

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 08 ماي 1945 قالمة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر
فرع علوم مالية
تخصص مالية المؤسسات

الموضوع:

دور حوكمة الشركات في تخفيض تكلفة رأس المال في المؤسسة
- دراسة حالة مؤسسة عصائر روية -

تحت إشراف الأستاذ:
بن جدو عبد السلام

من إعداد الطلبة:
- خالد خلف الله
- مصطفى نابتي

السنة الجامعية: 2014-2015

شكر و عرفان

بسم الله الرحمن الرحيم
نحمد الله عز وجل حمداً يليق بجلاله، على توفيقه
إيانا لإتمام هذا العمل المتواضع، ومدنا بالقوة والعون
لإنجاز هذه المذكرة.

أما بعد:

نتقدم بجزيل الشكر والعرفان، وجل التقدير
إلى الأستاذ المشرف: بن جدو عبد السلام على ما أسداه
لنا من توجيهاته القيمة، وإرشاداته النيرة، التي ذلت
لنا الصعاب، وأنارت لنا الدرب، و دفعتنا قدما لإتمام
هذا البحث المتواضع، فجزاه الله عنا خير الجزاء.

كما نشكر جميع من ساعدنا، ومد لنا يد العون
سواء من قريب أو من بعيد.

- و الله ولي التوفيق -

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين، أما بعد:

أهدي ثمرة سنوات من الدراسة والنجاح:

إلى التي كان دعاؤها مصباحاً أنار لي دروب الحياة، ورضائها عني قوة زادني عزيمة وإرادة، إلى التي

مهما شكرت لن أوفيها حقها:

أمي الفاضلة.

إلى من سهر على تربيتنا وتعليمنا : أبي العزيز.

إلى صديقي الفقيه: زكرياء ريغي - رحمه الله -

إلى صديقي وزميلي ورفيقي في كل حياتي: وليد بوالناية

إلى كل إخوتي وأصدقائي وأختص بالذكر: زكرياء و أيمن، محمد وعبد القادر

إلى كل من علمني حرفاً من مشايخ فضلاء، وأساتذة مكرمين، جزاهم الله عنا خير الجزاء

وأختص بالذكر أستاذي المؤطر: بن جدو عبد السلام

إلى كل زملاء دراستي خصوصاً زميلي في المذكرة: خالد

إلى كل من دعا لي غيباً، و إلى كل من تمنى لي النجاح والتوفيق

إلى كل من مد لي يد العون لإتمام هذا البحث

إلى كل من أنسى أن أذكره

مصطفى نابتي

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين، أما بعد:

أهدي ثمرة سنوات من الدراسة والنجاح:

إلى التي كان دعاؤها مصباحاً أنار لي دروب الحياة، ورضائها عني قوة زادني عزيمة وإرادة، إلى التي

مهما شكرت لن أوفيها حقها:

أمي الفاضلة.

إلى من سهر على تربيته وتعليمنا : أبي العزيز.

إلى كل إخوتي: نبيل، عبد القادر، السعيد " محمد الصالح "

إلى كل أصدقائي وأختص بالذكر: ز محمد، صالح، علاء الدين، وليد، عصام، رابع، وائل،

زكريا.محمد، علولة، عثمان.

إلى كل من علمني حرفاً من أساتذة مكرمين، جزاهم الله عنا خير الجزاء

وأختص بالذكر أستاذي المؤطر: بن جدو عبد السلام

إلى كل زملاء دراستي خصوصاً زميلي في المذكرة: مصطفى

وزميلي: محمد وعبد القادر

إلى كل من دعا لي غيباً، و إلى كل من تمنى لي النجاح والتوفيق

إلى كل من مد لي يد العون لإتمام هذا البحث

إلى كل من أنسى أن أذكره

خالد خلف الله

قائمة الإختصارات

الإختصارات	الدلالة
CAPM	Capital Asset Pricing Model نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
SEC	Securities Exchange Comission هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية
CalERS	the California public Employee's Retirement System صندوق المعاشات العامة
NYSE	New York Stock Exchange بورصة نيويورك
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development منظمة التعاون الدولي والتنمية
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations بورصة نازداك
Rf	Risk-free interest rate عائد خالي من المخاطرة
Rm	Risk premium عائد محفظة السوق
Wacc	Weighted Average Cost of Capital التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

الفهرس

شكر وعرفان

إهداء

قائمة الإختصارات

I	الفهرس العام
V	فهرس الجداول
VI	فهرس الأشكال
أ-د	المقدمة

الفصل الأول: تكلفة رأس المال

2	تمهيد
3	المبحث الأول: هيكل رأس المال وتكلفة مكوناته
3	المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال
3	الفرع الأول: تعريف هيكل رأس المال
4	الفرع الثاني: مكونات هيكل رأس المال
13	المطلب الثاني: تكلفة رأس المال الممتلك
13	الفرع الأول: تكلفة الأرباح المحتجزة
16	الفرع الثاني: تكلفة الأسهم العادية والأسهم الممتازة
17	المطلب الثالث: تكلفة رأس المال المقترض
18	الفرع الأول: التكلفة الظاهرة للقرض
19	الفرع الثاني: التكلفة الحقيقية للقرض
20	المبحث الثاني: ماهية تكلفة رأس المال وأهميتها
20	المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال
20	الفرع الأول: تعريف تكلفة رأس المال
21	الفرع الثاني: كيفية حساب تكلفة رأس المال

22	المطلب الثاني: أهمية تكلفة رأس المال
22	الفرع الأول: تكلفة رأس المال ودورها في زيادة قيمة الشركة
28	الفرع الثاني: إستخدامات تكلفة رأس المال
30	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال
30	الفرع الأول: العوامل التي لا تتحكم فيها الشركة
31	الفرع الثاني: العوامل التي تتحكم فيها الشركة
33	خلاصة الفصل

الفصل الثاني: حوكمة الشركات ودورها في تخفيض تكلفة رأس المال

35	تمهيد
36	المبحث الأول: حوكمة الشركات
36	المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات
36	الفرع الأول: النشأة والتطور التاريخي لحوكمة الشركات
40	الفرع الثاني: مفهوم حوكمة الشركات
46	الفرع الثالث: المبادئ الأساسية لحوكمة الشركات
51	المطلب الثاني : آليات وأنواع والأطراف الأساسية لنظام حوكمة الشركات
51	الفرع الأول: آليات حوكمة الشركات
53	الفرع الثاني: أنواع أنظمة حوكمة الشركات
58	الفرع الثالث: الأطراف الرئيسية لنظام حوكمة الشركات
59	المطلب الثالث: أهداف حوكمة الشركات
61	المبحث الثاني: أثر تطبيق حوكمة الشركات على تخفيض تكلفة رأس المال
61	المطلب الأول: تكلفة الوكالة وكيفية تخفيض تكاليفها من خلال آليات الحوكمة
61	الفرع الأول: مفهوم تكلفة الوكالة

64	الفرع الثاني: النماذج المقترحة لتخفيض تكاليف الوكالة.....
66	المطلب الثاني: دور العمل بمبادئ الحوكمة في تخفيض تكلفة رأس المال.....
66	الفرع الأول: دور الإفصاح في تخفيض تكلفة رأس المال.....
69	الفرع الثاني: دور حفظ حقوق المساهمين في تخفيض تكلفة رأس المال.....
71	المطلب الثالث: إجراءات منع الإدارة من التحصين ودورها في تخفيض تكلفة رأس المال.....
71	الفرع الأول: دور التحصين الإداري في حماية الشركات في حالة عدم كفاءة السوق المالي.....
72	الفرع الثاني: آليات مواجهة سلبيات التحصين الإداري.....
75	خلاصة الفصل.....
	الفصل الثالث: أثر مستوى الحوكمة بمؤسسة عصائر روية على تكلفة رأس المال فيها
77	تمهيد.....
78	المبحث الأول: تقديم مؤسسة "عصائر روية".....
78	المطلب الأول: نظرة عامة على مؤسسة "عصائر روية".....
78	الفرع الأول: التعريف بمؤسسة "عصائر روية".....
78	الفرع الثاني: السنوات المفتاحية لحياة مؤسسة "عصائر روية".....
80	الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة "عصائر روية".....
84	المطلب الثاني: موقع الأصول الصناعية، ومكونات رأس المال في مؤسسة "عصائر روية".....
84	الفرع الأول: موقع الأصول الصناعية لمؤسسة "عصائر روية".....
84	الفرع الثاني: مكونات رأس المال.....
86	المطلب الثالث: الهيئات الإدارية والحوكمة في مؤسسة "عصائر روية".....
86	الفرع الأول: الهيئات الإدارية في مؤسسة "عصائر روية".....
87	الفرع الثاني: الحوكمة في مؤسسة "عصائر روية".....

المبحث الثاني: تكلفة رأس المال في مؤسسة عصائر روية وأثر الحوكمة عليها.....	93
المطلب الأول: هيكل رأس المال لمؤسسة "عصائر روية" للفترة (2011-2014).....	93
الفرع الأول: أموال الملكية.....	93
الفرع الثاني: أموال الإستدانة.....	94
الفرع الثالث: هيكل رأس المال لمؤسسة "عصائر روية" خلال الفترة (2011-2014).....	95
المطلب الثاني: تكلفة أموال مؤسسة روية خلال الفترة (2011-2014).....	96
الفرع الأول: تكلفة الأموال الخاصة.....	96
الفرع الثاني: تكلفة أموال الإستدانة.....	98
الفرع الثالث: تكلفة رأس المال لمؤسسة "عصائر روية".....	99
المطلب الثالث: دور الحوكمة في ضبط سلوك الإدارة في مؤسسة "عصائر روية".....	99
الفرع الأول: مؤشرات الحكم على الإدارة بمؤسسة عصائر روية.....	99
الفرع الثاني: مدى قدرة الإدارة بمؤسسة عصائر روية على تحقيق القيمة الاقتصادية المضافة.....	102
الفرع الثالث: أثر كفاءة الإدارة على تكلفة رأس المال بمؤسسة عصائر روية.....	103
الفرع الرابع: حساب تأثير المؤشرات السوقية للحوكمة وعلاقتها بتكلفة رأس المال	
بمؤسسة عصائر روية.....	105
خلاصة الفصل:.....	111
الخاتمة.....	113
قائمة المراجع.....	115
الملاحق.	

الصفحة	العنوان	الرقم
55	الفرضيات النظرية لنظام الداخليين ونظام الخارجيين	1-2
78	السنوات المفتاحية لحياة مؤسسة عصائر روية	1-3
86	مدى تطبيق مبادئ الحوكمة لدى مؤسسة عصائر روية	2-3
92	أموال الملكية لمؤسسة عصائر روية خلال الفترة (2011-2014)	3-3
93	تطور الديون المالية طويلة الأجل لمؤسسة عصائر روية خلال الفترة (2011-2014)	4-3
94	هيكل رأس مال مؤسسة عصائر روية وتطوره خلال الفترة (2011-2014)	5-3
96	تطور نسبة الديون والمردودية الاقتصادية وسعر السهم السوقي لمؤسسة عصائر روية خلال الفترة 2011-2014	6-3
97	تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة عصائر روية للفترة (2011-2014)	7-3
97	تكلفة أموال الاستدانة لمؤسسة عصائر روية للفترة (2011-2014)	8-3
98	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال لمؤسسة عصائر روية خلال الفترة (2011-2014)	9-3
100	أهم المؤشرات المالية لمؤسسة عصائر روية خلال الفترة (2011-2014)	10-3
101	مؤشرات الحكم على كفاءة الإدارة لمؤسسة عصائر روية خلال الفترة (2011-2014)	11-3
102	القيمة الاقتصادية المضافة المحققة للمؤسسة و للمساهمين بمؤسسة عصائر روية خلال الفترة (2011-2014)	12-3
103	العلاقة بين المردودية المالية وتكلفة الأموال الخاصة	13-3
104	العلاقة بين المردودية الاقتصادية و التكلفة الوسطية المرجحة	14-3
106	تطور سعر السهم و تكلفة الأموال الخاصة خلال الفترة (2013-2014)	15-3
107	تطور معدل ربح السهم و تكلفة رأس المال خلال الفترة (2011-2014)	16-3
108	تطور نسبة سعر السهم إلى أرباحه، قيمته الدفترية وتكلفة رأس المال لسنتي 2013-2014	17-3

الصفحة	العنوان	الرقم
04	تركيبية هيكل رأس المال المناسب	1-1
21	تكلفة رأس المال	2-1
23	أثر الإقتراض على تكلفة رأس المال وفقا لمدخل صافي الربح	3-1
25	أثر الإقتراض على تكلفة رأس المال وفقا للمدخل التقليدي	4-1
27	أثر الإقتراض على تكلفة رأس المال وفق مدخل مودجلياني وميلر	5-1
38	جوانب الخلل لدى الشركات	1-2
43	محددات حوكمة الشركات	2-2
44	الخريطة التنظيمية لشركة مساهمة وفق إطار عمل نظرية الوكالة	3-2
50	مبادئ حوكمة الشركات حسب منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	4-2
62	أثر تكلفة الوكالة على تكلفة رأس المال	5-2
68	الإرتباط العكسي بين حوكمة الشركات وكل من تكلفة الدين وتكلفة حقوق الملكية	6-2
82	الهيكل التنظيمي لمؤسسة "عصائر روية"	1-3
94	تطور الديون المالية طويلة الأجل والأموال الخاصة خلال الفترة (2011-2014)	2-3
93	تكلفة رأس المال لمؤسسة عصائر روية و غيرها خلال الفترة (2012-2014)	3-3
100	تطور القيمة المضافة و النتيجة الصافية لمؤسسة عصائر روية خلال (2011-2014)	4-3
102	تطور نتيجة الاستغلال والمردودية الاقتصادية والمالية لمؤسسة عصائر روية خلال (2011-2014)	5-3
103	الشكل رقم (3-6): تطور القيمة الاقتصادية المضافة المحققة من وجهة نظر الإدارة ومن وجهة نظر المساهمين بمؤسسة عصائر روية خلال الفترة (2011-2014)	6-3
104	تطور تكلفة الأموال الخاصة والمردودية المالية لمؤسسة عصائر روية خلال الفترة (2011-2014)	7-3
105	تكلفة رأس المال و المردودية المالية لمؤسسة عصائر روية خلال الفترة (2011-2014)	8-3
107	تطور سعر السهم السوقي وتكلفة الأموال الخاصة خلال سنتي 2013-2014	9-3
108	تطور معدل ربحية السهم وتكلفة رأس المال خلال الفترة 2011-2014	10-3

المقدمة

المقدمة :

تمثل تكلفة رأس المال في المؤسسة أحد العوامل المساعدة في المفاضلة بين الإقتراحات الإستثمارية ومصادر التمويل، فهي تدفع بأصحاب القرار داخل المؤسسة إلى الإعتماد على مصادر التمويل الأقل تكلفة بحيث يسمح هذا بتكوين هيكل رأس المال بالإعتماد على هذه المصادر التمويلية، وبنسب مختلفة تضمن تعظيم قيمة المؤسسة، والتي تكون حينها تكلفة رأس المال في أدنى مستوى، بما يمكنها ذلك من تحقيق أهدافها، ويقع هذا العمل على عاتق الإدارة التنفيذية بإعتبارها الوكيل عن الملاك والمتحكمة في زمام الأمور داخل المؤسسة وسعيها إلى العمل على تشكيل مزيج ملائم من أموال الملكية والديون المالية التي ترفع من قيمة المؤسسة وتخفض من تكلفة رأس المال نتيجة إنخفاض المخاطر التي يتعرض لها الملاك، لكن قد يهتم المسيرين بتعظيم منافعهم الشخصية دون الإهتمام بتحقيق مصالح الملاك المتمثلة في تعظيم العائد على إستثمار أموالهم في المؤسسة من خلال تخفيض تكلفة رأس المال، ولتحقيق هذا لابد من وجود قواعد وترتيبات تقلل من هذا التضارب في المصالح وتنظم العلاقة بين الأطراف الأساسية داخل المؤسسة وتدفع المسيرين وأصحاب القرار في المؤسسة إلى بذل أكبر جهد ممكن، ولا يمكن تحقيق هذا إلا من خلال حوكمة جيدة للشركات، فقد ظهرت الحاجة الماسة لحوكمة الشركات إنطلاقاً من دورها الفعال في توفير معلومات شفافة عن الإستثمارات التي تقوم بها المؤسسة وكذلك زيادة قدرة الملاك، من خلال مجلس الإدارة أو من خلال السوق المالي، على مراقبة تصرفات إدارة الشركة.

الإشكالية:

وعلى ضوء ما تقدم يمكن حصر إشكالية الدراسة ورسم معالمها الأساسية في التساؤل الجوهري التالي:

كيف تساهم حوكمة الشركات في تخفيض تكلفة رأس المال بالمؤسسة؟

ولتسهيل الإجابة عن هذا التساؤل سيتم تقسيمه إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي تكلفة رأس المال؟ وكيف يمكن حسابها؟
- ما المقصود بحوكمة الشركات؟ وما الجهات التي تتولى تنفيذها؟ وماذا يكلفها ذلك؟
- ما هو مستوى الحوكمة بمؤسسة عصائر روية وكيف يؤثر على تكلفة رأس المال فيها؟

الفرضيات:

ولالإجابة عن التساؤلات التي تم طرحها سابقاً تم وضع الفرضيات التالية:

- تكلفة رأس المال هي العائد الذي يطالب به موردو المؤسسة برأس المال لقاء تحملهم مخاطرة تمويلها، وتحسب تكلفة رأس المال بتكلفة كل مصدر تمويلي في هيكل رأس المال مرجحاً بوزنه النسبي.

- حوكمة الشركات هي مجموعة الترتيبات والضوابط التي تستهدف ترشيد سلوك الإدارة، وهي تفرض من داخل ومن خارج المؤسسات في مقابل تحمل تكاليف، الهيئات المسؤولة عن تنفيذها هما مجلس الإدارة والسوق.

- تتحمل تلك الهيئات تكاليف صريحة لتجنب تكاليف أكبر ناجمة عن مخاطر عدم كفاءة الإدارة من شأنها أن تزيد من تكلفة رأس المال.

- تتمتع مؤسسة عصائر روية بمستوى جيد للحوكمة وهو ما من شأنه تخفيض تكلفة رأس المال بها
أهمية الدراسة:

نظرا لما تتميز به الإقتصادات الحديثة من انفصال الملكية عن الإدارة، وما نتج عن ذلك من أزمات مالية عصفت بالعديد من إقتصاديات دول العالم، بالإضافة إلى العديد من الفضائح المالية التي شهدتها كبريات الشركات العالمية، والتي كان السبب الرئيسي فيها انفصال الملكية عن الإدارة، وزيادة الفجوة بين الملاك والمسيرين واختلاف المصالح بينهم، الأمر الذي حمل المؤسسات تكاليف كبيرة، مما زاد من تكلفة رأس المال في تلك المؤسسات. ومن هنا تظهر أهمية هذه الدراسة في محاولة إبراز دور حوكمة الشركات في ضبط سلوك المسيرين بما يخدم مصالح الملاك مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال.

أهداف الدراسة:

تتطلع الدراسة إلى الأهداف التالية:

- تسليط الضوء على هيكل رأس المال وحساب تكلفته ودورها في زيادة قيمة الشركة.
- التعرف على ماهية حوكمة الشركات ومختلف المفاهيم المرتبطة بها كنظرية الوكالة وتكلفتها.
- محاولة تبيان أثر الحوكمة الجيدة الشركات في تخفيض تكلفة رأس المال، وإسقاطه على مؤسسة عصائر روية.

منهج وأدوات الدراسة:

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة التي تعكس إشكالية الدراسة، وإختبار صحة الفرضيات المذكورة أعلاه، سوف يغلب إستخدام المنهج الوصفي على مختلف فصول الدراسة قصد إستيعاب الإطار النظري وفهم معالم الموضوع ، مع الإعتماد على المنهج التحليلي من خلال تحليل ودراسة أثر حوكمة الشركات على تخفيض تكلفة رأس المال، كما تم إستخدامه في الجانب التطبيقي الذي تم فيه تجميع قدر معتبر من البيانات والمعلومات المالية التي تتعلق بمؤسسة عصائر روية وتحليلها للوصول إلى نتائج الدراسة.

كما تم الإعتماد في إنجاز هذه الدراسة على البحث المكتبي من خلال مجموعة من الكتب والتي تعرضت للموضوع بصفة جزئية مباشرة أو غير مباشرة، وكذا مجموعة من الأبحاث العلمية والمجلات والمذكرات غير المنشورة ومواقع الأنترنت قصد توسيع نطاق البحث والحصول على معلومات لا تتوفر لدى المكتبات.

ولمحاولة إسقاط الجزء النظري من الدراسة على الواقع التطبيقي وقع الإختيار على مؤسسة عصائر روية لتكون موضوع الدراسة التطبيقية، كونها أول مؤسسة جزائرية - إن لم نقل الوحيدة - التي لاقت إعترافا بخصوص جودة حوكمتها من قبل منظمات إقتصادية دولية على رأسها مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي ومنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي، على أن يغطي الإطار الزمني للدراسة الفترة الممتدة ما بين 2011-2014 حسب ما يتوفر من معلومات تفصح عنها المؤسسة المدروسة عبر موقعها الإلكتروني بمناسبة دخولها إلى بورصة الجزائر، وأخرى تنشرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

الدراسات السابقة:

الدراسة الأولى: قام Labelle سنة 2002م بدراسة على الشركات الكندية لاختبار العلاقة بين جودة الحوكمة من جهة، وبين أداء الشركة مقاسا بالعائد على رأس المال المستثمر والعائد على حقوق الملاك من ناحية أخرى. إلا أن الدراسة لم تتوصل إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية معنوية لتلك العلاقة. بل تغيرت طبيعة تلك العلاقة من سنة لأخرى مما يؤكد الحاجة لمزيد من الدراسات التي تتقصى طبيعة تلك العلاقة.

الدراسة الثانية: في عام 2003م قام Gompers et al بتحليل العلاقة بين نظم الحوكمة والعوائد طويلة الأجل على حقوق الملكية وقيمة المنشأة والمقاييس المحاسبية الأداء وذلك على عدد 1500 شركة في البيئة الأمريكية للفترة من 1990 وحتى 1955م، وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي لديها نظم جيدة للحوكمة تحقق معدلات للعائد على حقوق المساهمين أعلى من مثيلاتها التي لا تمتلك مثل تلك النظم للحوكمة. كما وأن القوائم المالية لتلك الشركات توضح مؤشرات أداء تشغيلي أفضل من الشركات الأخرى. كما أكدت الدراسة على أن الشركات التي لديها حقوق أعلى للمساهمين تقوم من قبل السوق بقيمة أعلى من تلك الشركات التي لديها حقوقا أقل. وإنتهت الدراسة على أن تلك النتائج تشجع المستثمرين في السوق الأمريكي على إعتقاد نظم الحوكمة كأحد المتغيرات التي يعتمدون عليها في قراراتهم الإستثمارية.

الدراسة الثالثة: في البيئة الألمانية قام Drobetz et al سنة 2004م بإجراء دراسة مشابهة لدراسة Gompers للفترة من 1998 وحتى 2002م. حيث تم تحليل العلاقة بين نظم الحوكمة والعوائد طويلة الأجل على حقوق الملكية على عدد 253 من الشركات الألمانية. وقد قسمت الشركات إلى مجموعتين، الأولى: لديها نظم جيدة للحوكمة والأخرى لديها نظم حوكمة ضعيفة. وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تمتلك نظما جيدة للحوكمة تحقق زيادة سنوية في معدلات العائد تصل إلى 16.4%.

هيكل الدراسة:

بغية تحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة، وإختبار صحة الفرضيات المطروحة تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول، إثنين منها مرتبط بالجانِب النظري أما الفصل الثالث سينفرد بالجانِب التطبيقي من خلال دراسة

حالة مؤسسة عصائر روية، تطرقنا في الفصل الأول إلى تكلفة رأس المال وذلك من خلال مبحثين، بيّنا فيهما مفهوم هيكل رأس المال من خلال تعريفه ومكوناته وتكلفة كل مكون على حدى، ثم تعريف تكلفة رأس المال وكيفية حسابها وأهميتها من خلال إبراز دورها في زيادة قيمة المؤسسة وإستخدامات تكلفة رأس المال والعوامل المؤثرة فيها.

أما الفصل الثاني تطرقنا في المبحث الأول منه إلى حوكمة الشركات، إذ نوضح فيه كل من مفهوم حوكمة الشركات من خلال نشأتها، تعريفها، محدداتها ومبادئها، وآلياتها وأنواع أنظمتها، وأطرافها الأساسية وأهدافها، أما المبحث الثاني خصصناه لدراسة أثر حوكمة الشركات في تخفيض تكلفة رأس المال، وذلك من خلال ثلاثة مطالب تعرضنا فيها إلى تكلفة الوكالة وكيفية تخفيض تكاليفها من خلال حوكمة الشركات، ودور العمل بمبادئ حوكمة الشركات في تخفيض تكلفة رأس المال، وفي الأخير بيّنا إجراءات منع الإدارة من التحسين ودورها في تخفيض تكلفة رأس المال.

أما في الفصل الثالث والأخير في هذه الدراسة فسيتناول أثر حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال في مؤسسة عصائر روية، نستله بتقدم مؤسسة عصائر روية والحوكمة فيها، أما المبحث الثاني فسيتم فيه دراسة وحساب تكلفة رأس المال في مؤسسة عصائر روية وأثر الحوكمة عليها.

صعوبات وعراقيل الدراسة:

إن موضوع دور حوكمة الشركات في تخفيض تكلفة رأس المال موضوع حديث نسبيا وهذا ما انعكس على قلة البحوث والدراسات في هذا المجال إذ لم تتوفر المعلومات الكافية للتوسع والإطلاع أكثر على الموضوع، كما أن معظم المراجع الخاصة بحوكمة الشركات فقد تناولت هذا المفهوم من منظور الحكومة (منظور كلي) وليس من منظور خاص بالمؤسسة الإقتصادية، أما في ما يخص الشرط الثاني والمتمثل في تكلفة رأس المال فقد تميز بكثرة المراجع مما تتطلب الأمر منا القيام بعملية غربلة.

أما فيما يخص الجانب التطبيقي فواجهتنا عراقيل كثيرة، خاصة نقص البيانات والمعلومات والقوائم المالية للمؤسسة موضوع الدراسة، وكيفية الحصول عليها خاصة للسنوات الماضية، لهذا فقد اقتصرنا الدراسة على الفترة الممتدة من سنة 2011 إلى 2014 ذلك ما لم يسمح بتوسيع فترة الدراسة.

الفصل الأول

تكلفة رأس المال

تمهيد

تتخذ المؤسسة بشكل دائم ومستمر ثلاث أنواع من القرارات تسهم بشكل كبير في صياغة الإستراتيجية المالية للمؤسسة، التي تتجسد في ميزانيتها. ويرتبط القرار الأول بتشكيلة الأصول أي قرار الإستثمار، في حين يرتبط القرار الثاني بتشكيلة الخصوم وحقوق الملكية (التزامات المؤسسة)، أي المزيج المالي المستخدم من كل من التمويل المقترض والتمويل الممتلك في تمويل الأصول (الإستثمارات)، أي قرارا التمويل أو إختيار هيكل رأس المال، أما القرار الثالث فهو قرار توزيع الأرباح، الذي يحدد ما يساهم به التمويل الذاتي من أموال، أي أنه ذلك القرار الذي يحدد نسبة ما يتم إحتجازه من أرباح ونسبة ما يتم توزيعه منها على حملة الأسهم العادية.

ويعد قرار التمويل أو إختيار هيكل رأس المال أهم القرارات التي تتخذها الإدارة المالية ويتضمن إختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة التي تدعى بأموال الملكية والأموال المقترضة، غير أن توفر مصادر التمويل لا يكفي لإستغلالها في تمويل الإستثمارات أو المشاريع بل يجب الحصول على الأموال من مصادرها بتكلفة منخفضة من أجل تحقيق الهدف الذي تسعى إليه الإدارة المالية والمتمثل في زيادة قيمة المؤسسة.

وبغرض تحديد المفاهيم خصص هذا الفصل كمدخل لهيكل رأس المال من خلال التعرض للمفاهيم المتعلقة بهذا الأخير، ودراسة مختلف المصادر التمويلية المشكلة له (بإعتبارها مكونا له)، ثم تحديد تكلفة كل مصدر من تلك المصادر وصولا إلى التكلفة الكلية، وذلك من خلال مبحثين كما يلي:

المبحث الأول: هيكل رأس المال وتكلفة مكوناته.

المبحث الثاني: ماهية تكلفة رأس المال وأهميتها.

المبحث الأول: هيكل رأس المال وتكلفة مكوناته

تعتمد المؤسسة في تمويل إحتياجاتها على مجموعة من المصادر التمويلية، هذه المصادر تختلف باختلاف طبيعة ملكيتها ودرجة المخاطر التي تتميز بها، ويمكن تصنيف هذه المصادر إلى مصادر تمويل مملوكة ومصادر تمويل مقترضة، وهي في مجملها تشكل هيكل رأس المال، ويتميز هذا الهيكل باختلاف نسب المصادر التمويلية المكونة له من مؤسسة إلى أخرى، فهو يعتمد في تكوينه على تكلفة هذه المصادر التمويلية، كل هذا سوف نتناوله بالشرح والتحليل في هذا المبحث.

المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال

الفرع الأول: تعريف هيكل رأس المال

يقصد بهيكل رأس المال مختلف مكونات التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتمثل في القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وكذا حقوق الملكية، ويتضح أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي الذي ينطوي على كل أنواع وأشكال التمويل، أي مجموع الخصوم وحقوق الملكية :

$$\text{هيكل رأس المال} = \text{القروض طويلة الأجل} + \text{الأسهم الممتازة} + \text{حقوق المساهمين}$$

أو

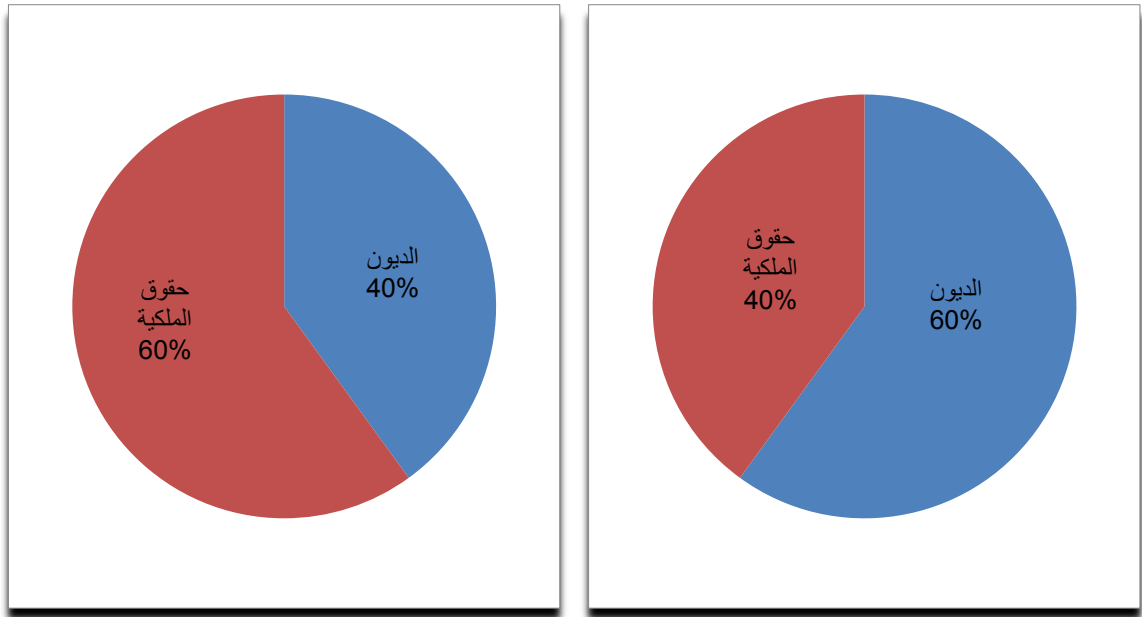
$$\text{هيكل رأس المال} = \text{الهيكل المالي} - \text{الأصول المتداولة}$$

كما يمكن تعريفه أيضا بأنه : "ذلك الجزء الذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل التي تتمثل في القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية بما فيها الأسهم الممتازة"¹.

إن تحديد الهيكل الأمثل لرأس المال في مؤسسة ما، يعني تحديد النسبة الملائمة للديون إلى حقوق الملكية في هذه المؤسسة، ويمكن التعبير عن أموال الشركة في شكل دائرة يتم تقسيمها بين الديون وحقوق الملكية كما يلي :

¹ العارضي جليل كاظم مدلول، الإدارة المالية المتقدمة "مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية"، دار الصفاء، ط1، عمان، الأردن، 2013، ص.376-377.

الشكل رقم (1-1): تركيبة هيكل رأس المال المناسب



المصدر: حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005، ص.504.

من خلال هذا الشكل والذي يبين تركيبة هيكل رأس المال يتوجب على المؤسسة إختيار التركيبة المثلى لهيكل رأس مالها، والذي يحقق التوازن بين العائد المتوقع والمخاطرة من هذا التمويل المستهدف مع الأخذ بعين الإعتبار تكلفة الحصول على التمويل أي المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة¹.

الفرع الثاني : مكونات هيكل رأس المال

أولاً: مصادر التمويل المملوكة طويلة الأجل

يمكن القول بشكل عام بأن الهيكل المالي لمعظم المؤسسات يتضمن حقوق الملكية (التمويل المملوكة)، وتنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المدفوعات النقدية التي يقدمها المالكون لشراء الأصول المطلوبة للبدء بعمليات المؤسسة، ويمكن أن تزداد حقوق الملكية عن طريق إحتجاز الأرباح لإعادة إستثمارها في عمليات المؤسسة، وضمن هذه الفقرة سيتم إستعراض مصادر التمويل المملوكة.

¹ المرجع نفسه، ص.504.

1- الأسهم العادية

1.1- تعريف الأسهم العادية: هو وثيقة ذات قيمة إسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها قابلية على التداول، وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، أي أنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات إستحقاقها.¹

وهذا النوع عبارة عن حصة في ملكية المؤسسة يحق لصاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الإلتزامات تجاه الآخرين، كما يحق له حضور إجتماعات الجمعية العمومية والتصويت، وكل سهم يمثل صوتاً واحداً. وتصدر هذا النوع من الأسهم شركات المساهمة العامة فقط ويكون لكل سهم نفس الحقوق والواجبات وتعتبر الأسهم العادية المصدر الرئيس لتمويل الشركات المساهمة العامة خاصة في مرحلة التأسيس، إذ تقوم المؤسسة بتحديد حجم رأس المال المطلوب وتقسيمه إلى عدد من الأسهم، يتم طرحه للجمهور عبر بنك الإستثمار في السوق الأولية (عملية الإكتتاب)، وتسمى هذه الأسهم المباعة في هذه المرحلة بالأسهم المصدرة. تتغير قيمة الأسهم العادية وفقاً لظروف المؤسسة الإقتصادية والمالية وللشهم العديد من القيم وهي : القيمة الإسمية، القيمة الدفترية، القيمة السوقية.²

2.1- حقوق حملة الأسهم العادية

- يتمتع حملة الأسهم العادية بحقوق تفوق ما يحصل عليه حملة السندات والدائنين الآخرين وهي:³
 - يحق لحملة الأسهم العادية بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح التصويت، وكذا المشاركة في الإجتماعات التي تدعو إليها الشركة، والتأثير في القرارات المختلفة التي تتخذها الجمعية العمومية أو مجلس الإدارة.
 - الحق في الأرباح الموزعة: يحق لكل مساهم الحصول على حصته من الأرباح الموزعة ويكون توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية بعد توزيعها لحملة الأسهم الممتازة والإلتزامات الأخرى.
 - يحصل حملة الأسهم على حقوقهم عند تصفية المؤسسة ولكن بعد أن يحصل كافة الدائنين وحملة الأسهم الممتازة على حقوقهم أولاً.
 - يحق لحملة الأسهم بيع وشراء أسهم المؤسسة في السوق المالي بالسعر الذي يرغبون فيه، وكذلك الأولوية بشراء الأسهم الجديدة التي تصدرها المؤسسة.

¹ علي عبيد أحمد الحجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص.26.

² عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008، ص.82.

³ عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار الصفا للنشر والتوزيع، ط2، الأردن، 2006، ص.85-86.

3.1- مزايا وعيوب التمويل بإصدار الأسهم:

1.3.1- مزايا إصدار الأسهم العادية

هناك ثلاثة مزايا رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل وهي:¹

- لا يمثل إصدار الأسهم العادية إلتزام على الشركة بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ إستحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم يكون بعد أن تحقق الشركة الأرباح ويتخذ القرار بتوزيعها.
- إن المؤسسة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد مما يعطي مرونة للمؤسسة بعدم الدخول في إلتزامات محددة، بالإضافة إلى إنخفاض درجة المخاطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى .
- إن التمويل بإصدار الأسهم يعد توسع لحقوق الملكية وهذا يخفض من مخاطر الرافعة المالية، ويعطي ضمانات إضافية للدائنين ويعزز من القدرة الإئتمانية للمؤسسة في السوق المالي.

2.3.1- عيوب الأسهم العادية

إلى جانب هذه المزايا يتسم التمويل بالأسهم العادية ببعض العيوب أهمها:²

- أ- إحتمال فقدان السيطرة على الإدارة بسبب التبادل السريع للأسهم ودخول مساهمين جدد، وأحيانا السيطرة على قرارات مجلس الإدارة وإتجاهاته وإحتمال تغيير طريقة إدارة المؤسسة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة إرتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال.

ب- إرتفاع التكلفة التي تتحملها المؤسسة، ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين :

- العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفع نظرا للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة.
- إن أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة ومن ثم لا يتولد عنها أي وفرة ضريبية.

2- الأسهم الممتازة:

1.2- تعريف الأسهم الممتازة:

يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، وتظهر الطبيعة المهجنة للسهم الممتاز عندما نحاول تصنيفه بالنسبة للسندات والأسهم العادية، ومثلها مثل السندات لها قيمة إصدار كما أن أرباحها تشبه أيضا دفعات الفائدة، من حيث أنها ثابتة ويتعين دفعها قبل أن

¹ دريد كامل آل تسيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط01، عمان، الأردن، 2007، ص.205.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث للنشر، ط5، مصر، 2005، ص.539.

يحصل حملة الأسهم العادية على أرباحهم ولكن إذا لم تحقق المؤسسة أرباحاً لن تكون ملزمة بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم الممتازة كما هو بالنسبة لحملة الأسهم العادية أي أنه يحدد للسهم الممتاز نسبة معينة من الأرباح. لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت في مجلس الإدارة إلا أنهم يتمتعون بالأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على حقوقهم إذا ما تعرضت المؤسسة للإختيار وتصفية موجوداتها.

من ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث أنها تعتبر سنداً للملكية له قيمة إسمية وقيمة سوقية ويرتبط أجله بوجود وإستمرار المؤسسة، وتتماثل كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية من ناحية المعاملة الضريبية حيث لا تعتبر التوزيعات المقررة لكل منها -بخلاف فوائد السندات- من التكاليف الواجبة الخصم وصولاً لوعاء الضريبة على الدخل، كما أن عدم سداد التوزيعات المقررة لكل من حملة الأسهم العادية وحملة الأسهم الممتازة لا يترتب عليه إفلاس الشركة بخلاف الحال في حالة توقف الشركة عن سداد حقوق الدائنين وحملة السندات.

والأصل في الأسهم الممتازة أن تكون تراكمية بمعنى أنه في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات على حملة الأسهم العادية، بيد أنه قد ينص في عقود تأسيس بعض المؤسسات على أن الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي تحقق فيها المؤسسة أرباحاً¹.

2.2- الخصائص الرئيسية للأسهم الممتازة:

تتمثل الخصائص الرئيسية للأسهم الممتازة فيما يلي²:

أ- يحصل حملة الأسهم الممتازة على أرباحهم قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الأمر بالنسبة لحقوقهم في حالة تعرض المؤسسة للتصفية وبيع موجوداتها.

ب- يكون للأسهم الممتازة دائماً قيمة إصدار على العكس من الأسهم العادية، وهذه القيمة مهمة فهي أولاً: تحدد المبلغ المستحق لحملة الأسهم الممتازة في حالة التصفية، وثانياً: أرباح الأسهم الممتازة غالباً ما يعبر عنها بنسبة مئوية من القيمة الإسمية أو قيمة الإصدار.

ت- يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت ضد المدراء إذا لم تدفع المؤسسة أرباح الأسهم الممتازة لفترة معينة.

¹ ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها "الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2008، ص.40-41.

² علي عباس، الإدارة المالية، إثناء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008، ص.280.

3.2- أنواع الأسهم الممتازة

هناك أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة مثلها مثل السندات أهمها¹:

أ- الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء: أي أن تشتري المؤسسة الأسهم الممتازة في السوق من مالكيها ومن ثم تقوم بإلغائها، أو أن تدفع قيمة الأسهم الممتازة لمالكيها من واقع أنها لم تعد بحاجة إلى أموالهم.

ب- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية بشروط يحددها قانون المؤسسة.

