

Université MUSTAPHA Stambouli

Mascara



جامعة مصطفى استمبولي

معسكر

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث ل.م.د.

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

إشراف: أ.د. حسيني إسحاق

إعداد الطالبة: براني مختارية

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	بن عبو الجيلالي
مقررا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	حسيني إسحاق
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ محاضر "أ"	حميود عمار
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ محاضر "أ"	مختاري خالد
ممتحنا	جامعة وهران 2	أستاذ التعليم العالي	بن لحسن الهواري
ممتحنا	جامعة سعيدة	أستاذ التعليم العالي	حماوي توفيق

السنة الجامعية: 2025/2024



إلى الوالدين الكريمين، حبا واحتراما
إلى كل العائلة الكريمة، حبا وتقديرا
إلى كل معلمي وأساتذتي، وفاء واحتراما
إلى المرابطين والأحرار، حبا واحتراما

أهدي هذا العمل

براني مختارية

شكر وتقدير

يارب لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك.
رضيت بالله رباً وبالإسلام ديناً وبسيدنا محمد صلى الله عليه وسلم نبياً ورسولاً.
ومن باب الاعتراف بالجميل؛ أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم في ميلاد هذا العمل المتواضع وأخص بالذكر أساتذتي الأفاضل الكرام كل باسمه ومقامه.

أستاذي الفاضل المشرف على الأطروحة البروفيسور حسيني إسحاق على كل الجهد والوقت الذي بذله لمراجعة وتمحيص هذا العمل وعلى تشجيعه وتوجيهاته وعلى صبره ورحابة صدره.
أستاذي الفاضل البروفيسور ثابتي الحبيب المدير المؤسس لمخبر (LAPDEC) على نصحه ومساعدته وتشجيعه لإتمام هذا العمل وعلى كل ما قدمه من جهد وتفاني لخدمة مجتمع المعرفة طيلة عقود من الزمن.

أساتذتي الكرام أعضاء لجنة المناقشة: أ.د. بن عبو الجيلالي، أ.د. ح جماوي توفيق
أ.د. بن لحسن الهواري، د. حميود عمار، د. مختاري خالد على قبولهم مناقشة هذه الأطروحة
و على الجهد و الوقت الثمين الذي بذلوه في مراجعتها.

الأستاذة الكريمة: د. حجاج شافية، على ما قدمته من مساعدة ونصح لإتمام هذا العمل.

الدكتور قنيش مختار على ما قدمه من مساعدة لإتمام هذا العمل

كما لا يفوتني أن أتقدم بجزيل الشكر إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد.

----- جزاكم الله خيرا -----

براني مختارية

قائمة المحتويات

5	قائمة الجداول
7	قائمة الأشكال
1	قائمة المحتويات
1	مقدمة عامة
13	الفصل الأول: حوكمة الشركات
13	تمهيد:
14	المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات
14	المطلب الأول: ظهور مفهوم الحوكمة
17	المطلب الثاني: مفهوم حوكمة الشركات
19	المطلب الثالث: أهمية وأهداف حوكمة الشركات
21	المطلب الرابع: خصائص وأبعاد حوكمة الشركات
26	المبحث الثاني: أساسيات تطبيق حوكمة الشركات
26	المطلب الأول: محددات حوكمة الشركات
28	المطلب الثاني: ركائز حوكمة الشركات
30	المطلب الثالث: آليات حوكمة الشركات
36	المطلب الرابع: الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات
38	المطلب الخامس: نماذج حوكمة الشركات
43	المبحث الثالث: نظريات حوكمة الشركات
43	المطلب الأول: نظرية الوكالة
47	المطلب الثاني: نظرية حقوق الملكية
48	المطلب الثالث: نظرية تكاليف الصفقات
50	المطلب الرابع: نظرية أصحاب المصلحة

52	المطلب الخامس: نظرية تجذر المسيرين
55	المبحث الرابع: مبادئ حوكمة الشركات
55	المطلب الأول: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
59	المطلب الثاني: مبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية
61	المطلب الثالث: مبادئ مؤسسة التمويل الدولية
62	المطلب الرابع: مبادئ البنك الدولي
64	المطلب الخامس: مبادئ صندوق النقد الدولي
65	خلاصة الفصل الأول:
67	الفصل الثاني: القرار التمويلي
67	تمهيد:
68	المبحث الأول: عموميات حول القرار التمويلي
68	المطلب الأول: ماهية القرار
73	المطلب الثاني: مراحل وظروف اتخاذ القرار
76	المطلب الثالث: القرار التمويلي
78	المطلب الرابع: مخاطر وضمانات التمويل والاحتياج التمويلي
83	المطلب الخامس: السياسات التمويلية للمؤسسة وأهدافها
87	المبحث الثاني: مصادر التمويل وتكلفتها
88	المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل
102	المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل
111	المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل
118	المطلب الرابع: المفاضلة بين مصادر التمويل
120	المطلب الخامس: تكلفة الأموال
129	المبحث الرابع: الهيكل التمويلي
129	المطلب الأول: تعريف ومحددات الهيكل التمويلي

المطلب الثاني: مناهج الهيكل التمويلي.....	135
المطلب الثالث: تقييم الهيكل المالي	136
المطلب الرابع: علاقة الهيكل المالي بالرفع، العائد والمخاطرة.....	143
المبحث الخامس: نظريات الهيكل التمويلي.....	148
المطلب الأول: النظرية التقليدية.....	148
المطلب الثاني: نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل (MM):.....	152
المطلب الثالث: نظرية التوازن	158
المطلب الرابع: النظريات متعددة الأشكال.....	163
خلاصة الفصل الثاني:.....	168
الفصل الثالث: انعكاسات حوكمة الشركات على القرار التمويلي للمؤسسة.....	170
تمهيد:	170
المبحث الأول: دور مبادئ الحوكمة في ترشيد القرار التمويلي	171
تمهيد	171
المطلب الأول: دور مجلس الإدارة في ترشيد القرار التمويلي.....	171
المطلب الثاني: دور المساهمين في ترشيد القرار التمويلي	176
المطلب الثالث: دور أصحاب المصالح في ترشيد القرار التمويلي.....	178
المطلب الرابع: دور الإفصاح والشفافية في ترشيد القرار التمويلي	179
المبحث الثاني: دور آليات الحوكمة في ترشيد القرار التمويلي	182
المطلب الأول: دور المراجعة الداخلية في اتخاذ القرار التمويلي	182
المطلب الثاني: دور المراجعة الخارجية في اتخاذ القرار التمويلي	185
المطلب الثالث: دور إدارة المخاطر في ترشيد القرار التمويلي.....	187
المطلب الرابع: دور لجنة التدقيق في اتخاذ القرار التمويلي.....	190
المبحث الثالث: طرق الحوكمة في اتخاذ القرار التمويلي	192
المطلب الأول: الإفصاح عن قائمة المركز المالي للمؤسسة كتطبيق لمبادئ حوكمة الشركات	192

المطلب الثاني: الإفصاح عن التقارير المالية للمؤسسة كتطبيق لمبادئ حوكمة الشركات.....	194
المطلب الثالث: حوكمة القطاع البنكي كقناة تمويلية.....	197
المطلب الرابع: دور حوكمة الشركات في تأمين مصادر التمويل.....	201
خلاصة الفصل الرابع:	204
الفصل الرابع: تصميم ومنهجية الدراسة.....	206
14 خاتمة الفصل.....	239
الفصل الخامس: مناقشة نتائج تحليل البيانات	241
1-مقدمة الفصل.....	241
2 نظرة عامة عن البحث	241
3إعادة النظر في مفهوم الحوكمة والقرار التمويلي.....	242
4التحقق والتثبت من أداة البحث.....	244
5 أهمية النتائج التجريبية	244
6 تفسير النتائج.....	250
7 خاتمة الفصل.....	250
الخاتمة العامة.....	251

قائمة الجداول

الجدول رقم 1: أهم المفاهيم الخاصة بالنموذج الأجلو-ساكسوني	39
الجدول رقم 2: أهم المفاهيم الخاصة بالنموذج الألماني-الياباني	40
الجدول رقم 3: أهم المفاهيم الخاصة بالنموذج الهجين	41
الجدول رقم 4: مقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة	112
الجدول رقم 5: خصائص السندات	115
الجدول رقم 6: تمثيل الفوائد التنظيمية وثررة المؤسسة حسب نموذج (Myer 1990)	167
الجدول رقم 7: محتوى الاستبيان	208
الجدول رقم 8: الإحصائيات الخاصة باستمارة الاستبيان	208
الجدول رقم 9: مقياس ليكرت الخماسي المطبق في الدراسة	209
الجدول رقم 10: الخلفية النظرية للعلاقة القائمة بين متغيرات الدراسة	211
الجدول رقم 11: الخصائص الديموغرافية للعينة	217
الجدول رقم 12: توزيع عينة الدراسة حسب متغير النوع	218
الجدول رقم 13: توزيع عينة الدراسة حسب متغير العمر	218
الجدول رقم 14: توزيع عينة الدراسة حسب متغير الخبرة المهنية	219
الجدول رقم 15: توزيع عينة الدراسة حسب متغير الرتبة	219
الجدول رقم 16: توزيع عينة الدراسة حسب متغير المؤهل العلمي	220
الجدول رقم 17: توزيع المؤسسات محل الدراسة حسب النوع، الحجم والنشاط	220
الجدول رقم 18: معاملات الموثوقية المركبة (CR) للمتغيرات الكامنة	224
الجدول رقم 19: اختبار الاستواء والالتواء لمتغير الحوكمة	224
الجدول رقم 20: اختبار الاستواء والالتواء لمتغير القرار التمويلي	225
الجدول رقم 21: معامل التحميل (Factor Loading)	229
الجدول رقم 22: معاملات (Rho De Joreskog) للمتغيرات الكامنة	230
الجدول رقم 23: معاملات الموثوقية المركبة (CR) للمتغيرات الكامنة	231
الجدول رقم 24: متوسط التباين المستخرج (AVE) للمتغيرات الكامنة	232
الجدول رقم 25: تداخل الأبعاد مع بعضها البعض	233
الجدول رقم 26: معاملات مسار فرضيات البحث	235
الجدول رقم 27: معامل التحديد (R^2)	236

237	الجدول رقم 28: حجم الأثر (f^2)
238	الجدول رقم 29: جودة التنبؤ (Q^2)
239	الجدول رقم 30: مؤشر GOF

قائمة الأشكال

- الشكل رقم 1: خصائص حوكمة الشركات 22
- الشكل رقم 2: المحددات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات 27
- الشكل رقم 3: ركائز حوكمة الشركات 29
- الشكل رقم 4: دور التدقيق الداخلي في المؤسسة 34
- الشكل رقم 5: يوضح مشاكل نظرية الوكالة 46
- الشكل رقم 6: العوامل المساهمة في تكوين تكاليف الصفقات 50
- الشكل رقم 7: مبادئ حوكمة المؤسسات وفق OECD 58
- الشكل رقم 8: السياسة المتحفظة في التمويل 84
- الشكل رقم 9: السياسة المجازفة في التمويل 85
- الشكل رقم 10: السياسة المثلى في التمويل 86
- الشكل رقم 11: رأس المال العامل من أعلى الميزانية 137
- الشكل رقم 12: رأس المال العامل من أسفل الميزانية 137
- الشكل رقم 13: العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وبين نسبة الاقتراض لمدخل صافي الربح 149
- الشكل رقم 14: تكلفة الأموال في عالم بدون ضرائب 152
- الشكل رقم 15: تكلفة رأس المال في ظل وجود الضرائب 156
- الشكل رقم 16: التأثير المشترك للضرائب وتكلفة الإفلاس على كل من تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة 159
- الشكل رقم 17: العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل تأثير تكلفة الوكالة 161
- الشكل رقم 18: النموذج المفاهيمي المقترح 210
- الشكل رقم 19: التمثيل الجرسى لمتغير الحوكمة 225
- الشكل رقم 20: التمثيل الجرسى لمتغير القرار التمويلي 226
- الشكل رقم 21: خطوات تطبيق منهجية النمذجة بالمعادلات الهيكلية (PLS-SEM) 228
- الشكل رقم 22: النموذج التصوري للدراسة 234
- الشكل رقم 23: النموذج الهيكل للدراسة 235

(OECD) The Organization for Economic Cooperation and Development

(TC)	Treadway commission
(IIA)	Institute Internal Auditors
(CFI)	Corporation Finance International
(SEM)	Structural Equation Modeling
PLS- SEM	Partial Least Squares Structural Equation Modeling
IFC)(	International Finance Corporation
(PNUD)	United Nations Development Programme

مقدمة عامة

1 تمهيد

تُعطى المقدمة العامة لمحة عن هذا البحث، الذي يُغطي الأسس المنطقية والدوافع لإجرائه ويحدد الفجوة البحثية، الهدف والغاية منه، فضلا عن أسباب اختيار المؤسسات محل الدراسة لإجراء الدراسة الميدانية.

سيساهم هذا البحث في تراكم مجموعة من المعارف النظرية وسيقدم مجموعة من المعارف العملية مقدمة لصناع القرار ومدراء المؤسسات الجزائرية على حد سواء.

سيتم استخدام المنهجية الكمية وستُجمع البيانات الأولية، من خلال توزيع استبيان على مدراء وإطارات المؤسسات الجزائرية محل الدراسة، كما سيتم اختيار نمذجة المعادلة الهيكلية (SEM) كتقنية متعددة المتغيرات وسيتم إجراء التحليل العاملي التوكيدي (CFA) وتحليل المسار على البيانات الميدانية التي تم جمعها.

2 خلفية البحث

تعاظم الاهتمام بمفهوم الحوكمة في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة خلال العقود القليلة الماضية خاصة في أعقاب إفلاس بعض الشركات الدولية الكبرى مثل شركتي ENRON في 2001 (Enron Bank Ruptcy Financing, 2001) وشركة WORLD COM في 2002 بالولايات المتحدة وانهيار اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا ومؤخرا ظهور الأزمة المالية العالمية (World Economic Outlook, 2008)، كل ذلك كان نتيجة الفساد المالي والإداري إضافة إلى افتقار الإدارة للفعالية اللازمة في عملية الرقابة والإشراف ونقص الخبرة والمهارة لديها وانعدام الشفافية وعدم الإفصاح عن القوائم المالية للكثير من الشركات العالمية .

كل هذه الأسباب دفعت بالعديد من المنظمات والهيئات الدولية لوضع مجموعة من المعايير والقواعد من شأنها أن تكفل السير الحسن وتوفر الرقابة الفعالة تحت ما يسمى بحوكمة الشركات من أشهرها المبادئ والقواعد التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) سنة 2004.

حيث تعتبر حوكمة الشركات أحد أهم الأنظمة التي يمكن استخدامها من قبل الشركات لمراقبة عمل وسلوك الإدارة والحد من استغلال النفوذ والتضارب في المصالح والذي يمكن أن يعرض الشركة لمشاكل وصعوبات مالية تهدد بقاءها ونموها، إضافة إلى دورها الفعال في مجال الإصلاح المالي

والإداري للشركة وضمان استقرار الأداء المالي لها حيث تحتل عملية تقييم الأداء المالي مكانة كبيرة في الشركة لما لها من دور فعال يساعد في معرفة المركز المالي والوضعية المالية الحقيقية للشركة ويعتبر من بين المقاييس الدالة على أداء المؤسسة وفعالية قراراتها المالية على غرار القرار التمويلي، حيث يعتبر قرار التمويل من بين أكثر القرارات حساسية وأهمية بالنسبة للمؤسسة، فهو يطرح أمامها وسائل متنوعة لتمويل نشاطاتها، سواء القصيرة الأجل أو المتوسطة أو الطويلة الأجل، مما يجعلها أمام المفاضلة بين البدائل التمويلية المتاحة والتي تكون بأقل تكلفة وأكبر عائد وبالتالي ضرورة اتخاذ القرار الذي يتناسب والأهداف المسطرة.

والجزائر ملزمة كغيرها من الدول بضمان حوكمة جيدة لمؤسساتها وهياكلها، لتحقيق مستويات أداء أفضل وتماشيا مع هذه المستجدات العالمية وفي سنة 2007 انعقد بالجزائر أول ملتقى دولي حول "الحكم الراشد للمؤسسات" (الحكم الراشد هو التسمية الرسمية المعتمد في الجزائر لمفهوم الحوكمة)، كان بداية لتبلور الأفكار المتعلقة بنظام الحوكمة في الجزائر والذي يتماشى مع خصائص المؤسسات الجزائرية دون غيرها. في هذا الصدد تم إعداد وصدر ميثاق جزائري للحوكمة بالمؤسسات الجزائرية سنة 2009 ينطوي على أهم المبادئ التي يجب تطبيقها، يهدف أساسا إلى الاستفادة من التجارب الناجحة ومحاولة إسقاطها على المؤسسات الجزائرية في سبيل تحسين أدائها والرفع من قدراتها التنافسية سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي (وسيلة، 2016).

3 إشكالية البحث والفجوة البحثية

على الرغم من أن الأدبيات السابقة تظهر أن بعض العمل قد تم القيام به لفهم ودراسة الحوكمة وقرار التمويل في المؤسسات، حيث تعتبر حوكمة الشركات من الأساليب التنظيمية الحديثة والتي تهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين وتحسين أداء المؤسسات بما يضمن حماية مصالح المساهمين وأصحاب المصالح من خلال ما تتضمنه من مبادئ أساسية وتوفير معلومات فعالة للجميع سواء كانوا مستثمرين أو أصحاب أعمال أو غيرهم من أصحاب المصالح الاقتصادية والمالية، انطلاقا مما سبق ونظرا لاحتمية تطبيق نموذج حوكمة الشركات في الجزائر لما له من فوائد على أداء المؤسسات وعلى الأداء المالي ككل والقرار التمويلي بشكل خاص، يهدف هذا البحث إلى الإجابة على السؤال البحثي الرئيس:

ما مدى أثر الحوكمة على القرارات التمويلية في المؤسسات الجزائرية؟

1.3 التساؤلات الفرعية:

طُرحت الأسئلة الفرعية كآتي:

1. ما هي العوامل التي تؤثر على الحوكمة؟
2. كيف تؤثر هذه العوامل على الحوكمة؟
3. كيف يمكن ربط الحوكمة بالقرار التمويلي؟
4. ما مدى التزام وحرص المؤسسات على تطبيق آليات الحوكمة؟

4 فرضيات البحث:

وللإجابة على السؤال البحثي الرئيسي تم اقتراح الفرضية العامة التالية:
تؤثر الحوكمة تأثيراً إيجابياً على القرار التمويلي في الشركات الجزائرية.
ومن المتوقع أن يمكن اختبار هذه الفرضية البحثية الرئيسية الإجابة على السؤال البحثي الرئيسي والأسئلة الفرعية، بالتالي تحقيق الأهداف والغاية من هذا البحث.

وتنبثق عن هذه الفرضية الرئيسية الفرضيات الرئيسية التالية:

- 1- يؤثر إطار فعال لحوكمة المؤسسات بشكل إيجابي على الحوكمة.
- 2- يؤثر الإفصاح والشفافية بشكل إيجابي على الحوكمة.
- 3- تؤثر المعاملة العادلة للمساهمين بشكل إيجابي على الحوكمة.
- 4- تؤثر حقوق المساهمين بشكل إيجابي على الحوكمة.
- 5- يؤثر دور أصحاب المصالح بشكل إيجابي على الحوكمة.
- 6- تؤثر مسؤوليات مجلس الإدارة بشكل إيجابي على الحوكمة.
- 7- تؤثر الحوكمة على القرار التمويلي.

5 أهداف البحث وغايته

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في معرفة العلاقة بين الحوكمة والقرار التمويلي في المؤسسة، كما يسعى إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. التطرق إلى مختلف المفاهيم الخاصة بحوكمة الشركات.
2. معرفة أثر مبادئ حوكمة الشركات في ترشيد القرار التمويلي.
3. معرفة مستوى تطبيق حوكمة الشركات في المؤسسات الجزائرية.
4. إبراز مدى فعالية ونجاعة الآليات الداخلية والخارجية للحوكمة في اتخاذ وترشيد القرار التمويلي في المؤسسات.

5. إبراز دور الحوكمة في تحسين الأداء في المؤسسات الجزائرية.

6. محاولة المؤسسات الوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل.

6 أهمية البحث

تكمن أهمية البحث من خلال دراسة الحوكمة من جوانبها المختلفة وتناولها لدور مبادئها في ترشيد القرار التمويلي في المؤسسات الجزائرية وتوضيح دورها في توفير بيئة أعمال مؤسساتية تتصف بالشفافية والمصادقية ونزاهة المعلومات المالية مما يساعد في جذب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية من خلال رفع درجة الثقة لدى المستثمرين مما يؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال والتحكم في ترشيد القرارات المالية من خلال اختيار الهيكل التمويلي المناسب للشركة بالكيفية التي تخدم مصالح جميع الأطراف في الشركة وتزيد من قدرتها التنافسية وتعظيم قيمتها وبالتالي تحسين الأداء المالي.

7 صعوبات البحث

لا تخلو أي دراسة من الصعوبات ويمكن تحديد صعوبات هذا الدراسة في النقاط التالية:

- 1- صعوبة توزيع الاستبيان على المؤسسات، كما أن هناك من أجاب بطريقة عشوائية لقلة معرفتهم بالحوكمة مما أثر على العدد الكلي للمؤسسات حيث تم إلغاء بعض الاستبيانات المملوءة بطريقة عشوائية
- 2- عدم السماح للباحثة بإجراء بعض المقابلات مع مسؤولي المؤسسة والصعوبة في عملية التنقل عبر الولايات، إضافة إلى التجاوب السلبي لبعض أفراد العينة المستهدفة مع عدم الرد على الاستبيان في الآجال المحددة.
- 3- خوف مسيري المؤسسة من تقديم معلومات حول مؤسساتهم.

8 مخطط تفصيلي للبحث (هيكل الأطروحة)

تضمنت الدراسة خمسة فصول كالآتي:

يتناول الفصل الأول استعراض الأدبيات التي تتناول الإطار النظري والمفاهيمي لحوكمة الشركات وهو مقسم إلى أربع مباحث، تم التطرق في المبحث الأول إلى عموميات حول حوكمة الشركات من خلال مختلف التعاريف، النشأة والتطور، الأهمية والأهداف، الخصائص والأبعاد، بينما تم التطرق في المبحث الثاني إلى أساسيات تطبيق حوكمة الشركات من خلال المحددات، الركائز، الآليات، الأطراف المعنية

بتطبيق حوكمة الشركات، نماذج حوكمة الشركات، في حين خصص المبحث الثالث إلى مختلف النظريات التي تناولت حوكمة الشركات، أخيرا وكمبحث رابع تم التطرق إلى مبادئ الحوكمة التي تناولتها مختلف الهيئات والمنظمات الدولية .

ويتناول الفصل الثاني استعراض الأدبيات التي تتناول الإطار النظري والمفاهيمي للقرار التمويلي وهو مقسم إلى أربع مباحث، تم التطرق في المبحث الأول إلى عموميات حول القرار والقرار التمويلي من خلال مختلف التعاريف، الأهمية، الخصائص والأنواع، ظروف اتخاذ القرار والعوامل المؤثرة عليه، تعريف القرار التمويلي، الاحتياجات التمويلية، مخاطر وضمانات التمويل، السياسة التمويلية للمؤسسة وأهدافها، بينما تم التطرق في المبحث الثاني إلى مصادر وتكلفة التمويل من خلال مصادر التمويل قصيرة الأجل، المتوسطة الأجل، القصيرة الأجل، المفاضلة بين مصادر التمويل، في حين كان المبحث الثالث حول الهيكل التمويلي من خلال التطرق إلى تعريف ومحددات الهيكل التمويلي، نماذج الهيكل التمويلي، تقييم الهيكل التمويلي، علاقة الهيكل التمويلي بالرفع، العائد والمخاطرة، أخيرا وكمبحث رابع تم التطرق إلى مختلف النظريات التي تناولت الهيكل التمويلي.

بينما يتناول الفصل الثالث استعراض انعكاسات حوكمة الشركات على القرار التمويلي للمؤسسة وهو مقسم إلى ثلاث مباحث، تم التطرق في المبحث الأول إلى دور مبادئ الحوكمة في ترشيد القرار التمويلي من خلال دور مجلس الإدارة في ترشيد القرار التمويلي، دور المساهمين في ترشيد القرار التمويلي، دور أصحاب المصالح في ترشيد القرار التمويلي، دور الإفصاح والشفافية في ترشيد القرار التمويلي، بينما تم التطرق في المبحث الثاني إلى دور آليات الحوكمة في ترشيد القرار التمويلي من خلال التطرق إلى دور التدقيق الداخلي في ترشيد القرار التمويلي، دور التدقيق الخارجي في ترشيد القرار التمويلي، دور إدارة المخاطر في ترشيد القرار التمويلي، دور لجنة المراجعة في ترشيد القرار التمويلي، أخيرا وكمبحث ثالث تم التطرق إلى طرق الحوكمة في اتخاذ القرار التمويلي من خلال الإفصاح عن المركز المالي للمؤسسة كتطبيق لمبادئ حوكمة الشركات، الإفصاح عن التقارير المالية للمؤسسة كتطبيق لمبادئ حوكمة الشركات، حوكمة القطاع البنكي كقناة تمويلية، دور حوكمة الشركات في تأمين مصادر التمويل.

وتطرقنا في الفصل الرابع إلى تحليل البيانات (الكمية) بما في ذلك الاختبارات المختلفة التي أجريت ونتائج التحليل العامل التوكيدي (CFA) وتوضيح أدوار متغيرات الدراسة في النموذج المفاهيمي وكذلك الآثار المباشرة وغير المباشرة لجميع المسارات. سيتم اختيار تقنية النمذجة البنائية (SEM) متعددة المتغيرات لهذا البحث للتحقق من صحة النموذج المفاهيمي واختبار الفرضيات.

قبل إجراء التحليل العاملي التوكيدي (CFA)، تم إجراء عدد من الاختبارات لإعداد بيانات نظيفة للنموذج البنائية (SEM) والتي ستشمل تحليل العوامل الاستكشافية وموثوقية وصحة أداة البحث والارتباط وطبيعية توزيع البيانات.

وأخيراً ناقشنا في الفصل الخامس نتائج تحليل البيانات بالإضافة إلى خريطة النتائج للفجوة البحثية المحددة والأسئلة المطروحة في هذا البحث. في هذا الفصل، تم مناقشة الإجابات على سؤال البحث الرئيسي والأسئلة الفرعية ونتائج الفرضيات بدقة وتبريرها وشرحها وربطها بالنتائج العملية.

9: الأدبيات السابقة والدراسات الداعمة

من أهم البحوث ذات العلاقة بموضوع الدراسة والتي أشارت إلى الأدبيات والدراسات السابقة والنظريات الداعمة نجد:

1- سلطان عبد الرحمن سعيد العمري (2023) بعنوان: دراسة أثر آليات حوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات السعودية. هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركات السعودية لعينة من 90 شركة سعودية غير مالية مسجلة في سوق الأوراق المالية السعودي على مدار الفترة من عام 2019 وحتى عام 2022 .

توصلت الدراسة وجود علاقة إيجابية معنوية بين مؤشر حوكمة الشركات ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية. ووجود علاقة معنوية بين نسبة الرفع المالي وتحقيق الشركة ربح (خسارة) ومعدل العائد على الأصول، وعدم وجود علاقة معنوية بين حجم وعمر الشركة ومعدل العائد على الأصول. ووجود علاقة معنوية بين تحقيق الشركة ربح (خسارة) ومعدل العائد على حقوق الملكية وعدم وجود علاقة معنوية بين حجم وعمر الشركة ونسبة الرفع المالي ومعدل العائد على حقوق الملكية.

2- دراسة قدام جوال (2018) بعنوان: أثر حوكمة الشركات على اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة دراسة حالة. هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين حوكمة الشركات ونسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة حيث تم اختبار تأثير كل من مجلس الإدارة وهيكل الملكية على نسبة الاقتراض الإجمالية بالإضافة إلى اختبار المحددات الكلاسيكية للهيكل التمويلي. لاختبار هذا الأثر تم استعمال تقنيات قياسية حديثة لبيانات البائل على عينة من المؤسسات المسجلة في مؤشر CAC40 تضم 36 مؤسسة اقتصادية ببيانات كاملة على فترة ممتدة من 2010 إلى 2015 .

توصلت الدراسة إلى أن العلاقة الإحصائية بين متغيرات مجلس الإدارة وهيكل الملكية ونسبة الاقتراض الإجمالية ليس لها معنوية ما عدا متغير الجمع بين وظيفة الرئيس المدير العام ورئيس مجلس

الإدارة الذي كان تأثيره سلبي على نسبة الاقتراض الإجمالية في الهيكل التمويلي. أما محددات الهيكل التمويلي فكان لأربع متغيرات تأثير ذو معنوية ما يعني أن لهذه المحددات دور مهم في صياغة الهيكل التمويلي لمؤسسات عينة الدارسة فيما كان تأثير ثلاث متغيرات أخرى غير معنوي.

3- دراسة محمد البشير بن عمر (2017) بعنوان: دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين الأداء المالي للمؤسسة-دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال في الفترة الزمنية (2008-2013). هدفت الدراسة إلى تقييم واقع تطبيق مبادئ الحوكمة في المؤسسات الجزائرية (المجمع الصناعي صيدال للفترة 2008-2013)، حيث تعامل الباحث مع هذه الدراسة من خلال المقارنة الداخلية في شقين أساسيين: أولاً دراسة وتحليل مؤشرات الأداء المالي قبل تطبيق مبادئ حوكمة المؤسسات خلال السنتين 2009-2010 وهي تعتبر سنوات الأساس والشق الثاني مقسم إلى عنصرين: استخدم الباحث في العنصر الأول الإسقاط عن طريق استمارة الاستبيان لمعرفة واقع تطبيق مبادئ حوكمة المؤسسات خلال سنة 2010، أما العنصر الثاني فقد تم فيه دراسة وتحليل مؤشرات الأداء المالي بعد تطبيق مبادئ حوكمة المؤسسات خلال السنوات 2010-2013 .

توصلت نتائج الدراسة إلى أن المجمع الصناعي صيدال يطبق مبادئ حوكمة المؤسسات ويرشد القرارات المالية ويعمل على تحسين مردودية وأداء المؤسسة ككل من خلال تحديد العلاقة بين مبادئ حوكمة المؤسسات وترشيد القرارات المالية وتحسين الأداء المالي، كذلك مقارنة الأداء المالي في المجمع قبل وبعد تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.

4- دراسة مناد علي (2014) بعنوان: دور حوكمة الشركات في الأداء المالي. هدفت الدراسة إلى توضيح أثر تبني ممارسات حوكمة شركات المساهمة العامة الجزائرية على الأداء المؤسسي في ظل توفر محيط مؤسساتي ملائم وتكريس أخلاقيات المسؤولية الاجتماعية، كما تمت معالجة عملية تقييم الأداء المؤسسي وإدراج الطرق الحديثة في قياس الأداء بالتركيز على نموذج يأخذ بعين الاعتبار جميع معايير تقييم الأداء الذي يتمثل في بطاقة الأداء المتوازن.

توصلت الدراسة إلى أن حوكمة الشركات هي بمثابة نظام شامل يتضمن مقاييس حديثة وملائمة لأداء جيد يشمل أساليب رقابية تمنع الأطراف ذات العلاقة من التأثير سلباً على أنشطة الشركة وبالتالي الحوكمة هي ضمان للاستخدام الرشيد للموارد المتاحة للشركة بما يخدم مصالح جميع الأطراف.

5- دراسة وسيم عبد الله صالح (2014) بعنوان: أثر تطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية على تقييم الأداء المالي-دراسة حالة الشركات الإنشائية المدرجة في بورصة عمان. هدفت الدراسة إلى معرفة وتحليل أثر تطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية على تقييم الأداء المالي للشركات الإنشائية الأردنية، شملت

عينة الدراسة المديرين العامين، نوابهم والمديرين الماليين والإداريين العاملين حصراً في الشركات الإنشائية، حيث تم توزيع (40) استبانته وتم استرجاع (32) منها صالحة للتحليل ما يمثل نسبة 80 % وقد استخدم الباحث في الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر لتطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية (ضمان وجود أساس لإطار فعال للحكومية المؤسسية، حماية حقوق المساهمون والمستثمرين، دور أصحاب المصالح، المعاملة العادلة والمتساوية بين جميع المساهمون، الإفصاح والشفافية، مسؤوليات مجلس الإدارة) في تقييم الأداء المالي للشركات الإنشائية المدرجة في بورصة عمان .

6-دراسة بن عيسى ريم (2012) بعنوان: تطبيق آليات حوكمة المؤسسات وأثرها على الأداء حالة المؤسسات الجزائرية المدرجة في سوق الأوراق المالية. هدفت الدراسة إلى معرفة دور آليات الحوكمة الداخلية والخارجية في تعزيز كفاءة وأداء المؤسسات الجزائرية المدرجة في البورصة، استخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار المتعدد المتدرج لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل المتمثل في آليات الحوكمة الداخلية المعبر عنها ب: (آلية الشفافية، آلية الإفصاح، آلية المراجعة الداخلية، آلية لجان المراجعة، آلية مجلس الإدارة، آلية مكافآت التنفيذيين) وآليات الحوكمة الخارجية المعبر عنها ب: (آلية فعالية المساهمين آلية حقوق أصحاب المصالح، آلية المراجعة الخارجية، آلية القانون الذي تعمل المؤسسة في ظله) والمتغير التابع المتمثل في أداء المؤسسات والمعبر عنه ب: (معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على المبيعات).

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ارتباط موجبة بين آليات حوكمة المؤسسات بالأداء للمؤسسات المسجلة في البورصة.

7- دراسة Nadeem (2019) بعنوان:

Corporate governance and capital structure: Evidence from Pakistan.

الهدف من الدراسة هو ذو شقين:

أولاً التحقق مما إذا كانت الخصائص الداخلية لحوكمة الشركات مثل حجم مجلس الإدارة، تكوين مجلس الإدارة، ازدواجية الرئيس التنفيذي، اجتماعات مجلس الإدارة، ملكية الكبار، الملكية الإدارية، مكافأة الرئيس التنفيذي ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة تؤثر على هيكل رأس المال (أي نسبة الديون الإجمالية طويلة المدى، نسبة الدين لأجل، نسبة الدين قصير الأجل) في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة باكستان المحدودة خلال الفترة (2009-2014).

ثانياً: معرفة ما إذا كانت النظريات ذات الصلة بحوكمة الشركات التي تم تطويرها في البيئات الغربية توفر الدعم لفهم السلوك التمويلي للشركات في دولة نامية كباكستان.

أظهرت النتائج إلى أن تطبيق حوكمة الشركات لها دور في تشكيل السلوك التمويلي للشركات.

8- دراسة Siromi, Chandrapala (2017) بعنوان: Corporate Governance Effect on Corporate Capital Structure for companies listed in Sri Lanka.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة فيما إذا كانت خصائص حوكمة الشركات تؤثر على القرارات المتعلقة بهيكل رأس المال للشركات المدرجة في سريلانكا، تكونت عينة الدراسة من 138 شركة غير مالية مدرجة لمدة خمس سنوات من 2009-2013، تم استخدام حجم مجلس الإدارة، تكوين مجلس الإدارة، هيكل القيادة لجان مجلس الإدارة والملكية الإدارية كمتغيرات مستقلة لقياس حوكمة الشركات في حين أن نسبة الدين إلى مقياس هيكل رأس المال والعائد على الأصول (ROA) وحجم الشركة كمتغيرات تحكم وقد تم استخدام الانحدار المتعدد لتحليل البيانات .

أظهرت النتائج أنه لا يوجد تأثير جوهري لخصائص حوكمة الشركات باستثناء تكوين مجلس الإدارة ولجنة مجلس الإدارة على هيكل رأس المال، إضافة إلى أن متغير تكوين مجلس الإدارة له تأثير إيجابي كبير ولجنة مجلس الإدارة لها تأثير سلبي على هيكل رأس المال.

9- دراسة Kumer (2015) بعنوان: Capital Structure and Corporate Governance

الهدف من هذه الدراسة معرفة العلاقة بين هيكل رأس المال وحوكمة الشركات في الهند، تم استخدام بيانات السلسلة الزمنية من الشركات المدرجة في البورصة خلال الفترة 1994-2000 وتحليل سلوك التمويل في الشركات وعلاقته بحوكمة الشركات.

أظهرت النتائج أن هيكل الديون غير مرتبط خطياً بهيكل رأس المال وأن الشركات ذات حوكمة ضعيفة تصل بالديون إلى أعلى مستوى، في حين أن الشركات الأجنبية الأعلى أو الأقل في ملكية المؤسسة تميل إلى تقليل مستوى الديون، كما توصلت الدراسة أيضاً إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ملكية المديرين التنفيذيين وهيكل رأس المال.

10- دراسة Okiro et al (2015) بعنوان: The effect of corporate governance and capital structure on performance of firms listed at the east African community securities exchange

هدفت الدراسة إلى تحديد تأثير حوكمة الشركات وهيكل رأس المال على أداء الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية جماعة شرق إفريقيا على وجه التحديد، سعت الدراسة إلى تحديد أثر هيكل رأس المال على العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء القوي من الشركات المدرجة في كينيا وتنزانيا

وأوغندا ورواندا وبوروندي وأجري الاستطلاع في 98 شركة مدرجة للفترة 2009-2013 في نيروبي للأوراق المالية وبورصة رواندا وتم استهداف 56 شركة من 98 وهي تشكل نسبة 57%.

توصلت النتائج إلى أن هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين حوكمة الشركات وأدائها وأكدت الدراسة أيضا أن هناك تأثير ايجابي لهيكل رأس المال على العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء .

11- دراسة Darweesh (2015) بعنوان: Correlation between corporate governance, financial performance and market value.

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين آليات الحوكمة المؤسسية والأداء المالي والقيمة السوقية ل 116 شركة من شركات المملكة العربية السعودية خلال الفترة من 2010 إلى 2014، باستخدام الانحدار المتعدد وقد تم قياس الأداء المالي بنسبة العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين، في حين تم قياس القيمة السوقية بمؤشر توبين Q، تمثلت آليات الحوكمة المؤسسية في هذه الدراسة في مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، لجان مجلس الإدارة، هيكل الملكية والأعضاء التنفيذيين. توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين آليات الحوكمة المؤسسية وبين الأداء المالي للشركات والقيمة السوقية.

12- دراسة Alramahi et al (2014) بعنوان: The impact of corporate governance principles application on financial performance of public shareholding companies listed in amman stock exchange

هدفت الدراسة إلى تحديد مدى تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الشركات المدرجة في السوق الأول في بورصة عمان باستخدام الاستبانة، حيث وزعت استجابات الدراسة على 55 مؤسسة سوقية أولى في بورصة عمان تم قياس حوكمة الشركات بالمبادئ الستة (ضمان وجود إطار فعال لحوكمة المؤسسات، حقوق المساهمين، المعاملة المتساوية لجميع المساهمين، الإفصاح والشفافية، مسؤوليات مجلس الإدارة، أصحاب المصالح) في حين تم قياس الأداء المالي ب (الربحية، العائد على الأصول). أظهرت النتائج أن هناك تطبيقاً قوياً لحوكمة الشركات في الشركات المدرجة في السوق الأول في بورصة عمان وقلة وعي مسؤولي هذه الشركات بأهمية مبادئ حوكمة الشركات، بالإضافة إلى عدم السرية وتبادل المعلومات مع المستخدمين الخارجيين للأنظمة المالية وزيادة عدم إشغال أعضاء مجلس الإدارة للمهام التنفيذية.

13- دراسة Waworuntu et al (2014) بعنوان: The impact of corporate governance on the decision of the capital structure for public companies listed in Indonesia

هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير حوكمة الشركات على قرار هيكل رأس المال في الشركات العامة المدرجة في إندونيسيا، تم قياس الحوكمة ب: (مجلس الإدارة، لجنة المراجعة المالية، عدد الاجتماعات

الدورية، لجنة المراجع وأكبر أربع مراجع على الملكية والملكية الإدارية) بينما تم قياس هيكل رأس المال بالرفع المالي، أجريت الدراسة على مؤشر "كوميسينير 100" خلال الفترة 2012-2013 أظهرت النتائج أن مجلس الإدارة واللقاءات الدورية أثر سلبي على نسب الرفع المالي، في حين أثرت الخبرة المالية للجنة المراجعة إيجاباً على الرفع المالي، بينما لم تؤثر باقي متغيرات الحوكمة على الرفع المالي.

14- دراسة Jubair's (2008) بعنوان: The commitment of the Jordanian trade unions to applying the principles of corporate governance

هدفت الدراسة إلى قياس مدى تطبيق النقابات العمالية الأردنية لمبادئ حوكمة الشركات ولتحقيق أهداف هذا الاستبيان المكون من 40 سؤالاً تم تصميمه وتوزيعه على عينة الدراسة المكونة من نقابة المهندسين الأردنيين وهي أكثر من 50٪ من مجتمع الدراسة. تم قياس حوكمة الشركات بالمبادئ الستة (ضمان وجود إطار فعال لحوكمة المؤسسات، حقوق المساهمين، المعاملة المتساوية لجميع المساهمين، الإفصاح والشفافية مسؤوليات مجلس الإدارة، أصحاب المصالح) في حين تم قياس نقابة العمال الأردنيين بنقابة المهندسين الأردنيين. أظهرت الدراسة أن هناك تطبيق لمبادئ حوكمة الشركات وكانت أهم النتائج وجود فروق ذات دلالة إحصائية في آراء أعضاء نقابة المهندسين الأردنيين حول مدى التزام النقابات العمالية الأردنية بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات، أيضاً أن هناك تأثير إيجابي لهيكل رأس المال على العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء .

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

تشكل هذه الدراسة امتداداً لباقي الدراسات السابقة، حيث يمكن القول أن كل الدراسات السابقة وغيرها تضمنت كما معرفياً كبيراً تم الاستعانة بها في إعداد هذه الدراسة، إلا أنها تختلف عن غيرها من الدراسات من حيث:

1- تناولت الدراسات السابقة دور الحوكمة في تحسين الأداء المالي، بينما جاءت هذه الدراسة لتقييم دور الحوكمة في ترشيد القرارات التمويلية في الشركات، كما بينت انعكاسات مبادئ الحوكمة والياتها على ترشيد القرار التمويلي في المؤسسات الجزائرية.

2- ركزت الدراسات السابقة على تطبيق الحوكمة المؤسسية في المؤسسات المندرجة في سوق الأوراق المالية بينما شملت هذه الدراسة خليطاً من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة في عينة من المؤسسات الجزائرية.

الفصل الأول

حوكمة الشركات

المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات

المطلب الأول: ظهور مفهوم الحوكمة

المطلب الثاني: مفهوم حوكمة الشركات

المطلب الثالث: أهمية وأهداف حوكمة الشركات

المطلب الرابع: خصائص، أبعاد حوكمة الشركات

المبحث الثاني: أساسيات تطبيق حوكمة الشركات

المطلب الأول: محددات حوكمة الشركات

المطلب الثاني: ركائز حوكمة الشركات

المطلب الثالث: آليات حوكمة الشركات

المطلب الرابع: الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات

المطلب الخامس: نماذج حوكمة الشركات

المبحث الثالث: نظريات حوكمة الشركات

المطلب الأول: نظرية الوكالة

المطلب الثاني: نظرية حقوق الملكية

المطلب الثالث: نظرية تكاليف الصفقات

المطلب الرابع: نظرية أصحاب المصالح

المطلب الخامس: نظرية تجذر المسيرين

المبحث الرابع: مبادئ حوكمة الشركات

المطلب الأول: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

المطلب الثاني: مبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية

المطلب الثالث: مبادئ مؤسسة التمويل الدولية

المطلب الرابع: مبادئ البنك الدولي

المطلب الخامس: مبادئ صندوق النقد الدولي

الفصل الأول: حوكمة الشركات

تمهيد:

أدت الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي مر بها العالم نهاية التسعينيات إلى ضرورة الالتزام بتطبيق الحوكمة سواء في الدول المتقدمة أو النامية نظرا للدور الذي تلعبه من إرساء قيم المساواة بين جميع الأطراف وضمان الشفافية والنزاهة والمساءلة في الشركة، فقد احتل هذا المفهوم اهتمامات العديد من المنظمات والهيئات الدولية وسعت إلى تطبيق مبادئه، من بين هذه الهيئات البنك الدولي، لجنة بازل مؤسسة التمويل الدولي، صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية والتي تعتبر مبادئها الأكثر انتشارا وقبولا .

وبغية الإلمام بجوانب الموضوع سنتطرق في هذا الفصل إلى أربع مباحث، خصص المبحث الأول إلى عموميات حول حوكمة الشركات بينما خصص المبحث الثاني إلى أساسيات تطبيق حوكمة الشركات، أما المبحث الثالث فكان حول مختلف النظريات المفسرة لحوكمة الشركات ومبحث رابع أخير فسيتم التطرق إلى مبادئ حوكمة الشركات لمختلف الهيئات والمنظمات الدولية.

المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات

أصبح مفهوم حوكمة الشركات محل اهتمام العديد من الباحثين والأكاديميين سواء في الدول المتقدمة أو النامية لما لهذا المصطلح من ارتباط يعزز ثقة المستثمرين على مستوى الشركة بما يضمن مصالح وأهداف كل الأطراف.

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى مفاهيم عامة حول حوكمة الشركات من خلال نشأتها ومفهومها إضافة إلى أهميتها وأهدافها ثم خصائصها وأبعادها.

المطلب الأول: ظهور مفهوم الحوكمة

أولاً-نشأة مفهوم الحوكمة:

تعود جذور حوكمة الشركات إلى الاقتصاديين الأمريكيين (Berle, Means , 1932) اللذان يعتبران أول من تناولوا موضوع فصل الملكية عن الإدارة (نوفيل، كمال، 2014، ص115).

ثم جاء بعد ذلك دور الأمريكيين (Jensen, Meckling, 1976) اللذان اهتموا بمفهوم حوكمة الشركات ودوره في الحد من المشاكل التي قد تقع من الفصل بين الملكية والإدارة (Jensen, Meckling, 1976, p307).

حيث تطرقا في دراسة لهما بعنوان (Theory of the firm) إلى فصل الملكية والسيطرة من خلال علاقات الوكالة التي تم تعريفها على أنها عقد يتم بموجبه شخص أو عدة أشخاص (المدير أو المسؤولين) يسمى الموكل بإشراك شخص آخر يسمى الوكيل لأداء بعض الخدمات نيابة عنه والتي تنطوي على تفويض بعض سلطة اتخاذ القرار إلى الوكيل (Jensen, Meckling, 1976, p308).

أما الباحث (Fama, 1980) فقد تعمق في تحليل العلاقة بين المالكين والمساهمين ودراسة شكل الوكالة حيث توجه إلى دراسة فصل الملكية عن اتخاذ القرار وجعل حق الملكية مقتصرًا على عوامل الإنتاج فقط بينما اتخاذ القرار يكون من صلاحية المدير حسب أهدافه الخاصة من دون أن تكون عليه رقابة سواء من قبل المالك أو المساهم (صالح، 2017، ص11).

وفي سنة 1985 تم إنشاء اللجنة الوطنية للإبلاغ المالي الاحتياالي المعروفة باسم لجنة تريديواي (Treadway commission) والتي يتم تمويلها بشكل مشترك من قبل خمسة منظمات محاسبية خاصة هي المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين، جمعية المحاسبة الأمريكية، المعهد التنفيذي المالي، معهد المدققين الداخليين والجمعية الوطنية للمحاسبين، حيث قامت اللجنة بإجراء دراسة حول العوامل المسببة لإعداد

التقارير المالية الاحتياطية وكيفية الحد منها. أصدرت اللجنة تقريرها النهائي في أكتوبر 1987 الخاص بالاحتياط والتلاعب بالقوائم والتقارير المالية كما تضمن التقرير مجموعة من التوصيات والاقتراحات الخاصة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات والإجراءات المرتبطة بها لمنع الغش والتلاعب في القوائم المالية من خلال الرقابة الداخلية وضرورة الاهتمام بهذا المفهوم وتعزيز وتفعيل المراجعة الخارجية أمام مجلس إدارة الشركة (Grundfest , Berueffy , 1989,p1-2) .

وعقب انهيار عدة مؤسسات وظهر الفضائح المالية نهاية الثمانينات وبداية التسعينيات قامت بورصة لندن للأوراق المالية سنة 1992 بتشكيل لجنة Cadbury Committe بوضع مجموعة من الإجراءات لمساعدة المؤسسات في تطبيق الرقابة الداخلية لمنع حدوث الخسائر التي تؤثر على المساهمين والبنوك (علي، علي، 2005، ص263)

بعدها قامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD 1999, 2004) بصياغة مبادئ حوكمة الشركات وكانت العامل الأساسي والحاسم في وضع الركائز الأساسية للحوكمة (عمار، 2018، ص112)

ثانيا-عوامل ظهور الحوكمة:

هناك عدة أسباب ساهمت في ظهور مفهوم الحوكمة فقد طرح هذا المفهوم في صياغات اقتصادية، اجتماعية، سياسية وثقافية وتأثر بمعطيات داخلية وخارجية ويمكن في هذا الصدد الإشارة إلى: (بن حسين، 2015، ص184)

1-العولمة وما تضمنته من أحداث وتغييرات، حيث أدت العولمة إلى تطور وسائل الاتصال والاندماج بين دول العالم، ما أدى إلى تحرير الاقتصاد وإزالة القيود المفروضة، تسهيل تنقل رؤوس الأموال، المنافسة الحادة وغيرها من الأسباب والعوامل التي أجبرت على ضرورة وضع أسس وقواعد تحكم وتنظم إدارة وتسيير المؤسسات.

2-بروز المنظمات غير الحكومية وزيادة دورها على المستوى الوطني والدولي، حيث تزايد في الآونة الأخيرة عدد المنظمات غير الحكومية واتساع نطاق نشاطها على المستوى الدولي والوطني، فقد أصبحت تعنى بحماية حقوق الإنسان وحماية البيئة وتحقيق السلام وتوفير الاحتياجات التي لا تفي بها السوق أو القطاع العام أو الدولة أو المجتمع المدني .

3-عصرنة اقتصاد السوق ما أدى إلى تزايد دور القطاع الخاص، أي تمتع الأفراد والشركات بحرية المبادرة وحرية تبادل السلع والخدمات دون عوائق .

4- انتشار التحولات على المستوى العالمي، كإعادة الهيكلة واندماج الشركات وعمليات الاستحواذ والتوسع في الأسواق لتحقيق السيطرة على الشركات .

5- انتشار ظاهرة الفساد عالميا ما أدى إلى تطبيق آليات وأنظمة أكثر شفافية، هو ما حدث لكبرى الشركات العالمية كشركة Enron، Worldcom في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2001 الأمر الذي جعل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية تصدر مجموعة من القواعد والإرشادات بشأن حوكمة الشركات .

6- زيادة دور القطاع الخاص والمجتمع المدني في عمليات التنمية، أي تعزيز مشاركة مختلف أطراف المجتمع مع الحكومة في صنع وتنفيذ السياسات العامة وتفعيل دور المجتمع المدني مع القطاع الخاص والدولة جنبا إلى جنب.

وعموما توجد مجموعة من العوامل والمبررات ساعدت على ظهور مصطلح الحوكمة

وتبنيه من قبل المنظمات والهيئات الدولية يمكن عرضها فيما يلي:

أ- العوامل الاقتصادية: من أبرز العوامل الاقتصادية التي ساهمت في ظهور الحوكمة الأزمات المالية العالمية وانتشار الفساد المالي والإداري في كبرى الشركات العالمية على غرار شركة Enron وغيرها من الشركات، هذا بالإضافة إلى ممارسة الشركات متعددة الجنسيات، حيث أصبحت هذه الشركات تقوم بعملية الاستحواذ والاندماج بين الشركات من أجل السيطرة على الأسواق العالمية وتتمثل أهم التحولات التي طرأت على الاقتصاد العالمي وساهمت في تطور مفهوم الحوكمة ما يلي:

- العولمة المالية والتجارية وما يرتبط بها من تحولات مالية ومصرفية وتدفقات رؤوس الأموال والاستثمارات بين الدول وبأسرع وقت ممكن .
- تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ودورها في سرعة تدفق الأموال عبر مختلف الأسواق المالية والتجارية.
- انتشار الشركات العملاقة متعددة الجنسيات وسيطرتها على الاقتصاد العالمي والحاجة إلى ظهور شركات إسلامية متعددة الجنسيات منافسة لها .

• التركيز على مبادئ الحكم الصالح والإدارة الرشيدة في تطوير المؤسسات والهيئات سواء حكومية أم خاصة (بن حسين، 2015) .

ب- العوامل الاجتماعية: من أهم العوامل الاجتماعية التي ساعدت على ظهور الحوكمة انشغال الحكومات عن المواطنين وتقيدها بالعمليات الإدارية فقط، ما دفع بالتفكير بوجود ممثلين لتمثيل المواطنين ونقل انشغالاتهم وأرائهم في رسم السياسات التنموية التي تهم الأفراد .

