حامية أكثر قوة؛ - قدرة علاجية أقل قوة بسبب قلة المرونة المرتبطة باحترام العلاقة على المدى الطويل.</p>	<p>- منظم أساسا من خلال مختلف الأسواق؛ - أفضل معالجة للمعلومة؛ - ضعف الآليات المتخصصة؛ - نظام أقل توافقية ومكلف من حيث تكاليف الوكالة؛ - قدرة حامية ضعيفة؛ - قدرة علاجية أكثر قوة ولكن مكلفة (الاستحواذ على الرقابة، الآليات القانونية).</p>	<p>ملخص</p>
<p>- أقل مرونة وأكثر صلابة؛ - يفضل التعاون والاستثمار على المدى الطويل؛ - يتماشى مع الأنشطة التقليدية.</p>	<p>- أفضل استغلال لرأس المال ما بين القطاعات؛ - السياسات الاستثمارية أقل مثالية (فعالية)؛ - أحسن مرونة وتأقلما؛ - يفضل المدى القصير؛ - يتماشى مع الأنشطة الجديدة.</p>	<p>الأثر على الكفاءة الاقتصادية</p>

Source : Charreaux, 1997, p. 465

الملحق رقم (2): قائمة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40

- 1- ACCOR
- 2- AIR LIQUIDE
- 3- AIRBUS GROUP
- 4- ALCATEL-LUCENT
- 5- ALSTOM
- 6- ARCELORMITTAL
- 7- BOUYGUES
- 8- CAP GEMINI
- 9- CARREFOUR
- 10- DANONE
- 11- EDF
- 12- ESSILOR INTL.
- 13- GDF SUEZ
- 14- GEMALTO
- 15- KERING
- 16- L'OREAL
- 17- LAFARGE
- 18- LEGRAND
- 19- LVMH
- 20- MICHELIN
- 21- ORANGE
- 22- PERNOD RICARD
- 23- PUBLICIS GROUPE SA
- 24- RENAULT
- 25- SAFRAN
- 26- SAINT GOBAIN
- 27- SANOFI
- 28- SCHNEIDER ELECTRIC
- 29- SOLVAY
- 30- TECHNIP
- 31- TOTAL
- 32- UNIBAIL-RODAMCO
- 33- VALEO
- 34- VEOLIA ENVIRON.
- 35- VINCI
- 36- VIVENDI
- 37- AXA
- 38- BNP PARIBAS ACT.A
- 39- CREDIT AGRICOLE
- 40- SOCIETE GENERALE

الملحق رقم (3): اختبار تحديد مواصفات التجانس (وجود الأثار الفردية)

```

panel variable:  entrep (strongly balanced)
time variable:  année, 2010 to 2015
                delta: 1 unit

. xtreg dt size crois tang ecoimp liq rent risq, fe

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =       216
Group variable:  entrep                       Number of groups =        36

R-sq:  within = 0.1799                        Obs per group:  min =         6
        between = 0.1539                      avg =          6.0
        overall = 0.1489                      max =          6

                                                F(7,173)        =        5.42
corr(u_i, Xb) = -0.5152                       Prob > F        =       0.0000

```

dt	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf. Interval]	
size	.1129536	.0263247	4.29	0.000	.0609946 .1649126	
crois	-.0442207	.0392282	-1.13	0.261	-.1216481 .0332068	
tang	.0911437	.1830757	0.50	0.619	-.2702059 .4524933	
ecoimp	-.7495351	.7910194	-0.95	0.345	-2.310827 .8117563	
liq	-.0534057	.0230806	-2.31	0.022	-.0989614 -.0078499	
rent	-.4820191	.2083581	-2.31	0.022	-.8932703 -.0707679	
risq	-.0045323	.0020078	-2.26	0.025	-.0084952 -.0005695	
_cons	-.3847694	.2558702	-1.50	0.134	-.8897987 .12026	
sigma_u	.15054407					
sigma_e	.05649171					
rho	.876568	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(35, 173) =      21.12          Prob > F = 0.0000