ت- الأسهم الممتازة القابلة للإعادة: أي أنه يحق لحملة الأسهم الممتازة وبناء على طلبهم إعادة الأسهم الممتازة للمؤسسة وقبض ثمنها نقدا.

4.2- مميزات وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة :

1.4.2- المزايا: وتمثل أساسا في²:

أ- إصدار هذه الأسهم لا يؤثر على السيطرة في المنظمة وذلك لإنعدام حقها في التصويت.

ب- لا تحتاج المؤسسة إلى رهن أصولها عند إصدار الأسهم الممتازة، وبالتالي يمكن المحافظة على هذه الأصول لإستخدامها كضمان عند التمويل بالديون.

ت- لا تحمل موعد إستحقاق محدد.

2.4.2- العيوب: وتتمحور في النقاط التالية³ :

أ- إلتزام المؤسسة بدفع أرباح محدودة سنوية إذا حققت أرباحا لم تحدد.

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

ت- لا يجوز خصم الأرباح الموزعة على حملة هذه الأسهم من ضريبة الدخل.

3- الأرباح المحتجزة

1.3- تعريف الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية إحتياجاتها طويلة الأجل. وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو الذي لم تضعه كإحتياطيات للمؤسسة، وتستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها، كما تستخدمها أيضا لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق

¹ المرجع نفسه، ص.280.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص.517.

³ فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط، مصر، 2007، ص.15.

أرباح أو يتم فيها تحقيق خسارة، وتعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الإقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الإقتراضية للمؤسسة.

وتؤدي الزيادة في الأرباح المحتجزة إلى زيادة القيمة الرأسمالية للمؤسسة ومن ثمة القيمة المتوقعة لأسهمها، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق أرباح رأسمالية للمؤسسة. وتخضع الأرباح المحتجزة مثلها مثل الأرباح الموزعة للضريبة على دخل المؤسسات، بيد أن الأرباح الرأسمالية الناجمة عنها لا تخضع للضريبة على المستوى الشخصي إلا حينما تستخدم، وتبعاً لذلك فهي تعمل على تأجيل الإلتزام الضريبي الشخصي حتى يتحقق من ورائها أرباحاً.

ولا يصاحب الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي تكلفة إصدار كما هو الحال بالنسبة للأسهم العادية، الأمر الذي يعزز من ميزة الأرباح المحتجزة كمصدر ذاتي للتمويل طويل الأجل في مواجهة الأسهم حيث تنخفض تكلفتها النسبية مقارنة بالأسهم العادية¹.

2.3- مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة من وجهة نظر الشركة: وهي كالآتي²:

1.2.3- المزايا

أ- تكلفة الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل منخفضة مقارنة مع غيرها.

ب- لا تحتاج لرهن موجوداتها.

ت- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر وزاد إستخدامها في تمويل موجوداتها ينعكس ذلك إيجابياً على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم.

2.2.3- العيوب

أ- إستخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر والإكثار من حجز النتيجة عدة سنوات لرفعه.

ب- قد يتعذر على شركات المساهمة المبتدئة الإستفادة من هذا المصدر.

ت- يتطلب أحياناً من الشركة إصدار أسهم مجانية مقابل إحتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة إستخدام هذا المصدر.

ثانياً: مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل:

تسعى المؤسسات إلى تعبئة الموارد المالية من مصادر متعددة وبأشكال مختلفة وفقاً للظروف السائدة في الأسواق المالية، وطبيعة هيكل رأس المال الخاص بالمؤسسة وتوجهات إدارتها بشأن تحمل المخاطرة، كما أن المستثمرين قد يفضلون بعض أنواع الأوراق المالية على غيرها مما يعني ضرورة أخذ تلك الرغبات والتفضيلات بعين

¹ عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص.378-379.

² علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص.282.

الإعتماد، بناء على ذلك فإن التمويل المقترض هو من مصادر التمويل الأساسية في المؤسسات وأخذت تشكل أحد بدائل الإستثمار لدى العديد من المستثمرين. ومن بين المصادر الأساسية للتمويل المقترض ما يلي¹ :

1- السندات

1.1- تعريف السندات

السند عبارة عن : "قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الإستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية، ويجب على المؤسسة أن ترفع القيمة الإسمية للسند كاملة عند الإستحقاق، ويختلف السند عن القروض بأن يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو المؤسسات أيضا، ويمكن بيع السند إلى شخص آخر أو مؤسسة قبل تاريخ إستحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الإستحقاق² .

وقد كانت السندات سابقا تصدر بإستحقاقات من 10-20 سنة، إلا أنه الآن أصبح إصدار السندات بفترات إستحقاق أقل تتراوح بين 5-10 سنوات، فالسندات كمصدر تمويل طويل الأجل يشبه القروض محددة المدة، ولكن إصدار السندات يتم الإعلان عنه والدعاية له ويعرض على الجمهور ويبيع إلى عدة مستثمرين مختلفين أفراد وشركات، بينما في حالة القرض محدد المدة فإنه يتم الحصول عليه عادة من جهة واحدة ولا يعتبر حامل السند مالكا في المؤسسة ولا يحق له التدخل في شؤونها، لكن يحق له إسترداد دينه في حالة تعرضه للإفلاس أو التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم الممتازة والعادية على حقوقهم، ويعتبر السند من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالية، ولذلك يتخذ السند قيمة إسمية وقيمة سوقية، وهنا يجب التفريق بين القيمة السوقية التي تظل ثابتة وتلتزم المؤسسة بدفعها لحامل السند عند موعد الإستحقاق بالإضافة إلى الفائدة السنوية المستحقة، وبين القيمة السوقية المتغيرة بحسب الظروف السائدة كما ذكر سابقا، والتي لا تلتزم في هذه الحالة بدفع الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الإسمية، وتجدد الإشارة في هذا السياق إلى أن بعض المؤسسات أخذت تفضل السندات طويلة الأجل بأسعار فائدة متغيرة³ .

كما توجد أنواع عدة من السندات نذكر منها: السندات القابلة للإستدعاء، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، السندات المضمونة، السندات غير المضمونة، سندات الدخل.... الخ⁴ .

¹ جون وايت، ترجمة: خالد العامري، الإستثمار في الأسهم والسندات، دار الفاروق للنشر والتوزيع، ط1، القاهرة، مصر، 2003، ص.35-36.

² عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، ص.85.

³ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص.272.

⁴ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص.382.

2.1- مزايا وعيوب السندات:

وهي كما يلي¹:

1.2.1- مزايا السندات من وجهة نظر حاملها:

أ- يعتبر السند أقل أنواع الإستثمارات خطورة.

ب- يحصل حامل السند على دخل مضمون ومؤكد وثابت.

ومن بعض عيوب الإستثمار في بعض السندات هو أن الدخل الذي يحصل عليه حاملها يتأثر بعوامل التضخم في السوق ويتسبب في تأكلها من وقت لآخر.

2.2.1- مزايا السندات من وجهة نظر المؤسسة التي أصدرتها:

أ- الفوائد التي تدفعها لحاملي السندات تخصم من الضرائب التي تدفعها للحكومة بإعتبارها نفقات تتحملها المؤسسة .

ب- تستطيع التصرف بحرية طالما أن حملة السندات لا يحق لهم التدخل في شؤونها.

ت- غالبا ما تكون كلفة السند أقل من كلفة غيره من أدوات الدين الأخرى.

3.2.1- عيوب السندات من وجهة نظر المؤسسة

أ- تخصص المؤسسة سنويا مبالغ كبيرة تدفعها كفوائد على السندات مما يؤثر على سيولتها وبالتالي فهي تشكل عبئا عليها.

ب- تحدد التشريعات القانونية من الإستفادة من السندات بسبب تقييد الحكومة لكمية المبالغ التي يمكن إقتراضها بهذه الطريقة.

ت- بما أن السندات أداة دين طويلة الأجل فقد تواجه المؤسسة ظروفًا سيئة تكون فيها غير قادرة على الوفاء بسداد الدين أو دفع الفوائد عليها مما يعرضها لخطر الإفلاس والتصفية.

2- القروض المصرفية طويلة الأجل

1.2- تعريف القروض المصرفية طويلة الأجل

تعد إحدى مصادر التمويل المتاحة طويلة الأجل والتي تمنح مباشرة من الجهاز المصرفي كالمصارف وشركات التأمين أو من مؤسسات خارجية، وتكون مدتها أكثر من سنة، وبخلاف السندات تمثل القروض وسيلة التفاوض المباشر يتم من خلالها إنتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما².

¹ عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.93.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص.218.

2.2- شروط القروض المصرفية

ويتضمن عقد القرض شروطا تتعلق بالجوانب التالية¹:

أ- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ إستحقاقه.

ب- رهونات أو الضمانات المرتبطة بالقرض.

ت- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض.

ج- أوجه الإستخدام التي سيخصص لها القرض.

وتتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي وإمكانيات الطرفين، إن أسباب إختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود إلى الصعوبات التي تواجهها المؤسسة في إصدار أسهم جديدة أو عدم إمكانيتها في الحصول على مصدر تمويل مناسب، وفي بعض الأحيان يشكل هذا النوع من الإقتراض أقل تكلفة من المصادر الأخرى على إعتبار أن الفائدة على القرض والعمولة المدفوعة تحفض من الربح الخاضع للضريبة أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النوع من مصادر الأموال، مع الإشارة إلى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض وخاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافية لتغطية مبلغ القرض أو لمحدودية قدرة المقترض على تسديد الإلتزامات عليه، ويعتمد إحتساب كلفة القروض على المبلغ المقترض وسعر الفائدة وفترة الإقتراض.

3.2- مزايا وعيوب القروض المصرفية

لا تختلف مزايا وعيوب القروض الطويلة الأجل عن السندات فكلاهما مصدر خارجي للتمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة، غير أن السندات تتميز بإمكانية إستدعائها في حالة إنخفاض أسعار الفائدة، بينما تتميز القروض بالسرعة والمرونة بإعتبارها نتاج لمفاوضات مباشرة دون أي وسيط بين المقرض والمقترض، وتبعاً لذلك تتصف إجراءاتها بالسهولة والبساطة النسبية بما يمكن المؤسسة من الحصول على إحتياجاتها بسرعة.

وتتصف القروض بخاصية المرونة مقارنة بالسندات، وتتيح هذه الخاصية إمكانية تغيير بنود العقد مباشرة في حالة حدوث تغييرات في الظروف الإقتصادية التي تستدعي تغيير هذه الشروط، الأمر الذي يصعب تحقيقه مع المصادر الأخرى للتمويل طويل الأجل².

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص.386.

² المرجع نفسه، ص.367.

المطلب الثاني: تكلفة رأس المال الممتلك

تتضمن تكلفة رأس المال الممتلك تكلفة الأرباح المحتجزة، تكلفة الأسهم الممتازة وتكلفة الأسهم العادية، ولحساب تكلفة رأس المال الممتلك يقتضي الأمر تقدير تكلفة كل مكون من المكونات التي تتضمنه.

الفرع الأول: تكلفة الأرباح المحتجزة "cost of retained earnings"

أولاً: تعريف تكلفة الأرباح المحتجزة

تعرف تكلفة الأرباح المحتجزة بمعدل العائد المطلوب من قبل حاملي الأسهم العادية الموجودة في الشركة، أو بإسم تكلفة الفرصة البديلة، والمتتملة بمقدار العائد الذي يمكنهم الحصول عليه لو أن المنشأة وزعت هذه الأرباح، وقام مالكو الأسهم بإستخدامها في إستثمارات أخرى لها نفس المخاطر.

تعد الأرباح المحتجزة أوفر على المنشأة من توزيعها على المالكين بشكل أرباح موزعة تخضع لضريبة دخل الفرد، ثم إصدار أسهم عادية للمساهمين لإسترجاع الأرباح الموزعة، والتوفير هذا يساوي مقدار الأرباح الموزعة مضروباً بنسبة ضريبة دخل الفرد، كذلك إحتجاز الأرباح يوفر على الشركات عمولات الوساطة أو المصاريف التي يجب أن يدفعها المساهمون فيما لو أرادوا إعادة إستثمار الأرباح الموزع عليهم، كذلك فإن الأرباح المحتجزة تزيد قيمة أسهم الشركة وذلك في حالة إستثمار هذه الأموال في مشاريع تحقق منها أرباح أعلى من معدل العائد المطلوب (كلفة الأرباح المحتجزة)، أما إذا كانت الأرباح أقل من معدل العائد المطلوب سوف يؤدي ذلك إلى إنخفاض قيمة الأسهم في السوق المالي¹.

ثانياً: النماذج المستخدمة في حساب تكلفة الأرباح المحتجزة

تحتسب تكلفة الأرباح المحتجزة إما من خلال نموذج التوزيعات المخصصة أو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهي كالتالي:

1- نموذج التوزيعات المخصصة "The Dividend Discount Model"

أ- يستخدم هذا النموذج لحساب القيمة الحقيقية للسهم العادي، بواسطة التوزيعات المتوقعة نهاية السنة ومعدل العائد المطلوب، و يعبر عن هذا النموذج العام من خلال إحدى المعادلتين التاليتين و ذلك حسب كل حالة²:

$$V = \frac{D_1}{(1 + K)^1} + \frac{D_2}{(1 + K)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K)^n}$$

¹ سامر فخري محي الدين، إستخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية " دراسة تطبيقية في بورصة عمان"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم التمويل والمصارف، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، 2008، ص.31-33.

² Josette Pilverdier, Latreget, **Finance D'entreprise**, 6^{eme} édition, Economica, Paris, 1993, p.332.

حيث أن:

V : القيمة الحقيقية للسهم العادي.

D_t : التوزيعات الدورية المتوقعة في نهاية السنة t .

K : معدل العائد المطلوب (تكلفة رأس المال).

أما إذا كانت توزيعات الأرباح المتوقعة تزداد بمعدل سنوي ثابت فإنه من خلال عملية الإشتقاق الرياضي تحسب القيمة الحقيقية للسهم العادي من خلال المعادلة التالية:

$$V = \frac{D_1}{k + g}$$

حيث أن:

g : معدل النمو المتوقع في توزيعات الأرباح

D_1 : التوزيعات المتوقعة في نهاية السنة t (الأرباح المتوقعة لكل سهم P_0)

وعندما يعوض القيمة الحقيقية للسهم بسعر السهم السوقي تعاد صياغة المعادلة السابقة لحساب معدل العائد المطلوب (تكلفة الأرباح المحتجزة) حسب المعادلة (2):

حيث أن:

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

K_s : معدل العائد المطلوب (تكلفة الأرباح المحتجزة)

P_0 : سعر السهم الحالي في السوق

ب- مزايا وسلبيات نموذج التوزيعات المنحصومة:

الميزة الأساسية لنموذج التوزيعات المنحصومة تكمن في بساطته حيث أنه سهل في البداية والإستخدام، وكذلك الإستخدام الواسع لهذا النموذج في حساب تكلفة الأرباح المحتجزة.

ومن عيوب هذا النموذج إفتراضه بأن معدل النمو في التوزيعات ناجم بأكمله عن إستثمار التمويل الممتلك وإغفاله لأثر التمويل المقترض وكذلك لا يُدخل المخاطرة في حساب تكلفة الأرباح المحتجزة¹.

2- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية "Capital Asset Pricing Model"

¹ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثناء للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2010، ص.285.

أ- يقوم هذا النموذج على وجود علاقة خطية بين عائد السهم ومتوسط عائد محفظة السوق، ويقوم أيضا على وجود علاقة بين المخاطرة ومعدل العائد المطلوب على الإستثمار في سهم معين، والذي تناوله ماركويتز (Markowitz 1959) عند وضعه للأسس العلمية الحديثة لإدارة المحافظ الإستثمارية، وبعدها طور شارب (Sharpe 1964) الأسس الخاصة بتوضيح العلاقة بين العائد والمخاطرة للوصول بالنهاية إلى هذا النموذج المسمى بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية¹، والذي نحسب من خلاله تكلفة الأرباح المحتجزة من خلال المعادلة التالية²:

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta_i$$

حيث أن:

$E(R_i)$: معدل العائد المطلوب (تكلفة الأرباح المحتجزة)

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة

$E(R_m)$: متوسط عائد محفظة السوق

β_i : معامل بيتا للسهم i (مقدار المخاطر النظامية)

$[E(R_m) - R_f]$: علاوة مخاطر السوق (بدل المخاطرة)

أما معامل (β_i) للورقة المالية فإنه يحسب من خلال المعادلة التالية:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{var}(R_m)}$$

حيث أن:

$\text{cov}(R_i, R_m)$: التباين المشترك لمعدل عوائد محفظة السوق مع معدل عوائد السهم.

$\text{var}(R_m)$: التباين لمعدلات العائد المتوقع لمحفظة السوق.

والجددير بالذكر أن معامل بيتا (β_i) والذي يعبر عن المخاطر النظامية أو مخاطر السوق والتي تعرف بالتقلب في جزء من عائد الورقة المالية نتيجة عوامل بيئية عامة إقتصادية، إجتماعية أو سياسية وتكون ذات تأثير عام لا تخص صناعة معينة أو قطاع أو منشأة معينة ولا يمكن إزالتها من خلال التنويع.³

¹ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص.174.

² Nathalie Mourgues, **Financement et Cout du Capital de L'entreprise**, Economica, Paris, 1993, P.115.

³ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص.175.

ب- مزايا وسلبيات هذا النموذج:

يملك نموذج CAPM ميزتين أساسيتين، الأولى تعديل واضح للمخاطرة، والثانية ينطبق على الشركات الأخرى التي لا يكون فيها نمو الأرباح الموزعة ثابتا، وهكذا يكون مفيد في مختلف الظروف الواسعة.

وسلبياته تكمن في أنه يتطلب إثنتين من التقديرات علاوة مخاطرة السوق ومعامل بيتا، وعليه تكون التقديرات ضعيفة والنتيجة أن تكلفة الأرباح المحتجزة سوف تكون غير صحيحة، فمثلا تقدير متوسط معدل العائد محفظة السوق (12%) هو على أساس عشر سنوات من العوائد على محفظة خاصة للأسهم المتداولة، باستخدام مدد زمنية مختلفة أو أسهم متداولة مختلفة سوف تكون النتيجة للتقديرات مختلفة جدا¹.

من خلال النموذج السابقين (نموذج التوزيعات المخصصة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية) ونظرا لما يتميز به كل نموذج من مزايا وعيوب، فإن الباحث يجد نفسه أمام خيارين، مما يستوجب عليه الاعتماد على النموذج معا عند حساب تكلفة الأرباح المحتجزة، ثم مقارنة النتائج المتوصل إليها، ومن خلال قيامه بهذا فإنه سوف يتمكن من إختيار النموذج الذي يوصلنا إلى النتائج الصحيحة والتي تكون فيه درجة الإنحراف أقل من النموذج الذي تم رفضه، وهذا يكون على ضوء الموازنة بين مزايا وعيوب النموذجين².

الفرع الثاني: تكلفة الأسهم العادية والأسهم الممتازة

أولا: تكلفة الأسهم العادية الجديدة: "Cost of New Common Stock"

تعرف تكلفة الأسهم العادية بأنها معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين في الأسهم العادية الجديدة، وتعرف بتكلفة التمويل الممتلك وتكون مشابهة لتكلفة الأرباح المحتجزة، لكن تكلفة السهم العادية الجديدة أعلى من تكلفة الأرباح المحتجزة لأنه يوجد عليها تكاليف إصدار.

بشكل عام يمكن إيجاد كلفة الأسهم العادية الجديدة عن طريق نموذج التوزيعات المخصصة والمستخدم في

حساب تكلفة الأرباح المحتجزة، وذلك بعد تعديله ليعكس تكاليف الإصدار الخاصة بالأسهم العادية الجديدة³، والتي يمكن حسابها من خلال المعادلة التالية⁴:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g$$

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص.286.

² المرجع نفسه، ص.288.

³ سامر فخري محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص.35.

⁴ Rishard Brealey et outre, **Principes de Gestion Financière**, édition Francaise Dirigée par Thibierge, 8^{eme} édition, Pearson éducation, paris, 2007, P.72.

حيث أن:

K_e : معدل العائد المطلوب (كلفة الأسهم العادية الجديدة).

P_0 : سعر بيع السهم العادي الجديد (القيمة السوقية للسهم).

F : تكاليف إصدار السهم الجديد.

ثانياً: تكلفة الأسهم الممتازة: "Cost of preferred Stock"

تعرف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها معدل العائد المطلوب من قبل أصحاب الأسهم الممتازة، حيث تشبه حساب تكلفة الأسهم الممتازة بشكل كبير حساب تكلفة الإقتراض إلا أن هناك فرق بسيط هو أن تكلفة الأسهم الممتازة تحسب قبل الضريبة بعكس تكلفة الإقتراض التي تحسب بعد الضريبة¹، وتحسب تكلفة الأسهم الممتازة من خلال المعادلة التالية:²

$$K_p = \frac{D_p}{P_0(1-F)}$$

حيث أن:

K_p : معدل العائد المطلوب (كلفة الأسهم الممتازة).

D_p : التوزيعات السنوية الثابتة.

P_0 : سعر بيع السهم الممتاز.

F : تكاليف إصدار السهم الممتاز.

المطلب الثالث: تكلفة رأس المال المقترض

تتمثل تكلفة رأس المال المقترض في تكلفة الديون التي تتحصل عليه الشركة من البنوك والمنشآت المالية المختلفة، وتعرف تكلفة الدين بأنها عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين للقبول بالإقتراض للشركة، ويقاس هذا العائد بالطريقة نفسها التي يقاس بها معدل المردود الداخلي، حيث أن تكلفة الدين تساوي إلى معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين حصيلة الأموال التي تم الحصول عليها بالإقتراض والقيمة الحالية للفائدة المدفوعة ولدفعات تسديد المبلغ الأصلي للقرض.

تتحمل الشركة للحصول على قروض طويلة الأجل من أجل تمويل نشاطها بعض التكاليف، مع العلم أن هناك حالتين من هذه القروض، سواء كان القرض على شكل سندات مطروحة للإكتتاب العام، أو على شكل قروض طويلة الأجل متعاقد عليها.

¹ رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 1997، ص.158.

² سامر فخري محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص.38-39.

إن حساب تكلفة الإقتراض تفرض علينا التمييز بين التكلفة الظاهرة والتكلفة الحقيقية للقرض¹.

الفرع الأول: التكلفة الظاهرة للقرض

تكلفة الإقتراض الظاهرة هي المعدل الذي يحقق تساوي القيم الحالية لمجمل التدفقات النقدية الخارجة المتعلقة بالقرض والقيمة الصافية للمبلغ المقترض المتاح للمؤسسة، من خلال هذا التعريف يمكن حساب التكلفة الظاهرة للقرض وذلك وفقا للمعادلة التالية ووفقا لكل حالة².

أ- حالة إرجاع أصل القرض دفعة واحدة عند نهاية الفترة التعاقدية:

$$P_0 - F_0 = \frac{(iP + F_1)}{(1 + K_d)^1} + \frac{(iP + F_2)}{(1 + K_d)^2} + \dots + \frac{(iP + F_n + R)}{(1 + K_d)^n}$$

حيث أن:

P : القيمة الإسمية للسند أو القرض.

P_0 : سعر الإصدار.

F_0 : مصاريف إصدار السندات أو القرض والمتمثلة في مصاريف الإستثمار والإعلان عن إصدار السندات الجديدة، أما في حالة القروض البنكية تكون مصاريف الإصدار عادة أقل وتتمثل في مصاريف دراسة ملف طلب القرض و مصاريف الرهن... إلخ.

$F_1 \dots F_n$: مصاريف متنوعة دورية تتعلق بالقروض.

R : قيمة القرض الذي ينبغي سداه عند تاريخ الإستحقاق.

i : معدل الفائدة.

ب- حالة إرجاع أصل القرض في شكل أقساط متساوية تزامنا ودفعات الفوائد.

$$P_0 - F_0 = \frac{iP_1 + F_1 + R_1}{(1 + K_d)^1} + \frac{iP_2 + F_2 + R_2}{(1 + K_d)^2} + \dots + \frac{iP_n + F_n + R_n}{(1 + K_d)^n}$$

¹ أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية "دراسة حالة المطاحن الكبرى للجنوب- بسكرة"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد صناعي، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة -، 2011-2012، ص.41.

² شعبان محمد، نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الإقتصادية "دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة- بومرداس-، 2009-2010، ص.38.

حيث أن:

$P_1 \dots P_n$: القيم المتبقية من أصل القرض في حوزة المؤسسة المقترضة

$R_1 \dots R_n$: الأقساط المتساوية لأصل القرض

الفرع الثاني: التكلفة الحقيقية للقرض

تختلف التكلفة الظاهرة عن التكلفة الحقيقية في كون هذه الأخيرة تأخذ بالإعتبار الوفر الضريبي المتحقق من خصم تكاليف الإقتراض من الوعاء الضريبي، حيث تصبح تكلفة الإقتراض الحقيقية تساوي إلى:

$$P_0 - F_0(1 - t) = \frac{(ip + F_1)(1 - t)}{(1 + K_d)^1} + \frac{(ip + F_2)(1 - t)}{(1 + K_d)^2} + \dots + \frac{(ip + F_n)(1 - t) + R}{(1 + K_d)^n}$$

وفي كلا الحالتين يمكن إيجاد قيمة d والتي تمثل تكلفة القرض الطويل الأجل أو السند، من خلال طريقة التجربة والخطأ.

من خلال التكلفة الحقيقية للقرض نستنتج أن العائد المطلوب لحملة الدين لا يكون مساويا لتكلفة دين الشركة، نظرا لأن المدفوعات تستقطع من الضرائب، فإن الحكومة كتأثير لذلك تدفع جزءا من إجمالي التكلفة، ونتيجة لذلك تكون تكلفة الدين على الشركة أقل من معدل العائد الذي يطلبه حملة الدين، وتستخدم تكلفة الدين بعد الضريبة في حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، وهي معدل الفائدة على الدين مطروحا منها وفورات الضرائب التي تنتج بسبب إستقطاع الفائدة من الضرائب¹، ونرمز لتكلفة الدين بعد الضريبة بـ: K_{dt} هذا لتتوضح أكثر فيما بعد عند حساب التكلفة المرجحة لرأس المال.

¹ أوجين بريجهام، الإدارة المالية "النظرية التطبيق العملي"، دار المريخ للنشر، ج1، المملكة العربية السعودية، 2009، ص.483.

المبحث الثاني: ماهية تكلفة رأس المال وأهميتها

تبلورت فكرة مفهوم تكلفة رأس المال من مفهوم التكلفة الوسطية المرجحة، بحيث يمكن حساب هذه التكلفة من خلال تقدير تكلفة كل مصدر من المصادر المكونة لهيكل رأس المال والتي سبق أن تطرقنا إليها في المبحث الأول، ومن جهة أخرى فإن لحساب هذه التكلفة أهمية كبيرة لدى المؤسسة فهي بمثابة المتحكم الرئيسي في إتخاذ قرارات التمويل التي يتخذها المديرون، وكذلك لها دور كبير في زيادة قيمة الشركة، فهذه الأخيرة تعمل على تكوين هيكل رأس مالها بنسب تسمح بتخفيض تكلفة رأس المال ومنه زيادة قيمتها، إلا أن الشركات تجد صعوبة في تحقيق هذا لوجود عوامل تؤثر على مصادر التمويل المختلفة ومنه على تكلفة هذه المصادر.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال

الفرع الأول: تعريف تكلفة رأس المال

- تكلفة رأس المال هي الحد الأدنى للعائد الواجب تحقيقه من المشاريع الإستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم الشركة دون تغيير، لأن تحقيق عائد على الإستثمار يقل عن معدل تكلفة رأس المال يتسبب في أثر سلبي على الوضعية المالية لأصحاب المشروع مع إنخفاض إجمالي القيمة لأسهم الشركة، بينما تحقيق عائد على الإستثمار يزيد عن تكلفة رأس المال يؤدي إلى تحسين الوضع المالي للشركة مع إرتفاع قيمتها السوقية¹.

- تعرف تكلفة رأس المال بأحد تعاريف سولومون (Solomon 1963) أنها: أدنى معدل عائد مطلوب على الإستثمار، كما أنها معيار للأداء المالي، أي هي مقياس حسن إستخدام الأموال، وكذلك تمثل معدل خصم المشروعات الإستثمارية².

- هو متوسط معدل المدودية الأدنى الذي يلتزم به المستثمرون عند الحصول على التمويل المطلوب لتحقيق مشاريعهم الإستثمارية³.

من خلال التعاريف السابقة يمكن إستخلاص تعريف لتكلفة رأس المال كما يلي:

تكلفة رأس المال هي التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر هيكل رأس المال، ويتم حساب هذه التكلفة بحساب كلفة رأس المال لكل مصادر التمويل طويلة الأجل وبشكل منفرد لكي نتمكن من الوصول إلى التكلفة الإجمالية المرجحة لتلك المصادر.

و يمكن تمثيل تكلفة رأس المال تمثيلاً بيانياً كما هو موضح في الشكل الآتي:

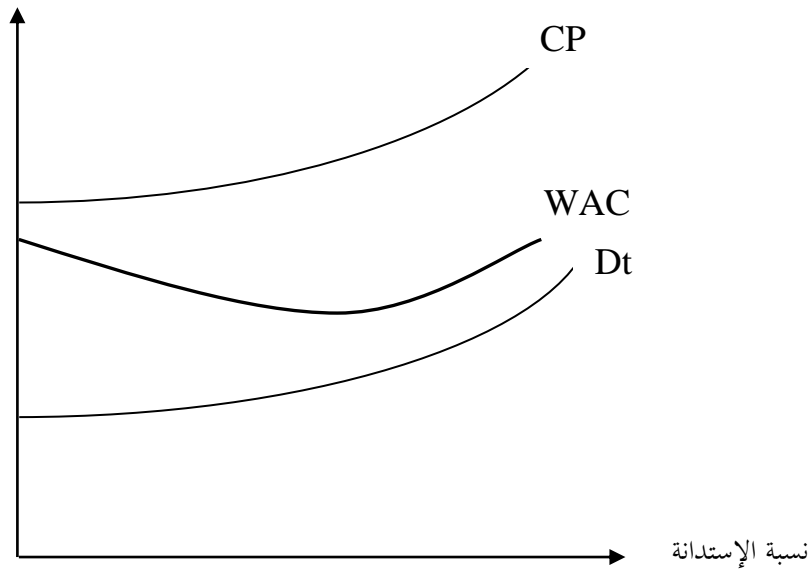
¹ شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، ص. 31.

² محمد إبراهيم علي العامري، مرجع سبق ذكره، ص. 279.

³ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط2، الأردن، 2009، ص. 313.

الشكل رقم (1-2): تكلفة رأس المال

تكلفة رأس المال بعد الضريبة



المصدر: أوجين بريجهام، الإدارة المالية "النظرية والتطبيق العملي"، دار المريخ للنشر، ج2، المملكة العربية السعودية، 2009، ص.821.

الفرع الثاني: كيفية حساب تكلفة رأس المال

ويتم حساب تكلفة رأس المال من خلال المعادلة أدناه حيث يتم استخدام متوسط التكلفة المرجحة للأموال، والمقصود بالمرجحة هنا الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر رأس المال في الهيكل الكلي للتمويل ومن ثم يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين، مقابل مصادر التمويل الأخرى، ويضرب الوزن المرجح لكل مصدر تمويلي في تكلفة هذا المصدر وجمع نتائج هذه العمليات نحصل على التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال wacc، وذلك من خلال المعادلة التالية¹:

$$wacc = K_{cp} \frac{cp}{(cp + D)} + K_{dT} \frac{D}{(cp + D)}$$

¹ عبد الستار الصباح وسعود العامري، الإدارة المالية "أطر نظرية وحالات عملية"، دار وائل، عمان، الأردن، 2007، ص.231.

حيث أن:

wacc: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

K_{cp} : تكلفة التمويل الممتلك.

K_{dT} : تكلفة التمويل المقترض بعد الضريبة.

$\frac{cp}{(cp+D)}$: الوزن النسبي للتمويل الممتلك.

$\frac{D}{(cp+D)}$: الوزن النسبي للتمويل المقترض.

عند التوصل إلى العلاقة السابقة يتبادر إلى الأذهان سؤال هو: على أساس أي مزيج تمويلي ينبغي أن تحدد تكلفة رأس المال؟

الجواب هو: أن التكلفة الوسطية المرجحة تحدد على أساس الأوزان المستهدفة، حيث يقوم هذا المدخل على قيام الإدارة المالية للمؤسسة، بوضع هيكل مالي مستهدف تسعى لتحقيقه، ويتم توضيح كل المصادر المالية وأوزانها النسبية في هذا الهيكل المالي، وبناءً على هذه المعلومات يمكن إيجاد التكلفة الكلية المستهدفة للأموال¹.

المطلب الثاني: أهمية تكلفة رأس المال

الفرع الأول: تكلفة رأس المال ودورها في زيادة قيمة الشركة

لتوضيح دور تكلفة رأس المال في زيادة قيمة الشركة يقتضي الأمر دراسة أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركة مما يعني تسليط الضوء على المدخل المؤيدة لتأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة وبين هذه المدخل نجد مايلي:

أولاً: مدخل صافي الربح

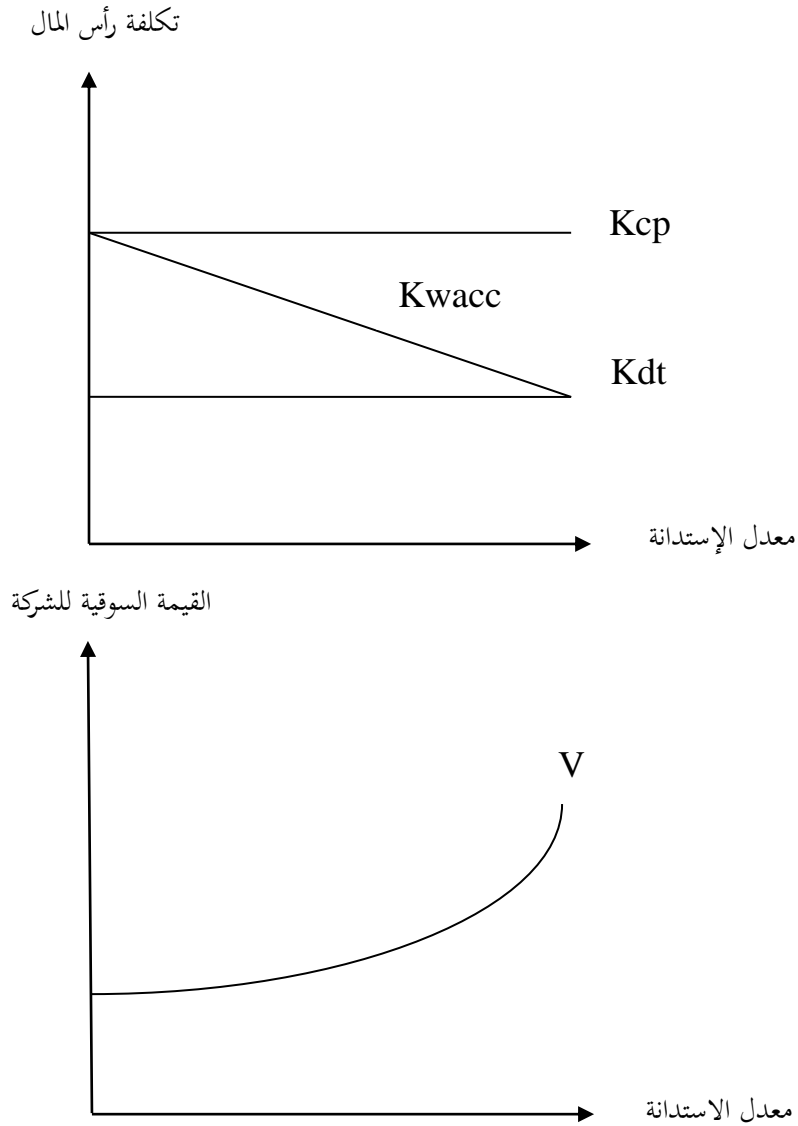
ويعتمد هذا المدخل على إفتراض أساسي وهو أن تكلفة كل من أموال الملكية والإقتراض ثابتة لا تتغير وليس لها علاقة بهيكل رأس المال، وهذا يعني أن إرتفاع أو إنخفاض نسبة الرفع المالي (نسبة الإقتراض) في هيكل رأس المال لا يترتب عليه إرتفاع أو إنخفاض في تكلفة أموال القروض أو الملكية، وطالما أن تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإن الإعتماد على الإقتراض في التمويل بنسبة أكبر من أموال الملكية يؤدي إلى إنخفاض التكلفة الكلية للأموال وبالتالي إرتفاع قيمة المنشأة².

والشكل التالي يوضح ذلك:

¹ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، الجزائر، 2008، ص.91.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2001، ص.227-228.

الشكل رقم (3-1): أثر الإقتراض على تكلفة رأس المال وفقا لمدخل صافي الربح



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص.180، (بتصرف).

من خلال ما تقدم يصبح الهيكل المالي الأمثل محققا عند النقطة التي تتعاضد فيها قيمة المؤسسة وتقل تكلفة رأس المال إلى أدنى حد، وهذه النقطة تتحقق عند التمويل بالقروض بنسبة 100% أو الإقتراب قدر الإمكان إلى هذه النسبة¹.

¹ المرجع نفسه، ص.229.

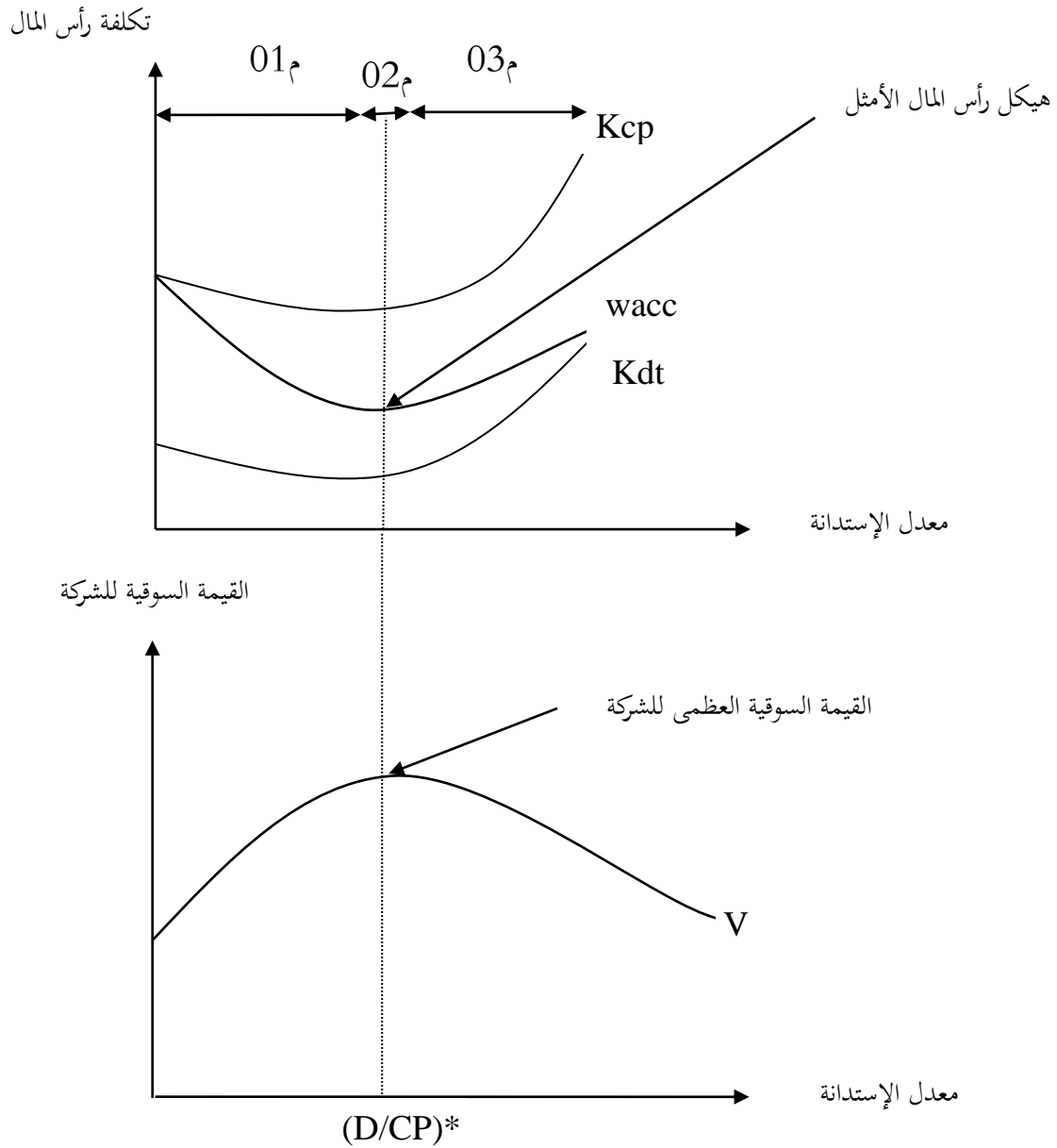
ثانياً: المدخل التقليدي

يطلق أنصار هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والإستنتاجية، يفترض هذا المدخل أن تكلفة الإقتراض (سعر الفائدة) تظل ثابتة إلى حد معين من الإقتراض الذي يعكس الخطر المالي فيبدأ في الإرتفاع كلما ارتفع معدل الرفع المالي، كما أن معدل العائد أيضا المطلوب تحقيقه للملاك سيزداد مع ازدياد نسبة الإقتراض، وهذا يعني أن هناك علاقة طردية بين نسبة الإقتراض وتكلفة كل من أموال الملكية والإقتراض، وهنا يطرح سؤال وهو: كيف تتحدد نسبة الإقتراض المثالية والتي تصل عنده تكلفة رأس المال إلى حده الأدنى وتصل عنده قيمة الشركة إلى أقصاها؟

إن جوهر هذا المدخل يشير إلى أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجياً مع زيادة الموال المقترضة إلى أن تصل إلى حد معين بعده تأخذ هذه التكلفة في الإرتفاع، وعند هذا الحد من الإقتراض الذي يتحول عنده اتجاه تكلفة الأموال نحو الإرتفاع تتحدد نسبة الإقتراض المثالية¹. وللتوضيح أكثر سنعتمد على الشكل التالي:

¹ محمد صالح الحناوي ورسمة قرياقص، أساسيات الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، مصر، 1996، ص.389-390.