ففقدان الحكومات لسيطرتها ودورها واحتكارها للسياسات الاقتصادية والاجتماعية أدى إلى بروز العديد من الكيانات كالمنظمات غير الحكومية والشركات المتعددة الجنسيات وكذلك رغبة الهيئات الدولية في تحسين برامج المساعدات التنموية وضرورة مساعدة الأفراد في إيجاد الحلول لمشاكلهم، فالحوكمة تستلزم المشاركة والمفاوضة في صنع القرار وأخيرا التحول من المجتمع الصناعي إلى مجتمع المعرفة والمعلومات ومن اهتمامات المدى القصير إلى اهتمامات المدى البعيد ومن التنظيمات الهرمية إلى التنظيمات الشبكية (بن حسين، 2015)

ت- **العوامل السياسية:** من بين أهم العوامل السياسية التي ساعدت على ظهور الحوكمة زيادة وفهم هذا المصطلح من قبل الدول وانهاء الحرب الباردة والتحول من الأنظمة المركزية إلى الأنظمة اللامركزية ومن نظم الديمقراطية النيابية إلى المشاركة الديمقراطية، إضافة إلى التطورات العالمية المرتبطة بثورة المعلومات والاتصالات والعولمة وما نتج عنها من انتقال دور الدولة من الدولة الحارسة إلى دور دولة تنموية تلعب فيها جميع المؤسسات غير الحكومية دورا فعالا، فالحوكمة هنا تعني:

- القضاء على الفساد الناتج عن ضعف المساءلة وتجسيد الشفافية والمصادقية .
- المزيد من الديمقراطية وحرية تداول المعلومات وحقوق الإنسان .
- تفعيل الشركات والمنظمات وإصلاح أوضاع الموظفين .
- نظام مالي وإداري متطور مع تفعيل اللامركزية .
- إستراتيجية إنمائية فعالة مع تطبيق القوانين بما يحقق فعالية الشركات (بن حسين، ص185)

المطلب الثاني: مفهوم حوكمة الشركات

اختلفت التعاريف والمفاهيم حول حوكمة الشركات نظرا لتداخل هذا المفهوم في العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية فكل عرفها حسب وجهة النظر التي يتبناها سواء الهيئات والمنظمات الدولية أو الكتاب والباحثين وفيما يلي بعض التعاريف لحوكمة الشركات:

* **تعريف البنك الدولي 1992:** هي مرادف التسيير الاقتصادي الفعال والأمثل الذي يسعى للإجابة عن مختلف الانتقادات الموجهة للدول والمؤسسات التي تشكك في الإصلاحات الهيكلية المسيرة من الأعلى للأسفل والتي أدت إلى فراغ مؤسساتي بدل تعبئة قدرات وطاقات المجتمع التي يزخر بها (غاليم، عزي، 2006، ص256)

كما عرفها بأنها الطريقة التي تمارس بها السلطة في تسيير وإدارة موارد الدولة الاقتصادية والاجتماعية من أجل التنمية (The world bank , 1992 ,p01).

* **تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية:** عبارة عن مجموعة من العلاقات بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين تتضمن الهيكل الذي من خلاله يتم وضع أهداف الشركة والأدوات التي يتم بها تنفيذ هذه الأهداف ويتحدد بها أسلوب متابعة الأداء (Bureau du surintendant des institutions financière canada , 2013,p02).

تعريف مؤسسة التمويل الدولية IFC: هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها (Alamgir , 2007,p07) .

* **تعريف برنامج الأمم المتحدة من أجل التطوير:** الحوكمة هي تنفيذ السلطة السياسية والاقتصادية والإدارية من أجل تسيير مؤسسة الأعمال (Rachid , 2004, p04)

* **تعريف لجنة الأبعاد المالية لحوكمة الشركات (تقرير Cadbury):** حوكمة الشركات هي النظام الذي بمقتضاه تدار الشركات وتراقب (Raport of the committeon the financial aspect of corporate covernance , 1992,p14) .

* **تعريف معهد المدققين الداخليين:** حوكمة الشركات هي العمليات التي تتم من خلال الإجراءات المستخدمة من ممثلي أصحاب المصالح للإشراف على إدارة المخاطر ومراقبتها والتأكيد على كفاية الضوابط لتحقيق الأهداف والمحافظة على قيمة الشركة (The Institute Of Internal Auditors,2002, p2)

* كما تعرف أيضا بأنها النظام الذي من خلاله يتم مراقبة أعمال الشركة بالشكل الفعال والعمل بكل شفافية وتحمل المسؤولية من أجل تحقيق الأهداف المرجوة (Chen , 2014)

* **حوكمة الشركات** هي عبارة عن الهياكل والعمليات والمسؤوليات والتقاليد المؤسسية المستخدمة من طرف الإدارة العليا من أجل تحقيق رسالة المؤسسة (Tim et al,1999,p03) .

* **حوكمة الشركات** هي مجموع الآليات التنظيمية التي من شأنها أن تحد سلطات المسيرين وأن تؤثر في قراراتهم، أي أنها مجموع الآليات التنظيمية التي تحكم تصرفات المسيرين وتحد من سلطاتهم التقديرية (Carreaux , Desbrieres , 1997,p02).

* **حوكمة الشركات** هي الطريقة التي من خلالها نضمن جذب رؤوس الأموال للشركة والتي تسعى لتحقيق الإيراد للمستثمرين (Boumois et autres,2009,p697) .

- من خلال التعاريف السابقة نستخلص أن حوكمة الشركات هي عبارة عن مجموعة القواعد والقوانين والمعايير التي تنظم العلاقة بين الشركة والأطراف ذات العلاقة، إضافة إلى الرقابة على الأداء من أجل الحفاظ على حقوق ومصالح جميع الأطراف.

المطلب الثالث: أهمية وأهداف حوكمة الشركات

أولاً- أهمية حوكمة الشركات: يمكن إبراز أهمية حوكمة الشركات من عدة جوانب مختلفة نذكر منها

1: أهمية حوكمة الشركات بالنسبة للمؤسسات

إن الشركات التي تطبق الحوكمة يتوقع تخفيض في تكلفة رأسمالها، بالتالي جذب المستثمرين اللذين يسعون للاستثمار طويل الأجل إضافة إلى التقليل من التعرض للمخاطر المختلفة وبناء الثقة مع أصحاب المصالح (كراسينكي، 2008، ص04)

2: أهمية حوكمة الشركات بالنسبة للمستثمرين وحملة الأسهم

توفر الحوكمة ضمان قدر ملائم من الثقة لحملة الأسهم والمستثمرين في تحقيق عائد مناسب على استثماراتهم، إضافة إلى تعزيز دورهم الرقابي على أداء الشركة وتفعيل مبدأ الشفافية بالشكل الذي يحمي الشركة والعاملين فيها من التلاعب والغش المالي والفساد الإداري والإفلاس (نجم، 2014، ص26)

3: أهمية حوكمة الشركات بالنسبة لأصحاب المصالح الآخرين

تسعى حوكمة الشركات إلى حماية أصول الشركة وحقوق المساهمين وأصحاب المصالح بالإضافة إلى تعزيز دورهم الرقابي وبناء علاقة قوية مع إدارة الشركة وكافة الأطراف ذات العلاقة (حسن باعباد، 2020، ص85)

4: أهمية حوكمة الشركات بالنسبة للتنمية

تساهم الحوكمة المؤسسية في رفع رأس المال المستثمر من الخارج والمساهمة في تخفيض مخاطر الاستثمار وانتقال ناجح ومرن للشركات في المرحلة الانتقالية للاقتصاديات .

وقد ازدادت أهمية حوكمة الشركات في ظل الفضاء المالي والأزمات لتحقيق التنمية الاقتصادية وذلك لمساهمتها في التقدم التكنولوجي وتحرير التجارة والانفتاح المالي، إعادة تشكيل برامج التحرير والإصلاح المحلي والعالمي من خلال تعديل وتحديد قواعد وإجراءات العمل في الشركات (فطيمة الزهرة، 2017، ص29-30)

5: أهمية حوكمة الشركات بالنسبة للاقتصاد

تساهم الحوكمة في خفض تكاليف المعاملات المتمثلة في تكاليف التنظيم وإدارة الأعمال حيث تشتمل تكاليف المعاملات على ما يلي: (نصر علي، شحاتة، 2007، ص29)

- تكلفة شراء وبيع السلع والخدمات والحصول على التمويل ورأس المال.
- تكلفة الحصول على المعلومات الخاصة بأعمال الشركة.
- تكلفة إبرام وتنفيذ العقود وتشغيل وفصل العمال.
- تكلفة نقل استيراد وتصدير السلع والالتزام باللوائح والتنظيم الحكومي.
- تعتبر تكاليف المعاملات من بين أهم المشاكل التي تعاني منها الشركات خاصة الصغيرة والمتوسطة التي تتأثر نسبيا بارتفاع تكاليف المعاملات أكثر من الكبيرة مما يؤثر سلبا على حجم هيكل الشركات.

ثانيا- أهداف حوكمة الشركات: تهدف حوكمة الشركات إلى تحقيق العديد من الأهداف تتمثل في

- ✓ تمكين المساهمين وأصحاب المصالح بمراقبة أداء الشركة (خليل، العشماوي، 2009، ص35)
- ✓ السعي إلى تحقيق أهداف الشركة من خلال وضع القواعد والتنظيمات المتعلقة بسير العمل بها (محمد نوري، خلف سلمان، 2014، ص)
- ✓ التأكيد على مبدأ الفصل بين الملكية والإدارة والرقابة على الأداء إضافة إلى تحسين الكفاءة الاقتصادية للشركة (نسمان، 2009، ص20)
- ✓ تحقيق الشفافية والعدالة لحماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح إضافة إلى الحد من استغلال سلطة الإداريين لصالحهم ومساءلة أعضاء إدارة الشركة في حالة التقصير بأداء مهامهم أو الإخلال بها (طارق محمد، 2007، ص25)
- ✓ المعاملة العادلة والمتساوية بين الجميع سواء مساهمين، عمال، دائنين والأطراف الأخرى ذوي المصلحة في الشركة في حالة التعرض للإفلاس (صلاح، 2010، ص54)
- ✓ تحسين الكفاءة الاقتصادية وزيادة النمو الاقتصادي (بورمة، 2017، ص35)
- ✓ جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع رأس المال المحلي على الاستثمار في المشروعات المحلية، كما تهدف الحوكمة إلى تجنب حدوث مشاكل محاسبية ومالية مما يؤدي إلى تدعيم واستقرار نشاط الشركات (أمين، 2018، ص10-11)
- ✓ تمكين الشركة من الحصول على التمويل اللازم من خلال زيادة الثقة في الشركة، كما تهدف إلى التقليل من المخاطر وتفعيل الأداء وتسهيل الدخول إلى السوق المالي (بن مخلوف، 2016، ص101)

- ✓ تهدف حوكمة الشركات إلى تحسين الممارسات المحاسبية والمالية والإدارية وتحقيق النزاهة والشفافية في جميع عمليات الشركة ومعاملاتها (درويش، 2003، ص471)
- ✓ العمل على ترسيخ ثقافة الالتزام بالقوانين والمبادئ المتعارف عليها (فهمية، 2010)
- ✓ التعزيز من مستوى المسؤولية لدى المسيرين (Lakhlaf,2006,p38)

المطلب الرابع: خصائص وأبعاد حوكمة الشركات

تعد حوكمة الشركات من المفاهيم الأساسية في عالم الأعمال الحديث وتكتسب أهمية متزايدة في ظل التغيرات الاقتصادية والتحديات التي تواجه المؤسسات ، إذ تساعد على تحقيق التوازن بين مصالح أصحاب المصلحة المختلفين وتساهم في بناء مؤسسات قوية قادرة على النمو وجذب الاستثمارات وتحقيق التنمية الاقتصادية خاصة في بيئة تتطلب معايير عالية من الالتزام والانضباط المؤسسي وفيما يلي سنتطرق إلى خصائصها وأبعادها

أولاً- خصائص حوكمة الشركات: تتمثل فيما يلي (عقبة، 2019، ص13-14)

تتمثل خصائص حوكمة الشركات في عدد من المبادئ التي تضمن فاعلية النظام الإداري والرقابي داخل المؤسسة وتعزز الثقة بين المستثمرين وأصحاب القرار ، كما تؤدي إلى تحسين الأداء المالي والتشغيلي للشركات على المدى الطويل ومن أبرز هذه الخصائص ما يلي :

✓ **الإفصاح والشفافية:** يعني ضمان النزاهة والشفافية في إجراء إدارة الشركات والأفراد وترشيد القرارات من خلال توصيل المعلومة الصحيحة، الواضحة والشاملة عن أداء الشركة لجميع الأطراف ذات العلاقة بالشركة.

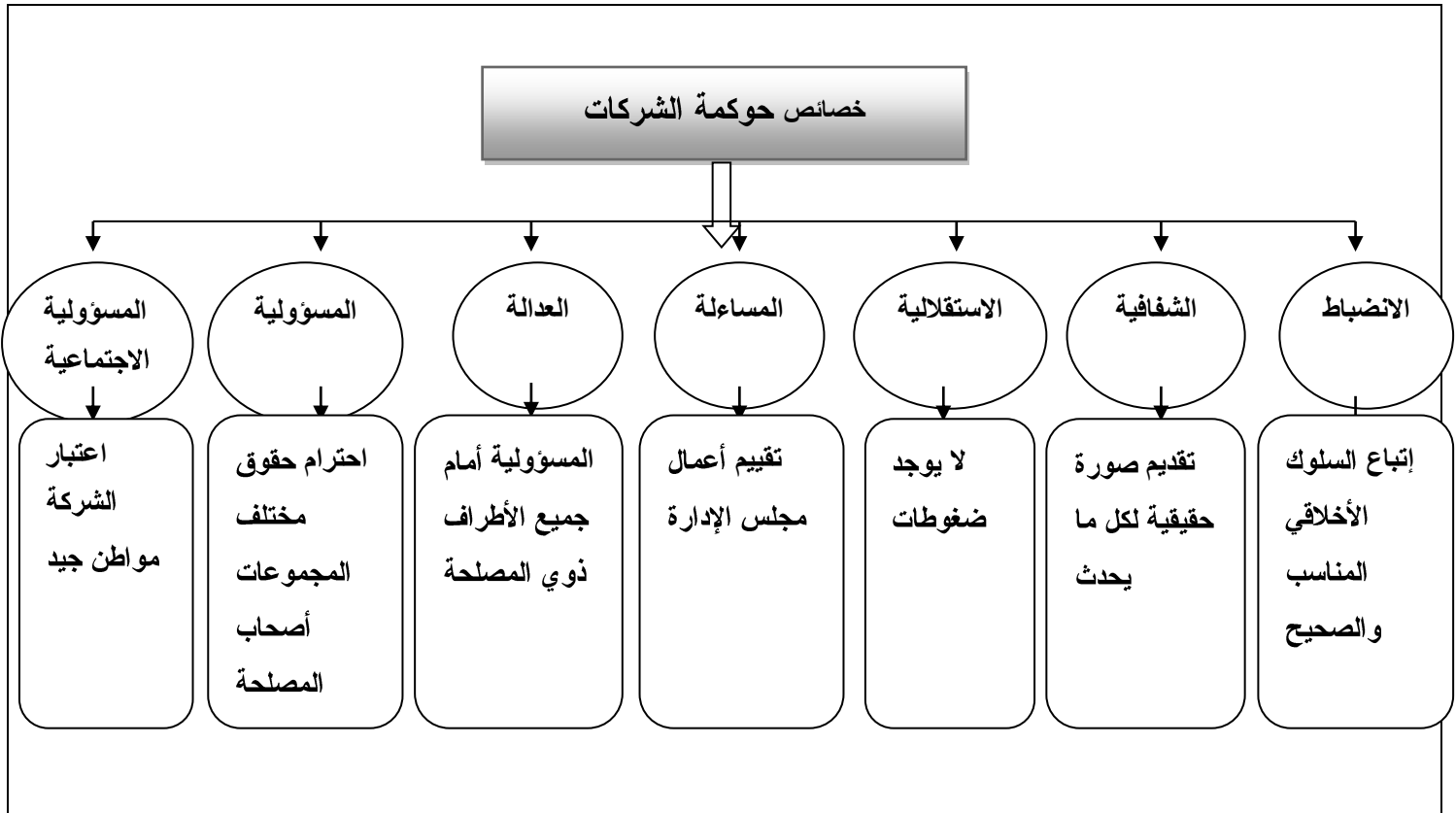
✓ **المساءلة:** تعني محاسبة المسؤولين من خلال تقييم أعمالهم وهذا يتطلب من مجلس الإدارة تحديد الهرم الإداري ودور كل مسؤول ليسهل على جميع المتعاملين في الشركة معرفة حدود عملهم والالتزام به من أجل تحقيق أهداف الشركة .

✓ **المسؤولية:** ترتبط المسؤولية بدعامة المساءلة من حيث القيام بالإجراءات التصحيحية والمعاقبة على سوء التسيير من طرف الإدارة، فهي تساعد على تنفيذ العمليات الخاصة بالشركة بشكل أفضل وتحمل المسؤولية أمام الجميع.

✓ **تحقيق العدالة والإنصاف:** تعني الاعتراف بحقوق كل الأطراف ذات المصالح بما فيها مصالح الأقلية من المساهمين عن طريق وضع أنظمة تمنع العاملين داخل الشركة (بما فيهم المديرين وأعضاء مجلس الإدارة) من الاستفادة من منصبهم والمتاجرة في الأسهم.

- ✓ الاستقلالية: من خلال تشكيل المجالس وتعيين اللجان ومدقق الحسابات وهو ما يقلل من تضارب المصالح أو سيطرة أصحاب النفوذ في الشركة.
 - ✓ الانضباط: من خلال تبني السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح وتبني القوانين والتشريعات التي توضح الحقوق وتحدد الواجبات.
 - ✓ المسؤولية الاجتماعية: اعتبار الشركة المواطن الجيد من خلال رفع الوعي الاجتماعي وبمستوى عال من السلوك المثالي والقيم للعاملين فيها .
 - ✓ القوانين والتشريعات: إن وجود قوانين وتشريعات توضح حقوق المساهمين وواجباتهم مثل حق التصويت، حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وحق تعيين وعزل مراقب الحسابات، كما توضح حقوق المجتمع على الشركة وواجباتهم اتجاهها .
- ويمكن توضيح خصائص حوكمة الشركات في الشكل الآتي:

الشكل رقم 1: خصائص حوكمة الشركات



المصدر: (حماد ، 2005 ، ص23)

ثانياً- أبعاد حوكمة الشركات: لحوكمة الشركات أبعاد مختلفة تتصهر مع الدعائم الأساسية في كل شركة، إذ توصلت الأبحاث في حوكمة الشركات وقواعدها إلى نتائج يمكن بواسطتها تحديد الأبعاد التنظيمية لحوكمة الشركات فيما يلي:

1- البعد الإشرافي: يتعلق بتنفيذ الدور الإشرافي لمجلس الإدارة على أداء الإدارة التنفيذية والأطراف ذات العلاقة من خلال قدرة أعضائه على القيام بتدقيق فعال ووضع قوانين واليات تسمح بعقاب الموظفين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة إذا تطلب الأمر ذلك .

أشارت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في تقريرها الصادر سنة 1999 بخصوص المبدأ الخاص بمسؤوليات مجلس الإدارة إلى ضرورة متابعتها الفعالة للإدارة التنفيذية ومساءلته من قبل المساهمين (ريحاوي، محمود، 2008، ص99)

2- البعد الأخلاقي: نظرا للدور الهام الذي يمثله السلوك الأخلاقي في تفعيل الرقابة داخل الشركات فقد أوصت العديد من الهيئات العلمية والمهنية المتخصصة بضرورة تواجد دليل للسلوك الأخلاقي بالشركة يركز على القيم الأخلاقية والنزاهة وضرورة التزام العاملين بهذه القيم والتي تضمن حسن سمعة الشركة ومصداقيتها وضرورة الالتزام بالقيم واللوائح الداخلية الخاصة بها .

نظرا لأهمية وجود دليل السلوك الأخلاقي بالشركة حثت الهيئات العلمية والمهنية مجالس إدارة الشركات على القيام بدوره على أحسن وجه لمنع التلاعب والحد من الفساد المالي والإداري وعموما يتمثل الهدف من سياسة السلوك الأخلاقي في:

- الالتزام بتحقيق مستوى عال من السلوك الأخلاقي .
- تشجيع الالتزام بالسلوك الأخلاقي ومعاقبة عدم الالتزام به .
- تنمية ثقافة أخلاقية داخل الشركة .

وعن طريق إتباع هذه السياسة بشكل دوري مع كل من مبادئ حوكمة الشركات والقوانين الداخلية فإن الشركة يجب أن تؤكد رغبتها في إرساء وتحسين السلوك الأخلاقي بها (عبد القادر، محمد، 2009، ص6-7)

3- البعد الاستراتيجي: يعتبر البعد الاستراتيجي أداة للتأكد من عمل المستويات الإدارية التنفيذية بطريقة تتفق مع أهداف الإدارة العليا ومع الإستراتيجية التي تتبعها الشركة من أجل تحقيق مستوى عال من

الجودة والكفاءة والتي تحقق حاجيات ورغبات العملاء، أي التأكد من تحسين العائد على رأس المال المستثمر في الأجل الطويل .

كما يشمل هذا البعد قياس الأداء والتغذية العكسية وتحديد الأهداف ومقارنة الأداء ثم اتخاذ الإجراءات التصحيحية لمعالجة الانحرافات إن وجدت (محمد مصطفى، 2017، ص406)

4- بعد الاتصال وحفظ التوازن: يتعلق بتنظيم العلاقة بين الشركة ممثلة بمجلس الإدارة التنفيذية من جهة والأطراف الخارجية من جهة أخرى حيث يجب أن يحكم الإخلاص العلاقة بين إدارة الشركة وحملة الأسهم بينما يجب أن تحكم العدالة علاقة الشركة بالعمالة وأن يحكم التوافق الوطني علاقة الشركة بالمنظمات الأهلية، كما يجب أن يحكم الالتزام علاقة الشركة بالهيئات والمنظمات الحكومية (محمد، 2003، ص98)

5- بعد الإفصاح والشفافية: لا يتعلق بالإفصاح والشفافية عن المعلومات اللازمة فقط لترشيد القرارات في الشركة، بل يتعداه ليشمل الإفصاح عن التقارير العامة للمؤشرات الدالة على الالتزام بمبادئ الحوكمة طبقاً لتوصية سوق نيويورك للأوراق المالية (محمد، ص398)

6- بعد المساءلة: يتعلق بالإفصاح عن نشاط وأداء الشركة أمام المساهمين وغيرهم ممن لهم الحق قانوناً في مساءلة الشركة (بن عمر، 2017، ص18)

كذلك لحوكمة الشركات أبعاد مختلفة تتصهر في بوتقة واحدة مع الدعائم الأساسية في كل شركة ولا تنحصر في بعد واحد وهو الربح والخسارة وإنما هو ثلاثي الأبعاد يتمثل في:

1- البعد الاقتصادي: يبرز البعد الاقتصادي من خلال نظرة المنظمات الدولية لطبيعة العلاقة بين الحوكمة بمستوى الأداء الاقتصادي من أجل تحقيق أهداف واستراتيجيات التنمية الاقتصادية وذلك بالاعتماد على برامج إصلاحات اقتصادية ومحاربة الفساد مع توفير بيئة تنظيمية وتشريعية لنشاطات مختلف القطاعات لضمان تدفق المعلومات بشفافية حول الوضع الاقتصادي للرأي العام (قتال، مصدق، 2018، ص149)

2- البعد الاجتماعي والقانوني: يحدد حقوق وواجبات حملة الأسهم ومختلف أصحاب المصالح من جهة والمديرين من جهة أخرى، حيث تتمثل المسؤولية الاجتماعية في حماية حقوق الأقلية وصغار المستثمرين وتحقيق التنمية الاقتصادية ويتضمن هذا البعد تحديد الواجبات وتوزيع المسؤوليات، الهيكل التنظيمي وخطوط التفويض للسلطات، تعيين الإدارة العليا والإدارة التنفيذية كما يشمل التحكم بقيم الشركة وأخلاقياتها والنقيد بقواعد السلوك المهني (ريحاوي، محمود، ص98)

3- البعد البيئي: يتضمن حماية البيئة من إنتاج وبيع السلعة أو تقديم الخدمة ومع تنامي وزيادة الوعي بالأبعاد الثلاثة للتنمية المستدامة، فإنه وفي ظل هذه التحديات لا يمكن التوقف عن الحوكمة الجيدة وإنما يجب تجاوزها إلى الحوكمة الشاملة التي تأخذ بعين الاعتبار التوليفة الاقتصادية والاجتماعية والبيئية مجتمعة بالنسبة لمؤسسات الأعمال (بن عمر ، ص 20)

المبحث الثاني: أساسيات تطبيق حوكمة الشركات

يعتمد تطبيق حوكمة الشركات على وجود هيكل تنظيمي واضح وأنظمة رقابية فعالة وسياسات تضمن التزام الإدارة بقواعد العمل السليم ، كما تشترط وجود مجالس إدارة مؤهلة ومستقلة واليات للرقابة الداخلية والخارجية بما يحقق الثقة في أداء الشركة ويعزز قدرتها على جذب الاستثمارات وتحقيق النمو المستدام

المطلب الأول: محددات حوكمة الشركات

إن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات يتوقف على مجموعتين من المحددات وهي المحددات الداخلية والمحددات الخارجية .

أولاً-المحددات الخارجية: تشير المحددات الخارجية إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة تشمل على سبيل المثال (Fawzy , 2003,p04)

✓ القوانين التي تنظم أداء السوق كسوق رأس المال والشركات وكذا تنظيم المنافسة ومحاربة الاحتكار والإفلاس.

✓ كفاءة القطاع المالي مثل البنوك وسوق رأس المال في توفير التمويل اللازم للمشاريع.

✓ القدرة التنافسية لأسواق السلع وعوامل الإنتاج .

✓ كفاءة وفعالية الأجهزة والهيئات الرقابية مثل هيئة السوق المالية والبورصة في ممارسة رقابة صارمة على الشركات بالإضافة إلى بعض الشركات ذاتية التنظيم التي تضمن الأداء الفعال للأسواق مثل الجمعيات المهنية التي تضع مدونات أخلاقية للعاملين في السوق مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية، هناك أيضا شركات للمهن المستقلة كمكاتب المحاماة، المراجعة، التصنيف الائتماني ومكاتب الاستشارات المالية والاستثمارية

إن وجود المحددات الخارجية أمر مهم لتوفير بيئة سليمة لحوكمة الشركات وضمان تنفيذ القوانين والقواعد بالشكل الذي يؤدي إلى حسن إدارة الشركة والتقليل من الصراع بين العائد الاجتماعي للشركة والعائد الخاص لها .

ثانياً-المحددات الداخلية: تشير هذه المحددات إلى القواعد والأسس التي تطبق داخل الشركة والهيكل الإدارية التي توضح كيفية اتخاذ القرارات إضافة إلى توزيع السلطات والمهام بين الجميع (متلقي الخدمة) ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين من أجل توافق وتشارك يخدم الجميع (سلامة، حتملة، 2017،

ص108)

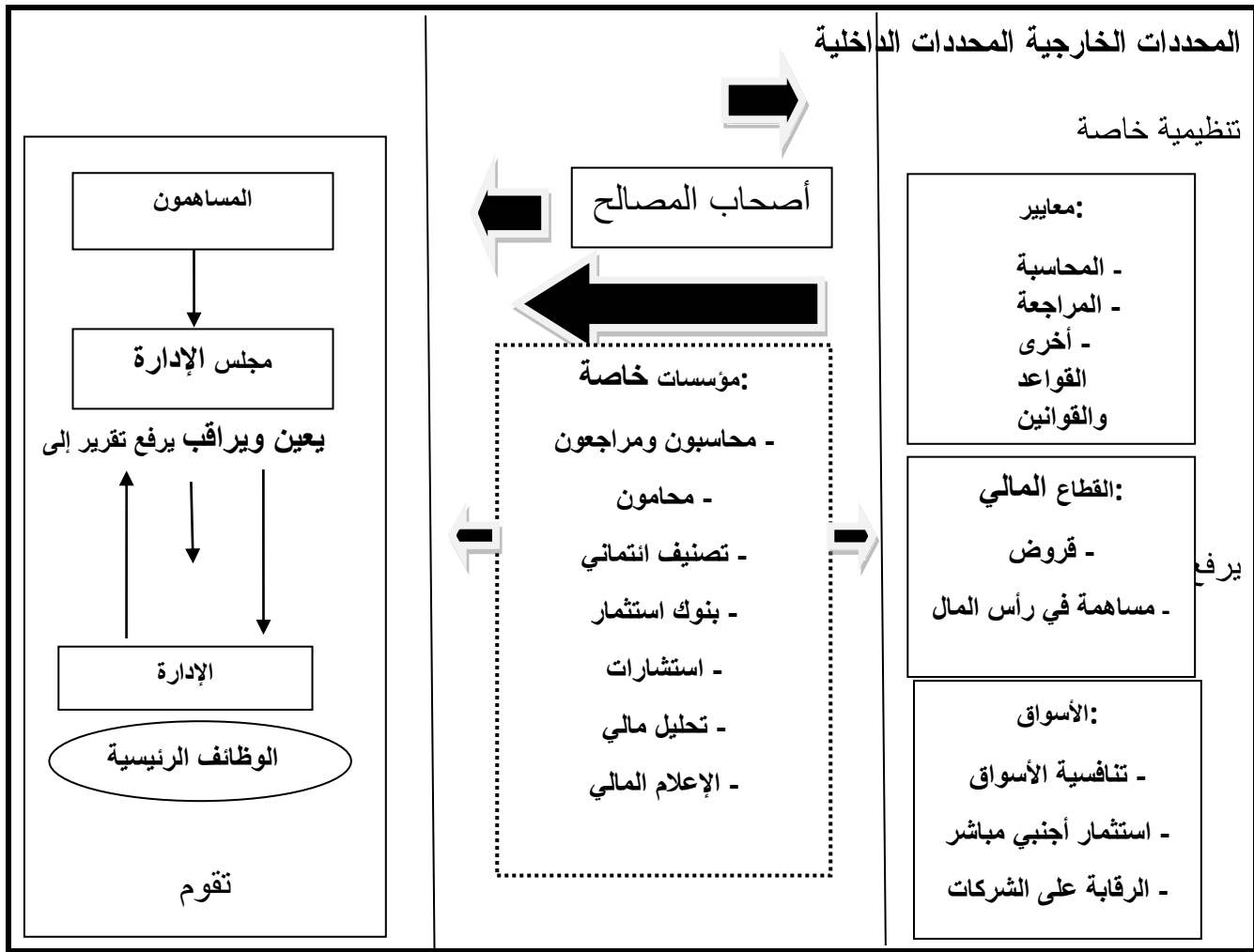
مما سبق نجد أن هذه المحددات تتمثل في: (سليمان، 2009، ص22)

- ✓ آلية توزيع السلطة داخل الشركة ومتابعة أسس التنظيم.
- ✓ الآلية والأسس والقواعد المنظمة لكيفية اتخاذ القرار في الشركة.
- ✓ العلاقة الهيكلية بين الجمعية العمومية للشركة ومجلس إدارتها والمديرين التنفيذيين

من الملاحظ أن هذه المحددات سواء كانت داخلية أو خارجية فهي بدورها تتأثر بمجموعة أخرى من العوامل المرتبطة بثقافة الدولة، النظام السياسي، الاقتصادي، مستوى التعليم والوعي لدى الأفراد فهي تختلف من دولة لأخرى بمعنى ليس هناك نظام موحد يمكن أن يطبق في جميع الدول ويؤدي تطبيقه إلى الحصول على نفس النتائج (أمال، 2019، ص43)

ويمكن توضيح هذه المحددات في الشكل التالي:

الشكل رقم 2: المحددات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات



المؤسسات الخاصة تشير إلى عناصر القطاع الخاص وكيانات الإدارة الذاتية ووسائل الإعلام والمجتمع المدني وتلك الجهات التي تقلل من عدم توافر المعلومات وترفع من درجة مراقبة الشركات وتلقي الضوء على السلوك الانتهازي للإدارة

المصدر: (Iskander , Chamlou , p 122)

المطلب الثاني: ركائز حوكمة الشركات

تقوم مبادئ منظومة الحوكمة على ثلاث ركائز رئيسية تتمثل في

أولاً- السلوك الأخلاقي: يعني ضمان الالتزام بالأخلاقيات الحميدة وبقواعد السلوك المهني الرشيد والتوازن في تحقيق مصالح الأطراف المرتبطة بالشركة، النزاهة في تقييم المعلومات، المسؤولية الاجتماعية وغيرها تشمل أهداف الميثاق الأخلاقي وضع معايير الممارسات الجيدة وزيادة درجة الشفافية والانفتاح، تعزيز الثقة، دعم أسس المنافسة الصحيحة، التأكيد على أهمية السلوك الأخلاقي للموظفين الذي يجب أن يخلو من أي اعتبار للمصلحة الشخصية (حسين، 2011، ص140)

ثانياً- تفعيل دور أصحاب المصلحة ودعم الرقابة والمساءلة: تكون من خلال تفعيل دور أصحاب المصلحة في نجاح الشركة عن طريق (الزوام، إبراهيم، 2014، ص72)

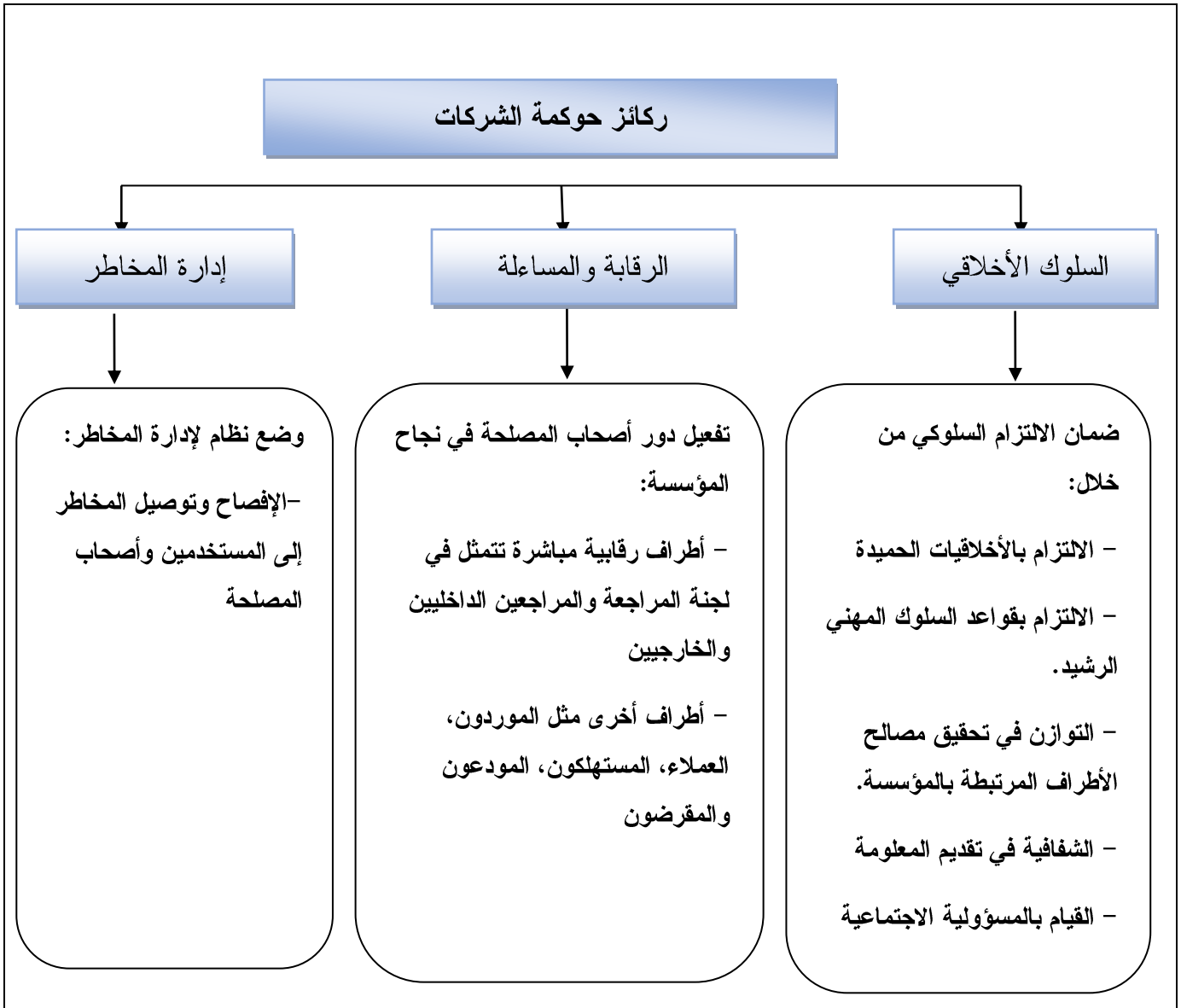
✓ أطراف رقابية عامة مثل هيئة سوق المال، مصلحة الشركات، البورصة والبنك المركزي في حالة البنوك.

✓ أطراف رقابية مباشرة مثل المساهمون، مجلس الإدارة، لجنة المراجعة، المراجعين الداخليين، المراجعين الخارجيين.

ثالثاً- إدارة المخاطر: تعتبر حوكمة الشركات عملية إدارة المخاطر من بين الركائز الأساسية التي تعتمد عليها كونها تمثل تلك العملية الدينامكية التي يتم فيها اتخاذ كافة الإجراءات المناسبة للتعرف على المخاطر التي تؤثر على أهداف الشركة وكيفية التعامل معها (أحمد، صادق، ياسين، 2018، ص56)

يمكن توضيح هذه الركائز من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 3: ركائز حوكمة الشركات



المصدر: (الذبيبة، 2011، ص 199)

المطلب الثالث: آليات حوكمة الشركات

يمكن تقسيم آليات حوكمة الشركات إلى قسمين، آليات داخلية وآليات خارجية .

أولاً-الآليات الداخلية: تنصب آليات حوكمة الشركات الداخلية على أنشطة وفعاليات الشركة واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف الشركة ويمكن تصنيف الآليات الداخلية إلى ما يلي:

1* مجلس الإدارة: من حيث هيكل الحوكمة يعتبر مجلس الإدارة أحد آليات الرقابة الداخلية للإدارة فهو يقوم ب ثلاثة أدوار رئيسية تتمثل في السيطرة، تقديم الخدمات واكتساب الموارد وبصفته هيئة إشرافية فإن مسؤوليته هي تعيين وفصل الرئيس التنفيذي وتحديد تعويضات ومكافآت أعضاء الإدارة والتدقيق في قراراتهم وفي الإجراءات المتخذة، إضافة إلى الإشراف على تنفيذ إستراتيجية الشركة وتقديمه للتوجيهات الإدارية للمدراء ومشاركته في عملية التخطيط الاستراتيجي ومساهمته في تكوين أعضاء الإدارة العليا وتحسين أداء الشركة والإفصاح عليه (Boujenoui , Zeghal , 2006,p186)

تنص المبادئ والتوجيهات على أن المجلس مسؤول عن صياغة السياسات والإجراءات والمبادئ التوجيهية المتعلقة بالواجبات والمسؤوليات ومدونة قواعد السلوك لموظفيها، يتم تشكيل لجان المجلس لمساعدة المجلس وأعضاء مجلس الإدارة في أداء الواجبات والمسؤوليات (Mang'anyi , 2011,p06).

2* لجنة المراجعة: يمكن تعريفها على أنها لجنة فرعية لمجلس الإدارة تقوم بترتيبات المراجعة وباعتبارها لجنة فرعية لمجلس الإدارة فهي تحاول تعزيز قدرة المجلس على الوفاء بمسؤولياته القانونية والتأكد من مصداقية وموضوعية التقارير المالية.

حددت مجموعة الدراسات الدولية للمحاسبين 1977 لجنة المراجعة من خلال لجنة تتكون من مديري الشركة تكون مسؤولياتها محددة تتمثل في مراجعة البيانات المالية السنوية قبل عرضها على مجلس الإدارة وتعمل اللجنة بشكل عام كحلقة وصل بين المدقق ومجلس الإدارة، كما يشمل نشاطها مراجعة ترشيح المدققين ونتائج المراجعة والضوابط المالية الداخلية والمعلومات المالية للنشر.

تنشئ الشركات لجنة تدقيق داخل مجلس الإدارة للقيام بدور الإشراف على السياسات والممارسات المحاسبية وإعداد التقارير المالية للشركة، يجب أن تتكون لجنة المراجعة من أغلبية المديرين المستقلين غير التنفيذيين اللذين ليسو موظفين في الشركة ويجب أن تمثل هذه اللجنة الملاك وليس الإدارة، ففي الواقع ينبغي أن يكون معظم أعضاء مجلس الإدارة الذين هم أعضاء في لجنة المراجعة من المديرين الخارجيين اللذين ليس لديهم أي علاقة أخرى تقلل من استقلاليتهم، كما يجب أن تتم المعاملات الرئيسية

بين المدققين المستقلين والهيئة الحاكمة من خلال لجنة المراجعة، أي أنها حلقة وصل بين الإدارة والمدققين والهيئة الإدارية (Hossain , Khan , 2006)

2*1 - وظائف لجنة المراجعة: يتمثل الدور الرئيسي للجنة المراجعة في الحصول على جودة عالية للتقارير المالية وذلك بتخفيض ممارسات إدارة الأرباح غير الشرعية عن طريق تقييم قدرة المراجع الخارجي واستقلاله وإجراء مناقشة مع إدارة الشركة والمراجعين الخارجيين حول السياسات والمبادئ المحاسبية وتعتبر لجنة المراجعة بمثابة المراقب النهائي لعملية إعداد التقارير المالية وشفافيتها ونزاهتها (رياض أحمد، 2011، ص52)

وقد حدد دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات وظائف لجنة المراجعة فيما يلي:

- ✓ تقييم كفاءة أعضاء الإدارة المالية.
- ✓ تقييم نظام الرقابة الداخلية وإعداد تقرير بخصوصها.
- ✓ دراسة القوائم المالية قبل عرضها على مجلس الإدارة .
- ✓ دراسة خطة المراجعة مع المراجع الخارجي وتقديم الملاحظات .
- ✓ تقييم ملاحظات المراجع الخارجي حول القوائم المالية .
- ✓ تقييم كفاءة وأداء المراجع الخارجي واستقلاليته
- ✓ اقتراح تعيين المراجع الخارجي وتحديد أتعابه مع قيامه بعمليات إضافية والموافقة على أتعابه عليها
- ✓ مناقشة وتقييم خطة عمل المراجعة الداخلية وفعاليتها .
- ✓ دراسة ومناقشة تقارير المراجعة الداخلية والإجراءات التصحيحية لها(رياض أحمد، 2011، ص52)

3* لجنة المكافآت: تتكون لجنة المكافآت من ثلاثة أعضاء غير تنفيذيين على الأقل مع توفر الخبرة لدى أحدهم في الموارد البشرية بالشكل الذي يضمن القيام بالمهام بكفاءة تامة. (محمد عيد، 2017، ص14)

يؤثر تشكيل لجنة المكافآت بصورة ايجابية على إدارة المخاطر التي قد تواجهها شركات الأعمال وبالتالي على الأداء المالي، فقد أشار العديد من الباحثين في مجال حوكمة الشركات بضرورة تشكيل لجان المكافآت من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين، أما في مجال الشركات المملوكة للدولة فقد تضمنت إرشادات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) التأكيد على ضرورة أن تكون مكافآت أعضاء

مجلس الإدارة والإدارة العليا معقولة لضمان تعزيز مصالح الشركة في المدى الطويل من خلال جذب المهنيين ذوي الخبرة والكفاءة العالية، تتركز وظائف لجنة المكافآت وواجباتها في تحديد الرواتب والمزايا الخاصة بالإدارة العليا ومن بين مهام تلك اللجنة ما يلي: (محمد عيد، 2017، ص14)

- ✓ تحديد الرواتب والمكافآت للإدارة العليا والمصادقة عليها .
- ✓ وضع سياسات وبرامج مكافأة الإدارة العليا.
- ✓ مراجعة مكافأة الإدارة التنفيذية والإدارة العليا بالشركة بالشكل الذي يتناسب مع أهداف الشركة .
- ✓ تقييم أداء الموظفين و تقديم التوصيات لمجلس الإدارة بما يتعلق بخطط الحوافز والمكافآت .
- ✓ إدارة برامج المكافآت الخاصة بالأعضاء التنفيذيين بالشركة .
- ✓ تحديد مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وأعضاء اللجان المختلفة حسب الأداء .
- ✓ مراجعة واعتماد مستويات مكافآت الإدارة العليا التي تضعها اللجنة .
- ✓ إعداد تقرير سنوي يتضمن أداء اللجنة ومدى تطابقه مع معايير الحوكمة .
- ✓ اتخاذ خطوات لتعديل برامج مكافآت الإدارة العليا غير المعقولة .

4 * لجنة التعيينات: يجب أن يتم تعيين أعضاء مجلس الإدارة والموظفين من بين أفضل المرشحين اللذين تتلاءم مهاراتهم وخبراتهم مع المهارات والخبرات المحددة من قبل الشركة (حمدي، جيلاني، 2018، ص08)

تختص بالاتي: (الدليل المصري لحوكمة الشركات، 2016، ص24)

- ✓ مراجعة الاحتياجات المطلوبة من المهارات المناسبة لعضوية مجلس الإدارة ووظائف الإدارة العليا وإعداد بيان بالمؤهلات المطلوبة في ظل تطبيق خطة تتابع السلطة بصفة دورية ومنتظمة .
- ✓ تحديد المسؤوليات لأعضاء المجلس التنفيذيين وغير التنفيذيين والمستقلين ووضع التوصيف الوظيفي للقيادات التنفيذية العليا بالشركة .
- ✓ التحقق بصفة مستمرة من استقلالية أعضاء المجلس المستقلين والتأكد من عدم وجود أي تعارض بين المصالح إذا كان العضو يشغل عضوية مجلس إدارة شركة أخرى.

5 * لجنة إدارة الخطر: يقوم مجلس الإدارة بتعيين لجنة أو أكثر لإدارة المخاطر يكون من صلاحياتها واختصاصاتها وضع مختلف الأطر والإجراءات اللازمة للتعامل مع كافة أنواع المخاطر، تهدف إلى حماية أصول الشركة وحماية استثمارات المساهمين (Kaen, 2003, p169-172)

هناك العديد من صلاحيات ومهام لجنة إدارة المخاطر نذكر منها: (Basel committee on banking , 2010,p05)

- مراجعة سياسات واستراتيجيات المخاطر قبل عرضها نهائيا عن طريق مجلس الإدارة والتأكد من التزام الإدارة التنفيذية بالبنك بتنفيذها .
- القيام بمراجعة الهيكل التنظيمي لإدارة المخاطر قبل اعتماده من قبل مجلس الإدارة.
- مراجعة التقارير حول المخاطر التي يتعرض لها البنك .
- رفع تقارير حول المخاطر التي يتعرض لها البنك وكيفية الحد منها .
- القيام بالإشراف والمتابعة حول تنفيذ معايير لجنة بازل في إدارة المخاطر البنكية .

6*التدقيق الداخلي: اعتبر معهد المحاسبين القانونيين في إنجلترا (ICAEW) الرقابة الداخلية بأنها نظام وضعت الإدارة للضوابط المالية وغير المالية من أجل الاستمرار في أعمال الشركة بطريقة منظمة تحمي أصولها وتمكنها من تحقيق الدقة والموثوقية بسجلاتها (Khafilat temitope , 2018 ,p91) .

تؤكد بعض الدراسات المعاصرة (Maria Radu) على تحول التدقيق الداخلي من الامتثال لإضافة القيمة والعلاقة مع الإدارة إلى إيجاد الحلول وليس المشاكل فقط .

يعتبر التدقيق الداخلي نشاط موضوعي ومستقل لتحقيق قيمة مضافة وتحسين أداء الشركة وتحقيق أهدافها من خلال عملية رقابية منظمة ومنهجية يتم من خلالها التحكم في إدارة المخاطر والرقابة الداخلية وتحسين الحوكمة، أي أن التدقيق الداخلي يعتبر أحد أقوى الآليات لتفعيل وتعزيز نظام الحوكمة الرشيدة في الشركة .

إن الهدف العام لدور المراجعة الداخلية هو التأكد من أن نظام الإدارة يعمل بشكل فعال وملتزم باللوائح والتنظيمات المعمول بها، فالتدقيق الداخلي يساعد الشركة على العمل وفقا للمعايير واللوائح الموضوعية ويساهم في التطبيق الجيد لحوكمة الشركات ويعتبر خط دفاع فعال ضد الاحتيال والغش وله دور مهم في تقدير حجم المخاطر واكتشاف التلاعب في القوائم المالية للشركة وحماية مواردها , (Radu , 2012,p116-117).

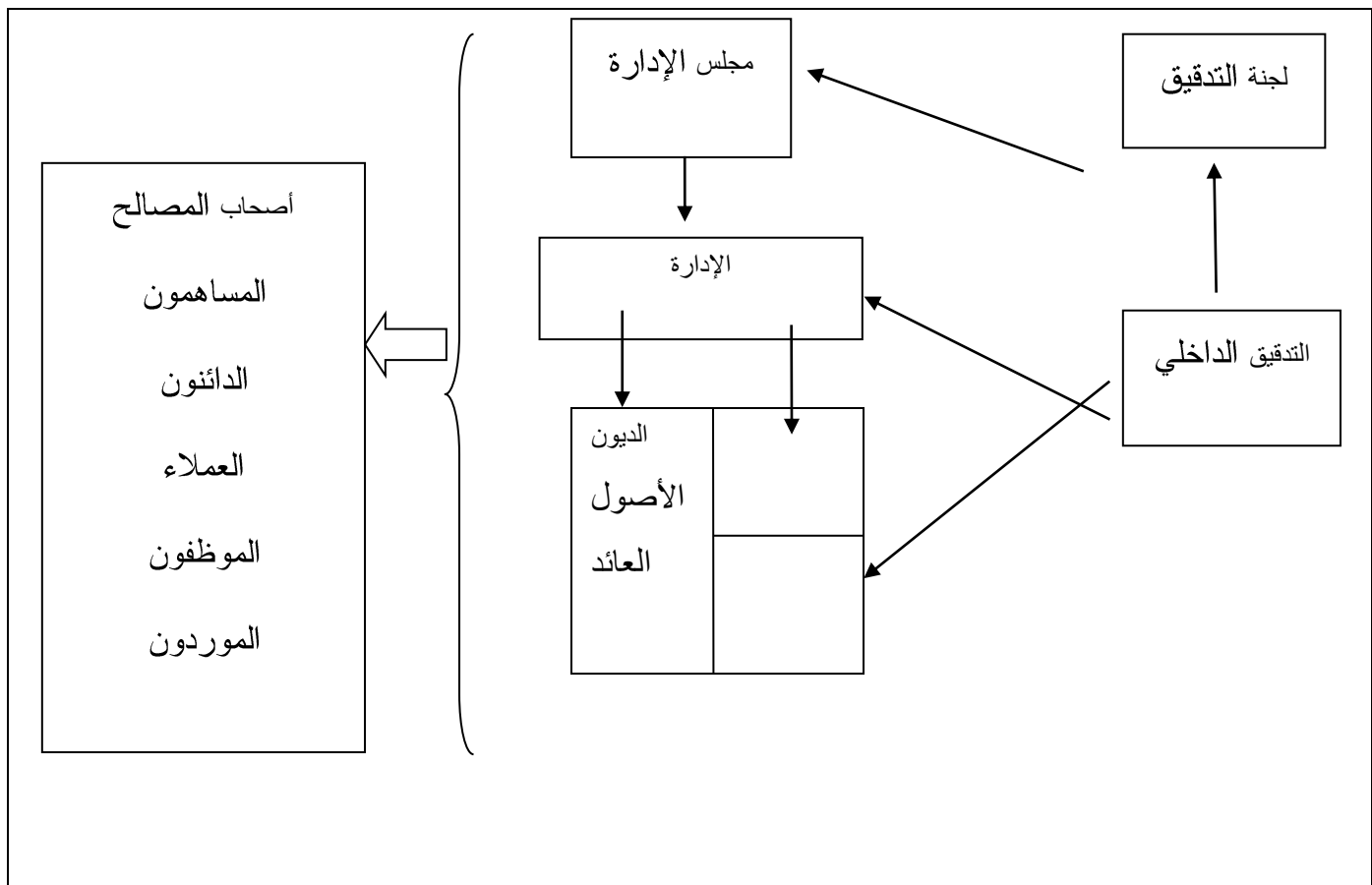
ذكر (Sawyer ,2003) أن التدقيق الداخلي هو تقييم منهجي وموضوعي من قبل المراجعين الداخليين للعمليات والضوابط المتنوعة داخل الشركة لتحديد ما إذا كانت المعلومات المالية والتشغيلية دقيقة وموثوقة والمخاطر التي تتعرض لها الشركة، اللوائح الخارجية والسياسات الداخلية مقبولة، استيفاء

معايير التشغيل استخدام الموارد بكفاءة واقتصاد، تحقيق أهداف الشركة بشكل فعال وهذا لمساعدة الإدارة وباقي أطراف الشركة من أداء مسؤولياتهم الإدارية بشكل فعال (Kontogeorgis , 2018,p104).

يوفر التدقيق الداخلي رؤى مستقبلية ويعمل كمحفز للإدارة ومجلس الإدارة لفهم عمليات وهياكل الحوكمة بشكل أفضل من خلال تحديد الاتجاهات والتوجيه والإشارة إلى المشاكل الناشئة قبل أن تتحول إلى أزمات (The Institute of internal auditors , 2018,p1-4)

والشكل الموالي يوضح أهمية التدقيق الداخلي في الشركة:

الشكل رقم 4: دور التدقيق الداخلي في المؤسسة



المصدر: (Maria Radu,2012, p 116)

ثانياً- الآليات الخارجية:

تعد الآليات الخارجية لحوكمة الشركات من الأدوات الرئيسية التي تساهم في ضبط سلوك الإدارة وحماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح. وتتمثل هذه الآليات في القوى والمؤسسات التي تمارس رقابتها من خارج الشركة، مثل الهيئات التنظيمية، السوق المالية، المدققين الخارجيين.

1* منافسة سوق المنتجات وسوق العمل الإداري: تعتبر من الآليات المهمة لحوكمة الشركات فإذا كانت الإدارة لا تقوم بعملها بشكل مناسب أو غير كفى عندها ستفشل الشركة في سوق المنتج أو الخدمة وتعرض للإفلاس، بالتالي فإن المنافسة في سوق المنتجات ستضبط الإدارة خاصة إذا كان هناك سوق عمل فعال للإدارة العليا، أي أن إدارة الشركة في حالة الإفلاس سيكون لها تأثير سلبي على فرص العمل المستقبلية للمدير (Hess , Impavido,2003,p05)

2* الاندماجات والاكْتساب: مما لا شك فيه أن الاندماج والاكْتساب من الأدوات التقليدية لإعادة الهيكلة في قطاع الشركات في أنحاء العالم (رقية، كرامة، فاطمة، 2012، ص20)

حيث تظل عملية الاستحواذ وسيلة مهمة في تحسين كفاءة الشركات، فقد يكون للمديرين الذين يمتلكون القليل من الأسهم في الشركة التي يديرونها مصالح متباينة مقارنة بمصالح المساهمين حيث يسعى أصحاب الأسهم إلى تعظيم قيمة الشركة لكن نرى أن المديرين التنفيذيين يفضلون مصالحهم الشخصية على حساب قيمة الشركة، يمكن أن تكون عملية الاستحواذ إحدى الطرق لحل الصراع، حيث يسمح نقل السيطرة من شركة إلى أخرى باستبدال فرق الإدارة ويمكن أن يجعل الإدارة تتماشى مع مصالح المساهمين وتصبح أكثر فعالية ويمكن تقييم هذه الفعالية من خلال ارتفاع وانخفاض السهم وهو ما يثير تراجع المخاوف من عملية الاستحواذ ويشجع المديرين من تلبية مصالح مساهمهم بشكل أفضل (Eustache,2004)

3* التدقيق الخارجي: يعتبر التدقيق الخارجي بمثابة جرس الإنذار للشركات كونه يقوم بالكشف عن الانحرافات المالية والإدارية من خلال مراقبة وتدقيق الأنظمة المالية للشركة وحساباتها والتحقق من أصولها بالشكل الذي يؤدي إلى كشف الانحراف في الوقت المناسب ومحاولة معالجته مبكراً.