. estimates store fixed

```

الملحق رقم (4): اختبار تحديد موصفات الآثار الفردية هوسمان (1978) Hausman

. hausman fixed .

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
size	.1129536	.0647523	.0482013	.0203301
crois	-.0442207	-.030453	-.0137677	.
tang	.0911437	.0389323	.0522114	.1405081
ecoimp	-.7495351	-.9737163	.2241812	.3695435
liq	-.0534057	-.0693903	.0159846	.0098569
rent	-.4820191	-.6279732	.1459541	.0650787
risq	-.0045323	-.002249	-.0022833	.0011296

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 27.20
 Prob>chi2 = 0.0003
 (V_b-V_B is not positive definite)

الملحق رقم (5): نتائج النماذج القياسية الأربعة

النموذج الأول:

Dependent Variable: DT
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/07/17 Time: 13:46
 Sample: 2010 2015
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 36
 Total panel (balanced) observations: 216

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.384769	0.255870	-1.503768	0.1345
SIZE	0.112954	0.026325	4.290778	0.0000
CROIS	-0.044221	0.039228	-1.127268	0.2612
ECOIM	-0.749536	0.791019	-0.947556	0.3447
TANG	0.091144	0.183076	0.497848	0.6192
LIQ	-0.053406	0.023081	-2.313881	0.0219
RENT	-0.482019	0.208358	-2.313416	0.0219
RISQ	-0.004532	0.002008	-2.257405	0.0252

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.883923	Mean dependent var	0.615852
Adjusted R-squared	0.855743	S.D. dependent var	0.148736
S.E. of regression	0.056492	Akaike info criterion	-2.733284
Sum squared resid	0.552097	Schwarz criterion	-2.061354
Log likelihood	338.1947	Hannan-Quinn criter.	-2.461823
F-statistic	31.36656	Durbin-Watson stat	2.012550
Prob(F-statistic)	0.000000		

النموذج الثاني

Dependent Variable: DT
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/07/17 Time: 18:25
 Sample: 2010 2015
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 36
 Total panel (balanced) observations: 216

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.515725	0.267385	-1.928776	0.0554
CROIS	-0.033787	0.040795	-0.828215	0.4087
ECOIM	-0.266683	0.813361	-0.327878	0.7434
TANG	0.044740	0.183297	0.244083	0.8075
SIZE	0.126200	0.027828	4.534936	0.0000
RENT	-0.620985	0.217191	-2.859171	0.0048
RISQ	-0.004985	0.001997	-2.495993	0.0135
LIQ	-0.047418	0.023110	-2.051813	0.0417

AN2	0.021842	0.013534	1.613807	0.1084
AN3	-0.000500	0.014206	-0.035203	0.9720
AN4	-0.008447	0.014152	-0.596856	0.5514
AN5	-0.013042	0.013753	-0.948310	0.3443
AN6	-0.017399	0.014635	-1.188812	0.2362

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.890145	Mean dependent var	0.615852
Adjusted R-squared	0.859412	S.D. dependent var	0.148736
S.E. of regression	0.055769	Akaike info criterion	-2.742077
Sum squared resid	0.522505	Schwarz criterion	-1.992015
Log likelihood	344.1443	Hannan-Quinn criter.	-2.439050
F-statistic	28.96361	Durbin-Watson stat	2.037341
Prob(F-statistic)	0.000000		

النموذج الثالث:

Dependent Variable: DT
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/07/17 Time: 13:49
 Sample: 2010 2015
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 36
 Total panel (balanced) observations: 216

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.433534	0.258421	-1.677628	0.0953
SIZE	0.120251	0.026644	4.513214	0.0000
ECOIM	-0.661466	0.790790	-0.836463	0.4041
TANG	0.098191	0.188933	0.519714	0.6039
CROIS	-0.048928	0.039220	-1.247541	0.2139
RENT	-0.434327	0.214287	-2.026850	0.0442
RISQ	-0.004696	0.002006	-2.341334	0.0204
LIQ	-0.054178	0.023203	-2.334914	0.0207
CUM	-0.031427	0.017042	-1.844052	0.0669
TCA	-0.000633	0.003486	-0.181527	0.8562
IND	5.55E-06	4.74E-06	1.170618	0.2434
BLOC	-0.010162	0.060156	-0.168932	0.8661

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.887325	Mean dependent var	0.615852
Adjusted R-squared	0.856657	S.D. dependent var	0.148736