الشكل رقم (4-1): أثر الإقتراض على تكلفة رأس المال وفقاً للمدخل التقليدي



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص.187، (بتصرف).

من خلال الشكلين السابقين فإن تأثير تكلفة رأس المال في هيكل رأس المال ومنه على قيمة الشركة يمكن تقسيمها إلى ثلاث مراحل على النحو التالي¹:

¹ شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، ص.56.

- م1 المرحلة الأولى: في هذه المرحلة أموال الملكية ثابتة أو ترتفع بنسبة طفيفة، مع زيادة القروض لأن وجهة نظر المساهمين في هذه المرحلة، هي اللجوء إلى الإقتراض كونه أقل تكلفة من أموال الملكية، وعليه يتم تحقيق تكلفة كلية للأموال منخفضة مع زيادة درجة الرفع المالي وتبدأ القيمة السوقية للشركة بالإرتفاع.

- م2 المرحلة الثانية: بعد بلوغ نسبة الرفع المالي إلى حد معين، يظهر ما يسمى بالخطر المالي للقروض، وهذا ما يدفع المستثمرين إلى إعادة النظر في الرفع المالي وذلك عن طريق الموازنة بين مزايا التمويل بالإقتراض وخطورتها المتمثلة في الوقوع في العسر المالي، وفي هذه المرحلة فإن قيمة المؤسسة تبلغ أقصاها، لأن التكلفة الكلية للأموال تكون أقل ما يمكن، وعليه نكون في وضعية هيكل رأس المال الأمثل $(D/cp)^*$.

- م3 المرحلة الثالثة: بعد بلوغ الحد المثالي من الرفع المالي، فإن إستمرارية إستخدام المؤسسة للقروض يؤدي إلى تخفيض قيمتها السوقية وهذا ما يوضحه الشكل الثاني، كما يؤدي إلى رفع التكلفة الكلية للأموال، هذا نتيجة لشعور المساهمين بدرجة من المخاطرة نتيجة اللجوء إلى مصادر تمويل إضافية في شكل قروض بعد نسبة الإستدانة المثالية.

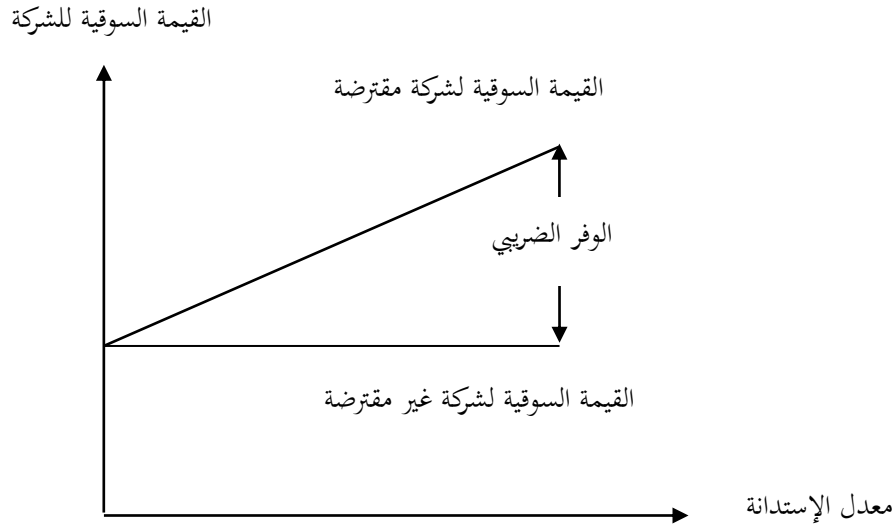
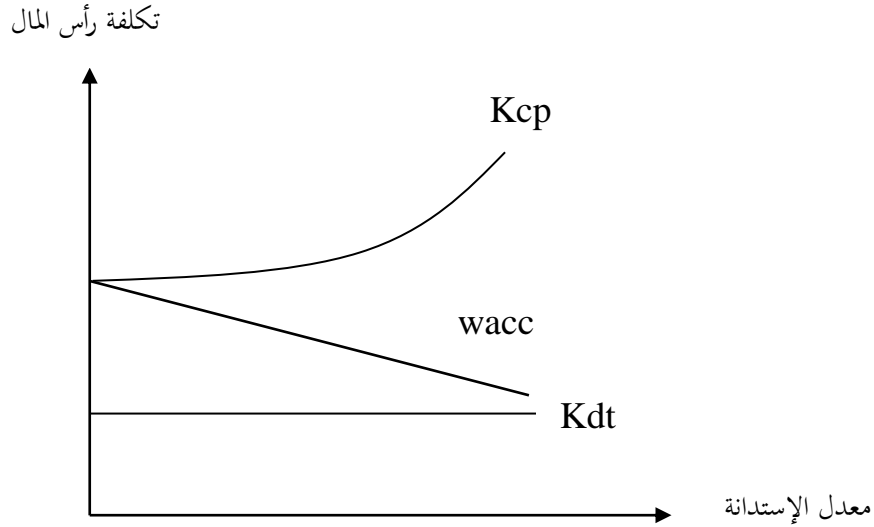
ثالثا: مدخل مودجلياني و ميلر (Modigliani & Miller) في ظل وجود الضرائب

أكد كل من مودجلياني وميلر في نظريتهم عام 1958م أن تكلفة رأس المال (التكلفة الوسطية المرجحة) تظل ثابتة لا تتغير ولا تأثير لمكونات هيكل رأس المال، أي ثبات قيمة الشركة وكان تحليلهما هذا في حالة عدم وجود ضرائب، ثم أدرك مودجلياني وميلر في دراستهما الموالية عام 1963م أن إسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على دخل الشركات من شأنه أن ألا يحافظ على ما توصل إليه عام 1958م، حيث أن وجود ضريبة على دخل الشركات سوف يترتب عليه إنخفاض تكلفة رأس المال وإرتفاع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة عن القيمة السوقية لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر، غير أنها ممولة بالكامل عن طريق الملاك وسوف ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بمقدار الوفورات الضريبية الناتجة عن الإقتراض، وقد أكد كل من مودجلياني وميلر على الدور المهم للقروض في تمويل المؤسسة من خلال الوفر الضريبي للمصاريف المالية، وما تمارسه من تأثير إيجابي على القيمة السوقية للشركة بسبب ما يخلقه من تخفيض مباشر في تكلفة الأموال المرجحة $wacc$ وينتج هذا التأثير نظرا لإعتبار أن فائدة القروض لا تخضع للضريبة مما ينتج عنها ما يعرف بالوفر الضريبي، وبالتالي حسب مودجلياني وميلر الهيكل المال الأمثل يتحقق بتعظيم الإستدانة¹.

و يمكن توضيح هذا من خلال الشكل التالي:

¹ بوربيعية غنية، محددات إختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة " دراسة حالة مؤسسة التركيب الكهربائي، فرع سونلغاز"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص.277-280.

الشكل رقم (5-1): أثر الإقتراض على تكلفة رأس المال وفق مدخل مودجلياني وميلر



المصدر: بوريعية غنية، محددات إختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة " دراسة حالة مؤسسة التركيب الكهربائي، فرع سونلغاز"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص281.

من الملاحظ أنه إذا كانت تكلفة الديون K_{dt} لا تتأثر بالرافعة المالية، فإن التكلفة الوسطية المرجحة $wacc$ تتناقص كلما زادت كمية المبالغ التي تقترضها الشركة، ويظهر من الشكل أيضا أن قيمة الشركة تصل إلى أعلى حد لها عندما تصل نسبة التمويل بالقروض إلى 100%.

هذه النتيجة متفقة مع فروض مودجلياني وميلر، ولكنها ليست ملحوظة في الواقع العملي، فلا يوجد هيكل تمويلي تصل نسبة القروض فيه إلى 100%¹.

¹ المرجع نفسه، ص.282.

الفرع الثاني: إستخدامات تكلفة رأس المال

أولاً: إستخدام تكلفة رأس المال للمفاضلة بين المشاريع الإستثمارية

يتوفر لدى أي منشأة عادة عدد من المشاريع الإستثمارية التي تتطلب عملية التمويل، ولكنها تكون غير قادرة أو غير راغبة في تمويل وتنفيذ جميع المشاريع، مما يتطلب الأمر من المؤسسة القيام بعملية تقييم كل مشروع إقتصادي ودراسة الجدوى الإقتصادية لكل منها، ومن ثم المفاضلة بينها.

ومن أهم خطوات التقييم المالي للمشاريع الإستثمارية، هو تحديد تكلفة رأس المال لهذه المشاريع، فالمؤسسة التي تريد تمويل مشروع إستثماري معين لا بد لها من الإختيار بين مجموعة من المصادر التمويلية المتاحة، ومن ثم تحديد تكلفة كل مصدر، بغية إستخدامه في عملية المفاضلة بين المشاريع التي تريد الإستثمار في إحداها، ومن بين الأساليب التي يتم إستخدامها في التقييم والمفاضلة بين المشاريع الإستثمارية، والتي تعتمد على تكلفة رأس المال عند قيامها بذلك هي أسلوب صافي القيمة الحالية، وأسلوب معدل العائد الداخلي¹.

1- أسلوب صافي القيمة الحالية

لإستخدام هذا الأسلوب تقوم أولاً بإيجاد القيمة الحالية لها في التدفقات النقدية لإستثمار معين على أساس إستخدام تكلفة رأس المال في خصم هذه التدفقات، ثم نقوم بعد ذلك بطرح الإستثمار المبدئي في المشروع من هذه القيمة، إذا كان صافي القيمة الحالية (نتاج الطرح) موجب يتم قبول المشروع والعكس في حالة أن يكون رقم صافي القيمة الحالية سالبا فيتم رفض المشروع، وإذا كان المشروع مانعان بالتبادل فإنه يتم إختيار ذلك المشروع الذي يتميز بصافي قيمة الحالية أكبر².

ويمكن إظهار معادلة صافي القيمة الحالية وفقا للصيغة التالية³:

$$VAN = \left[\frac{CF_{N1}}{(1 + wacc)^1} + \frac{CF_{N2}}{(1 + wacc)^2} + \dots + \frac{CF_{Nn}}{(1 + wacc)^n} \right] - I_0$$

وتكتب كذلك على الشكل التالي:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{CF_{Nt}}{(1 + wacc)^t} + I_0$$

¹ زغيب مليكة وبوشنقير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص.198.

² محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص.190.

³ زغيب مليكة وبوشنقير ميلود، مرجع سبق ذكره، ص.199.

حيث أن:

VAN : صافي القيمة الحالية.

CF_N : صافي التدفقات النقدية للمشروع.

I_0 : الإنفاق الإستثماري المبدئي.

$wacc$: تكلفة رأس المال (معدل الخصم).

2- أسلوب معدل العائد الداخلي

يعرف معدل العائد الداخلي بأنه معدل الخصم (تكلفة رأس المال) الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل لإستثمار معين مع تكلفة الإستثمار المبدئي.

ويعرف كذلك بأنه "معدل الخصم الذي تتساوى عنده قيمة التدفقات النقدية الداخلة مع قيمة التدفقات النقدية الخارجة".

ويعني آخر أن هذا المعيار عبارة عن سعر الخصم الذي يعطي قيمة حالية للمشروع = صفر¹.

ويمكن التعبير عن أسلوب معدل العائد الداخلي بالصيغة التالية²:

$$TRI = VAN = \left[\frac{CF_{N1}}{(1 + wacc)^1} + \frac{CF_{N2}}{(1 + wacc)^2} + \dots + \frac{CF_{Nn}}{(1 + wacc)^n} \right] - I_0 = 0$$

و تكتب كذلك على الشكل التالي:

$$TRI = VAN = \sum_{i=1}^n \frac{CF_n}{(1 + wacc)^n} - I_0 = 0$$

حيث أن:

TRI : معدل العائد الداخلي.

إذا كان معدل الخصم (تكلفة رأس المال) أكبر من معدل العائد الداخلي $WACC > TRI$.

¹ كاظم جاسم العيسوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات "تحليل نظري و تطبيقي"، دار المناهج للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2005، ص.198.

² زغيب مليكة ووشنقىر ميلود، مرجع سبق ذكره، ص.202.

هذا يعني أن القيمة الحالية الصافية سالبة وبذلك يجب رفض المشروع، أما إذا كان معدل الخصم (تكلفة رأس المال) أقل من معدل العائد الداخلي $WACC > TRI$ تكون القيمة الحالية الصافية موجبة وبذلك يمكن قبول المشروع¹.

ثانياً: إستخدامات أخرى لتكلفة رأس المال

إن حساب تكلفة رأس المال سواء كان ذلك لكل عنصر من عناصر رأس المال، أو لهيكل رأس المال ككل، سوف يحقق لإدارة الشركة والإدارة المالية فيها عدة فوائد منها²:

- تستخدم تكلفة رأس المال في إتخاذ قرارات التسعير والربط بين قيم الشركات في الأسواق المالية وبين هيكلها المالية.

- إن العديد من القرارات المالية وسياسات رأس المال ستستلزم القيام بحساب تكلفة هذه الأخيرة لإستخدامها في إتخاذ تلك القرارات.

- تستخدم تكلفة رأس المال في تحقيق الهدف الإستراتيجي للإدارة المالية، وهو تعظيم قيمة الشركة، وهذا من خلال تدنية تكلفة جميع الموارد المالية التي تشكل مدخلات الشركة.

- إن أهم ما يمكن أن يقال بخصوص أهمية تكلفة رأس المال هو أنها تمثل حجر الزاوية الذي تدور حوله مجموعة كبيرة من القرارات وأهمها قرارات الإستثمار والتمويل.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال

تتأثر تكلفة رأس المال بعدة عوامل، يقع بعضها خارج نطاق تحكم الشركة، بينما يتأثر بعضها الآخر بسياستها التمويلية والإستثمارية.

الفرع الأول: العوامل التي لا تتحكم فيها الشركة:

الثلاثة عوامل الأكثر أهمية التي تقع خارج نطاق تحكم الشركة هي³:

أولاً: مستوى معدلات الفائدة: إذا ازدادت معدلات الفائدة في الإقتصاد، تزداد تكلفة الدين لأن الشركات سوف يكون عليها أن تدفع معدل فائدة أكبر لحملة السندات لتحصل على رأس مال الدين، ونذكر كذلك من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية "CAPM" أيضاً أن معدلات الفائدة الأعلى تزيد تكاليف حقوق الملكية المعتادة والمفضلة، لأن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما رأينا سابقاً يعتمد في حسابه على علاوة

¹ أحمد رمضان نعمة الله، تخطيط المشروعات الإستثمارية ودراسات الجدوى الإقتصادية، المكتبة المصرية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص.79.

² محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2014، ص.265.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص.574-575.

مخاطر السوق و الذي بدوره يعتمد على معدل العائد الخالي من المخاطرة R_f ، والذي إستخدمت سندات الخزانة كتفويض له، وهذا ما يعكس كيف أدى إنخفاض معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى تقليل تكلفة كل من رأس مال الدين وحقوق الملكية لكل الشركات مما شجع الإستثمار الإضافي.

ثانيا: علاوة مخاطر السوق: تتفاعل المخاطر الملازمة للأسهم مع درجة كراهية المستثمر للمخاطرة لتحديد علاوة مخاطر السوق، لا تملك للشركة أي تحكم في هذا العامل، إلا أنه يؤثر على تكلفة حقوق الملكية، وعلى تكلفة الدين من خلال أثر الإحلال، وبالتالي على التكلفة الوسطية المرجحة $wacc$.

ثالثا: معدلات الضرائب: لمعدلات الضرائب، والتي تقع أبعد من نطاق تحكم الشركة الفردية (رغم أن الشركات تعمل بمعدلات ضريبية مفضلة أكثر)، تأثير مهم على تكلفة رأس المال، وتستخدم معدلات الضرائب في حساب تكلفة الدين الحقيقية، وتوجد طرق أخرى أقل وضوحا تؤثر فيها السياسة الضريبية على تكلفة رأس المال، مثل ذلك يجعل تقليل معدل الضريبة للمكاسب الرأسمالية بالنسبة إلى المعدل على الدخل المعتاد الأسهم أكثر جاذبية، والذي يمكن أن يقلل حقوق الملكية بالنسبة إلى الدين، ويقود هذا إلى تغيير في هيكل رأس المال الأمثل للشركة تجاه دين أقل وحقوق ملكية أكثر.

الفرع الثاني: العوامل التي تتحكم فيها الشركة:

يمكن أن تؤثر الشركة على تكلفة رأس مالها من خلال¹:

أولا: سياسة هيكل رأس المال: لهيكل رأس مال الشركة هدف معين، وتستخدم ترجيحات بناء هيكل الهدف في حساب $wacc$ ، إلا أنه من الواضح أن الشركة يمكن أن تغير هيكل رأس مالها، ويمكن أن يؤثر مثل هذا التغيير على تكلفة رأس مالها، وبما أن تكلفة الدين بعد الضرائب أقل من تكلفة حقوق الملكية، لذلك إذا قررت الشركة أن تستخدم دين أثر وحقوق ملكية عادية أقل، يميل هذا التغيير في الترجيحات في معادلة $wacc$ إلى تقليلها، إلا أن الزيادة في الدين سيزيد من مخاطرة كلا من الدين وحقوق الملكية، وتميل الزيادة في تكاليف المكونات إلى تعويض تأثيرات التغيير في الترجيحات وبالتالي فإن هيكل رأس المال الأمثل للشركة، هو ذلك الذي يخفض تكلفة رأس مالها.

ثانيا: سياسة حصة الأرباح: يمكن أن تتأثر نسبة الأرباح التي توزع كحصة أرباح على معدل العائد المطلوب للسهم، وإذا كانت نسبة توزيع الشركة حصة أرباح مرتفعة لدرجة أنها يجب أن تصدر سهما جديدا لتمويل موازنة رأسمالها، فسوف يجبرها هذا إدخال تكاليف الإصدار، كما سيؤثر هذا على تكاليف رأسمالها.

ثالثا: سياسة الإستثمار: عند تقديرنا لتكلفة رأس المال، فإننا نستخدم معدل العائد المطلوب على أسهم وسندات الشركة القائمة كنقطة بداية، تعكس هذه المعدلات مخاطر الأصول الموجودة في الشركة، لذلك افترضنا

¹ أوجين بريجهام، الإدارة المالية "النظرية والتطبيق العملي"، ج 1، مرجع سبق ذكره، ص.494.

ضمينا أن رأس المال الجديد سيستثمر في أصول لها نفس درجة مخاطرة الأصول الموجودة، ويكون هذا الافتراض صحيحا بصفة عامة، حيث تستثمر الشركات في أصول شبيهة لتلك التي تستخدمها حاليا، إلا أنه يمكن ألا يكون صحيحا في خط جديد كليا من الأعمال، ويجب أن تعكس تكلفته الحدية لرأس المال مخاطرة هذه الأعمال الجديدة.

بالإضافة إلى هذه العوامل توجد كذلك بعض العوامل الأخرى التي من شأنها التأثير على تكلفة رأس المال، نذكر أهمها:¹

- أسعار أسهم الشركات المماثلة.
- السياسة النقدية والإقتصادية والأحداث السياسية .
- كفاءة مجلس الإدارة والذي يعتبر من بين الآليات الداخلية لحوكمة الشركات ومن هنا يظهر دور حوكمة الشركات من خلال مبادئها وآلياتها وأنظمتها المختلفة في تخفيض تكلفة رأس المال.

¹ محمد بن بوزيان وعلي بن الضب، أثر الإفصاح البيئي على تكلفة رأس المال، ص.274، من الموقع:

<http://manifest.univouargla.dz/documents/Archive/Archive%20Faculte%20des%20Sciences%20Economiquest%20de%20Gestion%20et%20des%20Sciences%20Commerciales/Comportement%20des%20entreprises%20economiquest%20face%20aux%20enjeux%20du%20developpement%20durable%20et%20de%20lequite%20sociale/29.pdf>، تاريخ الإطلاع: 2015-2-15.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تقدم في هذا الفصل الذي خصصناه كمدخل لتكلفة رأس المال توصلنا إلى أن المؤسسة تلجأ عادة لتمويل نشاطاتها إلى مصادر مختلفة حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر طويلة الأجل سواء المملوكة أو المقترضة التي تندرج تحت جانب الخصوم في الميزانية، وهو ما يسمى إصطلاحاً بهيكل رأس المال.

وإن أحد العوامل المحددة للإستراتيجية المالية هي إختيار التمويل الملائم فينبغي على المؤسسة المفاضلة بين المصادر المتاحة وإختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر ويكون بأدنى تكلفة، ولن يأتي ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها. حيث تقسم مصادر التمويل بصفة عامة حسب معيار المدة والملكية إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل تتضمن الإئتمان التجاري والإئتمان المصرفي، ومصادر مملوكة طويلة الأجل تتضمن الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة، أما مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل فتشمل السندات، القروض المصرفية طويلة الأجل، الإستئجار، فالقسمان الأخيران يكونان هيكل رأس المال الذي عني به هذا الفصل.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا بد من القيام بتقدير تكلفة الأموال من كل مصدر تمهيداً للوصول إلى تكلفة

إجمالية لجميع الأموال التي يتكون منها هيكل رأس المال، التي يجب أن تكون في حدها الأدنى بهدف تعظيم قيمة المؤسسة حتى نكون بصدد الهيكل المالي الأمثل.

الفصل الثاني

حوكمة الشركات ودورها في

تخفيض تكلفة رأس المال

تمهيد

يعتبر موضوع حوكمة الشركات موضوع حديث النشأة، ظهر نتيجة إتجاه كثير من دول العالم إلى التحول إلى النظم الإقتصادية الرأسمالية، التي يعتمد فيها بدرجة كبيرة على الشركات الخاصة، نتيجة لذلك زاد الإهتمام بمفهوم حوكمة الشركات، وأصبحت من الركائز الأساسية التي يجب أن تقوم عليها الوحدات الإقتصادية، نظراً لجوانب الخلل التي ظهرت فيها بسبب انفصال الملكية عن الإدارة، وأهمية ودور حوكمة الشركات في هذا الصدد، وما تتميز به من خصائص والمبادئ التي تحمل في طياتها مجموعة من الآليات والحلول لمشاكل الشركات، ودور أطراف الحوكمة في التطبيق الفعال لها من خلال إلتزامهم بمجموعة من القواعد والمحددات ومعايير الحوكمة.

وإنطلاقاً من هذه البنية التي برزت بها الحوكمة دفعت العديد من الشركات إلى إعتقاد نظام الحوكمة وتطبيق ما جاء فيها بغية تحقيق أهدافها، كل هذا سوف نتطرق إليه في هذا الفصل.

كما سوف نتناول في المبحث الثاني في هذا الفصل ما يعرف بتكلفة الوكالة وكيفية تخفيضها من خلال تناولنا بعض النماذج في هذا الصدد، بالإضافة إلى دور العمل بمبادئ حوكمة الشركات في تخفيض تكلفة رأس المال حيث سيتم تبين هذا من خلال مبدئين هما مبدأ الإفصاح ومبدأ حفظ حقوق المساهمين، وكذلك التطرق إلى بعض الأساليب التي إرتبطت إرتباطاً وثيقاً بمفهوم حوكمة الشركات ألا وهو التحصين الإداري، هذا الأسلوب الذي قد يستغل بشكل سلب مما يستوجب الأمر الإعتداد على بعض الإجراءات لمنع الإدارة من التحصين ودورها في تخفيض تكلفة رأس المال.

وعلى هذا الأساس تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين على النحو التالي:

المبحث الأول: حوكمة الشركات.

المبحث الثاني: أثر تطبيق حوكمة الشركات على تخفيض تكلفة رأس المال.

المبحث الأول: حوكمة الشركات

أدت الإنهيارات التي تعرضت إليها كبريات الشركات العالمية والأزمات التي عصفت بالعديد من الإقتصاديات، إلى ظهور أفكار وقواعد تبلورت في فكرة أو مفهوم حوكمة الشركات، حيث نشأ هذا المفهوم وتطور وبرزت خصائصه من خلال جهود العديد من المنظمات والهيئات الدولية، والتي عملت على وضع عدة مبادئ وركائز تقوم عليها حوكمة الشركات، وهذا ما دفع بالكثير من الباحثين إلى زيادة الإهتمام بموضوع حوكمة الشركات، وسعيهم إلى إبراز أهميتها وأهدافها بالنسبة للشركة ومنه للإقتصاد ككل.

المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات

تعتبر نظرية الوكالة سببا رئيسيا لنشأة مفهوم حوكمة الشركات، ليتطور هذا المفهوم بعدها في العديد من إقتصاديات العالم، وباهتمام عدة هيئات ولجان دولية إختلفت هذه الأخيرة في وضع تعريف موحد لهذا المصطلح، إلا أنه تبقى تحكمه محددات موحدة ومبادئ أكثر قابلية من الأخرى.

الفرع الأول: النشأة والتطور التاريخي لحوكمة الشركات

أولا : نشأة حوكمة الشركات

إن ظهور نظرية الوكالة التي نشأت أساسا من تعارض المصالح بين أعضاء مجلس الإدارة وبين المساهمين، دفع ذلك إلى زيادة الإهتمام والتفكير في ضرورة وجود مجموعة من القوانين واللوائح التي تعمل على حماية مصالح المساهمين، والحد من التلاعب المالي والإداري، الذي يقوم به أعضاء مجالس الإدارة أو الإدارة التنفيذية بهدف تعظيم مصالحهم الخاصة، باعتبارهم الجهة التي تمسك بزمام الأمور داخل الشركة.

حيث قام كل من الباحثين جنسن (Jensen) وماكلينغ (Meckling) عام 1976م بالإهتمام بمفهوم حوكمة الشركات، وإبراز أهميتها في الحد من المشاكل التي تنشأ نتيجة الفصل بين الملكية والإدارة، ثم لاحق ذلك العديد من الدراسات العلمية والعملية والتي أكدت على أهمية الإلتزام بمبادئ حوكمة الشركات وأثرها على زيادة ثقة المستثمرين في أعضاء مجالس إدارة الشركات، مما يساهم ذلك في قدرة الدول على جلب المستثمرين سواء المحليين أو الأجانب ما يصاحب ذلك من تنمية إقتصاديات تلك الدول، مما دفع بالعديد من دول العالم للإهتمام بموضوع حوكمة الشركات عن طريق قيام كل من الهيئات الفاعلة فيها بإصدار مجموعة من اللوائح والتقارير، والتي تؤكد على أهمية إلتزام الشركات بتطبيق تلك المبادئ.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية أدى تطور سوق الأوراق المالية ووجود هيئات تحرس على شفافية المعلومات المقدمة حول الشركات المدرجة بها مثل (SEC)، بالإضافة إلى تطور مهنة المحاسبة والمراجعة مما أدى إلى زيادة الإهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وبضرورة تطبيق المبادئ التي يتضمنها هذا المفهوم خاصة لدى الشركات المسجلة أسهمها في البورصة.

ومن الملاحظ أن الإهتمام بهذا المفهوم ظهر بصورة واضحة عندما لقي دعماً كبيراً من طرف عدة مؤسسات ولجان وهيئات في الولايات المتحدة الأمريكية، مثل صندوق المعاشات العامة (Calfers)، والذي أكد على أهمية ودور حوكمة الشركات في حماية حقوق المساهمين، وفي عام 1987م قامت اللجنة الوطنية والخاصة بالإنحرفات في إعداد القوائم المالية بإصدار تقريرها المسمى (TC) والذي حث على ضرورة الإهتمام بمفهوم نظام الرقابة الداخلية وتقوية مهنة المراجعة الخارجية أمام مجالس إدارة الشركات.

وفي عام 1999م أصدر كل من (NYSE) و(NASD) تقريرهما المعروف بإسم "Ribbon Report"، والذي إهتم بفاعلية الدور الذي يمكن أن تقوم به لجان المراجعة بالشركات بشأن الإلتزام بمبادئ حوكمة الشركات، وفي أعقاب الإنهيارات المالية لكبرى الشركات الأمريكية وفي عام 2002م تم إصدار تقرير تحت إسم "Sarbanes Oxley Act"، الذي ركز على دور حوكمة الشركات في القضاء على الفساد المالي والإداري من خلال تفعيل الدور الذي يلعبه الأعضاء غير التنفيذيين في مجالس إدارة الشركات.

أما في المملكة المتحدة ونظراً لإرتباط إقتصادها بالإقتصاد الأمريكي، فقد ظهرت العديد من التقارير التي تؤكد على أهمية الإلتزام بمبادئ حوكمة الشركات، وكان لبورصة لندن دوراً بارزاً في ذلك المجال، حيث صدر تقرير في عام 1992م لكي يؤكد على أهمية حوكمة الشركات من أجل زيادة ثقة المستثمرين في عملية إعداد ومراجعة القوائم المالية، وظهرت بعد ذلك العديد من التقارير المتعلقة بحوكمة الشركات ودور مجالس إدارة الشركات وأنظمة الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر مثل Hemple Report عام 1995م و Higges and Smith Report في عام 2003م¹.

كما شهد عام 1999م جهود بحثية على المستوى الدولي غايتها تأسيس مبادئ ومعايير لتنفيذ ممارسات الحوكمة أبرزها²:

- أصدرت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (OECD) وثيقة بعنوان مبادئ حوكمة الشركات لغرض مساعدة الحكومات في محاولاتها أو جهودها لتقييم وتحسين الهيكل القانوني والمؤسسي والتنظيمي لحوكمة الشركات في بلدانها.

- أصدرت لجنة بازل دليل بعنوان "تعزيز حوكمة الشركات والمنظمات المصرفية" والغرض من هذا الدليل تعزيز أهمية مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية وكذلك لجذب الإلتباه والإهتمام إلى مسائل حوكمة الشركات.

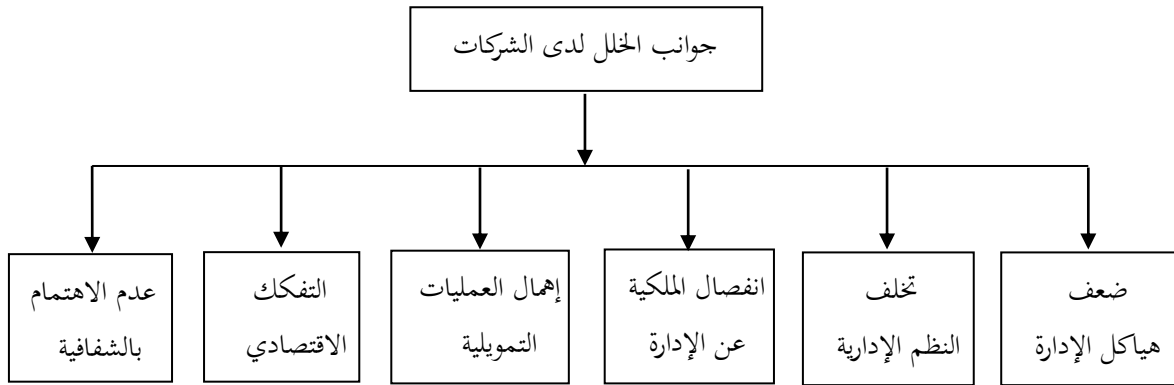
¹ محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري "دراسة مقارنة"، الدار الجامعية، ط2، مصر، 2009، ص.15-17.

² علاء فرحان طالب وإيمان شيحان المشهداني، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص.29.

هذا ولم يقتصر الأمر على الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة بشأن مفهوم وأهمية الدور الذي تلعبه حوكمة الشركات في المنع والحد من الانحرافات المالية والإدارية، فقد ظهرت العديد من التقارير في كل من كندا وفرنسا وإيطاليا وألمانيا، والعديد من دول أمريكا اللاتينية وشرق آسيا عن طريق الهيئات العلمية والبورصات بها.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك العديد من جوانب الخلل لدى الشركات التي ساهمت في نشأة وتطور حوكمة الشركات التي يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): جوانب الخلل لدى الشركات



المصدر: حساني رقية وآخرون، آليات حوكمة الشركات ودورها في الحد من الفساد المالي والإداري، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، يومي 6-7 ماي 2012، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص.5.

ثانيا: مفهوم نظرية الوكالة

1- تعريف نظرية الوكالة:

تعرف نظرية الوكالة على أنها علاقة بموجبها يلجأ الشخص الرئيسي صاحب رأس المال (الأصيل) لخدمات شخص آخر العامل (الوكيل) لكي يقوم بدله ببعض المهام الخاصة بإدارة وتسيير الشركة، هذه المهمة تستوجب نيابته في السلطة¹.

¹ المعتمد بالله العرياني، حوكمة شركات المساهمة "دراسة في الأسس الاقتصادية والقانونية"، دار الجمعة الجديدة، مصر، 2009، ص.50.

2- فروض نظرية الوكالة:

تركز نظرية الوكالة على الفروض التالية¹:

- أن أطراف الوكالة (أصلاء ووكلاء) يتمتعون بالرشد نسبيا وأن تصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية.
- أن أهداف الأصيل والوكيل غير متوافقة تماما فبينما يسعى الأول إلى الحصول على أكبر قدر من الجهد وعمل تصرفات الوكيل مقابل أجر معقول، فإن الثاني يسعى إلى تعظيم منفعتة من خلال الحصول على أكبر قدر من المكافآت والحوافز والمزايا مع بذل جهد أقل.
- إن هناك عدم تماثل في المعلومات لدى كل من الأصيل والوكيل في ما يتعلق بموضوع الوكالة.
- توفير قدر من اللامركزية للوكيل تمكنه من إتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للأصيل.
- يسعى الأصيل إلى إلزام الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرفي الوكالة وتعميمه على جميع عقود الوكالة.

3- مشاكل الوكالة:

تتعرض الوكالة لنوعين من المشاكل هما²:

- مشكلة التخلخل الخلقى: وتنشأ هذه المشكلة من تعرض الأصيل للخسارة نتيجة أخلاق وتصرفات الوكيل، وعدم بذله العناية الكافية لتعظيم عائد الأصيل، مما يزيد من فرص حدوث هذا الأمر هو أن الأصيل ليس لديه وسائل الرقابة المباشرة لقياس مجهودات الوكيل، كما أن الأخير هو الذي يقدم إليه المعلومات.
- مشكلة الإختيار العكسي (المتناقض): تنشأ هذه المشكلة نتيجة الاختلاف بين نوعية وكمية المعلومات المتاحة لدى كل من الوكيل والأصيل مما تمكن الوكيل من الحصول على النتائج الخاصة بكل بديل في حين لا تتوفر للأصيل تلك المعلومات حينها لا يستطيع تحديد ما إذا كان الوكيل إختار البديل المناسب أم لا عند إتخاذ القرارات المختلفة.

من خلال النقطتين السابقتين نستنتج أن هناك مصدرين أساسيين لمشاكل الوكالة هما:

- ✓ عدم قدرة الأصيل على رقابة أداء الوكيل.
- ✓ عدم تماثل المعلومات في حين أن الإدارة (الوكيل) لديها معلومات أكثر من الأصيل.

¹ حسياني عبد الحميد، أهمية الانتقال للمعايير الدولية المحاسبية والمعلومات المالية كإطار لتفعيل حوكمة الشركات، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2009-2010، ص.22.

² طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، بدون بلد نشر، 2005، ص.68-69.

الفرع الثاني: مفهوم حوكمة الشركات

أولاً: تعريف حوكمة الشركات

يعد مصطلح حوكمة الشركات من المصطلحات التي أخذت في الإنتشار على المستوى العالمي واختلفت صيغ الترجمة بين الباحثين والأكاديميين والمهتمين بهذا الموضوع مما أدى إلى ظهور العديد من المصطلحات المستخدمة مثل: توجيه الشركات، حاكمية الشركات والإدارة الرشيدة وممارسة الإدارة للسلطة الجيدة... إلخ.

وعلى الرغم من ذلك فإن المصطلح الأكثر إستخداماً على الأقل في المجال الأكاديمي والبحثي هو "حوكمة الشركات" كمرادف قريب لمصطلح "Corporate Governance"، وقد تعددت تعريف حوكمة الشركات بتعدد إهتمامات وتخصصات الباحثين والهيئات العالمية والباحثين وستتناول في ما يلي بعض هذه التعاريف:

1- تعريف منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية "OECD": هي مجموعة العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس إدارتها وذوي المصلحة الآخرين وتقدم أيضاً حوكمة الشركات الهيكل الذي من خلاله توضع أهداف الشركات وتحدد وسائل إنجاز تلك الأهداف والرقابة على الأداء¹.

2- عرفها تقرير "Cabbway" عام 1992م في توثيق بسيط ومحكم في جملة صغيرة ولكنها شهيرة وهي: حوكمة الشركات هي نظام بمقتضاه تدار الشركات وتراقب².

3- كما تعرفها مؤسسة التمويل الدولية IFC بأنها: هيكل وعمليات مراقبة وإدارة الشركات وتمحور حول العلاقة بين كل من الإدارة، مجلس المديرين، المساهمين ذوي الأقلية وباقي أصحاب المصالح³.

4- عرف أحد الكتاب حوكمة الشركات بأنها: مجموعة الآليات والإجراءات التي تحكم قرارات إنشاء وتوزيع القيمة⁴.

5- كما عرفها آخر على أنها: مجموعة العلاقات التعاقدية التي تربط بين إدارة الشركات والمساهمين وأصحاب المصالح فيها وذلك عن طريق الإجراءات والأساليب التي تستخدم لإدارة شؤون الشركة وتوجيه أعمالها من أجل

¹ حسين عبد الجليل آل فزوي، حوكمة الشركات أثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية (دراسة إختيارية على شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية)، رسالة مقدمة إستكمالاً لمتطلبات منح شهادة الماجستير في المحاسبة، الأكاديمية العربية في الدمام، كلية الإدارة والإقتصاد، قسم المحاسبة، 2010، ص.9.

² مروة أحمد وآخرون، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، ج2، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2011، ص.310.

³ إمام آل خليفة، صناديق الإستثمار ومفهوم الحوكمة، بحوث وأوراق عمل مؤتمر حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2007، ص.97.

⁴ Pierre Vernimen, **Finance D'entreprise**, Daloz, 11^{ème} édition, Paris, 2013, p.172.

ضمان تطوير الأداء والإفصاح والشفافية والمساءلة بها وتعظيم فائدة المساهمين على المدى الطويل ومراعاة مصالح الأطراف المختلفة¹.

من خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف لحوكمة الشركات وهو: أنها نظام كامل يتضمن مجموعة القواعد والقوانين والسلطات والإجراءات التي توجه وتحكم الإدارة أثناء القيام بأعمالها، ودفع المديرين والرؤساء إلى الحرص على حسن إستغلال أموال المساهمين لتحقيق العائد المناسب لهم من جهة والحماية المقدمة لصغار المساهمين من جهة أخرى، من خلال إلزامهم بدرجة معينة من الشفافية والإفصاح المتعلقة بإدارة الأموال وقراراتهم، ودور مجلس الإدارة باعتباره ممثل المساهمين في الشركة براقبته على أعمال المديرين وذلك بالإعتماد على أساليب وآليات الحوكمة، وكذلك دفع الأطراف الأخرى في الشركة إلى لعب أدوارهم بالشكل الصحيح بما يضمن عدم إستخدام أموال المساهمين في تحقيق منافع خاصة أو في إستثمارات غير آمنة، وهذا ما يعود بالمنفعة على جميع الأطراف وعلى المجتمع ككل.

ثانياً: محددات حوكمة الشركات

تنقسم محددات حوكمة الشركات إلى محددات داخلية وأخرى خارجية وذلك على النحو التالي:

1- المحددات الخارجية: تشير إلى المناخ العام للإستثمار في الدولة وتشمل ما يلي²:

- القوانين المنظمة للنشاط الإقتصادي كقوانين الشركات وقوانين سوق المال، قوانين تنظيم المنافسة.
- وجود نظام مالي جيد بحيث يضمن توفير التمويل اللازم للمشروعات بالشكل المناسب الذي يشجع الشركات على التوسع والمنافسة الدولية.
- كفاءة الهيئات والأجهزة الرقابية مثل هيئات سوق المال والبورصات وذلك عن طريق إحكام الرقابة على الشركات والتحقق من دقة وسلامة البيانات والمعلومات التي تنشرها.
- دور المؤسسات غير الحكومية في ضمان إلزام الشركات بأخلاقيات الأعمال.