إن تطبيق المراجعة الخارجية يزيد من الرقابة ويحد من الغش والتلاعب وبالتالي المساهمة في إرساء ودعم حوكمة الشركات (بوهالة، 2017، ص257)

يقوم بمهمة التدقيق الخارجي شخص مستقل عن الشركة ولا يربطه أي عقد أو علاقة معها , (Allel 1993,p40)

يمكن تلخيص واجبات المدقق الخارجي في: (علي، حسين، يعقوب، 2013، ص107)

- ✓ الاستقلالية والحيادية أثناء مراقبة أعمال الشركة.
- ✓ حضور اجتماعات الجمعية العامة للشركة والتبليغ عن أي مخالفة للجهات المختصة .
- ✓ تدقيق حسابات الشركة وفق المعايير الدولية المتعارف عليها .
- ✓ إبداء الرأي حول صحة البيانات المالية للشركة والمطالبة بتغييرها في حالة عدم صحتها .

✓ فحص الأنظمة الإدارية والمالية للشركة .

✓ إبداء الرأي حول نظام الرقابة الداخلية للشركة .

يساعد التدقيق الخارجي على تحقيق النزاهة والشفافية والمساءلة ويزيد من الثقة بين كافة

الأطراف ذات المصلحة في الشركة وبالتالي يلعب دور فعال في إرساء الحوكمة .

4*التشريع والقوانين: هي كل القوانين والتشريعات التي تؤثر على عمل كافة الأطراف الفاعلة في حوكمة الشركات كالقوانين التي تنظم عمل الشركات ومجلس الإدارة، القوانين التي تخص مهنة التدقيق الخارجي والقوانين التي تخص انضمام الشركات إلى الأسواق المالية فلا يمكن حصرها لأنها تتغير وتتطور حسب الأوضاع والتغيرات الحاصلة في عالم المال والأعمال(عائشة، 2018، ص137).

فقد فرض قانون (Sarbanes-Oxley Act,2002) متطلبات جديدة على شركات المساهمة العامة تمثلت في زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وتعزيز الإشراف لدى لجنة التدقيق في عملية إعداد التقارير المالية وضمان نزاهتها، إضافة إلى نظام الرقابة الداخلية والتنسيق بين المدقق الخارجي ولجنة التدقيق والحد من مصادقة المسؤولين في الشركة على المعاملات التي تخصهم وتكون مضرّة بمصالح المالكين الآخرين بالشركة، إضافة إلى مسؤولية تعيين وإعفاء المدقق الخارجي (يس صالح، 2012، ص202)

المطلب الرابع: الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات

هناك أربعة أطراف رئيسية تؤثر وتتأثر بالتطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات وتحدد بدرجة كبيرة النجاح أو الفشل لأعمال الشركات وهذه الأطراف تتمثل في:

أولاً-المساهمون: يقدمون رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم مقابل الحصول على الأرباح لاستثماراتهم وتعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل كما لديهم الحق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة لحماية حقوقهم، بإمكان المساهمون اللذين يملكون نسبة كبيرة في أي شركة التأثير على قرارات الإدارة من خلال وزنهم وتمثيلهم لمجلس الإدارة، كما يمكنهم تقديم مقترحات تؤثر على استقلالية إدارة الشركة، إضافة إل قيامهم بوظيفة المراقبة من خلال الالتزام بما يلي:

✓ تقييم أداء الإدارة والحفاظ على حقوق أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم .

✓ التبليغ عن أداء المدراء المساهمين .

✓ احترام المساهمين والحفاظ على استمرارية الشركة .

في بعض الحالات يكون وجود كبار المساهمين في الشركة يخدم جميع المساهمين وخاصة الصغار، إلا أنه يسبب ضغطاً على إدارة الشركة باعتبار كبار المساهمين يقدمون اقتراحات قد تؤثر على المدراء في الشركة سواء مادياً أو معنوياً (Robert ,Minow, 2002,p22).

ثانياً- مجلس الإدارة: هو عبارة عن هيئة تمثل جميع المساهمين يقع على عاتقها الالتزام بمراعاة مصالح الشركة في جميع الأحوال (Code de gouvernement d'entreprise , 2016,p14).

يعتبر تكوين مجلس الإدارة آلية فعالة لحوكمة الشركات في الحد من مشاكل الوكالة (Jensen , 1976) حيث يزيد حجم المجلس الكبير من تكلفة إجراء العمليات التي تؤثر سلباً على أداء الشركات وترفع تكلفة تمويل الأسهم (Yawson ,2006) يمكن أن يجذب المجلس عدداً من المديرين المؤهلين وذوي الخبرة لتحسين اتخاذ القرار، كما يمكن للمجلس الكبير ضمان تمثيل أصحاب المصلحة بخلاف المساهمين (Hassan , Kayani , Ayoub ,2018,p338).

بحثت الدراسات السابقة في تأثير وجود عدد كبير من أعضاء مجالس الشركات على الأداء والإفصاح حيث تضاربت النتائج وخلصت كل دراسة إلى نتيجة مختلفة فعلى سبيل المثال توصلت دراسة (Dalton et al , 1999) إلى وجود ارتباط سلبي بين حجم المجلس وكفاءة إعداد التقارير وأن الشركات ذات المجالس الأصغر أكثر فعالية وتكون خيارات الإفصاح أفضل، حيث أرجعوا العلاقة السلبية بين حجم مجلس الإدارة ومدى الإفصاح إلى حقيقة أن الشركات ذات المجالس الأكبر من المرجح أن تواجه مشاكل اتصال بين أعضاء المجلس، إضافة إلى ذلك فإن مجلس الإدارة الأكبر يضعف قوة المراقبة لدى المديرين وهو ما يؤدي إلى إعطاء معلومات أقل (Hasan, Khamees , 2016,p977).

بينت المبادئ العالمية للحوكمة أن أعضاء مجلس الإدارة يضطلعون بنوعين من الواجبات عند قيامهم بعملهم وهما:

1* واجب العناية اللازمة: يتطلب أن يكون مجلس الإدارة ذو كفاءة وفطنة عالية وبذل الجهد والعناية اللازمة في اتخاذ القرار وأن يتوفر في الشركة إجراءات وأنظمة كافية وسليمة تكون ملتزمة بالقوانين والأنظمة والتعليمات المسطرة .

2* واجب الإخلاص في العمل: يتمثل في المعاملة المتساوية للمساهمين والمعاملة مع الأطراف ذات المصالح ووضع السياسات الملائمة للرواتب والمكافآت (العياشي، 2010، ص09)

ثالثاً-الإدارة: تعتبر حلقة وصل بين مجلس الإدارة وجميع الأطراف الأخرى المتعاملة مع الشركة كما أنها مسؤولة عن الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تقدمها للمساهمين وتعتبر المسؤولة عن الإدارة الفعلية للشركة وتعظيم أرباحها وزيادة قيمتها (عبد القادر، 2019، ص57)

يكون ذلك من خلال صياغة القواعد والقوانين التي من شأنها إدارة العمليات بنجاح وبكفاءة عالية ومن المهام الأساسية المنوطة للإدارة نجد:

- ✓ توفير مختلف الموارد للقيام بالعملية الإنتاجية .
 - ✓ الحرص على تنفيذ إستراتيجية الشركة وفق البرنامج المسطر .
 - ✓ مناقشة وتوحيد وجهات النظر المتعارضة بين مختلف الأطراف المتعاملة مع الشركة
- (صالح، 2017، ، ص30)

رابعاً-أصحاب المصالح: يمثلون الأطراف ذات المصالح داخل الشركة كالدائنين، الموردين، العمال والموظفين وقد تكون مصالح هذه الأطراف متعارضة في بعض الأحيان .

يتأثر مفهوم حوكمة الشركات بشكل كبير بالعلاقة بين هذه الأطراف وتعتبر معادلة مهمة في الشركة فهم من يقوم بأداء المهام التي تساعد الشركة على الإنتاج وتقديم المواد الخام والمستلزمات التي تتطلبها عملية إنتاج السلع والخدمات وبدونهم لا تستطيع الإدارة ولا حتى مجلس الإدارة والمساهمون تحقيق إستراتيجية الشركة، فنجد أن العملاء هم الطرف الذي يقوم بشراء المنتج أو الخدمة والمورد من يبيع للشركة المواد الخام والسلع والخدمات الأخرى أما الممولين يمنحون تسهيلات ائتمانية للشركة، لذا وجب التعامل مع هذه الأطراف بمنتهى الحرص والدقة، فالمعلومات المضللة للممولين قد تقطع خطط التمويل مما يؤثر سلباً على التخطيط المستقبلي للشركة (نسيمة، 2015، ص48-49) .

المطلب الخامس: نماذج حوكمة الشركات

هناك عدة تصنيفات معتمدة في العالم نذكر منها التصنيف إلى نماذج موجهة نحو السوق ونماذج موجهة بالشبكة والنماذج الهجينة تجمع بين النموذجين السابقين (Sumith, 2012, p32)

أولاً- نماذج موجهة نحو السوق (الأنجلو-ساكسوني): هو النموذج الذي يمثل الخارجيين (Outsiders) الذي يركز على السوق، حيث تعتبر الملكية فيه مشتتة ويميل هذا النوع من هياكل الملكية إلى الانتشار في الدول التي تطبق القانون العام مثل المملكة المتحدة والو.م.أ (سكيو، 2020، ص48)

يعرف أيضاً بالنموذج الوحدوي الذي يتم فيه تشكيل مجلس إدارة واحد يتألف من مديرين تنفيذيين وغير تنفيذيين حيث تعود فيه سلطة انتخاب المدير الذي يتمتع بحق التصويت إلى المساهمين ويتم انتخاب أعضاء مجلس الإدارة من قبل المساهمين في الشركة، يميل هذا النموذج أكثر للمساهمين وتوفير الحماية القانونية للمستثمرين (Masroor, Hassan, 2018)

أما بخصوص آلية السوق فتكون الإدارة بيد الشركات بالدرجة الأولى لتحقيق الاستيلاء على الشركات ذات الأداء الضعيف وعلى هذا الأساس فإن هذا النموذج يركز على الآليات الخارجية للحوكمة المتمثلة في السوق المالية (غربي، 2016)

من أهم ميزات هذا النموذج ما يلي (Lahlou , 2008)

- وجود عدد كبير من المساهمين .
- كثرة عدد الشركات المدرجة بالبورصة .
- خطط مكافآت الإدارة المرتبطة بالأداء .
- قوة الأسواق المالية .
- ضعف تأثير المؤسسات المالية على حوكمة الشركات .

وتتمثل مشكلة الوكالة في هذا النموذج من أنظمة الحوكمة في الوكالة الناتجة عن تفويض الملاك للإدارة وتضارب المصالح، حيث يسعى هذا النظام لحل هذه المشكلة .

الجدول رقم 1: أهم المفاهيم الخاصة بالنموذج الأنجلو-ساكسوني

البيان	النموذج
المفهوم	هو نظام تمارس فيه الرقابة عن طريق السوق المالي من خلال عمليات الاستحواذ ومن خلال سوق العمل أو سوق المسيرين
محددات النموذج	السياق: بعد أزمة 1929 تم وضع مجموعة من التدابير الفيدرالية للحد من نطاق نشاطا لمؤسسات المالية، كنتيجة لتحميلها جزءاً كبيراً من مسؤولية بروز الأزمة الإطار القانوني: يعتبر قانوني (Glass Steagall Act 1933) و (Bank Holding Company Act 1956) من منع رسميا البنوك العامة في الولايات المتحدة ممارسة أنشطة في الأسواق المالية (المساهمة في رأسمال الشركات) وحصر نشاطها في قطاع التأمين ما أجبر البنوك على الفصل بين وظائف البنوك التجارية ووظائف بنوك الاستثمار . الجانب الأخلاقي: يتلخص الجانب الأخلاقي الأمريكي في ثلاثة: الجدارة، الجهد النتيجة بالإضافة

إلى تكريس مفهوم الحرية ومن هنا تظهر أهمية السوق كما كان للتفاعل بين العرض والطلب .	
لا تتعدى مشاركة البنوك 5% من رأسمال الشركة نفسها . ملكية مشتتة لرأسمال الشركة	هيكل رأس المال
فرض نفس القيود على المستثمرين المؤسسين (شركات التأمين، صناديق المعاشات على العموم) .	
الرقابة الخارجية: تتميز بتقنية العرض العام للشراء كأداة (OPA) كأداة رئيسية لفرض رقابة خارجية خاصة في ظل تشتت الملكية.	طرق الرقابة
الرقابة الداخلية: من خلال مجلس الإدارة	

Source : Lahlou, 2008, P10-11

ثانيا: نماذج موجهة بالشبكة (الألماني-الياباني): يسود هذا النظام في الأقاليم المشجعة للقطاع البنكي وما يقدمه هذا الأخير من خدمات مختلفة، من أهم الدول التي يسود فيه هذا النموذج هي ألمانيا واليابان وبعض الدول في القارة الأوروبية والآسيوية (عائشة، 2017، ص58)

الجدول رقم 2: أهم المفاهيم الخاصة بالنموذج الألماني-الياباني

البيان	النموذج
المفهوم	هو نظام تكون فيه الملكية والرقابة تحت سلطة عدد قليل من كبار الملاك أو البنوك الدائنة
محددات النموذج	ألمانيا اليابان
	السياق: ساهمت الحرب العالمية الثانية في جعل الوساطة البنكية أكثر ملائمة من استخدام الأسواق المالية الإطار القانوني: يحتوي على قوانين وقواعد يلتزم القضاة بأحكامها دون توفر المرونة لهم. الجانب الأخلاقي: يتلخص الجانب الأخلاقي في ثلاثة: الانضباط، الجدارة السلوك كركائز للمحور الأخلاقي للألمان في سعيهم لتحقيق الهدف
هيكل رأس المال	كبر حجم الملكية المتبادلة بين الشركات ملكية مركزة لهيكل رأس المال
طرق الرقابة	الرقابة الخارجية: تتولى البنوك المراقبة والتأثير على تسيير الشركة بشكل غير مباشر باعتبارها

مساهم ذو أغلبية والمصدر الأول للتحويل الخارجي الرقابة الداخلية: على اعتبار ضعف مجالس الإدارة الانكلوسكسون المجالس الألمانية تشكل أحيانا نماذج تسيير bicephale ازدواجية بين مجلس المديرين أو مجلس مراقبة و directoire الذي يراقب هذا الأخير مجلس استثناءي: directoire يتكون في ممثلي العمال مجلس مراقبة: يتمثل في البنك	
---	--

Source: Lahlou , 2008, P.10.

ثالثا- النموذج الهجين: يجمع النموذج الهجين بين كل من النموذجين السابقين، يعتمد على تدخل الدولة في تحديد الأسس التي يستند إليها نظام حوكمة الشركات في البلد .

يسمى أيضا بالنظام اللاتيني أو الفرنسي حيث تعتبر فرنسا من أهم الدول التي تتبناه بالإضافة إلى إسبانيا، إيطاليا، بلغاريا وغيرها، يعتبر النظام الهجين أو الوسيط مزيجا بين النظام الأنجلو-ساكسوني والنظام الألماني-الياباني (Omri , 2003,p89)

أهم ما يميز هذا النظام هو أن الرقابة على الشركات تتم مقاسمتها بين الدولة وإدارة الشركة والعائلات مع وجود تشتت قليل للملكية (Solomon ,2010,p217)

والجدول الموالي يبين أهم المفاهيم الخاصة بالنموذج:

الجدول رقم 3: أهم المفاهيم الخاصة بالنموذج الهجين

البيان	النموذج
المفهوم	هو نظام يجمع ما بين رقابة السوق المالي والرقابة الممارسة من طرف البنوك
محددات النموذج	السياق: هيمنة الدولة منذ فترة طويلة على الاقتصاد الفرنسي من خلال المشاركة في رأسمال العديد من الشركات أو تأميمها وبما أن الدولة هي المالك لرأسمال أكبر البنوك الفرنسية فقد اشترطت تطوير نظام للحوكمة على الطريقة الفرنسية من خلال خلق أسواق مالية محلية برأسمال الشركات الوطنية الأكثر نجاحا، وإدخال النموذج الياباني (البنك الرئيسي) الإطار القانوني: عدم فرض أي حدود تنظيمية على البنوك لتحديد نسبة مساهمتها في رأس مال الشركة غير المالية وحسب القانون الفرنسي للشركات

حرية الاختيار بين هيكليين متميزين للحوكمة، فيمكن أن تدار الشركة سواء بمجلس إدارة واحد أو من خلال مجلسين أحدهما مجلس تنفيذي والآخر مجلس إشرافي. الجانب الأخلاقي: يتلخص الجانب الأخلاقي الفرنسي في ثلاثة: الشرف، المنطق المنهج الديكارتي (الاعتماد على العقل في المعرفة يقوم على أساسين: البدهة والاستنباط)	
على الرغم من عدم وجود قيود قانونية فمشاركة البنوك لا يتجاوز متوسطها 5% ملكية متبادلة للأسهم بها الشركات غير المالية تمثل 57 % اعتماد أقل للشركات الفرنسية على البنوك بسبب أهمية القروض. تركيز الملكية في الشركات الفرنسية بنسبة 48 % مقابل 78 % في إيطاليا	هيكل رأس المال
الرقابة الخارجية: من خلال الأسواق المالية والضغط التأديبية الناشئة عن التهديد بممارسة عمليات استحواذ عدائية والرقابة المفروضة من قبل الشركات المالكة لجزء من رأس المال الرقابة الداخلية: عن طريق مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة وأهم الأطراف الفاعلة.	طرق الرقابة
الاختيار بين مجلس الرقابة مصحوب بمجلس إشرافي وأغلب الشركات الفرنسية. تمتلك مجلس إدارة بحيث يتكون من المساهمين وممثلي العمال	نموذج ممارسة السلطة

Source: lahlou, 2018 , 2008, P13

المبحث الثالث: نظريات حوكمة الشركات

ظهرت عدة نظريات ممهدة ومفسرة لضرورة تبني الشركات للحوكمة لتفادي الأخطاء والنقص ومعالجة الاختلالات ومن أهم هذه النظريات نجد نظرية الوكالة، نظرية حقوق الملكية، نظرية تكلفة الصفقات، نظرية تجذر المسيرين نذكرها فيما يلي:

المطلب الأول: نظرية الوكالة

يمكن إرجاع نظرية الوكالة إلى الاقتصادي ادم سميث في القرن 18 والتي طورها فيما بعد كل من (Jensen, Meckling, 1976) حيث تم تعريف الوكالة على أنها العلاقة بين المديرين والمساهمين داخل الشركة (Abdullah, Valentine, 2009,p89-90)

أوهي كما حددها (Jensen,Meckling ,1976) علاقة تعاقدية بين طرف (رئيسي) يعمل على إشراك طرف آخر (وكيل)، لأداء خدمة (أو خدمات) نيابة عنه وفي المقابل يفوض الأصل الوكيل اتخاذ بعض القرارات (l'huillier,2014,p305)

تهتم نظرية الوكالة بما يسمى بتضارب المصالح بين الأصل والوكيل والبحث عن الطرق التي يمكن من خلالها معالجة هذه المشاكل حيث لا يمكن للوكيل أن يحقق مصالح الأصل دائماً، تحدث هذه المشاكل في ظل عدم تناسق المعلومات بين الطرفين فهي تهدف إلى وضع قيود على سلوك المدراء والحد من تصرفاتهم السلبية وفي نفس الوقت تحفزهم نحو الأعمال التي تحقق مصالح الأصل وبالتالي تركز على السلوك الأخلاقي (مكط الزحيم، 2015، ص170)

فرضيات نظرية الوكالة: تقوم نظرية الوكالة على الفروض التالية (تيجاني، 2005، ص100)

- ✓ تختلف دوافع ورغبات المديرين عن دوافع ورغبات المالكين
- ✓ يتمتع أطراف الوكالة بالرشد في تصرفاتهم وبالعقلانية في تحقيق مصالحهم الذاتية.
- ✓ يفترض أن الموكل لديه القدرة على تحفيز الوكيل وبطرق مختلفة سواء كانت مادية أو معنوية سعياً منه للتغلب على تعارض المصالح أو لضمان تصرف الوكيل لصالحه
- ✓ يفترض أن موقف كل طرفي العلاقة يعتبر مماثلاً اتجاه المخاطرة وإن لم يكن بنفس القدر وذلك راجع لعدة أسباب أهمها إمكانية حصول الوكيل على معلومات لا يمكن للموكل الحصول عليها مع صعوبة تقييم تصرفاته من قبل الموكل.

✓ يفترض وجود تعارض بين مصالح الطرفين، فمن المتوقع أن يعمل الوكلاء لتحقيق أهدافهم الشخصية حتى لو كان ذلك على حساب مصلحة الموكل لذا يجب وضع شروط تعاقدية للحد من التعارض المحتمل بين الطرفين.

مبادئ نظرية الوكالة: تستند نظرية الوكالة على مبدئين أساسيين هما مبدأ الرؤية التعاقدية للشركة حيث تظهر الشركة ككيان قانوني يضم تجمعا للعقود الخارجية والداخلية المعلنه أو الضمنية التي تعالج العلاقة بين الأعوان الاقتصاديين الداخليين للشركة وبين الغير، أما الأساس الثاني الذي تستند عليه النظرية بعد الرؤية التعاقدية هو مبدأ الانتخاب الطبيعي حيث تفرض وجود منافسة بين مختلف الأشكال التنظيمية والشكل الذي يستمر هو ذلك الذي يسمح بتخفيض تكاليف الشركة المعرفة بتكاليف الوكالة. (شرقي، 2015، ص140)

تكاليف الوكالة: تنشأ مما سبق مشكلة الوكالة حول كيفية حث الوكيل على التصرف بما يحقق مصلحة الموكل، بالتالي يتحمل الموكل ثلاثة أنواع من التكاليف تتضمنها علاقات الوكالة تتمثل في تكاليف المراقبة، تكاليف الالتزام وتكاليف الخسارة المتبقية (Jensen , Meckling ,1976) .

نوردها فيما يلي: (Ledentu, 2008,p18)

- ✓ **تكاليف المراقبة:** يتعين على المالكين التأكد أن الإجراءات الرئيسية تتوافق مع توقعاتهم .
- ✓ **تكاليف الالتزام:** يجب أن يثبت الوكيل أنه يعمل لصالح الموكل.
- ✓ **تكاليف الخسارة المتبقية:** تكون بسبب اختلاف المصالح .

مشاكل نظرية الوكالة: مصادر مشكلة الوكالة في حقيقة الأمر نشأت من مشاكل المعلومات، يمكن تلخيصها في: (Bernard , Patrick , 2004,p67)

- ✓ تضارب المصالح بين المالكين والمديرين .
- ✓ عدم تناسق المعلومات بين المالكين والمديرين .
- ✓ عدم وجود عقود كاملة لجميع الاحتمالات المستقبلية المتوقعة .

نستنتج مما سبق أن نظرية الوكالة هي عبارة عن علاقة تعاقدية بين الأصيل والوكيل تتضارب مصالحهما وهو ما ينتج عنه مشاكل عديدة نوجزها فيما يلي:

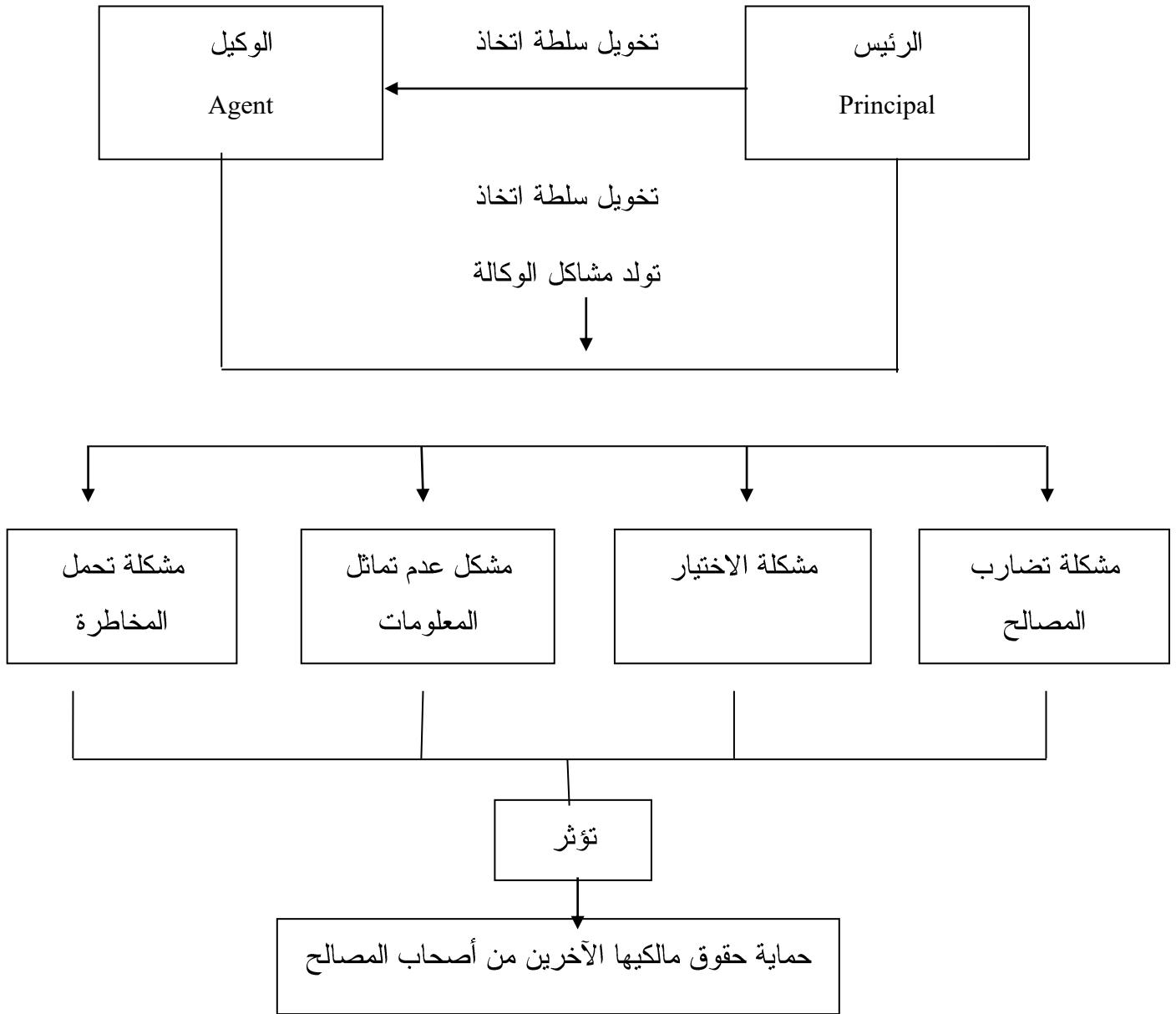
1* مشكلة الاختيار العكسي: تنشأ عندما تختلف المعلومات والخبرات بين الطرفين، أي أن المعلومات الموجودة عند المسيرين تكون غير متاحة للمستثمرين المحتملين، هذا ما يعبر عنه بالاختيار العكسي وتظهر هذه المشكلة بسبب قدرة الوكيل على إخفاء بعض المعلومات أو إعطاء معلومات خاطئة وفي نفس الوقت لا يمكن للموكل ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة وتحديد ما إذا كان يختار البديل المناسب أم لا عند اتخاذ القرارات المختلفة (حفيظة، إيمان، 2017، ص480)

2* مشكلة عدم تماثل المعلومات: يكون لدى الوكيل معلومات أكثر من الأصل وهو ما يؤدي به للسلوك الانتهازي وتحقيق مصلحته الشخصية حتى لو تعارضت مع مصلحة الأصل (Essaghir,p14)

3* مشكلة تضارب المصالح: يسعى كل من الأصل والوكيل إلى تحقيق هدفه (تعظيم منفعته) فالمالكون يعملون من أجل تعظيم ثروتهم وتحقيق مصالحهم الذاتية بشكل منفرد وهذا بالعائد المالي المتوقع، في حين أن المدراء يعملون على تحقيق مصالحهم الذاتية بتعظيم عائدهم ولو على حساب الطرف الآخر (سمير، 1998، ص79)

4* مشكلة الخطر المعنوي: تظهر من أن المسير سيلتزم بالعقد الذي وقعه في حين لا يوجد ضمان بأن الوكيل سيعمل من أجل تحقيق مصالح الموكل والأهداف التي وضعها (حماد، 2007، ص79)

الشكل رقم 5: يوضح مشاكل نظرية الوكالة



المصدر: قروج، قصاص ، 2016، ص 177

المطلب الثاني: نظرية حقوق الملكية

حسب (Demsetz) فإن حقوق الملكية تسمح للأفراد بمعرفة ما يمكن توقعه بشكل معقول في علاقاتهم مع أفراد المجتمع، تتجسد هذه التوقعات بواسطة قوانين وعادات وتقاليده المجتمع، تعود ملكية حقوق الملكية إلى الحصول على موافقة أعضاء آخرين في المجتمع من أجل التصرف بطريقة معينة ويتوقع أن يمنع المجتمع الآخرين من التدخل في نشاطاتهم الخاصة شرط أن تكون غير محظورة، أما بالنسبة ل (Alchain) فإن الملكية يتم تخصيصها لفرد محدد وقابل للتحويل من خلال استبدال حقوق مماثلة في ممتلكات أخرى (Assia , 2016,p37)

بالنسبة ل (Demsetz,1967) فإن الوظيفة الأساسية لحقوق الملكية تتمثل في تشكيل مخطط حافز لزيادة استيعاب العوامل الخارجية الاقتصادية، إضافة إلى أن هيكل الملكية نفسه يخلق عوامل خارجية إذ أن المساهمين لا يمكنهم المشاركة في جميع عمليات صنع القرار في الشركة.

إن توزيع حقوق الملكية لصالح المديرين يجعل من الممكن التغلب على تكاليف المفاوضات المرتفعة ويصبح المديرون مالكيين فعليين، أي يتم تفويض السيطرة الفعالة لهم وفي نهاية المطاف يمتلك المساهمون رأس المال فقط، يعتبر هذا بمثابة خرق لحق الملكية وحق السيطرة وحق البيع.

بالنسبة ل (Demsetz , Alchain ,1972)، فإن حقوق الملكية هي آلية تطبيق العقوبات والمكافآت المرتبطة بإنتاجية منظمة اقتصادية (Louizi , 2011,p29).

يمكن تصنيف حقوق الملكية إلى ثلاثة أنواع تتمثل في: (Frédéric , 2012,p12)

- 1* حق الاستغلال (L'usus): يعني حق استخدام العناصر.
- 2* حق البيع (L'abusus): يعني حرية التصرف في السلعة من خلال رهنها أو نقلها.
- 3* حق جني الثمار (Le Fustus): يعني الحق في تحصيل وتحقيق الأرباح والمنافع.

تعرف نظرية حقوق الملكية بعدد معين من الفرضيات تتمثل في:

- ✓ يعظم الأعوان الاقتصاديون وظائفهم في المنفعة ويسعون للبحث عن المصلحة الشخصية مهما كان النظام الذي يتعاملون فيه ومهما كانت حقوق الملكية التي يملكونها (Simon, Montel ,1977, p323)
- ✓ لا تكون المعلومة كاملة وتكاليف المعلومات غير منعدمة (Parrat , 1997 ,p30).
- ✓ تتباين رغبات وتفضيلات الأفراد من خلال سلوكهم في السوق (Forubotn, Pejovich,2007).

✓ يسعى الأفراد إلى تحقيق أهدافهم الخاصة لكنهم يصدمون بعراقيل تصادفهم بسبب هيكل النظام الذي يعملون فيه (Furubotn , Pejouch , 1972)

✓ لا يعتبر تعظيم الربح والثروة الحافز الوحيد للأفراد بل توجد عوامل أخرى مثل أوقات الفراغ، الهوايات وشروط العمل (سكور، 2017، ص71)

مما سبق يمكن التمييز بين عدة أنواع من الممتلكات: (Kerzabi , 2018,p17-18)

1 * **الممتلكات الخاصة:** تعرف بوجود حق على الأصول المملوكة لمجموعة من الأفراد.

2 * **الملكية البلدية:** يتم تعريفها باستخدام نفس الأصل من قبل عدة أفراد ولكن كل فرد يستخدم الأصل بشكل فردي.

3 * **الملكية الجماعية:** تتميز بحقيقة أن استخدام الأصل يدار بشكل جماعي من قبل مجموعة من الأفراد

4 * **الملكية المتبادلة:** يتم تعريفها بموقف يكون فيه للعديد من الأفراد حقوق مشتركة على نفس المورد ولكن يمكنهم نقل حقوقهم إلى وكيل آخر.

5 * **الملكية العامة:** يتم تعريفها بأنها إحالة أحد الأصول إلى مسؤول عام.

المطلب الثالث: نظرية تكاليف الصفقات

تعود نظرية تكلفة الصفقات لـ (Cyert , March , 1963) والتي تم تطويرها لاحقا بواسطة (Williamson , 1996)، تعتبر النظرية تحالفا متعدد التخصصات للقانون والاقتصاد والمنظمات، تحاول النظر إلى الشركة كمنظم تضم أشخاصا لديهم وجهات نظر وأهداف مختلفة.

الافتراض الأساسي للنظرية هو أن الشركات أصبحت كثيرة جدا لدرجة أنها في الواقع تحل محل السوق في تحديد تخصيص الموارد وبعبارة أخرى فإن تنظيم وهيكل الشركة يمكن أن يحدد السعر والإنتاج (Abdullah , Valentine, 2009).

جاءت دراسة (Coase , 1937) حول أسباب وجود الشركة أنها تتمثل في التكاليف المرتفعة التي يتحملها الأفراد من أجل ضمان الإنتاج الجماعي في السوق، فالتكاليف المتعلقة بالسعر الملائم، التفاوض، إبرام اتفاقيات منفصلة لكل معاملة على المدى الطويل هي كثيرة ويمكن تخفيضها عن طريق إنشاء شركة تحل محل علاقات التسلسل الهرمي للسلطة محل السوق كوسيلة تنسيق وظيفة الإنتاج المشترك.

قدم (Williamson , 1985) إيجازاً جيداً لتصنيف وتحليل تكاليف الصفقات في سياق أو بيئة التنظيم الصناعي من خلال ما أسماه بعلم اقتصاد تكاليف الصفقات الذي يهدف إلى دراسة تأثير تكاليف الصفقات على التنظيمات والنواتج الاقتصادية حيث وجد أن الصفقة هي الوحدة الأساسية للتحليل الاقتصادي والتي عرفها بأنها تحدث عندما يتم تحويل سلعة أو خدمة إلى وسيط.

كما عرف تكاليف الصفقات بأنها كافة التكاليف التي يتحملها الأطراف في وسعهم لإقامة وتنفيذ اتفاقيات وعقود، بصفة عامة هي التكاليف التي يتحملها اقتصاد ما إذا ترك تنظيمه إلى العلاقات الفردية والخاصة وقد حدد تكاليف الصفقات في:

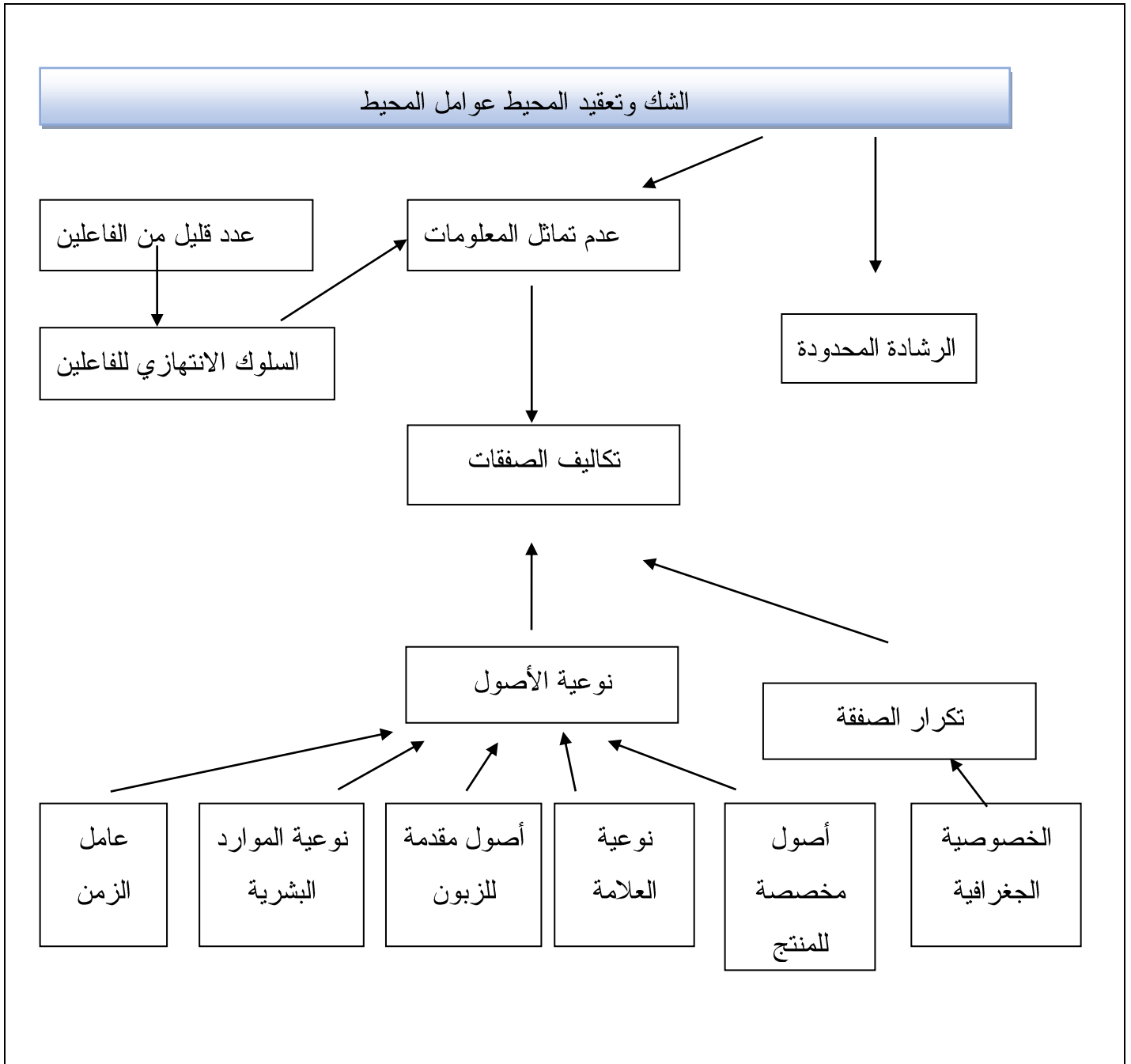
- ✓ تكلفة البحث عن السلعة أو الخدمة وتحديد السعر المناسب لها.
- ✓ تكلفة التفاوض والتعاقد لكل صفقة على حدا.
- ✓ يمكن أن يكون للتعاقد قصير المدى تغير أسعار السلع والخدمات وهو ما يدفع بالبعض إلى تفضيل التعاقد طويل المدى لتثبيت الأسعار وتجنب المخاطر.
- ✓ تكاليف تنفيذ العقود أو الضرائب والرسوم المفروضة على كل تعاقد على حدا.

وقد اقترح (Williamson) في هذا الصدد عدة آليات للتقليل من تكاليف الصفقات

تركز نظرية تكاليف الصفقات على ثلاث فرضيات هي: (Williamson,1985,p169)

- ✓ مبدأ العقلانية المحدودة بحيث أن الفرد الاقتصادي لا يمكنه معالجة جميع المعلومات والتنبؤ بكل الحالات عند إجراء العقود وبالتالي فإن العقلانية محدودة لأن الصفقات تتم عبر الزمن وليست فورية.
- ✓ السلوكيات الانتهازية من خلال الاستعانة بكل أنواع الغش والاحتيال والتصريح بمعلومات ناقصة وبها نوع من اللبس والغموض من أجل تحقيق المصلحة الشخصية.
- ✓ قد تخلق علاقة ارتباط شخصية بين طرفي العقد بسبب أنواع الأصول حيث أن الأشياء المتبادلة تختلف حسب طبيعتها، فبعضها يتكرر والبعض الآخر يستبدل مما يولد سلوكيات انتهازية ومشاكل كثيرة ومعقدة، يمكن توضيح العوامل المساهمة في تكوين تكاليف الصفقات في الشكل الآتي:

الشكل رقم 6: العوامل المساهمة في تكوين تكاليف الصفقات



المصدر: عبد القادر، 2019، ص38 .

المطلب الرابع: نظرية أصحاب المصلحة

تركز هذه النظرية على القضايا المتعلقة بأصحاب المصلحة في المؤسسة وتتص على أن الكيان المؤسسي يسعى دائما إلى تحقيق التوازن بين أصحاب المصلحة المتنوعين من أجل ضمان الحصول على درجة من الرضا لديهم (Wan yusoff ,Alhaji ,2012)

يؤثر أصحاب المصلحة بدرجات متفاوتة في أداء وعمل الشركة باعتبار أن هذه الأخيرة لا تستطيع تعظيم مصالح كل الأطراف في آن واحد فقد كان دور الشركة وقادتها وطبيعة التزاماتهم اتجاه بقية الأطراف خضع للعديد من النقاش ومنذ زمن طويل، حيث تعود جذور مدخل أصحاب المصلحة إلى عمل كل من (Means, Berle, 1932) اللذين يرون بأن الضغوط الاجتماعية التي تمارس على المديرين (القادة) تدفعهم للاعتراف بمسؤوليتهم اتجاه كل من يتأثرون بقرار الشركة (Mercier, Pascal gond, 2003)

فقد عرف (Freeman, 1984) أصحاب المصالح بأنهم الأفراد أو الجماعات التي يمكن أن تؤثر أو تتأثر بتحقيق أهداف الشركة، يقصد بذلك الموردين، العملاء، الموظفين... (Chaubault, 2011)

الأساس المنطقي لوجود أصحاب المصالح: إن وجود نظرية أصاب المصالح ينطوي على تبرير نظري حيث يركز في هذا الصدد على تبريرات مقسمة إلى قسمين هما: الشرعية والسلطة فالشرعية تكون من خلال التكيف مع ثقافة وتوقعات المجتمع الذي تعمل فيه الشركة، أما السلطة فتتعلق بتبرير وجود أطراف أصحاب المصلحة من خلال وجود علاقات سلطة وبالتالي وجود علاقة تربط بين الشركة ومختلف العناصر المكونة للبيئة التي تنشط فيها الشركة وتتفاعل معها (Mercier, Pascal gond, 2003)

يمكن القول أن نظرية أصحاب المصالح ما هي إلا إطار عملي مؤسس يتم من خلاله تحديد واختبار تأثير العمل المنظمي حيث أن النظرية استخدمت لتحديد النقاش والجدل المتعلق ب:

✓ حاكمية الشركة .

✓ أخلاقيات الأعمال.

✓ الإدارة الإستراتيجية.

✓ فاعلية المنظمة .

وضعت النظرية نموذج للشركة الذي بموجبه يشارك كل الأفراد والجماعات من ذوي المصالح المشروعة في المشروع لتحقيق المنفعة ولا توجد أولوية لمجموعة معينة من المصالح والمنافع على مجموعة أخرى، فالنظرية رفضت فكرة وجود المشروع لتعظيم ثروة المالكين ومن ذلك يتضح أن النظرية تستند على وجود المشروع لكل من لديه مصلحة به وأنه يتأثر بطريقة أو بأخرى بنشاطات المشروع وأعماله، هي بذلك تحاول تجاوز مشكلة الوكالة وتستند على فكرة وجود المشروع لخدمة العديد من أصحاب المصالح ممن لديهم اهتمامات به وينتفعون أو يتضررون منه بطريقة معينة أو بأخرى (العنزي، 2007، ص12)

المطلب الخامس: نظرية تجذر المسيرين

يعرف (Pigé) التجذر بأنه عملية تتكون من شبكة العلاقات الرسمية وغير الرسمية والتي يتمكن من خلالها المسير التخلص ولو جزئياً من رقابة مجلس الإدارة والمساهمين وهذه الحالة ليست ثابتة بل هي متغيرة (Pigé, 1998,p134) .

تفترض هذه النظرية أن الجهات الفاعلة تضع استراتيجيات للحفاظ على مكانتها في الشركة وإزاحة المنافسين المحتملين حيث أنهم يجعلون استبدالهم مكلفاً للشركة التي ينتمون إليها مما يسمح لهم بزيادة قوتهم وإدراكهم لما يجري بالشركة (Alexandre , Paquerot , 2000,p07)

يجب دراسة عاملين رئيسيين عند دراسة نظرية التجذر هما: عملية التجذر ونتيجة التجذر، فالعامل الأول يهتم بالاستراتيجيات التي يقوم بها المسير من أجل أن يسيطر ويتمكن في الشركة حتى لا يستطيع الاستغناء عنه ويقصد بالتجذر أيضاً العملية التي تسمح للمسير بتحرير نفسه من سيطرة مجلس الإدارة والمساهمين في تعيين وعزل المديرين، أما العامل الثاني فيتم النظر إلى نتيجة التجذر وهنا يتم طرح السؤال التالي: هل التجذر عملية أم نتيجة التحرر شبه التام من الرقابة الداخلية (Pigé ,1998,op cit,p134)

تصنيف استراتيجيات التجذر: تصنف إلى ثلاثة معايير تتمثل في: (Gharbi , 2004,p14-15-16)

1* التجذر والفعالية: حيث صنف (Charreaux ,1996) استراتيجيات تجذر المسيرين وفقاً لتوافقهم مع كفاءة الشركة إلى:

✓ التجذر المعارض للكفاءة من خلال التلاعب بالمعلومات والتحكم بالموارد، هنا تكون إستراتيجية المسير عدم التبعية لأصحاب رأس المال الخارجيين .

✓ التجذر المطابق للكفاءة من خلال الاستثمارات التي تخص المديرين والتي تمثل مصدر موارد للشركة.

2* التجذر التنظيمي والسوقي: يشير (Gonez , 1996) إلى أن هناك تصنيفين

✓ التجذر التنظيمي من خلال توجيه المديرين للاستثمارات نحو المجالات التي يعرفونها وهو ما يمكن المديرين من توظيف الموظفين اللذين لهم علاقات معهم وبناء شبكات اجتماعية، كما يمكنهم أيضاً من وضع سياسة أجور مقبولة للمستخدمين .

✓ التجذر السوقي ويعتبر شكل من أشكال الانتهازية للمسيرين من خلال وضع شبكة علاقات تفضيلية خارجية تضم الشركاء خارج الشركة .

3* استراتيجيات التلاعب والتحييد: من خلال

✓ إستراتيجية التلاعب التي يضعها المديرون حيث تهدف إلى زيادة استغلال حالة عدم تماثل المعلومات بين المدير ومختلف الشركاء في الشركة، تفترض هذه الإستراتيجية احتماليين للعمل الأول أن المسير له ميل تبني سلوك الاحتفاظ بالمعلومة أما الثاني فمن خلال زيادة مهارته وجعل فهم المعلومة أكثر صعوبة بالنسبة للمساهمين .

✓ إستراتيجية الحياد حيث تعتمد على منطق العدول ونتيجة عن ضياع المزايا والفوائد أو نتيجة لظهور تكاليف محظورة وغير مسموح بها، تحتاج هذه الإستراتيجية إلى رقابة داخلية تكون من قبل مجلس الإدارة وباقي الأعضاء والموظفين من مجلس الإدارة.

هذه الاستراتيجيات والتصنيفات وإن اختلفت إلا أن لها صفة مشتركة فهي تحتفظ بشكل أساسي بالطبيعة الانتهازية للمسيرين .

دورة حياة المسير: تكون دورة حياة المسير كما يلي: (Guermazi , 2006,p06-07)

✓ **مرحلة التثمين (أو تقييم المسير):** تعتبر هذه المرحلة الأكثر حساسية بالنسبة للمسير المعين حديثاً حيث يجب عليه إثبات نفسه أمام المساهمين والشركاء المختلفين علماً أنه يمكن استبداله بفرق المنافسة الموجودة في سوق العمل.

هذا المسير الجديد لديه القليل من المعرفة بالشركة وليس لديه السلطة الكافية باعتباره أنه لم ينشئ علاقات مع باقي الأطراف بعد، في هذه المرحلة فإن المسير الذي يتمتع بالحقوق الممنوحة له يكون تصرفه عادياً يهدف إلى احترام مصالح الشركة لتعزيز سلطته وكسب الثقة والاحترام، هذا التجذر يقال عنه أنه تجذر حيادي أو مشروع .

✓ **مرحلة تخفيف وسائل الرقابة:** في هذه المرحلة يعمل المسير على الحد من الرقابة الممارسة عليه بفضل القوة التي تحصل عليها نتيجة أدائه المتفوق، ما يجعله يقوم باستراتيجيات التجذر كقيامه باستثمارات لا تعظم من قيمة الشركة، زيادة عدم تناسق المعلومات مع أصحاب المصلحة وخلق علاقات قوية مع أهم الأطراف الفاعلة في الشركة .

✓ **مرحلة زيادة الاستهلاك:** يسعى المسير في هذه المرحلة إلى تعظيم أجره وزيادة المزايا العينية التي يحصل عليها وهذا بعد أن تمكن من تعديل البيئة المحيطة به حيث تكون الرقابة عليه أمر صعب،

بالنسبة ل (Castamies ,Helfat ,1992) إن المسير يمكنه إدارة الشركة كما يريد وباستقلالية تامة طالما أنه يوفر للمساهمين ومختلف الأطراف المردودية الكافية .

يمكن المسير خلال هذه المرحلة من العمل لمصلحته الشخصية كتكوين استثمارات خاصة به ويمكن وصف هذا التجذر بالدفاعي أو التجذر من أجل البقاء .

أنواع السلوك داخل الشركة: قد يقوم المسير بأنشطة معينة واختيار استثمارات قد تكون بناءً على سلوك احتيالي، الغرض منه تحقيق مصلحة شخصية أو مصلحة الشركة ونجد ثلاثة أصناف من الأنشطة المستخدمة وهي: (فطيمة الزهرة، 2017 ، ص42)

***1 انحياز الرؤية (Visibility Bias):** يعمل المسير على تحسين مؤشرات الأداء على المدى القصير.

***2 قرار التفضيل (Resolution Preference):** يقوم المسير بتعجيل وصول الأخبار السارة وتأخير وصول الأخبار السيئة

***3 التقليد والتجنب (Minicry and Avoidance):** يكون من خلال محاكاة القرارات المتخذة من قبل أفضل المسيرين وتجنب الإجراءات المتخذة من قبل أسوأ المسيرين .

خاتمة المبحث الثالث :

ختاما يمكن القول أن نظريات حوكمة الشركات تمثل أسسا فكرية مهمة لفهم الأدوار والمسؤوليات داخل الكيان المؤسسي وتساعد في تفسير التحديات التي تواجهها الشركات في إدارة العلاقات بين مختلف أصحاب المصالح. فرغم اختلاف منطلقاتها، فإن هذه النظريات تتكامل في توجيه الشركات نحو تحقيق الشفافية، الكفاءة والاستدامة.

إن إدراك وفهم هذه النظريات يمكن متخذي القرار من تصميم أنظمة حوكمة فعالة تراعي الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والقانونية بما يساهم في بناء ثقة المستثمرين وتعزيز الأداء طويل الأجل وضمان تماسك الشركة في بيئة أعمال تتسم بالتعقيد والتغير المستمر.

المبحث الرابع: مبادئ حوكمة الشركات

تعد مبادئ حوكمة الشركات العمود الفقري للتطبيق السليم لهذا المفهوم حيث قامت العديد من المنظمات والهيئات الدولية بوضع مبادئ وقواعد لحوكمة الشركات على غرار منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، لجنة بازل للرقابة المصرفية، البنك الدولي مؤسسة التمويل الدولية، صندوق النقد الدولي وغيرهم من الهيئات نعرض أهم هذه المبادئ فيما يلي:

المطلب الأول: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

تعتبر هذه المبادئ الأكثر قبولاً واهتماماً على الصعيد الدولي، فقد قامت هذه المنظمة بوضع خمسة مبادئ لحوكمة الشركات سنة 1999 وتمت مراجعتها وتعديلها سنة 2004 بإضافة مبدأ لتصبح بذلك ستة مبادئ نوجزها فيما يلي:

المبدأ الأول-ضمان وجود أسس من أجل إطار فعال لحوكمة الشركات: يجب أن يعمل إطار حوكمة الشركات على تعزيز الشفافية وكفاءة الأسواق المالية وأن يتوافق مع أحكام القانون وأن يحدد توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية بكل وضوح .

لكي يتم ضمان وضع إطار فعال لحوكمة الشركات لا بد من وجود أساس قانوني ومؤسسي ينطوي على عناصر تشريعية وتنظيمية وترتيبية وهذا بالأخذ بعين الاعتبار العوامل والإرشادات التالية:

-يجب وضع إطار حوكمة الشركات من أجل التأثير على الأداء الاقتصادي الكلي ونزاهة الأسواق وتشجيع قيام أسواق مالية تتميز بالشفافية والفعالية .

-يجب توزيع المسؤوليات على مختلف الجهات بكل وضوح وضمان الخدمة للمصلحة العامة .

-يجب أن تتمتع الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية بالسلطة والنزاهة والموارد للقيام بواجباتها على

أكمل وجه (OECD , 2004)

المبدأ الثاني-الحفاظ على حقوق المساهمين والوظائف الرئيسة لأصحاب حقوق الملكية: ينبغي في إطار حوكمة الشركات توفير الحماية للمساهمين وممارسة حقوقهم وإعطائهم الفرصة للمشاركة الفعالة والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، إضافة إلى معرفتهم بالقواعد والتنظيمات التي تحكم اجتماعات الجمعية العامة، كما يجب الإفصاح عن الهياكل والترتيبات الرأسمالية التي تمكن بعض المساهمين من الحصول على درجة من السيطرة لا تتوافق مع ملكيتهم من الأسهم والسماح للأسواق

العمل بكل كفاءة وشفافية وتسهيل ممارسة جميع المساهمين لحقوق الملكية بما فيهم المستثمرون المؤسسون (أبو عواد، الكبيجي، 2014، ص528)

المبدأ الثالث- المعاملة العادلة للمساهمين: يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات المعاملة العادلة لجميع المساهمين بما في ذلك الأقلية والمساهمين الأجانب وأن تتاح الفرصة لجميع المساهمين للحصول على تعويض فعال مقابل انتهاك حقوقهم (Abu- Tapanjeh , 2009,p560) .