S.E. of regression	0.056313	Akaike info criterion	-2.725994
Sum squared resid	0.535916	Schwarz criterion	-1.991558
Log likelihood	341.4074	Hannan-Quinn criter.	-2.429280
F-statistic	28.93251	Durbin-Watson stat	2.041721
Prob(F-statistic)	0.000000		

النموذج الرابع:

Dependent Variable: DT
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/07/17 Time: 18:30
 Sample: 2010 2015
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 36
 Total panel (balanced) observations: 216

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.506270	0.269613	-1.877770	0.0622
CROIS	-0.036188	0.041156	-0.879287	0.3805
TANG	0.050148	0.191037	0.262505	0.7933
ECOIM	-0.222323	0.818867	-0.271501	0.7863
SIZE	0.127388	0.028152	4.525099	0.0000
RENT	-0.544125	0.228583	-2.380426	0.0184
RISQ	-0.005041	0.002009	-2.509117	0.0131
LIQ	-0.049527	0.023444	-2.112527	0.0362
TCA	-0.000887	0.003500	-0.253285	0.8004
IND	4.05E-06	4.79E-06	0.846207	0.3987
CUM	-0.024260	0.018020	-1.346294	0.1801
BLOC	-0.017508	0.060072	-0.291451	0.7711
AN2	0.023957	0.013686	1.750498	0.0819
AN3	0.003074	0.014627	0.210154	0.8338
AN4	-0.002200	0.015002	-0.146624	0.8836
AN5	-0.007396	0.014288	-0.517599	0.6054
AN6	-0.010321	0.015430	-0.668869	0.5045

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.892011	Mean dependent var	0.615852
Adjusted R-squared	0.858428	S.D. dependent var	0.148736
S.E. of regression	0.055963	Akaike info criterion	-2.722168
Sum squared resid	0.513632	Schwarz criterion	-1.909601
Log likelihood	345.9941	Hannan-Quinn criter.	-2.393888
F-statistic	26.56210	Durbin-Watson stat	2.044437
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (6): مصفوفة الارتباط

	TCA	BLOC	taille (Size)	croissance (Cro)	Tang	Ecoimp	Liq	DT	DLMT	Rent	Risq	ind
TCA	1											
BLOC	0,14112202	1										
taille (Size)	0,35178199	0,31035766	1									
croissance (C)	-0,04050871	-0,12680157	-0,14979437	1								
Tang	-0,03439548	0,27165238	0,4806984	-0,03558858	1							
Ecoimp	0,24537345	0,07046736	0,50826016	-0,07243953	0,61459054	1						
Liq	-0,14416316	0,03145083	-0,11338327	0,04516615	-0,00419197	-0,0386636	1					
DT	0,18587399	0,06398468	0,30467404	-0,16056188	0,19855041	0,11608833	-0,42637136	1				
DLMT	0,01481655	0,30946511	0,21477	-0,09027571	0,3962345	0,18001651	-0,01908082	0,34686116	1			
Rent	-0,08528725	-0,17240013	-0,22337142	0,37311871	-0,23699661	-0,10839364	0,1911331	-0,48622346	-0,30242528	1		
Risq	-0,0170443	0,0855906	-0,09723437	-0,07822122	-0,09726275	-0,07124056	-0,0811216	-0,00786546	-0,12716904	-0,20576224	1	
ind	-0,5353817	-0,44006012	-0,38677703	0,09919319	-0,139208	-0,30970313	0,09684108	-0,06809628	-0,12251708	0,09933355	0,02689876	1

الملحق رقم (7): إختبار القانون الطبيعي

النموذج الأول

```

Skewness/Kurtosis tests for Normality
----- joint -----
Variable | Obs   Pr(Skewness)   Pr(Kurtosis)   adj chi2(2)   Prob>chi2
-----|-----
residus1 | 216   0.5508         0.5405         0.74          0.6915

```

. sktest residus1

النموذج الثاني

```

Skewness/Kurtosis tests for Normality
----- joint -----
Variable | Obs   Pr(Skewness)   Pr(Kurtosis)   adj chi2(2)   Prob>chi2
-----|-----
residus2 | 216   0.4780         0.3926         1.25          0.5362

```

. sktest residus2

النموذج الثالث

```

Skewness/Kurtosis tests for Normality
----- joint -----
Variable | Obs   Pr(Skewness)   Pr(Kurtosis)   adj chi2(2)   Prob>chi2
-----|-----
residus4 | 216   0.8789         0.7448         0.13          0.9374

```

. sktest residus4

النموذج الرابع

```

Skewness/Kurtosis tests for Normality
----- joint -----
Variable | Obs   Pr(Skewness)   Pr(Kurtosis)   adj chi2(2)   Prob>chi2
-----|-----
residus3 | 216   0.8003         0.6470         0.27          0.8721

```

. sktest residus3