2- المحددات الداخلية: وهي تشمل القواعد والأسس والأساليب التي تطبق داخل الشركة، التي تحدد كيفية

إتخاذ القرارات من خلال وضع هياكل إدارية سليمة وتوزيع السلطات داخل الشركة، بما فيها تحديد واجبات

¹ إبراهيم سيد أحمد، حوكمة الشركات ومسؤوليات الشركات عبر الوطنية وغسيل الأموال، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص. 187.

² محمد ياسين غادر، محددات حوكمة الشركات، المؤتمر العلمي الدولي "عولمة الإدارة في عصر المعرفة"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، أيام 15-17 ديسمبر 2012، ص. 16.

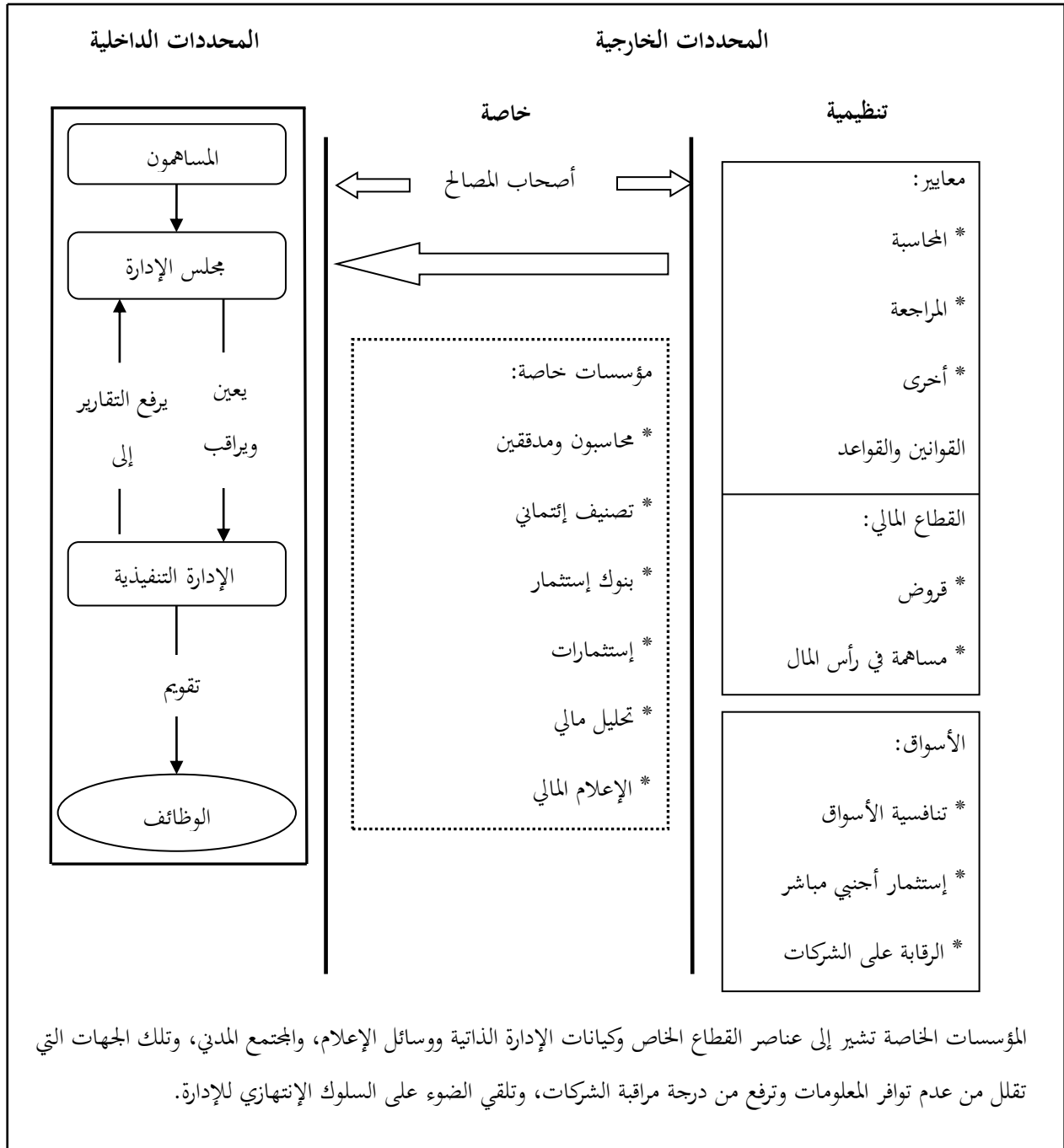
الفصل الثاني = حوكمة الشركات ودورها في تخفيض تكلفة رأس المال

ومسؤوليات الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات، وبالشكل الذي يضمن عدم وجود والتقليل من تعارض المصالح بين هؤلاء الأطراف¹.

والشكل التالي يوضح المحددات الخارجية والداخلية لحوكمة الشركات:

¹ مصطفى عقاري، أثر تطبيق حوكمة الشركات على جودة المعلومات المحاسبية، مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 9، 2013، ص 44-45.

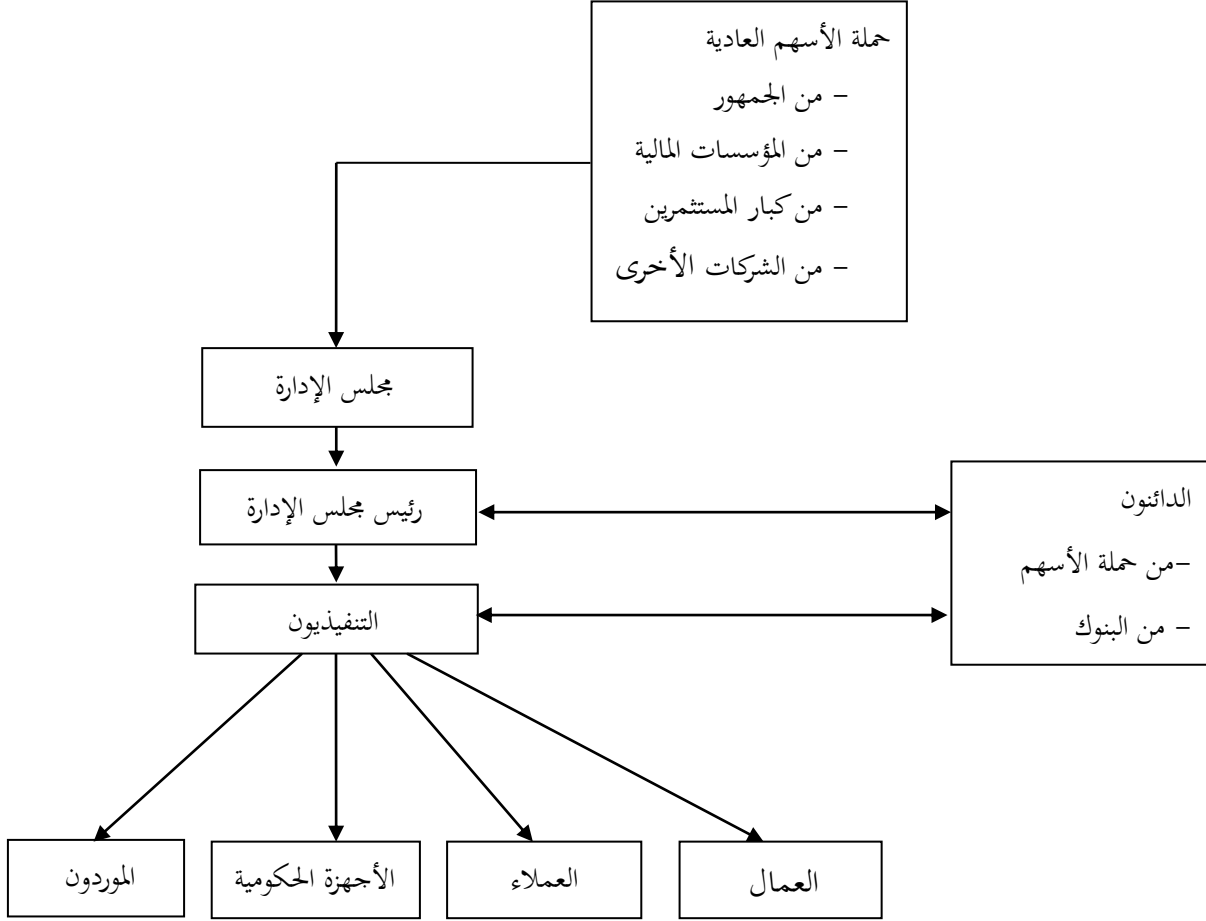
الشكل رقم (2-2): محددات حوكمة الشركات



المصدر: مصطفى عقاري وحكيمة بوسلمة، أثر تطبيق حوكمة الشركات على جودة المعلومات المحاسبية، جامعة الحاج لخضر-باتنة-، مخبر إقتصاد المؤسسة والتسيير التطبيقي، مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 09-2013، ص.20.

ثالثا : تحليل ظاهرة الحوكمة بإستخدام نظرية الوكالة

لتحليل مفهوم الحوكمة بإستخدام نظرية الوكالة تم وضع المخطط التالي لتسهيل عملية التحليل فيما بعد:
الشكل رقم (2-3): الخريطة التنظيمية لشركة مساهمة وفق إطار عمل نظرية الوكالة



المصدر: عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، إتحاد المصارف العربية، لبنان، 2007، ص.79.

ويمكن تحليل الخريطة التنظيمية أعلاه لشركة المساهمة وفق إطار عمل نظرية الوكالة كما يلي:

1- أطراف علاقة الوكالة: يمكن تحديد مجموعة من العلاقات وفقا للخريطة السابقة كما يلي¹.

- العلاقة الأولى: علاقة الملاك بمجلس الإدارة وطرفيها هما:

- ✓ الملاك (الأصيل): حملة الأسهم العادية من الجمهور أو المؤسسين أو شركات أو مؤسسات مالية.
- ✓ مجلس الإدارة (الوكيل) مجموعة من الأعضاء يختارهم الملاك لينوبوا عنهم في إدارة الشركة.

- العلاقة الثانية: علاقة مجلس الإدارة العليا للشركة وطرفيها هما:

¹ عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، إتحاد المصارف العربية، لبنان، 2007، ص.80.

✓ مجلس إدارة شركة المساهمة (أصيل).

✓ رئيس مجلس الإدارة وباقي أعضاء الإدارة العليا (الوكيل)

- العلاقة الثالثة: علاقة الإدارة العليا بباقي الأطراف من شركة المساهمة وطرفيها هما:

✓ الإدارة العليا.

✓ باقي المستويات الإدارية الأدنى منها.

2- تحديد أهداف أطراف علاقة الوكالة.

الهدف العام لكل طرف من أطراف علاقة الوكالة طبقا لفروض نظريتها يتمثل في تعظيم كل طرف لمنافعه الخاصة، من خلال سعيه نحو تعظيم عائد ارتباطه بعلاقة الوكالة وفي نفس الوقت السعي لتخفيف تكاليف أو خسائر الوكالة¹.

3- تحديد جوانب تعارض المصالح بين أطراف علاقات الوكالة:

هناك صور متعددة من التعارض في المصالح بين أطراف علاقات الوكالة، بل وبين أعضاء الطرف الواحد فنجد مثلا²:

- الملاك (حملة الأسهم): يتكون الملاك من مجموعات غير متجانسة من حملة الأسهم فمنهم: أفراد، مؤسسات مالية (بنوك- شركات تأمين) وكل فئة من هذه الفئات تختلف في ملكية الأسهم من حيث العدد المملوك ونوعية الأسهم والغرض من إقتنائها، مما يخلق هذا نوع من التباين، هذا الأخير يصاحبه تباين في تأثير فئة الملاك على الإدارة، الأمر الذي يصاحبه إنصياع إدارة الشركة لمطلب الفئة أو الفئات ذات التأثير الأكبر عليها في كامل جوانب إدارة الشركة، ولا شك أن كل هذه التباينات في مراكز الملاك تخلق نوع من تعارض المصالح، حيث تصبح الحاجة إلى صياغة عقود وكالة أو وضع نظام حوكمة أمر ضروري وذلك لحماية مصالح الأقليات من الملاك والملاك غير المباشرين الذين يوكلون المؤسسات المالية في استثمار أموالهم بالشركة.

- مجلس الإدارة: من المشاكل المتعلقة بمجلس الإدارة هي ما تنتج عن حق التصويت وأخرى ناتجة عن تشكيل وتكوين مجلس الإدارة والسيطرة على عملية إختيار أو إنتخاب أعضائه ويتكون مجلس الإدارة من مجموعتين: داخليين وخارجيين، فالداخليين يحتلون مراكز إدارية في الشركة، أما الخارجيين فينظر لهم على أنهم مستقلون ولكن هذا خطأ، لأنه قد تربطهم أي علاقات مع أي نوع مع الشركة، فإما عملاء أو دائنون أو مستثمرون فنيون... إلخ،

- رئيس مجلس الإدارة والإدارة العليا: يقع رئيس مجلس الإدارة تحت مستوى مجلس الإدارة كما يوجد تحت رئيس مجلس الإدارة مجموعة من المديرين يطلق عليهم التنفيذيون، هذا ما يؤدي إلى تعارض المصالح في الأمور

¹ المعتصم بالله العرياني، مرجع سبق ذكره، ص.52.

² عدنان بن حيدر بن درويش، مرجع سبق ذكره، ص.81-85.

الفصل الثاني = حوكمة الشركات ودورها في تخفيض تكلفة رأس المال

المتعلقة بتخصيص رأس المال واستهلاك لوازم الإنتاج والتنافس والتسابق على المراكز الوظيفية، هنا تكون المهمة الأساسية هي محاولة تركيز إهتمام المديرين نحو التسابق بإتجاه تحقيق مصالح الملاك وإزالة أو تخفيف حدة التعارض بينهم، والجدير بالذكر أن هذا التعارض يتعدى مستوى المديرين إلى مستوى الموظفين في المنظمة، ومن الأمور التي تبدو في هذا المستوى هي قضية ما يدفع للإدارة من حوافز ومكافآت وقضية الأداء المنصوص عليه في العقد.

- العلاقات مع الموردين والعملاء: تبين الخريطة التنظيمية السابقة وجود علاقة بين الموردين والعملاء مع المديرين وكذلك ما يمثله الموردين والعملاء من إئتلاف نشط في الشركة وبالرغم من ذلك فإن العلاقة بين الموردين والعملاء وبين تعظيم ثروة الملاك ليست دائما واضحة والمشكلة الأساسية هنا هي كيفية تحفيز أعضاء هذا الإئتلاف على إمداد الشركة بالإستثمارات التي تفيدها، هذه الأخيرة يمكن أن تفقد إذا ما اتجهت الشركة نحو السلوك الإنتهازي والأناني أو فشلها في تحقيق أهدافها، والحل هنا هو صياغة عقود وكالة محددة بدقة تضمن حفظ حقوق جميع الأطراف.

- قرارات تمويل وصور أخرى من التعارض في المصالح: هي قرارات تتعلق بكيفية تجميع المديرين للأموال المطلوبة لتشغيل الشركة وتتضمن القروض من البنوك، السندات، الأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة من الأسهم العادية، وتعد هذه القرارات من النقاط التي تحتاج إلى الحوكمة لكون عقود التمويل هي التي تحدد من له حق السيطرة على الشركة في حال ما إذا فشلت في الوفاء بالتزاماتها المالية، وبما أن الملاك والمديرين يهتمهم تعويض ثرواتهم الذاتية فإن حملة السندات يحرصون على متابعة الأحداث المرتبطة بصياغة عقود التمويل حتى يحافظوا على مستحقاتهم لدى الشركة.

الفرع الثالث: المبادئ الأساسية لحوكمة الشركات

حاولت العديد من المنظمات المهنية جاهدة لوضع مبادئ لحوكمة المؤسسات ومن بين هذه المنظمات:

- معهد التكوين الدولي (IIF)

- مجلس التقارير المالية (FRC)

- لجنة بازل

- منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (OECD)

ورغم من هذا التعدد إلا أن أكثر هذه المبادئ قبولا إهتماما هي المبادئ الصادرة عن منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية عام 1999م، والتي تم إعادة صياغتها عام 2004م، التي أعدت الأساس الذي يتم الإستناد إليه في العديد من دول العالم نظرا لما تحتويه تلك المبادئ من مضمون علمي، ومرونة كبيرة في التطبيق في ظل الظروف البيئية المتباينة، وتغطي هذه المبادئ ستة مجالات أساسية يمكن تلخيصها في ما يلي:

أولاً: ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات:

يتضمن الإطار العام لحوكمة الشركات مجموعة الأبعاد التالية¹:

- يجب أن يعزز ويشجع إطار حوكمة الشركات الشفافية والكفاءة للأسواق المالية وأن يكون متسقاً مع أحكام القوانين ذات الصلة بالشركات ويبين بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الأطراف المسؤولة عن تطبيق القوانين في السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.

- يجب أن يتميز إطار عمل حوكمة الشركات بالقدرة الكافية على التأثير على الأداء الإقتصادي.

ثانياً: حفظ حقوق المساهمين

ينبغي أن يضمن نظام حوكمة الشركات الحماية للمساهمين والمتمثلة في²:

- تأمين أساليب تسجيل الملكية ونقل أو تحويل ملكية الأسهم.

- الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة في الوقت المناسب وبصفة منتظمة ومن بينها:

✓ التعديلات في النظام الأساسي أو في مواد تأسيس الشركة أو في غيرها من الوثائق الأساسية للشركة.

✓ طرح أسهم إضافية أو أي تعاملات مالية غير عادية قد تسفر عن بيع الشركة، هذا مما يمكن المساهمين

من ممارسة درجة من الرقابة تتناسب مع حقوق الملكية التي بحوزتهم.

- المشاركة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين والتي قد تدور حول النقاط التالية :

✓ إنتخاب أعضاء مجالس الإدارة.

✓ الحصول على حصص من أرباح الشركة.

✓ إحاطة المساهمين بالقواعد التي تحكم الاجتماعات ومن بينها قواعد التصويت وجدول أعمال

الاجتماعات.

✓ تزويدهم بالمعلومات الخاصة بالمسائل التي يستهدف إتخاذ قرارات بشأنها خلال الاجتماعات.

✓ إتاحة الفرصة للمساهمين لتوجيه أسئلة إلى مجلس الإدارة لإضافة موضوعات إلى جداول الأعمال

وللمساهمين الحضور لهذه الاجتماعات بصفة شخصية أو بالإنابة.

ثالثاً: المعاملة المتكافئة للمساهمين

يجب أن يكفل نظام حوكمة الشركات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين من خلال تقيده بالعناصر التالية³:

- يجب أن يعامل المساهمين المنتمون إلى نفس الفئة معاملة متكافئة.

- ينبغي أن يكون للمساهمين داخل كل فئة نفس حقوق التصويت.

¹ محمد طارق يوسف، حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2007، ص.7-11.

² المرجع نفسه، ص.11-12.

³ محمد بن إبراهيم التويجري، حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنشورات العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2007، ص.9-10.

الفصل الثاني = حوكمة الشركات ودورها في تخفيض تكلفة رأس المال

- يجب أن يكون التصويت بواسطة الأمانة المفوضين بطريقة متفق عليها مع أصحاب الأسهم.
- ينبغي لأن تكفل العمليات والإجراءات المتصلة بالاجتماعات العامة للمساهمين المعاملة المتكافئة لهم، كما يجب أن لا تسفر إجراءات الشركة عن إرتفاع في تكلفة التصويت.
- يجب منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح أو الشفافية.
- قيام مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين بالإفصاح عن أية مصالح خاصة بهم أو بذويهم عن مسائل تمس الشركة.

رابعاً: دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة السلطات¹:

- ضرورة عمل حوكمة الشركات على خلق قواعد قانونية تعمل على حماية حقوق أصحاب المصالح مما يمكنهم من الحصول على التعويضات في حالة إنتهاك حقوقهم.
- يجب أن يكفل إطار حوكمة الشركات بوجود آليات لمشاركة أصحاب المصالح وأن تسهم تلك الآليات تحسين في مستويات الأداء.
- عمل حوكمة الشركات على توفير لأصحاب المصالح المعلومات المالية المتصلة بأعمال الشركة.

خامساً: الإفصاح والشفافية:

- أ. يجب أن يشمل الإفصاح على النقاط التالية²:
 - النتائج المالية والتشغيلية للشركة.
 - أهداف وأنشطة وبرامج ومختلف أعمال الشركة.
 - حق الأغلبية من ناحية المساهمة وحقوق التصويت.
 - المرتبات والمزايا الممنوحة لأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين الرئيسيين.
 - هياكل وسياسات أدلة وإجراءات حوكمة الشركات.
- ب. إعداد ومراجعة المعلومات وكذا الإفصاح عنها بأسلوب يتفق مع معايير الجودة المحاسبية والمالية، ويجب أن يفي ذلك الأسلوب بمتطلبات المراجعة والفحص المستمر.
- ج. يجب الإطلاع على عملية التدقيق السنوية وإتاحة نتائج التدقيق للتأكد من مدى توافقه مع الأسلوب المستخدم في إعداد وتقديم القوائم المالية.
- د. ينبغي أن تكفل قنوات التوزيع المعلومات وإمكانية حصول مستخدميها عليها في الوقت المناسب وتكلفة معقولة.

¹ عبيد سعد المطيري، مستقبل مهنة المحاسبة والمراجعة "تحديات وقضايا معاصرة"، دار المريخ لنشر، المملكة العربية السعودية، 2004، ص.122.

² محمود عزت اللحام وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.95.

تتمثل مسؤوليات مجلس الإدارة من خلال نظام حوكمة الشركات في النقاط التالية¹:

- يجب أن يعمل مجلس الإدارة على تحقيق صالح الشركة والمساهمين.
 - يتعين أن يقوم مجلس الإدارة بمجموعة من الوظائف الرئيسية من بينها:
 - ✓ مراجعة وتوجيه إستراتيجية الشركة ومتابعة تنفيذها، كما ينبغي أن يتولى الإشراف على الإنفاق الرأسمالي وعلى عمليات الإستحواذ والبيع.
 - ✓ إختيار المسؤولين التنفيذيين الرئيسيين وتقييم المرتبات والمزايا الخاصة بهم والأمور المتعلقة بإحلالهم.
 - ✓ متابعة وإدارة صور التعارض بين مصالح الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة والمساهمين.
 - ✓ ضمان سلامة التقارير المحاسبية والمالية للشركة، من خلال وجود نظم رقابية ملائمة والالتزام بالقوانين.
 - ✓ متابعة مدى فعالية أساليب حوكمة الشركات التي يعمل المجلس في ظلها وإجراء التغييرات في هذا الصدد.
 - ✓ الإشراف على عمليات الإفصاح والإتصالات.
 - ✓ يجب أن يتمكن مجلس الإدارة من ممارسة التقييم الموضوعي لشؤون الشركة ويجري ذلك بشكل مستقل عن الإدارة التنفيذية.
 - ✓ يجب أن يقوم أعضاء مجلس الإدارة بتعيين عدد كافي من الأعضاء غير التنفيذيين لديهم القدرة على التقويم المستقل للأعمال حينما يكون هناك تضارب في المصالح.
- والشكل التالي يوضح مبادئ حوكمة الشركات حسب منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية.

¹ المرجع نفسه، ص.96-98.

الشكل رقم (2-4): مبادئ حوكمة الشركات حسب منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية



المصدر: من إعداد الطلبة بإعتماد على محمد طارق يوسف، حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإداري، مصر، 2007، ص.7-11.

المطلب الثاني : آليات وأنواع والأطراف الأساسية لنظام حوكمة الشركات

تعتبر آليات حوكمة الشركات الداخلية منها والخارجية عناصر أساسية في تكوين هذا المفهوم، فهو أساسا يعتمد على هذه الآليات في تحقيقه أهدافه، كما أن هذا لا يمنع وجود عدة نماذج لحوكمة الشركات تختلف باختلاف الأنظمة الإقتصادية من جهة، وفرضيات كل نموذج ومميزاته الأساسية وعيوبه من جهة أخرى، إلا أنه وبتباين هذه الأنظمة لا يؤدي هذا إلى إختلاف أطراف حوكمة الشركات.

الفرع الأول: آليات حوكمة الشركات

وفقا للبنك العالمي "World Bank" توجد داخل نظام الحوكمة قوى داخلية وخارجية تواجه إحداهما الأخرى، وتؤثر على سلوك أنشطة الشركات، وفي حين تحدد القوى الداخلية العلاقات بين الأطراف الأساسيين، وتستعمل القوى الخارجية لجل سلوك الداخلين في الشركة منضبطا، من خلال تفاعلها بصورة مكاملة حيث تعتمد القوى الداخلية بصورة حاسمة على نطاق القوى الخارجية، ويمكن تصنيف هذه القوى أو الآليات إلى آليات حوكمة داخلية وآليات حوكمة خارجية.

أولاً: الآليات الداخلية لحوكمة الشركات:

تتمثل هذه الآليات في القوى التي تقع داخل الشركة، والتي تؤثر بصورة كبيرة على ممارسات الحوكمة داخل الشركة، ومن بين تلك الآليات: المساهمون ومجلس الإدارة¹.

1- المساهمون الكبار Blockholders: المساهم الكبير هو مساهم نشيط راغب قادر على مراقبة الإدارة العليا، ويمتلك حصة كبيرة من رأس مال الشركة ويؤدي دور المراقب الرئيسي لعمل الإدارة العليا، وعادة ما يكون المساهمون الكبار الأساسيون ضمن الأصناف التالية: الشركات القابضة، المؤسسات المالية، الشركات الصناعية التجارية، المستثمرون الأفراد، العائلات أو المديرين، ويؤدي المساهمون الكبار دوراً محدداً لدرجة تركيز ملكية الشركة، كما يؤثر على نوعية حوكمة الشركات.

2- مجلس الإدارة Board of Directors : هو عبارة عن هيكل من الأشخاص يقومون بتوجيه إدارة الشركة والإشراف عليها وينتخب أعضائه من طرف المساهمين، وتنسب له ثلاث وظائف:

- دور الرقابة: من خلال مراقبة تضارب المصالح والإشراف على سيرورة إعداد التقارير المالية.

- التمثيل حسن السمعة وتقديم صورة حسنة للشركة.

- المساهمة في إعداد إستراتيجية الشركة.

ويقوم مجلس الإدارة بتشكيل عدة لجان للقيام بعملية الإشراف، من بينها:²

- لجنة التدقيق: تساهم في دعم إشراف المجلس على الرقابة الداخلية، إدارة المخاطر، إفصاح المالي.

- لجنة التعيين: وتهتم بدعم وظيفة إشراف المجلس فيما يتعلق بتحديد والتوصية بالمرشحين لتعيين في مجلس

الإدارة، كما تهتم أيضاً بقضايا الحوكمة داخل الشركة، بالإتصالات مع المساهمين.

- لجنة المكافآت: وتساعد هذه اللجنة على وظيفة الإشراف على القضايا المتعلقة بالتصميم، مراجعة

وتنفيذ برامج التقييم ومكافأة المديرين التنفيذيين.

- لجنة خاصة: تساعد المجلس في الإشراف على القضايا الإستراتيجية.

¹ عثمان عثمانية، الحوكمة أثرها على الأداء المالي للشركة "دراسة مقارنة بين بعض الشركات الأمريكية والجزائرية"، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص إستراتيجية مالية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة، 2010-2011، ص. 40-41.

² عمر عيسى فلاح المناصير، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات المساهمة العامة الأردنية، رسالة مقدمة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، عمادة البحث العلمي والدراسات العليا، في الجامعة الهاشمية، الأردن، 2013، ص. 32-33.

ثانيا: الآليات الخارجية لحوكمة الشركات:

تمثل الآليات الخارجية لحوكمة الشركات القوى التي تقع خارج الشركة، خصوصا في بيئة تتميز بقوة التشريعات، في هذا المجال، من بين تلك الآليات نجد¹:

1- الأسواق: نميز هنا بين نوعين من الأسواق: سوق رأس المال، وسوق السلع والخدمات

- سوق رأس المال : يتدخل سوق رأس المال من أجل التحكم في الشركة في حالة عدم فعالية الآليات الداخلية، ومن بين آليات سوق رأس المال هي العمليات التي تتم على مستواه مثل، عمليات الشراء، الاندماج والإستحواذ، وقد يكون لهذا السوق دورا غير مباشر على الشركة، فقد يؤدي بمجرد تهديد عملية الشراء إلى زيادة كفاءة الشركة، والشركات المحمية من عمليات شراء السوق لها أسعار أسهم أقل.

- سوق السلع والخدمات: تعد منافسة سوق السلع والخدمات أحد الآليات الخارجية المهمة لحوكمة الشركات، حيث إذا لم تقم الإدارة بواجباتها بالشكل الصحيح أو لكونها غير مؤهلة، فسوف تفشل في منافسة الشركات التي تعمل في نفس حقل الصناعة وبالتالي تتعرض للإفلاس، إذن فإن منافسة سوق المنتجات أو الخدمات تهذب سلوك الإدارة، وهذا يتطلب وجود سوق فعالة للعمل الإداري للإدارة العليا، حيث إنه إذا وقعت الشركة في الإفلاس سوف يكون له تأثير سيئ على مستقبل المدير أو أعضاء مجلس الإدارة، إذ غالبا ما تحدد الإختيارات الملائمة للتعيين أنه لا يتم إشغال مواقع المسؤولية من أعضاء مجلس الإدارة المديرين التنفيذيين الذين سبق أن قادوا شركاتهم إلى الإفلاس أو التصفية.

2- المدققون الخارجيون **External Auditors**: يقوم المدققون بتقديم البيانات المالية لضمان مطابقتها للمعايير المحاسبية المعمول بها، ويقدم المدققون الخارجيون رأيا حول الحالة الحقيقية والعدالة للصحة المالية، كما يفحص المدققون الخارجيون الإلتزام من خلال قواعد ومعايير معينة وبالتالي فهم يقدمون نظرة مستقلة لحالة الشركة المالية.

3- مراقبة الدائنين **Creditor Monitoring**: يراقب الدائنون الشركات بصورة وثيقة، بسبب حجم ديونها والتي تكون كبيرة في بعض الأحيان، وبالتالي تكون الشركة عرضة لتدخل هؤلاء الدائنين في حالة حدوث مشاكل في حوكمة الشركات، فالدائنون الكبار يؤدون دورا ماثلا للمساهمين الكبار، لأن هؤلاء الدائنين يملكون إستثمارات كبيرة في الشركة، وبالتالي دافع قوي لمراقبة الإدارة.

الفرع الثاني: أنواع أنظمة حوكمة الشركات

تختلف أنظمة حوكمة الشركات من دولة إلى أخرى نتيجة إختلاف الأنظمة الإقتصادية المتبعة وحتى بين أتباع النظام الرأسمالي، وعلى هذا الأساس يمكن أن نميز بين ثلاث نماذج لحوكمة الشركات على النحو التالي:

¹ خليل أبو سليم، قياس أثار الإلتزام بتطبيق حوكمة الشركات على جذب الإستثمارات الأجنبية، مجلة جامعة جازان، المجلد 3، العدد 1، المملكة العربية السعودية، 2014، ص.8-9.

أولا- نظام الداخليين "Insider":

في هذا النظام تتركز الملكية أو الإدارة في أيدي عدد قليل من الأفراد أو العائلات أو المديرين، أو أعضاء مجلس الإدارة أو الشركات القابضة أو البنوك أو الشركات غير المالية، نظرا لأن هؤلاء الأفراد أو الشركات غالبا ما يتولون الإدارة والسيطرة أو يؤثرون بشدة على طريقة تشغيل وعمل الشركة، وبالتالي يطلق عليهم "الداخليين" مما يجعل هذا النظام يتمتع بهيكل ملكية مركزة، ومنتشر في الدول التي يحكمها القانون المدني مثل: فرنسا، ألمانيا، واليابان.

ويقوم "الداخليون" في هيكل الإدارة المركزة بممارسة السيطرة أو التحكم في الشركات بعدة طرق، منها ملكية الداخليين لأغلبية أسهم الشركة وحقوق التصويت، وبهذا تصبح لهم القدرة على التحكم في الإدارة عن طريق التمثيل المباشر في مجلس إدارة الشركة، وفي بعض الأحيان يملك "الداخليون" عددا قليلا من الأسهم ولكنهم يتمتعون بأغلبية حقوق التصويت ويحدث ذلك عندما تتعدد أنواع الأسهم مع تمتع بعضها بحقوق تصويت أكثر عن بعضها الآخر، ويحدث هذا أيضا عندما يمكن التصويت عن طريق التوكيل ومن خلال إتحدات التصويت، وإذا ما تمكن بعض الأفراد من إمتلاك أسهم ذات حقوق تصويت ضخمة فإنه سيتمكنهم فعلا من أن يتحكموا في الشركة حتى لو لم يكونوا هم أصحاب أغلبية رأس المال¹.

• مزايا نظام الداخليين:

تتمتع الشركات التي يتحكم فيها الداخليون بمزايا معينة نذكر منها²:

- تقليل احتمالات سوء الإدارة والغش: فالداخليون لديهم السلطة والحافز لمراقبة الإدارة عن كثب .
- تأييد القرارات التي تعزز أداء المنشأة في الأجل الطويل مقابل القرارات التي تهدف إلى تعظيم المكاسب في الأجل القصير على حساب المكاسب طويلة الأجل وذلك راجع إلى كبر حجم ملكيات الداخليين وحقوق الإدارة الخاصة بهم.

• عيوب نظام الداخليين:

يعرض نظام الداخليين الشركة إلى الفشل في النواحي المعينة لحوكمة الشركات من بينها³.

- أن أصحاب الشركة أو أصحاب حقوق التصويت من ذوي النسب المسيطرة يمكن أن يرغموا أو يتواطؤا مع الإدارة للإستيلاء على أصول الشركة على حساب مساهمي الأقلية، وتمثل هذه مخاطرة كبيرة عندما لا يتمتع هؤلاء المساهمين بحقوقهم القانونية .

¹ إبراهيم سيد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص.636.

² المرجع نفسه، ص.367.

³ المرجع نفسه، ص.368.

- قد يكون مدير الشركة من بين كبار المساهمين أو من كبار أصحاب القوة التصويتية أو كلاهما، في هذه الحالة قد يستخدم سلطته للتأثير على قرارات مجلس الإدارة التي قد يستفيد منها بشكل مباشر على حساب الشركة، مثل: المديرين الذين يقنعون مجالس الإدارة للموافقة على مرتبات ومزايا باهظة لهم، أو الموافقة على شراء مستلزمات تزيد أسعارها عن المعتاد من إحدى المنشآت التي يملك فيها مديرو الشركات قدرا كبيرا من الأسهم، أو إقناع مجلس الإدارة برفض عروض الإستحواذ خشية فقدان السيطرة على المنشأة على الرغم من أن عملية الإستيلاء قد تعمل على تحسين أداء الشركة .

- عندما تكون البنوك من بين كبار المساهمين أو أصحاب القوة التصويتية في إحدى الشركات التي تتولى إقراضها، فإن البنوك قد تواجه مشاكل تعارض المصالح التي يمكن أن تهدد مستقبل كل من البنك والشركة، حيث يكون للبنك مصلحة واضحة في إستمرار الشركة ويستمر في تقديم قروض للشركة على الرغم من عدم أهلية الشركة للإقتراض.

ثانيا- نظام الخارجيين "Outsider":

في هذا النظام تكون الملكية مشتتة لأن هناك عدد كبير من أصحاب الأسهم (الملاك) يملك كل منهم عددا صغيرا من أسهم الشركة، وعادة ما يكون هناك حافز لدى صغار المساهمين لمراقبة نواحي نشاط الشركة عن قرب، كما أنهم يميلون إلى عدم الإنغماس أو المشاركة في القرارات أو السياسات الإدارية ومن ثم يطلق عليهم الخارجيون.

في ظل هذا النظام يقع على عاتق مجلس الإدارة مراقبة عمل المديرين لضمان أن تدار الشركة بالتوافق مع مصالح المساهمين، وينتشر هذا النظام في الإقتصاديات الإنجلوساكسونية (الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، إيرلندا، أستراليا وكندا)¹.

• مزايا نظام الخارجيين:

هناك عدة مزايا لهذا النظام نذكر أهمها²:

- تعتمد المنشآت في نظام الخارجيين على الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة لمراقبة السلوك الإداري والإشراف على بقائه تحت السيطرة .

- يميل أعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى الإفصاح بشكل واضح وبدرجة متساوية عن المعلومات وتقييم الأداء الإداري بشكل موضوعي وحماية مصالح وحقوق المساهمين بقوة.

¹ المرجع نفسه، ص.639.

² المرجع نفسه، ص.640.

• عيوب نظام الخارجيين:

يعاني هذا النظام من عدة عيوب نذكر منها¹:

- في هذا النظام يميل الملاك المشتتون إلى الإهتمام بتعظيم الأرباح في الأجل القصير، ومن ثم فإنهم يتجهون إلى الموافقة على السياسات والإستراتيجيات التي تنشأ عنها مكاسب في الأجل القصير، لكنها قد لا تعمل بالضرورة على تشجيع الأداء طويل الأجل للشركة مما قد يؤدي إلى إثارة الخلافات بين أعضاء مجلس الإدارة وأصحاب الشركات.

- ضعف الحافز لدى صغار المستثمرين لمراقبة قرارات مجلس الإدارة بيقظة وحرص، ومحاسبة أعضاء مجلس الإدارة عن مسؤولياتهم، ونتيجة لهذا فقط يظل أعضاء الإدارة الذين يؤيدون إتخاذ تلك القرارات غير الصائبة في مناصبهم، بينما تكون مصلحة الشركة في التخلص منهم .

والجدول التالي يوضح الفرضيات النظرية والمميزات والحلول الأساسية لكلا النظامين:

الجدول رقم (1-2): الفرضيات النظرية لنظام الداخليين ونظام الخارجيين

نظام الخارجيين "Outsider"	نظام الداخليين "Insider"	الفرضيات النظرية، المميزات الأساسية، الحلول الأساسية.
<ul style="list-style-type: none"> - تعظيم ثروة كل أصحاب المصلحة. - غياب مشاركة أصحاب المصلحة. - فشل الحوكمة في تمثيل مصالح أصحاب المصلحة. - أسلوب مختلف للرأسمالية. - العقلية التقليدية للرأسمالية الخاصة - وحدة إقتصادية الاجتماعية ذات رفاهية صاحب المصلحة. - كفاءة المجتمع للإقتصاد. - نموذج الموكل - الوكيل. - القوى الاجتماعية الداخلية. 	<ul style="list-style-type: none"> - تعظيم قيمة المساهمين. - مشكل الوكالة. - المساهمون ليس لديهم تحكم كاف. - فصل الملكية عن التحكم. - المصلحة الشخصية كسلوك إنساني. - وحدة إقتصادية عقلانية ذات دافع ربحي. - كفاءة السوق للإقتصاد. - أية تدخلات خارجية. - قوى السوق الخارجية . 	<p>الفرضيات النظرية:</p> <ul style="list-style-type: none"> - هدف الشركة. - مشكل الحوكمة. - سبب المشكل. - الخلفية. - فرضيات حول السبب. - نوع المنظمة الإقتصادية. - الاقتراح. - الرفض. - مصدر الضبط.

¹ المرجع نفسه، ص.640-641.

المميزات الأساسية:		
- هيكّل المجلس.	- صف واحد (مجلس تنفيذي وغير تنفيذي).	- مزدوج (مجالس إشرافية و تنفيذية).
- المصدر الأساسي للتمويل.	- الأوراق المالية من أسواق رأس المال.	- الدين من البنوك.
- دور أسواق رأس المال.	- قوي.	- /
- دور البنوك.	- /	- قوي.
- تركيز الملكية.	- /	- عالي.
- التوجيه التنظيمي.	- تعليمات ذاتية.	- تعليمات قانونية
- النظام القانوني/ المصدر.	- القانون المشترك: الولايات المتحدة، المملكة المتحدة.	- القانون المدني (قارة أوروبا: فرنسا، ألمانيا واليابان).
- المدى الزمني للمنافع الاقتصادية.	- المدى القصير.	- المدى الطويل.
الحلول الأساسية:		
- الحل	- إزالة القيود على الأسواق، تقوية نظام الحوافز، تقديم قانون طوعي للحكومة، تقديم توليفة عقود كفأة.	- الثقة و الروابط التعاقدية بين الشركة وأصحاب المصلحة، التعاون بين الشركات، مشاركة العمال، تقديم أخلاق العمل.

المصدر: عثمان عثمانية، الحوكمة وأثرها على الأداء المالي للشركة " دراسة مقارنة بين بعض الشركات الأمريكية والجزائرية"، مذكرة تدخل ضمن نيل شهادة الماجستير، تخصص إستراتيجية مالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة، 2010-2011، ص.51.

ثالثاً: نموذج الشركة العائلية (Family- Based System):

تنتشر الشركات العائلية خصوصاً في عدة دول آسيوية ودول أمريكا اللاتينية، كما توجد أيضاً في باقي دول العالم، وقد بلغ عدد هذه الشركات سنة 1999م 45% من بين الشركات الدولية المدرجة، يكمن الفرق بين نموذج حوكمة الشركات العائلية ونموذج المساهم وصاحب المصلحة في بقاء التحكم الجوهري لدى مجموعات العائلة بدلا من البنوك، أو أسواق الأوراق المالية، ويكون هذا النموذج قابل للعمل كشكل حوكمة فقط بتوفر الشروط التالية: قدرات مناسبة للنظام المالي على الرقابة، خبرات إدارية، وسوق المنافسة¹.