وفي هذا الإطار يجب: (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2004، ص35)

أولاً- يجب أن يعامل المساهمون المنتمون إلى نفس الفئة معاملة متكافئة وذلك من خلال:

- 1- ينبغي أن يكون للمساهمين- داخل كل فئة- نفس حقوق التصويت، فيجب أن يتمكن كافة المساهمون من الحصول على المعلومات المتصلة بحقوق التصويت الممنوحة لكل من فئات المساهمين وذلك قبل قيامهم بشراء الأسهم كما يجب أن تكون أية تغييرات مقترحة في حقوق التصويت خاضعة لموافقة تلك الطبقات من الأسهم التي تتأثر سلباً نتيجة التغيير .
- 2- ينبغي أن يتم الإدلاء بالأصوات عن طريق مرشحين لهذا الغرض بطريقة يتم الاتفاق عليها مع المستفيد من ملكية السهم.
- 3- يجب إلغاء جميع العراقيل التي تعيق عملية التصويت .
- 4- يجب أن تكفل العمليات والإجراءات الخاصة بالاجتماعات العامة لجميع المساهمين المعاملة المتكافئة، كما يجب أن لا تسفر إجراءات الشركة عن صعوبة أو عن ارتفاع في تكلفة التصويت.

ثانياً - يجب منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح والشفافية .

ثالثاً - يجب أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تخص الشركة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة .

المبدأ الرابع- دور أصحاب المصلحة في حوكمة الشركات: يجب أن يعترف إطار حوكمة الشركات بحقوق أصحاب المصالح في الشركة بموجب قانون أو من خلال اتفاقيات متبادلة وأن يساهم التعاون النشط بين الشركات وأصحاب المصالح في خلق الثروة وفرص العمل واستمرارية الشركات (AI-sa'eed, 2013,p561).

وعموماً هناك مجموعة من الإرشادات لتحقيق هذا المبدأ:

- يجب احترام أصحاب المصالح التي ينشئها القانون أو تكون نتيجة لاتفاقية متبادلة .
- ينبغي تعويض أصحاب المصالح في حال انتهاك حقوقهم.
- السماح بوضع وتطوير آليات لتعزيز الأداء من أجل مشاركة العاملين.

-ينبغي حصول أصحاب المصالح على المعلومات المناسبة بالقدر الكافي والوقت المناسب .

-ينبغي لأصحاب المصالح تبليغ مجلس الإدارة عن الممارسات غير الأخلاقية وعدم انتهاك حقوقهم

حيث أن الالتزام بهذه الإرشادات يساهم على تشجيع التعاون بين الشركات وبين أصحاب المصالح والحفاظ على حقوقهم القانونية وتعويضهم في حال انتهاكها وكذا مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة (نوال، 2016، ص110-111)

المبدأ الخامس-الإفصاح والشفافية: يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات الكشف في الوقت المناسب وبشكل دقيق لجميع الأمور المتعلقة بالشركة بما في ذلك الوضع المالي والإداري وحقوق الملكية والكشف عن المعلومات المتعلقة بالنتائج المالية والتشغيلية، بالإضافة إلى معلومات حول أهداف الشركة والمخاطر الجوهرية المتوقعة لمراقبة استثماراتها ومعلومات حول إدارة الشركة مثل ملكية الأسهم وحقوق التصويت، أعضاء مجلس الإدارة، المديرين التنفيذيين الرئيسيين، سياسة التعويضات والمكافآت لأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، كما يجب أن تخضع المعلومات المالية التي يتم إعدادها وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة المالية والقيام بتدقيق حسابات الشركة من قبل مدقق حسابات مستقل بالشكل الذي يضمن الفحص الدقيق وإعداد التقارير حول الوضع المالي الحقيقي للشركة الذي يساعد المستثمرين والمحللين في مقارنة أداء الشركات وتمكينهم من اتخاذ القرارات المناسبة (Gregory , Simms, 1999,p08).

المبدأ السادس-مسؤوليات مجلس الإدارة: يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات مخطط استراتيجي وتوجيهي للشركة والآلية التي يشرف بها مجلس الإدارة على الإدارة، إضافة إلى مساءلته أمام الشركة والمساهمين، كما يجب عليه القيام بعدة وظائف مثل مراجعة ومراقبة جميع الأمور المتعلقة بأداء الشركة واختيار ومراقبة المسؤولين التنفيذيين الرئيسيين ووضع إستراتيجية تحديد الأهداف، بالإضافة إلى ذلك فإن مجلس الإدارة مسؤول عن مراجعة الخطط والثغرات أثناء التطبيق (Shanicat , Abbadi , 2011).

ومن أهم مسؤوليات مجلس الإدارة ما يلي: (مركز أبو ظبي، 2013)

-إعداد إستراتيجية الشركة وتوجيهها وخطط العمل الرئيسية والموازنات التقديرية وسياسة المخاطر ووضع أهداف الأداء ومراجعة التنفيذ .

-الإشراف على متابعة ممارسات حوكمة الشركات وإجراء التغييرات إذا لزم الأمر .

-اختيار وتحديد سياسة المكافآت والرواتب والإشراف على كبار التنفيذيين بالشركة .

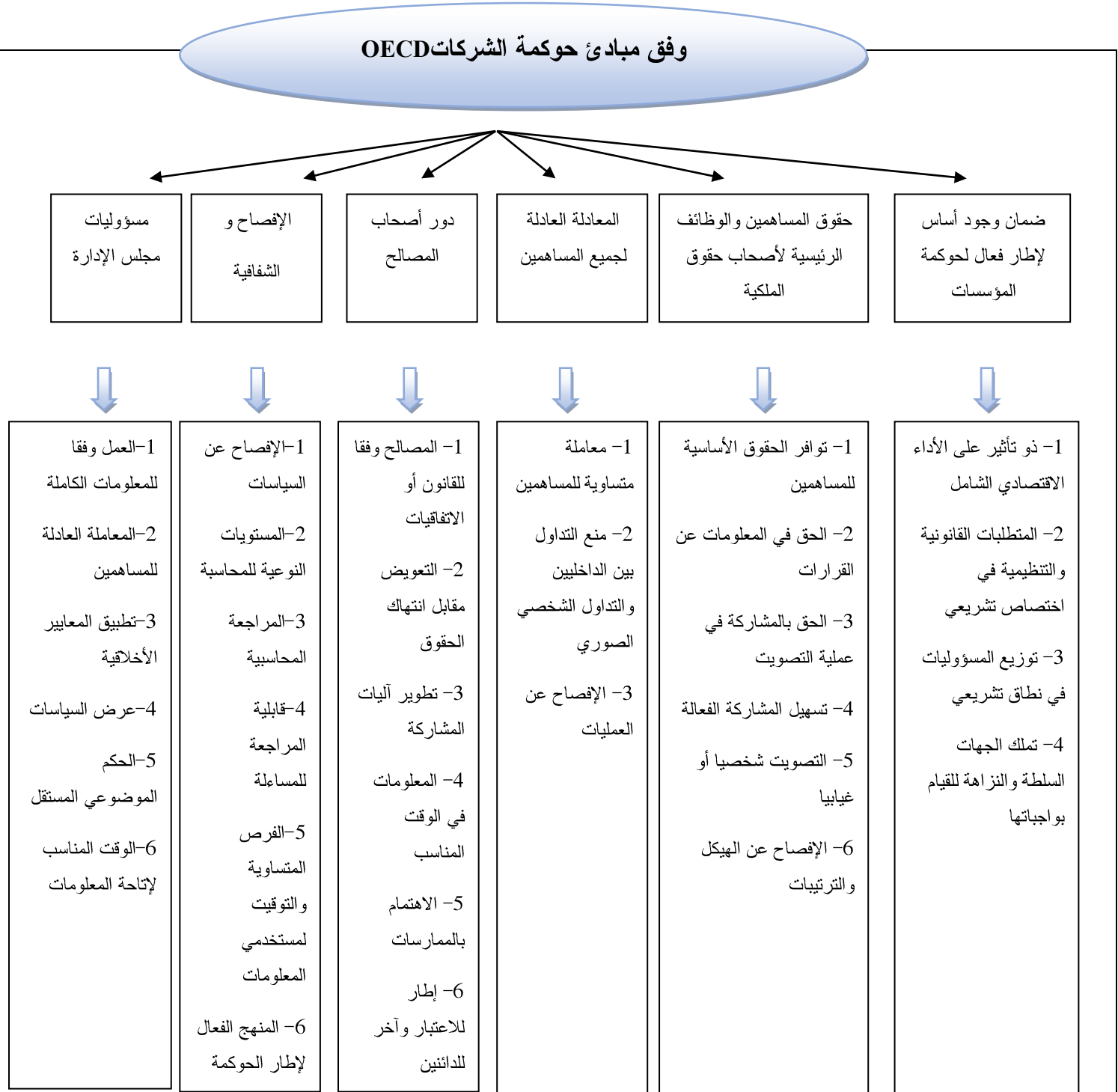
-مراعاة التناسب بين مكافآت كبار التنفيذيين بالشركة .

-ضمان الشفافية في عملية ترشيح مجلس الإدارة وانتخابه .

-رقابة وإدارة أي تعارض محتمل في مصالح الشركة وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين .

- نزاهة حسابات الشركة ونظام إعداد قوائمها المالية بما في ذلك المراجعة المستقلة، خاصة ضمان وجود نظم إدارة المخاطر والرقابة المالية ورقابة العمليات .
- الإشراف على عمليات الإفصاح

الشكل رقم 7: مبادئ حوكمة المؤسسات وفق OECD:



المصدر: سليمان ، ص 44 .

المطلب الثاني: مبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية

تم إنشاء هذه اللجنة سنة 1974 من قبل حكام المصارف المركزية لمجموعة العشرة بهدف التعاون المصرفي بين الأعضاء. (موسى، 2014، ص205)

أصدرت اللجنة منذ تأسيسها العديد من التقارير تناولت بعض محاور حوكمة الشركات المالية من بينها مبادئ إدارة مخاطر سعر الفائدة، الرقابة الداخلية وتحسين الشفافية للمصارف، إدارة مخاطر الائتمان وقد أصدرت اللجنة دليلاً لمساعدة مشرفي المصارف على تبني مبادئ الحوكمة الجيدة بالاعتماد على مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (موسى، 2014، ص205)

كما قامت اللجنة بإصدار نسخة معدلة من توصياتها وأعمالها السابقة في 2005 قامت بتحديثها في فيفري 2006 تتضمن مبادئ الحوكمة في البنوك تتمثل في: (Basel Commite on banking supervision , 2006,p06-17)

المبدأ الأول: يجب أن يكون أعضاء مجلس الإدارة مؤهلين لشغل مناصبهم وعلى دراية لدورهم في حوكمة الشركات، إضافة إلى قدرتهم على ممارسة الحكم السليم بشأن أعمال البنك .

يتحمل مجلس الإدارة المسؤولية الكاملة عن إستراتيجية عمل البنك والسلامة المالية وسياسة المخاطر وإجراءات إدارتها، الالتزام بالقوانين والتنظيمات المعمول بها من قبل البنك، تجنب تضارب المصالح أو ظهور النزاعات، تحديد نقاط القوة والضعف وإجراء تغييرات إذا لزم الأمر، ترشيح وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وتعيين المدراء التنفيذيين المؤهلين والقادرين على إدارة شؤون البنك، كما يشرف على الإدارة العليا للبنك من خلال ممارسة واجباتهم ومسؤولياتهم وتلقي المعلومات الكافية وفي الوقت المناسب للحكم على أداء الإدارة، يجتمع مجلس الإدارة بانتظام مع الإدارة العليا ولجنة التدقيق الداخلي لمراجعة الحسابات .

المبدأ الثاني: يجب أن يوافق مجلس الإدارة على أهداف البنك الإستراتيجية مع تحديد ومراقبة هذه الأهداف والمحافظة على مصالح المساهمين والمودعين وضمان نشر هذه الأهداف على نطاق واسع داخل البنك والتأكد من أن الإدارة العليا تنفذ السياسات والإجراءات الإستراتيجية كما هو محدد وتمنع من الأنشطة والمواقف التي تقلل أو تضعف من الحوكمة كما يجب على مجلس الإدارة والإدارة العليا حماية الموظفين من الممارسات غير القانونية أو غير الأخلاقية أو المشكوك فيها بشكل مناسب .

المبدأ الثالث: يجب على مجلس الإدارة وضع وتنفيذ خطط واضحة للمسؤولية والمساءلة في البنك سواء مجلس الإدارة نفسه، الإدارة العليا، المدراء، العاملين .

يكون مجلس الإدارة مسؤول على تصرفات الإدارة وتوافقها مع سياسات المجلس كجزء من الضوابط للإدارة السليمة للشركات وتكون الإدارة العليا هي المسؤولة عن تفويض المهام للموظفين وإقامة هيكل إداري يعزز المساءلة ويحدد المسؤوليات.

المبدأ الرابع: يجب على مجلس الإدارة التأكد من وجود رقابة مناسبة من قبل الإدارة العليا بما يتوافق مع سياسة مجلس الإدارة وأن تتكون الإدارة العليا من أفراد يتمتعون بالمهارة اللازمة لإدارة الأعمال تحت إشرافهم، كما يجب عليها إنشاء نظام فعال للرقابة الداخلية تحت إشراف مجلس الإدارة

المبدأ الخامس: يجب أن يستفيد مجلس الإدارة والإدارة العليا من العمل الذي تقوم به وظيفة التدقيق الداخلي والمدققين الخارجيين ووظائف الرقابة الداخلية بفعالية.

على مجلس الإدارة أن يعترف بأن مدققي الحسابات المستقلين والأكفاء والمؤهلين وأن وظائف الرقابة الداخلية هي أمور ضرورية رئيسية لحوكمة البنوك من أجل تحقيق عدد من الأهداف المهمة، كما ينبغي أن يستفيد مجلس الإدارة من عمل مدققي الحسابات ووظائف الرقابة لتوفير فحص مستقل للمعلومات الواردة من الإدارة بشأن أداء البنك وأن تدرك الإدارة العليا أيضا أهمية وظائف التدقيق والرقابة الداخلية والخارجية الفعالة لسلامة البنك على المدى الطويل.

تساهم الرقابة الداخلية السليمة بالامتثال لقواعد حوكمة البنوك والقوانين واللوائح والسياسات التي يخضع لها البنك وتضمن أن يتم الإبلاغ عن أي انحرافات وتجاوزات على مستوى الإدارة إلى مجلس الإدارة مما يعزز من قدرته على الحد من المخاطر وتحقيق الأهداف الإستراتيجية للبنك.

المبدأ السادس: يجب على مجلس الإدارة التأكد من أن سياسات وممارسات التعويض والمكافآت تتوافق مع ثقافة البنك المؤسسية والأهداف والاستراتيجيات طويلة الأجل.

على مجلس الإدارة أن يحدد ويوافق بما يتماشى مع أي سياسة تعتمد على المكافآت وتعويض أعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا وأن يضمن توافق هذا التعويض مع ثقافة البنك على المدى الطويل، قد يكون من المناسب أن يتم التعامل مع سياسة المكافآت من قبل لجنة مكونة من مجلس الإدارة كليا أو من قبل غالبية المدراء المستقلين للتقليل من تضارب المصالح المحتمل وتقديم ضمان للمساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين.

المبدأ السابع: يجب أن يعمل البنك بطريقة شفافة، فالشفافية ضرورية لحوكمة البنوك فهي تساعد المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين والمشاركين في السوق مراقبة مجلس الإدارة والإدارة العليا ومحاسبتهم بشكل صحيح.

تكون الشفافية من خلال الإفصاح عن التقارير السنوية والدورية عبر الموقع الإلكتروني للبنك وأن يكون الإفصاح متناسبا مع الحجم، هيكل الملكية والأهمية الاقتصادية وحجم المخاطر التي يتعرض لها وكل ما يتعلق بالمراجعة الداخلية والحوكمة في البنوك كهيكل مجلس الإدارة وكفاءة أعضائه وسياسة الأجور وغيرها من الأعمال.

المبدأ الثامن: يجب أن يفهم مجلس الإدارة والإدارة العليا الهيكل التشغيلي للبنك والبيئة التشريعية التي يعمل بها مما يجنب البنك المخاطر.

يجب أن تضمن الإدارة العليا للبنك امتثال هذه الهياكل والأنشطة للقوانين واللوائح ذات الصلة، كما يجب على مجلس الإدارة أيضا وضع قيود مناسبة وملائمة على العمليات والإجراءات التشريعية وأن يضمن قيام الإدارة العليا بوضع سياسة تحديد وإدارة مجموعة كاملة من المخاطر المرتبطة بهذه الهياكل، يكون مجلس الإدارة مسؤول عن الإشراف الشامل والموافقة على التنظيمات والسياسات والإدارة العليا مسؤولة على تحديد وإدارة المخاطر وفي هذا الصدد يجب على مجلس الإدارة والإدارة العليا التأكد من أن البنك لديه سياسات وإجراءات مناسبة لذلك .

المطلب الثالث: مبادئ مؤسسة التمويل الدولية

وضعت مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي سنة 2003 أسس ومعايير مالية وإدارية تهدف إلى دعم الحوكمة داخل الشركات تتمثل في: (حداد، 2012، ص168)

- ✓ يجب أن يكون للحكم الجيد ممارسات مقبولة وفعالة.
- ✓ البحث عن خطوات جديدة تضمن حكم جديد وجيد .
- ✓ تحسين الحكم الجيد محليا من خلال الإسهامات الأساسية .
- ✓ القيادة المثلى .

المطلب الرابع: مبادئ البنك الدولي

إضافة إلى مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، فإن البنك الدولي بدوره قام بوضع مبادئ للحكومة تمثلت في ستة مؤشرات نذكرها فيما يلي: (Theys , 2003)

أولاً- الصوت والمساءلة: تعني أن يكون لجميع المواطنين رأي في صنع القرارات التي تخصهم وأن يكون لهم رأي في اختيار حكومتهم وأن تترك لهم حرية الرأي والتعبير والتجمع، كما يشير هذا المؤشر أيضاً إلى قابلية المساءلة لصناع القرار في الحكومة والقطاع الخاص والمجتمع المدني من قبل الجمهور ودون استثناء، زيادة على مسؤوليتهم أمام أصحاب المصلحة في المؤسسات المختلفة وبدرجات متفاوتة تبعاً لنوع وطبيعة المؤسسة وما إن كانت عملية صنع القرار تكون من داخل المؤسسة أو تأتي من خارجها.

ثانياً- الاستقرار السياسي وغياب العنف: حسب (Ligphart ,1977) فإن الاستقرار السياسي مفهوم متعدد الأبعاد يشير إلى استمرار النظام والنظام المدني والشرعية والفعالية .

ينظر إلى وجهات النظر والأساليب المختلفة للاستقرار السياسي على أنها غياب العنف، طول عمر مدة الحكم، وجود نظام دستوري شرعي، عدم وجود تغيير هيكلي، صفة اجتماعية متعددة الأوجه وفي نفس السياق يشير (Sanders , Herman , 1977) إلى أن الاستقرار السياسي هو استمرار مجموعة من المعايير الدستورية والمكاتب الحكومية وغياب العنف والفعالية السياسية .

حيث يرى (Dominguez ,1975) أن مفهوم الاستقرار السياسي يحتوي على عنصرين هما النظام والاستمرارية، فالأول يتضمن الغياب النسبي للعنف والقوة والإكراه وتعطيل النظام السياسي، أما الثاني فيحدد الاستقرار والغياب النسبي للتغيير في المكونات الحاسمة للنظام السياسي وغياب الانقطاع في التطور السياسي وغياب القوى الاجتماعية والحركات السياسية التي ترغب في إحداث تغيير في النظام السياسي (Lane , Ersson , 1999,p295-296).

فالأهمية البالغة للاستقرار السياسي ودوره في تحقيق بيئة مناسبة للممارسة الجيدة للحكومة جعل البنك الدولي يتخذ كمؤشر لقياس درجة الحوكمة الرشيدة في الدول وهذا من خلال قياس عوامل العنف والتهديدات الأمنية التي يتعرض لها النظام السياسي كالإرهاب والتغييرات الحكومية(خيرة، 2014، ص28)

ثالثاً-فاعلية الحكومة: من خلال مؤشر واحد يضم نوعية الخدمة العمومية، طبيعة البيروقراطية، كفاءة الموظفين، التخلص من الضغوط السياسية، مصداقية الحكومة، تم وضع هذا المؤشر لصالح الحكومات لتطبيق وتقييم السياسات السليمة وضمان جودة الخدمة العمومية ويكون هذا من خلال مؤسسات الدولة والتي يمكن تقسيمها حسب طبيعتها إلى ثلاثة أقسام، حيث نجد مؤسسات منظمة للسوق، مؤسسات محقة لاستقرار السوق، مؤسسات تمنح الشرعية للسوق وتدعم التشغيل الكفاء للأسواق (Kaufmaan ,Kraay , Mastuzzi , 2005 ,p07)

رابعاً-الجودة التنظيمية: يقيس هذا المؤشر مدى قدرة الحكومة على صياغة وتنفيذ السياسات واللوائح بطريقة فعالة تساعد على تنمية القطاع الخاص، أي أنه يقيس مدى جودة اللوائح والتنظيمات التي تتبناها وتطبقها الحكومات في سبيل دعم القطاع الخاص كمكون رئيسي للتنمية الاقتصادية نظراً للدور الذي يلعبه القطاع الخاص كداعم وفي بعض الأحيان موازي للدور الحكومي في تعزيز التنمية الاقتصادية، كما يهتم أيضاً بقياس جودة القوانين التي تنظم حياة الأفراد والطريقة التي يتفاعلون بها مع الحكومة في تشكيل الحوكمة (البسام، 2014، ص12)

خامساً-سيادة القانون: يعتبر وجود نظام عادل ونزيه وحكومة تمثيلية عناصر أساسية لسيادة القانون أي أن سيادة القانون تكون من خلال استقلالية الأنظمة القضائية والقانونية مع وجود حكومة تطبق قوانين عادلة ومنصفة أمام الجميع، أي أن الجميع سواء أفراداً أو حكماً أو مسؤولين يخضعون للقانون ويطبقون الأحكام والنصوص القانونية بعدالة (Rahmani , Koohshahi, 2013,p17).

تشير سيادة القانون إلى مبدأ للحكم يكون فيه جميع الأشخاص والمؤسسات والكيانات والقطاع العام والخاص بما في ذلك الدولة ذاتها مسؤولين أمام قوانين صادرة علناً وتطبق على الجميع بالتساوي، تتمثل الخصائص الأساسية لسيادة القانون فيما يلي:

- ✓ مفهوم عدالة يسلط الضوء على المعاملة المتساوية بين الأفراد.
- ✓ أخذ السوابق القانونية بعين الاعتبار .
- ✓ اعتماد منهجية القانون العام.
- ✓ يجب أن يكون التشريع متجهاً نحو المستقبل لا الماضي.
- ✓ استقلالية القضاء .
- ✓ وجود أساس أخلاقي ضمني مشترك لجميع القوانين (فرج، 2012، ص26-27)

سادسا-مكافحة الفساد: عرفت منظمة الشفافية الدولية الفساد بأنه كل عمل يتضمن سوء استخدام المنصب العام لتحقيق مصلحة خاصة ذاتية لنفسه أو جماعته، تتجلى ظاهرة الفساد بمجموعة من السلوكيات التي يقوم بها بعض من يتولون المناصب العامة كالرشوة، المحسوبية، المحاباة، الابتزاز (لخميسي، 2013، ص74)

ولا يكون القضاء على الفساد إلا بإرساء مبادئ الحوكمة خاصة الشفافية والمساءلة وحكم القانون والتي تعتبر من أهم استراتيجيات مكافحة الفساد باعتباره عنصر أساسي في فشل المؤسسات وعلامة على عدم القدرة على إدارة شؤون المجتمع من خلال أنظمة متوازنة من الضوابط الاقتصادية والاجتماعية والقضائية (Pund: Lutte contre la corruption , 2014,p03) .

المطلب الخامس: مبادئ صندوق النقد الدولي

قام صندوق النقد الدولي بوضع مبادئ وقواعد الممارسات الجيدة الخاصة بشفافية سياسة الحكومة المالية والنقدية من خلال إصدار قانون السياسات المالية وقانون الممارسات الجيدة يمكن توضيحها فيما يلي: (International monetary fund , 1999,p38)

أولاً- قانون السياسات المالية: تؤكد مدونة هذا القانون على ضرورة توضيح مسؤوليات الحكومة وكيفية إعداد الميزانية وتنفيذها، كما يجب على الحكومة توفير المعلومات لمختلف النشاطات وإتاحتها للمواطنين وأن تكون المعلومات المالية شفافة ونزيهة، كما تطرقت المدونة لمختلف الوسائل والأسس التي تعتمد عليها الحوكمة لتحقيق مختلف الأهداف وتؤكد المدونة على أربعة نقاط أساسية تتمثل في:

✓ ضرورة التمييز وبوضوح بين الوظائف والمسؤوليات في القطاع الحكومي والهيئات التابعة له من جهة ومختلف القطاعات الاقتصادية من جهة أخرى، فلا بد أن تكون المهام السياسية والإدارية في القطاع العام واضحة ومعلن عنها وضرورة وجود إطار قانوني وإداري واضح للإدارة المالية في مؤسسات القطاع العام.

✓ الإفصاح عن المعلومات وتقديمها للأفراد وضرورة نشرها في وقتها .

✓ إعداد الميزانيات والحرص على تنفيذها وتقديم تقارير شفافة بخصوصها وأن تكون جميع الإيرادات محددة بوضوح ومتابعة النفقات، إضافة إلى تقديم تقارير دورية للمواطنين وللهيئة التشريعية .

✓ التأكيد على النزاهة من خلال تطابق المعلومات المالية مع معايير جودة البيانات وضرورة مراقبة المعلومات المالية من قبل هيئات مستقلة.

ثانياً-قانون الممارسات الجيدة حول شفافية السياسات المالية والنقدية: تكون الشفافية المالية من خلال الإفصاح عن هيكل الحكومة وعن السياسة المالية والتقديرات المالية، تم التأكيد من خلاله على إضافة إجراءات الشفافية إلى مدونة السياسات المالية وذلك لاعتبارين أساسيين هما:

✓ السياسات المالية والنقدية والتي يمكن أن تصبح أكثر فعالية إذا ما عرف المواطنون أهداف هذه السياسات وأدواتها والتزام الحكومة بها .

✓ مبادئ الإدارة الجيدة والرشيدة تؤكد على ضرورة المساءلة للبنوك المركزية والنظام المصرفي والنظام المالي خاصة إذا كانت هذه الهيئات تتمتع بدرجة عالية من الاستقلالية وتبني صندوق النقد الدولي هذه المعايير في 1998.

خلاصة الفصل الأول:

تعتبر حوكمة الشركات من المواضيع الهامة التي استحوذت على اهتمام المؤسسات والمنظمات الدولية في الآونة الأخيرة نتيجة الأزمات التي مست عدد الدول المتقدمة وكبرى الشركات العالمية،

فحوكمة الشركات تشير إلى الهياكل والعمليات التي تدار بها الشركات لضمان إدارة فعالة وشفافة تحقق الاستدامة من خلال مجموعة من المبادئ والآليات تسعى من خلالها إلى تنظيم العلاقة بين مصالح الأطراف المختلفة ذات العلاقة بالشركة والتخفيف من تعارض المصالح وتحقيق قدر كبير من المساواة، الإفصاح والشفافية مما يساعد على توفير بيئة مواتية لجلب الاستثمارات والحد من الفساد ومنع الأزمات والانهيئات المالية والرفع من الكفاءة الاقتصادية للمؤسسة وبالتالي ضمان استمرار ونمو الشركة.

الفصل الثاني

القرار التمويلي

المبحث الأول: عموميات حول القرار التمويلي

المطلب الأول: ماهية القرار في المؤسسة

المطلب الثاني: ظروف ومراحل اتخاذ القرار

المطلب الثالث: تعريف وأهمية القرار التمويلي

المطلب الرابع: مخاطر وضمانات التمويل، الاحتياجات التمويلية

المطلب الخامس: أنواع السياسات التمويلية للمؤسسة وأهدافها

المبحث الثاني: مصادر وتكلفة التمويل

المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل

المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل

المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل

المطلب الرابع: المفاضلة بين مصادر التمويل

المطلب الخامس: تكلفة التمويل

المبحث الثالث: الهيكل التمويلي

المطلب الأول: تعريف ومحددات الهيكل التمويلي

المطلب الثاني: نماذج الهيكل التمويلي

المطلب الثالث: تقييم الهيكل التمويلي

المطلب الرابع: علاقة الهيكل التمويلي بالرفع، العائد والمخاطرة

المبحث الرابع: نظريات الهيكل التمويلي

المطلب الأول: النظرية التقليدية

المطلب الثاني: نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل

المطلب الثالث: نظرية التوازن

المطلب الرابع: النظرية المتعددة الأشكال

الفصل الثاني: القرار التمويلي

تمهيد:

تحظى عملية اتخاذ القرار بأهمية بالغة داخل المؤسسة نظرا لدورها الاستراتيجي والتوجيهي للوصول إلى الأهداف المسطرة، حيث تعتبر عملية اتخاذ القرار عملية صعبة ومعقدة وتتطلب جهدا أكبر للوصول إلى أهم أسباب المشكلة وتحديد البدائل الممكنة واختيار البديل الأمثل.

من بين أهم هذه القرارات القرار التمويلي الذي يعتبر من القرارات الإستراتيجية الهامة في المؤسسة باعتباره عصب أي نشاط وشريان الحياة للمؤسسات، فالتمويل يعتبر من بين الوظائف الأساسية للإدارة المالية، حيث تسعى لتوفير أموالها من مختلف مصادر التمويل سواء كانت هذه المصادر داخلية أو خارجية، ممتلكة أو مقترضة.

فالقرارات التمويلية تتعلق باختيار وتحديد المزيج التمويلي لمختلف مصادر التمويل من أجل الوصول إلى هيكل تمويلي أمثل ومناسب للمؤسسة، هذا الأخير الذي تلعب التكلفة دور كبير في تحديده، فالمؤسسة تسعى إلى تخفيض تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل لتحقيق أكبر عائد ممكن ومخاطرة أقل للوصول إلى تعظيم ثروة الملاك.

سنتطرق في هذا الفصل إلى عموميات حول اتخاذ القرار والقرار التمويلي، كما سنتطرق إلى مصادر التمويل المختلفة وتكلفة كل مصدر وفي الأخير سيتم التطرق إلى الهيكل التمويلي للمؤسسة ونظرياته.

المبحث الأول: عموميات حول القرار التمويلي

يعتبر القرار عملية من العمليات المهمة وذات أهمية بالغة في المؤسسة لاستمرارها ومدى نجاحها وتحقيق أهدافها، فهو عملية حيوية تتطلب تحليلاً دقيقاً وتقييماً مستمراً للمعلومات.

عملية اتخاذ القرار هي جوهر العملية الإدارية، فهي كما قال (Simon) الإدارة ذاتها، حيث أن وظائف الإدارة من تخطيط، تنسيق، تنظيم ورقابة لا تتم إلا عن طريق اتخاذ القرارات المناسبة في ظل الظروف المحيطة سواء ما تعلق بالموارد أو بالبيئة التي تعمل في إطارها المنظمة (عثمان، 2018، ص234)

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى مفاهيم عامة حول عملية اتخاذ القرارات من خلال مختلف المفاهيم، الأهمية، الخصائص، ظروف ومراحل اتخاذ القرار.

المطلب الأول: ماهية القرار

أولاً- تعريف القرار: يعرف القرار (Décision) بأنه عملية الاختيار والتفضيل بموجبه يستطيع المدير مواجهة موقف معين أثناء عمله.

أما عملية اتخاذ القرار (Decision making) فتعتبر العملية التي تبنى على الدراسة والتفكير الموضوعي للوصول إلى قرار معين، أي الاختيار والمفاضلة بين البدائل المتوفرة بحيث يعتبر وجود البديل هو الأساس في اتخاذ القرار (فتيحة، 2016، ص270)

* يعرف (Clemen , Reilly) اتخاذ القرار بأنه سلوك خاص يوقف عملية التفكير ويؤدي إلى اختيار البدائل المتاحة لتحقيق هدف معين (Clemen , Reilly , 1999,p33).

* يعرف (Lunenbury) عملية اتخاذ القرار على أنها اتخاذ بديل من بين عدة بدائل متاحة لتحقيق النتائج المطلوبة (Lunenbury , 2010).

ثانياً- أهمية اتخاذ القرار: نذكرها فيما يلي (العشي، بوراس، 2020، ص91-92)

أ. على مستوى الفرد: من خلال القرارات التي يتخذها الفرد في حياته اليومية والتي يتأثر بها ويؤثر بها على الآخرين.

ب. على مستوى الجماعات الصغيرة: من خلال التأثير على سلوك الفرد عضو المجموعة الصغيرة بسلوك الأفراد أعضاء الجماعات الإنسانية التي ينضم إليها.

ج. على مستوى المنظمة: تزداد أهمية اتخاذ القرار بازدياد درجة تعقيد المنظمة، نتيجة حجمها وانفتاحها وسرعة التغيرات ويرجع سبب أهمية اتخاذ القرار أنها تتأثر وتتأثر على الأفراد والجماعات داخل التنظيم وخارجه، بالتالي تؤثر على الوضع الاقتصادي والاجتماعي للمجتمع ككل.

د. على المستوى العلمي والعملي: من خلال إجراء العمليات الإدارية من تخطيط وتنظيم ورقابة والارتباط بالسلوك التنظيمي، فقد أعطت ممارسة اتخاذ القرارات تركيزا للأهمية النظرية والاهتمام بالبحوث والدراسات المتعلقة باتخاذ القرارات .

ثالثا- خصائص اتخاذ القرار

أولا-خصائص اتخاذ القرار: يميز عملية اتخاذ القرار عدد من الخصائص تساعد في توضيحها بشكل أدق ومن أهم هذه الخصائص ما يلي: (شريفة، 2014، ص59)

- 1- اتخاذ القرار هو عملية الاختيار بين البدائل المتاحة حيث أن أساس اتخاذ القرار هو وجود البدائل.
- 2-اتخاذ القرار هو اختيار مدرك لمجموعة من البدائل والمفاضلة بينها والإبقاء على بديل واحد فقط .
- 3-يجب أن يشمل القرار جميع الأفعال ووضعه موضع التنفيذ، أي اتخاذ جميع إجراءات التنفيذ .
- 4 - تعتبر عملية اتخاذ القرار خطوة من خطوات صنع القرار تسبقها العديد من الخطوات الأولية التي تشكل أسس القرار الرشيد.

5-يتكون القرار من عدة عناصر:

أ- متخذ القرار.

ب- الأهداف التي يسعى الفرد لانجازها .

ج- الظروف والأوضاع المحيطة بالفرد قد يكون بعضها مساندا أو معيقا له.

د- عبارة عن بدائل يمكن للفرد أن يختار منها الأنسب.

هـ- آثار وتوابع يمكن أن تبني على تنفيذ القرار الذي تم اختياره.

- 6- اتخاذ القرار عملية فكرية إبداعية عميقة ومعقدة ومركبة خاصة إذا كان القرار هاما .
- 7- عملية اتخاذ القرار مهارة عقلية يمكن تطويرها لدى الفرد من خلال تدريبه على التفكير والتخطيط وخلق البدائل من خلال تقنية العصف الذهني.
- 8- تتصف عملية اتخاذ القرار بالاستمرارية فهي عبارة عن عمليات عقلية متسلسلة يمتد تأثيرها إلى المستقبل.
- 9- عملية اتخاذ القرار هي عملية متطورة متغيرة، فالمشكلة تتغير بتغير مراحل اتخاذ القرار .
- رابعا-أنواع القرارات: يختلف القرار باختلاف المستويات الإدارية وصلاحيات متخذ القرار وتتعدد المعايير التي يمكن اتخاذها أساسا للتصنيف وعليه تختلف نوعية القرارات بحسب عدة معايير واعتبارات (بن التركي، 2009، ص93)
- أ - حسب أهميتها: في هذا النوع نميز ثلاثة أنواع من القرارات كما صنفها (Ansoff) وهي : (Bei , 2006,p08)
- قرارات إستراتيجية: تتعلق بتحديد خطة عمل المنظمة والمسار الذي يتم من خلاله تحقيق أهدافها كتحديد مجال النشاط الإنتاجي واختيار الأسواق والمنتجات.
 - قرارات تكتيكية (إدارية): تهتم بتصميم الهيكل التنظيمي وتخصيص موارد المنظمة أي تنظيم تدفق المعلومات والمهام والمسؤوليات بين أعضاء المنظمة .
 - قرارات تشغيلية: تهتم بتنفيذ الأعمال اليومية التشغيلية والنشاطات البسيطة والروتينية وتحسين موارد المنظمة واستعمالها بفعالية .
- ب - حسب إمكانية برمجتها: في هذا النوع من القرارات نميز نوعين كما صنفها (Simon) وهما: (Simon , 1983,p88-89)
- القرارات المبرمجة: تعتبر مبرمجة لوضوح وتوفر المعلومات فيها وتكون إجراءاتها معروفة ومحددة مسبقا، كما يسهل فيها تحديد البدائل وهي تشبه القرارات التشغيلية أو الروتينية.
 - القرارات غير المبرمجة: هي جديدة تظهر لأول مرة ولا توجد خبرة مسبقة حول كيفية التعامل معها ولا توجد فيها طريقة واضحة ومعايير لتقييم البدائل واتخاذ القرار وتتطلب وقتا وجهدا كافيا من أجل الوصول إلى القرار بسبب ظروف عدم التأكد .

ج - حسب أساليب اتخاذها: في هذا النوع نميز نوعين من القرارات هما : (كنعان، 2000، ص255)

➤ **القرارات الكيفية (الوصفية):** يتم اتخاذ هذا النوع من القرارات بالاعتماد على الأسلوب التقليدي القائم على التقدير الشخصي لمتخذ القرار بناء على خبرته وتجاربه.

إن مثل هذه القرارات تتأثر بالاعتبارات التقديرية الذاتية مثل الأحاسيس والإدراك ويفترض في هذا التصنيف عدم توافر المعلومات المطلوبة والمناسبة التي تمكن متخذ القرارات الوصفية من وضع البدائل واختيار البديل المناسب من بينها، إلا أن اعتماد متخذ القرار على التقديرات الذاتية والشخصية قد تؤدي به في الغالب إلى اتخاذ الحل المرضي بدلا من الحل المثالي .

➤ **القرارات الكمية (المعيارية):** عند اتخاذ هذه القرارات يتم بالاعتماد على الرشد والعقلانية لمتخذها والاعتماد على القواعد والأسس العلمية التي تساعد على اختيار القرار الذي يؤدي إلى زيادة عائدات المنظمة من بين مجموعة البدائل المتاحة ويفترض في هذه القرارات وضوحا لأهداف وكفاية المعلومات المطلوبة إضافة إلى توفر الخبرة، كما يفترض في متخذ القرارات الكمية اتصافه بالرشد واعتماده على الأسلوب العلمي الذي يمكن من تحديد المشكلة وإيجاد البدائل وتحليلها وتقييمها وترتيبها ترتيبا منطقيا لاتخاذ القرارات المناسبة والرشيده .

د- حسب طرق اتخاذها: يمكن تصنيف القرارات من حيث طرق اتخاذها إلى: (أحمد، عبد الله، 2020، ص33)

➤ **القرارات الفردية:** هي التي ينفرد المدير باتخاذها دون المشاركة والتشاور مع المعنيين بموضوع القرار، حيث يعتبر العديد من المؤلفين هذا النوع كأسلوب أوتوقراطي تسلطي في الإدارة، إلا أن واقع الأعمال وما يميزه من سرعة وتنافس يحتم على المدير في العديد من الحالات اتخاذ قرارات فردية.

➤ **القرارات الجماعية:** هي التي تتخذ بمشاركة آراء عدد معين من الأفراد العاملين في المنظمة مما يخلق روح التعامل الديمقراطي وتنمية الروح الجماعية واكتساب الأفراد نوعا من الانتماء للمنظمة مما يؤدي إلى تحقيق الأهداف المسطرة .

هـ - حسب ظروف وحالات اتخاذها: يمكن تصنيف القرارات من حيث ظروف وحالات اتخاذها إلى :
(بن التركي ، ص94).

➤ اتخاذ القرارات في ظل ظروف التأكد (حالة التأكد التام): تفترض حالة التأكد التام المعرفة الكاملة بنتائج كل بديل من البدائل المتاحة حيث تستطيع الإدارة تحديد التكلفة والعائد من كل بديل، في هذه الحالة يكون متخذ القرار متأكدا من قرار هو تستخدم النماذج المحددة وتكون البدائل الآتية:
- حالة وجود عائد محدد لكل بديل من البدائل الممكنة.

- حالة وجود أهداف متعددة لكل بديل من البدائل الممكنة.

➤ اتخاذ القرارات في ظل ظروف الخطر (حالة المخاطرة): ينتج عن هذه الحالة وجود أكثر من عائد بالنسبة لكل قرار بسبب وجود أكثر من بديل، تتميز حالة المخاطرة هذه عن غيرها بمعرفة احتمالات حالات الطبيعة سواء كانت هذه الاحتمالات موضوعية مبنية على أسس علمية أم غير موضوعية معتمدة على التقديرات الذاتية لمتخذ القرار، فإنها تعامل بنفس الطريقة وتكون نتائج البديل في حالة المخاطرة محتملة والصفة الأساسية لهذه الحالة توفر معلومات قليلة لمتخذي القرار حول نتائج كل بديل مما يعني أنه في حالة المخاطرة ويفترض في ظل المخاطرة ما يلي: (بن التركي ، ص95).

- إمكانية وجود أكثر من قرار

- إمكانية وجود أكثر من حالة من حالات مستويات عدم التأكد.

- احتمالات حدوث البدائل .

بالتالي تكون نتائج كل قرار معلومة لدى متخذي القرار أو يستطيع تقديرها وفي حقيقة الأمر للمخاطرة درجات تصاحب القرارات المتخذة في هذه المرحلة، فكلما ازدادت جودة ودقة المعلومات الخاصة بنتائج كل بديل كلما كانت الحالة أقرب إلى التأكد وانخفضت درجة المخاطرة والعكس صحيح وفي كل الأحوال فإن معظم القرارات التي تصنعها المؤسسات تحمل قدرا من المخاطرة .

المطلب الثاني: مراحل وظروف اتخاذ القرار

يعد اتخاذ القرار من العمليات الجوهرية في حياة الأفراد والمؤسسات، إذ يمثل استجابة عقلانية ومنظمة لمواقف تتطلب اختياراً بين بدائل متعددة. يختلف اتخاذ القرار باختلاف الظروف المحيطة به، فقد يتم في بيئة مستقرة وواضحة أو في ظل ظروف معقدة يسودها عدم اليقين والمخاطر وتتأثر جودة القرار بعوامل مثل توفر المعلومات، الوقت، ومدى وضوح الأهداف، أما مراحل اتخاذ القرار فتبدأ بتحديد المشكلة أو الحاجة، تليها عملية جمع وتحليل المعلومات، ثم استعراض البدائل وتقييمها، وصولاً إلى اختيار البديل الأنسب وتنفيذه وأخيراً تقييم نتائج القرار ومدى تحقيقه للأهداف المرجوة. تكتسب هذه العملية أهمية خاصة في السياق الإداري والإستراتيجي، حيث يكون للقرارات المتخذة تأثير مباشر على مستقبل المؤسسة وفاعلية أدائها .

أولاً-مراحل اتخاذ القرار: تمر عملية اتخاذ القرار بعدة مراحل مهمة وتعتبر كل مرحلة مكملة للأخرى نذكرها فيما يلي : (طعمة، 2010، ص21)

1-تحديد المشكلة: تعتبر الخطوة الأولى في عملية اتخاذ القرار الإدراك بوجود مشكلة ما لذا وجب عند تحديد المشكلة التعمق في دراستها وتشخيصها على أسس علمية وموضوعية ومن ثم اختيار البديل الأفضل، من هنا لا بد من تحديد ظروف الموضوع المراد اتخاذ قرار بشأنه تحديداً دقيقاً لا غموض فيه حتى لا تأتي المراحل الأخرى هدراً للوقت والمال دون حل للمشكلة الأساسية .

إن حل المشكلة يتطلب من المسير تغيير الحالة الموجودة أو تغيير الأهداف، فعليه أولاً تحديد الأهداف التي سوف يتخذ القرار المناسب لتحقيقها ثم اكتشاف طبيعة المشكلة وارتباطها مع الجوانب الأخرى وغالباً ما تكون المشكلات في شكل مما يلي: (منصور، 2006، ص46)

- مشاكل تقليدية أو روتينية: هي مسائل يومية تتكرر باستمرار مثل دوام العاملين
- مشاكل حيوية: تكون ذات آثار أوسع من المشكلات التقليدية على سير العمل مثل وضع الخطط
- مشاكل طارئة: تحدث بشكل طارئ بسبب التغير في ظروف البيئة المحيطة بالمنظمة أو عوامل أخرى كتعطل الآلات وتأخر وصول المواد .

2- مرحلة تحليل المشكلة: يشمل تحليل المشكلة تقييم عوامل البيئة الداخلية التي تؤثر على نشاط المنظمة من أجل معرفة نقاط القوة والضعف فيها، بعد ذلك يتم متابعة عوامل البيئة الخارجية التي

تؤثر على نشاط المنظمة كل على حدا لتحديد الفرص والمخاطر السائدة فيها وتحديد حجمها والتعرف على نقاط القوة والضعف الموجودة لدى المنظمة ككل .

إن معظم القرارات تتم على أساس معرفة غير كاملة إما بسبب عدم توافر المعلومات أو أن الحصول عليها مكلف، فليس من الضروري معرفة كل الحقائق لاتخاذ قرار سليم ولكن من الضروري معرفة ماهي المعلومات الناقصة من أجل تقدير درجة الخطر التي ينطوي عليها القرار ومدى دقته (توفيق، 1975، ص65)

3- تحديد البدائل المتاحة: في هذه المرحلة يتم التعرف على البدائل الممكنة والمتوفرة لمعالجة المشكلة ويشترط وجود بديلين على الأقل، حيث يجب على المدير بعد اختيار البدائل إجراء تقييم شامل للحلول المتاحة حتى يتم اختيار الحل من الحلول الموجودة ويمكن تسهيل عملية تقييم البدائل من خلال استخدام أسلوب يشجع على تقديم أكبر عدد من الأفكار الجديدة، يعتمد هذا الأسلوب على أربعة عناصر وهي:

- الحرية في طرح الأفكار.
- تقديم أكبر عدد من الأفكار.
- المزج بين الأفكار المطروحة وتحسينها.
- عدم نقد الأفكار المطروحة.

تعتبر هذه المرحلة من المراحل الفكرية الصعبة لأن عملية المفاضلة بين البدائل ليست عملية واضحة وسهلة حيث أن مزايا وعيوب كل بديل قد لا تظهر وقت بحثها ولكن العديد منها يظهر عند تنفيذ الحل مستقبلا (صالح وآخرون، 2019، ص11-12)

4-مرحلة اختيار أحسن البدائل: تعتبر عملية الاختيار النهائي من بين البدائل المتاحة لحل المشكلة ومن بين أهم مراحل اتخاذ القرار، حيث يستند هنا متخذ القرار على مدى نجاح النتائج المرجو تحقيقها، إضافة إلى التكلفة والمخاطر وسرعة تحقيق الأهداف مع مراعاة توفر الموارد اللازمة والظروف الملائمة، تعتبر هذه المرحلة الأكثر تعقيدا وصعوبة كونها تتطلب مجهودا فكريا من متخذ القرار لإجراء الموازنة لمزايا وعيوب كل بديل من البدائل المقترحة (قرازم، 2017، ص30-31)

5-تنفيذ القرار ومتابعته: تتمثل هذه الخطوة في مجموعة من الإجراءات التنفيذية التي يتم من خلالها تجسيد القرار على أرض الواقع، لذا ينبغي توفر مجموعة من الشروط من أجل تحقيق الأهداف المرجوة، من بينها مدى كفاءة القائمين على تنفيذ القرار ومدى اقتناعهم بصحة الأخبار وبأهمية القرار، إضافة إلى توفر جميع الإمكانيات اللازمة لتنفيذه، بعد هذا تتم عملية متابعة القرار ومدى تطبيقه كما يجب ووفق الإجراءات المتفق عليها وإن كان قد حقق الهدف أم لا والتعرف على أوجه القصور والعقبات التي تنشأ أثناء التنفيذ ومعالجتها (أحمد، 1996، ص180)

ثانيا-ظروف اتخاذ القرار: تعتبر عملية اتخاذ القرار عملية صعبة ومعقدة نظرا لتحديدها للمشاكل والوقوف على حجمها وأسبابها ومعالجتها، إضافة إلى جمع البيانات والمعلومات الضرورية ودراسة متغيرات البيئة الداخلية والخارجية، تأتي صعوبة اتخاذ القرار من حيث اختيار البديل خاصة إذا كانت البدائل متقاربة والمفاضلة بينها صعبة مما يجعل متخذ القرار أمام موقف صعب.

يتم اتخاذ القرار من خلال مجموعة من البيانات والمعلومات، هذه الأخيرة قد تخضع لأحد الظروف التالية: التأكد التام، المخاطرة، عدم التأكد (محمد، 2017، ص25-26)

* **التأكد التام:** يكون متخذ القرار على علم تام بالظروف التي سوف تتحقق في المستقبل كما أن متخذ القرار يكون مسيطر على أبعاد المشكلة وعناصرها ومعلوماتها ولا يوجد أي احتمال للأحداث المتوقعة سواء كانت احتمالات ذاتية أو موضوعية بل هناك تأكيد تام لحدوثها، الأمر الذي يمنح لمتخذ القرار الثقة في عملية اتخاذ القرار.

* **حالة المخاطرة:** يكون متخذ القرار قادر على وضع احتمالات الحدوث، حيث يفترض في ظل ظروف المخاطرة أن متخذ القرار يعلم بحالات الطبيعة التي يمكن أن تحدث في المستقبل وتؤثر في العناصر والمبادئ العامة للقرار، كما أنه في هذه الحالة يكون القرار ناتج عن الخبرة السابقة ويتم إعداد الاحتمالات الخاصة بالظروف المتوقعة الحدوث مستقبلا بناء على المعلومات السابقة، مما يمنح احتمالات موضوعية وتكون المخرجات معروفة بدرجة احتمالية.

* **حالة عدم التأكد:** تكون فيها المعلومات حول حالات الطبيعة معلومات احتمالية فمتخذ القرار لا يعلم بتأكد أي الأحداث الممكنة التي سوف تحدث فعلا، فتتصف أبعاد المشكلة وعناصرها ومعلوماتها

بالغموض الأمر الذي يفقده الثقة وعدم القدرة على اتخاذ القرار، يمكن تقسيم حالة عدم التأكد إلى قسمين

1- حالة الجهل الكامل: هي الحالة التي لا يوجد لدى متخذ القرار أي معلومة احتمالية بشأن الأحداث المستقبلية وبالتالي لا يستطيع وضع توزيع احتمالي للأحداث المحتملة.

2- حالة الجهل الجزئي: هي الحالة التي يكون فيها لدى متخذ القرار معلومات كافية تمكنه من وضع توزيع احتمالي.

هناك بعدين رئيسيين لحالة التأكد وعدم التأكد، حيث يشير البعد الأول إلى صعوبة في اتخاذ القرار نتيجة صعوبة أبعاده بسبب عدم توفر المعلومات عنها وحتى لو توفرت فقد تكون غير مفهومة وغامضة بينما يشير البعد الثاني إلى التغيير في أبعاد اتخاذ القرار، فإذا كانت أبعاد القرار تتسم بالاضطراب والتغيير فإن متخذ القرار يلاحق الأمر بالدراسة والفهم وسيكون الأمر غامض ويتسم بعدم التأكد.

قدم (Ducan) معايير ظروف القرار حسب تغير بيئة القرار إلى:

- **الظروف المعقدة والبسيطة :** الظروف البسيطة هي تلك الظروف التي تكون فيها العوامل الواجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار قليلة وموجودة في مراكز اتخاذ القرار، أما الظروف المعقدة هي التي تضمن عددا كثيرا من العوامل الموزعة في عدد كبير من مراكز اتخاذ القرار.

- **الظروف المستقرة والمتغيرة :** الظروف المستقرة هي تلك الظروف التي تبقى فيها العوامل الواجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار نفسها دون تغير، أما الظروف المتغيرة فهي تلك التي تتغير فيها عوامل اتخاذ القرار بصورة كبيرة وغير متوقعة (محمد، 2017 ، ص27)

المطلب الثالث: القرار التمويلي

يبحث قرار التمويل في كيفية حصول المؤسسة على الأموال الضرورية لتمويل مشاريعها إما بإصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة.

أولا-تعريف القرار التمويلي: يعرف على أنه القرار الذي يبحث في الكيفية التي تتحصل منها المؤسسة على الأموال اللازمة للاستثمار، هل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أم اللجوء إلى الاستدانة

ويرتبط هذا القرار ارتباطا وثيقا بالقرار الاستثماري من أجل المقارنة بين المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله (محمد، 2017، ص332)

قرار التمويل هو قرار ينطوي على اختيار المصادر التي يتم الحصول منها على الأموال اللازمة للشركة بناء على ما أجرته من دراسات مسبقة ومعمقة للهيكل المالي والذي يتسم بأقل تكلفة، حيث تستطيع الشركة من خلال هذه الدراسات الاختيار بين البدائل المتعددة لمصادر التمويل سواء كانت مصادر داخلية أم خارجية (القاضي وآخرون، 2016، ص309)

يعرف قرار التمويل بأنه توفير الأموال للشركة وتعظيم قيمة أسهمها في السوق بأقل تكلفة ممكنة (Narjess et al ,2005,p02) .