¹ عثمان عثمانية، مرجع سبق ذكره، ص.53.

الفرع الثالث: الأطراف الرئيسية لنظام حوكمة الشركات

هناك أربعة أطراف رئيسية تؤثر وتتأثر بالتطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات، وتحدد إلى درجة كبيرة مدى النجاح أو الفشل في تطبيق هذه القواعد، وهذه الأطراف هي كالتالي¹:

- المساهمين (Shareholders): وهم من يقومون بتقديم رأس مال الشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم مقابل الحصول على الأرباح المناسبة لإستثماراتهم، وأيضا تعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل وهم من لهم الحق في إختيار أعضاء مجلس الإدارة المناسبين لحماية حقوقهم.

- مجلس الإدارة (Board of Directors): وهم من يمثلون المساهمين وأصحاب المصالح، يقومون بدورهم بإختيار المديرين التنفيذيين والرقابة على أديتهم، كما يقوم مجلس الإدارة برسم السياسات العامة للشركة وكيفية المحافظة على حقوق المساهمين.

- الإدارة التنفيذية (Management): وهي المسؤولة عن الإدارة الفعلية واليومية لأعمال الشركة وتقديم التقارير الخاصة بالأداء إلى مجلس الإدارة، وتعتبر إدارة الشركة هي المسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها، بالإضافة إلى مسؤولياتها تجاه الإفصاح والشفافية في المعلومات المقدمة لمجلس الإدارة التي يقدمها بدوره للمساهمين.

- أصحاب المصالح (Stockholders): ويتمثل أصحاب المصالح في الدائنين والموردين العملاء والموظفين، وتجدد الإشارة إلى أن هؤلاء الأطراف قد تكون لهم مصالح متعارضة ومختلفة في بعض الأحيان، فالدائنون على سبيل المثال يهتمون بقدرة الشركة على السداد، في حين يهتم العمال والموظفون بقدرة الشركة على الإستمرار.

¹ ماجد إسماعيل أبوحماد، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية " دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، بحث مقدم إستكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009، ص.26-27.

المطلب الثالث: أهداف حوكمة الشركات

يعمل نظام حوكمة الشركات على تحقيق جملة من الأهداف، هذه الأخيرة تسمح بتخفيض تكلفة التمويل بالمؤسسة سواء من خلال مساهمتها بشكل مباشر أو غير مباشر في تخفيض هذه التكلفة، ورفع قيمة الشركة وتتجسد أهم هذه الأهداف في النقاط التالية¹:

- تدعيم عنصر الشفافية في كافة معاملات وعمليات الشركات على النحو الذي يمكن من الحد من ظاهرة الفساد المالي والإداري، مما ينعكس بالإيجاب على تكلفة رأس المال.
- رفع قيمة الشركة من خلال تحسين وتطوير إدارة الشركة ومساعدة المديرين ومجلس الإدارة على تبني إستراتيجية سليمة مما يؤدي إلى رفع درجة الأداء لتحسين الكفاءة الإقتصادية على المستوى الكلي والجزئي.
- تدفع الحوكمة إلى رفع ثقة الجمهور في نجاح عملية الخصخصة مع ضمان تحقيق الدولة أفضل عائد على إستثماراتها، مما يتيح فرص للعمل وتحسين معدلات النمو الإقتصادية للدولة.
- تجنب حدوث الأزمات المالية من خلال الرقابة والمتابعة على الأداء التشغيلي والإستراتيجي للشركة، مما يسمح بالتحكم في التكاليف والوصول بها إلى أدنى مستوى.
- توضيح وعدم الخلط بين المهام والمسؤوليات الخاصة بالمديرين التنفيذيين، ومهام مجلس الإدارة ومسؤوليات أعضائه، مما يساهم في تجنب حدوث الممارسات المالية والإدارية الخاطئة التي لها تأثير على قيمة الشركة وتهديد إستقرارها.
- الحصول على التمويل وبالتكلفة المعقولة من أكبر عدد من المستثمرين من خلال رفع درجة الثقة في الشركات.
- إمكانية مشاركة المساهمين والموظفين والدائنين والمقرضين وقيامهم بدور المراقبين بالنسبة لأداء الشركة.
- إنشاء وتوليد الثقة بين أصحاب المصالح والإدارة ومنه منشأة الأعمال ككل بما يمكن من تقليل المخاطر، فينعكس على التكاليف من خلال إنخفاضها سواء الأموال المقترضة والتي تظهر في إنخفاض معدل الفائدة الخاصة بها، أو أموال الملكية والتي تظهر كذلك بقبول المستثمرين بمعدل عائد منخفض على إستثماراتهم.

¹ بالاعتماد على عدة مراجع أهمها:

- عبد الرحمان العايب، مداخلة بعنوان: ميكانزمات تحفيز المسيرين كأحد محددات حوكمة الشركات وتأثيرها في الأزمة الإقتصادية العالمية الراهنة "حالة المؤسسات المالية والمصرفية المتضررة"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الإقتصادية علوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص.5. (بتصرف)
- عطا الله وارد خليل ومحمد عبد الفتاح العشماوي، الحوكمة المؤسسية "المدخل لمكافحة الفساد في المؤسسات العامة و الخاصة"، مكتبة الحرية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2008، ص.35-37. (بتصرف)
- حبار عبد الرزاق، الإلتزام بمتطلبات لجنة بازل كمدخل لإرساء الحوكمة في القطاع المصرفي العربي، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، ص.78. (بتصرف)

الفصل الثاني = حوكمة الشركات ودورها في تخفيض تكلفة رأس المال

- زيادة ثقة المستثمرين في أسواق المال على المستوى المحلي والدولي.
- يعتبر التطبيق الجيد لآليات الحوكمة أحد الحلول الممكنة لحل مشكلة الوكالة وتخفيض تكاليفها.
- تمكن الشركات من إكتساب ميزة تنافسية في نطاق بيئتها من خلال الحصول على الأموال بالتكلفة الأقل ومن ثم تحقيق عوائد مرتفعة.
- تحسين أداء الشركة في السوق المالية مما ينعكس إيجابيا على أسعار أسهمها.

المبحث الثاني: أثر تطبيق حوكمة الشركات على تخفيض تكلفة رأس المال

تنتج عن علاقة الوكالة في المؤسسة والتي تناولتها في المبحث الأول من خلال نظرية الوكالة، تكاليف تعرف بتكاليف الوكالة، وهي نوعان تكاليف الوكالة لحقوق الملكية، وتكاليف الوكالة للإقتراض، وفي إطار جهود الحوكمة في تخفيض هذه التكاليف برزت عدة نماذج في هذا الصدد، للحد من المشاكل التي تؤدي إلى ظهور مثل هذه التكاليف، كما يظهر دور العمل بمبادئ حوكمة الشركات في تحقيق هذا الهدف خاصة فيما يتعلق بمبدأ الإفصاح ومبدأ حفظ حقوق المساهمين، كما أن إتخاذ بعض الإجراءات التي تهدف مثلاً إلى حماية الشركات من الإستيلاء مثل ما يعرف بالتحصين الإداري، تكون له نتائج إيجابية على قيمة الشركة وهذا في حالة كفاءة السوق المالي أما في حالة ضعف آلية السوق ينتج عن هذا الإجراء نتائج سلبية على الشركة مما يتطلب إتخاذ بعض الإجراءات لتخفيض سلبيات التحصين، كل هذا سوف نتناوله بالشرح والتحليل في هذا المبحث.

المطلب الأول: تكلفة الوكالة وكيفية تخفيض تكاليفها من خلال آليات الحوكمة

تنقسم تكاليف الوكالة إلى تكاليف الوكالة لحقوق الملكية و تكاليف الوكالة للاقتراض، حيث تؤدي ظهور مثل هذه التكاليف إلى ارتفاع تكلفة رأس المال في المؤسسة، و عليه كان لزاماً الاعتماد على نظام حوكمة الشركات لتجنب تحمل مثل هذه التكاليف وتخفيضها إلى أدنى مستوى.

الفرع الأول: مفهوم تكلفة الوكالة

في إطار التقليل من الآثار السلبية للعقود الناقصة، تبرز التكاليف التي سماها جنسن (Jensen) وماكلينج (Mackling)، بتكاليف الوكالة ونميز في هذا الإطار بين نوعين من تكاليف الوكالة وذلك على النحو التالي :

أولاً: تكلفة الوكالة لحقوق الملكية

تعرف تكاليف الوكالة لحقوق الملكية على أنها تلك النفقات أو المصاريف التي يتكبدها الملاك بغية التحقق من أن الإدارة "الوكيل" تعمل لخدمة مصالحهم¹، وتتكون من تكاليف الرقابة، تكاليف الإلتزام والتكاليف المتبقية،

وسوف نفصل في كل منها تبعا كما يلي²:

1- تكاليف الرقابة: يتحملها الموكل بهدف مراقبة نشاط الوكيل وتخفيفه على العمل من أجل حماية مصالحه.

¹ سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار، التمويل، التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، مصر، 1997، ص.20-25.

² مؤيد محمد علي الفضل، العلاقة بين محددات السلوك الإداري وتكلفة الوكالة للملكية ومدى تأثيرها بالأداء "دراسة حالة في العراق"، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد السادس عشر، العدد الثاني، ديسمبر 2013، ص.110.

2- تكاليف الإلتزام أو تكاليف التبرير: هي نفقات يتحملها الوكيل قصد إثبات نوعية القرارات المتخذة أمام الموكل.

3- تكاليف الفرصة البديلة : تنجم عن الإنخفاض المحتمل في كفاءة الإدارة، والتي لا يمكن إزالتها بسبب الطبيعة دون المثلى للقرارات التي تتخذها الإدارة، وكذلك المشكلات المصاحبة لإعادة التنظيم أو بسبب القيود التي فرضها الملاك على تصرفات الإدارة .

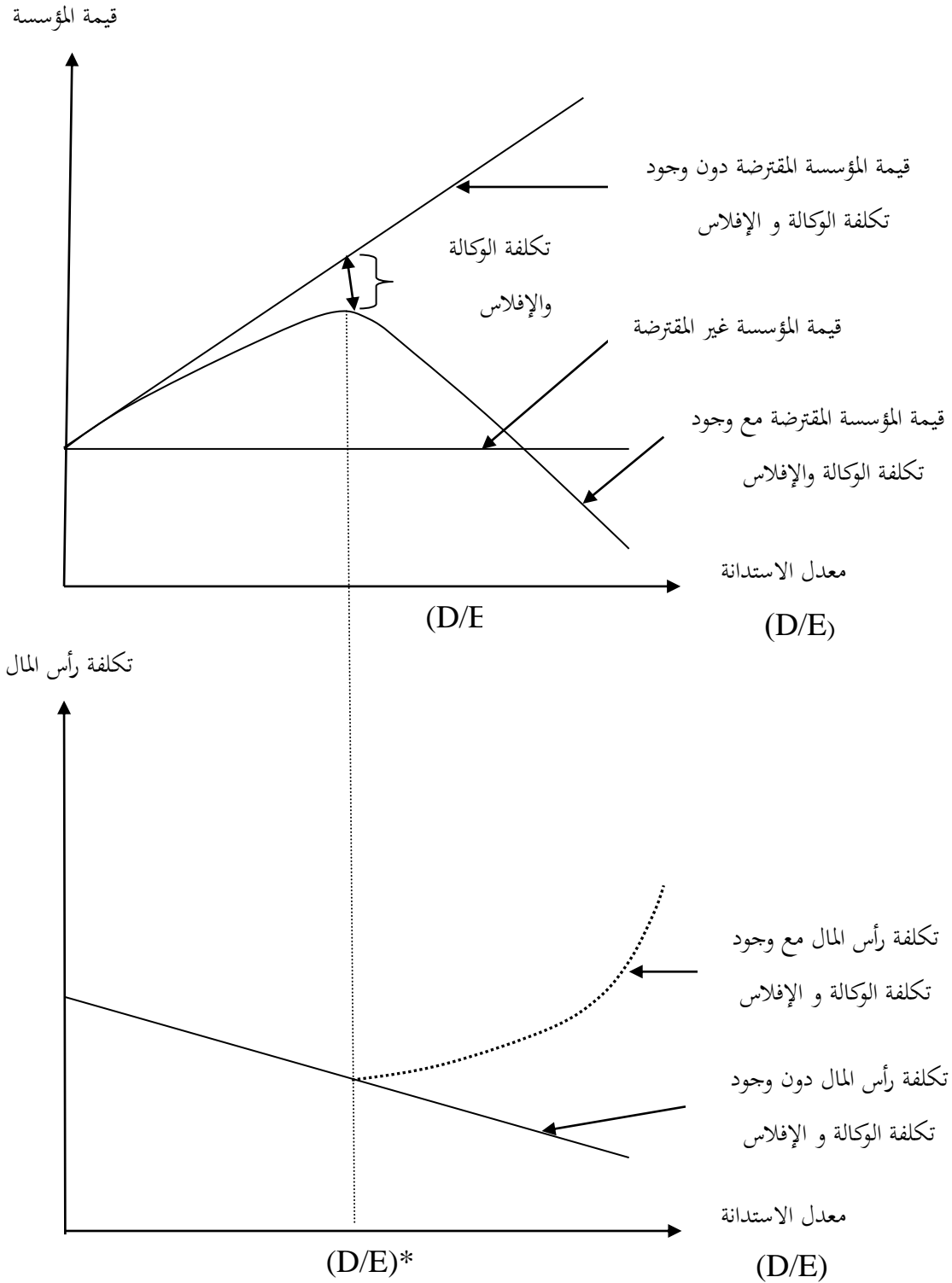
ثانيا: تكاليف الوكالة للإقتراض

هي تكاليف يتحملها المقرضون للتأكد من أن إدارة المنشأة لم تخل بالشروط المنصوص عليها في العقد والمتمثلة في بعض القرارات التي قد يكون لها تأثير على مصالحهم، ومن بين القرارات التي تخضع للمراجعة من طرف المقرضين هي، قرارات شراء أصول جديدة، والقرارات الخاصة بإجراء توزيعات وقرارات رفع مرتبات المديرين... الخ، وهذا يتطلب الرقابة سواء بواسطة المقرضين أنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم وهذا ما يكبدتهم بعض التكاليف التي سبق الإشارة إليها¹.

والشكل التالي يوضح أثر تكلفة الوكالة على تكلفة رأس المال:

¹ عبد المجيد تيمواوي، المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار إستخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 13، 2011، ص.75.

الشكل رقم (2-5): أثر تكلفة الوكالة على تكلفة رأس المال



المصدر: أوجين بريجهام، ترجمة: محمود فتوح وعمر عبد الكريم، الإدارة المالية "أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات، القرارات التمويلية الإستراتيجية"، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سورية، ط1، 2010، ص517. (بتصرف)

الفرع الثاني: النماذج المقترحة لتخفيض تكاليف الوكالة

أولاً: النماذج المقترحة لتخفيض تكاليف الوكالة لحقوق الملكية

1- نموذج جنسن (Jensen) و ماكلينج (Mackling) ¹.

قام كل من الباحثين "جنسن" و "ماكلينج" في إطار جهوداتهم بالإهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وإبراز أهميتها في الحد من المشاكل التي تنشأ نتيجة الفصل بين الملكية والإدارة، وإبراز دور هذا النموذج والذي يدخل في إطار حوكمة الشركات ومعالجة مشكلة الوكالة. فحسب هذا النموذج وفي حالة عدم إمتلاك مسير المؤسسة أية مشاركة في رأسمالها الإجتماعي، يصبح محفزاً لتحويل موارد المؤسسة لحسابه الخاص في شكل إقتطاعات غير مالية (تحويل موارد المؤسسة لأغراض شخصية "نفوذ شخصي")، في هذا الإطار يقترح "جنسن" و "ماكلينج" تقليص هذه التكاليف بواسطة مشاركة المسير في رأس مال الشركة من جهة ومن جهة أخرى عن طريق الإستدانة. حيث لا يكون المسير المساهم محفزاً لتبديد الفائض من موارد الشركة ويكون هذا السلوك أكثر وضوح في حالة شركة مدينة، لأنه عندما تزيد الشركة من رافعتها المالية تكون مدعوة لتسديد ديونها وبالتالي سيتم الحد من تدفق السيولة، وعليه فإن مسؤولية المسير تجاه مصالح المؤسسة تزداد وتقلص تكاليف الوكالة تبعا لذلك.

وفي عام 1982م خلص كل من مارت (Mart) وجروسمان (Grossman) إلى ذات النتيجة التي توصل إليها "جنسن" و "ماكلينج" 1976م، وذلك بأن حضور أموال الإستدانة في الهيكل التمويلي للمؤسسة يرفع من احتمالية إفلاس هذه الأخيرة، وهذا ما يعتبر حافزاً بالنسبة للمسيرين على مضاعفة جهوداتهم أكثر لصالح المساهمين، وذلك لتفادي حالة الإفلاس التي تكون جد مكلفة بالنسبة لهم والتي تتسبب في فقدان مناصب عملهم وسمعتهم في سوق العمل.

2- وستيلز هاريس (Stulz Harris) ونموذج رفيف (Raviv) ²

حسب "رفيف" و "ستيلز هاريس" فإن نزاع المصلحة يجد مصدره في حالة ما إذا رغب المساهمون في تصفية المؤسسة، مع العلم أن المسيرين يفضلون دوماً إستمرارية الإستغلال، في هذه الحالة تعد أموال الإستدانة مخففاً لهذا النزاع كونها تقحم طرف ثاني وهم الدائنون، والذين يعتبرون من بين الآليات الخارجية لحوكمة الشركات حيث يكون للدائنين الحق في تصفية الشركة إذا كانت تدفقات السيولة غير كافية لمواجهة تسديد مستحقات الديون، وبالمقابل تتطلب عملية التصفية الحصول على معلومات حول كامل المؤسسة، والتي يكون الحصول عليها في غالب الأحيان مكلف. علماً أن هذه التكاليف يتم خصمها من نتيجة التصفية، وعليه فإن البنية المثلى لهيكل رأس المال حسب هذين الباحثين تتحدد عن طريق مزج حكيم بين إيجابيات الإستدانة المتمثلة في تسهيل الحصول

¹ شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، ص.67.

² المرجع نفسه، ص.67-68.

على قرار التصفية، وتكاليف الإستدانة المتعلقة بمصاريف التحقيق بهدف الحصول على المعلومات حول المؤسسة، وهذا يحدث في حالة وجود نظام حوكمة ناضج وفعال والذي يترجم سلوك المسير في عمله لتحقيق ذلك .

إن موضوع نزاع المصلحة القائم بين المساهمين والمسيرين في المؤسسة حسب "ريف" و"ستيلز هاريس"، يتمثل في تخوف المساهمين من الوقوع في حالة الإستثمار المفرط.

وحسب ذات الباحث يمكن حل هذا النزاع بتحفيز المسيرين على رفع الفائض من التدفقات المالية للمساهمين في شكل توزيعات، أو بمفهوم آخر يكفي أن تلجأ المؤسسة إلى التمويل عن طريق الإقتراض، وفي هذه الحالة يقلل تسديد مستحقات أموال الإستدانة من تدفقات السيولة، بالإضافة إلى تدخل الدائنين في مراقبة إستخدام التدفقات النقدية للمؤسسة ومنه ترشيد القرارات الإستثمارية.

في نموذج "ريف" و"ستيلز هاريس" نحصل على البنية المثلى للهيكل المالي من خلال التحكيم الرشيد بين إيجابيات الإقتراض (تفادي الإفراط في الإستثمار)، وسلبياته المتمثلة بشكل أساسي في الوقوع في حالة قصور الإستثمار* والتي نتج عنها تضييع فرص للمؤسسة.

ثانياً: مقترحات تخفيض تكاليف الوكالة الخاصة بالإقتراض:

أشار كل من "جنسن" و"ماكلينج" إلى أن أموال الإستدانة تساهم في تحفيز المساهمين على الإستثمار دون المستوى الأمثل، لأن الأرباح الناتجة عن الإستثمارات تعود بالضرورة للمساهمين، في حين لو فشل المشروع فإن الدائنين يصبحون في خطر عدم استرجاع أموالهم، لذلك يكون المساهمون محزين للإستثمار في مشاريع أكثر مخاطرة حتى بقيم حالية صافية سالبة $VAN < 0$ ، لأن ازدياد خطر الإستغلال يكون في صالحهم دون تحمل مخاطرة كبيرة، وعليه خلص هذان الباحثان إلى أن البنية المثلى لرأس المال ستكون نتيجة تحكيم رشيد بين فوائد وتكاليف الوكالة الناتجين عن اللجوء إلى الإستدانة.

يناقش "جنسن" و"ماكلينج" في عام 1976م شكلاً آخر لتكاليف الوكالة الذي ينجم عن مشكلة إستبدال الأصول*، حسب هذان الباحثان يكون المساهمون محزين للإستثمار في مشاريع تكتسيها المخاطرة العالية، والتي تتجسد في تحويل ثروة الدائنين إلى المساهمين، وبالمقابل سيفرض الدائنون على المؤسسة معدلات فائدة عالية للتصدي مثل هذه السلوكيات، وبذلك تتحمل المؤسسة تكاليف تدقيق الحسابات والرقابة قصد طمأنة الدائنين .

حسب "جنسن" و"ماكلينج" فإن البنية المثلى لرأس المال هي التي تقلل من تكاليف الوكالة، عن طريق الموازنة بين مزايا اللجوء للإستدانة المتمثلة في الحد من تبيد المسير لموارد المؤسسة وجعله يعمل لصالح المساهمين، الشيء الذي يخفض من تكاليف الوكالة، وبين عيوب الإستدانة والمتمثلة في مشكلة إستبدال الأصول والتي تؤدي بدورها إلى الرفع من تكاليف الوكالة¹.

¹ المرجع نفسه، ص.68.

- كما قام بعض الباحثين بوضع بعض المقترحات لتخفيض تكاليف الوكالة المتمثلة في¹ :

-إقترح سميث (Smith) ووغنر (Warner) سنة 1979م لتخفيض من هذه التكاليف، من خلال جعل عقود الدين تشتمل على عقود في مجال سياسات الإستثمار وسياسة الإنتاج وسياسة ربح السهم وسياسة الإستدانة.

-يبين كل من جنسن (Jensen) وستيلز هاريس (Stylz Harris) سنة 1985م أن وجود ضمان في عقد الإقتراض بين المدين والدائن يعد حلا لمشكلات إستبدال الأصول ولقصور الإستثمار.

- يؤكد بواتفا (Poitvin) سنة 1989م على أن العلاقات ذات المدى الطويل بين المقترض والمقرض تشكل وسيلة جد فعالة للحد من المخاطر الناتجة عن تصرف الوكيل، وهذا بطريقة تختلف عن الطريقة التي كان سيتصرف بها لو كان هو الموكل وهو ما يطلق عليها بالمخاطر المعنوية.

- تشكل القروض قصيرة الأجل القابلة للتجديد كبها فعلا للحوافز السلبية للمساهمين، فيما إذا تمكن الدائنون من الإشراف أكثر على إستخدام الأموال المقترضة.

- بين ديامون هيرشليفير (Diamand Hirshaleifer) وثوكور (Thokor) سنة 1989م أن المسير المكثرت بسمعته يختار المشاريع الحذرة والتي تتميز بمخاطر منخفضة، الشيء الذي يحد من أثر إستبدال الأصول، وهذا ما يجعل هذه المؤسسة أكثر إستدانة من تلك التي تكون فيها سمعة المسير مهمة كثيرا.

المطلب الثاني: دور العمل بمبادئ الحوكمة في تخفيض تكلفة رأس المال

تلعب مبادئ حوكمة الشركات دور كبير في تخفيض تكلفة رأس المال، فالتزام المؤسسة بتطبيق هذه المبادئ يمكنها من حل الكثير من الصراعات والمشاكل التي تؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل فيها هذا من جهة ومن جهة أخرى اكتساب العديد من المزايا التي تمكن المؤسسة من الحصول على مصادر التمويل المختلفة و بالتكلفة الأقل.

الفرع الأول: دور الإفصاح في تخفيض تكلفة رأس المال

أولا: دور الإفصاح في تخفيض تكلفة المعلومة

يمكن إعتبار أن مبدأ الإفصاح من شأنه أن يخفض من تكلفة رأس المال، فقيام المؤسسة بالكشف عن البيانات المالية حيث تشمل هذه الأخيرة معلومات عن النتائج المالية والتشغيلية للشركة ونتائج الأعمال، والمخاطر المتعلقة بإستثماراتها والنتائج غير المالية كالأهداف التجارية والإدارية للشركة، وكذا تقارير مجلس الإدارة ومراقبي الحسابات، ويتم الإفصاح عن هذا في أوقات محددة تتسم بالدورية، ويمكن أن تكون سنوية أو نصف سنوية².

¹ المرجع نفسه، ص.69-70.

² محمد بن بوزيان وعلي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص.279.

كل هذا يقلل من الصراع بين أصحاب المصالح وتخفيض تكلفة المعلومة، والتي تناولها الإقتصاديون في نظرية سميت "نظرية تكلفة المعلومة"، والتي تنطلق أساساً من فكرة عدم تماثل المعلومات، ونقصد بعدم التماثل في المعلومات أن أحد الأطراف المتعاملين في السوق يملك معلومات أفضل من غيره من الناحية الكمية والنوعية، وبالتالي هناك معلومات ملائمة ومتوفرة للبعض ولكن ليس للجميع. هذه الحالة تجعل المستثمرين لا يستطيعون الحصول على المعلومات المناسبة لإتخاذ قراراتهم بنفس الدرجة، مما ينعكس في الأخير على كفاءة السوق المالي.

في ظل نظرية تكلفة المعلومة يمكن إعتبار أن المعلومة سلعة لها تكلفة. والإفصاح هو زيادة العروض من المعلومات وبالتالي إنخفاض تكلفتها، ويؤدي إنخفاض تكلفة المعلومة إلى خفض تكلفة رأس المال¹.

فالمستثمر عند قيامه بشراء الأسهم المصدرة من قبل الشركة المراد الإستثمار فيها، فإنه لا يتحمل تكاليف البحث عن المعلومات الخاصة بالشركة والمتعلقة بوضعيتها المالية الحالية والتي يبني على أساسها توقعاته في المستقبل، وفي هذه الحالة بما أن الشركة تقوم بالإفصاح عن هذه المعلومات فإن المستثمرين الذين يشترون أسهمها، ويطلبون ويقبلون بمعدل عائد أقل نتيجة عدم تحملهم تكاليف البحث عن المعلومات، ومنه إنخفاض تكلفة رأس المال لحقوق الملكية.

وبالرجوع إلى أصحاب المصالح فإن البنوك مثلًا التي تمنح الشركة القروض، فإنها في حالة إفصاح هذه الأخيرة عن كامل المعلومات المتعلقة بنشاطها ووضعها المالي، فإن هذا يسمح بتخفيض معدل الفائدة على القروض التي تمنحها البنوك للشركات، فمن المعروف أن البنوك قبل أن تمنح القروض للمؤسسات فإنها تقوم أولاً بدراسة الوضع المالي لهذه الشركات وقدرتها على السداد، مما يستدعي البحث عن المعلومات الخاصة بهذه الشركات، وبالتالي فإن البنوك تتحمل التكاليف نتيجة لذلك. وقيام المؤسسات بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بها فإن البنوك في هذه الحالة لا تتحمل أي تكاليف، وبما أن معدل الفائدة على القروض يدمج فيه مثل هذه التكاليف فإنه في هذه الحالة يكون معدل الفائدة المطلوب من قبل البنوك ينخفض مما يؤدي إلى إنخفاض تكلفة رأس المال.

وتجدر الإشارة إلى أن المعلومات التي يفصح عنها تبقى قائمة على درجة مصداقيتها، لأن المستثمرين أو البنوك ليسوا ساذجين في تصديقهم لأي معلومة تنشرها الشركة، فهم يستقبلون كل معلومة بدرجة معينة من الشك².

وبالتالي يجب أن تكون المعلومات المالية المفصح عنها معدة على أساس معايير متينة، والتي يجب أن تكون في إطار مبادئ المحاسبة المقبولة والمعترف بها وبتصديق من مراجعي الحسابات الخارجيين، وكذلك عن مسؤوليات

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2008، ص. 218.

² بتصرف.

الفصل الثاني = حوكمة الشركات ودورها في تخفيض تكلفة رأس المال

مجلس الإدارة فيما يتعلق بعملية إعداد البيانات المالية والإبلاغ عنها، وهذا ما يبعث الطمأنينة لدى حملة الأسهم وغيرهم إزاء البيانات المعروضة كونها تعبر بدقة عن وضع الشركة¹.

وبهذا يصبح الإفصاح أداة قوية للتأثير على المستثمرين من خلال جذب رأس المال وتكلفة أقل.

ثانياً: إبراز نوع الارتباط بين نوعية حوكمة الشركات وتكلفة رأس المال

من خلال تطرقنا للمعلومات السابقة التي تناولناها في النقطة الأولى من هذا الفرع، يتضح لنا الارتباط السلبي بين نوعية حوكمة الشركات وتكلفة حقوق الملكية من جهة، ونوعية حوكمة الشركات وتكلفة الدين من جهة أخرى.

1- نوع الارتباط بين نوعية حوكمة الشركات وتكلفة حقوق الملكية:

يمكن تبين هذا من خلال التأثير المباشر والتأثير غير المباشر على النحو التالي²:

- التأثير المباشر: معلومات ذات جودة عالية تقلل إنحرافات تقييم المستثمرين للتدفقات النقدية للشركة، والنتيجة هي تقدير منخفض للمخاطر مما يؤدي إلى إنخفاض تكلفة الأسهم.

- التأثير غير المباشر: يظهر هذا الأثر من خلال التأثير على القرارات الحقيقية للشركة، حيث أن توفر جودة عالية لحوكمة الشركات يقلل من تبديد الإدارة لموارد الشركة مما يزيد من التدفقات النقدية المتوقعة للمستثمرين، والنتيجة هي تقدير منخفض للمخاطر مما يؤدي إلى إنخفاض تكلفة حقوق الملكية والتي تساهم في تخفيض تكلفة رأس المال ككل.

2- نوع الارتباط بين نوعية حوكمة الشركات وتكلفة الدين:

هناك ارتباط سلبي بين نوعية حوكمة الشركات وتكلفة الدين، فمن المفروض أن أصحاب الديون يأخذون حوكمة الشركات في الاعتبار عند تقدير مخاطر التخلف عن سداد القروض الممنوحة للمؤسسة، وبالتالي توفر جودة عالية لحوكمة الشركات تنخفض مخاطر التخلف عن السداد والنتيجة هي تكلفة دين منخفضة مما يؤدي إلى إنخفاض تكلفة رأس المال³.

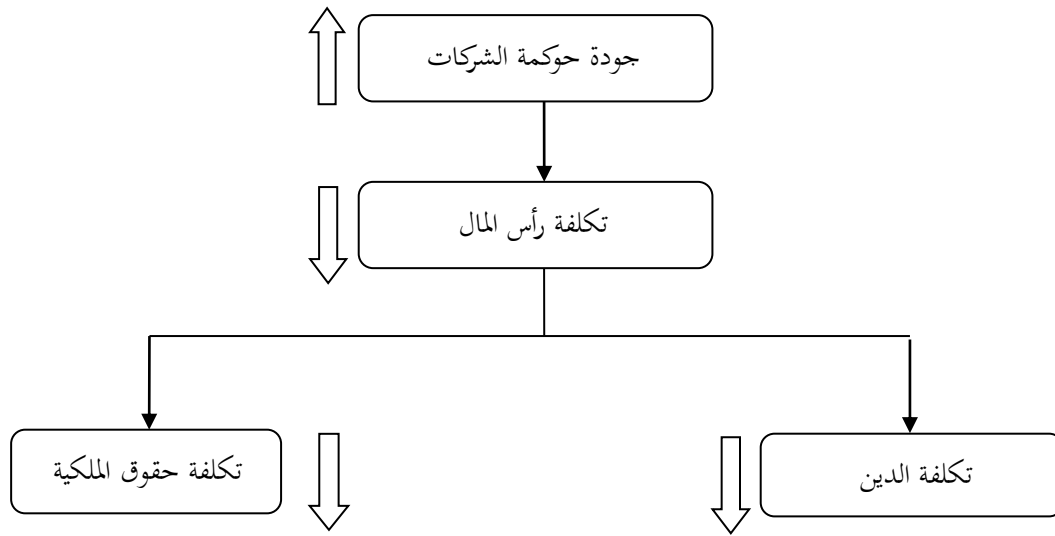
و يمكن توضيح هذا من خلال الشكل التالي:

¹ إرشادات بشأن الممارسات الجيدة في الكشف عن البيانات في سياق إدارة الشركات، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، الأمم المتحدة، ص.3-4، من الموقع: www.unctad.org/ar/docs/ilet20063_ar.pdf، تاريخ الإطلاع: 2015-3-28.

² Christine Zollner, **Corporate Governance and Firm Value**, European Corporate Governance, Wintensenester 2013/14, Presented by: Ina.Maria Immel, p.10.

³ **Ibid**, p11.

الشكل رقم (2-6): الإرتباط العكسي بين حوكمة الشركات وكل من تكلفة الدين وتكلفة حقوق الملكية



Source: Christine Zollner, **Corporate Governance and Firm Value**, European Corporate Governance, Presented by: Ina.Maria Immel, Miba- University of Hambury, p.10.

ثالثاً: دور الإفصاح في تخفيض تكلفة رأس المال من خلال تحسين سلوك الإدارة

وإذا تناولنا مبدأ الإفصاح من جانب آخر وهو دوره في تحسين سلوك الإدارة، فإن المعلومات التي توفرها الشركات للمتعاملين في السوق تمكنهم من تقدير القيمة الحقيقية لأسهمها، وبالتالي فإن نتائج ذلك التقييم تعبر عن كفاءة الإدارة من عدمها، فإذا وجد المستثمرون المتواجدون في السوق أسهم الشركة ومن خلال تقييمهم لها وعلى أساس المعلومات المفصّح عنها مسعرة بأقل مما يجب، مما يجعل الأسعار السوقية لأسهم الشركة منخفضة¹، وهذا ما يدل على أن الإدارة لا تعمل على تعظيم ثروة الملاك مما يعني أن تكلفة رأس المال في هذه الحالة مرتفعة، لعدم قدرة الإدارة على الإستغلال الأمثل لموارد الشركة، وينتج عن هذا نفور المساهمين المحتملين ويجبر المساهمين الحاليين على التخلي عن الشركة ببيع أسهمهم وإتاحة الفرصة أمام المنافسين لمحاولة إمتلاك الشركة والسيطرة عليها، والعمل على تحسين أدائها من خلال تخفيض تكلفة رأس المال فيها وهذا ما يعكسه نظام الخارجين².

الفرع الثاني: دور حفظ حقوق المساهمين في تخفيض تكلفة رأس المال

أولاً: آلية التصويت كأداة لتحسين كفاءة الإدارة

يعتبر حق التصويت من بين حقوق المساهمين، وحق التصويت هو آلية يعتمد عليها حملة الأسهم العادية لممارسة الضغط على إدارة الشركة، لكي تعمل جاهدة على خدمة مصالحهم المرهونة بمدى نجاح مؤسستهم ونموها

¹ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد، الأردن، 2008، ص.33.

² برايان كويل، ترجمة: قسم الترجمة بدار الفاروق، دمج وشراء الشركات، دار الفاروق، ط2، مصر، 2009، ص.93.

وتحقيق الأرباح¹، وكما يمثل حق التصويت نوع من الرقابة المباشرة التي يمارسها المساهمون على مؤسستهم من خلال جمعيتهم العامة التي يخللون فيه الوثائق المالية، وبخاصة الميزانية وحسابات النتائج وينتهون من دراستها إلى إتخاذ قرارات الثقة أو عدم الثقة في إدارة الشركة، ويستطيعون من خلالها تحديد وتوجيه الأهداف المستقبلية للمؤسسة²، والتي تجبر الإدارة على تنفيذها من خلال الإستغلال الأمثل للموارد المتاحة، وكذلك سعيها إلى تكوين هيكل رأس مال أمثل والذي يصل بتكلفة رأس المال إلى أدنى مستوى.

إذا ما تعرضت القيمة السوقية للأسهم للتدهور، فقد يسعى بعض الملاك للحصول على تفويض من ملاك آخرين، وذلك بهدف تجميع عدد كافي من الأصوات في الجمعية العمومية، بما يمكنهم من إقصاء الإدارة وإحلالها بإدارة جديدة، مثل هذه الآلية من شأنها أن تدفع الإدارة لبذل الجهد الكافي لإرضاء حملة الأسهم، فمثلا إذا كانت المنشأة مهددة بالسيطرة من قبل مؤسسات أخرى، نتيجة إنخفاض القيمة السوقية عن المستوى المتوقع في ظل إمكانياتها المتاحة، يمكن للإدارة في هذه الحالة إذا كانت بالفعل تعمل من أجل تعظيم ثروة الملاك، أن تستعمل نوع من الإبتزاز المشروع ويحدث هذا عندما تبدأ منشأة أخرى في عملية الإستحواذ من خلال شراء جزء كبير من أسهم المنشأة، وعليه تقوم الإدارة بالإتصال بالملاك الذين يتوقع رفضهم بيع الأسهم للمستثمر الجديد دون غيرهم، لإغرائهم ببيع أسهمهم أو جزء منها بسعر أعلى من سعر السوق، مثل هذا الإجراء من شأنه أن يفسد خطة المستثمر للسيطرة على الشركة والتي تعود نتائجها بالسلب على المستثمرين أصحاب المنشأة المستهدفة بالإستحواذ³.

ثانيا: كفاءة الإدارة من خلال توزيعات الأرباح وأثرها على تكلفة رأس المال

تعكس توزيعات الأرباح التي توزع بقرار من الإدارة صحة الحالة المالية للشركة، مما يؤدي إلى تحفيز المساهمين الحاليين على الإحتفاظ بأسهمهم، وكذا تحفيز المستثمرين المحتملين على الإكتتاب في الإصدارات الجديدة عند قيام الشركة بزيادة رأسمالها، أما إنخفاض نسبة التوزيعات فتحفز المساهمين الحاليين على التخلي عن أسهمهم ما يدفع شركات أخرى لمحاولة السيطرة على الشركة⁴، وبالتالي فإن كفاءة الإدارة تتحدد من خلال قدرتها على رفع نسبة التوزيعات، هذه الأخيرة تتطلب بدورها قدرة الإدارة على رفع وزيادة نسبة الأرباح من خلال رفع قيمة الشركة وخفض تكلفة رأس المال.

طالما أن زيادة توزيعات الأرباح تزيد حالة عدم التأكد بالنسبة للمستثمر، ومنه إنخفاض المخاطر المتعلقة بالإستثمار في الشركات التي تقدم تلك التوزيعات، وبما أن معدل العائد المطلوب (تكلفة رأس المال) من قبل

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص.669.

² عبد الباسط ووفاء محمد حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة، القاهرة، مصر، 1996، ص.332.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص.21-23.

⁴ محمد زرقون، أثر الإكتتاب العام على توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة "دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير

فندق الأوراسي بالجزائر"، مجلة الباحث-80، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010، ص.85-86.

المستثمر يتناسب طرديا مع المخاطر الخاصة بالإستثمار، فإن رفع الإدارة نسبة توزيعات الأرباح سوف يخفض من هذه المخاطر ومنه إنخفاض معدل العائد المطلوب وهذا يعني إنخفاض تكلفة رأس المال¹.

من جهة أخرى قد تعتبر الزيادة في توزيعات الأرباح مؤشرا على أن الإدارة لا تفرط في إستخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية وهو ما يقلل من تكلفة الوكالة².

فمن خلال ما سبق يظهر الإرتباط الإيجابي بين نوعية حوكمة الشركات والتدفقات النقدية الحرة المتوقعة، فكلما إرتفعت جودة حوكمة الشركات كلما زادت قيمة التدفقات النقدية الحرة والمعبر عنها في شكل توزيعات³.

وبالنظر إلى نماذج حوكمة الشركات، نجد أن الملاك المشتتين الممثلين في نظام الخارجين يفضلون توزيع الأرباح دون احتجازها، فهم أساسا قاموا بشراء الأسهم من أجل تعظيم الأرباح، وإذا لم تقم الشركة بالتوزيعات يمكنهم الخروج من الشركة عن طريق بيع أسهمهم، فالتهديد بالخروج يفسح مجالا لمن يرغبون في تحسين أداء الإدارة بالسيطرة على الشركة وهذا يفرض إنضباطا على سلوك الإدارة خوفا من تغيير هياكل الملكية والإدارة⁴.

المطلب الثالث: إجراءات منع الإدارة من التحسين ودورها في تخفيض تكلفة رأس المال

قد تواجه المؤسسة العديد من التهديدات في حالة عدم فعالية الآليات الخارجية لحوكمة الشركات، لهذا جاءت فكرة التحسين الإداري لمواجهة مثل هذه التهديدات منها التهديد بالإستلاء، كما أن لهذه الآلية سلبيات عديدة لهذا وجب اتخاذ بعض الإجراءات لمواجهةها ودفع الإدارة للعمل على تحقيق أهداف المساهمين.