يعتبر قرار التمويل من أكثر المجالات أهمية لمدراء المالية لما له من تأثير مباشر على أداء الشركة وهيكلها المالي، حيث يسعى المدير المالي لأي شركة دائما إلى تعظيم الرفاهية الاقتصادية للملاك ممثلا في القيمة السوقية لها (Kumer , Anjum , Nayyar , 2012).

- يغطي قرار التمويل ثلاثة أنواع رئيسية من القرارات: (Charreaux , 2000,p26) .

- اختيار الهيكل المالي ويعني التنويع بين الأموال المقدمة من طرف المساهمين والديون المالية.
- الاختيار بين التمويل الداخلي (التمويل الذاتي) والتمويل الخارجي (الأموال المقدمة من طرف المساهمين أو الاستدانة).
- سياسة توزيع الأرباح أي الاختيار بين احتجاز الأرباح أو توزيعها على المساهمين

ثانيا- أهمية القرار التمويلي: تأتي أهمية قرارات التمويل من الحاجة إلى الأموال وتزايد كلما تزايدت الحاجة إليها ويعد قرار التمويل من أهم القرارات التي تتخذها الإدارة حيث لا يمكن أن يتخذ قرار استثماري قبل توفير التمويل اللازم له وفي الوقت المناسب وبأقل تكلفه ممكنه، إن جوهر قرارات التمويل تدور حول تحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل سواء مملوكة أو مقترضة.

1-أهمية التمويل للعملاء: يعتبر التمويل مصدرا لسد الفجوات التمويلية والتي يحتاجون لها حسب نوع التمويل من حيث الزمن .

2-أهمية التمويل للبنك: يعتبر التمويل المصدر الرئيسي لتحقيق إيرادات البنك من خلال الإيرادات المحصلة لمواجهة النفقات وتعظيم الأرباح التي يتم توزيعها على المودعين وعلى المساهمين أصحاب رأسمال البنك، بالإضافة إلى أهميته كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية والاجتماعية.

3-أهمية التمويل للاقتصاد القومي: يساهم التمويل في مواجهة الاحتياجات الحقيقية لمختلف نواحي النشاط الاقتصادي، بما يعمل على دفع عجلة التنمية تحقيق الرفاء الاقتصادي والاجتماعي والمساهمة في خلق فرص العمل وزيادة معدل النمو للدخل القومي (عبد المنعم، 2018، ص79-80)

المطلب الرابع: مخاطر وضمانات التمويل والاحتياج التمويلي

أولاً-مخاطر وضمانات التمويل

ككل عملية تمويل فإن المؤسسة تواجه عدة مخاطر أثناء تمويلها ولا بد لها من توفير الضمانات اللازمة لذلك، سنتطرق إلى المخاطر التمويلية أولاً ثم إلى الضمانات المقدمة لذلك ثانياً.

I- مخاطر التمويل : تواجه المؤسسات أثناء عملية تمويلها عدة مخاطر تتمثل فيما يلي (الحاج، 2002، ص 22-23)

1- المخاطر المادية: هي تلك المخاطر التي قد تتسبب في تلف المشروع أو جزء من المشروع الممول، حيث لا يمكن في هذه الحالة تسديد المبالغ المقترضة مما يلحق خسائر وتكاليف إضافية مثل مخاطر احتراق المشروع، أو التلف بسبب الكوارث الطبيعية.

2- المخاطر الفنية: هي تلك المخاطر التي تتبع من حقيقة أن مهارة تنفيذ المشروع ومستوى جودة البناء للمشروع قد لا تتناسب مع المخطط له من استغلال الاستثمار في الفترة الزمنية المحددة لذلك وينشأ عن ذلك مشروع غير مؤهل فنيا للاستغلال وإذا نجح فإنه يستهلك موارد أكثر من تلك المحددة عند وضع الخطة وبالتالي تنشأ خسائر لم تكن متوقعة.

3- المخاطر الاقتصادية: هي تلك المخاطر الناجمة عن أسباب اقتصادية بحتة وتنقسم إلى نوعين

1-خطر انخفاض الطلب على المنتج أو المشروع الممول، مما يعني عدم الحصول على مردود مالي يتم من خلاله تسديد أقساط التمويل وباقي الالتزامات الأخرى والأسباب التي تؤدي إلى انخفاض الطلب على المشروع المقدم أو الخدمة كثيرة منها انخفاض الدخل ونوع الخدمة.

2-مخاطر عدم كفاية عرض الموارد اللازمة لتنفيذ المشروع وبالتالي قد لا يمكن إنجازه.

II- ضمانات التمويل : تقوم المؤسسات التي تطلب القرض بتقديم معلومات ذات أهمية كبيرة تسمح للبنك بتقييم وتقدير وضعيتها وإمكانياتها وبناءا على هذا التقدير يتم إما قبول القرض أو رفضه وبما أنه لا يمكن إلغاء الخطر بصفة نهائية ومن أجل زيادة الاحتياط قد يلجأ البنك إلى طلب ضمانات كافية، حيث تختلف طبيعة الضمانات التي يطلبها، يمكن على العموم تصنيفها إلى صنفين رئيسيين هما الضمانات الشخصية والضمانات الحقيقية نوجزهما فيما يلي : (لطرش، 2005 ، ص165-168) .

1. الضمانات الشخصية: هي الوعود التي يقدمها الأشخاص بموجبها يعدون بتسديد الدين في حالة عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات في تاريخ الاستحقاق وعلى هذا الأساس فالضمان الشخصي لا يمكن أن يقوم به الشخص المدين شخصيا ولكن يتطلب ذلك تدخل شخص ثالث للقيام بدور الضمان ويمكن تميز نوعين من الضمانات الشخصية هما الكفالة والضمان الاحتياطي.

أ. الكفالة: هي نوع من الضمانات الشخصية يلتزم بموجبها شخص معين بتنفيذ التزامات المدين إذ لم يستطع الوفاء بهذه الالتزامات عند حلول آجال الاستحقاق ويتطلب أن يكون ذلك مكتوب ومنظم بدقة ووضوح، كما يجب ضرورة إعلام المدين بمبلغ الدين محل الالتزام وآجاله خلال فترة معينة لتفادي الكثير من المنازعات الناجمة عن سوء التفاهم بين البنوك والعملاء.

ب. الضمان الاحتياطي: هو التزام مكتوب من طرف شخص معين يتعهد بموجبه على تسديد مبلغ ورقة تجارية أو جزء منه في حالة عدم قدرة الموقعين عليها على التسديد ويختلف على الكفالة كونه يطبق فقط في حالة الديون المرتبطة بالأوراق التجارية كالسند لأمر، السفتجة والشيكات والهدف من هذه العملية هو ضمان تحصيل الورقة في تاريخ الاستحقاق كما يختلف الضمان الاحتياطي عن الكفالة في كون الأول هو التزام تجاري بالدرجة الأولى .

2. الضمانات الحقيقية : ترتكز الضمانات الحقيقية على موضوع الشيء المقدم للضمان وتتمثل هذه الضمانات في قائمة واسعة من السلع والتجهيزات والعقارات وتعطى على سبيل الرهن وليس على سبيل تحويل الملكية من أجل ضمان استرداد القرض، يمكن للبنك أن يقوم ببيع هذه الأشياء عند التأكد من استحالة استرداد القرض ويمكن أن يشرع في عملية البيع هذه خلال 15 يوما ابتداء من تاريخ القيام بتبليغ عادي للمدين، يمكن أن يأخذ هذا النوع من الضمان نوعين هما الرهن الحيازي والرهن

العقاري.

1. الرهن الحيازي: وينقسم إلى نوعين : (لطرش، 2005، ص169-170) .

- الرهن الحيازي للإيرادات والمعدات الخاصة بالتجهيز: يسري هذا النوع على الأثاث والأدوات ومعدات التجهيز والبضائع، حيث يجب على البنك قبل الشروع بالإجراءات القانونية الضرورية أن يتأكد من سلامة هذه المعدات والتجهيزات والتأكد من أن البضاعة المرهونة غير قابلة للتلف وأن لا تكون قيمتها معرضة للتغيير بفعل تغيرات الأسعار.

- الرهن الحيازي للمحل التجاري: يتكون من عناصر عديدة من بينها عنوان المحل التجاري والأسس التجارية والحق في الإجازة، الأثاث التجاري، المعدات، آلات وبراءة الاختراع والرخص... ولكن إن لم يشمل عند الرهن الحيازي المحل التجاري وبشكل دقيق وصريح أي العناصر التي تكون محل للرهن فإنه في هذه الحالة لا يكون شاملا إلا عنوان المحل التجاري والحق في الإجازة والذبائن والشهرة التجارية.

2. الرهن العقاري : هو عبارة عن عقد يكتسب بموجبه الدائن حقا عينيا على العقار للوفاء بدينه ويمكن أن يستوفي دينه من ثمن ذلك العقار ولا يتم الرهن إلا على العقار الذي يستوفي بعض الشروط التي تعطي للرهن مضمون حقيقي، أما العقار ينبغي أن يكون صالحا للتعامل فيه وقابل للبيع في المزاد العلني كما يجب أن يكون معينا بدقة من حيث طبيعته وموقعه وذلك في عقد الرهن أو في عقد رسمي لاحقا وإن لم تتوفر هذه الشروط فإن الرهن يكون باطلا وإذا حل استحقاق الدين ولم يقم المدين بالتسديد فإنه يمكن

للدائن وبعد تنبيه المدين بضرورة الوفاء بالديون المستحقة عليه أن يقوم بنزع ملكية العقار منه

ويطلب بيعه (لطرش، 2005، ص170-172) .

ثانيا- الاحتياجات التمويلية

تنقسم الاحتياجات التمويلية في المؤسسة إلى قسمين تمويل الاستثمار (دورة الاستثمار) وتمويل الاستغلال (دورة الاستغلال) حيث يمثلان النشاط العادي للمؤسسة، يمكن أن تأتي ظروف غير عادية واستثنائية تفرض على المؤسسة اللجوء إلى زيادة الحاجة إلى التمويل . (بوشوشة، 2016، ص93)

أولاً-تمويل النشاط العادي للمؤسسة: في هذا النوع نجد تمويل دورة الاستثمار وتمويل دورة الاستغلال:

أ- دورة الاستثمار: تعرف دورة الاستثمار بأنها تحويل طبيعة الملكية النقدية للأموال إلى ملكية أصول متميزة مخصصة لاستعمالها في عدة دورات إنتاج، تتمثل هذه الأصول المتميزة في الاستثمارات المادية (الأراضي والمباني، الآلات وغيرها) وهي أصول ثابتة ثم حيازتها وتشغيلها لأجل استعمالها في دورة الاستغلال لعدة سنوات ليتم في نهاية حياتها التنازل أو التخلي عنها، بالتالي فإن دورة الاستثمار تخص اقتناء واستعمال الأصول الثابتة التي تشمل وسائل العمل للمؤسسة (الآلات، الشاحنات)، فهي دورة طويلة الأجل. تبدأ دورة الاستثمار عند إنشاء المؤسسة باقتناء الوسائل الضرورية لنشاطها من محلات وأراضي و تنمو مع نمو المؤسسة بإعادة استثمار الاهتلاكات المتراكمة وتحسين الطاقة الإنتاجية وتنتهي بتصفية المؤسسة سواء بالإفلاس أو تغيير النشاط وهي قرارات استثنائية غير متكررة مرتبطة باستراتيجية المؤسسة.

ب- دورة الاستغلال: يطلق عليها كذلك دورة الإنتاج وهي دورة قصيرة الأجل لا تتجاوز السنة غالباً وتعرف بأنها عملية التبادل والإنتاج التي تضمن سير عمل المؤسسة وتشغيل رأس المال الإنتاجي الذي تم حيازته بواسطة دورة الاستثمار، حيث يعتبر شراء المواد الأولية أول مرحلة في هذه الدورة ليتم تخزينها وترتيبها وتحويلها إلى منتجات نهائية باستعمال الآلات ومشاركة العمال والإطارات التقنية، بعد ذلك يتم بيعها كآخر مرحلة من هذه الدورة، تبدأ دورة الاستغلال بالإنفاق النقدي وتنتهي بالتحصيل النقدي.

تتميز دورة الاستغلال بما يلي:

- العديد من العمليات ذات الطابع المادي: شراء، تخزين، بيع.

- العديد من العمليات ذات الطابع النقدي: تسديد، تحصيل.

- العديد من عمليات التخزين الوسيطة: تخزين المواد الأولية، تخزين المنتجات النصف مصنعة، تخزين المنتجات التامة.

- الارتباط بين التدفقات المادية والنقدية الخاصة بالإنفاق والتحصيل.

- التجديد الدوري للعمليات حسب مخططات المؤسسة وطبيعة منتجاتها وعملياتها الإنتاجية.

- قد يحدث اختلال في المدة الزمنية بين التدفقات المادية والنقدية مما قد يؤدي إلى وجود حاجة للتمويل أي الاحتياج في الرأس المال العامل.

- حدوث خسائر محتملة لعدم الموازنة بين تنفيذ مخطط التدفقات النقدية ومخطط التدفقات المالية.

تختلف مدة دورة الاستغلال من مؤسسة إلى أخرى نظرا لعدة عوامل من أهمها طبيعة النشاط الإنتاجي للمؤسسة، مميزات سوق المواد الأولية وسوق البيع، قنوات التوزيع، ظروف وحتمية التخزين، شروط الدفع. نظرا لتمييز دورة الاستغلال بقصر مدتها فإن طبيعة التمويل المخصص لتمويلها سوف يكون تمويل قصير الأجل، لكن قد لا تتحقق هذه القاعدة حيث تلجأ المؤسسة لتغطية الاحتياجات القصيرة الأجل بمصادر طويلة الأجل باستعمال رأس المال العامل وهو الذي يمثل ذلك الجزء من الأموال الدائمة الفائض عن تغطية الاحتياجات الدائمة والذي يوجه لتمويل دورة الاستغلال تدعيما للتوازن المالي للمؤسسة (بوشوشة، 2016، ص93)

ثانيا- تمويل النشاط الاستثنائي: قد تواجه المؤسسة ظروفًا معينة واحتياجات خاصة تفرض عليها ضرورة مواجهة هذه الظروف والبحث عن التمويل اللازم لتغطية الاحتياجات التي تنتجها هذه الظروف الخاصة نذكر منها:

- استغلال فرص متاحة: أي استغلال الفرص المتاحة أمام المؤسسة وزيادة نشاطها ورفع حصتها السوقية كظهور أسواق جديدة، رفع الاحتكار عن قطاع معين .

- مواجهة تهديدات محتملة: قد تبرز أمام المؤسسة العديد من التهديدات والمخاطر التي قد تهدد حصتها السوقية أو تهدد وجودها مما يجبرها على انتهاج استراتيجيات مواجهة هذه التهديدات وهو ما يعني الحاجة للاستثمار وبالتالي التمويل كدخول منافسين جدد، نهاية حالة احتكار كانت تتمتع بها المؤسسة، ظهور تكنولوجيات جديدة أو منتجات جديدة .

- الوصول إلى مرحلة الزوال: تمر المنتجات بأربعة مراحل وهي الانطلاق، النمو، النضج، الزوال، فعند وصول المنتج إلى مرحلة الزوال لابد على المؤسسة أن تجد في هذا المنتج بتطويره أو تعويضه بمنتج آخر مما يلزمها بتمويل واسع لنشاطات البحث والتطوير أو حيازة تكنولوجيات من خارج المؤسسة تسمح بتطوير هذا المنتج.

- الرغبة في تحقيق هيكل مالي معين : قد ترغب المؤسسة في تحقيق هيكل مالي معين يتكون من توليفة (الأموال الخاصة، القروض) فقد تفضل المؤسسة زيادة الأموال الخاصة إلى القروض بهدف تحقيق الاستقلالية المالية، بالتالي إمكانية الحصول على قروض جديدة أو زيادة نسبة القروض للاستفادة من درجة الرفع المالي وبهدف إعادة التوازن إلى الهيكل المالي فإنه سوف يتم اللجوء إلى التمويل بالعنصر المناسب سواء كان أموال خاصة أو قروض.

- معالجة اختلالات التوازن المالي : ينشأ التوازن المالي الأمثل في المؤسسة عندما تكون الخزينة صفرية أي: الخزينة = رأس المال العامل - الاحتياج في رأس المال العامل.

فعندما تكون الخزينة أقل من الصفر فهذا يعني اختلال التوازن المالي للمؤسسة، أي أن المؤسسة تعاني من ضعف في التمويل، بالتالي فإنها سوف تلجأ إلى زيادة التمويل بمصادر طويلة الأجل من أجل معالجة الاختلال في التوازن المالي (بوشوشة، 2016، ص 94).

المطلب الخامس: السياسات التمويلية للمؤسسة وأهدافها

تهتم سياسة التمويل بكيفية الحصول على الأموال اللازمة ومن مختلف المصادر التمويلية بأقل تكلفة ومخاطرة من أجل تحقيق الأهداف المحددة.

- يمكن تعريف السياسة التمويلية بأنها الخطوات التي يتم إتباعها للاختيار الأمثل لطريقة تمويل نشاطات المؤسسة، حيث يجب أن تكون هذه الطريقة متناسبة مع وضعية المؤسسة المالية لتحقيق أهدافها من خلال إستراتيجيتها المالية (بوشوشة، 2016، ص 87).

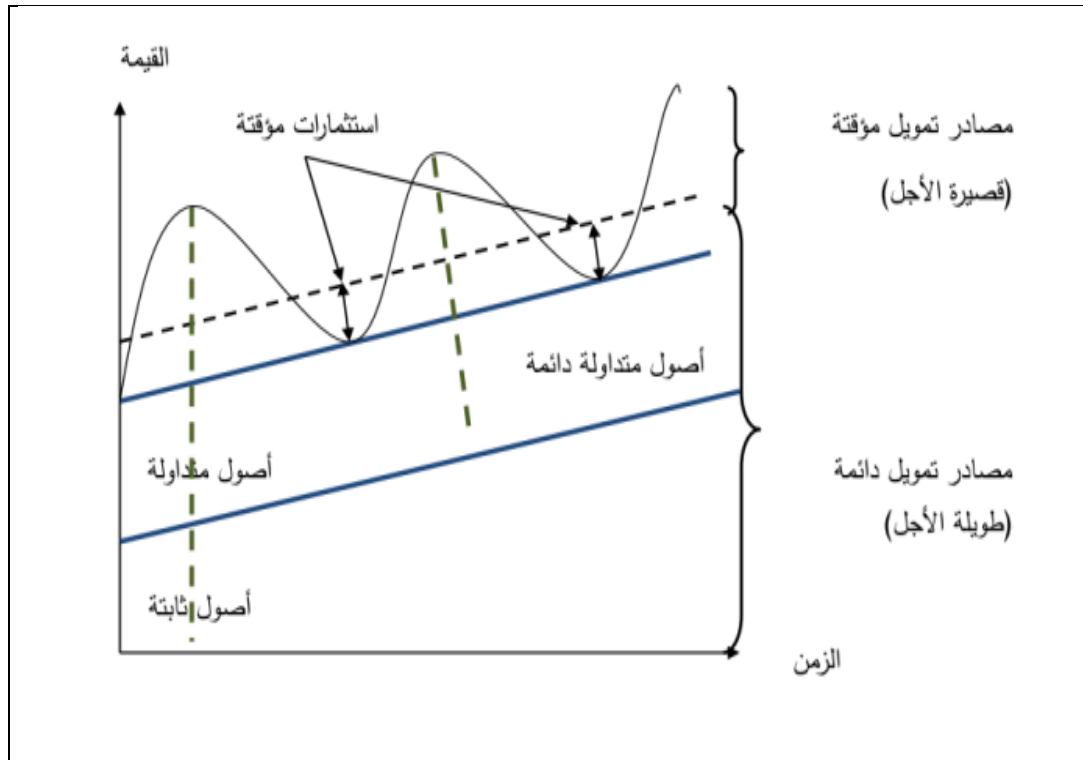
أولاً- أنواع السياسات التمويلية للمؤسسة: توفر الشركة الأموال التي تحتاجها عن طريق مصادر متعددة ومتنوعة منها ما هو قصير الأجل، متوسط الأجل، طويل الأجل ومن هذه المصادر ما هو مقترض وما هو ممتلك، إن السياسة التمويلية التي تعتمد عليها الشركة في تشكيل هيكلها المالي هي

عبارة عن مزيج من المصادر المستخدمة لتمويل احتياجاتها المالية وعادة ما توجد ثلاث أنواع لسياسات التمويل نذكرها فيما يلي: (الهندي، 2000، ص211)

أ. **سياسة التمويل المتحفظة:** حسب هذه السياسة فإن استخدام مصادر التمويل طويلة الأجل لا يقتصر على تمويل الأصول الدائمة بل يتعداه إلى تمويل جزء من الأصول المتداولة للتقليل من مخاطر العسر المالي .

أي هي السياسة التمويلية التي تتبعها الشركة عندما تكون إدارتها محافظة بحيث تقوم بالاعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل لتمويل جزء من أصولها القصيرة الأجل لتفادي انخفاض القدرة على السداد أو ارتفاع أسعار الفائدة قصيرة الأجل، تخفض هذه السياسة من مخاطر العسر المالي الذي ينتج عنه انخفاض في مستوى العائد (Brigham , Ehrhart, 2005) .

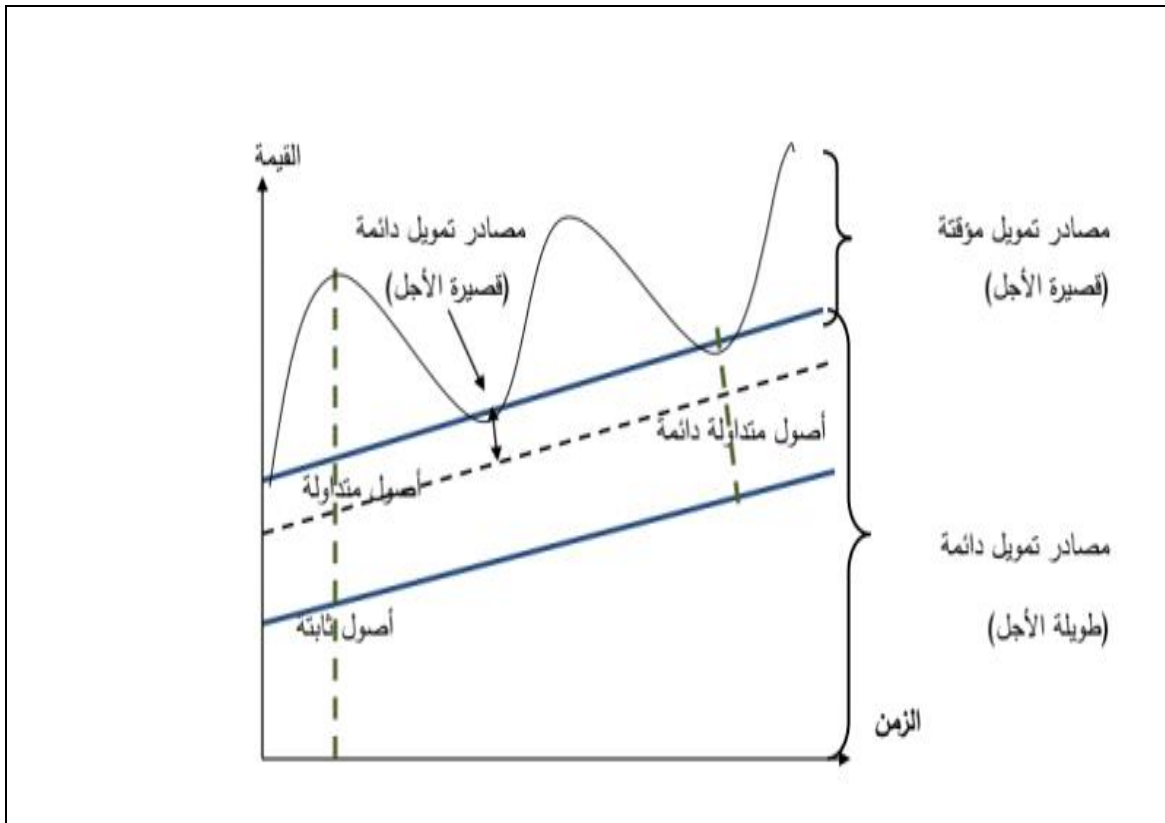
الشكل رقم 8: السياسة المتحفظة في التمويل



المصدر: هندي، 2000، ص226 .

ب. سياسة التمويل المجازفة: هي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تكون إدارة المؤسسة جريئة بحيث تستخدم المؤسسة مصادر التمويل قصيرة الأجل في تمويل جزء من الأصول الدائمة من أجل زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب عنه من ارتفاع في مخاطر أسعار الفائدة واضطرار المؤسسة إلى إعادة التجديد بأسعار الفائدة المرتفعة، يتم إتباع هذه السياسة في حالة توقع حدوث انخفاض في أسعار الفائدة (Brigham , Ehrhart, 2005) .

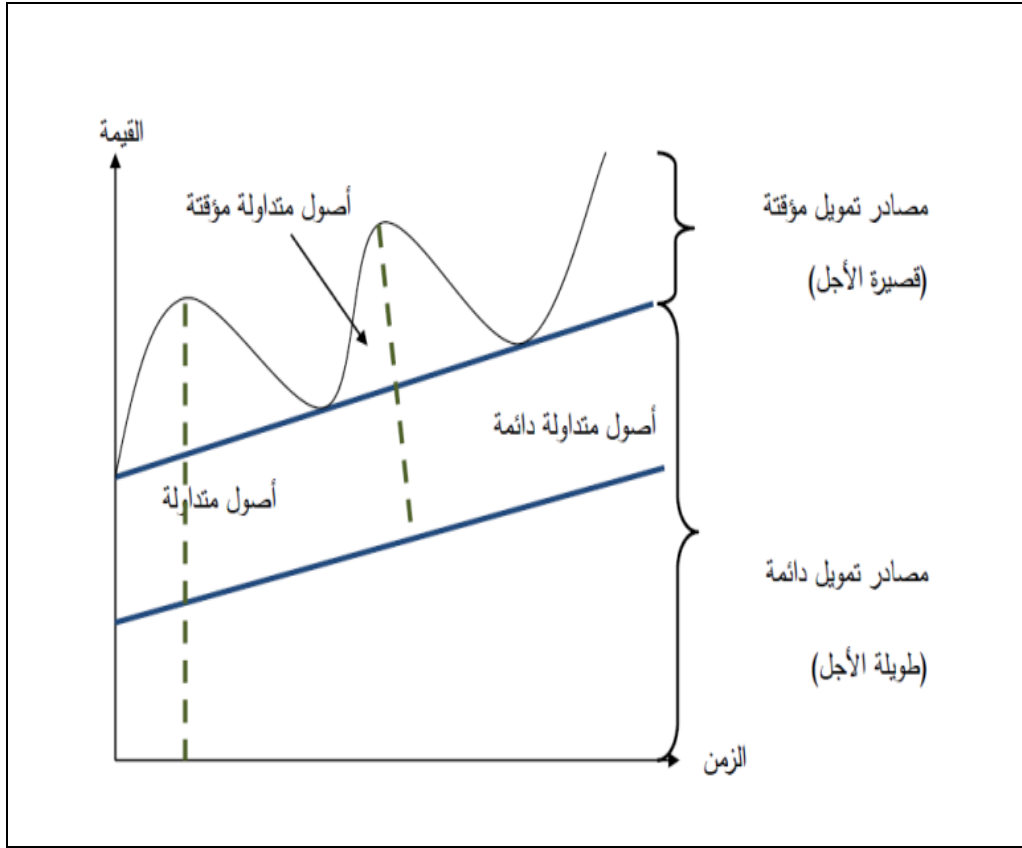
الشكل رقم 9: السياسة المجازفة في التمويل



المصدر: هندي، 2000، ص 227

ج. سياسة التمويل المثلى (مبدأ التغطية): تقوم هذه السياسة بالالتزام بمبدأ التغطية الذي يقضي بضرورة ملائمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في التمويل، ما يجعل الشركة تمول الأصول الدائمة من المصادر طويلة الأجل، تتبع الشركة هذه السياسة عندما لا تتمكن من معرفة ما سيحدث لأسعار الفائدة، تتأثر هذه السياسة بالظروف المحيطة بالشركة وعلى توقعاتها بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها (Brigham , Ehrhart, 2005).

الشكل رقم 10: السياسة المثلى في التمويل



المصدر: هندي، 2000 ص 225 .

ثانيا-أهداف السياسة التمويلية: من أهم الأهداف التي تسعى السياسة التمويلية تحقيقها نذكر ما يلي
(بوراس، 2008، ص 25)

1- تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال: تولد كل من دورة الاستغلال والاستثمار نفقات ومداخيل وقد تكون هذه المداخيل لا تكفي لتمويل كل احتياجات دورة الاستغلال والاستثمار، ما يؤدي إلى البحث عن مصادر للتمويل سواء من طرف الخواص أو البنوك أو الدولة وهذا هو الدور الأساسي لسياسة التمويل .

2- ضمان مستوى السيولة: تفاديا للوقوع في خطر عدم السداد فإن سياسة التمويل يجب أن تحافظ على مستوى معين من السيولة لمواجهة الالتزامات المالية للمؤسسة.

3- **تعظيم المردودية:** تسعى سياسة التمويل إلى الحصول على مصادر التمويل والتي يتم المزج فيما للحصول على استثمارات ذات مردودية كبيرة وفي نفس الوقت تخفيض تكلفة التمويل التي يجب أن تقل عن المردودية المحققة من الاستثمارات التي تم حيازتها بواسطة سياسة التمويل .

4- **محاولة زيادة حجم المؤسسة واكتسابها قوة وتحقيق معدلات نمو عالية:** لا يقدر حجم المؤسسة من الناحية المالية برقم الأعمال أو القيمة المضافة المحققة أو حجم الاستثمارات، بل بالمجموع العام لهذه العناصر الذي تمثل قيمة المؤسسة ككل.

5- **التأقلم مع المحيط المالي للمؤسسة:** يفرض المحيط المالي على المؤسسة مجموعة من القيود والتهديدات كما يمكن أن يتيح مجموعة من الفرص، لذلك لا بد على سياسة التمويل أن تأخذ بعين الاعتبار مكونات المحيط المالي وهو ما يسمح للمؤسسة بالتأقلم مع مكونات هذا المحيط من خلال التشخيص الجيد لمحيط المؤسسة المالي ومكوناته المختلفة.

خاتمة المبحث:

في الختام، يعد القرار التمويلي من الركائز الأساسية التي تقوم عليها استدامة الشركات ونموها، حيث ينعكس بشكل مباشر على الهيكل المالي، وتوزيع الموارد، وتحقيق الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة. ويشمل هذا القرار تحديد مصادر التمويل الأنسب، سواء كانت داخلية أو خارجية، قصيرة أو طويلة الأجل، مع مراعاة التوازن بين المخاطرة والعائد. كما يتأثر القرار التمويلي بجملة من العوامل، منها الظروف الاقتصادية، وتكلفة رأس المال والوضع المالي للمؤسسة.

إن حسن اتخاذ القرار التمويلي لا يضمن فقط تمويل العمليات والمشاريع بفعالية، بل يساهم أيضاً في تعزيز القيمة السوقية للمؤسسة وزيادة ثقة المستثمرين

المبحث الثاني: مصادر التمويل وتكلفتها

تسعى المؤسسة للبحث عن مختلف مصادر التمويل بكل أنواعها وبأقل تكلفة ممكنة تحقيقاً لأقصى ربحية ممكنة، حيث سنتطرق في هذا المبحث إلى مصادر التمويل الطويلة، القصيرة والمتوسطة الأجل ثم إلى تكلفة كل مصدر من هذه المصادر

المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل

يقصد بها ذلك النوع من التمويل الذي يستخدم لتمويل الاستثمارات الجارية قصيرة الأجل التي لا تتجاوز السنة وينقسم إلى نوعين أساسيين هما الائتمان التجاري والائتمان المصرفي نذكرهما فيما يلي

1- الائتمان التجاري: يظهر الائتمان التجاري في اللحظة التي يبيع فيها المورد البضائع ولا يطلب دفعا فورياً، بالتالي فهو يسمح بمدة دفع في المستقبل (Pollozhani, Sela , 2020,p542) .

-يعرف بأنه تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء البضاعة قصد إعادة بيعها أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة تامة الصنع ودون الدفع الفوري لقيمة المشتريات، أي منح فترة زمنية معتبرة (قصيرة) (Berk, Demazro , 2008 ,p836) .

-هي عبارة عن قروض قصيرة الأجل تتمثل في المشتريات الآجلة للسلع والخدمات تتحصل عليها المؤسسة من الموردين، إن المؤسسة التي تستخدم الائتمان التجاري قد تنتهي بدفع سعر أعلى من سعر الشراء لذلك يعد هذا المصدر ذو تكلفة عالية في التمويل (ناصر، البدران، 2014، ص89)

- بشكل عام يوفر المورد ائتماناً تجارياً لبعض العملاء المحددين لتأجيل الدفع مقابل السلع أو الخدمات التي حصل عليها هؤلاء العملاء بالفعل، بالتالي فإن العلاقة بين المقترض ومورد الائتمان التجاري يمكن أن تدل على علاقتهما طويلة الأمد (Rahman et al , 2018,p134)

ويتحدد الائتمان التجاري بثلاثة محددات رئيسية تتلخص فيما يلي: (عبد الرحيم، 2008، ص39-40)

أ- الظروف الاقتصادية: حيث تكون في حالة الكساد صعوبة في الحصول على الائتمان التجاري ولا يمنح الموردون تسهيلات بسهولة وفي حالات معينة قد لا يستطيع المورد أن يمنح الائتمان خاصة لهؤلاء الذين يؤجلون السداد ولهذا السبب فإن معظم المؤسسات تحاول أن تحافظ على سداد الائتمان.

ب - **عوامل الصناعة:** تعتبر الامتيازات العلمية للصناعات التي يعمل بها البائع والمشتري عنصر هام في تحديد الائتمان، فهناك ارتباط وثيق بين مدة الائتمان وعمر السلعة، فمثلا تكون فترة الائتمان للسلع الغذائية قصيرة في حين أن السلع المعمرة تتمتع بفترة ائتمان أطول.

ج - **طبيعة المؤسسة:** هناك عوامل من داخل المؤسسة تؤثر على الائتمان، كالقوة المالية للمورد والمشتري، فالقوة المالية للمشتري تمكنه من الحصول على شروط ائتمان أفضل وذلك لانخفاض درجة الخطر، على عكس المؤسسة التي تعاني من ضعف مالي تحتاج إلى شروط ائتمانية أفضل، لكنها لا تستطيع أن تحصل عليه إلا في حالة وجود منافسة قوية.

- **أنواع الائتمان التجاري:** يندرج ضمن هذا النوع من الائتمان الحسابات الجارية، الأوراق التجارية نذكرها فيما يلي:

1- **الحساب المفتوح (الحساب الجاري):** هو أكثر أشكال الائتمان التجاري استعمالا يفتح فيه البائع للمشتري حسابا في دفاتره يسجل فيه ثمن ما باعه من بضاعة بالحساب والمبالغ التي سددها يطلق عليها أيضا اسم الحساب المفتوح (المركبي، 2010، ص312)

حيث يقوم البائع بتوريد البضاعة المطلوبة للمشتري ويرسل إليه الفاتورة متضمنة الكمية، السعر، القيمة حيث تدرج هذه الأخيرة لديه ضمن حساب الذمم، يقوم المشتري بقيد القيمة لحساب البائع وتدرج القيمة ضمن حساب الدائنين ويكون مستند الدائنية والمديونية هو الفاتورة وصورتها والقيود الحسابية المسجلة بالدفاتر التجارية، يظهر الحساب المفتوح في الأصول المتداولة للمورد وفي الخصوم المتداولة للمشتري (المركبي، اللحلح، دون سنة النشر، ص312)

2- **الأوراق التجارية:** أهم ما يميز هذه الأوراق سرعة تداولها وعدم تقيدها بالقيود المتعارف عليها في قواعد القانون المدني، كما أن العرف يدخل في توفير قدر كبير من الضمان لها وإضفاء درجة من الثقة عليها من أهمها الكمبيالة والسند الأذني والشيك وأذونات الخزينة .

1-2 **الكمبيالة:** هي صك أو ورقة تتضمن أمرا صادرا من الدائن (صاحب الكمبيالة) إلى المدين (المسحوب عليه) بأن يدفع لشخص ثالث (المستفيد) في تاريخ معين أو قابل للتعيين مبلغا معينا.

2-2 **السند الأذني:** هو صك يتعهد فيه المدين (محرر السند) بدفع مبلغ معين في تاريخ معين للمستفيد قد يكون التعهد بالدفع لحامل السند ويعرف السند في هذه الحالة بأنه سند لحامله ويختلف السند الأذني عن الكمبيالة في كونه لا يعتبر ورقة تجارية إلا إذا كان نتيجة لعملية تجارية وأن استعماله يقتصر على العمليات الداخلية إضافة إلى عدم جواز خصمه لدى البنك المركزي .

2-3 **الشيك:** هو ورقة تتضمن أمراً صادراً من الساحب إلى المسحوب عليه بأن يدفع لشخص ثالث أو لحامله مبلغاً معيناً.

2-4 **أذونات الخزينة:** هي أداة ائتمانية قصيرة الأجل ليست من الأوراق التجارية وإن كانت تتشابه معها في جوانب كثيرة وهي سند بدين على الحكومة قصير الأجل (ثلاثة شهور في العادة) وعادة ما يكون هذا السند لحامله ويتضمن فائدة على الدين الذي يمثله لصالح المستفيد ويمكن خصمه لدى البنوك التجارية (حشيش، 2004، ص148).

-مزايا وعيوب الائتمان التجاري: يتمتع الائتمان التجاري بالعديد من المزايا منها: (عبد الرحيم، 2008، ص42)

* **السهولة:** يعتبر الائتمان التجاري ميسر لجميع أنواع المؤسسات فهو يحدث بطريقة تلقائية وبدون مفاوضات أو ترتيبات معينة للحصول عليه.

* **المرونة:** من المزايا الهامة الأخرى للائتمان التجاري المرونة فعند زيادة المبيعات فإن المشتريات من السلع والخدمات تزيد وبالتالي يرتفع حجم الائتمان التجاري تلقائياً والعكس عند انخفاض حجم المشتريات فإن الائتمان ينخفض.

* **قلة القيود أو عدمها:** لا تكون هناك شروط أو قيود صارمة تحد من حرية الجهات الطالبة للائتمان بينما تتمثل أهم عيوبها فيما يلي:

* **التأخر في تسديد مبلغ الائتمان** الذي يسبب للمؤسسة العديد من المشاكل، كصعوبة الحصول على مستحقاتها في المستقبل وتشويه سمعتها في السوق مما يفقدها مركزها وهو ما يؤدي بها إلى الخروج من السوق.

2- الائتمان المصرفي: يعد الائتمان المصرفي مصدرا مهما لتمويل المشروعات الاقتصادية والتي تكون فيها الحاجة إلى الأموال في مرحلتها التأسيس والتوسع مرتفعة ثم تبدأ بالانخفاض في مراحل الاستقرار والركود ومن خلال تلك الحاجة للأموال يتم تحديد نوع التمويل المصرفي المطلوب (قابوسة، 2008، ص130)

- يقصد به الثقة التي يضعها البنك التجاري في شخص ما حين يضع تحت تصرفه مبلغا ماليا أو يكفله فيه لفترة محددة متفق عليها ويقوم المقرض في نهايتها بالوفاء بالتزاماته مقابل عائد معين يحصل عليه البنك من المقرض يتمثل في الفوائد والعمولات والمصاريف (البنك المركزي، 2018)

- يقصد بالائتمان المصرفي تلك القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، حيث تعتمد عليه كنوع من التمويل بعد الائتمان التجاري، يعتبر أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المؤسسة في الاستفادة من الخصم، كما يعتبر أكثر مرونة من الائتمان التجاري حيث تحصل عليه المؤسسة في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة (الأحمد، 2013، ص14)

- يقصد به تلك الخدمات المقدمة للزبائن يتم بمقتضاها تزويد الأفراد بالأموال اللازمة مقابل تعهد المدين بتسديد تلك الأموال مع الفوائد والعمولات المستحقة عليها والمصاريف دفعة واحدة، أو على أقساط في تواريخ محددة، مقابل تقديم مجموعة من الضمانات في حالة توقف الزبون عن السداد بدون أية خسائر (الجزراوي، النعيمي، 2010، ص05-06)

خصائص الائتمان المصرفي: له عدة خصائص نذكرها فيما يلي (كريمة، 2018، ص37-38)

-الثقة : تفي درجة المخاطرة التي تتضمنها العملية.

-الغرض من القرض : يمثل الهدف من اللجوء إلى الاقتراض.

-قيمة المال الممنوح إلى القرض بطريقة مباشرة والقابل للصرف فورا بمجرد إتمام الاتفاق.

-الفائدة : تكون على مبلغ القرض كله من تاريخ الاتفاق إلى نهاية المدة.

-الضمانات : تتمثل في القيم المادية والمعنوية التي يقدمها العميل على شكل رهن في حالة عدم القدرة على السداد.

-المدة : الأجل الذي يمنح للمستفيد من أجل إرجاع قيمة القرض أو الفوائد أو كلاهما معا

وظائف وأهمية القروض المصرفية: إن القروض التي تقدمها البنوك تقوم بعدة وظائف من أهمها ما يلي: (عبد الكريم، بوجمعة، 2018، ص89)

- تمويل الإنتاج لمختلف احتياجات الاستثمارات في مختلف القطاعات
- تمويل الاستهلاك من خلال حصول المستهلكين على السلع الاستهلاكية وتأجيل دفع ثمنها وبالتالي يمكنهم البنك من الحصول على هذه السلع بواسطة القروض.
- القرض كذلك له وظيفة تسوية المبادلات وإبراء الذمم والتي تظهر أهميتها من خلال كمية وسائل الدفع في المجتمع ويمكن ملاحظة مثل هذا التعامل والاستخدام للنقود المصرفية في المجتمعات المتقدمة اقتصاديا، إذ أن معظم التعامل في تسوية المبادلات السلعية يكون بواسطة وسيلة للدفع أو وسيط للتبادل مع اعتماد أقل على النقود الحاضرة في القيام بهذه المهمة، هذا وتعد عمليات الإقراض من أهم مصادر التمويل للشركات والأفراد وهذا من خلال:
- تسهيل المعاملات التي أصبحت تقوم على أساس العقود والوعد بالوفاء، كما أنها وسيلة مناسبة لتحويل رأس المال من شخص لآخر وبذلك فهو واسطة للتبادل واستغلال الأموال في الإنتاج والتوزيع.
- يعتبر القرض المورد الأساسي الذي يعتمد عليه البنك نفسه للحصول على إيراداته واحتياجاته من الأموال.
- إن منح القروض يمكن البنوك من الإسهام في النشاط الاقتصادي وتقدمه ورخاء المجتمع فالقروض تعمل على خلق فرص العمالة، زيادة القوة الشرائية التي بدورها تساعد على التوسع في استغلال الموارد الاقتصادية وتحسين مستوى المعيشة.
- أسس منح الائتمان المصرفي: يجب أن يتم الائتمان المصرفي استنادا إلى قواعد وأسس مستقرة ومتعارف عليها تتمثل في: (الدغيم وآخرون، 2006، ص203)
- أ- توفر الأمان لأموال البنك: أي تأكد البنك بأن المؤسسة المقترضة سوف تتمكن من تسديد القروض والفوائد المستحقة في الوقت المتفق عليه.

ب- تحقيق الربح: أي حصول البنك على فوائد من القروض التي يمنحها تمكنه من دفع الفوائد على الودائع ومواجهة مختلف نفقاته وتحقيق عائد على رأس المال المستثمر على شكل أرباح صافية

ت- السيولة: أي توفر البنك على قدر كاف من السيولة النقدية والأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية إما بالبيع أو بالاقتراض، كما يجب على إدارة البنك الناجحة الموازنة بين هدفي الربحية والسيولة.

معايير منح الائتمان المصرفي: هناك عدة معايير خاصة بمنح الائتمان المصرفي تتمثل في

أولاً-معايير خاصة بالعمل: ينبغي على البنك عند تقييم الائتمان دراسة عدد من المعايير المرتبطة بالمقترض وعرفت هذه المعايير بنظام (C'S5) وتتمثل في:

1- **شخصية العميل:** تعتبر شخصية العميل الركيزة الأكثر تأثيراً في المخاطر التي تتعرض لها البنوك لذا وجب عند إجراء التحليل الائتماني تحديد شخصية العميل بدقة (جدو وآخرون، 2019، ص10)

يتم تقييم وضع العميل الائتماني من خلال تكوين صورة واضحة عن شخصيته عن طريق مقابلة العميل والحصول على كل المعلومات والبيانات التي ترغب بها إدارة الائتمان لتقدير مخاطر النجاح في المستقبل (Jorion , 2009)

2 - **قدرة العميل على التسديد:** تعني مدى قدرة العميل على التسديد في مواعيد الاستحقاق الذي يتضح من خلال قدرته على إدارة المشروع المطلوب تمويله بنجاح، حيث تضمن للبنك سلامة الأموال الممنوحة في شكل ائتمان ويمكن تحقيق ذلك من خلال الوقوف على معدل الربحية، المركز المالي للعميل وتدفقاته النقدية الداخلية والخارجية ومواعيدها ومدى كفايتها لسداد الائتمان وغيره من الالتزامات وتوافقها مع مواعيد السداد، كذلك دراسة دورة نشاط العميل للتحقق من توافقها مع دورة الائتمان أو التمويل، هذا بالنسبة للمشروعات القائمة، أما بالنسبة للمشروعات الجديدة فإن متخذ قرار الائتمان يجد نفسه مضطراً إلى ذلك من خلال المقابلات الشخصية مع طالب الائتمان (الحمزاوي، 2002، ص158)

3-**رأس المال:** يعتبر رأس مال العميل أحد أهم أسس القرار الائتماني وعنصران مهمان من عناصر تقليل المخاطر الائتمانية باعتباره يمثل ملاءة العميل المقترض وقدرته على تغطية القرض الممنوح له، فهو بمثابة الضمان الإضافي في حال فشل العميل في التسديد، هذا وتشير الدراسات إلى أن قدرة العميل على تسديد التزاماته بشكل عام تعتمد في الجزء الأكبر منها على قيمة رأس المال الذي يملكه، حيث أنه كلما كان رأس المال كبيراً انخفضت المخاطر الائتمانية والعكس صحيح، رأس مال العميل يمثل قوته المالية. يرتبط هذا العنصر بمصادر التمويل الذاتية أو الداخلية للشركة وهي تشمل كل من

رأس المال المستثمر والاحتياطات المكونة والأرباح المحتجزة، حيث أنه لا بد أن يكون هناك تناسب بين مصادر التمويل الذاتية للعمليات المقترحة وبين الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية (محمود، 2002، ص148)

4- الضمانات: يقصد بالضمان مقدار ما يملكه الزبون من أصول يقدمها كضمان للحصول على الائتمان المصرفي وهذا لتعزيز أوحماية مخاطر معينة تتعرض لها إدارة الائتمان في المصارف عند اتخاذ القرار بمنح الائتمان وقد يكون الضمان شخص ذو كفاءة مالية وسمعة لكي تعتمد عليه إدارة الائتمان في ضمان التسديد ويمكن أن يكون الضمان مملوكاً لشخص آخر وافق أن يكون ضامناً للعمليات ولذلك تنوعت الضمانات، إذ هناك قروض بضمان بضائع أو بضمان أوراق مالية (مبارك، 1984، ص82)

لا يجوز للعمليات التصرف في الأصل المقدم كضمان بأي شكل من الأشكال وفي حالة فشله في تسديد القرض أو الفوائد يصبح من حق البنك بيع الأصل لاسترداد مستحقاته (إبراهيم، 2020، ص205)

5- الظروف الاقتصادية: يبحث البنك مانح الائتمان المصرفي مدى تأثير العمليات المقترضة بالظروف الاقتصادية وطبيعة المنافسة ودخول منتجين جدد، كما يدخل ضمن هذا الابتكارات التكنولوجية وما تحمله من تغيرات وتعديلات في نشاط العمليات، أي مدى تأثير المشروع المقترض طوال مدة القرض بالتغيرات التي قد تطرأ على نشاطه الخاص وبالدورة الاقتصادية ككل، إضافة إلى تطورات البيئة السياسية، الاجتماعية والتشريعية وقدرته على التكيف مع التغيرات التي تحدثها التطورات الحاصلة. (Servigny , 2003,p165)

ثانيا-معايير خاصة بالبنك: تتمثل فيما يلي

1- درجة السيولة: تتمثل في حجم الأموال النقدية المتوفرة لدى البنك، البنوك المتعاملة معه ولدى البنك المركزي، بصورة عامة مجمل الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقود سائلة ودون خسارة حيث أن وجود السيولة بالنسبة لمحفظه البنك يعني سلاحا ذو حدين:

- يسمح للبنك بالتحكم الجيد في المخاطر التي تتعقب السير الحسن للقروض الممنوحة ودون ضرورة تخفيض جزء من حصته السوقية
- تعكس تطور الصناعة المصرفية من صناعة بنك تجاري إلى صيرفة بنك استثمار أي بنوك خدمات في الأسواق (Servigny , 2003,p165)

2- الإستراتيجية المتبعة: يتبع البنك عدة استراتيجيات تؤثر على قراراته بمنح الائتمان، قد تكون إستراتيجية هجومية وذلك باستعداد البنك لتقبل درجة أكبر من المخاطر بدون أي إخلال بالقواعد والشروط الائتمانية في البنك ونجاح هذا الأسلوب بتوقف على مدى دقة التوقعات الخاصة باتجاه أسعار الفائدة فكلما كانت هذه التوقعات دقيقة وصحيحة كلما أدى ذلك إلى زيادة الأرباح والعوائد التي يحققها البنك وقد تكون إستراتيجية متحفظة والتي تتبعها بعض البنوك التي لا تتحمل أية مخاطر مالية نظرا لوجود خلل في مركزها المالي إضافة إلى البنوك التي تستخدم الأساليب التقليدية في اتخاذ قراراتها الائتمانية وقد تكون إستراتيجية رشيدة بعدم منح ائتمان يتضمن مخاطر مرتفعة والتي عادة ما تلجأ إليها البنوك صغيرة الحجم (الشمرى، 2009، ص14)

3-الهدف العام للبنك: تسعى البنوك إلى تحقيق الربحية، السيولة، النمو والتنمية الاقتصادية، حيث يتم تحقيق هذه الأهداف من خلال قرارات إقراض سليمة تراعي مختلف شروط البنك وسياسات البنوك المنافسة وهيكّل أسعار العائد المدين بالبنك بهدف تحقيق أكبر ربح ممكن عند أقل مستوى متوقع من المخاطر، في حين يتم تحقيق هدف السيولة من خلال بناء محفظة للقروض تتسم بالتوازن الجودة والتنوع من حيث أنواع القروض وآجال القروض والأنشطة التي يتم تمويلها هذا ويسعى البنك إلى تعظيم أرقام نشاط الإقراض والإيرادات المتولدة عنه (Sidthidet , 2011,p138)

4-حصة البنك في السوق: تسعى البنوك إلى زيادة حصتها في السوق من خلال ما تقدمه من تعاملات رائدة وفريدة لا تقدمها البنوك الأخرى، حيث تنقسم حصة البنك في السوق المصرفي إلى أربعة أجزاء

تتمثل في حصة في الإيداعات، حصة في التوظيف، حصة في الخدمات المصرفية، حصة في الأموال المدارة لحساب العملاء ويدخل في ذلك صناديق الاستثمار (Sidthidet , 2011) .

ثالثاً-معايير خاصة بالقرض: يمكن حصر هذه العوامل بما يلي (الدغيم وآخرون، 2006، ص198)

1- الغرض من التسهيل.

2- المدة الزمنية التي يستغرقها القرض أو التسهيل وهل تتناسب مع إمكانيات العميل

3- مصدر سداد القرض.

5- طريقة السداد المتبعة، أي هل سيتم سداد القرض أو التسهيل دفعة واحدة في نهاية المدة أم على شكل أقساط دورية وذلك بما يتناسب مع طبيعة نشاط العميل وموارده الذاتية.

5-نوع التسهيل المطلوب وهل يتوافق مع السياسة العامة للإقراض في البنك أم يتعارض معها

6- أهمية مبلغ القرض أو التسهيل، فكلما زاد المبلغ عن حد معين كان البنك حريصاً في منح القرض خاصة أن نتائج عدم سداد قرض بمبلغ ضخم تكون صعبة وقد تؤثر على سلامة المركز المالي للبنك.

مخاطر الائتمان المصرفي: ألزمت البنوك بمتابعة استخدام القروض التي تمنحها ومتابعة الوضعية المالية للمؤسسات لاتخاذ جميع التدابير الضرورية للتقليل من مخاطر عدم رد القروض المصرفية ويمكن تعريف المخاطر على أنها: (صمودي، 2016، ص496-497)

- عدم انتظام العوائد والتذبذب في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال المستثمر الذي يشكل عنصر المخاطرة.

- احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار

- احتمال عدم التزام المقترض بتسديد القرض في تاريخ استحقاقه واحتمال تحقيق الخسارة نتيجة لذلك.

إنها الحدث الاحتمالي الذي يؤدي وقوعه إلى التعرض للخسائر أو التقلبات في القيمة السوقية للمؤسسة .

ومصادر الخطر الائتماني تنشأ من خلال عدة عوامل من بينها (Koch, Donald,2005,p122) .

*ممارسة البنك لعمليات الإقراض في مناطق محددة أو يعتمد مفهوم التركيزات الائتمانية.

*عدم تنويع المحفظة الائتمانية

*وجود مخاطر ائتمانية مع ضعف إجراءات الرقابة والمتابعة عليها.

*قيود التحويل التي تفرضها الدول الأجنبية على البنك عند منح القروض للدول الأجنبية للشركات

أنواع مخاطر الائتمان المصرفي: تتعدد أنواع المخاطر الائتمانية في البنك وتتسع لتشمل جميع الأطراف المتصلة بقرار منح الائتمان والمرتبطة بها، تتمثل هذه المخاطر فيما يلي: (منصور، 2018، ص392)

أولاً- مخاطر السيولة: تعتبر السيولة المصرفية مؤشراً لقياس القوة المالية للبنك، حيث تعرف مخاطر السيولة بعدم قدرة البنك على الوفاء بجميع الالتزامات المالية نتيجة عدم التوافق بين الموجودات والمطلوبات، هناك من يرى أن مخاطر السيولة تنشأ لسببين رئيسيين أولهما الخلل في التوازن بين الأصول والخصوم وثانيها عدم تطابق تواريخ الاستحقاق والذي يمكن أن يحدث بسبب شرطين هما فجوة السيولة والحاجة إلى السيولة، حيث يكون على المؤسسة التي تعاني من نقص في السيولة القيام بمعاملات بتكلفة أكبر مما يؤدي إلى فقدان الأرباح، كما يمكن أن تؤدي مخاطر السيولة إلى حالة الإفلاس لدى المؤسسة إذا كانت غير قادرة على القيام بالمعاملات حتى بالأسعار الجارية .