الفرع الأول: دور التحسين الإداري في حماية الشركات في حالة عدم كفاءة السوق المالي

التحسين الإداري هو آلية وضعت لحماية الشركات من الإستيلاء، وقد ظهرت هذه الفكرة في الثمانينات عندما تعرضت العديد من الشركات إلى الإستيلاء العدائي، لهذا خططت تلك الشركات لحماية نفسها من ذلك، كما إرتبط التحسين الإداري إرتباطا وثيقا بحوكمة الشركات لحمايتها إستنادا إلى سياسات تحصيل صحيحة لعدم المساس بحقوق المساهمين، خاصة عندما يكون مجلس الإدارة له الحق في إتخاذ قرارات تخص الشركة تتعلق بحماية الشركة من الإستيلاء العدائي عليها، ففي حالة عدم كفاءة السوق المالي والذي يظهر من خلال إنخفاض أسعار الأوراق المالية للمؤسسة، وبالتالي تصبح مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، هذا ما يجعلها مستهدفة من خلال عملية الإستيلاء من قبل مؤسسات منافسة ترغب في الإستحواذ عليها مما يؤدي إلى إنخفاض قيمتها، وعليه وجود

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص.361.

² محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص.87.

³ Christine Zollner, *op.cite*, p9.

⁴ مارك هيسيل، مجلس إدارة الشركات: الرقابة من خلال التمثيل، ص.36-37، من الموقع: www.hakama.net، تاريخ الإطلاع: 28-3-2015.

إجراءات تحصيل إداري تصبح الشركات محمية من مثل هذه العمليات، وقد يكون لتحصيل الإداري أثر سلبي على الشركة في حالة إذا لم يستغل بالشكل الصحيح¹.

الفرع الثاني: آليات مواجهة سلبيات التحصيل الإداري

في حالة وجود إدارة متحصنة تواجه الشركة في مثل هذه الحالة عدة مخاطر، وذلك لأن المدراء المتحصنين سيكونون قادرين على التصرف بموارد الشركة بما يخدم مصالحهم دون مصالح حملة الأسهم، إذ قد يعمل هؤلاء على إنفاق الموارد المالية للشركة في أمور جانبية كإنشاء مكاتب فاخرة أو شراء طائرة أو العضوية في النوادي بإسم الشركة، لمواجهة مثل هذه التصرفات السلبية توجد عدة آليات لمواجهة سلبيات التحصيل الإداري².

أولاً: الرقابة الفعالة من قبل مجلس إدارة قوي:

في الماضي كانت تعويضات أعضاء مجلس الإدارة تأخذ في معظمها شكل رواتب مقطوعة، أما اليوم فهي تتضمن خيار شراء الأسهم ما يعني إرتباطها بمستوى أداء الشركة، هذا التغيير في هيكل التعويضات بالإضافة إلى إستقلال أعضاء مجالس الإدارة، يسمح بتحسين رقابة تلك المجالس على أداء إدارات تلك الشركات ما جعل التهديد بالعزل يلازم المدراء أصحاب الأداء المتدني.

والسبب الرئيسي في حصول التحويلات المذكورين هو حصول تحول في هيكل ملكية الأسهم، وتظهر فعالية مجلس الإدارة في حالة الشركات التي يملك فيها المستثمرون المؤسسيون نسب كبيرة من أسهمها، كذلك في حالة المؤسسات التي تتميز بهيكل ملكية مركز فيصبح من المجدي والمهم لتلك المؤسسات فرض رقابة على أعمال الإدارة، طالما أنها تملك النفوذ الكافي للتأثير على مجلس الإدارة، فعندما يغضب أحد مدراء هذه المؤسسات على أداء الشركة يقودهم إلى التهديد بالعزل أو عزل مجلس إدارة تلك الشركات بأكمله وإنتخاب واحد آخر جديد قادر على تحسين أداء الشركة، من خلال رفع قيمة أسهمها وهذا بتخفيض تكلفة رأس المال ويتحقق هذا من خلال كفاءة مجلس الإدارة والرقابة التي يمارسها هذا الأخير على المديرين التنفيذيين.

يعتبر المستثمرون المؤسسيون مستثمرين نشطين، قادرين على تحسين ربحية الشركات ضعيفة الأداء، حيث يقومون بإستبدال إدارتها والعمل بتقنيات الإدارة بالقيمة، والتي يعبر عنها بحوكمة الشركات، هذا ما يؤدي لاحقاً إلى تحسين ربحية الشركات.

فالمستثمرون الناشطون يكونون قادرين على تحسين أداء الشركة حتى لو لم يمتلكوا نسبة كبيرة من أسهم الشركة، حيث يكون هؤلاء في الغالب أعضاء يمثلونهم في مجلس الإدارة، ويقوم أولئك الأعضاء بتحديد المشاكل التي تعاني منها الشركة مما يؤدي إلى تغيير الأعضاء الآخرين لإتجاهاتهم ليصبحوا أقل تسامحاً مع فريق الإدارة،

¹ Corporate Governanse and Accountig Arbitrage, a partir du site:

www.Finance professor.com/governance/corporate%20Governance.html, date de consultation: 28-3-2015.

² أوجين بريجهام، ترجمة: محمود فتوح و عمر عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص.465.

وليضعوا أعضائه تحت الضغط ما يجبرهم على إتخاذ إجراءات فعالة لتحسين أداء الشركة ورفع قيمتها من خلال خفض تكلفة رأس المال فيها¹.

ثانياً: استخدام برنامج التعويضات للربط بين مصالح الإدارة ومصالح حملة الأسهم

يحصل المدير التنفيذي اليوم على راتب مقطوع إضافة إلى تعويضات أخرى ترتبط بمستوى أداء الشركة، فترتفع بإرتفاعه تلغى في حالة تدنيه، هذا الأداء يعكس سعر السهم للشركة من خلال التحركات العامة في السوق، وتجدد الإشارة إلى أن هذه التعويضات لا تمنح بالكامل على أساس أداء أسهم الشركة، بل ترتبط بعضها بعوامل تشغيلية قصيرة الأجل وأخرى بعوامل تشغيلية طويلة الأجل²، وعليه تمنح هذه التعويضات (المرتبطة بالأسهم) من خلال المشتقات المالية وتتمثل في:

- خيار شراء الأسهم: تأخذ التعويضات القائمة على الأسهم شكل الخيارات، حيث تقرر شركة ما منح أحد العاملين خيار يسمح له بشراء عدد محدد من أسهم الشركة بسعر محدد يدعى سعر الممارسة، يكون مساوياً للسعر الجاري للسهم في تاريخ منح الخيار، لكن لا يمكنه ممارسة هذا الخيار إلا بعد فترة زمنية محددة تتراوح ما بين سنة إلى خمس سنوات (تدعى فترة الأحقية) وتنتهي صلاحيته بعد 10 سنوات من منحه، فإذا كان سعر السهم يوم منح الخيار 100 دولار، فسيكون حامل الخيار قادراً على ممارسة الخيار على مدى خمس سنوات، لنفرض أن سعر السهم إرتفع بعد خمس سنوات من منح الخيار إلى 134 دولار، يمكن للعامل حينها ممارسة الخيار الذي بحوزته ثم يبيع الأسهم ليحصل بذلك على 34 دولار من كل سهم إشتراه³، وإذا كان هذا العامل هو المدير العام التنفيذي وكانت المكافأة التي حصل عليها تشمل 100 سهم فسيكون مجمل ما يكسبه 34000 دولار إلى جانب التعويضات الأخرى التي يحصل عليها⁴.

تهدف برامج خيار شراء الأسهم لتحفيز المديرين على بذل جهود أكبر لجعل الشركة أكثر قيمة مما يفيد حملة الأسهم، ومن أجل ضمان خدمة هذا الهدف و قدرة أسلوب خيار شراء الأسهم على الربط بين تعويضات المستفيدين وثروة حملة الأسهم، لا بد من الإعتماد أثناء تحديد سعر الممارسة على أداء السوق أو المنافسين، ولمساعدة الشركات في زيادة الإنتاجية بصفة طويلة الأجل من جهة، وتحسين مستوى الدخول التقاعدية لجميع العاملين من جهة أخرى، سمحت إدارة بعض الشركات خاصة الأمريكية بإستخدام برامج تمليك العاملين لأسهم الشركة، حيث بلغت خلال سنة 2010م عدد الشركات التي تستخدم برنامج تمليك العاملين لأسهم الشركة 8500 شركة مساهمة خاصة، و1500 شركة مساهمة عامة في الولايات المتحدة الأمريكية⁵.

¹ نفس المرجع، ص. 465-469.

² نفس المرجع، ص. 470-471.

³ عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2014، ص. 108.

⁴ أجين برغام، ترجمة: محمود فتوح وعمر عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص. 417.

⁵ توماس أ. ستبورات، ترجمة: علاء أحمد إصلاح، ثروة المعرف "رأس المال البشري و مؤسسة القرن الحادي والعشرون"، الدار الدولية

للاستثمارات الثقافية، مصر، 2004، ص. 402-403.

ثالثاً: أهداف إنشاء برنامج تملك العاملين لأسهم الشركة:

- تم إنشاء برنامج تملك العاملين لأسهم الشركة على إعتبار أن ذلك يؤدي إلى تحسين إنتاجية العمل، وبالتالي كفاءة الإقتصاد ككل، ذلك أن العامل إذا تملك حصة في مشروع معين فإنه سيعمل بجهد أكبر وترداد إنتاجيته، وهذا ما سيعود عليه وعلى حملة الأسهم الآخرين بالفائدة.
- تمثل برامج تملك العاملين لأسهم الشركة تعويضات إضافية، وإذا لم يتم إنشاء مثل هذا البرنامج فقد يتطلب الأمر منح تعويضات إضافية من نوع آخر، وقد لا يكون لها نفس الأثر المحتمل في زيادة الإنتاجية، بالإضافة إلى أنها قد تؤدي إلى إرتفاع تكلفة التمويل بشكل غير مباشر.
- تساعد برامج تملك العاملين لأسهم الشركة على إستبقاء العاملين على الأقل حتى يحين موعد نفاذها¹.

¹ أوجين بريجهام، ترجمة: محمود فتوح وعمر عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص. 475-476.

خلاصة الفصل

من خلال ما تقدم يمكن القول أن حوكمة الشركات عبارة عن وسيلة و ليست هدفا يسعى للوصول إليه، وهذا باعتبارها مجموعة من القواعد و الحوافز التي تهتدي بها الإدارة لتعظيم ربحية شركتها على مدى البعيد، أي ضمان الحصول على رأس المال بتكلفة معقولة تمكنها من تحقيق معدلات مرتفعة من النمو المستقبلي بما يؤثر إيجابا على قيمة تلك الشركة.

وللوصول إلى ما تسعى إليه الحوكمة، ظهرت العديد من النماذج المقترحة لتخفيض تكاليف الوكالة، فعلاقة الوكالة والتي تنتج عنها هذه التكاليف تعتبر السبب الرئيسي في ظهور الحوكمة، فقد اعتمدت هذه النماذج على آليات و أطراف الحوكمة في تخفيض تكاليف الوكالة، كما يعتبر الالتزام بتطبيق مبادئ الحوكمة من خلال وجود مديرين أكفاء و مستوى عالي من الشفافية يعطي المستثمرين قدرا كبيرا من الثقة هذا من جهة، ويعمل ذلك الالتزام على التقليل من مخاطر الاستثمار من جهة أخرى، فيوصل في الأخير إلى تخفيض تكلفة رأس المال بتلك الشركة.

الفصل الثالث

أثر مستوى الحوكمة بمؤسسة "عصائر
روبية" على تكلفة رأس المال فيها

تمهيد

بعد تطرقنا في جانب النظري إلى تكلفة رأس المال في الفصل الأول من هذه الدراسة، ثم إلى موضوع حوكمة الشركات والتي حاولنا من خلاله توضيح أثرها في تخفيض تكلفة رأس المال.

ولتوضيح هذا إرتأينا التطرق في الجانب التطبيقي من هذه الدراسة إلى إحدى المؤسسات الجزائرية التي إعتمدت على نظام الحوكمة لتحقيق أهدافها، هذه المؤسسة المتمثلة في مؤسسة عصائر روية، حيث بدأت مؤسسة روية منذ سنة 2003 في نشر تقرير سنوي مما يسمح بالتواصل الواضح والفعال ما بين المساهمين والعاملين والعائلة، و بهذا إعتمدت مؤسسة روية نظام الحوكمة نظرا لما له من دور في جذب رأس المال وبالتكلفة الأقل، مما يؤدي إلى زيادة الإستقرار والنمو في المؤسسة، من خلال هذا يمكن طرح التساؤل التالي: ما هو أثر الحوكمة في هذه المؤسسة على تكلفة رأس المال فيها؟

ولمعالجة هذا التساؤل تم تقسيم الفصل إلى مبحثين:

❖ المبحث الأول: تقديم مؤسسة عصائر روية

❖ المبحث الثاني: تكلفة رأس المال في مؤسسة عصائر روية وأثر الحوكمة عليها

المبحث الأول: تقديم مؤسسة "عصائر روية"

تعتبر "عصائر روية" من بين المؤسسات الرائدة في مجال الصناعة الغذائية وبالتحديد في قطاع المشروبات بالجزائر، وكذلك من بين المؤسسات التي أولت إهتماما لمفهوم حوكمة الشركات، وفي هذا المبحث سوف نتعرف أكثر على هذه المؤسسة ومدى تطبيق نظام الحوكمة فيها.

المطلب الأول: نظرة عامة على مؤسسة "عصائر روية"

الفرع الأول: التعريف بمؤسسة "عصائر روية"

تأسس المعمل الجزائري الجديد للمصبرات NCA «La nouvelle Conserverie Algérienne» في 2 ماي 1966م، وهي مؤسسة ذات أسهم (Société par action) تابعة للقطاع الخاص، تم إنشاؤها من طرف "الإخوة عثمانى"، تقع على الطريق رقم 05 بالمنطقة الصناعية لروبية (ولاية الجزائر)، وهي تبعد بحوالي 30 كلم شرقا عن العاصمة، وتعد من أهم المعامل الجزائرية في قطاع المشروبات حاليا وفي قطاع المصبرات سابقا. وصل عدد عمالها سنة 2014م إلى أكثر من 489 عاملا، أما رأس مالها الاجتماعي فيقدر بـ 849195000 دج، تقوم المؤسسة بتسويق جميع منتجاتها بعلامة "روبية" "Rouiba" نسبة للمنطقة التي توجد بها، ويعتبر المعمل الجزائري الجديد للمصبرات أحد أهم المؤسسات المهمة والرائدة في الجزائر في مجال الصناعة الغذائية خاصة فيما يتعلق بقطاع المشروبات من حيث مساهمتها في تغطية إحتياجات السوق المحلي، وهذا من خلال السياسات المحكمة التي إتبعتها والخيارات الإستراتيجية المستمرة خلال مدة نشاطها، خاصة فيما يتعلق بالخيارات المتعلقة بالتعبئة والتغليف وتوجيه المنتجات، وكانت سنة 1990م بمثابة المنعرج في حياة المؤسسة وهذا بسبب التطورات الحاصلة في السوق الجزائرية، والتي دفعت بمسؤولي المؤسسة إلى إستعمال أحدث وأتقن العبوات المستعملة في العالم في مجال التصبير لتعليب بعض منتجاتها، والتي كثر الطلب عليها مثل عصير الفواكه، ألا وهي "Tétra Pack" (وهي عبارة عن عبوة تتكون من العديد من طبقات الكارتون وأوراق الألمنيوم) ومادة البوليثيلين (Polyéthylène) (وهي مادة ناتجة عن تكثيف الآلثين). الأمر الذي ساعدها على التوغل في السوق المحلي والدولي¹.

الفرع الثاني: السنوات المفتاحية لحياة مؤسسة عصائر روية

لقد قامت مؤسسة عصائر روية بتحقيق عدة إنجازات منذ نشأتها، وفيما يلي سنتعرض إلى أهم هذه الإنجازات في السنوات الآتية وذلك من خلال الجدول التالي:

¹ Notice d'information NCA-Rouiba spa, Visa COSOB n°2013/01 du 06 fevrier 2013, p.2.

الجدول رقم (3-1): السنوات المفتاحية لحياة مؤسسة عصائر روية

السنوات	إنجازات المؤسسة
1966	- تأسيس المؤسسة وبداية الإنتاج والتوزيع لمصبرات العلب (هريسة، طماطم، ... إلخ)، والحيازة على أرضية المعمل في قلب المنطقة الصناعية برويبة- الجزائر العاصمة.
1984	- بداية النشاط في إنتاج العصير.
1989	- الحيازة وجلب آلات Tétrá Pack ذات القدرة الإنتاجية العالية إلى المعمل.
1990	- تنوع سلسلة المنتجات بإدخال المشروبات (نيكثار Nertar، عصير الفواكه Jus de Fruits).
2000	- الحصول على شهادة ISO9002.
2003	- تضرر جزء هام من بنيات المؤسسة من جراء زلزال ماي 2003 بالجزائر، مما نجم عن ذلك ترحيل فرع التوزيع إلى مركز آخر متواجد بواد السمار- الجزائر العاصمة.
2004	- بداية النشاط في إنتاج الحليب.
2005	- تبني نظام ERP والذي يغطي مختلف الجهات في المؤسسة. - إيقاف نشاطات إنتاج الحليب والمصبرات وبداية تنفيذ برنامج للترقية الصناعية، وكذا برنامج ترقية الموظفين.
2006	- تنظيم عدة تظاهرات إعلامية تابعة لبرامج تحسين النوعية والحفاظ على البيئة. - تشجيع إستراتيجية CAMEL.
2008	- الحصول على شهادة نظام متكامل ISO 9001-2000 و ISO 14000. - الفوز بجائزة البيئة. - الإنتهاء بنجاح من إنجاز برنامج التحديث الصناعي التي بدأت فيه عام 2005، وإعتماد خطة عمل تتمحور حول المنتجات العلامات التجارية.
2009	- البدء في تنفيذ الخطة التسويقية من خلال: - تحديث شعار العلامة التجارية. - إعتماد نظام التعبئة والتغليف الجديد. - تعزيز جهود مجموعة من المنتجات وإطلاق مشروع ثمرة الفاكهة. - الموافقة على ميزانية للإتصال والترويج بما يتماشى مع أهداف المؤسسة لتكون أقرب من عملائها.
2010	الإعتماد على برنامج تنمية يتمحور حول المحار التالية: - تعزيز حوكمة الشركات من خلال: - إنشاء مدونة لقواعد الحوكمة الرشيدة وإنشاء لجنة التدقيق ولجنة المكافآت. - وضع خطة ثانية للترقية على المستوى الصناعي والتجاري، بالإعتماد بشكل خاص على تقوية مرافق الإنتاج وتعزيز منصة التوزيع. - دراسة إمكانية التصدير للبلدان المقاربة وضممان تقديم منتجاتها في هذه الأسواق.

	- تقديم المؤسسة طلب قرار إلى السلطات المعنية بالدخول إلى البورصة.
2011	البدء في تنفيذ برنامج التنمية الذي إعتمد في عام 2010 من خلال: - توسيع ممرات والخدمات اللوجيستية لتحسين مساحة التخزين. - تركيب خط التعبئة والتغليف الجديد تترا باك A3. - الشروع في عملية التصديق على نظام سلامة الأغذية وفقا ل ISO22000.
2012	متابعة برنامج التطوير المستمر الذي إعتمد في عام 2010 وبدأ تنفيذه في 2011 من خلال: - تطوير ورش الإنتاج لتلبية متطلبات المواصفة ISO 22000، وكذلك تطوير المباني، تنظيم تدفق المواد والموظفين. - تركيب خط التعبئة والتغليف الصناعي الثاني تترا باك A3. - الموافقة على خطة عمل المؤسسة للفترة ما بين 2012 و 2016.
2013	- الحصول على شهادة ISO 22000. - الإستحواذ على أراضي جديدة لإيواء منصات الخدمات اللوجيستية الجديدة. - الدخول والإكتتاب بالبورصة.

source : **Notice d'information NCA-Rouiba spa**, Visa COSOB n°2013/01 du 06 fevrier 2013, p.36-38.

الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة "عصائر روية"

يرتكز تنظيم مؤسسة عصائر روية على سبعة مديريات وكل مديرية تشمل مجموعة من المصالح تتوزع عليها مختلف مهام المؤسسة ونشاطاتها، وذلك على النحو التالي¹:

أولا: مديرية المالية والمحاسبة

تتمثل مهامها في إعداد ومتابعة الميزانيات وإستخراج الإنحرافات وتسجيل العمليات المحاسبية وتكون من مصلحتين هما:

1- مصلحة المحاسبة: هذه المصلحة مكلفة بتسجيل مختلف العمليات المنجزة، مراقبة عمليات الجرد، إعداد الميزانية وجدول حسابات نتائج المؤسسة، ضمان تحليل وشرح أرصدة الحسابات.

2- مصلحة المالية: ضمان وضع الميزانيات على المستوى المالي، تقييم وتحليل الفروقات المحصل عليها، ضمان معالجة جميع العمليات الخاصة بالخرينة، تسوية وضعية الخزينة أسبوعيا وضمان العلاقات مع البنك.

¹ Ibid, p.42-43.

ثانيا: مديرية الموارد البشرية

مهمة الموارد البشرية مرتبطة بمصلحتين هما:

1- مصلحة التسيير الإداري: هذه المصلحة مكلفة بالتسيير الإداري للأشخاص، إعداد عقود العمل وكل القوانين الخاصة بتسيير الموظفين، متابعة حركة العمال، إعداد لوحة القيادة الخاصة بالموظفين، إعداد الأجور، برمجة الإحالات على التقاعد، إدارة العلاقات مع نظام الضمان الإجتماعي، إعداد وتطبيق برامج الأنشطة المرتبطة بطلب العمل.

2- مصلحة التكوين وتسيير الوظائف: هذه المصلحة مكلفة بتحليل التكوين والمشاركة في التصميم ومتابعة مخططات وإجراءات التكوين، متابعة أنشطة التكوين، التوجيه ومتابعة المتخرجين، تسيير عقود التكوين، تقييم أنشطة التكوين من الناحية البيداغوجية والمالية، التسيير الإداري للمتربين.

ثالثا: مديرية المبيعات والتسويق

المهمة الأساسية لإدارة المبيعات والتسويق هي زيادة مبيعات منتجات المؤسسة وتضم أربعة مصالح هي:

- 1- مصلحة التسويق: هذه المصلحة مكلفة بتحقيق دراسة السوق، إعداد ومتابعة مخططات التسويق.
- 2- مصلحة تنسيق المبيعات: هذه المصلحة مكلفة بإعداد التقارير اليومية لعملية البيع المباشر، والبيع غير المباشر والبيع عن طريق الحسابات الرئيسية، تحليل وفرة الإنتاج.
- 3- مصلحة البيع المباشر: هذه المصلحة مكلفة بمراقبة البائعين، تكوين قوة بيعية، رفع المبيعات المباشرة.
- 4- مصلحة البيع غير المباشر: هذه المصلحة مكلفة برفع وتطوير ومتابعة القطاع، إجراء عمليات البيع.
- 5- مصلحة البيع عن طريق الحسابات الرئيسية: هذه المصلحة مكلف بمراقبة الإعلانات على نقاط البيع.

6- مصلحة إعداد الفواتير: هذه المصلحة مكلفة بتلقي ومراقبة الطلبات، كتابة وإعداد الفواتير، مقارنة بين موزعي الفواتير وتصريحات العوائد، متابعة تغطية الزبائن المعنيين بالبيع المباشر والبيع غير المباشر.

رابعا: مديرية الشراء والتمويل:

وتتمثل مهامها في:

- تحليل الإحتياجات الموضوعية من طرف مسيري مختلف المصالح.
- البحث عن موردين تتوفر فيهم الشروط الموضوعية.
- تنفيذ تسيير العمليات للمشتريات.

- تلبية طلبيات ورغبات المستخدمين.

- تسيير المخازن.

- السهر على الحفاظ على جودة المنتج في المخازن.

خامسا: مديرية البحث والتطوير

هذه المديرية مكلفة بـ:

- إعداد المشاريع التطويرية.

- تطوير جودة المنتجات والتغليف.

- إبرام إتفاقيات البحث مع مخبر البحث الأجنبية.

سادسا: المديرية الصناعية:

تضم هذه المديرية خمس مصالح أوكلت لها المهام الصناعية:

1- مصلحة المناهج: هذه المصلحة مكلفة بخلق ومتابعة أسلوب جرد العتاد المحتاج للصيانة، خلق ومتابعة ملفات العتاد، إعداد سياسات الصيانة، إعداد وتحليل كل التدخلات الخاصة بالصيانة.

2- مصلحة صيانة العملية: هذه المصلحة مكلفة بتسيير الفرق، إعداد مخططات التدخل، صيانة حظيرة الآلات.

3- مصلحة تسيير مخازن قطع الغيار: هذه المصلحة مكلفة بجمع قطع الغيار، وضع قطع الغيار تحت تصرف العاملين، تحليل وتحديد الحاجات، إصدار الطلب على الشراء أو إصدار متطلبات المشتريات.

4- مصلحة التحليلية التقنية: هذه المصلحة مكلفة بدراسة فعالية المشاريع التطويرية، دراسة التطور التقني، المشاركة في إختيار معايير الإنتاج.

5- مصلحة الإنتاج: هذه المصلحة مكلفة بتسيير الفرق، إعداد وتنفيذ برامج الإنتاج، الإعلان عن الطلبات، تموين ورشات الإنتاج بالمواد اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية، متابعة إستغلال العتاد.

سابعا: مديرية المراقبة والتدقيق:

تتكون هذه المديرية من المصالح الآتية:

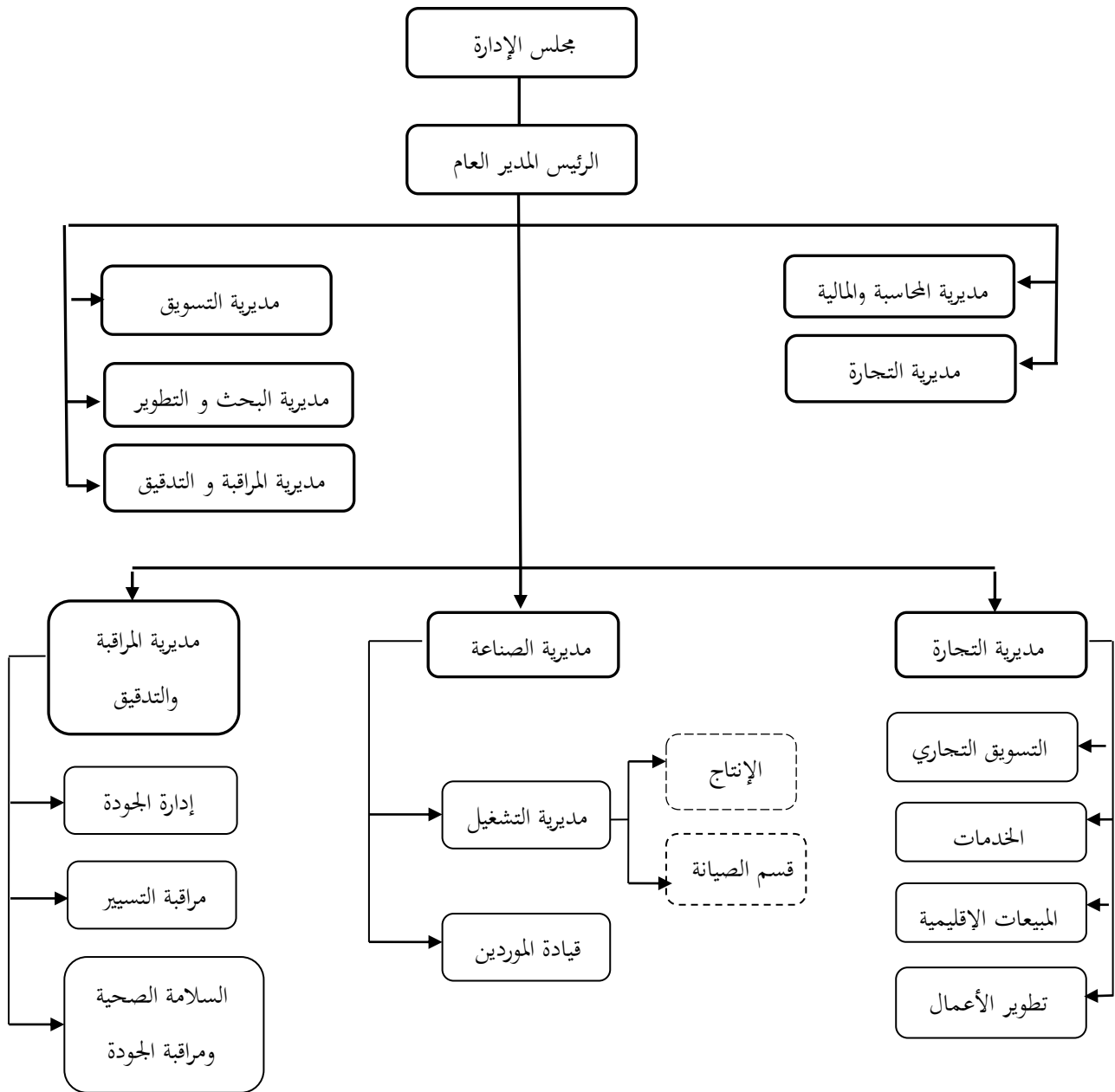
1- مصلحة إدارة وتأكيد الجودة: هذه المصلحة مكلفة بتسيير نظام توثيقي للجودة، تكوين وثائق جديد والمشاركة التي تتطلبها مواصفات ISO 22000، توقع مخطط لكل المنتجات الجديدة، المراقبة الدورية

لمنظمة الجودة تحت الأهداف المسطرة، اليقظة التكنولوجية مع مواصفات ISO، تشخيص وتحليل عدم المطابقة.

2- مصلحة مراقبة التسيير: هذه المصلحة مكلفة بتحرير الإجراءات الأساسية لإعداد ومراقبة الموازنة، تحديد مختلف التكاليف، حساب وتحليل الإنحرافات مع إقتراح التوصيات بغية التحسين للأفضل ومتابعة ما تم إنجازه في مختلف المصالح، القيام بعملية الجرد السنوي والشهري، القيام بعملية التدقيق الداخلي.

ويمكن توضيح هذه المديرية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-3): الهيكل التنظيمي لمؤسسة "عصائر روية"



Source : Notice d'information NCA-Rouiba spa, op.cite, p.84

المطلب الثاني: موقع الأصول الصناعية، ومكونات رأس المال في مؤسسة "عصائر روية"

الفرع الأول: موقع الأصول الصناعية لمؤسسة "عصائر روية"

تقع مؤسسة "عصائر روية" في المنطقة الصناعية برويبة على أرض ذات ملكية خاصة بالمؤسسة، تقدر مساحة الرقعة الأرضية للمؤسسة بـ 12653م²، تتواجد عند مدخل المنطقة الصناعية، موقع الإنتاج يتمركز في إحدى أهم المناطق الصناعية للوطن، ويغطي الجزء الأكبر من المستهلكين في السوق، تتوزع مساحة أرضية المؤسسة كما يلي:

1. مصنع الإنتاج تقدر مساحته بـ 1546م².
2. مخزن الإنتاج تقدر مساحته بـ 1546م².
3. ورشة المصبرات الغذائية تقدر مساحتها بـ 3997م².
4. مبنى الإدارة تضرر من جراء زلزال 2003 بمساحة تقدر بـ 502م².
5. تجهيز الأغذية، تخزين ومعالجة المياه 255م².
6. توزيع السوائل 375م².
7. موقف السيارات 368م².

نشير إلى أن المؤسسة قامت بتهيئة الوحدات القديمة التي كانت مخصصة لتصنيع المصبرات من أجل تقوية قدرتها على تخزين المواد الأولية وتوسيع مساحات الدوران بهدف تجميع وحدة الإنتاج (رويبة) ووحدة التوزيع (واد السمار)، كما أن منابع المياه الجوفية تعتبر المنبع الأساسي للتغذية في المعمل، إذ يحتوي على منبعين يوفران المياه الصالحة للشرب والإستعمال في عملية الإنتاج¹.

الفرع الثاني : مكونات رأس المال

ويتكون من عموما من العناصر التالية²:

أولا: تكوين رأس المال

يبلغ رأس مال المؤسسة 849195000 دج مقسمة إلى 8491950 سهم عادي سعر الواحد منها 100 دج، مطروحة للإكتتاب بشكل كامل، وتدفع عند تأسيس المؤسسة وبعد زيادة رأس المال لاحقا في إطار القانون. التغييرات في رأس المال تخضع لأحكام القانون التجاري والنظام الأساسي.

¹ Ibid, p.42-43.

² Ibid, p.32

ثانيا: السندات القابلة للتحويل

لا توجد لديها سندات قابلة للتحويل.

ثالثا: التغييرات في رأس المال

خلال السنوات الماضية لم يعرف رأس مال المؤسسة أي زيادة، وكانت آخر زيادة في رأس المال في عام 2008م، وشملت إصدار 120000 سهم جديد بسعر 1000 دج ليصل إلى مستواه الحالي.

ومع ذلك ينبغي الإشارة إلى أنه في عام 2012م، قررت الجمعية العامة غير العادية للمؤسسة تجزئة السهم تتألف من الحد من القيمة الإسمية للسهم من 1000 دج إلى 100 دج، وضرب عدد الأسهم في 10 دون التأثير على مقدار رأس المال أو توزيعه.

رابعا: هيكل المساهمين

في تاريخ يسبق الإكتتاب، كان رأس مال مؤسسة عصائر روية مقسما بين 19 مساهما، يسيطر أعضاء مجلس الإدارة على الغالبية العظمى من رأس مال المؤسسة، بحوالي 90% من رأسمالها، والتي تغطي الحد الأدنى من عتبة 20% المنصوص عليها في القانون التجاري. ومن بين الحركات الهامة التي تؤثر على توزيع رأس المال في السنوات الأخيرة، ينبغي تسليط الضوء عليها كما يلي :

- دخول مؤسسة الأسهم غير المقيمة – إفريقيا أنفست – المحدودة عن طريق زيادة رأس المال، بإستثمار يقدر بـ 282459968 دج في عامي 2006 و2007م.
- زيادة مشاركة السيد سليم عثمانى من خلال ضخ 120000000 دج نقدا، ثم يرافقه التنفيذ الكافي لتوزيع أسهم المنحة المصدرة نتيجة إعادة التقييم القانوني للأصول. وقد تم زيادة مشاركته في رأس مال المؤسسة من 22.45% إلى 34.44%.

المطلب الثالث: الهيئات الإدارية والحوكمة في مؤسسة "عصائر روية"

الفرع الأول: الهيئات الإدارية في مؤسسة "عصائر روية"

وهي مقسمة كما يلي¹:

أولاً: الجمعية العامة

تتكون الجمعية العامة للمساهمين أو ممثليهم القانونيين -القادرين من الناحية القانونية- الإجتماعات العامة، العادية والغير عادية، تعقد وفق القانون التجاري ونظامها الأساسي.

ثانياً: مجلس الإدارة

يتكون مجلس إدارة مؤسسة "عصائر روية" من 11 من المدراء تنتخبهم الجمعية العامة العادية السنوية، المنعقدة بتاريخ: 07 جوان 2010 لمدة 06 سنوات. وإختار مجلس الإدارة من بين المنتخبين سليم عثمانى رئيساً، وذلك في ذات اليوم. ويتكون مجلس الإدارة من 03 أعضاء من إدارة المؤسسة، و06 أعضاء يمثلون المساهمين وإثنين من المديرين المستقلين بما في ذلك واحد يحضر كمراقب. بعض أعضاء مجلس الإدارة في مؤسسة "عصائر روية"، يعملون أيضاً في غيرها من مجالس إدارة الشركات الجزائرية الأخرى.

ثالثاً: لجان مجلس الإدارة

تشغيل المؤسسة يطبع قواعد حوكمة الشركات، الذين إلى إنشاء لجان مخصصة من المجلس كل منها يستثمر في مهمة معينة.

1. اللجنة الإستشارية: تم إنشائها في 2005م، تجتمع اللجنة مرة كل شهر بدعوة من الرئيس التنفيذي، وتشمل كبار المسؤولين التنفيذيين في المؤسسة، وكذلك الخبراء المستقلين. لا يتعين على اللجنة صنع القرارات، وتسجل المناقشات في محاضر إجتماعات التي تجمع بين التوصيات الرئيسية للسياسة العامة.

والمسؤوليات الرئيسية للجنة الإستشارية تتمثل في:

متابعة التوجيهات التي نوقشت وسجلت في محاضر الإجتماعات السابقة.

إعداد القرارات الإستشارية التي يجب أن تقدم للمجلس.

متابعة أداء الشهر ومقارنته مع الفترات السابقة والميزانية.

يتأسس هذه اللجنة جان بيير دومونتاليف -Jean-Pierre DEMONTALIVET- الذي يتعاون مع مؤسسة عصائر روية في إستراتيجية التنمية منذ أكثر من 05 سنوات، مع أكثر من 40 سنة من الخبرة في

¹ Ibid, p.31-32.

مجموعات مرموقة وعالمية مثل دانون وهنكل، سواء في الأسواق الناضجة أو الدول الناشئة. وجان بيير دومونتاليف خبير معترف به في مجال المنتجات الإستهلاكية.

2. لجنة التدقيق: تم تعيين لجنة التدقيق عام 2010م من أجل السيطرة على وظيفة المراجعة الداخلية للمؤسسة والتفاعل مع مراجعي الحسابات الداخليين للمؤسسة. وكانت أول مهمة للجنة التدقيق هي تفصيل (تشغيل) تدقيق تشغيلي للتدفقات المالية والمادية، التي أدت إلى مجموعة من التوصيات والتي إعتمدت من طرف الإدارة. يرأس هذه اللجنة مهدي مغربي، وهو خبير حسابات ومدقق رئيسي سابق في برايس ووتر هاوس كوبرز، وهو عضو في مجلس إدارة أربع شركات خاصة جزائرية أخرى.

3. لجان مجلس الأخرى: وقد تم إنشاء لجان أخرى من مجلس الإدارة ويجري تنفيذها، وتمثل في اللجان التالية:

- لجنة الترشيحات: سيطلب من هذه اللجنة النظر في التعيينات في المناصب الرئيسية في المؤسسة، وسيتم تعيين رئيس لهذه اللجنة.

- لجنة التعويضات: من المتوقع من هذه اللجنة التحقق من مكافآت كبار المسؤولين التنفيذيين في المؤسسة وإقتراح مغلفات المكافآت السنوية لجميع العاملين. يتم التحقق من صحة قائمة أعضاء اللجنة.

- لجنة الأخلاقيات، البيئة والتنمية المستدامة: وكما يوحي إسمها، فإن مهمتها الحفاظ ومراقبة مدى إحترام القواعد الأخلاقية وحماية البيئة. يترأس هذه اللجنة نادية فرحات

الفرع الثاني: الحوكمة في مؤسسة "عصائر روية"

أولا: الحوكمة في مؤسسة "عصائر روية" من وجهة نظر المؤسسة نفسها

تعتبر مؤسسة "عصائر روية" من أولى الشركات التي إعتمدت مبادئ "حوكمة الشركات"، منذ أن أدخلت هذه المبادئ دوليا كمجموعة من القواعد من الواجب مراعاتها وإحترامها من قبل المساهمين وهيئات صنع القرار وإدارة المؤسسة. والجدول التالي يظهر مدى إلتزام وتطبيق مؤسسة "عصائر روية" لتلك القواعد: الجدول رقم (2-3): مدى تطبيق مبادئ الحوكمة لدى مؤسسة عصائر روية

القواعد الأساسية	مدى تطبيق مبادئ الحوكمة لدى مؤسسة عصائر روية
1- النشر الجيد لمبادئ الحوكمة الرشيدة على مستوى المنظمة	- من الناحية التنظيمية، فإن المؤسسة لها هيكل تنظيمي واضح مرفوق بمذكرات مفصلة ومدعومة بدليل الإجراءات والرقابة الداخلية الرسمية. - ومن الناحية الثقافية، فقد تم إجراء عملية تقييم للنشر الجيد لمبادئ الحوكمة الجيدة من قبل فرق الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حوكمة الشركات مؤسسة التمويل الدولية 'مجموعة البنك الدولي'. وبعد المقابلات الفردية التي أجريت مع الإدارة العليا لمؤسسة عصائر روية، فقد سجل الخبراء

<p>الإستشاريون توفر مستوى جيد من الوعي، وأوصوا على مواصلة التدريب والتكوين على مبادئ حوكمة الشركات، وهو ما تم قبوله واعتماده من قبل المؤسسة.</p>	
<p>2- أهمية دور مجلس الإدارة</p> <p>- ومن ناحية التعريف بأدوار ومسؤوليات أعضاء مجلس الإدارة، فقد أنشأت المؤسسة قانون داخلي لمجلس الإدارة بناء على توصية من فرق الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حوكمة الشركات لمؤسسة التمويل الدولية 'مجموعة البنك الدولي'. أما دور مجلس الإدارة تجاه الإدارة العليا فهو معروف بشكل واضح، وقد تم الفصل فعلا بين وظيفة المدير العام ووظيفة رئيس مجلس الإدارة منذ سنة 2003م.</p> <p>- ومن حيث تركيبة مجلس الإدارة، تتوفر المؤسسة على تمثيل واسع النطاق يتجلى في ممثلي المساهمين والإدارة وممثلين اثنين مستقلين: أحدهما إداري 'Administrateur' والأخر يحتل منصب مراقب، وتم إسناد مهمة أمانة المجلس لمكتب محامين مستقلين.</p> <p>- ومن حيث طريقة عمل المجلس، فإنه يجتمع مرة على الأقل سنويا بناء على إستدعاء رسمي مرفوق بجدول أعمال محدد.</p> <p>- وعلى صعيد اللجان المتفرعة عن المجلس، أنشأت المؤسسة لجنة الإستشارات والإستثمارات منذ دخول مؤسسة رأس المال الإستثماري غير المقيمة "صندوق Africinvest" في رأسمالها الذي يجتمع شهريا بناء على تقرير. وتم إنشاء لجان أخرى وهناك لجان أخرى في طريق الإنجاز منذ سنة 2010م، وتتمثل خاصة في لجنة التدقيق، لجنة الرواتب والتعويضات، لجنة التشريع، لجنة من أجل الأخلاقيات، البيئة والتنمية المستدامة.</p>	
<p>3- وجود هيكل رقابة إدارية</p> <p>- وفي إطار تسيير وإدارة المخاطر، يرافق المؤسسة مكتب C2A الذي يقوم بمهام تدقيق عملية بشكل دوري، مستهدفا تحديد المخاطر المرتبطة بسوء التطبيق للدليل الإجراءات والمراقبة الداخلية.</p> <p>- أما فيما يخص وظيفة التدقيق الداخلي، فهي موجودة على مستوى المؤسسة، وتسعى فرق التدقيق الداخلي إلى الإحترام الفعلي لإجراءات المراقبة، كما تهتم بضمان النوعية. أما منصب مدير التدقيق الداخلي لدى مؤسسة عصائر روية فيتعين بشكل هرمي من الإدارة العامة (أنظر الشكل) ووظيفا من قبل لجنة التدقيق.</p> <p>- ومن ناحية التدقيق الخارجي، يتم تدقيق حسابات المؤسسة من طرف مدقق حسابات مستقل، ويتم تحضير عقد مراجعة لدى مكتب تدقيق مستقل أيضا.</p> <p>- أما من ناحية التخطيط والرصد، تقوم المؤسسة منذ سنة 2005م بإجراء عملية الموافقة على الميزانية السنوية من قبل مجلس الإدارة بطريقة رسمية، كما يتم مناقشة وتحليل الفروق أو الإنحرافات المتعلقة بالإنجازات بطريقة رسمية أيضا. وعلاوة على ذلك، فإن السياسة العامة للمؤسسة تدخل في إطار العمل بالخطة الخماسية. وتم وضع أول مخطط عمل سنة 2005م بمناسبة دخول مؤسسة رأس المال الإستثماري غير المقيمة "صندوق Africinvest" في رأسمالها والذي غطى السنوات من 2006 إلى 2010م. أما مخطط العمل الثاني الذي غطى سنوات 2012 حتى 2016م وقد تم عرضه في هذه الوثيقة.</p>	
<p>- من حيث الشفافية، سعت مؤسسة عصائر روية منذ إنشائها إلى إحترام القوانين الجزائرية من</p>	<p>4- الشفافية</p>

<p>خلال تسوية حساباتها والوفاء بالتزاماتها المتعلقة للإدارة الضريبية وشبه الضريبية.</p> <p>- ومن حيث بث المعلومة للجمهور، تقوم المؤسسة ببث تقريرها السنوي وحساباتها الإجتماعية على موقعها الإلكتروني وعلى مستوى CNRC (المركز الوطني للسجل التجاري).</p> <p>- ومن حيث نشر المعلومة لمساهميها وموظفيها، إعتمدت المؤسسة سياسة الشفافية من خلال تقاسم الأهداف والإنجازات السنوية مع مساهميها وموظفيها.</p>	<p>والبث الجيد للمعلومة</p>
<p>- من ناحية إتخاذ القرار، وتبعاً للقانون التجاري الجزائري يتم مناقشة وإتخاذ أهم القرارات من قبل الجمعيات العامة للمساهمين.</p> <p>- من ناحية المشاركة في الجمعيات، فإن مجمل المساهمين لهم الحق في حضور إجتماعات الجمعية العامة.</p> <p>- ومن ناحية تسيير تضارب المصالح، فإن جميع المعاملات بين الأطراف ذات الصلة تخضع لموافقة المساهمين من خلال تقرير خاص محرر من قبل مدقق الحسابات.</p>	<p>5- وجود قواعد واضحة لحسن السيرة مع المساهمين</p>

Notice d'information NCA-Rouiba spa, , p.86-87

ثانيا : الحوكمة في مؤسسة "عصائر روبية" من وجهة نظر مركز المشروعات الدولية الخاصة -
المنتدى العالمي لحوكمة الشركات -¹

تأسست هذه المؤسسة العائلية في الجزائر عام 1966م لتصنيع الأغذية والمنتجات الزراعية. ولتسيير نموها، قررت المؤسسة أن تدخل شريكا في الملكية. وكان من بين شروط الإستثمار أن طلب الشريك من مؤسسة "عصائر روبية" أن تغير أسلوب الحوكمة في المؤسسة. وقد أدت التعديلات إلى زيادة الإستقرار والنمو في المؤسسة مما عاد بالنفع على مؤسسة "عصائر روبية" والمستثمر.

1. الخلفية:

طوال السبعينات في القرن العشرين عملت مؤسسة "عصائر روبية" في تصنيع المنتجات الغذائية والزراعية. وفي ذلك الوقت وتحت سياسات الجزائر التي إتسمت بالقيادة الإشتراكية، تدخلت الحكومة في قرارات المؤسسة الإستثمارية، وكان أسلوب الإدارة بعيدا عن الشفافية. وبحلول الثمانينات تراخت القيود الإقتصادية إلى حد ما وحصلت المؤسسة على موافقة للتوسع. غير أن الدولة واصلت قيودها على طاقة تشغيل معدات المؤسسة.

وفي التسعينات بدأ عهد جديد من التحرر السياسي والإقتصادي، وجاءت هذه التغيرات السياسية والإقتصادية في وقت مهم، حيث واجه الجيل الثاني من العائلة التحدي الرئيسي الذي يواجه العديد من الشركات العائلية: إذا لم تتوسع المؤسسة سيتفوق حجم العائلة عن المؤسسة. وأدرك الرئيس التنفيذي أنه

¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة "المنتدى العالمي لحوكمة الشركات"، مقالة بعنوان: تشجيع حوكمة الشركات في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا:

تجارب وحلول، فيفري 2011، ص.24-27.

ستكون هناك حاجة لتمويل النمو المناسب، غير أنه كان من المستحيل أن يسعى للحصول على تمويل مصري لأن معدل الدين بالمؤسسة كان مرتفعا للغاية. ولذلك إتخذ قرارا شجاعا بأن يدخل مؤسسة خاصة من خارج العائلة. وعلى الرغم من التردد الشديد إقتنع أفراد العائلة في النهاية بأن هذه الخطوة هي الإختيار الوحيد المجدي إقتصاديا للنمو.

2. قدرة الشفافية على جلب الإستثمار:

لاحظ سليم عثماني عند توليه منصب الرئيس التنفيذي في مؤسسة "عصائر روية" عام 1999م أنه نتيجة لإنعدام وجود قواعد إرشادية واضحة تعود إلى تاريخ تأسيس المؤسسة، فإن الممارسات المحاسبية بها لا تتفق مع الممارسات الأفضل دوليا.

لقد كانت بيئة السياسات الحكومية والضرائب الباهضة سببا في تثبيط همم ليس فقط في مؤسسة "عصائر روية" بل الكثير من شركات القطاع الخاص في الجزائر للإفصاح التام عن معلوماتها المالية، غير أن عثماني الذي تلقى تعليمه في تونس وعمل في كندا لمدة أربع سنوات، كان متحمسا لأن يدفع المؤسسة للتنافس على المستوى الدولي، وأدرك أنه لتحقيق أهداف العمل يجب أن يضع في المقدمة قضايا مثل تأكيد الجودة، وتسوية العمليات مع ذوي العلاقة، والشفافية مع المساهمين.

كان النشاط الرئيسي للمؤسسة هو مصنع لتصنيع الأغذية، غير أنه في نفس الوقت -تقريبا- الذي أصبح فيه عثماني رئيسا تنفيذيا، حصلت المؤسسة على ترخيص لتصنيع وبيع منتجات المرطبات، وكانت فرصة مثالية لتقديم أسلوب تشغيل جديد. وقد حافظت العائلة على المؤسسة الرئيسية، غير أنها أبلغت بأن الفرع الجديد سينفذ أسلوب إدارة يقوم على أساس الشفافية التامة ما بين العائلة والمساهمين وصناديق الإستثمار والبنوك وأصحاب المصالح.

وجاء الحصول على إمتياز وكالة المرطبات في لحظة سانحة، فقد كانت هناك تغيرات عديدة في السوق، ونتيجة لسلطة الدولة، فقد كانت المؤسسة تعمل بأسلوب يقوده العرض بدون الإستجابة للسوق. وفي نفس الوقت كان حجم العائلة يزداد أكثر، وكان على المؤسسة أن تجد طريقا للتوسع المريح.

وقد درس عثماني شبكات التوزيع وأعاد تنشيطها، كما نظم خط الإنتاج وأدخل برامج تدريب للعاملين. وكانت تلك الخطوات لازمة للحصول على رأس مال لتمويل توسع المؤسسة. وفي العام الأول كان نظام العمليات الجديد صعب التنفيذ، غير أن المؤسسة لاقت زيادة في المبيعات قدرها 50% نتيجة لتحسين الأداء.

وطوال تلك العملية، وضع عثمانى إطارا منظما للتواصل المفتوح والدائم مع المساهمين. وتدخل المساهمون جميعا وبصورة مباشرة في القرارات الرئيسية أو أبلغوا بها على الأقل، وبدون هذا التواصل المنظم ربما لم يكن باستطاعته الحصول على تأييد كافة المساهمين في الموافقة على رؤية المؤسسة الجديدة، مما أدى في النهاية إلى نجاح المؤسسة الحالي.

3. أهمية التقرير السنوي في التواصل مع المساهمين:

منذ 2003م بدأت مؤسسة "عصائر روية" في نشر تقرير سنوي مما يسمح بالتواصل الواضح والفعال ما بين المساهمين والعاملين والمستثمرين والعائلة، ولم يعد المساهمون - الذين هم من العائلة في الغالب - بحاجة للإستفسار عن الأرباح أو الخسار أو ما تقوم به المؤسسة، فقد نشر كل شيء في التقرير السنوي. ولتشجيع تحمل المسؤولية، تحمل رئيس كل إدارة المسؤولية عن إدارته أو إدارتها في التقرير السنوي. وقد تضمن أقساما عن التسويق والتمويل والبيئة. وكتب الرئيس التنفيذي ملخصا تنفيذيا لكافة الأقسام.

وفي بداية كل عام قام الرئيس التنفيذي بإعداد رؤيته للعام التالي، وكان الخطاب الموجه إلى المدراء والمساهمين عبارة عن نظرة شاملة لكيفية رؤيته لأسلوب التشغيل في المؤسسة في العام القادم على المستويات الإستراتيجية والتنظيمية والتشغيلية، وكذلك بالنسبة للمبيعات والأسهم والإتجاه الإستراتيجي، كما تضمنت الوثيقة التقييم لتوقعات العام السابق في مقابل النتائج الواقعية.

ويعتبر الأداء المالي والعمليات الراسخة من العوامل الرئيسية لجذب الإستثمار، غير أنه يجب التواصل بشأن المعلومات الخاصة بالمؤسسة بأسلوب واضح وشفاف يساعد الناس على تقييم وتقدير ما لدى المؤسسة. وفي ذلك الوقت فقد كانت مؤسسة "عصائر روية" من بين الشركات المحلية القليلة في الجزائر التي تصدر تقريرا سنويا، تضمن خطة المؤسسة التوسعية ورؤيتها وأرقام أرباحها وخسائرها، وكذلك مؤشرات الأداء الرئيسية. واستطاعت المؤسسة بصورة فريدة في هذه السوق وبخطى سابقة لمنافسيها في مجال الشفافية أن تحظى بثقة المستثمرين وأن تجذب إستثمارات جديدة من خلال صندوق الإستثمار الخاص الإقليمي المعروف بإسم "إفريقيا إنفست".

عندما إستثمر صندوق الإستثمار الخاص في سنة 2005م طلب تغييرات جسيمة في حوكمة المؤسسة كأسلوب لحماية أمواله، وكما اتضح أن التغييرات كانت مربحة لجميع الأطراف، فقد أعطت التعديلات اللازمة للحوكمة "إفريقيا إنفست" ثقة أكبر في استثماره، بينما حسنت مؤسسة "عصائر روية" من هيكلها الداخلي وزادت ثقتها ووسعت رأس مالها، وعادت زيادة نمو المؤسسة بالنفع على كل من "إفريقيا إنفست" ومؤسسة "عصائر روية".

4. تسوية الخلافات :

في أي مؤسسة ستكون هناك خلافات بين صناع القرار، غير أن حساسية العلاقات الشخصية في الشركات العائلية تضيف بعداً آخر، ويمكن أن تنشأ صراعات خطيرة، وأن تتخذ قرارات ليست بالأنسب لصالح العمل، وفي مؤسسة "عصائر روية" لم تتم معالجة غالبية خلافات العائلة كما ينبغي في إجتماعات المجلس.

وقد وضعت إجراءات للحد من الصراعات بتوثيق الوضع، وفي كل حالة من حالات الإختلاف على قضية ما سجل الرئيس التنفيذي القضية والحل في خطاب رسمي، وأدت هذه الخطوة البسيطة إلى حل مشكلة من المشكلات الشائعة في العديد من الشركات (سواء العائلية أو غيرها)، وهي أن الإختلاف في وجهة النظر ومرور الوقت يؤدي إلى الإختلاف في تذكر ما وقع بالفعل.

وعندما إنضم عثمانى إلى المؤسسة العائلية أدرك بسرعة أن نمو العائلة تجاوز في سرعته نمو العائلة، وقدر وجود نحو 45 فرداً من أفراد العائلة بإعتبار حالات الزواج والمواليد منذ إنشاء المؤسسة. وفي غضون 06 سنوات كان من المتوقع أن يزيد العدد إلى أكثر من 65 شخصاً. ولذلك فقد كان بحاجة لأن يفكر في طرق جديدة لجذب رأس مال إلى المؤسسة بينما يحافظ على دور العائلة وقدرتها على المشاركة في مؤسسة "عصائر روية"، ولو أن الوضع ظل على حاله لأدت حاجة العائلة المالية إلى تضيق خناق المؤسسة.

وكانت المرحلة التالية من إستراتيجية المؤسسة أن تدرج في سوق الأوراق المالية وعرض ما بين 20 إلى 25% من رأس مالها للتداول. غير أنه لدخول سوق الأوراق المالية بنجاح، على المؤسسة أن تتمتع بثقة السوق، ولحسن الحظ ساعدت تحسينات حوكمة الشركات في المؤسسة خاصة في مجال التقرير والشفافية، في هذه الخطوة التالية. وكان التواصل والنقاش المتواصل ما بين أفراد العائلة من الضروري في أثناء تنفيذ التغييرات اللازمة لتسجيل المؤسسة في سوق الأوراق المالية. واحتاج أفراد العائلة لأن يدركوا محركات وآثار هذه القرارات، حيث كانت ستؤثر على خططهم في البقاء في المؤسسة أو الخروج منها. وللقيام بهذا بصورة منظمة، كلف الرئيس التنفيذي شخصاً من العائلة -متمهن بالحمامة- بمراجعة وتنسيق كافة القرارات الرئيسية والخطط الإستراتيجية مع بقية أفراد العائلة، ونشر المعلومات الأخرى المتعلقة بهذه العملية.

المبحث الثاني: تكلفة رأس المال في مؤسسة عصائر روية وأثر الحوكمة عليها

إن إعتقاد مؤسسة عصائر روية على نظام الحوكمة سوف يكون له تأثير على تكلفة رأس مالها، لذلك لا بد من البحث أولاً في هيكل رأس المال لمؤسسة عصائر روية وحساب تكلفة مكوناته للفترة 2011-2014، ثم التطرق إلى أهم مؤشرات الحكم على كفاءة الإدارة وتبيان أثرها على تكلفة رأس المؤسسة محل الدراسة.

المطلب الأول: هيكل رأس المال لمؤسسة "عصائر روية" للفترة (2011-2014)

كأي مؤسسة يتكون هيكل رأس المال لمؤسسة عصائر روية من صنفين أساسيين، وهما التمويل عن طريق الأموال الخاصة والتمويل عن طريق أموال الإستدانة، وفيما يلي سنتناول حجم كل مصدر من هذه المصادر وتغيره ضمن هيكل رأس المال ذلك خلال الفترة المدروسة.

الفرع الأول: أموال الملكية

يحتل التمويل عن طريق الأموال الخاصة حيزاً كبيراً ضمن هيكل رأس المال لمؤسسة "عصائر روية"، كما أنه يشهد تطوراً ملحوظاً من سنة لأخرى خلال الفترة المدروسة (2011-2014)، وسنعرض من خلال الجدول التالي التركيبة الكلية للأموال الخاصة وتطورها خلال الفترة المدروسة.

الجدول رقم (3-3): أموال الملكية لمؤسسة "عصائر روية" خلال الفترة (2011-2014)

2014	2013	2012	2011	البيان
				رؤوس الأموال الخاصة
849195000	849195000	849195000	849195000	رأس المال الصادر
820783885	676833846	564163334	436121393	علاوات و احتياطات غير مدججة
310853613	228869539	168602699	188041941	نتيجة صافية
282440	0	3511463	3511463	رؤوس أموال خاصة أخرى
1981114938	1754898385	1585472496	147686979	مجموع الأموال الخاصة
%12.89	%10.39	%7.35	/	معدل النمو

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الملحق رقم 1 و 2

من خلال النظرة الأولى إلى الجدول السابق نستخلص أن رؤوس الأموال الخاصة لمؤسسة "عصائر روية" تتميز بعدل نمو متزايد على طول الفترة المدروسة، حيث تراوح هذا المعدل بين 7.35% سنة 2001 و12.89% سنة 2014، ومن أجل التفصيل في تركيبة الأموال الخاصة لمؤسسة "عصائر روية" سنقوم بالتعرض إلى أهم مكوناته الأساسية.

أولاً: رأس المال الإجتماعي

من خلال الجدول رقم (3-3) يتضح أن رأس المال الإجتماعي للمؤسسة خلال الفترة (2011-2014) تميز بالثبات التام، وهذا ما يفسر أن الإدارة تلجأ إلى التمويل عن طريق الإقتراض بشكل كبير وهذا ما سنراه لاحقاً.

ثانياً: الإحتياطيات

تمثل الإحتياطيات الأرباح الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، والغير مدججة ضمن رأسمالها الإجتماعي، وتولي إدارة مؤسسة "عصائر روية" إهتمام كبير بالإحتياطيات، ويتضح ذلك من خلال قيمتها العالية جدا في هيكل رأس المال للمؤسسة، حيث نجدها تشكل 51.36% من رأس المال الإجتماعي سنة 2011، و96.65% من رأس المال الإجتماعي سنة 2014، وهذا يدل على أهميتها، وفي الوقت ذاته على نموها المعتبر عبر السنوات المدروسة، حيث عرفت الإحتياطيات المشكلة من طرف المؤسسة إرتفاعا ملحوظا خلال الفترة المدروسة بمتوسط معدل نمو 23.53%، وهذا راجع إلى إرتفاع النتيجة الصافية، ولهذا تعتبر الإحتياطيات المسبب الرئيسي والنتيجة الصافية بدرجة ثانية في نمو رؤوس الأموال الخاصة لمؤسسة "عصائر روية" خلال الفترة المدروسة.

الفرع الثاني: أموال الإستدانة

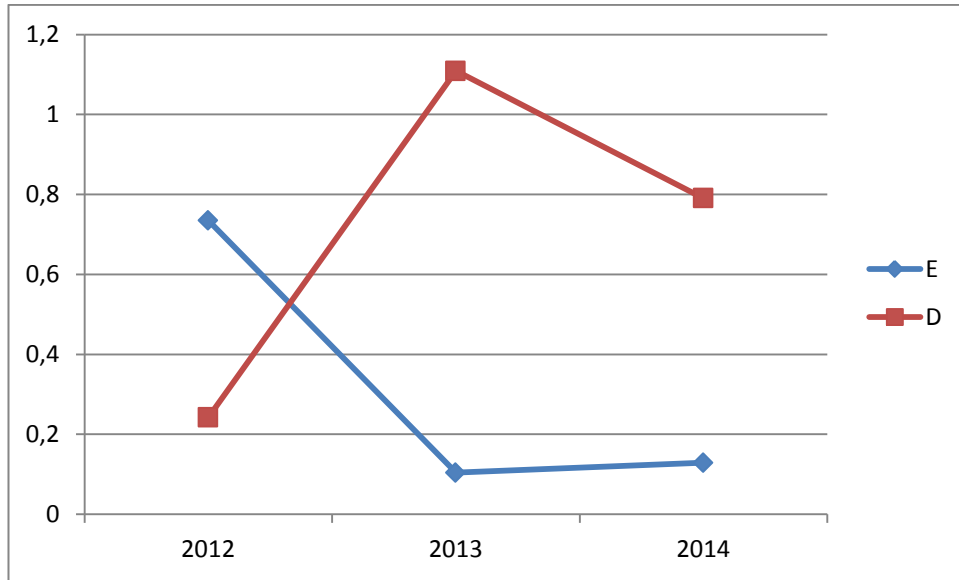
إلى جانب أموال الملكية إستعانت المؤسسة من أجل تلبية إحتياجاتها المالية المتزايدة بإستمرار بموارد خارجية إضافية، والتي تتمثل أساسا في القروض البنكية طويلة الأجل، والجدول التالي يبين تطور الديون المالية لمؤسسة "عصائر روية" خلال الفترة المدروسة.

الجدول رقم (3-4): تطور الديون المالية طويلة الأجل لمؤسسة "عصائر روية" خلال الفترة (2011-2014)

2014	2013	2012	2011	البيان
2676780567	1494706743	708679792	570612577	الديون المالية طويلة الأجل
%79.08	%110.91	%24.2	/	معدل النمو

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الملحق رقم 1 و2.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن الديون طويلة الأجل عرفت إرتفاعا قدره 24.2% سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، أما سنة 2013 فعرفت إرتفاعا كبيرا جدا حيث بلغ 110.91%، لتتخفص نسبة النمو بعدها إلى 79.08% سنة 2014، و هذا بسبب تسديد المؤسسة لنسبة من الديون طويلة الأجل. الشكل رقم (2-3): تطور الديون المالية طويلة الأجل والأموال الخاصة خلال الفترة (2014-2011)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الجدولين رقم (3-3) و(4-3).

الفرع الثالث: هيكل رأس المال لمؤسسة "عصائر روية" خلال الفترة (2014-2011)

يتكون هيكل رأس مال مؤسسة "عصائر روية" من مصدرين تمويليين، وهما الأموال الخاصة والديون المالية طويلة الأجل والجدول التالي يبين ذلك.

الجدول رقم (5-3): هيكل رأس مال مؤسسة "عصائر روية" وتطوره خلال الفترة (2014-2011).

2014	2013	2012	2011	البيان/السنوات
4657895505	3249605128	2294152288	2047482374	رأس المال الإجمالي
				الأموال الخاصة
1981114938	1754898385	1585472496	1476867979	المبلغ
42.53	54	69.11	72.13	النسبة
				الديون المالية
2676780567	1494706743	708679792	570612577	المبلغ
58.47	46	30.89	27.87	النسبة

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الملحق رقم 1 و 2

من خلال الجدول المبين أعلاه، نلاحظ أن هيكل رأس مال مؤسسة "عصائر روية" في سنة 2011 كان يتكون من 72.13% من الأموال الخاصة و27.87% من الديون المالية، ثم بدأت نسبة الأموال الخاصة بالتناقص مع إرتفاع نسبة الديون المالية حيث قدرت في نهاية المدة بـ 58.47%، في حين بلغت نسبة الأموال الخاصة 42.53%، وهذا يفسر بنسبة النمو الكبيرة التي عرفتها الديون المالية خلال الفترة المدروسة بعدما كانت قيمتها أقل من قيمة الأموال الخاصة.

المطلب الثاني: تكلفة أموال مؤسسة عصائر روية خلال الفترة (2011-2014)

من خلال هذا المطلب سنحاول تقدير التكلفة الكلية للأموال "التكلفة الوسطية المرجحة wacc" لمؤسسة "عصائر روية" خلال الفترة (2011-2014)، وهذا إنطلاقاً من تقدير تكلفة كل من الأموال الخاصة وتكلفة الإستدانة على حدى.

الفرع الأول: تكلفة الأموال الخاصة

تتمثل تكلفة الأموال الخاصة، كما رأينا خلال الفصل الأول في معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، ويتم حسابه إما باستخدام نموذج التوزيعات المخصومة أو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث إعتدنا في دراستنا هذه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية عند حساب تكلفة الأموال الخاصة لسنتي 2012 و2013، بحيث لم نتمكن من حساب تكلفة الأموال الخاصة لسنة 2011 نظراً لعدم توفر المعلومات، أما لسنتي 2012 و2013 فقد إعتدنا على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في حساب تكلفة الأموال الخاصة كما مبين في الجدول أدناه، أما في ما يخص تكلفة الأموال الخاصة لسنتي 2011 و2014 ونظراً لعدم توفر المعلومات، فقد قمنا بحساب تكلفة الأموال الخاصة بالإعتماد على $\beta=0.49$ الخاصة بمؤسسة روية والتي قمنا بحسابها وتحصلنا على النتائج التالية:

$$Ke_{2011}=0.03+0.49(0.10) = 8\% \text{ (صغيرة جدا)}$$

$$Ke_{2014} = 0.03+0.49(0.10) = 38.3\% \text{ (كبيرة جدا)}$$

ونظراً لعدم منطقية النتائج السابقة سوف نعتد على الجدول التالي لتقدير تكلفة الأموال الخاصة لسنتي

2011 و2014.

الجدول رقم (3-6): تطور نسبة الديون والمردودية الإقتصادية وسعر السهم السوقي لمؤسسة "عصائر روية"

البيان/السنوات	2011	2012	2013	2014
*Wd	%27.87	30.97%	46%	58.47%
ROA*	16.25%	14.65%	11.77%	9.76%
السعر السوقي للسهم**	/	/	405	365

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على:

* الملحق رقم 1 و 2.

**Rapport annuel 2014, Commission D'organisation et de Surveillance des Opération de Bourse, p.44.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن الوزن النسبي للديون المالية لمؤسسة "عصائر روية" يرتفع من سنة إلى أخرى، في حين أن المردودية الإقتصادية تشهد إنخفاضاً، وكذلك نلاحظ أن سعر السوقي للسهم قد إنخفض ما بين سنتي 2013 و 2014. وبالتالي نستنتج أن المخاطر ترتفع وهذا ما يؤدي إلى إرتفاع علاوة المخاطرة.

وبالتالي سوف ترتفع علاوة المخاطرة لسنة 2014 لكن ليس بنفس المقدار التي إرتفعت به خلال سنة 2013، وذلك لأن الديون لم ترتفع بالمقدار نفسه خلال سنة 2014، وكذلك الأصول الإقتصادية هي كذلك لم تنخفض بالمقدار الذي إنخفضت به خلال سنة 2013، و عليه سوف نعتمد على علاوة المخاطرة لسنة 2014 تساوي 17.5%، لتصبح تكلفة الأموال الخاصة لهذه السنة بعد إضافة معدل العائد الحالي من الخطر تساوي 20.5%، وينطبق هذا التفسير على سنة 2011 ولكن بشكل عكسي، و عليه سوف نعتمد على علاوة المخاطرة لهذه السنة تساوي 13%، وبعد إضافة معدل العائد الحالي من الخطر تصبح تكلفة الأموال الخاصة لسنة 2011 تساوي 16%، والجدول التالي يوضح كل ما سبق.

* المردودية الإقتصادية = نتيجة الاستغلال / الأصول الإقتصادية

الجدول رقم (7-3): تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة "عصائر روية" للفترة (2011-2014)

Ke	العلاقة	*β	*Rf	*E(Rm)	السنوات/البيان
%16	/	/	/	/	2011
%17.1	$E(R) = \beta [E(Rm) - Rf] + Rf$	1.41	%3	%13	2012
%19.1	$E(R) = \beta [E(Rm) - Rf] + Rf$	1.61	%3	%13	2013
%20.5	/	/	/	/	2014

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على:

* Notice d'information NCA-Rouiba spa, op.cit, p.12.

من خلال الجدول رقم (7-3) نلاحظ أن تكلفة الأموال لمؤسسة "عصائر روية" لسنة 2011 بلغت %16، في حين إرتفعت إلى %17.1 سنة 2012، لترتفع بعد ذلك إلى %19.1 سنة 2013 و%20.5 سنة 2014، بسبب إرتفاع قيمة معامل "بيتا" والذي يقيس درجة المخاطر الخاصة بالشركة، ويعود ذلك إلى توسع المؤسسة في الإستدانة من جهة وتقلب عوائد أسهمها في السوق من جهة أخرى.

الفرع الثاني: تكلفة أموال الإستدانة

تمثل تكلفة الدين في مؤسسة عصائر روية تكلفة الديون المالية طويلة الأجل بعد إستبعاد الوفورات الضريبية، وبسبب عدم توفر المعلومات الخاصة بسنة 2011 فلم نستطع حساب تكلفة الإستدانة لهذه السنة، أما تكلفة الدين لسنتي 2012 و2013 فقد تحصلنا عليها من التقرير المالي للشركة لسنة 2013، أما تكلفة الإستدانة لسنة 2011 فقد تم الإبقاء عليها ثابتة بعد أن تم حسابها عن طريق نسبة المصاريف إلى الديون المالية تبين أنها أكبر بكثير من سنتي 2012 و2013 وهذا غير معقول، أما تكلفة الإستدانة لسنة 2014 فقد تم الإبقاء عليها ثابتة بعد أن تم حسابها عن طريق نسبة المصاريف إلى الديون المالية، تبين أنها أقل من تلك المحسوبة في السنتين السابقتين وهذا غير معقول في ظل توسع المؤسسة في الإستدانة وزيادة المخاطر المالية المترتبة عن ذلك.

الجدول رقم (8-3): تكلفة أموال الإستدانة لمؤسسة "عصائر روية" للفترة (2011-2014)

2014	*2013	2012*	2011	البيان/السنوات
5.7	5.7	5.7	5.7	Kd تكلفة الإستدانة قبل الضريبة
4.5	4.4	3.9	3.8	Kdt تكلفة الإستدانة بعد الضريبة

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على:

* Notice d'information NCA-Rouiba spa, op.cit, p.12.

نلاحظ أن تكلفة الإستدانة قبل الضريبة تميزت بالثبات خلال الفترة المدروسة، حيث بلغت 4.5% خلال السنوات الأربعة، حيث أنها لم ترتفع على الرغم من توسع المؤسسة في الإقتراض، أما تكلفة الإستدانة بعد الضريبة فقد عرفت إرتفاعا من سنة لأخرى بسبب إنخفاض الوفرات الضريبية، ما يفسر بإنخفاض معدل الضريبة المطبق على مؤسسة "عصائر روية".

الفرع الثالث: تكلفة رأس المال لمؤسسة "عصائر روية"

قمنا بحساب تكلفة رأس المال لمؤسسة "عصائر روية" من خلال العلاقة التالية:

$$Wacc = Ke(We) + Kdt(Wd)$$

وعليه تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-9): التكلفة الوسطية المرجحة لرأس مال مؤسسة "عصائر روية" خلال الفترة (2011-2014)

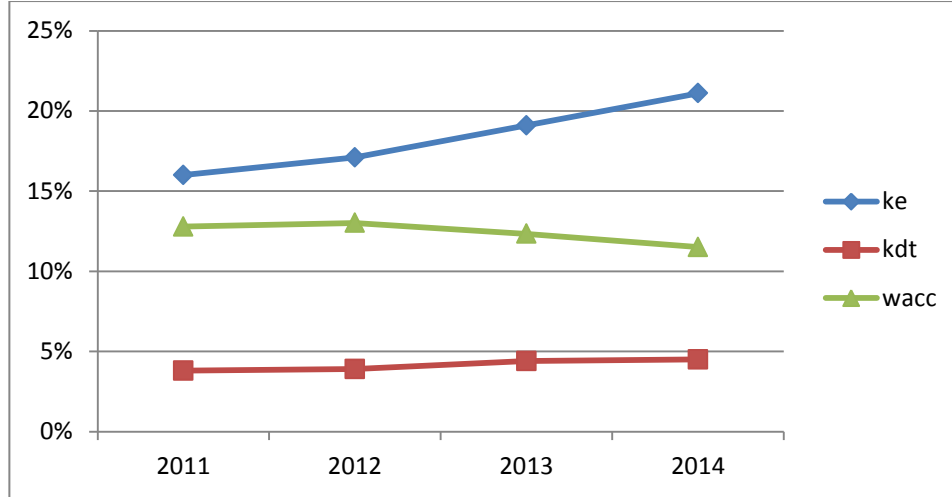
البيان/السنوات	2011	2012	2013	2014
الأموال الخاصة E	1476869797	1585472496	1754898385	1981114938
تكلفة الأموال الخاصة Ke	16%	17.1%	19.1%	21.1%
أموال الإستدانة D	570612577	708679792	1494706743	2676780567
تكلفة أموال الإستدانة Kdt	3.8	3.9	4.4	4.5
هيكل رأس المال	2047482374	2294152288	3249605128	4657895505
We	72.13%	69,11%	54%	42,53%
Wd	27.87%	30,89%	46%	57,47%
التكلفة الوسطية المرجحة wacc	12.6%	13,02%	12,33%	11.56%

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الملحق رقم 1 و2.

من خلال الجدول السابق، نلاحظ أن تكلفة رأس المال لمؤسسة "عصائر روية" عرفت إرتفاعا سنة 2012 بسبب إرتفاع تكلفة الأموال الخاصة، بالإضافة إلى كبر الوزن النسبي للأموال الخاصة في هيكل رأس المال، وفي سنتي 2013 و2014 إنخفضت تكلفة رأس المال بسبب زيادة الوزن النسبي للديون المالية في هيكل رأس المال لمؤسسة "عصائر روية" حيث بلغت تكلفة رأس المال سنة 2013 نسبة 12.33%، ثم لتتخفص إلى 11.56% سنة 2014.

ويمكن توضيح تكلفة رأس المال لمؤسسة "عصائر روية" وتغيرها خلال الفترة (2012-2014) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-3): تكلفة رأس المال لمؤسسة "عصائر روية" وتغيرها خلال الفترة (2012-2014)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الجدول رقم (9-3)

المطلب الثالث: دور الحوكمة في ضبط سلوك الإدارة في مؤسسة "عصائر روية"

تعتبر الحوكمة أداة قوية لضبط سلوك الإدارة في المؤسسة، فقدرتها هذه الأخيرة على تحسين نتائج الشركة وجعل الإدارة كفاءة يدل على فعالية نظام الحوكمة فيها، ويستدل على كفاءة الإدارة بالعديد من المؤشرات المالية والمحاسبية من داخل الشركة وأخرى من خارجها، فالداخلية متمثلة في القيمة المضافة والنتيجة الصافية، نتيجة الإستغلال والتدفق النقدي، المردودية المالية والمردودية الإقتصادية، والخارجية متمثلة في أداء السهم في السوق كمؤشر على كفاءة أداء الإدارة، حيث سنحاول في هذا المطلب تقييم أداء إدارة مؤسسة "عصائر روية" بداية باستخدام هذه المؤشرات، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2014، كما يلي.

الفرع الأول: مؤشرات الحكم على كفاءة الإدارة بمؤسسة "عصائر روية"

من بين المؤشرات التي تساعد في الحكم على كفاءة وتقييم الإدارة والتي سوف نعتد عليها في دارستنا هذه هي: نتيجة الإستغلال، المردودية المالية والمردودية الإقتصادية، حيث سنقوم في هذا الفرع بحساب هذه المؤشرات ومقارنتها مع كل من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون.

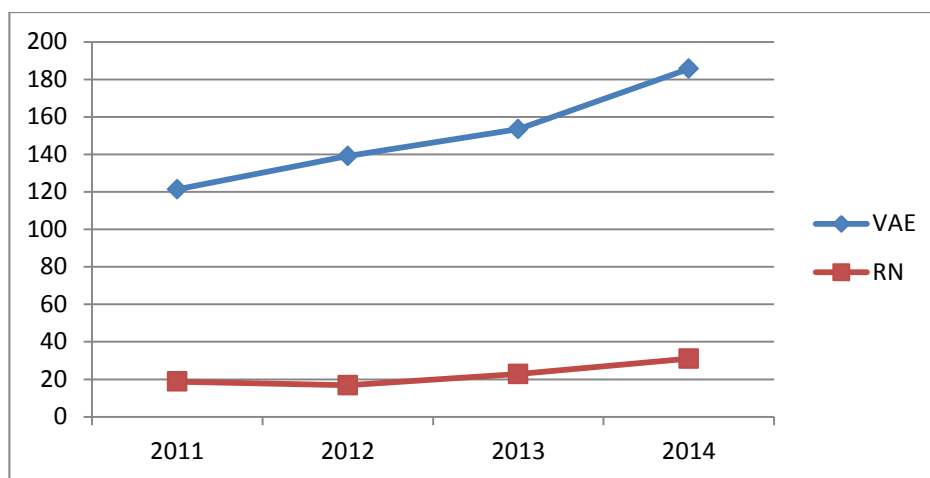
الجدول رقم (3-10): أهم المؤشرات المالية لمؤسسة "عصائر روية" خلال الفترة (2011-2014)

البيان / السنوات	2011	2012	2013	2014
القيمة المضافة	1213488280	1391405743	1534271527	1856881388
النتيجة الصافية	188041941	168602699	228869539	310853613

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الملحق رقم 3 و4.

نلاحظ أن القيمة المضافة لمؤسسة "عصائر روية" قد شهدت إرتفاعا مستمرا خلال الفترة (2011-2014)، حيث إنتقلت من 1213488280 دج سنة 2011 إلى 1856881388 دج سنة 2014، وهذا راجع إلى إرتفاع رقم الأعمال في تلك الفترة، مما يدل على حسن إستغلال المؤسسة لشرواتها فهي تسعى دائما إلى إستهلاك أقل ما يمكن من المواد الأولية لإنتاج أكبر ما يمكن من المنتجات النهائية، ونفس التفسير تقريبا بالنسبة للنتيجة الصافية، إلا ما يخص النتيجة الصافية لسنة 2012 والتي شهدت إنخفاضاً بسبب الإرتفاع الكبير في المصاريف المالية، كل هذا يدل على كفاءة الإدارة بهذه المؤسسة.

الشكل رقم (3-4): تطور القيمة المضافة والنتيجة الصافية لمؤسسة "عصائر روية" خلال (2011-2014)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الجدول رقم (3-10).

الجدول رقم (3-11): مؤشرات الحكم على كفاءة الإدارة لمؤسسة "عصائر روية" خلال الفترة (2011-2014)

2014	2013	2012	2011	البيان/السنوات
454397817	382619322	336137127	361991104	نتيجة الإستغلال
782247264	566493133	529497428	538152520	التدفق النقدي*
%15,69	%13,04	%10,63	%12,73	المردودية المالية**
%9,76	%11,77	%14,65	%16,25	المردودية الإقتصادية***

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الملحق رقم 3 و4.

بالنسبة لنتيجة الإستغلال نلاحظ أنها عرفت إنخفاضاً ملحوظاً سنة 2012، وهذا راجع إلى إرتفاع كل من الأعباء العمليانية الأخرى ومخصصات الإهلاكات والمؤونات في تلك السنة، بالإضافة إلى الإرتفاع الكبير الذي عرفته كل من المشتريات المستهلكة وأعباء المستخدمين، والذي يفسر بتوسع المؤسسة في الإستغلال في تلك السنة، أما خلال سنتي 2013 و2014 فقد عرفت نتيجة الإستغلال إرتفاعاً وهذا ما يفسر كفاءة الإدارة من خلال قدرتها على التحكم في التكاليف.

أما في ما يخص التدفق النقدي (القدرة على التمويل الذاتي) فقد عرف إنخفاضاً سنة 2012، بسبب إنخفاض النتيجة الصافية لتلك السنة، وبعد ذلك عرف إرتفاعاً خلال السنتين الأخيرتين، وهو ما يفسر بتنامي القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسة "عصائر روية".