لمخاطر السيولة ثلاث جوانب يتمثل الجانب الأول في النقص الشديد في السيولة، أما الثاني فيتمثل في احتياطي السلامة الذي توفره محفظة الأصول السائلة، بينما يتمثل الثالث في القدرة على تدابير الأموال بتكلفة عادية .

ثانياً-المخاطر التشغيلية: يعتمد تقييم المخاطر التشغيلية على التكنولوجيا المستخدمة من قبل البنك حيث أن التحكم والرقابة في هذا النوع من المخاطر يعتمد على نظام البنك الذي يتم من خلاله توزيع الخدمات والمنتجات المالية وما إذا كانت الوظائف المختلفة تدار بكفاءة أم لا وذلك يعتمد على وجود أنظمة دعم داخلية تزود مختلف العمليات بالكفاءة اللازمة (Koch , Scott , 2002,p125).

وفي هذا الصدد عرفت لجنة بازل المخاطر التشغيلية بأنها الخسائر الناتجة عن عدم كفاءة أو فشل العمليات الداخلية أو الأفراد أو ضعف النظام المعلوماتي، أو عن أحداث خارجية حيث تنشأ عن عدة أسباب منها: (عثمان، 2008، ص20)

- الخسائر الناتجة عن الأحداث الخارجية.
- عدم قدرة الأنظمة على تغطية حجم العمل.
- عدم ملائمة الإجراءات المتعلقة بالضوابط والرقابة على العمليات وسياسات التشغيل.
- عدم الكفاءة في السيطرة المباشرة على التكاليف.

ثالثاً-مخاطر السوق: مخاطر السوق التي يواجهها المصرف لا تتبع بالضرورة عن أداء ضعيف للمصدر أو بيع أدوات مالية أو أصول بل أنها تنتج عن التغييرات المعاكسة أو التي ليست في صالح المصرف وذلك بالنسبة لأسعار السوق، تصنف مخاطر السوق عادة ضمن فئة مخاطر المضاربة حيث أن تحركات الأسعار ممكن أن ينتج عنها ربح أو خسارة بالنسبة للمصرف وتتكون مخاطر السوق من أربعة مكونات تتمثل في (بدران، 2005، ص11)

➤ **مخاطر تقلبات في سعر الصرف:** تتمثل في مخاطر تقلب أسعار بيع وشراء العملات الأجنبية مقابل العملة الوطنية، خاصة أن أسواق العملات الأجنبية تشهد تقلبات حادة في الأسعار، حيث يتطلب وجود رأسمال مطلوب لتغطية مخاطر أسعار الصرف إضافة إلى الذهب (هندي، 1999، ص197)

نظرا لتغيرات العملة الصعبة بالنسبة للعملة الوطنية فإن تقديم القرض بالعملة الصعبة يؤكد خطر سعر الصرف وهو ما يجعل البنوك تلجأ إلى مؤسسات التصدير والاستيراد على أساس إيداع أموال بنفس العملة التي يرغبون في الاقتراض منها، في هذا الصدد تجدر الإشارة إلى أن هناك تشابه كبير بين خطر سعر الصرف وخطر سعر الفائدة، ففي عملية التبادل سواء البيع أو الشراء بالعملة الصعبة ولمدة محددة تؤدي في المرحلة الأولى إلى خطر الصرف ووضع هذه العملات للتداول في السوق المالية كمرحلة ثانية يؤدي إلى خطر سعر الفائدة (Manchon , 1993,p223) .

➤ **مخاطر تقلبات سعر الفائدة:** يتعرض البنك لخطر سعر الفائدة عند حدوث تقلبات في السعر، يعرف هذا الخطر بالخسارة المحتملة للبنك والناجمة عن التغيرات غير الملائمة لسعر الفائدة ويتمثل في مدى تأثير التدفقات النقدية سلباً بسبب التغيرات التي تطرأ على مستوى أسعار الفائدة (Bessis,1992,p17)

ويقصد بها المخاطر الناتجة عن عدم التأكد أو تقلب أسعار الفائدة المستقبلية، فارتفاع أسعار الفائدة في السوق بعد التعاقد مع العميل يعني أن البنك قد دخل في استثمار بتولد عنه عائد يقل عن العائد الحالي السائد في السوق. إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير عكسي على أسعار الأوراق المالية فاستثمار سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات وازدياد تعرض الأعوان الاقتصاديين لمخاطر معدلات فائدة نتيجة الوفرة المتزايدة في رؤوس الأموال، يمكن القول أن مخاطر معدلات الفائدة تمثل مخاطر الربح أو الخسارة بالنسبة للبنك الذي له مستحقات وديون ذات معدلات فائدة ثابتة ومتغيرة أو مختلفة، تتمثل مخاطر سعر الفائدة في كل من مخاطر إعادة التمويل والتي تنتج بسبب تكاليف إعادة التمويل، مخاطر إعادة الاستثمار وتنتج بسبب تسجيل انخفاض معدل إعادة استثمار الأموال مقارنة بتكاليف التمويل، مخاطر القيمة السوقية الناجمة على التقلبات التي تمس القيمة السوقية للأصول والالتزامات بسبب تغيرات معدل الفائدة، فكلما ارتفع معدل الفائدة يؤدي ذلك إلى استثمار معدل الخصم ومن ثم انخفاض القيمة السوقية والعكس صحيح (مختارية، 2018، ص34)

➤ **مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية:** يحدث خطر الصرف الناتج عن عمليات الإقراض والاقتراض بالعملة الصعبة خطر السعر، مما يجعل السيطرة على هذا الأخير أكثر صعوبة. تعرض العمليات التي تتم على العملة الصعبة بمختلف أنواعها نفس فرص الربح ونفس أخطار الخسائر التي تعرضها العمليات المتجانسة مع الظروف المختلفة لسعر الفائدة، فبالنسبة لبنك معين إذا كانت الموجودات بالدولار مثلاً تزيد عن ديونه بالدولار، فإن البنك يحقق أرباحاً في حالة ارتفاع قيمة الدولار ويتحمل خسائر في حالة انخفاض قيمة هذا الأخير ويحدث العكس إذا كانت التزامات البنك بالدولار أكبر من وموجودات بنفس العملة (نعناع، 2014، ص128) .

➤ **مخاطر تقلبات أسعار السلع:** يمكن أن تكون الأسواق السلعية أقل سيولة من أسواق العملات ومعدلات الفائدة، حيث أن التغير في العرض والطلب له تأثير كبير على الأسعار والتقلبات فبالنسبة للتجارة الفورية أو المادية فإن المخاطر الناشئة من التغير في السعر الفوري هو أهم خطر، إضافة إلى مخاطر

التغير في تكلفة تحمل الأوضاع المستقبلية وعقود الخيارات ومخاطر تغير السعر السلعي المستقبلي لأسباب غير التغير في أسعار الفائدة (بدران، 2005 ، ص12)

رابعاً-مخاطر الأنشطة المصرفية الإلكترونية: أصبح استخدام التكنولوجيا الحديثة وتقديم الخدمات المصرفية الإلكترونية من الأمور التنافسية بين البنوك نظراً لتقدم الأنشطة المصرفية والنقدية الإلكترونية فقد أقرت بازل 2 أنه رغم الفوائد العائدة من هذه الأنشطة الإلكترونية فإنها تحمل الكثير من المخاطر لذا يجب أن يكون هناك توازن بين المخاطر والفوائد عن طريق التركيز على السلطات الرقابية في البنك من خلال إدارة ورقابة المخاطر التي تلازم الأنشطة الإلكترونية عن طريق أمان المعلومات وتجهيز إمكانية متابعة العمل اليومي المصرفي في الحالات الطارئة بمختلف أنواعها(بدران، 2005 ، ص 12).

خامساً-المخاطر المتصلة بالغير: ترتبط بمدى تأثير العميل طالب الائتمان إضافة إلى البنك بأية أحداث أو أمور خارجة عن إرادتهم مثل (فضيلة، 2016، ص97)

- إفلاس أحد عملاء البنك ذو المديونية العالية.

- فشل في الصناعة التي يمارسها العميل.

- نشر معلومات غير حقيقية عن العميل توهي بسوء مركزه المالي ما ينتج عنه قيام البنوك المتعاملة معها بالحد من التسهيلات الائتمانية الممنوحة الأمر الذي قد يؤثر على نشاطه .

سادساً-مخاطر الائتمان: تعد من المخاطر المالية المهمة التي تواجهها المصارف والمؤسسات المالية بسبب عدم دفع الالتزامات أو تأخيرها وتظهر هذه المخاطر في القروض بأنواعها والأوراق المالية القابلة للتسويق والبيع باستثناء من قدم الضمان، حيث تعد القروض من أكبر مصادر مخاطر الائتمان التي تتعرض لها المصارف والمؤسسات المالية إلا أن هناك العديد من الأدوات المالية الأخرى التي قد تنتج عنها مخاطر ائتمانية ككمبيالات القبول وتمويل التجارة وصفقات العملات والمبادلات، السندات والأسهم وخيارات البيع والشراء وتسوية المعاملات، تنشأ هذه المخاطر بسبب التأخير في سداد الالتزامات تجاه المصرف عند استحقاقها أو عدم السداد وفق الشروط المتفق عليها، تتضمن درجة قلب الأرباح التي يمكن أن تنشأ نتيجة لخسائر القروض والاستثمارات الممثلة بالديون المعدومة، أي احتمال عدم قدرة أو رغبة المقترض أو الطرف الثالث من القيام بالوفاء بالتزاماته في الأوقات المحددة

للتسديد مما يؤدي إلى خسائر اقتصادية للمصرف تمتد إلى تكاليف الفرصة الضائعة والتكاليف المتعلقة بمتابعة القروض المتعثرة ويمكن بيان نسبة مخاطر الائتمان من خلال قسمة القروض والسلف على مجموع الموجودات (الفتلاوي، البغدادي، 2017، ص47)

سابعاً-المخاطر المتعلقة بالعملية المطلوب تمويلها: تختلف هذه المخاطر حسب طبيعة كل عملية ائتمانية وظروفها وضماناتها، فمخاطر الاقتراض بضمان بضائع تختلف عن مخاطر الاقتراض بضمان أوراق مالية وعن مخاطر تمويل عمليات المقاولات وإصدار خطابات الضمان المرتبطة بها، فبالنسبة لتمويل المقاولين ترتبط المخاطر أساساً بمدى كفاءة المقاول وخبرته في العمليات التي يقوم بتنفيذها، سواء من حيث سلامة الدراسة أو من حيث التنفيذ ومستوى الأداء، في حين ترتبط مخاطر الاقتراض بضمان كمبيالات بملائمة الموقعين على الكمبيالة ووفائهم بالتزاماتهم وهو ما يتطلب الاستعلام، أما مخاطر الإقراض بضمان بضائع فترتبط بنوعية البضائع الضامنة ومدى استقرار أسعارها في السوق ودرجة تعرضها للتلف والنقادم وتتعدد مخاطر الإقراض بضمان أوراق مالية والتي ترتبط بمركز الشركات المصدرة للأوراق وحجم التعامل وتذبذب الأسعار (أبو كرش، 2005، ص08)

تزداد مخاطر الائتمان بالنسبة لتسهيلات السحب على المكشوف والتي تنشأ عن ضعف المركز المالي للمؤسسة وعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها ومن هنا تبدو أهمية توافر السيولة لأصولها والاطمئنان على نجاحها في تسويق ما تنتجه أو تتاجر فيه من السلع والخدمات (أبو كرش، 2005، ص08)

إدارة المخاطر المصرفية: عرفت المخاطر نمواً كبيراً ما أدى إلى بروز العديد من الأزمات المالية والمصرفية في مختلف دول العالم ومع تزايد أعمال البنوك والمؤسسات المالية عرفت بيئة الأعمال المصرفية تزايداً كبيراً في الآونة الأخيرة خاصة في ظل الانفتاح الكبير في مجال المعلوماتية والاتصال.

يمكن القول بأن إدارة المخاطر المصرفية هي علم وفن في آن واحد، حيث تعرف بأنها مختلف الإجراءات والسياسات المتبعة من طرف الإدارة المصرفية لحماية البنك من مختلف المخاطر المحيطة به، فهي تعتبر

* علم كونه يتبع عمليات التحليل والبناء العقلاني لهيكل المخاطر بالاستعانة بالنماذج القياسية والحسابية
* فن كونه يجعل إدارتها دائما من الفنون القائمة على المعرفة الحقيقية المكتسبة من خلال الكفاءة المهنية والخبرة الطويلة في العمل المصرفي.

بصفة عامة هناك ثلاث استراتيجيات لإدارة المخاطر في البنوك تتمثل في: (علال، الطاهر،

2018، ص 52-53)

* **تجنب المخاطر:** من خلال امتناع البنوك عن تقديم قروض مرتفعة المخاطر لتجنب المخاطر الائتمانية أو عدم الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل لتجنب مخاطر أسعار الفائدة.

* **تقليل المخاطر:** من خلال تنظيم عملية الإقراض كتوضيح مشاكل التوقف عن الدفع مبكرا أو عن طريق تقليل مخاطر أسعار الفائدة باستخدام سياسة إدارة الأصول والخصوم.

* **نقل المخاطر:** حيث يعتبر شراء التأمين إحدى وسائل نقل المخاطر من شخص لا يرغب في تحملها إلى طرف آخر (شركة التأمين) بيدي استعداداته لتحملها مقابل ثمن .

المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل

يعبر عن القروض التي يتم تسديدها في فترة بين السنة والعشر سنوات وينقسم إلى نوعين هما قروض متوسطة الأجل والقروض الأيجاري، سنتطرق إلى كل نوع على حدة.

1- **قروض متوسطة الأجل:** تتراوح مدتها خمس سنوات تمنح بغرض تمويل بعض العمليات الرأسمالية كسواء آلات جديدة أو إجراء تعديلات لزيادة الإنتاج (عبد المطلب، 2000، ص 45)

- **أنواع القروض متوسطة الأجل:** تشمل القروض متوسطة الأجل كل من قروض المدة وقروض التجهيزات نذكرها فيما يلي (الميداني، 1999، ص 85)

➤ **قروض المدة:** تتراوح مدتها بين سنتين إلى 5 سنوات، مما يعطي للمقترض الأمان ويقلل من مخاطر إعادة التمويل، حيث عند تاريخ استحقاق القرض فمن المحتمل أن لا يوافق البنك على تجديد القرض رغم تسديد المؤسسة ما عليها، أو أن يجدد القرض بمعدل فائدة وشروط مجحفة في حق المؤسسة ويمكن الحصول على مثل هذه القروض من مصاريف التمويل المتوسطة وطويلة الأجل من البنوك المتخصصة مع معدل الفائدة على أساس المدة التي استخدم فيها القرض، أما تحديده فيتم على ضوء

مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق، حجم القرض، تاريخ الاستحقاق والأهلية الائتمانية للمؤسسة المقترضة ويتم تسديدها عن طريق أقساط دورية متساوية باستثناء آخر دفعة التي تكون أكبر من سابقتها .

➤ **قروض التجهيزات:** تدعى بقروض تمويل التجهيزات نظرا لمنحها لمؤسسات تقدم على اقتناء آلات وتجهيزات، يمنح هذا النوع من القروض إلى جانب البنوك الوكلاء الذين يبيعون هذه التجهيزات وتمول الجهة المقرضة ما بين 70-80% من قيمة التجهيزات التي يمكن تسويتها بسرعة والباقي يبقى كهامش أمان للممول، يوجد شكلان تمنح بموجبها قروض التجهيزات هما عقود البيع المشروطة والقروض المضمونة، يكون في حالة البيع بالتقسيط حيث يحتفظ وكيل الآلات أو التجهيزات أو حتى البنك بملكية الآلة إلى أن تسدد المؤسسة الدفعة الأولى منذ الشراء وتدفع الباقي على شكل أقساط، كما يمكن استخدام هذه التجهيزات كضمان للحصول على القروض من البنك وبهذا يضمن البنك حقه في حالة التأخر عن التسديد.

2- القرض الإيجاري: يعتبر القرض بالإيجار من طرق التمويل الحديثة ويعرف بعدة تسميات مختلفة مثل التمويل بالاستئجار، التمويل الاستئجاري، التمويل بالتأجير، تأجير الأصول، التمويل الإيجاري، القرض الإيجاري، الاعتماد الإيجاري، قرض التأجير، التأجير بالتمويل والإجارة وهناك عدة تعاريف له نذكر منها

- يعرف الاعتماد الإيجاري بأنه تقنية تمويل تقوم من خلالها البنوك أو المؤسسات المالية بشراء أصل منقول أو غير منقول من أجل تأجيره إلى مؤسسة ما ويمكن لهذه الأخيرة شراء الأصل المؤجر لها بثمن يكون عموما منخفضا بعد انتهاء مدة العقد (Rollande, 1999, p217) .

- هو عبارة عن عملية تعطي للمستأجر في نهاية مدة الإيجار خيار شراء المال المؤجر سواء كان عقارا أو منقولا وكسب ملكيته بسعر منخفض مع الأخذ بعين الاعتبار المبالغ المدفوعة من قبل المستأجر طوال فترة الإيجار. (Calliot, 1968, p19)

- يعتبر تقنية تمويل يتمثل في عملية كراء استثمارات ذات الاستعمال المهني من قبل مؤسسة مستأجرة تلتزم باستعمال الاستثمار للأغراض التي أعد من أجله والاحترام الكامل لبند العقد، يمر العقد بمرحلتين أولهما فترة إيجار تغطي فترة العقد وثانيهما فترة خيار في نهاية العقد إما بإرجاع الأصل أو

شرائه أو تجديد العقد بشروط مخالفة للأولى أخف وبمبلغ إيجار أقل (العيد، محبوب، 2007، ص322)

يعرف بأنه عقد بين طرفين يوفر فيه المؤجر أصلاً للاستخدام من طرف المستأجر خلال مدة زمنية محددة وبمقابل دفعات محددة (Kreamer , Lang , 2012,p06)

خصائص القرض الإيجاري: هناك عدة خصائص للقرض الإيجاري نذكر منها

- تتمثل مدة الائتمان الإيجاري في مدة الاهتلاك الجبائي للأصل أو في الحياة الاقتصادية حسب هدف العقد .

- لا يمكن للمؤسسة أن تتراجع عن العقد خلال المدة المتفق عليها.

- عند انتهاء مدة العقد يمكن للمؤسسة إرجاع الأصل إلى المؤجر حال الانتهاء من استعماله، كما يمكن لها إعادة تجديد العقد بسعر أقل لأن الأصل قد اهتلك، إضافة إلى حيازة الأصل بسعر محدد في العقد وعادة ما يكون هذا السعر متمثلاً في القيمة المتبقية للأصل (Lointier , 2006,p272)

- يستلزم على المستأجر دفع مبلغ دوري للمؤجر مقابل استخدامه للأصل، إضافة إلى تحمل المستأجر مصاريف التسليم، التأمين، الصيانة والإصلاحات (Martino , 1993,p98)

- للقرض الإيجاري ثلاثة أطراف تتمثل في المستأجر، المؤجر، الأصل المؤجر (Schutz ,1994,p10)

- يرتبط القرض الإيجاري بالمدة المتوسطة والطويلة الأجل، حيث تحدد مدته حسب طبيعة الأصول وحسب فترة امتلاكها أي حسب العمر الافتراضي لها، بحيث تحدد مدة إيجار الأصول المنقولة ما بين 2-10 سنوات ومدة الأصول غير المنقولة ما بين 15-20 سنة وبالتالي فهو يتمتع بأنه ائتمان طويل الأجل (Choinel ,Rouyer , 1998,p200) .

- تكون العلاقة بين أطراف العقد معقدة ومتداخلة تحتكم إلى قانون ينظم هذه العلاقة ويحافظ على حقوق جميع الأطراف نظراً لطول فترة التعاقد والأهمية النسبية لقيمة العقد (بحشاشي، 2013، ص06)

الأطراف المتدخلة في عملية قرض الإيجار: تتم عملية قرض الإيجار بين ثلاثة أطراف هي المؤجر، المستأجر والمورد نذكرها كالآتي (سارة، مليكة، 2017، ص44)

أ- **المؤجر:** عبارة عن مؤسسة القرض الإيجاري التي تقبل بتمويل العملية تتميز بالملكية القانونية للأصل موضوع العقد وتقوم بنشاط مالي متخصص، فالمؤجر هو الذي يتحمل كل الالتزامات النقدية المتعلقة لأصل المؤجر.

ب- **المستأجر:** هو الذي يختار الأصل ويحدد خصوصياته حسب احتياجاته، فهو الطرف الذي يسعى للاقتناء والحصول على الأصل بالتفاوض مع المورد حول السعر والتكلفة والمدة...، يكون ملزماً بالحفاظ على الأصل دون أي تغيير أو إضافة، فملكية الأصل تعود للمؤسسة المتخصصة بالقرض الإيجاري .

ت- **المورد:** هو الطرف الذي يسلم الأصل المطلوب من طرف المؤجر وفقاً للشروط المتفق عليها بينه وبين المستأجر أما عن الأصل موضوع الإيجار يمكن أن يكون أصولاً عقارية أو منقولة معنوية أو مادية

مزايا وعيوب القرض الإيجاري: القرض الإيجاري مثله مثل أي أداة للتمويل يمتاز بإيجابيات وسلبيات نذكرها فيما يلي:

أولاً- **مزايا القرض الإيجاري:** تتمثل في

1- **مزايا القرض الإيجاري بالنسبة للمؤجر:** من أهم مميزات الائتمان الإيجاري بالنسبة للمؤجر ما يلي (

Peyrard , 1999,p255)

- يملك المؤجر حقاً قانونياً لاسترداد الأصل لأنه هو المالك القانوني له.
- لا يتحمل المؤجر مخاطر عدم الالتزام من طرف المستأجر في حالة إفلاسه.
- يمكن اتخاذ قرارات الاستئجار بسرعة أي إجراءات التوثيق في حالة الاستئجار سهلة وبسيطة .
- تكون نفقات الصيانة وتأمين الاستثمار على عاتق المستأجر خوفاً من المخاطر كحالة عدم الشراء من طرف هذا الأخير.
- الحصول على قيمة المعدات بالسرعة والسهولة المطلوبة عند الانتهاء من إجراءات التأجير وهو ما يرفع من درجة الثقة .
- المرونة في تواريخ الاستحقاق وبالتالي المرونة في تسيير السيولة .

- الحصول على مزايا ضريبية بسبب تخفيض الشركة المؤجرة من قيمة الاستهلاك للأصول
- 2- مزايا القرض الايجاري بالنسبة للمستأجر: من أهم مميزات الائتمان الايجاري بالنسبة للمستأجر نذكر ما يلي:
 - الحصول على تمويل كامل بسبب الضمان الذي يمثله امتلاك الأصول المنقولة أو العقارية من طرف المؤسسة المؤجرة والموضوع تحت تصرف المؤسسة المستأجرة.
 - سرعة الحصول على الأصول المطلوبة .
 - يوفر للمستأجر السيولة النقدية .
 - في حالة عجز المؤسسة عن الوفاء بالتزاماتها، فإن المؤسسة المؤجرة تلجأ لبيع الأصل أو لإعادة تأجيرها لمؤسسة أخرى والإيراد المحصل يساهم في تغطية الإيجارات التي لم تُحصل (Garrido , 2002,p36)
 - يعتبر تأجير الأصول بديلا عن طرح أسهم جديدة للشركة، أو البحث عن شركاء جدد وما يحيط بكل هذه الإجراءات من صعوبات .
 - ينتج هذا الأسلوب تمويلا ذا تكلفة أقل في حالات كثيرة عن تكلفة أساليب التمويل الأخرى مما يخفض من تكاليف المؤسسة ويزيد من أرباحها.
 - يفضل أسلوب القرض الايجاري، أسلوب الاقتراض لشراء الأصول المطلوبة بسبب الفوائد الثابتة التي يرغب الكثيرون في الابتعاد عنها لمعتقداتهم الدينية التي تحرم هذه الفوائد (حسان، 2020، ص742)
- 3- مزايا القرض الايجاري بالنسبة للمورد: تحقق عملية الاعتماد الايجاري جملة من المزايا للمورد يمكن تلخيصها فيما يلي : (مراد، 2018، ص65)
 - تصريف المخزون السلعي مع الحصول الفوري لثمنها بدلا من الانتظار أن يتقدم مشتري لهذه المنتجات يعرض شرائها بالتقسيط وبثمن مؤجل وبالتالي يصبح المورد مهددا بعدم استيفاء الأقساط أو استرداد الأصول في حالة إفلاس المشتري.

- يكفل بيع المورد للأصول نقدا فرصة حقيقية من أجل تطوير قدراته الإنتاجية نتيجة لتوافر السيولة لديه من خلال زيادة مبيعاته وبالتالي تتوسع استثماراته ويصبح قادرا على المنافسة وتزداد أرباحه وتتطور منتجاته .

4- مزايا القرض الاجاري بالنسبة للاقتصاد الوطني: تتمثل فيما يلي (مزريق، غربي، 2006، ص469-470)

- دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

- سرعة تنفيذ المشروعات لما يوفره الائتمان الاجاري من إمكانيات للشركات.

- التعجيل بإقامة صناعات أكثر إنتاجية وكذا التسهيل والتجديد للمشروعات مما يساعد على التطور التكنولوجي وبالتالي الرفع من جودة الإنتاج مع خفض التكلفة والمساهمة في فتح أسواق جديدة محليا و خارجيا وزيادة الاستثمارات.

-المساهمة في رفع الإنتاجية وزيادة الإنتاج المحلي في مختلف المجالات .

- خلق المزيد من فرص العمل

- زيادة المنافسة بين مصادر التمويل المختلفة مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة المشروعات.

ثانيا-عيوب القرض الاجاري: مثلما للقرض الايجابي مزايا فإن له عيوب نذكرها كالآتي : (مصطفى وآخرون، 2005، ص12)

1- عيوب القرض الاجاري بالنسبة للمؤجر: بالرغم من وجود ضمان قوى للمؤجر يضمن له حقه في استرجاع الاستثمار إلا أن هناك صعوبات ومخاطر تهدد سير عملياته وحياة مؤسسته وهى كالآتي:

- في حالة إفلاس المستأجر أثناء الإيجار من حق المؤجر استرجاع استثماره وبيعه في السوق فالمبلغ لرأس المال المتبقي وغير المهلك من طرف الأقساط الاجارية يكون حتما أقل من القيمة السوقية للاستثمار فهنا يواجه المؤجر خطرا مقابل انخفاض قيمة رأس المال المتبقي.

- عند نهاية مدة العقد وإرجاع المستأجر الأصل المؤجر يجب أن تكون القيمة المتبقية المالية تساوي القيمة السوقية وهذا تفاديا لتحمل الخسارة من طرف المؤجر و إلا فهو يواجه خطر القيمة المتبقية.

تتعلق حقيقة هذه المخاطر بطبيعة الاستثمار خصائص المورد وحتى هيكل السوق وهي كما يلي:

➤ طبيعة التجهيز:

- تجهيز معياري أو نوعي (خاص): عندما تكون تجهيزات مصنوعة حسب طلب المستعمل فإن احتمالات إعادة البيع قليلة أما في حالة تجهيز معياري فإن ذلك يكون أسهل لإيجاد مستأجر جديد.
- مميزات التجهيز : مرونة استعمال التجهيز تفسر مختلف القيم المتوقعة للسوق مما يسهل إيجاد ممتلكين جدد، فتكيف التجهيز يعتبر بمثابة معيار لقيس درجة مخاطر المؤجر، إضافة إلى التطور التكنولوجي الذي يمكن أن يتجاوزه المؤجر تبعا لمدة العقد الإيجاري بحيث يوجد عقد قرضي إيجاري قصير المدى وأقساط إيجارية تخفض بسرعة قيمة رأس المال المتبقي والواجب استحقاقه مع غياب القيمة المتبقية، أما في حالة تكنولوجيا متحكم فيها فلا يواجه المؤجر خطر التطور لأنه يتوفر على أكثر وقت لتهيئة عقده.

➤ خصائص المورد:

- سمعته وحصته في السوق: تؤثر سمعة المورد على السوق وبالتالي التأثير على القيم المستقبلية لسوق التجهيزات، هذا الأخير يتأثر بتاريخ المورد، إنجازاته السابقة، مكانته التسويقية، أما حصة السوق تغطيها بعض المقاييس (شهرة وجودة المنتجات) والتي تعتبر معايير للمخاطر التي يواجهها المؤجر.
- البقاء التقني والمالي لجهود المورد في عمليات البحث والتطوير : هو مقياس جيد لجودة التجهيز وتطوره في المستقبل، كذلك توفر الإمكانيات المالية من طرفه يؤدي إلى الوفاء بالتزاماته، إضافة إلى نوعية الخدمات ما بعد البيع .

➤ هيكل السوق:

- طبيعة التجهيز، خصائص المورد والالتزامات التي على عاتقه مهمة جدا باعتبار ضمان عملية القرض الإيجاري مرتكزة أساسا على قيمة التجهيز السوقية مما يحتم على المؤجر دراسة السوق ومعرفة هيكله لقياس المخاطر التي يواجهها آخذا بعين الاعتبار ما يلي: (مصطفى وآخرون، 2005، ص12-

- تنظيم حجم وفعالية السوق: علم المؤجر بحجم السوق، عدد الصفقات المحققة لكل سنة، طبيعة وعدد المتدخلين ويجب عليه أن يعرف الإمكانيات والوسائل المتوفرة التي تجعله على دراية بتوفر التجهيزات.

- الاستعمال العقلاني والتقسيم الجغرافي: عندما يتم تركيب التجهيز في مكان بعيد جدا (في الخارج) فإن ذلك يؤدي إلى زيادة التكلفة من أجل وضعه تحت تصرف المستأجر الجديد وهذا يدخل في تقدير القيم المستقبلية للسوق، كما أن المؤجر يواجه مشكلة إعادة التسويق خاصة أن فرصة إعادة البيع لا تكون دائما فورية، فعليه أن يأخذ بعين الاعتبار مصاريف التخزين، الصيانة والرقابة وكلما تطول مدة إعادة البيع كلما ترتفع قيمة الخسارة لأن التجميد لمدة أكثر من ستة أشهر من طرف المؤجر تدخل ضمن حساب وعاء الرسم على النشاط المهني.

2- عيوب القرض الايجاري بالنسبة للمستأجر: تكمن فيما يلي

- ارتفاع تكلفة التمويل وذلك راجع إلى عامل السرعة والتمويل الكامل من جهة ومصاريف التسيير المرتفعة التي تفرضها العلاقة الثلاثية (مورد، مؤجر، مستأجر) من جهة أخرى.
- عدم الاستفادة من القيمة المتبقية بحيث يعاب على التمويل الايجاري بأنه يخدم أكثر مصالح المؤجر لتمتعه بملكية الأصل، إضافة إلى استفادته من القيمة المتبقية له (يوسف، 2019، ص343)
- فرض قيود على المستأجر المستخدم للأصل فلا يحق له التصرف فيه إلا بإذن من المؤجر.
- لا يتمتع المستأجر ببعض المزايا كالاقتراض بضمان الأصل.
- عند فسخ العقد يكون المستأجر مجبرا على دفع الأقساط المتبقية.
- ارتفاع تكلفة القرض الإيجاري مقارنة بالقرض العادي، فهو يضيف كل من اهتلاك الأصل، تكلفة المال المستثمرة، تكلفة الخدمة المقدمة والأخطار المحتملة (طایل، 2006، ص210)
- أنواع القرض الايجاري: يأخذ الاعتماد الايجاري عدة أشكال حسب عدة اعتبارات نذكر منها : (رشيد، إيناس، 2009، ص96-97)

أولاً- الاعتماد الايجاري حسب طبيعة العقد: ينقسم هذا النوع إلى إيجاري مالي وتشغيلي

أ . الاعتماد الإيجاري المالي: يعتبر كل قرض إيجاري ماليا إذا تم تحويل كل الحقوق، الالتزامات، المنافع، المساوئ والمخاطر المرتبطة بملكية الأصل المعني إلى المستأجر، يعني هذا أن مدة العقد كافية لتسمح للمؤجر باستعادة نفقات كل رأس المال مضافا إليها عوائد هذه الأموال المستثمرة .

ب. الاعتماد الإيجاري التشغيلي (العملي): يعتبر انتمانا إيجاريا عمليا إذا لم يتم تحويل الحقوق الالتزامات، المساوئ والمخاطر المترتبة عن ملكية الأصل إلى المستأجر، بالتالي فإن فترة العقد غير كافية ليسترجع المؤجر كل نفقاته، ما يؤدي إلى انتظاره لفترة أخرى من أجل استعادة ما تبقى من النفقات سواء بتجديد العقد أو بيع الأصل .

ثانيا- الاعتماد الإيجاري حسب طبيعة موضوع العقد: ينقسم إلى: (رشيد، إيناس، 2009ص97) .

أ . الاعتماد الإيجاري للأصول المنقولة: يستعمل هذا النوع من طرف المؤسسة المالية لتمويل الحصول على أصول منقولة تتشكل من تجهيزات وأدوات استعمال ضرورية لنشاط المؤسسة المستعملة .

ب . الاعتماد الإيجاري للأصول غير المنقولة (العقارات): يعتبر عقد إيجار العقارات عقدا يمنح من خلاله المؤجر وعلى شكل تأجير لصالح المستأجر مقابل الحصول على أقساط إيجار واحدة ثابتة، أصولا ثابتة مهنية اشتراها أو بنيت لحسابه مع إمكانية حصول المستأجر على ملكية مجمل الأصول المؤجرة أو جزء منها في أجل أقصاه انتهاء فترة العقد .

ج. الاعتماد الإيجاري المتعلق بالمحلات التجارية والمؤسسات الحرفية: يعتبر سندا من خلاله يمنح المؤجر محلا تجاريا أو مؤسسة حرفية من ملكه على شكل تأجير مقابل الحصول على أقساط إيجار ولمدة ثابتة لصالح المستأجر مع الوعد من جانب واحد بالبيع لصالح المستأجر بمبادرة منه عن طريق دفع سعر متفق عليه يأخذ بعين الاعتبار على الأقل جزئيا الأقساط التي تم دفعها بموجب أقساط الإيجار مع عدم إمكانية المستأجر إعادة التأجير للمحل التجاري أو هذه المؤسسة الحرفية لصاحب الملكية الأول.

ثالثا- الاعتماد الإيجاري حسب الإقامة: هذا التقسيم يراعى محل الإقامة ويقسم إلى: (عياش، مناصرة، 2014، ص290)

-**الاستئجار المحلي:** عقد إيجار تكون فيه كل الأطراف المتعاقدة مقيمة في البلد نفسه ولما تقوم مؤسسات الإيجار بفتح فروع لها في الخارج من أجل ممارسة عملها، فهذه الأخيرة تمارس استئجار محلي في الدول التي قامت فيها.

- **الاستئجار الدولي:** هو العقد الذي يسكن أطرافه المتعاقدة دول مختلفة ويخضعان لتشريعات مختلفة ويصنف العقد إلى نوعين هما:

* **عقد إيجار الاستيراد:** هو العقد الذي يكون فيه المستأجر والمؤجر في نفس البلد لكن مورد المعدات من بلد آخر فيقوم المؤجر باستيراد المعدات ثم يؤجرها إلى المستأجر.

* **عقد إيجار عبر الحدود:** هو العقد الذي يبرم بين المستأجر والمؤجر وكل منهما في بلدين مختلفين، ويتم نقل الأصل عبر الحدود من المؤجر إلى المستأجر.

المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل

تلجأ إليه معظم المؤسسات من أجل تغطية الإنفاق اللازم لشراء الأصول الثابتة وتتكون مصادره من نوعين:

- **أموال الملكية:** تتكون هذه الأموال من الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة.

- **أموال الاقتراض:** تتكون هذه الأموال من القروض طويلة الأجل والسندات (بن علي، صالح،

(2017)

وسنتطرق لكل نوع من هذه الأنواع فيما يلي:

1-**المصادر الخاصة (الأموال المملوكة):** تتمثل في الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة نذكرها فيما يلي:

➤ **الأسهم العادية:** يحمل أصحاب الأسهم العادية صفة المالكين للشركة نتيجة شرائهم أسهمها ويأتي هذا النوع من المساهمين في الدرجة الثالثة بعد الدائنين والمساهمين الممتازين من حيث استرجاعهم لأموالهم المستثمرة في حالة التصفية أو الإفلاس (وليد، عمر، 2019، ص57)

- تعرف بأنها سند ملكية يعتبر حاملها مسيرا من مسيري الشركة وتعطي له الحق في اتخاذ القرار (

Barreau , Delahaye , 2000,p357)

➤ **الأسهم الممتازة:** تعتبر الأسهم الممتازة من الصكوك المالية القابلة للتداول حسب قواعد القانون التجاري تختلف عن الأسهم العادية في أن لحامليها حق الأولوية في حصول على الحقوق

(Depallens , 1983,p351)

- تعتبر سند ملكية ولها قيمة دفترية وسوقية، حيث تتمتع بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية وتعطي لحاملها حقوقاً إضافية وأولوية على الأسهم العادية (سحنون، 2008، ص34)

الجدول رقم 4: مقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
* تكون صعبة مقارنة بالعادية	* إمكانية بيعها بسهولة وسرعة.
* يوجد حق الأولوية في الحصول على الأرباح	* لا يوجد حق الأولوية في الحصول على الأرباح
* تصدر عدة مرات خلال فترة حياة المؤسسة.	* تصدر مرة واحدة خلال فترة حياة المؤسسة
* غالبا لا يكون لحملة هذا النوع الحق الدائم في التصويت.	* الحق في التصويت.
* يوجد حد أقصى لمقدار العائد.	* لا يوجد حد أقصى لمقدار العائد.

المصدر: زياد، 2008، ص 62.

➤ **الأرباح المحتجزة:** قرارات الأرباح هي من قرارات التمويل التي تؤثر في مقدار التوزيعات على المساهمين مقابل المبلغ الذي يتم احتجازه وإعادة استثماره، تشير سياسة توزيع الأرباح إلى السياسة التي تتبعها الشركة في تحديد التوزيعات للمساهمين مع مرور الوقت (Baker ,2009 ,p03)

-هي الأرباح التي يحتفظ بها بشكل توزيعها أو احتجازها مشكلا للمدير المالي، فهي الأرباح التي حُجبت عن التوزيع على المساهمين في الشركة (محمد سعيد وآخرون، 2019، ص42)

- هي ذلك الجزء من حقوق الملكية الذي تستمده الشركة من أرباحها ويتمثل في الباقي من أرباح السنة بعد تجنب مختلف الاحتياطات وتوزيعات المقررة (توبين وآخرون، 2018، ص255)

- هي ذلك الجزء المتراكم من الأرباح الحالية أو المحتجزة لفترة سابقة وتعد مصدر تمويل ذاتي للشركة وفي نفس الوقت تعكس مقدار التغير في مقسوم الأرباح (Cogranss, Geoge,1993,p538)

- مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة: تتمثل مزايا الأرباح المحتجزة فيما يلي (طيب، عبيدات، 2010، ص178)

- تعتبر مصدرا تمويلا للمؤسسة.

- سهولة الحصول عليها فهي لا تحتاج إلى مفاوضات وعقود لأنها أموال داخلية.

- تمويل الشركة بالأرباح المحتجزة لا يؤثر في عدد الأصوات (حيث لا تتغير عدد أسهم الشركة) بالتالي عدم التغيير في الإدارة والسيطرة في الشركة.

أما عيوبها فهي كالآتي: (عباس، 2008، ص282)

- يتطلب احتجاز الأرباح من المؤسسة أحيانا إصدار أسهم مجانية مما يؤدي إلى ارتفاع التكلفة -إن الأرباح المحتجزة لا يستحسن استخدامها كمصدر للتمويل المتكرر.

- قد لا تستطيع أحيانا المؤسسات المساهمة المبتدئة الاستفادة من هذا المصدر.

- عناصر الأرباح المحتجزة: تتمثل فيما يلي

أ-الاحتياطي القانوني: يتمثل في الحد الأدنى من الاحتياطيات الذي لا بد للشركة من تكوينه يمكن للشركة التوقف عن الاحتياط متى بلغ الرصيد الاحتياطي نصف رأس المال المدفوع وإذا قل عن ذلك تبدأ في عملية الاحتياط من جديد، يستخدم الاحتياطي في تغطية خسائر الشركة وفي زيادة رأس المال، كما يعتبر أيضا ضمانا لدائني الشركة ومن ثم فإنه لا يجوز للشركة التصرف فيه أو توزيعه على المساهمين إلا طبقا لما ورد في القانون. (عبد العزيز، 1997، ص60)

أوجب المشرع الجزائري على شركة المساهمة أن تقطع من الأرباح الصافية بعد أن تطرح منها قيمة الخسائر السابقة سندات نصف العشر على الأقل لتكوين مال احتياطي قانوني وذلك تحت طائلة بطلان كل مداولة مخالفة وعليه يعد الاقتطاع القانوني اقتطاعا إلزاميا لا يمكن لمجلس الإدارة أو القائمون بالإدارة حذفه أو عدم اقتطاعه من الأرباح كما تبطل كل مداولة صادرة عن الجمعية العامة السنوية تقضي أو تقرر توزيع أرباحا قبل إجراء هذا الاقتطاع القانوني الذي يجب إدراجه كما ذكرنا سافا ضمن الخصوم من الميزانية وتقدر نسبة الاقتطاع القانوني من الأرباح الصافية بالواحد على عشرين ، بمعنى 5 % من هذه الأرباح أي نصف عشر رأس المال، وتمثل هذه النسبة الحد الأدنى الذي يجب

احترامه عند القيام بعملية الاقتطاع، ومن ثم يمكن لشركة اقتطاع نسبة اكبر من نسبة 5 % لتكوين احتياط قانوني غير أنه وطبقا للفقرة الثانية من المادة 721 من القانون التجاري يصبح اقتطاع هذا الجزء غري إلزامي إذا بلغ الاحتياطي عشر رأس المال (10%) . (فاضل ، 2020 ، ص 628) .

ب- الاحتياطي النظامي: يتم إنشاء هذا الاحتياطي طبقا للنظام الأساسي للشركة، حيث يشترط تجنيب نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة ينص عليها هذا النظام ولا يمكن للشركة العدول عن هذا الاحتياطي ما لم يعدل نظام الشركة، كذلك لا يجوز استخدام هذا الاحتياطي بغير الأغراض المخصص لها إلا بقرار من الجمعية العامة للشركة. (عبد العزيز، 1997، ص60)

ج- الاحتياطات الأخرى: هي الاحتياطات التي تحقق للشركة دوام ازدهارها واستمرارها وتكفل توزيع أرباح ثابتة بقدر الإمكان. (عبد العزيز، 1997، ص60)

د- الأرباح المرحلة أو المستعادة: هي مبالغ تبقى بعد توزيعات الأرباح السنوية يقترح مجلس الإدارة ترحيلها إلى سنة مالية ويستخدم ذلك الفائض كاحتياطي لمواجهة أي انخفاضات محتملة في الأرباح للسنوات القادمة . (عبد العزيز، 1997، ص60)

2- الأموال المقترضة: يأخذ هذا المصدر شكلين أساسيين هما السندات والقروض طويلة الأجل نعرضهما فيما يلي:

➤ **السندات:** تمثل أوراق دين على الجهة المصدرة للسند سواء كانت هذه الجهات حكومية أو مؤسسات عامة أو خاصة، حيث يمكن إصدارها من طرف هيئات ذات هياكل قانونية متنوعة (Jaquillat, Solnik , 1996,p14)

- يعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض بدفع مبلغ معين من المال إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين (Laget , 1990,p18) .

- السند عبارة عن ورقة مالية تمثل قرضا طويل أو متوسط الأجل لحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية عادة ما تكون ثابتة خلال مدة القرض (peyrard , 1993,p27) .

خصائص السندات: تتميز السندات بخصائص عامة وخصائص منفردة يمكن ذكرها كما يلي: (الغالي، عدنان، 2019، ص188-189)

الجدول رقم 5: خصائص السندات

خصائص منفردة	خصائص عامة
*قابلية الاستدعاء	* السند أداة دين.
* قابلية التحويل إلى أسهم عادية	* السند أداة استثمارية ثابتة الأصل
* خاصية الإطفاء	* قابلية التداول
	* الاستحقاق

حقوق حملة السندات: يتمتع حاملوا السندات بعدة حقوق نذكر منها: (رشيد، 2006، ص64)

- الحق في الإعلام.

- الحق في استيفاء الفوائد على أساس القيمة الاسمية للسندات.

- الحق في إقامة دعوى الإفلاس على الشركة في حالة تأخرها عن دفع قيمة السند.

- الأولوية في الحصول على جزء من أموال الشركة عند التصفية قبل الدائنين الآخرين وحملة الأسهم العادية والممتازة.

أنواع السندات: تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن التمييز بين السندات وفقا للمعايير التالية (رشيد، 2006، ص62-63)

أولا-أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: حسب هذا المعيار يمكن تصنيف السندات إلى نوعين رئيسيين وهما:

1-سندات عامة: تصدر عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، شركات القطاع العام أو القطاع الخاص والخواص وهذا بهدف تحقيق ما يلي:

-تغطية عجز الميزانية العامة .

- مراقبة حجم السيولة لدى البنوك من خلال الإشراف على نشاطها .

-تتمية الوعي الادخاري لدى الأفراد .

-التحكم في الأزمات الاقتصادية خاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية للتقليل من حجم السيولة المتداولة، بينما تقوم بعملية الشراء في حالة الكساد بهدف تحقيق التوازن الكلي.

2- سندات خاصة: هي سندات تصدرها شركات مساهمة للحصول على التمويل اللازم لنشاطها بدلا من إصدار أسهم جديدة تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، ما يؤدي إلى انخفاض الربح الموزع، ما يميزها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية وأن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية للمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين .

ثانيا- أنواع السندات حسب طريقة السداد: يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد

1-سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

2-سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: تكون بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

ثالثا- أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكها: يمكن أن نميز بين

1-سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: هي سندات يمكن تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، كما تعتبر أكثر تفضيلا من قبل المستثمرين خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.

2-سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، يقصد بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند تاريخ الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

رابعا-أنواع السندات حسب معدل العائد: نميز نوعان وهما

1-سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائدا ثابتا خلال جميع السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك بسبب تمكين المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

2- سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يكون معدل الفائدة متغيرا حسب المعدل السائد في السوق أو حسب معدل التضخم وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

خامسا-أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة: تنقسم إلى

1-سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من نتائج في أعمالها.

2-سندات الدخل: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لا تحقق فيها الشركة أرباح.

سادسا-أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما:

1-سندات مضمونة: تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض كأن ترهن عقاراتها أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.

2-سندات غير مضمونة: الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة

-معايير تقييم السندات: تختلف المعايير المعتمدة في تقييم السندات عن تلك المستخدمة في تقييم الأسهم لاختلاف طبيعة الأداة الاستثمارية من جهة ومن جهة أخرى نجد أن عوائد السهم تتوقف على سياسة توزيع الأرباح، بينما عوائد السندات لا تعتمد بشكل مباشر على نتيجة أعمال الشركة وفيما يلي عدد من المعايير المعتمدة في تقييم السندات: (كداوي، 2008، ص96-97)

* كوبون السند: يعبر عن الإيراد أو الدخل الذي يحققه المستثمر من السند وقد يسدد الكوبون لحامل السند إما على أساس سنوي أو نصف سنوي.

* ريع أو مردود السند: يستخدم هذا المؤشر لتقييم ربحية السند بالمقارنة مع ربحية الخيارات الأخرى وذلك ضمن مفهوم تكلفة الفرصة البديلة.

* عائد الاحتفاظ بالسند: يعبر هذا المؤشر عن العائد على الاستثمار السنوي الذي يحققه المستثمر في السندات من خلال الدخل السنوي (الكوبون) والتقلب الحاصل في سعر السند السوقي.

➤ **قروض طويلة الأجل:** هي قروض تحصل عليها المؤسسة من مؤسسات التمويل المحلية والأجنبية لفترات طويلة الأجل لتمويل شراء الأصول الثابتة وبشروط محددة (الصيرفي، 2006، ص16)

* هي القروض التي تحصل عليها المؤسسة من المصارف أو شركات التأمين تتراوح مدتها بين 5 إلى 30 سنة تلتزم من خلالها المؤسسة بدفع أقساط القرض مع فائدة دورية في المواعيد المحددة، يمكن تحديد أهم مميزات القروض طويلة الأجل بأنها كبيرة الحجم ومستقرة، فائدتها ثابتة، تستخدم لتمويل المشاريع طويلة الأجل أو الموجودات الثابتة (حافظ، محمود، 2012، ص219)

- **مزايا وعيوب التمويل بالقروض طويلة الأجل:** من بين المزايا التي يتميز بها التمويل بالقروض طويلة الأجل نذكر ما يلي (سوس، 2004، ص190-191)

- تجنب المؤسسة تكاليف اللجوء إلى الإصدار العام للجمهور .
- سهولة التفاوض بين المؤسسة والجهة المقترضة .
- تجنب المؤسسة اللجوء إلى القروض القصيرة الأجل وبالتالي تفادي مخاطر احتمال عدم التجديد أو مواعيد الاستحقاق.

- سهولة الحصول عليها فهي لا تستغرق وقتا طويلا مقارنة بالإصدار العام إلى الجمهور العام
بينما نذكر عيوبه فيما يلي:

- يعرض المؤسسة إلى الاستنزاف النقدي باستمرار بسبب سداد القروض الطويلة الأجل بأقساط سنوية طويلة الأجل وهنا تظهر أفضلية اللجوء إلى التمويل بالأسهم بسبب عدم محدودية تاريخ التسديد .
- بسبب أنها قروض طويلة الأجل يطلب المقرض ضمانات قد لا تكون في متناول المؤسسة.
- تتضمن اتفاقيات تقديم القروض نصوصا مقيدة للمؤسسات المقترضة لحماية حقوق الدائنين بينما تخلو مصادر التمويل الأخرى من هذا القيد.

المطلب الرابع: المفاضلة بين مصادر التمويل

تتمثل وظيفة التمويل في البحث عن مصادر التمويل المتاحة واختيار الهيكل التمويلي الأمثل المكون من نسب مثلى للتمويل بأموال الملكية وأموال الدين، حيث يتطلب القيام بهذه المهمة وجود

إدارة مالية على درجة عالية من الكفاءة، فقدرة المدير المالي على تعديل نسبة الدين إلى أموال الملكية في الهيكل المالي محددة بتوفر مختلف مصادر التمويل بالكمية المطلوبة وفي الوقت المناسب، بالتالي فعملية الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل عملية متشابكة تتطلب الأخذ بمجموعة من المعايير تتمثل في:

- **معيار مبدأ التكلفة:** تتحمل المؤسسة تكاليف مصادر تمويل احتياجاتها المالية، حيث تؤثر هذه التكاليف على النتائج والمردودية الإجمالية، لذا يجب قياس تكلفة كل مصدر على حدة والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة التمويل الذاتي، تكلفة الديون.

تعتبر تكلفة رأس المال عن تكلفة المصادر المختلفة للأموال التي تحصل عليها المؤسسة مثل الأسهم، السندات، القروض والأرباح المحتجزة، تعتبر هذه التكلفة ذات أهمية كبيرة في تحديد جدوى الاستثمار في المشاريع الجديدة، فلا يمكن الحصول على أي أموال من أي مصدر تمويلي إلا إذا كان العائد المحقق من هذه الأموال أعلى من تكلفة الحصول على الأموال من هذا المصدر، بالتالي فإن الأموال المستخدمة في المشروع تأتي من مصادر مختلفة وبحقوق مختلفة تتلاءم مع المدة التي سيستخدمها المشروع ومع درجة المخاطر التي تتعرض لها، حسب هذا المعيار فإن أفضل هيكل مالي للمؤسسة هو الهيكل الذي يقلل من تكلفة التمويل إلى الحد الأدنى والذي يعظم أرباح السهم في المؤسسة ومعلوم أن تكلفة التمويل تخضع إلى معدل الفائدة الذي سيدفع إلى أصحاب الدين وإلى الوضع الضريبي لهذه الدفعات .

- **معيار المخاطرة:** حسب الجانب الأيسر من الميزانية العمومية (أي جانب الخصوم وحقوق الملكية) نجد أن مصادر التمويل يتم ترتيبها حسب آجال استحقاقها، من الأقرب إلى الأبعد أجلاً أو العكس، كما أن الترتيب المذكور قد يرتبط بدرجة المخاطرة المرتبطة بكل مصدر من مصادر التمويل، إضافة إلى أن التمويل بالاقتراض أو المديونية قد يكون الأعلى مخاطرة بالمقارنة مع مصادر التمويل الممتلك من وجهة نظر المالكين وذلك للأسباب الآتية:

- لا يمكن للمالكين الحصول على العوائد إلا بعد حصول المقرضين على الفوائد.

- في حالة عدم قدرة المؤسسة على تسديد الفوائد فإن ذلك يدل على تدني المركز الائتماني لها مما يؤدي إلى مطالبة المقرضين بتصفية المؤسسة.

- في حالة تصفية المؤسسة فللمقرضين الأولوية في الحصول على أموالهم (الفوائد وأصل الدين) وأن ما يتبقى من أموال يوزع على حملة الأسهم العادية.

- **معييار السيطرة:** إن سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي تلعب دورا كبيرا في تخطيط مصادر التمويل، لذلك قد يلجأ المالكون الحاليون إلى التمويل عن طريق الاقتراض أو الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية ودخول مساهمين جدد من أجل إبقاء القرار الإداري في المؤسسة تحت سيطرة المساهمين القدامى، مع أن هذا الأمر لا يمكن المحافظة عليه باستمرار لكون التوسع في التمويل من خلال الاقتراض قد يؤدي إلى ارتفاع مديونية المؤسسة، بالتالي عدم تمكنها من دفع التزاماتها قصيرة الأجل، الأمر الذي قد يفرض عليها التضحية بجزء من سيطرتها على المؤسسة والتوجه مضطرة إلى التمويل عن طريق زيادة رأس المال ودخول مساهمين آخرين .

- **معييار التوقيت:** التوقيت والمرونة من العوامل المهمة في تحديد أنواع الأموال المستخدمة، فتوفر المرونة للمؤسسة يمكنها من اختيار التوقيت المناسب والحصول على حاجتها من المال بأقل تكلفة فالمقرض يبحث دائما عن المؤسسة المقترضة ذات المركز المالي القوي لضمان حقوقه، فعندما تكون العوامل مشجعة على استخدام الدين والمرونة التمويلية غير متوفرة، فإن هذا يعني تركيبة رأس مال بنسبة دين أقل.

إن التوقيت مهم في التمويل وخاصة للمؤسسات النامية، فإذا كان مبدأ المناورة يبحث عنه للتمسك به في اختيار نوع التمويل الذي يمكن المؤسسة من اقتناص الفرص في السوق لتقليل تكاليف التمويل وتوفير الكثير للشركة فإن النقطة المهمة التي يجب أن لا ننساها أن عملية جعل الإصدار العام للأوراق المالية مطلوبة بشدة من قبل موردي المال (بن الشريف، 2018، ص386--389)

المطلب الخامس: تكلفة الأموال

تعتبر تكلفة التمويل من بين أهم الموضوعات التي تهتم بها الإدارة المالية من أجل تحديد هيكلها المالي الأمثل وتحقيق أكبر عائد مقابل تكاليف منخفضة .

أولا- تكلفة الأموال: يقصد بتكلفة الأموال معدل الخصم المستخدم لحساب مردودية مشروع استثماري أي مردودية الزيادة في حجم المؤسسة، أي أن تكلفة الأموال هي الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول عند تاريخ اتخاذ القرار (Gagnom et al,1981,p253)

* هي عبارة عن معدل العائد المتوقع عن طريق كافة مصادر التمويل سواء كانت مملوكة أو مقترضة
(Bierman , 1972,p168) .

* هي عبارة عن معدل المردودية الصافي الواجب تحقيقه من أجل القبول باستخدام مصادر التمويل في المؤسسة (Brault ,2006,p788).

* هي عبارة عن معدل المردودية المفروض على الأصول الاقتصادية التي تم تمويلها عن طريق كل الأموال الخاصة والديون (Venimmen,1998,p487).

1- نماذج قياس تكلفة أموال الملكية: تتمثل تكلفة أموال الملكية (أو الأموال الخاصة) في معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون على استثمار أموالهم في المؤسسة (Steven et al ,2000,p420)
تتكون عناصر أموال الملكية التي سيتم قياس تكلفتها من الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة

1-1- قياس تكلفة الأسهم العادية: يتم قياس تكلفة الأسهم العادية من خلال إتباع أحد النموذجين التاليين (الطراونة، 2002)

أ - نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM, Model Picing Asset Capital)

ب - نموذج التدفقات النقدية المخصومة (DCF, Flow Cash Discounted)

أولاً- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: يظهر هذا النموذج العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة السوقية للأسهم وتعرف هذه العلاقة أيضا بخط سوق الورقة المالية (SML, Line Market Security) ويحدد هذا النموذج الحد الأدنى للعائد الذي ينبغي أن يحققه السهم العادي لكي يعرض المستثمر عن المخاطر التي لا يمكن تجنبها (مخاطر منتظمة) التي تقاس بمعامل بيتا ويمكن أن يعبر عن هذه العلاقة بالمعادلة التالية: $R = R_F + B (R_m - R_f)$

حيث أن: R تمثل العائد المتوقع على السهم العادي

R_F : تمثل معدل العائد الخالي من الخطر (معدل فائدة السندات الحكومية)

B: تمثل معدل بيتا الذي تقيس المخاطرة السوقية للسهم.

Rm: تمثل العائد المتوقع على كافة الأسهم المدرجة في السوق.

بموجب هذا النموذج فإن معدل العائد المطلوب على الأسهم العادية عبارة عن معدل العائد الخالي من الخطر مضافاً إليه بدل المخاطرة (Rf- RM) ويختلف بدل المخاطرة من ورقة مالية إلى أخرى بسبب عوامل السيولة وفترة الاستحقاق ومخاطرة عدم السداد ومخاطرة تقلبات العوائد والقابلية للتسويق .

ولاستخدام نموذج (CAPM) في تقدير تكلفة الأسهم العادية لا بد من تقدير المخاطرة المنتظمة باستخدام معامل بيتا (B, Coefficient beta) ويقصد بمعامل بيتا "معدل التغير في عائد السهم لكل وحدة واحدة من التغير في العائد من السوق، أي ذلك المعدل الذي يقيس درجة حساسية التغير في العائد من السهم للتغير في العائد من السوق وعليه فإذا كانت قيمة (B) تساوي 3,1 يعني ذلك أنه إذا تغير عائد السوق بمقدار وحدة واحدة يؤدي ذلك إلى تغير كبير في عائد السهم بمقدار 3,1، أو بمعنى آخر كل تغير في عائد السوق بنسبة 12% يؤدي ذلك لتغير في عائد السهم بنسبة 13% مما يعني أن هذا السهم يتحمل درجة مخاطرة أكثر من مخاطرة السوق، يشير (Schlosser) إلى أن أسهم الشركات التي يكون لها معامل (B) عالي (أكبر من واحد) سوف تكون عوائدها حساسة أكثر اتجاه تذبذب عوائد الأسهم بالسوق

ثانياً- نموذج التدفقات النقدية المخصومة (DCF): بموجب هذا النموذج يتم تحديد تكلفة الأسهم العادية بناءً على تحديد قيمة الأسهم ويمكن إيجاد قيمة السهم باحتساب القيم الحالية للتوزيعات النقدية المتوقعة وغير المحدودة وفق نموذج القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية وهو ما توضحه المعادلة التالية:

$$Po = D1/(1+k)^1 + D2/(1+k)^2 + \dots + D/(1+k)^\infty = Dt/(1+k)^t$$

حيث أن Po تمثل قيمة السهم الحالية

Dt تمثل قيمة التوزيعات النقدية في نهاية السنة

K.(T) تمثل معدل العائد المطلوب على الأسهم (تكلفة الأسهم على الشركة المصدرة) ويضيف (Brigham) أنه في حال نمو توزيعات الأرباح من فترة إلى أخرى بنفس المعدل أي بمعدل ثابت هو (g)، فينشأ عن ذلك أن التوزيعات المتوقعة للفترة اللاحقة يمكن تحديدها من خلال المعادلة التالية:

$$Dt = Do (1+g)^t$$

أي أن التوزيعات المتوقعة للفترة اللاحقة (D_t) يتوقع لها أن تساوي $D_0(1+g)^2$ للفترة (D_2) يتوقع لها أن تعادل $D_1(1+g)$ ، إذا كان معدل النمو السنوي للتوزيعات ثابتاً فإنه يمكن اشتقاق ما يسمى بنموذج Gordon الذي توضحه المعادلة التالية:

$$P_0 = D_1 / k - g$$

حيث يفترض هذا النموذج أ، قيمة (K) تكون أكبر من (g) لكي يكون للسهم قيمة موجبة باستمرار. ويمكن التوصل لقيمة (K) من نموذج Gordon من المعادلة التالية:

$$K = D_1 / P_0 + g$$

حيث أن K : تمثل العائد المطلوب على السهم (كلفته) .

D_1 : تمثل توزيعات الأرباح في الفترة.

P_0 : تمثل سعر السهم الجاري في السوق.

g : تمثل المعدل الثابت لنمو التوزيعات.

وفترض نموذج Gordon قيام الشركات بتوزيع أرباح سنوية وبشكل دائم إلا أن هذا افتراض غير واقعي، كذلك فإن الأسواق المالية وبخاصة غير الكفاء منها لا تعكس الأسعار الحقيقية للأسهم مما ينعكس سلباً على دقة التنبؤ بتكلفة الأسهم (الطراونة، 2002) .

2-1- قياس تكلفة الأسهم الممتازة: تحصل الأسهم الممتازة على معدل ثابت من الأرباح السنوية وذات توزيعات ثابتة وبدون أن تحقق ميزة ضريبية للمؤسسة بخلاف الأسهم العادية ما يجعل تكلفة إصدارها مرتفعة مقترنة بتكلفة إصدار الأسهم العادية.

يتم قياس تكلفة التمويل للأسهم الممتازة بناءً على النموذج التالي:

$$K_P = D_P / p_{net}$$

حيث:

K_P : تكلفة التمويل من إصدار الأسهم الممتازة.

D_P : توزيعات السهم الممتاز.

p_{net} : سعر بيع أو إصدار السهم الممتاز مطروحاً منه تكلفة الإصدار.

من خلال المعادلة يلاحظ أنها تساوي حاصل قسمة توزيعات الأرباح على الأسهم الممتازة على السعر الصافي لإصدار الأسهم الممتازة ولا يتطلب حساب تكلفة التمويل عند إصدار الأسهم الممتازة إلى أية معالجة ضريبية كون توزيعات الأرباح فيها تعد توزيعاً للأرباح الصافية ولا يتم معالجتها ضريبياً على أنها من الأرباح لأنها تكون ضمن المصاريف (مطر، 2010، ص75)

3-1- قياس تكلفة الأرباح المحتجزة: تمثل الأرباح المحتجزة مصدر تمويل داخلي للمؤسسة تمثل أرباح لم يتم توزيعها على المساهمين، يمكن النظر إلى تكلفة الأرباح المحتجزة على أنها مساوية لتكلفة الفرصة الناتجة من عدم توزيع الأرباح على المساهمين فإذا لم يكن في استطاعة المؤسسة تحقيق أرباح (عائد) مساوية للعائد الذي تحققه مؤسسات أخرى في نفس درجة المخاطرة، فإن المساهمين في هذه الحالة سوف يطالبون بتوزيع الأرباح بدلاً من احتجازها ومن ثم استثمارها خارج المؤسسة، يمكن القول بأن تكلفة الأرباح المحتجزة قد تكون أقل من تكلفة التمويل عن طريق إصدار الأسهم العادية خاصة إذا كانت الأرباح الموزعة تخضع لضريبة الدخل الشخصي وأن المؤسسة تدفع تكاليف إصدار وأن السهم العادي قد يباع بأقل من سعره، إن احتجاز الأرباح في هذه الحالات يوفر على المؤسسة نفقات الإصدار ويتم التعبير عن تكلفة الأرباح المحتجزة بالمعادلة التالية:

$$k_{re} = k_e (1-t) (1-z)$$

حيث:

k_{re} : التكلفة الفعلية للتمويل بالأرباح المحتجزة .

k_e : تكلفة التمويل بالسهم العادي

T : معدل ضريبة دخل الفرد

Z : نسبة نفقات الإصدار أو عمولة الإصدار (الكراجة، عاطف، فائق، 1995، ص139)

2- نماذج قياس تكلفة الأموال المقترضة:

2.1- قياس تكلفة السندات: عند حساب تكلفة السندات فإن الفرق بين القيمة الاستهلاكية للسند والقيمة الاسمية للسند مقسومة على عدد سنوات السند، تضاف إلى إجمالي التكلفة السنوية للسند إذا كانت موجبة وتطرح منه إجمالي التكلفة السنوية للسند إذا كانت سالبة، يمكننا حسابها بالمعادلة التالية:

$$K_P = N \times P + \frac{P - N e}{t} / P + \frac{N e}{2} \times 100$$

حيث: Kb: تكلفة السند

N: القيمة الاسمية للسند.

p: سعر الفائدة

Ne: صافي قيمة السند

t: مدة السند

وفي حالة وجود ضريبة فإن تكلفة السند يمكن حسابها بالمعادلة التالية:

$$KP = N \times P + P - Ne / t / P + Ne/2(1-t) \times 100$$

حيث t: الضريبة (بلعدي، 2008، ص34-35)

2.2- قياس تكلفة الاقتراض (الديون): تلجأ الشركة لعملية الاقتراض حيث تشكل الديون القصيرة والطويلة الأجل المورد الرئيسي ضمن الموارد الخارجية لتمويل الشركة لأن أموالها الخاصة لا تكفي ولا يكون الاقتراض فعالاً إلا إذا استعمل لتمويل مشاريع استثمارية من شأنها أن تضمن الحصول على معدل عائد أكبر أو مساوي على الأقل لمعدل الاقتراض، حيث هناك عدة طرق لتسديد القرض سواء بتسديد المجموع في تاريخ أجل الاستحقاق أو بدفع أقساط ثابتة أو متناقصة.

يعبر معدل الفائدة الاسمي للاقتراض عن التكلفة الظاهرة لأي مورد تمويلي مقترض وبإدماج القيمة الزمنية للنقود تكون تكلفة الديون الظاهرة عبارة عن معدل الاستحداث الذي يجعل القيمة الحالية لمجمل الإيرادات المرتبطة بالقرض مساوية للقيمة الحالية للنفقات المرتبطة باستعمال القرض وهذا وفق العلاقة التالية:

$$E = \frac{F1}{(1 + ke)} + \frac{F2}{(1 + ke)^2} + \dots + \frac{Ft}{(1 + ke)^t}$$

E : أصل القرض

Ft: الفوائد المدفوعة على أصل القرض خلال الفترة t .

ke: تكلفة الديون .

إذا كانت المؤسسة تسدد ديونها على شكل دفعات فتكون تكلفة الديون الظاهرة كما يلي:

$$E = \sum \frac{Ct}{(C1 + Ke)^t}$$

Ct: القسط المدفوع في الفترة t

تجدر الإشارة إلى أن الديون تستفيد من امتياز جبائي على الأموال الخاصة علما أن الفوائد تخفض من الأرباح الخاضعة للضريبة وهو ما يسمى بالوفورات الضريبية التي يجب أخذها بعين الاعتبار.

تكلفة القرض بعد الضريبة:

$$a = i (1 - T)$$

T: معدل الضريبة على الأرباح

i: معدل الفائدة قبل الضريبة

a: المعدل بعد الضريبة يشترط لتطبيق هذه العلاقة أن تكون المؤسسة قد حققت أرباحا (أحمد، السعيد، 2007، ص 91-92)

3.2- قياس تكلفة القرض الايجاري: يحصل المؤجر على دفعات دورية من المستأجر التي يعتبرها كإيراد لكن الأصل المؤجر لا زال في ذمته، أي يسجل الاهتلاكات السنوية وهذا يعني أن المؤجر يحصل على نتيجة R تتمثل في الفرق بين الأجرة والإهلاك .

$$Rt = Lt - Dat \dots \dots (2 - 33)$$

لكن المؤجر عند التقييم يأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية التي تتحدد كما يلي:

$$Ft = Rtnet + DA$$

$$CFt = (Lt - Dat)(1 - IBS) + DA$$

$$CFt = Lt(1 - IBS) + IBS.DA \dots \dots (2 - 34)$$

يصبح معدل المردودية المطلوب من طرف المؤجر هو الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية بعد الضريبة مضافا إليها القيمة المتبقية مستحدثة ومبلغ الاستثمار.

$$M = \sum \frac{(1 - IS)L_t + IBS.DA}{(1 + r_d)^t} + \frac{(VR)}{(1 + r_d)^n} \dots \dots (2 - 35)$$

هذا باعتبار الأجرة كإيراد لكن في الحقيقة مبلغ الأجرة السنوية تضم الفوائد وأقساط التسديد كما أشارت إليه المعايير المحاسبية الدولية في LAS17، في هذه الحالة تصبح تكلفة قرض الإيجار لا تختلف تماماً عن تكلفة القروض، إلا أنه تم افتراض عدم وجود خيار شراء والذي يكون له تأثير على التكلفة (بن الضب، 2009، ص95)

3- نماذج قياس تكلفة الائتمان المصرفي والائتمان التجاري: تتمثل في

1.3- قياس تكلفة الائتمان المصرفي: تعرف تكلفة الائتمان المصرفي بأنها سعر الفائدة الموضوع من قبل البنك أو المؤسسات المقرضة للأموال والذي يختلف من قرض لآخر أو من مؤسسة لأخرى.

تكون تكلفة الائتمان المصرفي على شكل نسبة مئوية من قيمة القرض ويطلق عليها التكلفة الاسمية تمييزاً لها عن التكلفة الفعلية التي تتوقف على شروط الاتفاق بين البنك والمؤسسة، كما تتوقف على معدل الضريبة التي تخضع لها أرباح الأعمال وتختلف تكلفة الائتمان المصرفي باختلاف شروط الاتفاق بين البنك والمؤسسة، تعتمد على السنة الائتمانية للمؤسسة التي تطلب الائتمان وتحسب تكلفة الائتمان المصرفي بالمعادلة التالية:

$$I / D0Kd$$

حيث أن I: قيمة الفائدة قبل الضريبة .

D₀: قيمة القرض

K_d: تكلفة الائتمان المصرفي (الصديق، سليمان، 2016، ص139)

2.3- قياس تكلفة الائتمان التجاري: تعرف تكلفة الائتمان التجاري بأنها النفقات المترتبة على المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها المؤسسة أو تستخدمها في العملية الصناعية وتتمثل أهم عناصر هذه النفقات في:

* نفقات الأعمال الكتابية والمحاسبية المتعلقة بعملية الائتمان .

* نفقات الاستعلام عن العملاء وتقييم حالتهم المالية الائتمانية .

* نفقات التحصيل والتي تتعلق بعملية منح الائتمان.

* الفائدة على الأموال المتاحة في شكل ائتمان تجاري .

* المصروفات القانونية لفض النزاعات .

* خسائر الديون المعدومة .

تعتمد تكلفة الائتمان التجاري على شروط الموردين الخاصة المتعلقة بوجود أو عدم وجود الخصم النقدي ففي حالة قيام المؤسسة بسداد قيمة البضاعة خلال فترة الخصم يعتبر الائتمان التجاري مجانيا بدون تكلفة بينما إذا قامت المؤسسة بالسداد بعد انقضاء فترة الخصم يعتبر الائتمان غير مجاني يمكن حساب تكلفة الائتمان التجاري بالمعادلة التالية:

$$(\text{الخصم مدة} - \text{الائتمان مدة} / 360) \times (\text{الخصم نسبة} - 1 / \text{الخصم نسبة}) = \text{التجاري الائتمان تكلفة}$$

حيث أن: نسبة الخصم: تكلفة كل دينار من الائتمان.

(1- نسبة الخصم): عبارة عن الأموال المتاحة في حالة عدم الاستفادة من الخصم

مدة الائتمان: هي المدة التي تمنح من المورد إلى المؤسسة.

مدة الخصم: هي المدة اللازمة للاستفادة من الخصم (الصديق، سليمان، 2016 ، ص 138)

ثانيا- **التكلفة الوسطية المرجحة:** تتمثل تكلفة الأموال في شكل متوسط مرجح أو مثقل لكل عناصر التمويل المستعملة ويقصد بالمتوسط المرجح أو الموزون الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يجب تحقيقه من استثمارات المؤسسة حتى يتم تلبية العوائد المنتظرة من طرف المساهمين والمقرضين ويمثل في نفس الوقت، المعدل الذي يتم به خصم نفقات النقدية المتاحة من أجل تقدير قيمة المؤسسة

وعليه يمكن حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC) بالصيغة الرياضية التالية:

$$WACC = K_e \times V_e + K_d \times V_d + K_r \times V_r \dots (22 - 1)$$

حيث أن: V_e ، V_d ، V_p ، V_r هي وزن كل من الأسهم العادية، الاقتراض طويل الأجل كالأسهم الممتازة كأرباح المحتجزة على التوالي في هيكل رأسمال المؤسسة ككل أو المشروع الاستثماري المراد تمويله بهذه التشكيلة من الأموال.

هي تكاليف عناصر هيكل رأس المال في المؤسسة، يمكن أيضا حساب التكلفة الكلية للأموال باستعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF) بشرط معرفة معامل بيتا (β) الشركة كوحدة واحدة وهذا لاستخدامه في المعادلة المعروفة:

$$R_s = \text{تكلفة رأس المال} = R_s + \text{بيتا الشركة} (\text{عائد السوق} - R_s)$$

حيث أن: R_s معدل العائد بدون خطر (نبيل، 2018، ص 41-42)

المبحث الرابع: الهيكل التمويلي

يشير الهيكل المالي للشركة إلى كيفية قيام الشركة بتمويل أصولها بكل مواردها المتاحة بشكل عام.

يتم تمويل جزء من أصول الشركة برأس مال (مملوك وأرباح محتجزة) بينما يتم تمويل الجزء الآخر من موارد أخرى مثل الديون أو الالتزامات المالية طويلة الأجل (كالسندات، القروض المصرفية والقروض الأخرى) والمطلوبات الأخرى قصيرة الأجل مثل الذمم التجارية الدائنة (Muchiri et al, 2016,p1735).

المطلب الأول: تعريف ومحددات الهيكل التمويلي

أولاً- تعريف الهيكل التمويلي: يعرف بأنه الجزء الخاص بالأموال الخاصة والاستدانة والمتمثلة في الموارد الدائمة، أي أنه يمثل الجانب الأيسر من الميزانية ليوضح كيفية تمويل الشركة (Florence,Delahaye,2009,p122)

* يعرف الهيكل المالي بأنه عبارة عن القنوات التمويلية إما في شكل أموال قادمة للشركة من مصادر مختلفة سواء مالكي الشركة (المساهمين) أو الغير على شكل قروض بكافة أنواعها (فضالة 1994، ص38)

* يعرف الهيكل التمويلي بأنه توليفة المصادر التي حصلت منها المنظمة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، أي أنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل أو كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية وتجدر الإشارة هنا إلى أن مفهوم الهيكل التمويلي يختلف عن مفهوم هيكل رأس المال، حيث أن الأول يشمل كل مصادر التمويل، بينما الثاني يشمل فقط مصادر التمويل طويل الأجل (Nicodano , Regis , 2019)

* يشير هيكل التمويل إلى جميع أنواع مصادر التمويل المستخدمة في تمويل إجمالي أصول المشروع فهو يختلف عن هيكل رأس المال والذي يتمثل في عناصر التمويل الدائم للمؤسسة والتي تشمل الأسهم والقروض طويلة الأجل لذلك يعد هيكل رأس مال المشروع جزءاً من هيكله التمويلي (Barakat, 2014,p59)

* يعرف الهيكل التمويلي بأنه أداة مالية تحدد كيفية قيام الشركة بتمويل الخيار الأمثل للتعظيم من قيمة المؤسسة وثروة المساهمين (Ofori –Sasu et al ,2019 ,p01)

مما سبق نستنتج أن الهيكل التمويلي مزيج مصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركة لتمويل أصولها وأنشطتها ويتضمن بشكل رئيسي رأس المال المملوك (حقوق المساهمين) ورأس المال المقترض (الديون) .

ثانياً-محددات الهيكل المالي: هناك عدة محددات يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد الهيكل المالي للمؤسسة نعرضها فيما يلي

1- حجم المؤسسة: يعتبر عاملاً مهماً من العوامل المحددة للهيكل المالي وعلى الرغم من أهميته فليس من السهل تحديد مدى تأثيره على الهيكل المالي للشركة فقد اختلفت الدراسات التي تناولت الموضوع حول النتائج المتوصل إليها فمنها ما يؤيد وجد العلاقة الطردية بين حجم الشركة والاستدانة كما أشارت إليه نظرية التوازن، بينما أشارت نظرية التمويل التسلسلي أن العلاقة عكسية، فحسب نظريتي التوازن وعدم تماثل المعلومات فإن كبر حجم الشركات له تأثير إيجابي على نسبة المديونية باعتبارها أكثر تنوعاً وهو ما يجعلها قادرة على تحمل نسب الديون المرتفعة، إضافة إلى تأثيره العكسي على تكاليف الإفلاس وهو ما يؤكد نتيجة أن كبر حجم الشركة له علاقة عكسية مع مخاطر الإفلاس وهو سبب آخر للعلاقة الطردية بين الحجم ونسبة الاستدانة وذلك ما يعطي ضمان أكبر لمانحي الأموال ويجعلهم أكثر تساهلاً في منح القروض، على عكس الشركات صغيرة الحجم التي يكون لديها نسب رفع مالي أقل لأنها أكثر عرضة للتصفية عندما تكون في ضائقة مالية وارتفاع تكلفة التمويل لديها بسبب عدم تماثل المعلومات الذي يؤدي بالمقرضين إلى المبالغة في تقدير المخاطر مما يجعلهم يطالبون بمعدلات فائدة مرتفعة ووضع شروط صعبة على التمويل، ما يؤدي إلى صعوبة في الحصول على التمويل مع ارتفاع تكلفته مقارنة مع الشركات الكبيرة بسبب تعرض هذه الشركات إلى مخاطر مالية بدرجة أعلى من الشركات الكبيرة، بالإضافة إلى أن الشركات الصغيرة والمتوسطة تتميز

بارتفاع تكلفة المعاملات وعدم قدرتها الدخول إلى السوق المالي، حيث أشار (Ferri , Jones , 1979) إلى أن الشركات الكبيرة لها قدرة أكبر لدخول الأسواق المالية كما تستطيع الاقتراض بأفضل الشروط وقد كشف (Marsh , 1982) عن ميل الشركات كبيرة الحجم إلى زيادة الاقتراض طويل الأجل، في حين تتجه الشركات الصغيرة إلى الاقتراض قصير الأجل وفي نفس الصدد أكد كل من (Titman et al, 1988) على أن تكلفة إصدار الأسهم والسندات مرتبطة بحجم الشركة فتكون مرتفعة في الشركات صغيرة الحجم ما يجعلها تلجأ إلى استعمال الديون قصيرة الأجل بشكل أكبر (نجمة، 2016، ص343-345)

2- المردودية: تعتبر المردودية عاملاً مهماً لتفسير السلوك التمويلي، فارتفاع مستوى المردودية يعطي المؤسسة أكبر قدر من المرونة لتغطية التزاماتها المالية ويمكن القول أنه كلما ارتفعت مردودية المؤسسة كلما قل لجوؤها إلى الدين (بلخير، أيوب، 2017، ص594)

حيث يشير (Brigham) إلى متغير مردودية المؤسسة الذي يعتقد تأثيره على الهيكل المالي، فارتفاع مستوى المردودية يعطي المؤسسة مرونة كبيرة في تغطية التزاماتها المالية فقد كشفت دراسة Wessels , Titman , أنه بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل، تتبعها القروض والتي لها تكلفة وكالة ويتولد عنها وفورات ضريبية، ثم يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة والتي لها تكلفة وكالة ولا يتولد عنها وفورات ضريبية، بناءً على ذلك يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتميز بمردودية عالية ويتاح لها فرص احتجاز أرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة، بينما هناك دراسات أجريت على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كدراسة (Ziane Ydriss) التي أجريت على عينة مكونة من 861.781 مؤسسة صغيرة و متوسطة فرنسية ووجدت علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين المردودية والمديونية (قريشي، بن ساسي، 2006، ص433)

3- نمو الشركة: قد تؤدي فرص النمو الأعلى للشركة إلى مزيد من المعلومات غير المتماثلة حيث تفضل الشركة استخدام الديون لمنع المعلومات غير المتماثلة وهذا ما يؤثر إيجاباً لهذا المتغير على الرافعة المالية ومع وجود فرص نمو أعلى تميل الشركات إلى زيادة تكاليف الوكالة، مما يؤدي إلى تكاليف كبيرة للديون. قد ينتهز المدير الفرصة في المشاريع المحفوفة بالمخاطر وهو ما سيحمل الدائنون المزيد من رسوم الفائدة، الأمر الذي يؤدي إلى تحول سيطرة الشركات إلى الدائنين، حيث يتم

استخدام المزيد من التدفق النقدي كمدفوعات فائدة وبالتالي تميل هذه الشركات إلى الحفاظ على نسبة دين أقل لتقليل قيود الدائنين إلى الحد الأدنى (Cahyono, Chawla, 2019,p102) .

إن العلاقة بين الهيكل المالي للشركات وفرص النمو ليست واضحة، فالشركات الأعلى نمواً يتوقع أن تكون لها نسبة مديونية أقل نظراً لوجود فرص النمو، حيث تقوم الشركة بإحلال الأصول التي تعتمد عليها في منح القروض ومن جهة أخرى نجد أن عدم تماثل المعلومات يرتبط بفرص النمو ويؤثر في الهيكل المالي، فالشركات التي تتميز بفرص نمو أعلى تواجه تفاوتاً في المعلومات وبالتالي يمكن أن يكون لها مستوى دين أعلى نسبة إلى الملكية (المومني، حسن، 2011، ص370)

تشمل مؤشرات النمو النفقات الرأسمالية على إجمالي الأصول (CE / TA) ونمو إجمالي الأصول المقاسة بنسبة التغير في إجمالي الأصول (GTA)، نظراً لأن الشركات تشارك عموماً في البحث والتطوير لتوليد استثمارات مستقبلية، فإن البحث والتطوير على المبيعات (RD / S) يعمل أيضاً كمؤشر على النمو (Titman , Wessel , 1988, p05)

4- الربحية: تؤدي الربحية العالية إلى انخفاض المديونية، حيث يفترض أن الشركات ستلجأ إلى المديونية لمنع المديرين من الإنفاق من التدفقات النقدية المتاحة، أي أن الشركات ذات المستوى المرتفع من الربحية لها قدرة على زيادة نسبة الدين بسهولة (Vintila et al,2019,p03)

حيث يجمع العديد من الباحثين أن للربحية تأثير إيجابي على الهيكل المالي فكلما ارتفعت نسبة الربحية في الشركة كلما ارتفعت قدرتها على الاستدانة.

فحسب (Myers , Majluf ,1984) أن الشركة في حالة عدم تماثل المعلومات تلجأ إلى الاعتماد أكثر على التمويل الذاتي ثم التمويل بالاستدانة من أجل التقليل من مخاطر الإفلاس .

غير أن بعض الدراسات التي قام بها كل من (Hall etAll,2004),(Sunder ,1999) (Holms,Myers, Cabar,2003) توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين الربحية والهيكل المالي (حفصي وآخرون، 2016، ص38)

5- الضمانات (هيكل الأصول): أشارت العديد من الدراسات إلى وجود تأثير للضمانات على نسبة الاستدانة بالهيكل المالي للشركة، فمنها ما توصل إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الضمانات ونسبة

الاستدانة أي أنه كلما زادت نسبة الأصول الثابتة كمقياس لمستوى الضمانات زاد اعتماد الشركة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على القروض، لأن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية، في حين توصلت دراسات أخرى إلى أن الشركة التي تمتلك أصول أكبر كضمان تميل إلى استخدام قدر كبير من القروض وبالتالي وجود علاقة طردية بين حجم الضمانات ونسبة الاستدانة (دعاس، حابي، 2015، ص484)

6 - السيولة: تعبر عن قدرة الشركة على مواجهة مختلف التزاماتها قصيرة الأجل، كما تعزز الثقة بالشركة من قبل المتعاملين معها وتمكنها من تسديد التزاماتها في الأجل المحدد وتعطي المرونة لاختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ومواجهة متطلبات النمو والأزمات الطارئة عند حدوثها (مجلخ، بشيشي، 2019، ص121)

حيث نجد أن الشركات بنسبة سيولة أكبر يمكنها الحصول على نسبة دين أكبر نظرا لتمكنها من الالتزام بديونها القصيرة الأجل وهذا يعني وجود علاقة إيجابية بين مركز سيولة الشركة ونسبة ديونها من ناحية أخرى قد تستخدم الشركات ذات الأصول السائلة الأكبر هذه المقاييس لتمويل استثماراتها لذلك يجب أن يكون لمركز السيولة في الشركة تأثير سلبي على نسبة الرافعة المالية الخاصة بها، أي أن هناك تأثير مزدوج للسيولة على الهيكل المالي، فقد تكون العلاقة بينهما سلبية أو إيجابية (Ozkan , 2001) .

7-معدل الفائدة: تعكس معدلات الفائدة تكلفة رأس المال، فارتفاع أسعار الفائدة يؤدي بالشركات إلى الامتناع عن زيادة الدين وبالتالي هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة ونسبة الدين .

لمعدلات الفائدة دورا فعالا في قياس مدى توافر الأموال في الأسواق، فارتفاع معدلات الفائدة يعكس وجود الانكماش النقدي الذي يكون ناتج عن الانكماش في احتياطات البنوك التجارية، حيث ترتفع معدلات الفائدة وبمستوى محدود وبالتالي تكون كمية الأموال التي يطلبها المقترضون أكبر مما تستطيع البنوك التجارية توفيرها، لهذا تبدأ البنوك في ترشيد الأموال بين المقترضين من خلال الاستمرار في فتح الحسابات وتقييد القروض الممنوحة إلى مقترضين جدد، أما في فترات الانكماش النقدي تواجه الشركات الصغيرة صعوبة أكبر من التي تواجهها الشركات الكبيرة في الحصول على احتياجاتها من

التمويل وحتى الشركات الكبيرة تتأثر في هذه الفترة لأن المؤسسات المالية تكون في مفاوضات قوية معها ويتصف السوق في هذه الفترة بأنه سوق المقرض وليس سوق المقرض (المومني، حسن، 2011، ص 370-371)

8-الإعفاءات والوفورات الضريبية: تعتبر فائدة التمويل بالقروض من التكاليف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة على الأرباح وهذا ما يولد وفورات ضريبية تترك آثار إيجابية على النتيجة الصافية للمؤسسة، فعند خضوع أرباح المؤسسة للضريبة على الدخل فإن زيادة نسبة القروض بالهيكل التمويلي سوف تؤدي إلى انخفاض الضرائب المستحقة على المؤسسة وبالتالي ارتفاع التدفقات النقدية بعد الضريبة ومن ثم زيادة قيمة المؤسسة وعلى ذلك يتوقع أن تعتمد الشركات ذات معدلات الضريبة الحدية المرتفعة على مزيد من الديون بهيكلها التمويلية بالمقارنة مع الشركات ذات معدلات الضريبة الحدية المنخفضة وبالتالي يتوقع وجود علاقة طردية بين معدل الضريبة على دخل الشركة كمؤشر للوفورات الضريبية للاقتراض ونسبة الديون بهيكلها التمويلي (نبيل، 2018، ص 220-221).

إن أحد الأسباب التي تدفع المؤسسة للتمويل من خلال القروض هو أن فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولاً للدخل الخاضع للضريبة، بحيث تكون التكلفة الحقيقية للدين أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة وبالتالي كلما زادت إمكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على المديونية في التمويل، بالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي أو بسبب تكبدها خسائر رأسمالية أدت إلى انخفاض ربحيتها (النعمي، خرشة، 2007، ص 203)

إن المشروعات ذات الإعفاءات الضريبية المرتفعة (مقابل الاستهلاك والاستثمار في الأصول) بالمقارنة مع دخلها تكون لها نسبة مديونية منخفضة مقارنة مع المشروعات الأخرى المتشابهة وإن القرارات التمويلية تعتمد على مقدار الإعفاءات الضريبية، حيث أن تمويل المشروع بالاقتراض له فوائد ضريبية عكس تمويله بإصدار أسهم جديدة باعتبار أن الربح على الأسهم يدفع بعد الضريبة وبالتالي توجد علاقة عكسية بين نسبة الاهتلاك ونسبة المديونية (Titman, Wessels, 1988).

9- السيطرة: يؤثر التمويل بالاقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة والتأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، فإذا لم يسمح للإدارة بشراء أي أسهم سوف تفضل استخدام القروض في تمويل الاستثمارات الجديدة باعتبار أن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة، أما في حالة الوضع المالي الضعيف لها فستصدر أسهم جديدة خوفا من مخاطر عدم القدرة على تسديد ديونها ومن ثم التعرض للإفلاس، الأمر الذي قد يعرض يفقد أفراد الإدارة وظائفهم بالمؤسسة، إضافة إلى أن تخفيض الاعتماد على القروض قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الاستحواذ والاستيلاء عليها من طرف مستثمرين آخرين وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثيرا على شكل الهيكل التمويلي للمؤسسة (أندراوس، 2006، ص402)

10-مخاطر السوق: أشارت عدة دراسات أن المخاطر التي تواجه الإدارة المالية ترتفع كلما ارتفعت نسبة الرفع المالي، مما يزيد من مخاطر التعثر المالي لذلك فإن القرارات المثلى من الإدارة المالية هي التي تعمل على تقليل نسبة الرفع المالي للتقليل من التعثر المالي، إضافة إلى ذلك فإن ما يحصل عليه حملة الدين والمقرضين للشركة من أرباح مستقبلية لا بد أن ينعكس على القيمة الحالية الصافية لتلك العوائد وانعكاسه على القيمة السوقية للشركة، لذلك فإن العلاقة بين مخاطر السوق والرفع المالي هي علاقة عكسية وسلبية (الزبيدي، سلامة، 2014، ص35)

المطلب الثاني: مناهج الهيكل التمويلي

هناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب نذكرها فيما يلي (الشواورة، 2013، ص287) .

أولا-منهج التوازن: يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للهيكل التمويلي وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة في ظل افتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالية تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي الذي يصاحبه تكلفة تمويل أقل .

ثانيا- منهج التوازن المقارن: يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، لذلك يتم وضع عديد الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر كل خطة

على تكلفة الأموال، الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب وبمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب للشركة.

ثالثاً- منهج التوازن الحركي الديناميكي: يفترض وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالشركة بمجموعة من العوامل متمثلة في مدة الائتمان، مدى توفر المعلومات، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم، على أن يتم اتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الاستغناء عنها كالتكلفة، المركز الائتماني للشركة، مجال استخدام الأموال والقرارات المالية التي اتخذت في الماضي في ضوء العمليات الإنتاجية والتسويقية ودرجة استغلال الموجودات والموارد الإنتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغير المزيج التمويلي مع كل تغير في حجم أعمال الشركة، عليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عند اختيار المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل .

المطلب الثالث: تقييم الهيكل المالي

من خلال التحليل بمؤشرات التوازن وحساب نسب الهيكل المالية نذكرها فيما يلي:

أولاً- تقييم الهيكل المالي باستعمال مؤشرات التوازن المالي: يقتضي مبدأ التوازن المالي مقابلة سيولة الأصول موعد استحقاق الخصوم، حيث أن قاعدة التوازن المالي من أعلى قائمة المركز المالي أساسها تمويل الأصول غير الجارية بواسطة الأموال وقاعدة التوازن المالي من أسفل قائمة المركز المالي تكون بتمويل الأصول الجارية بواسطة الخصوم الجارية وقد يحدث في دورة الاستغلال بعض الاختلالات التي تخل بالتوازن المالي وبالتالي ينبغي على المؤسسة توفير جزء ثابت من الأموال تمكنها من تسديد ديونها في آجال الاستحقاق، يسمى هذا الجزء الثابت برأس المال العامل الإجمالي وهو مؤشر من مؤشرات التوازن المالي والذي يتكون من احتياجات رأس المال العامل والخزينة (يزيد، 2017، ص133)

1- رأس المال العامل: يعبر عن الفائض الناتج بعد تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة والذي يسمح للمؤسسة بمتابعة نشاطها بصورة طبيعية دون صعوبات مالية على مستوى الخزينة، فتحقيق المؤسسة لرأس مال عامل موجب يؤكد امتلاكها لهامش أمان يساعدها على مواجهة الصعوبات وضمان استمرار توازن هيكلها المالي (Vizzavona,2004,p280).

يتم حساب رأس المال العامل بأسلوبين هما (زوييدة، جمال الدين، 2020، ص351--354)

➤ أولاً - أسلوب أعلى الميزانية:

رأس المال العامل = (الأموال الدائمة - الأصول الثابتة)

رأس المال العامل = (الأموال الخاصة + الديون طويلة الأجل) - الأصول الثابتة.

يركز هذا الأسلوب على تحديد أصل رأس المال العامل والمتغيرات المحددة له .

الشكل رقم 11: رأس المال العامل من أعلى الميزانية

الأموال الدائمة	الأصول المتداولة
	رأس المال العامل

➤ ثانياً - أسلوب أسفل الميزانية:

رأس المال العامل = الأصول المتداولة - الديون قصيرة الأجل .

رأس المال العامل = (قيم جاهزة + قيم محققة + المخزونات) - الديون قصيرة الأجل .

يبين هذا الحساب أن هدف رأس المال العامل هو تمويل جزء من دورة الاستغلال .

الشكل رقم 12: رأس المال العامل من أسفل الميزانية

الديون قصيرة الأجل	الأصول المتداولة
رأس المال العامل	

يوجد ثلاث حالات لرأس المال العامل تتمثل في:

- رأس المال العامل أكبر من الصفر: في هذه الحالة تكون المؤسسة في حالة توازن مالي وتمكنت من تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام مواردها طويلة الأجل وحقت فائض مالي يمكن استخدامه في تمويل الاحتياجات المالية المتبقية.

- رأس المال العامل أصغر من الصفر: في هذه الحالة تكون المؤسسة عاجزة عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية باستخدام مواردها المالية الدائمة، بالتالي فهي بحاجة إلى التقليل من مستوى استثمارها إلى الحد الأدنى الذي يتوافق مع مواردها المالية الدائمة.

- رأس المال العامل مساوي للصفر: في هذه الحالة تكون وضعية الشركة صعبة حيث تغطي الأموال الدائمة التثبيات فقط، أما الأصول فتغطي عن طريق القروض القصيرة الأجل وهذه الوضعية لا تتيح أي ضمان تمويلي في المستقبل.

هناك عدة أنواع لرأس المال العامل تتمثل في:

* رأس المال العامل الصافي: يمثل جزء من الأصول المتداولة الممولة بالأموال الدائمة ويحسب بالعلاقة التالية:

✓ رأس المال العامل الصافي (الدائم) = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة .

✓ رأس المال العامل الصافي (الدائم) = الأصول المتداولة - الخصوم .

* رأس المال العامل الخاص: يمثل جزء من الأموال الخاصة الموجهة لتمويل جزء من الأصول المتداولة بعد تمويل الأصول الثابتة ويحسب بالعلاقة التالية:

✓ رأس المال العامل الخاص = الأصول الخاصة - الأصول الثابتة .

✓ رأس المال العامل الخاص = الأصول المتداولة - مجموع الديون .

* رأس المال العامل الإجمالي: تمثل مجموع الأصول التي تدور في مدة سنة أو أقل وتشمل مجموع الأصول المتداولة ويحسب بالعلاقة التالية:

✓ رأس المال العامل الإجمالي = مجموع الأصول المتداولة .

* رأس المال العامل الأجنبي: يمثل الجزء من الأموال الدائمة الموجهة لتمويل جزء من الأصول المتداولة وهو يبين قيمة الموارد المالية الأجنبية (الديون) في الشركة حيث أصبح من الضروري على الشركات أن تؤمن لنفسها موارد مالية متاحة عند الضرورة من أجل تدارك العجز في الخزينة ويحسب بالعلاقة التالية:

✓ رأس المال العامل الأجنبي = مجموع الخصوم - الأموال الخاصة

✓ رأس المال العامل الأجنبي = مجموع الديون

2- **احتياجات رأس المال العامل:** يمثل الجزء من حاجات تمويل دورة الاستغلال التي لا يتم تغطيتها عن طريق الديون المتعلقة بدورة الاستغلال، تنتج هذه الحاجة عن التفاوت الزمني بين المشتريات، المبيعات، المقبوضات والمدفوعات (Saadi , 2009,p131).

كما يعرف على أنه المقارنة بين الاحتياطات المرتبطة بالاستقلالية من جهة والموارد المقابلة لها من جهة أخرى (pallens ,1997,p135)

يتم حساب احتياجات رأس مال العامل كما يلي:

احتياجات رأس المال العامل = (الأصول المتداولة - النقدية) - (الديون قصيرة الأجل - السلفات المصرفية)

تتمثل احتياجات رأس المال العامل في:

* **رأس المال العامل للاستغلال:** مرتبط بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة تسمح بقياس كتلة الأصول الدورية المرتبطة بالاستغلال إذ تعد كاحتياجات دائمة لأنها تتجدد مع نشاط استغلال المؤسسة لكن ظهور احتياجات رأس مال عامل برصيد سالب تفسر وجود فائض مالي للاستغلال ناتج عن اللجوء للمديونية قصيرة الأجل، تحسب بالعلاقة التالية:

✓ احتياجات رأس المال العامل للاستغلال = احتياجات الاستغلال - موارد الاستغلال

* **رأس المال العامل خارج الاستغلال:** مرتبط بالنشاط الاستثنائي للشركة يحسب بالعلاقة التالية

✓ احتياجات رأس مال العامل خارج الاستغلال = احتياجات خارج الاستغلال - موارد خارج الاستغلال .

تضم الاحتياجات الدورية خارج الاستغلال الأصول الدورية التي ليس لديها علاقة مباشرة مع الاستغلال العادي للمؤسسة، أما الموارد الدورية خارج الاستغلال فتضم الوسائل الموجودة تحت تصرف المؤسسة دون علاقة مباشرة مع الاستغلال العادي (شيحة، 2010، ص76)

هناك ثلاث حالات لاحتياجات رأس المال العامل تتمثل في: (حمزة، 2017، ص119)

- احتياج رأس المال العامل الموجب: تحدث في حالة عدم تغطية المؤسسة لكل احتياجات دورة الاستغلال باستخدام موارد الدورة وتتعداها إلى الموارد الأخرى لذا لابد عليها أن توفر البديل التمويلي لهذا العجز .

- احتياج رأس المال العامل السالب: في هذه الحالة تضمن المؤسسة الاقتصادية توازنها المالي من دون أن تؤثر سلبا على مردوديتها المالية.

- احتياج رأس المال العامل المعلوم: عندما تكون موارد الدورة تغطي احتياجات الدورة هنا يتحقق توازن المؤسسة عن استغلال الأمثل للموارد وهي حالة نادرة الحدوث تعني المثالية.

3-الخزينة: يمكن تعريف الخزينة بأنها الفرق بين رأس المال العامل والاحتياج في رأس المال العامل أو انطلاقا من الميزانية الوظيفية للمؤسسة أنها الفرق بين استخدامات وموارد الخزينة، تحسب وفق طريقتين:

✓ الخزينة = استخدامات الخزينة - موارد الخزينة.

✓ الخزينة = رأس المال العامل - احتياجات رأس المال العامل.

وهناك ثلاث حالات لوضعية الخزينة تتمثل في (Hemici, Conso , 2002,p215)

-الخزينة الموجبة: أي أن الموارد الدائمة تفوق الأصول الثابتة يوجد فائض في شكل سيولة، أي أن المؤسسة تجمد جزء من أموالها وهذا ما يطرح مشكلة الربحية وبالتالي عليها الموازنة بينهما.

-الخزينة السالبة: تكون فيها المؤسسة بحاجة إلى موارد مالية لتغطية الاحتياجات المتزايدة من أجل استمرار النشاط وتعتبر حالة عجز وهذا ما يطرح مشكلة الخطر التي تتمثل في تكاليف إضافية للمؤسسة لهذا على المؤسسة أن تحصل حقوقها أو تطلب قروض.

-الخزينة الصفريّة: هي الحالة المثلى للخزينة، أي أن المؤسسة محافظة على وضعيتها المالية ولكن من الصعب الوصول إليه على المدى القصير جدا.

ثانيا-تقييم الهيكل المالي باستعمال نسب الهيكلية: تسمى نسب الرفع حيث تقيس المدى الذي تلجأ إليه الشركة في اعتمادها على أموال الغير في تمويل احتياجاتها، تتمثل هذه النسب فيما يلي:

أولاً-نسب التمويل الدائم: تقيس هذه النسبة مدى تغطية الأصول الثابتة بالأموال الدائمة، فإذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد الصحيح، فإن رأس المال العامل يكون سالبا وهذا ما يدل على أن جزء من الأصول الثابتة ممول عن طريق القروض القصيرة الأجل، أما إذا كانت هذه النسبة أكبر من الواحد فهذا يدل على أن الأصول الثابتة ممولة بالأموال الدائمة.

يتم حساب هذه النسب وفق الصيغة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة (لظفي، 2005، ص350)}}$$

ثانياً-نسب التمويل الخاص (الذاتي): تعتبر هذه النسبة مكملة للنسبة الأولى وتحسب بالعلاقة التالية: (دادى عدون، 2000، ص55)

$$\text{نسبة التمويل الذاتي} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}} .$$

تقيس هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموال خاصة، حيث إذا تساوت مع الواحد فإن رأس المال العامل الخاص يكون معدوماً أي أن الأصول الثابتة مغطاة بالأصول الخاصة، أما الديون طويلة الأجل وإن وجدت فهي تغطي الأصول المتداولة مكونة بذلك صافي رأس المال العامل.

ثالثاً-نسب الديون إلى رأس المال: تقيس هذه النسبة مدى استخدام الديون في المؤسسة مقارنة بحقوق الملكية وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما زادت مطالب الدائنين مقارنة بحقوق المالكين، كما يمكن لهذه النسبة أن تحدد مدى استقلالية المؤسسة حالياً ويفضل أن لا تزيد عن الواحد لأن ارتفاع هذه النسبة تقيد عمليات المؤسسة ويجعلها عرضة للتدخلات والضغطات الخارجية للدائنين كالرفع من تكلفة الأموال المقترضة، تحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الديون إلى رأس المال} = \frac{\text{الديون}}{\text{حقوق الملكية (دادى عدون، 1999، ص56)}}$$

رابعاً- نسب الديون إلى إجمالي الأصول: تقيس هذه النسبة مدى تمويل أصولها من أموال الغير كما تقدم معلومات حول قدرة المؤسسة لاستيعاب تراجع الأصول الناتجة عن خسارة دون تعويض حقوق الدائنين للخطر وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{الأصول إجمالي} / \text{الديون إجمالي} = \frac{\text{الأصول إجمالي}}{\text{الديون نسبة}}$$

ينتج عن انخفاض هذه النسبة انخفاض المخاطر التي يتعرض لها المالكون والمقرضون نتيجة انخفاض عبء خدمة الدين، حيث يفضل الدائنون انخفاض هذه النسبة لأن انخفاضها يؤدي إلى هامش أمان أفضل لهم، في حين يفضل المالكون زيادة هذه النسبة لأن زيادتها تؤدي إلى تعظيم العائد لهم، كما قد تؤدي إلى استمرار سيطرتهم لاستغنائهم عن زيادة رأس المال بإدخال شركاء جدد (الراوي، سعادة، 2000، ص65)

خامسا- نسب الأصول إلى حقوق الملكية: تعتبر من بين المؤشرات المهمة التي تلجأ إليها الإدارة المالية، فهي تمثل جميع الالتزامات على المؤسسة وكلما كان هذا المؤشر كبيرا كلما دل ذلك على زيادة الرفع المالي وانخفاض حقوق الملكية في مجموع التمويل الداخلي، مما يزيد من المخاطر التي يتعرض لها الدائنون، كما يساهم هذا المؤشر في التعرف على أهمية مساهمة الرفع المالي في ربحية المؤسسة وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الأصول لحق الملكية} = \text{مجموع الأصول} / \text{حق الملكية (لشوس، 2004 ، ص 03)}$$

سادسا- نسب الاستقلالية المالية: تقيس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة عن دائنيها وتحسب بإحدى العلاقتين التاليتين: (لشوس، 2004، ص04)

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}.$$

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{رأس المال العامل الخاص}}{\text{مجموع الديون}}.$$

حيث تشير هذه النسبة إلى حجم الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة وبالتالي درجة استقلاليتها، فالحجم الكبير للديون يجعل المؤسسة غير مستقلة في اتخاذ قراراتها المالية، كلما كانت هذه النسبة كبيرة استطاعت المؤسسة أن تتعامل بمرونة مع الدائنين في شكل اقتراض وتسديد الديون، أما إذا كانت النسبة صغيرة فيعني أن المؤسسة في وضعية مثقلة بالديون ولا تستطيع الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها من قروض إضافية إلا بتقديم ضمانات.

المطلب الرابع: علاقة الهيكل المالي بالرفع، العائد والمخاطرة

نظرا لتأثير الرافعة على كل من العائد والمخاطرة واللذان يعتبران معيارا لاختيار الهيكل المالي المناسب يتوجب على المدير المالي أن يفهم كيفية قياس وتقييم كل من الرافعة، العائد والمخاطرة.

أولا-علاقة الهيكل المالي بالرفع: ينتج الرفع عن استخدام التكاليف الثابتة أو الدين في الهيكل المالي لتعظيم العائد على حقوق المساهمين، بشكل عام فإن زيادة الرفع ينتج عنه زيادة في العائد والمخاطرة، أي أن كمية الرفع في الهيكل المالي يمكن أن يؤثر بشكل كبير ومهم على القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق تأثيرها على كل من عائد المؤسسة ومخاطرتها (حداد، 2010، ص262)

1- تعريف الرافعة المالية: يقصد بالرفع المالي الاعتماد على أموال الغير لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها ملاك الشركة، إضافة إلى تمويل عمليات الشركة، يحقق الرفع المالي عائد قد يكون أكبر من تكلفة الاقتراض أو مساويا لها أو أقل منها وهو ما يميز حالات الرفع الأساسية كالتالي:

- * **الرفع المالي الجيد:** هو الحالة التي يكون فيها العائد من أموال الاقتراض أكبر من تكلفة الاقتراض
- * **الرفع المالي المتوسط:** هو الحالة التي يكون فيها العائد من أموال الاقتراض مساويا لتكلفة الاقتراض
- * **رافعة مالية سلبية:** عندما تكون المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة، أي انه كلما زاد حجم الديون كلما قلت المردودية (طرفاوي وآخرون، 2017، ص303-304)

2- نقطة التعادل التمويلي: هي مستوى المبيعات الذي يؤدي إلى ذات رقم الأرباح بالسهم بغض النظر عن طريقة التمويل وبالتحديد يمكن رسم قيم الأرباح بالسهم لكل من طريقتي التمويل على شكل هندسي يقيس المبيعات على محوره الأفقي وقياس الأرباح بالسهم على محوره العمودي ويلاحظ عند وصل النقاط ببعضها أن خطي الأرباح بالسهم يتقاطعان وأن نقطة التقاطع هذه تدعى نقطة التعادل التمويلي، إن مستوى مبيعات التعادل التمويلي والأرباح بالسهم الناتجة عنها يمكن قياسها جبريا بتحقيق المساواة بين معادلتين الأرباح بالسهم لكل من طريقتي التمويل بالدين والتمويل بالملكية وحل المعادلة الناتجة لحساب قيمة المبيعات، ذلك كما يلي: (الميداني، 1993، ص 568)

$$EPS_D = \frac{s - [FC + I + QV_U](1-T)}{N} = \frac{s - [FC + V_U.Q + I](1-I)}{N} = ESP_E$$

حيث أن:

EPS_D : الأرباح بالسهم الناتجة عن التمويل بالدين

Q : كمية المبيعات

ESP_E : الأرباح بالسهم الناتجة عن التمويل بالملكية,

I : الفائدة على الديون

S : المبيعات

T : نسبة ضريبة الدخل على أرباح الشركة

FC : التكاليف الثابتة

N : عدد الأسهم الصادرة

V_U : التكاليف المتغيرة بالوحدة

3- الرافعة التشغيلية: يقصد بالرفع التشغيلي تضخيم حجم الأرباح من خلال زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة بدلا من التكاليف المتغيرة، حيث تلجأ الشركة إلى زيادة تكاليفها الثابتة بالاعتماد على عدد من الآلات والمعدات مقابل الاستغناء على عدد كبير من العمال (تيماوي، 2015، ص827)

4- الرافعة الكلية: يعرف الرفع الكلي على أنه الأثر الناتج عن استخدام التكاليف الثابتة التشغيلية والمالية الذي يؤدي إلى تعظيم تأثير التغير في المبيعات أو حجم النشاط على ربحية السهم العادي، هذا يعني أن الرفع الكلي يبرز تأثير هيكل التركيبات الإنتاجية والهيكل المالي على ربحية السهم العادي.