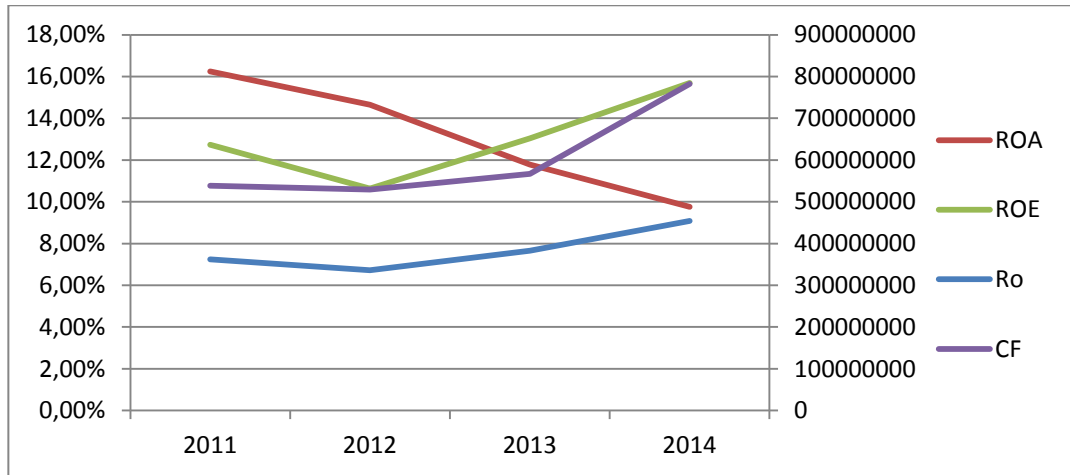
أما بالنسبة للمردودية المالية فتميزت بالإرتفاع خلال الفترة المدروسة إلا في سنة 2012، وهذا بسبب إنخفاض النتيجة الصافية في تلك السنة، وفيما يخص المردودية الإقتصادية فقد بلغت نسبة 16.25% سنة 2011، لتتخفف بعدها إلى 14.65% سنة 2012، وليستمر هذا الإنخفاض خلال سنتي 2013 و2014، فتصل إلى 9.76% سنة 2014. وهذا بسبب إرتفاع قيمة الأصول الإقتصادية في هذه الفترة نتيجة توسع المؤسسة في الإستغلال.

* التدفق النقدي = النتيجة الصافية + قيمة الإهلاك

** المردودية المالية = النتيجة الصافية / على الأموال الخاصة

*** المردودية الإقتصادية = نتيجة الاستغلال / الأصول الإقتصادية

الشكل رقم (3-5): تطور نتيجة الإستغلال والتدفق النقدي والمردودية الإقتصادية والمالية لمؤسسة "عصائر روية" خلال (2011-2012)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الجدول رقم (3-11)

الفرع الثاني: مدى قدرة الإدارة بمؤسسة "عصائر روية" على تحقيق القيمة الإقتصادية المضافة

تقاس كفاءة الإدارة كذلك بمدى قدرتها على تحقيق القيمة الإقتصادية المضافة سواء للمؤسسة ككل وللمساهمين خاصة، والجدول التالي يبين ذلك.

الجدول رقم (3-12): القيمة الإقتصادية المضافة المحققة للمؤسسة و للمساهمين بمؤسسة عصائر روية خلال الفترة (2011-2014)

2014	2013	2012	2011	البيان / السنوات
-2011752,33	-18459020,2	37476243,1	300578567	القيم الإقتصادية المضافة المحققة من وجهة نظر الإدارة*
-55528688,8	-106316053	-102513098	188041941	القيمة الإقتصادية المضافة المحققة من وجهة نظر المساهمين**

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الملحق 3 و 4.

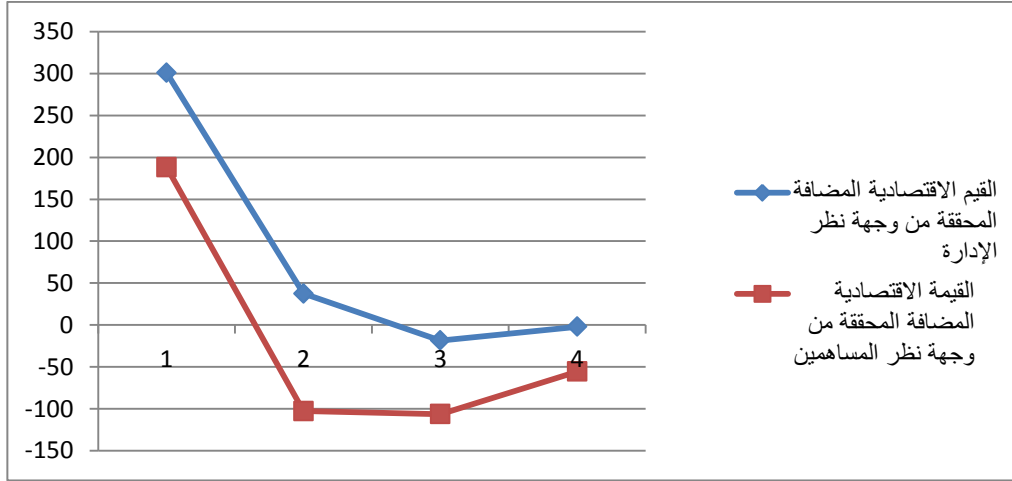
من خلال الجدول السابق، يمكن القول أن القيمة الإقتصادية المضافة المحققة من وجهة نظر الإدارة قد عرفت تدهورا كبيرا خلال فترة الدراسة، حيث إنتقلت من قيم موجبة إلى قيم سالبة ولكنها عرفت تحسن

* القيمة الإقتصادية المضافة المحققة من وجهة نظر الإدارة = (المردودية الإقتصادية - التكلفة الوسطية المرجحة) (الأموال الخاصة + الديون)

** القيمة الإقتصادية المضافة المحققة من وجهة نظر المساهمين = (المردودية المالية - تكلفة الأموال الخاصة) (الأموال الخاصة)

طفيف في نهاية الفترة، ونفس التفسير بالنسبة للقيمة المضافة المحققة من وجهة نظر المساهمين مما يدل على عدم كفاءة الإدارة في مؤسسة عصائر روية.

الشكل رقم (3-6): تطور القيمة الاقتصادية المضافة المحققة من وجهة نظر الإدارة ومن وجهة نظر المساهمين بمؤسسة "عصائر روية" خلال الفترة (2011-2014)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الجدول رقم (3-12)

الفرع الثالث: أثر كفاءة الإدارة على تكلفة رأس المال لمؤسسة "عصائر روية"

لتوضيح أثر الحوكمة في مؤسسة "عصائر روية" على تكلفة رأس المال سوف نقوم بتوضيح أثر مؤشرات كفاءة الإدارة على تكلفة رأس المال وذلك على النحو التالي.

1- أثر المردودية المالية على تكلفة الأموال الخاصة: بما أن المردودية المالية تعتبر كمؤشر لقياس الحوكمة، وبالتالي فإن إرتفاعها يعني إرتفاع جودة الحوكمة في مؤسسة "عصائر روية"، مما ينتج عنه إنخفاض تكلفة الأموال الخاصة، ولتوضيح صحة أو عدم صحة هذه الفرضية يمكن توضيح الإستعانة بالجدول التالي.

الجدول رقم (3-13): العلاقة بين المردودية المالية وتكلفة الأموال الخاصة

البيان / السنوات	2011	2012	2013	2014
تكلفة الأموال الخاصة Ke	16%	17,10%	19,10%	21,1%
المردودية المالية ROE	12,73%	10,63%	13,04%	15,69%

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الملحق 3 و 4.

من خلال النتائج الموضحة في الجدول السابق نلاحظ أن هناك علاقة طردية بين تكلفة الأموال الخاصة والمردودية المالية لمؤسسة "عصائر روية"، ولتوضيح قوة العلاقة بينهما سوف نقوم بحساب معامل الارتباط r بين هذين المتغيرين.

- حساب معامل الارتباط بين تكلفة الأموال الخاصة والمردودية المالية خلال الفترة (2012-2014):

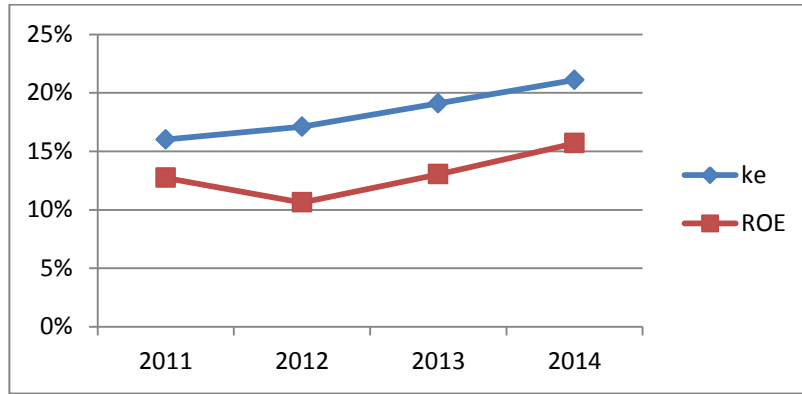
$$r = \frac{\delta_{xy}}{\delta_x \delta_y} \quad \text{لدينا:}$$

بالتعويض في قانون معامل الارتباط نجد: $r=0.79$

- من خلال قيمة معامل الارتباط نستنتج أن هناك ارتباط طردي قوي بين تكلفة الأموال الخاصة

والمردودية المالية لمؤسسة "عصائر روية"، وهذا يثبت عدم صحة الفرضية السابقة.

الشكل رقم (3-7): تطور تكلفة الأموال الخاصة والمردودية المالية لمؤسسة عصائر روية خلال الفترة (2011-2014)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الجدول رقم (3-13)

2- أثر المردودية الإقتصادية على التكلفة الوسطية المرجحة: تعتبر المردودية الإقتصادية من بين مؤشرات

قياس جودة حوكمة الشركات، وبالتالي يفترض أن إرتفاعها يؤدي إلى إرتفاع جودة الحوكمة وإنخفاض تكلفة

رأس المال في مؤسسة "عصائر روية" والجدول التالي يبين مدى صحة هذه الفرضية:

الجدول رقم (3-14): العلاقة بين المردودية الإقتصادية والتكلفة الوسطية المرجحة

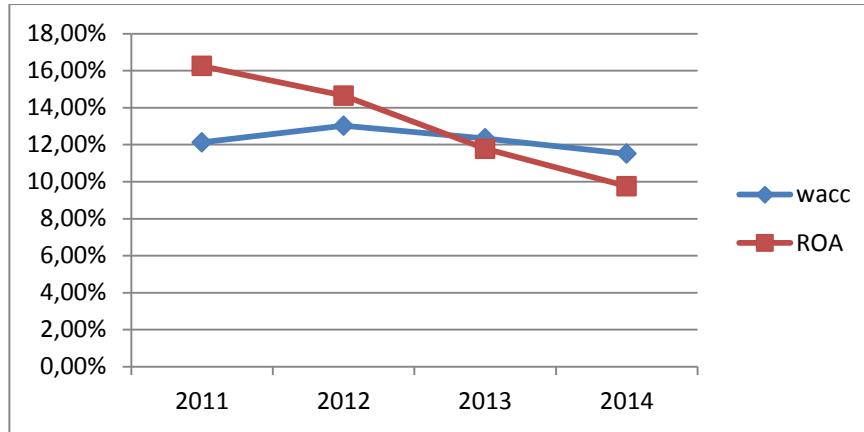
2014	2013	2012	2011	البيان / السنوات
%11.56	%12,33	%13,02	%12.6	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال wacc
%9,76	%11,77	%14,65	%16.25	المردودية الإقتصادية ROA

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الملحق 3 و 4.

من خلال النتائج الموضحة في الجدول السابق نلاحظ أن هناك علاقة طردية بين تكلفة الوساطة المرجحة والمردودية الاقتصادية لمؤسسة "عصائر روية"، ولتوضيح قوة العلاقة بينهما سوف نقوم بحساب معامل الارتباط r بين هذين المتغيرين.

- حساب معامل الارتباط بين المردودية الاقتصادية والتكلفة الوسطية المرجحة: من خلال التعويض في قانون معامل الارتباط نجد: $r = 0.58$

- من خلال قيمة معامل الارتباط نستنتج أن هناك ارتباط طردي متوسط بين المردودية الاقتصادية والتكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة "عصائر روية" وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضية السابقة. الشكل رقم (3-8): تطور تكلفة رأس المال والمردودية المالية لمؤسسة "عصائر روية" للفترة (2011-2014)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الجدول رقم (3-14)

الفرع الرابع: حساب تأثير المؤشرات السوقية للحوكمة وعلاقتها بتكلفة رأس المال

لدراسة العلاقة بين الآليات الخارجية لحوكمة الشركات على تكلفة رأس المال لمؤسسة "عصائر روية"، سوف نستخدم بعض المؤشرات السوقية ونقارنها مع تكلفة رأس المال لمؤسسة "عصائر روية"، وهذا خلال سنتي 2013 و 2014 وذلك لأن مؤسسة عصائر روية قد دخلت إلى البورصة سنة 2013.

أثر سعر السهم على تكلفة الأموال الخاصة: يقيس سعر السهم جودة الحوكمة من الخارج حيث أنه كلما ارتفع سعر السهم، يعني ذلك ارتفاع جودة الحوكمة مما ينعكس على انخفاض تكلفة الأموال الخاصة، والجدول التالي يبين مدى صحة هذه الفرضية:

الجدول رقم (3-15): تطور سعر السهم و تكلفة الأموال الخاصة خلال الفترة (2013-2014)

2014			2013			البيان/السنوات
الرباعي الثالث	الرباعي الثاني	الرباعي الأول	الرباعي الثالث	الرباعي الثاني	الرباعي الأول	
379	404	409	405	405	405	متوسط سعر السهم السوقي لكل أربعة أشهر*
20.5	20.5	20.5	19.1	19.1	19.1	تكلفة الأموال الخاصة**

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على:

Rapport annuel 2014, op.cit, p.44.*

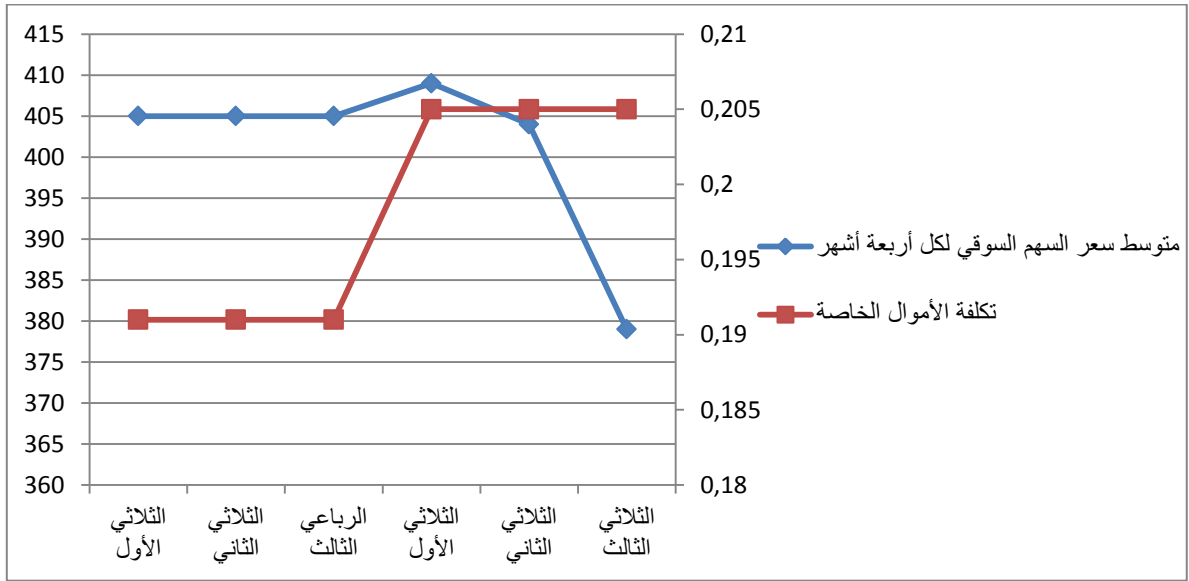
**** Notice d'information NCA-Rouiba spa**, op.cit, p.12.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن سعر السهم في سنة 2013 قد بلغ 405 دج، في حين بلغت تكلفة الأموال الخاصة 19.1%، ولما إنخفض سعر السهم إلى 365 دج إرتفعت تكلفة الأموال الخاصة إلى 20.5%، وهو ما يدل على العلاقة العكسية بين سعر السهم وتكلفة الأموال الخاصة في مؤسسة "عصائر روية"، هذا ما يثبت عدم صحة الفرضية السابقة، ولتوضيح قوة الارتباط بينهما سوف نقوم بحساب معامل الارتباط r .

- حساب معامل الارتباط بين السعر السهم السوقي وتكلفة الأموال الخاصة: من خلال التعويض في قانون معامل الارتباط نجد: $r=-0.38$

من خلال قيمة معامل الارتباط نستنتج أن هناك ارتباط عكسي ضعيف بين سعر السهم السوقي وتكلفة الموال الخاصة لمؤسسة عصائر روية.

الشكل رقم (3-9): تطور سعر السهم السوقي وتكلفة الأموال الخاصة خلال سنتي 2013-2014



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الجدول رقم (3-15).

2- أثر معدل ربح السهم على تكلفة رأس المال: يقيس معدل سعر السهم جودة الحوكمة حيث أنه كلما إرتفع معدل ربح السهم، يعني ذلك إرتفاع جودة الحوكمة مما ينعكس على إنخفاض تكلفة رأس المال، والجدول التالي يبين مدى صحة هذه الفرضية. ولتوضيح هذا يمكن الإستعانة بالجدول التالي:
الجدول رقم (3-16): تطور معدل ربح السهم و تكلفة رأس المال خلال الفترة (2011- 2014)

البيان/السنوات	2011	2012	2013	2014
معدل ربح السهم*	88.57	79,41	107,80	146,42
تكلفة رأس المال**	% 12.6	% 13,02	% 12,33	% 11.56

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الملحق رقم 3 و 4.

** Notice d'information NCA-Rouiba spa, op.cit,p.12.

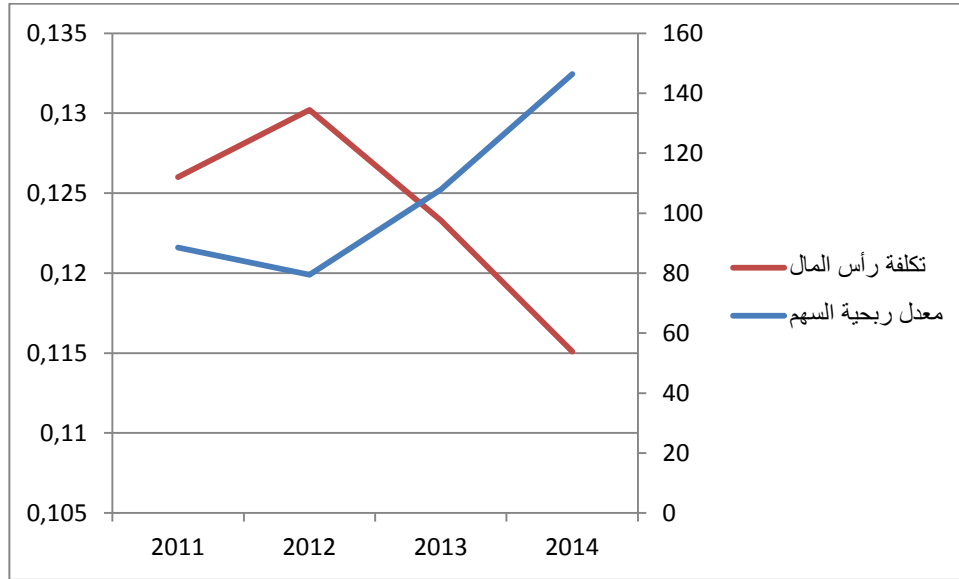
من خلال الجدول السابق نلاحظ أن معدل ربح السهم عرف إرتفاعا من سنة إلى أخرى، حيث إنتقل من 79.71 سنة 2012 إلى 107.8 سنة 2013، ليواصل الإرتفاع حيث بلغ في نهاية الفترة معدل 146.42 ويعود هذا الإرتفاع إلى إرتفاع قيمة النتيجة الصافية، بالموازاة مع إنخفاض تكلفة رأس المال، مما يدل على العلاقة العكسية بينهما.

* معدل ربح السهم = النتيجة الصافية / عدد الأسهم

- حساب معامل الارتباط بين معدل ربح السهم وتكلفة رأس المال: من خلال التعويض في قانون
معامل الارتباط نجد: $r = -0.99$

من خلال قيمة معامل الارتباط نستنتج أن هناك ارتباط عكسي قوي جدا بين معدل ربح السهم
وتكلفة رأس المال لمؤسسة "عصائر روية" وهذا ما يثبت صحة الفرضية السابقة.

الشكل رقم (3-10): تطور معدل ربحية السهم وتكلفة رأس المال خلال الفترة 2011-2014



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الجدول رقم (3-16).

3- تطور قيمة مؤسسة "عصائر روية" في البورصة: لمعرفة ما إذا كانت قيمة مؤسسة عصائر روية قد
ارتفعت أو إنخفضت، سوف نعتمد على المؤشرين المبينين في الجدول أدناه.

الجدول رقم (3-17): تطور نسبة سعر السهم إلى أرباحه، قيمته الدفترية وتكلفة رأس المال لسنتي 2013-2014

البيان / السنة	2013	2014
نسبة سعر السهم إلى أرباحه*	3.76%	2.49%
نسبة سعر السهم السوقي إلى قيمته الدفترية**	1.01%	0.91%
تكلفة رأس المال	12,34%	11,51%

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الملحق رقم 1 و 2.

* نسبة سعر السهم إلى أرباحه = متوسط سعر السهم / ربح السهم

** نسبة السعر السوقي للسهم إلى قيمته الدفترية = سعر السهم السوقي / قيمته الدفترية

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن قيمة مؤسسة "عصائر روية" في تدهور، حيث أن نسبة سعر السهم فيها إلى أرباحه قد عرفت إنخفاضاً بين سنتي 2013 و 2014، وكذلك ذلك نسبة سعر السهم السوقي قد إنخفضت إلى ما دون الواحد، وهذا يعني أن سعر السهم السوقي أقل من قيمته الدفترية مما يدل على إنخفاض قيمة المؤسسة وهذا راجع إلى عدم كفاءة السوق المالي الذي يعرض المؤسسة إلى مخاطر، وبالتالي فهو لا يعكس القيمة الحقيقية للمؤسسة.

خلاصة الفصل:

من خلال هذه الدراسة التطبيقية والتي كانت حول أثر مستوى الحوكمة بمؤسسة عصائر روية على تكلفة رأس المال فيها، يمكن إعطاء النتائج التالية:

- لم يكن بإستطاعة مؤسسة "عصائر روية" أن تدير النمو السريع لو لم تقم بتنفيذ سياسة حوكمة رشيدة تركز على الشفافية وإستراتيجية التواصل المنظم مع مختلف أصحاب المصالح بما فيهم العائلة.

- تولي مؤسسة عصائر روية إهتماما كبيرا في السنوات الأخيرة للتمويل عن طريق الإقتراض أكثر منه عن طريق الأموال الخاصة، ويظهر هذا من خلال إرتفاع الوزن النسبي للديون في هيكل رأس المال مقارنة مع الأموال الخاصة.

- إن إعتقاد مؤسسة عصائر روية على التمويل من خلال السوق المالي عرضها للخطر، لأنه لم يعكس المستوى الحقيقي لكفاءة إدارتها.

الخاتمة

الخاتمة

تطرت هذه الدراسة لبيان أثر حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال، على أساس أن الحوكمة الجيدة تزيد من كفاءة الإدارة، ويظهر هذا من خلال نتائج المؤسسة في السوق وبالتالي يخفض من تقدير المستثمرين للمخاطر المحيطة بالمؤسسة، فتكلفة رأس المال تعكس وضعية الشركة ومدى قدرتها على تحقيق الإستمرارية والأرباح للمساهمين الحاليين وضمان بقائهم، ولتحفيز المستثمرين المحتملين للإستثمار في المؤسسة، وأن حوكمة الشركات هي بمثابة تدابير لفرض الإنضباط على سلوكيات الإدارة لتحقيق مصالح المساهمين وأصحاب المصلحة.

ولقد توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج على المستوى النظري، نذكر منها:

- يعتبر التمويل بالدين مصدرا مهما في تكوين هيكل رأس المال نظرا لتكلفته المنخفضة من خلال تحقيقه للوفورات الضريبية.
- تستخدم تكلفة رأس المال في تقييم و المقاضلة بين المشاريع و بالتالي فإن ارتفاعها سوف يضع على المؤسسة العديد من المشاريع المربحة.
- تعتبر تكلفة رأس المال مقياسا للحكم على كفاءة الإدارة في تسيير موارد المؤسسة.
- كلما كان هناك تماثل في المعلومات والإفصاح والشفافية كلما دفع المستثمرين للمطالبة بمعدل عائد منخفض.
- أن تشتت الملكية في المؤسسة بين عدد كبير من الملاك يؤدي هذا إلى ضعف فعالية الحوكمة في تلك المؤسسات.
- آلية التصويت حق من حقوق المساهمين، وهي آلية تساعد المساهمين على فرض الإنضباط على الإدارة من الداخل وكلما ضعفت هذه الآلية كلما زادت الحاجة إلى فرض الإنضباط السوقي.
- النماذج المعتمدة لتخفيض تكلفة الوكالة تركز أساسا على آليات ومبادئ حوكمة الشركات للقيام بهذا الدور.
- جاءت الحوكمة بفكرة التحصين الإداري لحماية المؤسسة في حالة عدم كفاءة الأسواق.
- بالإضافة إلى النتائج العامة، هناك مجموعة من النتائج التي توصلنا إليها من خلال الجانب التطبيقي للدراسة، والتي تلخص في:
- تعتبر عوائق روية من بين المؤسسات المسيطرة على السوق المحلي لقطاع المشروبات، وهذا نتيجة لجودة منتجاتها، وكذلك سعيها الدائم لتقديم منتجات جديدة ومتنوعة، مما مكنها من الوصول إلى الأسواق العالمية وفرض نفسها فيها.

- إقتنعت مؤسسة عصائر روية مبكرا بضرورة تبني حوكمة الشركات وهذا بسبب التغيرات التي عرفها الإقتصاد الوطني في فترة التسعينات.
- تعتبر مؤسسة عصائر روية من المؤسسات الجزائرية الرائدة في تطبيق حوكمة الشركات، وهذا من خلال تطبيقها الواسع لمبادئ الحوكمة، مما مكنها من إجتذاب مستثمرين أجنب ومن بينهم صندوق الإستثمار الخاص الإقليمي المعروف بإسم "إفريقيا إنفست".
- فور دخول صندوق الإستثمار الخاص الإقليمي المعروف بإسم "إفريقيا إنفست" كشريك في مؤسسة عصائر روية سنة 2005م، تغيرت الأمور تماما، فقد تمكنت المؤسسة من جذب إستثمارات جديدة، والإرتقاء إلى مستوى جديد في حوكمتها، أدى بعد سنوات إلى دخولها البورصة.
- أولت مؤسسة عصائر روية إهتماما للعاملين من خلال منحهم ميزة شراء جزء من أسهمها وبأسعار أقل.
- توجهت مؤسسة عصائر روية إلى التوسع في الإستغلال ويتضح ذلك من خلال المردودية الإقتصادية للمؤسسة في الفترة المدروسة.

الإقتراحات:

- ضرورة إلتزام المؤسسة بمعايير قياس حوكمة الشركات (إنضباط الإدارة، الإفصاح، الشفافية، الإستقلالية،...).
- على الشركة أن لا تولي كل الإهتمام للإفصاح و الشفافية التامة.
- على المؤسسة أن تخفض من الإعتدال على التمويل عن طريق السوق المالي لأنه لا يعكس كفاءة الإدارة فيها فهو يعرضها للمخاطر، ويجب عليها أن تولي إهتمام بالتمويل المغلق.

التوصيات:

- وضع اللوائح الخاصة بإلتزام الشركات بمزيد من الشفافية والإفصاح عن كل المعلومات التي تتعلق بها.
- تعيين أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين أو المستقلين وتفعيل دور لجان المراجعة وتعيين مراقب حسابات مستقل، فضلا عن قيام الشركات بنشر ممارساتها كمبادئ الحوكمة بعد التصديق عليها.
- دعوة الشركات للإهتمام أكثر بالتعويضات الممنوحة للموظفين وربط مصالحهم بمصالح المؤسسة.
- زيادة وضع القوانين التي تكفل حماية صغار المساهمين لما لها من أثر إيجابي على الشركة.

- إجراء دراسات وأبحاث تشمل جميع الشركات المدرجة في سوق الأسهم بكل قطاعاتها لتصبح نتائج هذه الدراسات دليلا للمستثمرين في تقييم ربحية هذه الشركات. وكذلك لتعرف الشركات بمستوى الحوكمة تطبقها.
- الإهتمام ببرامج التوعية المتعلقة بتطبيق الحوكمة.
- الدعوة لتدريس لموضوع حوكمة الشركات في الدراسات العليا والجامعات الجزائرية نظرا لحدائة هذا الموضوع على الساحتين الأكاديمية والإقتصادية لتأثيره على الشركات بشكل عام.

المراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب

1. إبراهيم سيد أحمد، حوكمة الشركات ومسؤوليات الشركات عبر الوطنية وغسيل الأموال، الدار الجامعية، مصر، 2010.
2. أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، الجزائر، 2008.
3. أحمد رمضان نعمة الله، تخطيط المشروعات الإستثمارية ودراسات الجدوى الاقتصادية، المكتبة المصرية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2003.
4. أوجين بريجهام، الإدارة المالية "النظرية التطبيق العملي"، ج1، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009.
5. أوجين بريجهام، الإدارة المالية "النظرية والتطبيق العملي"، دار المريخ للنشر، ج2، المملكة العربية السعودية، 2009.
6. أوجين بريجهام، ترجمة:محمود فتوح وعمر عبد الكريم، الإدارة المالية " أسس تقييم المشاريع, تقييم الشركات, القرارات التمويلية الإستراتيجية"، شعاع لنشر والعلوم، ط1، حلب، سورية، 2010.
7. برايان كويل، ترجمة:قسم الترجمة بدار الفاروق، دمج وشراء الشركات، ط2، دار الفاروق، مصر، 2009.
8. توماس أستيبورات، ترجمة: علاء أحمد إصلاح، ثروة المعرف "رأس المال البشري و مؤسسة القرن الحادي والعشرون"، الدار الدولية للإستثمارات الثقافية، مصر، 2004.
9. جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة "مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية"، دار الصفاء، ط1، عمان، الأردن، 2013.
10. جون وايت، ترجمة: خالد العامري، الإستثمار في الأسهم والسندات، دار الفاروق للنشر والتوزيع، ط1، القاهرة، مصر، 2003.
11. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005.
12. دريد كامل آل تسيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط01، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007.
13. رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 1997.
14. سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار، التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، مصر، 1997.
15. ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها "الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2008.

16. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، بدون بلد نشر، 2005.
17. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
18. عبد الباسط ووفقا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة، القاهرة، مصر، 1996.
19. عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار الصفا للنشر والتوزيع، ط2، الأردن، 2006.
20. عبد الستار الصباح وسعود العامري، الإدارية المالية "أطر نظرية وحالات عملية"، دار وائل، عمان، الأردن، 2007.
21. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
22. عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2014.
23. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، ط01، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
24. عبيد سعد المطيري، مستقبل مهنة المحاسبة والمراجعة "تحديات وقضايا معاصرة"، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2004.
25. عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، إتحاد المصارف العربية، لبنان، 2007.
26. عطا الله وارد خليل ومحمد عبد الفتاح العشماوي، الحوكمة المؤسسية "المدخل لمكافحة الفساد في المؤسسات العامة والخاصة"، مكتبة الحرية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2008.
27. علاء فرحان طالب وإيمان شيحان المشهداني، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
28. علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008.
29. علي عبيد أحمد الحجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
30. فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط، مصر، 2007.
31. كاظم جاسم العيساوي، دراسات الجدوى الإقتصادية وتقييم المشروعات "تحليل نظري وتطبيقي"، دار المناهج للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2005.
32. محمد بن إبراهيم التويجري، حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنشورات العربية للتنمية الإدارة، القاهرة، مصر، 2007.
33. محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد، الأردن، 2008.
34. محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2001.
35. محمد صالح الحناوي ورسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1996.
36. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999.
37. محمد طارق يوسف، حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2007.

38. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2010.
39. محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري "دراسة مقارنة"، الدار الجامعية، ط2، مصر، 2009.
40. محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، دار الإحصاء العلمي للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2014.
41. مروة أحمد وآخرون، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، ج2، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2011.
42. المعتصم بالله العرياني، حوكمة شركات المساهمة " دراسة في الأسس الاقتصادية والقانونية "، دار الجمعة الجديدة، مصر، 2009.
43. مليكة وبوشنقى ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
44. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث للنشر، ط5، مصر، 2005.
45. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2008.
46. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998.

ثانياً: المدكرات

1. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية "دراسة حالة المطاحن الكبرى للجنوب- بسكرة"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد صناعي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، 2012-2011.
2. حسين عبد الجليل آل فزوي، حوكمة الشركات أثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية (دراسة إختيارية على شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية)، رسالة مقدمة إستكمالاً لمتطلبات منح شهادة الماجستير في المحاسبة، الأكاديمية العربية في الدنمارك، كلية الإدارة والإقتصاد، قسم المحاسبة، 2010.
3. سامر فخرى محي الدين، إستخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية " دراسة تطبيقية في بورصة عمان"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم التمويل والمصارف، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، 2008.
4. شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية " دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوقرة-بومرداس-، 2010-2009.
5. عبد الحميد حسياني، أهمية الانتقال للمعايير الدولية المحاسبية والمعلومات المالية كإطار لتفعيل حوكمة الشركات، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2009-2010.

6. عثمان عثمانية، الحوكمة أثرها على الأداء المالي للشركة "دراسة مقارنة بين بعض الشركات الأمريكية والجزائرية"، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص إستراتيجية مالية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة، 2010-2011.
 7. عمر عيسى فلاح المناصير، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات المساهمة العامة الأردنية، رسالة مقدمة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، عمادة البحث العلمي والدراسات العليا، في الجامعة الهاشمية، الأردن، 2013.
 8. غنية بورعية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة "دراسة حالة مؤسسة التركيب الكهربائي، فرع سونلغاز"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
 9. ماجد إسماعيل أبوحماد، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية "دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، بحث مقدم إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009.
- ثالثاً: المقالات والملتقيات العلمية .**
1. إمام آل خليفة، صناديق الإستثمار ومفهوم الحوكمة، بحوث وأوراق عمل مؤتمر حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2007.
 2. خليل أبو سليم، قياس أثار الالتزام بتطبيق حوكمة الشركات على جذب الإستثمارات الأجنبية، مجلة جامعة جازان، المجلد 3، العدد 1، المملكة العربية السعودية، 2014.
 3. رقية حساني وآخرون، آليات حوكمة الشركات ودورها في الحد من الفساد المالي والإداري، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، يومي 6-7 ماي 2012، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
 4. عبد الرحمان العايب، مداخلة بعنوان: ميكانيزمات تحفيز المسيرين كأحد محددات حوكمة الشركات وتأثيرها في الأزمة الإقتصادية العالمية الراهنة "حالة المؤسسات المالية و المصرفية المتضررة"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الإقتصادية علوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
 5. عبد الرزاق حبار، الإلتزام بمتطلبات لجنة بازل كمدخل لإرساء الحوكمة في القطاع المصرفي العربي، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، دون ذكر السنة.
 6. عبد المجيد تيموي، المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار إستخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 13، 2011.

7. محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة "دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي بالجزائر"، مجلة الباحث-80، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010.
8. محمد ياسين غادر، محددات حوكمة الشركات، المؤتمر العلمي الدولي "عولمة الإدارة في عصر المعرفة"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، أيام 15-17 ديسمبر 2012، من الموقع:
9. مصطفى عقاري وحكيمة بوسلمة، أثر تطبيق حوكمة الشركات على جودة المعلومات المحاسبية، جامعة الحاج لخضر-باتنة-، مخبر إقتصاد المؤسسة والتسيير التطبيقي، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 09-2013.
10. مصطفى عقاري، أثر تطبيق حوكمة الشركات على جودة المعلومات المحاسبية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 9، 2013.
11. مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية-الأمم المتحدة-، إرشادات بشأن الممارسات الجيدة في الكشف عن البيانات في سياق إدارة الشركات، ص.3-4، من الموقع: www.unctad.org/ar/docs/ileteb20063_ar.pd
12. مؤيد محمد علي الفضل، العلاقة بين محددات السلوك الإداري وتكلفة الوكالة للملكية ومدى تأثيرها بالأداء "دراسة حالة في العراق"، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد السادس عشر، العدد الثاني، ديسمبر 2013.
13. مركز المشروعات الدولية الخاصة "المنتدى العالمي لحوكمة الشركات"، مقالة بعنوان: تشجيع حوكمة الشركات في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: تجارب وحلول، فيفري 2011

رابعا: المواقع الإلكترونية

1. مارك هيسيل، مجلس إدارة الشركات: الرقابة من خلال التمثيل، ص.36-37، من الموقع: www.hakama.net
2. محمد بن بوزيان وعلي بن الضب، أثر الإفصاح البيئي على تكلفة رأس المال، من الموقع: <http://manifest.univouargla.dz/documents/Archive/Archive%20Faculte%20des%20Sciences%20Economiques%20,%20de%20Gestion%20et%20des%20Sciences%20Commerciales/Comportement%20des%20entreprises%20economiques%20face%20aux%20enjeux%20du%20developpement%20durable%20et%20de%20lequite%20sociale/29.pdf>

المراجع باللغة الفرنسية:

أولاً: الكتب


1. Josette Pilverdier, Latreget, **Finance D'entreprise**, 6^{ème} édition, Economica, Paris, 1993.
2. Nathalie Mourgues, **Financement et Cout du Capital de L'entreprise**, Economica, Paris, 1993.
3. Pierre Vernimen, **Finance D'entreprise**, Daloz, 11^{ème} édition, Paris, 2013.
4. Rishard Brealey et outre, **Principes de Gestion Financière**, édition Francaise Dirigée par Thibierge, 8^{ème} édition, Pearson éducation, paris, 2007.

ثانياً: نشرات وتقارير

1. Christine Zollner, **Corporate Governance and Firm Value**, European Corporate Governance, Wintensenester 2013/14, Presented by : Ina.Maria Immel.
2. **Corporate Governanse and Accaunting Arbitrage**, a partir du site : www.Finance professor.com/governance/corporate%20Governance.html
3. **Notice d'information NCA-Rouiba spa**, Visa COSOB n°2013/01 du 06 fevrier 2013

BILAN PASSIF

Passif	Note	31.12.2012	31.12.2011
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		0	0
Primes et réserves		564 163 334	436 121 393
Ecarts de réévaluation		0	0
Résultat net		168 602 699	188 041 941
Autres capitaux propres		3 511 463	3 511 463
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	1 585 472 496	1 476 869 797
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	708 679 792	750 612 577
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	0	0
Autres dettes non courantes		0	0
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	120 141 415	100 304 067
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		828 821 207	850 916 643
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 121 817 918	1 082 079 841
Impôts	5.5	171 100 746	166 185 048
Autres dettes	5.6	386 695 528	353 181 061
Trésorerie passif	5.7	500 891 650	130 664 225
TOTAL PASSIFS COURANTS		2 180 505 842	1 732 110 175
TOTAL GENERAL PASSIF		4 594 799 546	4 059 896 615


Mehdi NEDDAD
 Expert Comptable
 Commissaire aux Comptes

BILAN ARRETE AU 31.12.2014
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2014	31.12.2013
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		820 783 885	676 833 846
Ecart de réévaluation		-	-
Résultat net		310 853 613	228 869 539
Autres capitaux propres		282 440	-
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	1 981 114 938	1 754 898 385
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	2 676 780 567	1 494 706 743
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	1 728 774	3 645 260
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	3 640 997	8 224 687
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		2 682 150 338	1 506 576 690
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 255 300 864	1 334 090 677
Impôts	5.5	163 080 164	172 217 368
Autres dettes	5.6	718 996 498	516 970 256
Trésorerie passif	5.7	409 031 693	197 829 568
TOTAL PASSIFS COURANTS		2 546 409 218	2 221 107 869
TOTAL GENERAL PASSIF		7 209 674 495	5 482 582 945

COMPTES DE RESULTAT

Désignation	NOTE	31.12.2012	31.12.2011
Chiffre d'affaires	6.1	5 669 817 158	4 633 430 606
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	166 504 084	146 599 359
Production immobilisée		0	0
Subventions d'exploitation		0	3 813 000
PRODUCTION DE L'EXERCICE		5 836 321 243	4 783 842 965
Achats consommés	6.3	(3 616 401 032)	(2 924 653 309)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(828 514 468)	(645 701 377)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(4 444 915 500)	(3 570 354 685)
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		1 391 405 743	1 213 488 280
Charges de personnel	6.5	(528 526 658)	(464 579 277)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(91 220 592)	(74 424 967)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		771 658 493	674 484 036
Autres produits opérationnels	6.7	39 643 564	5 011 701
Autres charges opérationnelles	6.8	(143 668 097)	(48 790 885)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(360 894 729)	(305 110 579)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		29 397 896	36 396 830
RESULTAT OPERATIONNEL		336 137 127	361 991 104
Produits financiers	6.10	15 091 358	13 214 458
Charges financières	6.11	(113 076 392)	(109 221 283)
RESULTAT FINANCER		(97 985 034)	(96 006 825)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMOTS		238 152 093	265 984 278
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		(75 756 721)	(90 393 287)
Impôts différés sur résultats ordinaires		6 207 327	12 450 950
Total des produits des activités ordinaires		5 920 454 061	4 838 465 955
Total des charges des activités ordinaires		(5 751 851 362)	(4 650 424 014)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		168 602 699	188 041 941
Eléments extraordinaires (produits)		0	0
Eléments extraordinaires (charges)		0	0
RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		168 602 699	188 041 941

Muhammad HEDDAD
Expert Comptable
Commissaire aux Comptes