تقاس درجة الرفع المضاعف من خلال حاصل ضرب درجة الرفع التشغيلي مع درجة الرفع المالي، يمكن كتابة عبارة درجة الرفع المضاعف كما يلي: (عبد السلام، 2017، ص20)

$$DTL = DOL \times DFL = \frac{Q(p - v)}{EBIT} \times \frac{EBIT}{EBIT - F^*}$$

حيث أن DTL : درجة الرفع الكل

DOL : درجة الرفع التشغيلي

DFL: درجة الرفع المالي

Q: حجم المبيعات

: F* التكاليف الثابتة المالية (الفوائد على القروض)

يعني الرفع المضاعف أن حدوث زيادة في حجم المبيعات بمقدار 100% سوف تؤدي إلى زيادة إيراد السهم الواحد (الربح الصافي) بمقدار الرفع المضاعف وترجع أهمية مفهوم الرفع الكلي (المضاعف) في الإدارة المالية إلى سببين:

الأول: يمكن من تحديد الأثر الدقيق للتغير في حجم المبيعات على الإيرادات المتوفرة للأسهم العادية الثاني: يسمح بإظهار العلاقة المتداخلة بين الرفع التشغيلي والرفع المالي (عبد السلام، 2017، ص21).

ثانيا- علاقة الهيكل المالي بالعائد: يعتبر قرار الاستثمار في المؤسسة قرار استراتيجي يتم اتخاذه بعد دراسة معمقة لكل البدائل المتاحة والمفاضلة بينها واختيار الاستثمار الذي يحقق أكبر عائد وأقل تكلفة ومخاطرة.

1- تعريف العائد: عبارة عن صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال وعادة ما يكون على شكل مبالغ.

➤ أنواع العائد: نجد ما يلي

➤ العائد على الاستثمار: يمثل قدرة الشركة على قياس موجوداتها من خلال العائد على نشاطها ويعتبر من أهم المؤشرات المستخدمة في قياس ربحية الأموال المستخدمة في الشركة من أصول وموجودات مختلفة ويحسب بالعلاقة التالية: (العلي، 2010، ص187)

$$\text{العائد على الاستثمار} = (\text{صافي الربح} / \text{صافي مجموع الأصول}) \times 100 .$$

➤ العائد على حقوق الملكية: يقيس العائد المحقق من استثمار المالكين في الشركة وكلما ارتفعت هذه النسبة كان ذلك أفضل بالنسبة للمالكين وتحسب كما يلي:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = (\text{صافي الربح بعد الضرائب} / \text{حقوق الملكية}) \times 100 .$$

➤ العائد على السهم: يتم قياسه بأحد المقاييس التالية

- نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة: هو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشر على عائد السهم بشكل عام ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة} = (\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية} / \text{عدد الأسهم}) \times 100$$

- نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة: يعتبر مقياساً من مقاييس السوق حيث يقيس ما سوف يحصل عليه المساهم من أرباح مقابل وجود هذا السهم في محفظته يحسب كما يلي:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} = (\text{الأرباح الموزعة} / \text{عدد الأسهم العادية}) \times 100$$

- الربح الجاري للسهم: يقيس قدرة الدينار الذي سيدفعه المستثمر ثمناً للسهم في حالة شرائه على توليد الربح فهو يعبر عن وجهة نظر المستثمر نحو تقييم السهم، يتم حسابه كما يلي:

$$\text{الربح الجاري للسهم} = (\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} / \text{القيمة السوقية للسهم العادي}) \times 100$$

- الربح لفترة الاقتناء: عبارة عن العائد الناتج عن قيام المستثمر بشراء الأسهم مع انتظار ارتفاع سعرها لبيعها بعد ذلك، يحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{الربح لفترة الاقتناء} = (\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{نصيب السهم من الأرباح الموزعة} / \text{سعر الشراء} \times 100 \quad (\text{العلي، 2010، ص187})$$

ثالثاً-علاقة الهيكل المالي بالمخاطرة: تعتبر المخاطرة من العناصر المهمة التي يجب على المستثمرين ورجال الأعمال أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري وتنشأ المخاطرة عندما يكون هناك تباين في العوائد المتوقعة، لذلك وجب اتخاذ التدابير الوقائية من أجل تقليل آثار المخاطرة وتحقيق الاستثمار الرشيد (محمد، 2009، ص12)

1- تعريف المخاطرة: المخاطرة هي احتمال التباين بين العائد المحقق والعائد المتوقع إما بالزيادة أو النقصان وتعني فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار.

2- أنواع المخاطرة: تقسم المخاطر بشكل رئيسي إلى

- **المخاطر النظامية:** تسمى بمخاطر السوق فهي تتعلق بسعر السهم وتتطلب من الشركة تنويع محفظتها لمواجهة هذه المخاطر السوقية ويمكن توقعها من دورات السوق المالي .
- **المخاطر اللانظامية:** تسمى بمخاطر التنويع، تنشأ عن عوامل خاصة بالشركة المراد الاستثمار بها وتكون مستقلة عن العوامل التي تؤثر في النشاط الاقتصادي ككل، يمكن إزالتها عن طريق التنويع لأنها تعزى إلى ظروف الشركة أو الصناعة التي تنتمي إليها الشركة وتتقسم إلى مخاطر أعمال ومخاطر مالية، حيث تؤثر مخاطر الأعمال في دخل الشركة قبل دفع الفوائد ويتأثر بحجم المبيعات للأسعار وتكاليف المدخلات ودرجة قوة السوق ومستوى النمو، تقاس المخاطرة بثلاثة نماذج وهي نموذج تسعير الموجود الرأسمالي، الانحراف المعياري والتباين (الصبيحي وآخرون، 2018، ص233)

المبحث الخامس: نظريات الهيكل التمويلي

يعتبر موضوع الهيكل المالي من بين أهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العلمي في مجال التمويل، حيث ظهرت عدة نظريات حول اختيار الهيكل المالي للشركة وتفسير السلوك التمويلي لها ومن هذه النظريات ما يلي: (تيماوي، 2015، ص25)

المطلب الأول: النظرية التقليدية

يعتبر المدخل التقليدي موقفا وسطا بين مدخلين متناقضين أساسين امتازت بهما الفترة التقليدية هما مدخل صافي الربح الذي يقر بوجود هيكل مالي أمثل يحقق أقصى قيمة سوقية للشركة ومدخل صافي ربح العمليات الذي ينفي وجود علاقة بين الهيكل المالي وقيمة الشركة وبالتالي لا وجود لهيكل مالي أمثل.

أولا- مدخل صافي الربح: يفترض مدخل صافي الربح أن تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية ثابتة لا تتغير بتغير نسبة الاقتراض ولا يترتب عليها أي انخفاض أو ارتفاع في معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المقرضون والملاك، فطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإن زيادة الاقتراض - نسبة مصادر التمويل المنخفضة- يترتب عليها انخفاض في تكلفة التمويل وارتفاع في قيمة المؤسسة بالتبعية، يقوم هذا المدخل على جملة من الفروض أهمها:

- الزيادة في استخدام القروض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، بالتالي فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على السندات والقروض يظل ثابتا ولن يتغير بتغير نسبة الرفع المالي.
- زيادة نسبة الاقتراض (الرفع المالي) في صياغة الهيكل المالي للمؤسسة يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال المرجحة، بالتالي فإن ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة يعني الوصول بنسبة الرفع المالي إلى 100% في المؤسسة كي تكون التكلفة المرجحة للأموال في حدها الأدنى والقيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى.

وتحسب تكلفة الأموال بالعلاقة التالية:

$$V = NOI / V \dots \dots \dots (1 - 21)$$

حيث: NOI يمثل صافي الربح التشغيلي المتوقع، أي الإيرادات قبل الفوائد والضرائب EBIT

V: يمثل القيمة السوقية الكلية للمؤسسة.

إن العلاقة السابقة تبين أنه مع ثبات صافي الدخل، فإن قيمة المؤسسة تزداد مع انخفاض تكلفة التمويل.

كما يمكن الحصول على تكلفة التمويل أيضا بالعلاقة التالية:

$$K = K_e - (K_e - K_d) \times D/V \dots \dots \dots (1 - 22)$$

حيث: K_e يمثل تكلفة أموال الملكية

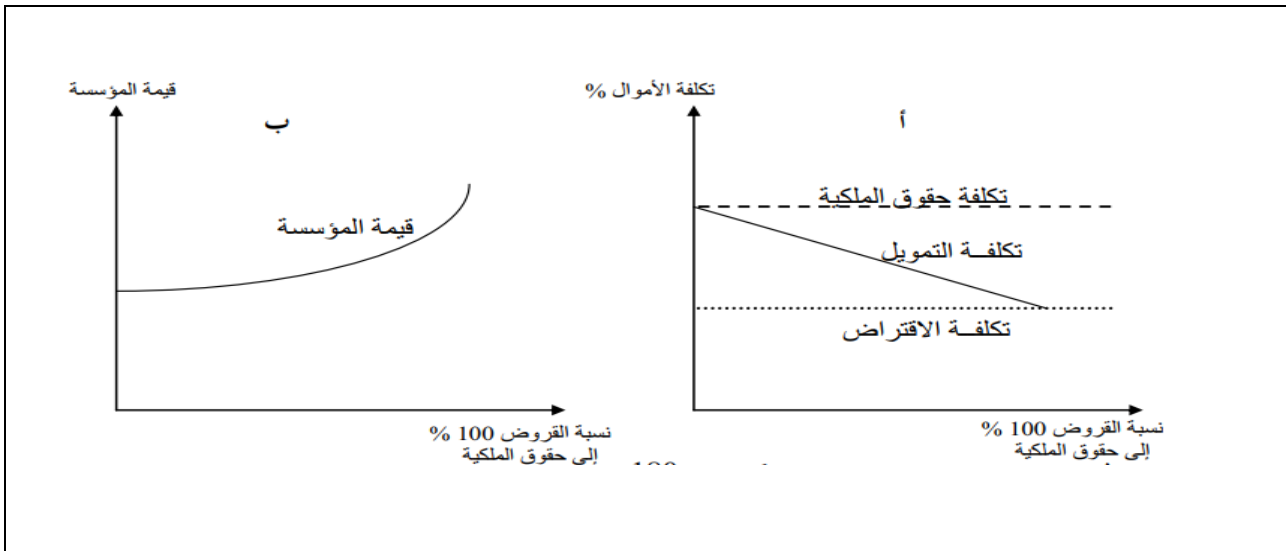
K_d : يمثل تكلفة الاقتراض.

D : يمثل قيمة القروض

V : يمثل قيمة المؤسسة

وبالتالي فإن تكلفة الأموال ستخف مع زيادة نسبة الاقتراض إلى قيمة المؤسسة (D/V) حيث أنها ستساوي تكلفة أموال الملكية إذا لم توظف المؤسسة أية قروض ($D/V=0$) وتساوي تكلفة الاقتراض عندما تعتمد المؤسسة كلياً على أموال الاقتراض ($D/V=1$) والشكل التالي يوضح سلوك تكلفة التمويل مع تزايد نسبة الاقتراض إلى قيمة المؤسسة وكذا قيمة المؤسسة مع تزايد نسبة القروض في هيكل المال.

الشكل رقم 13: العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وبين نسبة الاقتراض لمدخل صافي الربح



المصدر: تيماي، 2015، ص26.

حسب هذا المدخل يتحقق الهيكل المالي عند أقصى مستوى تمويل من الاقتراض للمؤسسة الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى مستوى لها وزيادة القيمة الإجمالية للمؤسسة إلى أعلى مستوى وبالتالي يترتب عن ذلك ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

-**الانتقادات الموجهة للمدخل:** إن نقطة الضعف الأساسية التي يعاني منها مدخل صافي الربح أنه يقوم على افتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس، كما يعاب عليه أيضا تجاهله للمخاطر المالية المرتبطة بالرفع المالي، التي كان من المفترض أن تؤدي إلى ارتفاع تكلفة حقوق الملكية، نتيجة تعرض ربحية السهم لتقلبات أكبر مع زيادة نسبة الاقتراض، يحدث هذا حتى في ظل افتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس (الهندي، 2003، ص 644)

ثانيا-**مدخل صافي ربح العمليات:** ينفي هذا المدخل وجود أي علاقة بين القيمة السوقية للشركة والتغيرات التي تقوم بها في هيكلها التمويلي، بافتراض أن تكلفة الاقتراض تبقى ثابتة ولا تتغير مهما تغيرت نسبة الاقتراض، إضافة إلى ثبات التكلفة الكلية للأموال مهما تغيرت نسبة الاقتراض لأن تكلفة التمويل بالقروض منخفضة مقارنة بالتمويل المملاك، الأمر الذي يدفع حملة الأسهم إلى المطالبة برفع معدل العائد المطلوب ما ينتج عنه زيادة في تكلفة أموال الملكية وبالتالي فإنه من المتوقع أن تحافظ التكلفة الكلية للأموال على ثباتها وهذا راجع لاعتماد هذا المدخل على خصم أرباح العمليات في تحديد قيمة الشركة بدل إعطاء الأهمية لتقسيمها بين قيمة الاقتراض وقيمة أموال الملكية حسب المعادلة التالية:

$$VET = BNE / WACC \dots \dots \dots -1$$

حيث أن: VET قيمة المؤسسة الكلية .

BNE: صافي ربح العمليات.

WACC: تكلفة الأموال المرجحة.

وقد أكد مؤيدو هذا المدخل موقفهم بالتأكيد على عدم وجود هيكل تمويلي أمثل لأن ثبات تكلفة الأموال المرجحة سواء اقترضت الشركة أو لم تفعل ينتج عنه ثبات قيمتها (أحمد وآخرون، 2017، ص 82)

فرضيات النموذج: يقوم هذا النموذج على مجموعة من الفرضيات من بينها (الحناوي، العبد، 2002، ص 333)

- تتحدد القيمة السوقية للشركة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المرجحة (WACC)

- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال.

- زيادة نسبة الرفع المالي من خلال طرح سندات يعتبر مصدر تمويل منخفض التكلفة يترتب عليه زيادة درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، بالتالي فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض (السندات) تضيع نتيجة مطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها، الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل الممثلة متصاعدة كلما زادت مستويات الرفع المالي.

- ثبات معدلات الفائدة على القروض

- عدم وجود ضريبة على دخل الشركات.

الانتقادات الموجهة للنموذج: تعرض هذا المدخل لمجموعة من الانتقادات من أهمها

- فرضية بقاء تكلفة الأموال الكلية ثابتة مهما كانت درجة الرفع المالي في الشركة، حيث أن القيمة الرأسمالية للشركة ككل هي عبارة عن القيمة الحالية للديون مضافا إليها القيمة الحالية للأموال الخاصة، فالزيادة في استعمال الديون التي من المفترض أنها أقل تكلفة من الأموال الخاصة سوف يقابلها زيادة في معدل العائد المطلوب من طرف أصحاب الأموال الخاصة، بالتالي فإن الدائنون سيرفعون معدل الفائدة وخاصة إذا كانت المؤسسة مثقلة بالديون وذلك لارتفاع درجة المخاطر التي يمكن أن تلحق بهم وهو ما يؤدي إلى رفع التكلفة الكلية للأموال .

- أن الفرضيات التي قامت عليها النظرية التقليدية غير واقعية (مثلا ديون بدون مخاطر)، كما أن للرافعة المالية أثر إيجابي عند مستويات معينة في بعض الحالات وأثر سلبي في بعض الحالات الأخرى، بالإضافة إلى ذلك فإن كلا من المساهمين والدائنين يجدون عند حد معين من الاستدانة زيادة في الخطر الذي يؤدي إلى زيادة معدل المردودية المطلوب منهم، الشيء الذي يغير من التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (بوشوشة، 2016، ص 183) .

المطلب الثاني: نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل (MM):

تعتبر نظرية (M, M) من أهم المداخل المفسرة لأمتلية الهيكل المالي في المؤسسة، فقد أكدت على عدم وجود هيكل مالي أمثل، حيث أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة الهيكل المالي أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية (Modigliani, Miller, 1958).

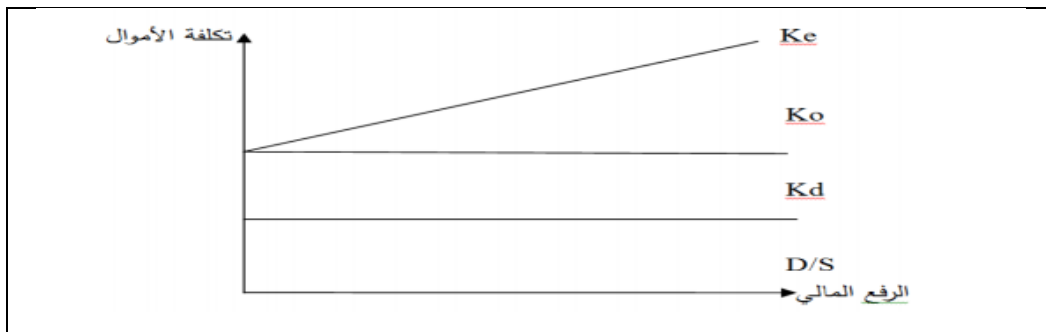
يتم هذا من خلال اقتراحين: الأول في حالة غياب الضرائب والثاني في حالة وجود الضرائب

أولاً- الهيكل التمويلي للمؤسسة في غياب الضرائب 1958: كشفت دراسة كل من (M, M) الرائدة سنة 1958 أنه ليس لقرار الاقتراض أي تأثير على القيمة السوقية للشركة وأن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها التمويلي في ظل عالم بدون ضرائب، بالتالي فإن تكلفة الأموال ثابتة بالنسبة لكل المؤسسات التي لديها نفس المخاطر، فاختلاف مؤسستان في مصادر التمويل وانتمائهما لنفس فئة المخاطر، فإن القيمة السوقية لكليهما متساوية وإذا حدث وارتفعت القيمة السوقية لإحدهما فعملية التوزيع كفيلة لإعادة التوازن بين المؤسستين.

رغم عدم تأييد (M, M) لفكرة تغيير متوسط تكلفة الأموال مع تغيير نسبة الاقتراض إلا أنهما يعترفان بإمكانية اختلاف متوسط تكلفة الأموال بين مؤسستين مختلفتين لكن لا تكون نسبة الاقتراض هي السبب ويؤكدان على أن هذا الاختلاف في متوسط تكلفة الأموال يمكن تصحيحه بعملية المراجعة وذلك في سوق كاملة لرأس المال، بالتالي فقد نفيا وجود هيكل مالي أمثل (طالب، 2016، ص225-226)

يمكن توضيح وجهة (M, M) في عالم بدون ضرائب كما يلي:

الشكل رقم 14: تكلفة الأموال في عالم بدون ضرائب



المصدر: طالب، 2016،

يتضح لنا من خلال الشكل أعلاه انه باستطاعة الشركة أن تبني أي هيكل تمويلي ولكن ذلك لا يؤثر على تكلفة الأموال وبالتالي على قيمتها .

فرضيات النموذج: يقوم هذا المقترح على مجموعة من الفرضيات أهمها Farber et (autres,2008,p190)

- تكون المعلومات متاحة للجميع.

- غياب الضرائب، عدم وجود تكاليف للصفقات والمعاملات وعدم وجود خطر الإفلاس.

- المستثمرين لديهم نفس التوقعات.

- يمكن للشركات الإقراض والاقتراض بمعدل ثابت وبدون حدود.

- توزع الشركات كل أرباحها.

1- الاقتراح الأول لتحليل Modigliani et Miller سنة 1958: يطلق بعض الكتاب على الاقتراح الأول ل (M,M) بنموذج الدائرة باعتباره يصور في النموذج شركتين متماثلتين في كل شيء إلا هيكل التمويل، هذا الأخير له تأثير حيادي على القيمة السوقية لكل شركة، تتوقف هذه القيمة على أساس معدل رسملة يتمثل في معدل العائد على الاستثمار في سهم عادي لشركة تنتمي لنفس الفئة من المخاطر وتستخدم في تمويلها أموال الملكية فقط .

يمكن صياغة الاقتراح الأول في شكل معادلة تكشف عن القيمة السوقية لأي شركة تنتمي إلى فئة مخاطر معينة كما يلي: (أمانة، 2019، ص28).

$$VJ = (SJ + DJ) = \bar{X}J / PK$$

بحيث

VJ: القيمة السوقية لمؤسسة J.

SJ: القيمة السوقية أموال الملكية في المؤسسة J.

DJ: القيمة السوقية لمقروض في المؤسسة J.

XJ: العائد المتوقع على أصول المؤسسة قبل اقتطاع المصاريف المالية .

PK: معدل المردودية على الاستثمار في أسهم المؤسسات التي تنتمي إلى فئة المخاطر K وممولة بالكامل بأموال الملكية.

من خلال تركيبة المعادلة أعلاه يلاحظ أن القيمة السوقية للشركة J تنتمي إلى نفس فئة المخاطر K تساوي مجموع القيم السوقية للأسهم والسندات التي تشكل هيكل رأسمالها .

كذلك تساوي صافي ربح العمليات مرسوم بمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين العاديين في أي شركة ممولة فقط بأموال الملكية، بالتالي لا علاقة لتركيبه هيكل الأموال بقيمة الشركة .

أي: القيمة السوقية لشركة = القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة السوقية للقروض

= صافي ربح العمليات / معدل الخصوم

كذلك يمكن التعبير عن الاقتراح الأول ل (M, M) من خلال التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال WACC:

$$WACC = \frac{XJ}{SJ + DJ} = \frac{XJ}{VJ} = \overline{PK}$$

يقصد من تركيبة المعادلة أعلاه أن متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال WACC لأي شركة J تنتمي إلى فئة المخاطر K ومهما كانت تركيبة هيكلها المالي تساوي نفس قيمة شركة أخرى تنتمي إلى نفس فئة المخاطر ولكنها غير ممولة بالكامل بأموال الملكية (أمانة، 2019، ص29).

2- الاقتراح الثاني لتحليل Modigliani et Miller سنة 1958: نص الاقتراح الأول أن التغير في هيكل التمويل لن يؤدي إلى التغير في القيمة الكلية للشركة، إلا أن ذلك سوف يحدث تغيراً مهماً في قروض الشركة وحقوق الملكية بالتالي ينطلق (M, M) في اقتراحهما الثاني من حقيقة أن معدل العائد المتوقع على أسهم شركة تنتمي لفئة المخاطر K ويتكون هيكل تمويلها فقط من أموال الملكية وقروض هو نفسه معدل العائد المتوقع على أسهم شركة تنتمي لفئة المخاطر K ويتكون هيكل رأسمالها فقط من أموال الملكية بالإضافة إلى علاوة تتعلق بخطر مالي يساوي الفرق بين PK ومعدل الفائدة r مضروباً في نسبة الاستدانة إلى أموال الملكية ويمكن صياغة المعادلة الآتية: (أمانة، 2019، ص32)

$$ij = PK + \frac{(P_{\text{شركة}} - r)dj}{Sj}$$

حيث أن: ij العائد على أسهم الشركة التي تستخدم فئة المخاطر .

k . PK: معدل المردودية على الاستثمار في أسهم الشركات التي تنتمي إلى فئة المخاطر

k وتكون ممولة بالكامل بأموال الملكية

r : معدل الفائدة.

هذا يعني أن العائد المتوقع الحصول عليه من قبل المساهمين في شركة تعتمد على القروض في هيكل تمويلها يشكل دالة خطية للأموال المقترضة.

يستنتج من هذا الاقتراح أن العائد المطلوب من قبل أصحاب الملكية في شركة ما تعتمد بالإضافة إلى الأموال الخاصة اللجوء للقروض في هيكل تمويلها، يتساوى مع معدل العائد المطلوب من قبل شركة أخرى مماثلة تنتمي إلى نفس فئة الخطر وتعتمد في هيكل تمويلها إلى أموال الملكية فقط دون اللجوء إلى الاستدانة من الغير (أمينة، 2019 ، ص33) .

انتقادات النظرية: وجهت عدة انتقادات لمدخل (M, M) في ظل غياب الضرائب منها (زيغب، فلادي، 2014، ص101)

- فرضية اقتراض وإقراض الشركات والأفراد بنفس معدل الفائدة بعيدة عن الواقع، فالشركات تكتسب ثقة أكبر عند طلب القرض لامتلاكها حجم معين من الأصول الثابتة عكس الأفراد الذين لا يملكون هذه الثقة

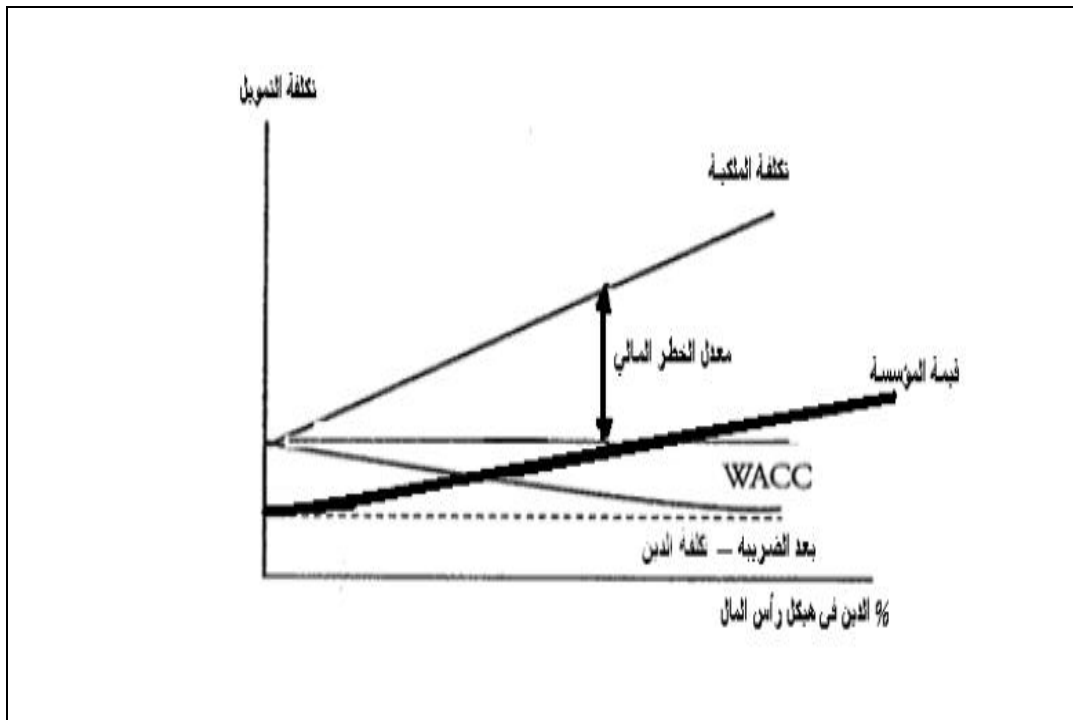
- فرضية إحلال الرفع المالي الشخصي بالكامل محل الرفع المالي للشركات خاطئة، إفلاس وخسارة إحدى الشركات المستخدمة للرفع المالي تقع على كل مستثمر على حسب حصته، أما في حالة إفلاس أحد المستثمرين المستخدمين للرفع المالي الشخصي فإنه يخسر حصته إضافة إلى تسديد القرض.

- إدخال الضرائب على الدخل سيغير نتائج هذا المدخل حيث أن الفوائد التي تدفعها الشركة على الاقتراض تعتبر من التكاليف التشغيلية الواجبة الخصم من الوعاء الضريبي لأرباح الشركة، هذا معناه أن تكلفة الاقتراض بالنسبة للشركة تكون أقل من معدل الفائدة المتعاقد عليه، فالفوائد تمنح المؤسسة ميزة جبائية تعود بإيرادات أكثر على الملاك والمقترضين.

ثانيا- الهيكل التمويلي للمؤسسة في ظل وجود الضرائب 1963: جاءت دراسة (M, M) بعنوان ضرائب دخل الشركة وكلفة رأس المال لتصحيح ما ذهب إليه الباحثان في فرض عدم وجود ضرائب على دخل الشركة وذلك من خلال إسقاط هذا الفرض وحاولا ربطه بالهيكل المالي على قيمة الشركة في ظل وجود الضرائب، باعتبار أن المصاريف المالية قابلة للتخفيض الضريبي على عكس التوزيعات أو العوائد التي يتحصل عليها الملاك والتي تأتي بعد فرض الضريبة فقد توصل الباحثان إلى أنه من الأفضل استخدام الديون على الأموال المملوكة في تكوين الهيكل المالي للمؤسسة، إذ أخذ بعين الاعتبار الضرائب المفروضة على أرباح المؤسسة.

استخلص الباحثان أن المؤسسة التي تعتمد في هيكلها المالي على مزيج مكون من ديون وأموال ملكية ستفوق قيمتها قيمة المؤسسة التي تعتمد كلياً على أموال الملكية ولكن في المقابل يؤكدان على أن هذا الفرق بين القيمة السوقية للمؤسستين يجب أن لا يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة، أما في حالة زيادته أو نقصانه تكون عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمتي المؤسستين ويمكن تمثيل ما توصلوا إليه الباحثان من خلال الشكل خلال التالي

الشكل رقم 15: تكلفة رأس المال في ظل وجود الضرائب



المصدر: بوحادرة، 2012

ومنه تكون قيمة المؤسسة المعتمدة على الديون تساوي قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من الأموال المملوكة فقط مضافا إليها قيمة الوفورات الضريبية، حيث يمكن تمثيل قيمة المؤسسة المستفيدة من المزايا الضريبية بالعلاقة:

$$V = ve + vd \times tx$$

حيث $V_d \times t_x$ تمثل قيمة الوفورات الضريبية .

بالتالي فان عملية خصم المصاريف المالية قبل اقتطاع الضريبة والتي تنتج عنها وفورات ضريبية تكون ميزة ايجابية حسب تفسير كل من (Modigliani et Miller)، بالتالي فكلما زادت المؤسسة في رفع نسب الديون في هيكلها المالي، أدى ذلك إلى انخفاض تكلفة الأموال بفعل الخصم المتزايد للأعباء المالية الناتجة عنها، مما يساهم في رفع قيمة المؤسسة مقارنة بحالة الاعتماد الكلي على أموال الملكية وهذا بفعل الرافعة المالية، في هذا الصدد يكون التساؤل المطروح حول معدل الخصم المستعمل في ظل وجود الضرائب وخصم التكاليف المالية والأعباء للأرباح المحققة، هل باستعمال تكلفة الدين أو التكلفة المتوسطة المرجحة أو معدل العائد المطلوب من الملاك. يمكن توضيح كل هذا من خلال المعادلة التالية:

$$RN = R(1 + tx) + t \times K_d \times V_d$$

حيث: $t \times K_d \times V_d$ تمثل القيمة السوقية للديون .

T_x تمثل معدل الضريبة.

RN يمثل الربح بعد الضريبة.

R يمثل الربح قبل الفائدة.

حيث يتم استخدام العائد المطلوب من الملاك في مؤسسة مقترضة في الجزء الأول من المعادلة بينما الجزء الثاني من المعادلة فيتم خصم باستعمال تكلفة الاقتراض.

فرضيات النظرية: يقوم نموذج (M,M) على عدة فروض من أهمها ما يلي (زيغب، قلادي، 2014، ص100)

- تستخدم الشركة نوعان من الأموال تتمثل في حقوق الملكية والسندات الدائمة التي ليس لها تاريخ استحقاق.
- ثبات حجم الأصول، بالتالي ثبات الهيكل التمويلي للشركة إلا أنه يمكن تغيير تشكيلة الاقتراض في الهيكل التمويلي عن طريق سداد القروض أو إعادة شراء الأسهم.
- لا يوجد أرباح محتجزة.
- نفس التوقعات لدى المستثمرين بخصوص ربح العمليات الخاص بالشركة.
- عدم توقع نمو لربح العمليات في الشركة مستقبلاً.
- ثبات واستقلال مخاطر الأعمال عن هيكل التمويل والمخاطر المالية.
- توفر المعلومات ومجانيتها حول المؤسسات العاملة في السوق.
- حرية شراء الأوراق المالية بالنسبة للمستثمر مهما كانت الكمية صغيرة.
- يتميز كافة المستثمرين بالرشد.
- تقسيم الشركات إلى مجموعات على أساس درجة المخاطر وبالتالي تشكل مجموعات متجانسة المخاطر

المطلب الثالث: نظرية التوازن

تستند النظرية إلى وجود هيكل مالي أمثل عن طريق الموازنة بين الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، فالهيكل المالي الأمثل يتحقق عند تعظيم قيمة الشركة مع الأخذ بعين الاعتبار جميع المتغيرات، فالقرار الأمثل للإقراض والذي يضمن أعلى قيمة سوقية هو نتيجة التوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه تكلفة الإفلاس وللنظرية مرحلتين هما: (ليلي، بغداد، 2017، ص69-70)

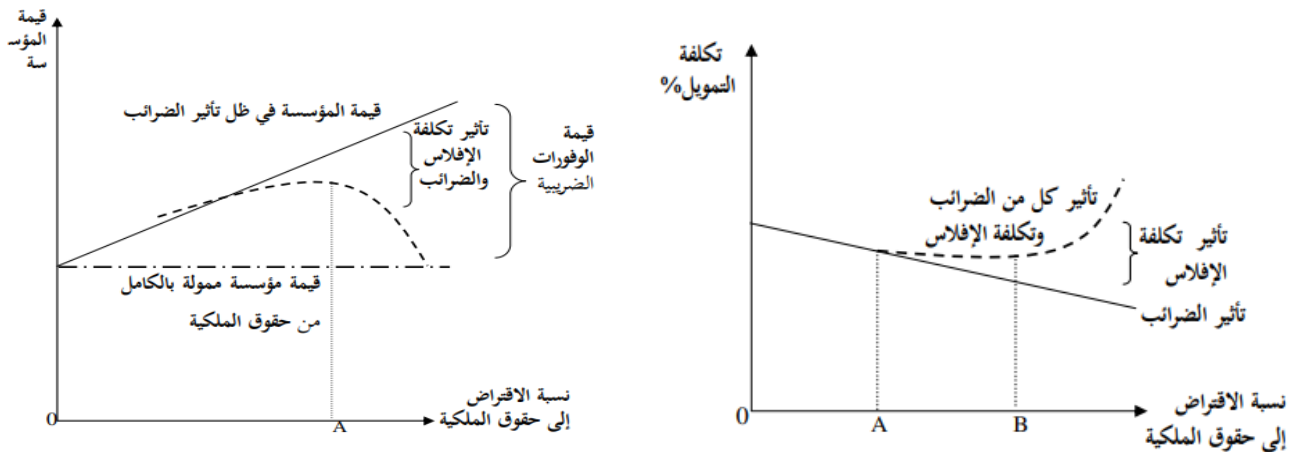
- المرحلة الأولى تم الأخذ بنتيجة التوازن بين الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس

- المرحلة الثانية تم إدخال تكلفة الوكالة على النموذج السابق .

* أثر وجود تكلفة الإفلاس على الهيكل المالي للمؤسسة: إن ارتفاع نسبة القروض بالهيكل التمويلي قد يؤدي إلى زيادة مخاطر الإفلاس نتيجة ارتفاع مخاطر عدم القدرة على سداد أقساط وفوائد القرض عند الاستحقاق مما يؤثر عكسياً على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، حيث يطلب حملة الأسهم والسندات معدلات عائد مرتفعة، إضافة إلى تحمل تكاليف الإفلاس، لذلك فإن زيادة نسبة الأموال المقترضة بالهيكل التمويلي يترتب عليها أثرتين متعاكسين على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، فزيادة نسبة القروض تؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال (أو زيادة التدفقات النقدية) بسبب الوفورات الضريبية وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة، من جهة أخرى يترتب على زيادة نسبة الاقتراض تزايد احتمال الإفلاس ما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض قيمة المؤسسة، من هنا يتحدد الهيكل التمويلي الأمثل بالموازنة بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض وبين القيمة الحالية للتكلفة المتوقعة عن الإفلاس.

يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 16: التأثير المشترك للضرائب وتكلفة الإفلاس على كل من تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة



المصدر: تيمايو ، 2011، ص 64-77

يمكن تمييز نوعين لتكاليف الإفلاس هي التكاليف المباشرة متمثلة في المبالغ النقدية المطلوب دفعها لطرف ثالث خلاف المساهمين والدائنين مثل المحامين، المحاسبين، الرسوم القضائية التي يتم خصمها نتيجة تصفية أصول المؤسسة في حالة تصفيتها أو من قيمة أوراقها المالية في السوق المالي إذا تم إعادة تنظيمها والتكاليف غير المباشرة متمثلة في تكلفة الفرصة المضاعة (الأرباح المفقودة، ارتفاع تكاليف الحصول على ائتمان جديد، فقدان المؤسسة لكبار المديرين والعمال الأساسيين، الوقت المستغرق في التفاوض مع الدائنين، الفرص الاستثمارية المتاحة التي كان يمكن الارتباط بها) .

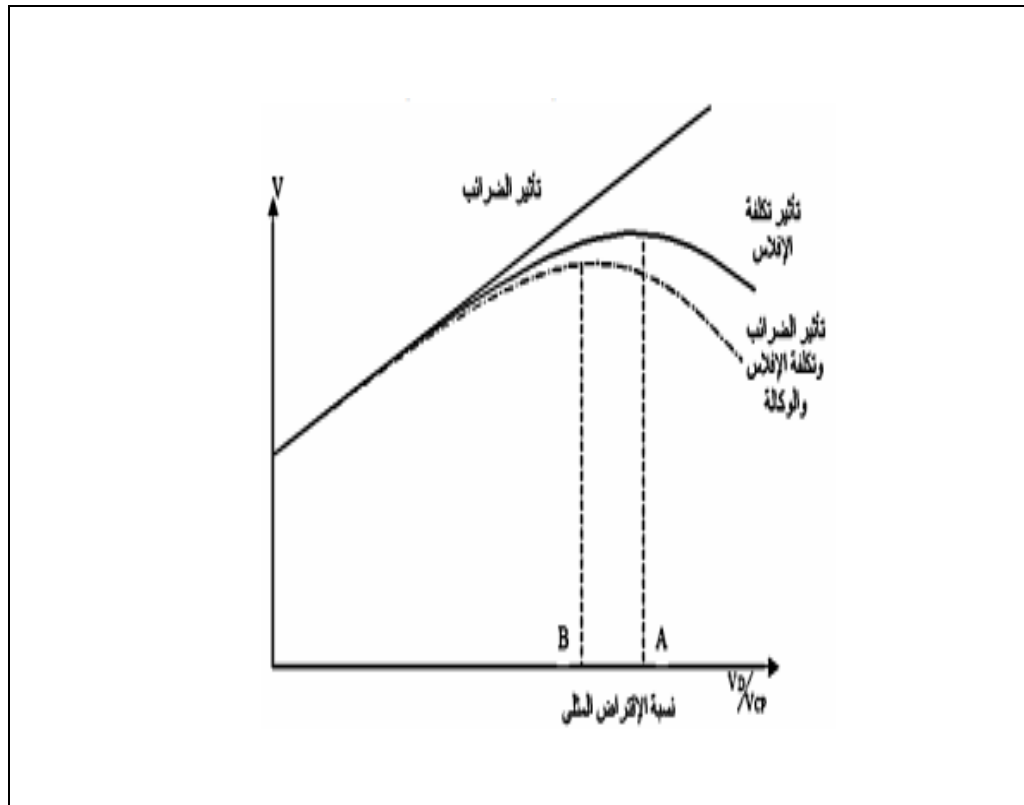
ومن خلال التحليل السابق يمكن الوصول إلى النتائج التالية:

- تحتفظ المؤسسة بهيكل تمويلي مستهدف يؤدي إلى تعظيم قيمتها.
- يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات المخاطر المرتفعة بدرجة أقل على الديون مقارنة بالمؤسسات ذات المخاطر الأعمال قبل أن تتعادل التكاليف المتوقعة للإفلاس مع الوفورات الضريبية للاقتراض.
- يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات معدلات الضريبة الحدية المرتفعة (المؤسسات عالية الربحية) على مزيد من الديون بهياكلها التمويلية مقارنة بالمؤسسات ذات معدلات الضريبة الحدية المنخفضة قبل أن تتعادل التكاليف المتوقعة للإفلاس مع الوفورات الضريبية للاقتراض بسبب الوفورات الضريبية الإضافية المتاحة للمؤسسات عالية الربحية.
- يتوقع أن تتشابه الهياكل التمويلية للمؤسسات التي تنتمي إلى نفس الفئة لأنها قد تتشابه من حيث الأصول ومخاطر الأعمال والربحية.
- يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات الأصول الملموسة على مزيد من الاقتراض مقارنة بالمؤسسات ذات الأصول غير الملموسة، لأن الأصول غير الملموسة يتوقع أن تفقد قيمتها عند وقوع الإفلاس مقارنة بالأصول الملموسة (تيمايوي، 2011، ص70-73)

* أثر تكلفة الوكالة على الهيكل المالي للمؤسسة: استخدم (Jensen , Meckling ,1976) علاقة الوكالة وتكاليف الوكالة لشرح وجود هيكل مالي أمثل على مستوى الشركة، حيث يجادلون بأن فصل سيطرة الشركة (الإدارة) عن ملكيتها قد يؤدي إلى تضارب المصالح بين الوكلاء والتكاليف التي تتحملها الشركة والتي تعرف على أنها تكاليف الوكالة لحقوق الملكية (Cheng , Tzeng ,2011) .

تنص نظرية الوكالة على المصالح المتضاربة بين مختلف المتعاملين الذين لهم علاقة مباشرة بالشركة وهو ما ينعكس بالضرورة على اختيار الهيكل المالي بما يخدم مصالح كل طرف، فقد قدم كل من (Meclling, Jensen, 1976) خصائص التعاقد الأمثل الذي يؤدي إلى الوفاء بالتزامات العقد لجميع الأطراف وبالتالي تخفيض حالة عدم التأكد واختيار الهيكل التمويلي المناسب (Nirajini, Priya, 2013) فالعلاقة بين قيمة الشركة وهيكلها المالي في ظل وجود الضرائب وتأثير تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة يمكن تلخيصها في الشكل التالي (أمير، 2016، ص114)

الشكل رقم 17: العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل تأثير تكلفة الوكالة



المصدر: أمير، 2016، ص 104-131 .

نلاحظ أن النسبة المثلى للاقتراض إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من النقطة (A) إلى النقطة (B) وهذا راجع إلى زيادة حجم التكاليف بسبب ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس. يمكن القول أنه في ظل تأثير الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة أن للهيكل المالي تأثير على قيمة المؤسسة التي يمكن تعظيمها إلى أقصى حد ممكن باعتمادها على الهيكل المالي الأمثل.

يمكن التعبير عن هذه النتيجة من خلال المعادلة التالية: (عبد السلام، 2017، ص104)

$$Vt = Vu + VD - Va(F) - Va(A)$$

حيث: Vt قيمة المنشأة .

VD : القيمة الحالية للوفرات الضريبية

Vu : قيمة منشأة غير مقترضة

$Va(F)$: القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس

$Va(A)$: القيمة الحالية لتكلفة الوكالة

تبين هذه الصيغة أن قيمة المؤسسة المقترضة تساوي قيمة مؤسسة غير مقترضة مضافا إليها القيمة الحالية للوفرات الضريبية منقوص منها القيمة الحالية لكل من تكلفة الإفلاس والوكالة .

تحدد نسبة الاقتراض المثلى عندما تتساوى القيمة الحالية للتكلفتين مع القيمة الحالية للوفر الضريبي.

استندت هذه النظرية على مجموعة من الفرضيات تمثلت في:

- توجه المؤسسة إلى وضع نسبة مديونية إلى القيمة (D / V) مستهدفة وبشكل تدريجي وبالطريقة نفسها تعدل المقسوم لغرض الوصول إلى نسب الدفع المستهدفة من قبل المؤسسة.

- عدم وجود كلف لتعديل هيكل رأس مال المؤسسة أو أنها قد تكون موجودة ولكن بنسب منخفضة

-إن نسب المديونية المثلى للمؤسسة يمكن تحديدها من خلال التبادل بين كلف ومنافع الاقتراض مع الاحتفاظ بموجوداتها وخططها الاستثمارية مستقرة وأن هذه النسبة تساهم في تعظيم قيمة المؤسسة وذلك من خلال الموازنة بين القيمة الحالية للوفرات الضريبية وكلف العسر المالي والوكالة وأن نسبة المديونية هذه تكون معتدلة .

-تعتبر أسواق رأس المال ذات أداء جيد.

- قيام المؤسسة باستبدال الدين بالملكية أو الملكية بالدين لحين تعظيم قيمة المؤسسة وأن أية مؤسسة بإمكانها وضع مجموعة من هياكل رأس المال المستهدفة والتي تحقق حالة التوازن بين كلف ومنافع الرافعة

- تتفاوت نسب المديونية المستهدفة من مؤسسة إلى أخرى نسبة إلى مجموعة من العوامل المتمثلة بموجودات الشركة الملموسة وغير الملموسة، التدفق النقدي ومعدل الضريبة والتكنولوجيا المستخدمة وتفضيلات الإدارة.

- لا يكون قرار التمويل معزولا عن قرار الاستثمار وأن القرارين يتم اتخاذهما بشكل مترام، إذ أن قرار التمويل يتخذ لأغراض الحصول على الفرص الاستثمارية وهذا يتناقض مع ما افترضته الفرضية الأولى من نظرية (M, M) (العامري، 2010، ص175)

المطلب الرابع: النظريات متعددة الأشكال

تعتبر من النظريات الحديثة التي درست الهيكل المالي في المؤسسة وتتمثل أساسا في نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي للتمويل.

*نظرية الاستدلال أو الإشارة: تستند نظرية الإشارة إلى عدم تماثل المعلومات ويعتبر الاقتصادي Ross أول من طبقها سنة 1977 (Ross , 1977 ,p27)

تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات الذي تتصف به الأسواق فوفقا للافتراضات الخاصة بمدخل (Modigliani et Miller) هناك حالة من التماثل المعلوماتي حيث تكون المعلومات متاحة ومتوفرة لكافة المستثمرين، لكن غالبا ما يتاح للمسيرين كما أكبر من المعلومات والذي لا يتوفر لدى المستثمرين خارج الشركة، ما يؤدي إلى حالة عدم تماثل المعلومات وهو ما يؤثر على هيكل رأس المال.

في الواقع فإن المعلومات التي تنشرها الشركات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، بالتالي فإنه بإمكان المديرين في الشركات الأحسن أداءاً إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن شركات أخرى ذات مستوى أقل أداءً ويكون من الصعب تقليد هذه الإشارات من طرف شركات ضعيفة .

تستند هذه نظرية إلى فكرتين هما:

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات.

- عدم إدراك و فهم المعلومات المتوفرة والمنشورة بنفس الأسلوب والطريقة.

تكون الإشارة المستعملة متعددة الأشكال فقد تكون عبارة عن صورة أو وصف لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح أو أيضا اللجوء إلى أوراق مالية، كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثير ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسببها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها (عبد الوهاب، 2006، ص112)

تقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين A، B، حيث أن المؤسسات من نوع A أحسن أداء من المؤسسات من نوع B ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا للاستدانة D^* فترى هذه النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد لها قدرة على الاستدانة يصل إلى D^* والعكس بالعكس.

باعتبار أن المستثمر لا يمكنه تصديق أي معلومة أو إشارة فهو يكون بدرجة معينة من الشكوك عليه لابد من الإشارة إلى أنه:

- يبحث المستثمر عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة.

- يحاول فهم صورة وسياسة مسير المؤسسة في الاتصال.

- يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصية في حالة نشر معلومات غير صحيحة.

تثير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة، بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل، بصفة عامة فإن هذه النظرة التي كانت في البداية ترى أن مستوى الاستدانة يعتبر كإشارة صادرة من مسيري المؤسسة يدل على نوعية المؤسسة وعلى قيمة مشاريعها المستقبلية (دادن، 2010، ص320)

فرضيات النظرية: تقوم نظرية الإشارة على الفرضيات التالية (إيمان، 2020، ص196-197)

- لا توزع نفس المعلومات على الجميع، حيث يمتلك مسير المؤسسة معلومات لا يمتلكها المستثمرون وفي حالة ما إذا كانت المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فلن يعطى لها نفس التفسير من طرف جميع الأطراف .

- يمكن لمسيرى أحسن المؤسسات إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات الأخر بأقل أداء منها ويجب أن تكون هذه الإشارات صعبة التقليد من المؤسسات ذات الأداء الضعيف .

- يعتبر المستثمر رشيدا باعتباره يشك في كل إشارة تصل إليه، حيث يستفسر أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة ويحاول معرفة مسيرى المؤسسة وسياستهم في الاتصال، كما يراعى مراقبة وحكم السلطات البورصية عند نشر معلومات غير صحيحة .

- تصف الإشارات إما تكلفة التمويل، سياسة توزيع الأرباح أو إعادة شراء الأسهم أو إصدار سندات .

* **نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل:** كانت بداية هذه النظرية من دراسة (Donaldson , 1961) حول ممارسات التمويل لعينة من الشركات الكبيرة، حيث لاحظ أن الإدارة تستخدم بصورة كبيرة مصادر التمويل الداخلية إلا في حالة عدم كفايتها فعندها تحتاج إلى الموارد الخارجية، أي أن الشركة تفضل الموارد الداخلية على الموارد الخارجية (Chen,2007,p3).

تجادل هذه النظرية بأن الشركات تتبع التسلسل الهرمي للتمويل من أجل تقليل مشكلة عدم تناسق المعلومات بين المديرين المطلعين على الشركة والمساهمين الخارجيين (Luigi,Sorin, 2009,p318)

فحسب هذه النظرية فإن المؤسسات تفضل الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية، حيث تضع نسب معينة للتوزيعات بناء على توقعاتها بشأن الفرص الاستثمارية وتوقعاتها بشأن التدفقات المستقبلية كما تتبع المؤسسة سياسة توزيعات ثابتة تفاديا لحدوث أي طارئ ومواجهته، إذا لم تكفي الموارد الذاتية إضافة إلى موارد بيع الأوراق المالية تتجه المؤسسة حينها للاقتراض بإصدار سندات أو الاقتراض من المؤسسات النقدية ثم بعد ذلك إصدار أوراق مالية هجينة وفي الأخير إصدار أسهم عادية، أي أن المؤسسة تتبع سلمية في التمويل مع سلمية المخاطر حيث تعتمد على الأرباح المحتجزة باعتبارها أقل المخاطر بالمقارنة مع مصادر التمويل الأخرى، بالإضافة إلى هذا يرجع الترتيب السلمي لمصادر التمويل إلى محاولة المؤسسة التخفيض من تكلفة التمويل ولهذا جاء التمويل الذاتي أولا وجاءت عمليات إصدار الأسهم العادية أخيرا والتي عادة ما تكون تكاليفها كبيرة (زيدان، قدام، 2015، ص133-134)

توضح النظرية أن المؤسسات المربحة يكون اقتراضها منخفضا بسبب عدم حاجة هذه المؤسسات إلى التمويل الخارجي، بينما المؤسسات ذات الأرباح القليلة تصدر الدين بسبب عدم امتلاكها لتمويل داخلي كافٍ لاستثماراتها ولأن التمويل بالدين يكون عند اختيار التمويل الخارجي (Brealy et al , 2006,p493)

وتتشكل من النماذج التالية:

1- نموذج (Myers, Majluf, 1984), (Myers, 1984): وضع (Myers, Majluf, 1984) نموذج يعمل فيه المسير على تعظيم ثروة المساهمين أو المالكين الحاليين، حيث يستعمل المسير مصادر التمويل الداخلية للشركة ويتجنب اللجوء إلى أموال خاصة جديدة عن طريق فتح رأس المال الذي من شأنه أن يخفض قيمة أسهم المساهمين الحاليين، أما إذا كان من الواجب الحصول على تمويل خارجي في حالة عدم كفاية المصادر الداخلية فمن الأفضل اللجوء إلى الاستدانة.

نتيجة لذلك يكون الترتيب الأمثل لمصادر التمويل هو التمويل الذاتي كأول مصدر ثم الاستدانة وفي الأخير رفع رأس المال، حسب هذا المنظور فإن عدم تماثل المعلومات ترتفع عندما تختار الشركة التمويل عن طريق الموارد الخارجية، حيث يمكن للمسيرين الحصول على معلومات أفضل من تلك المتواجدة لدى المستثمرين الخارجيين ويقوم المسيرين بإصدار أسهم جديدة عندما تكون القيمة السوقية لأسهم الشركة أعلى من القيمة الحقيقية لها، مما يجعل الفرق بينهما واسعا لأن المستثمرين الذين لديهم معلومات أقل حول قيمة أصول الشركة يمكنهم تخفيض قيمة الأموال الخاصة .

إذا كان على الشركات تمويل المشاريع الجديدة بإصدار أسهم فإن التقييم المنخفض يجعل المستثمرين الجدد يستحوذون على جزء كبير من القيمة المضافة للمشروع الجديد، فتنتج عنه خسارة بالنسبة للمستثمرين الحاليين، ما يؤدي إلى رفض المسيرين المشروع رغم أنه يحقق قيمة مضافة موجبة لأنهم يعملون وفقا لمصالح المساهمين الموجودين ويمكن استبعاد هذا الاستثمار المتدني عن طريق تمويل المشروعات الجديدة بأصول مالية ليست شديدة التدني مثل التمويل الذاتي، الاستدانة (Stewart , 1984,p10)

1- نموذج (Williamson, 1988): يفترض هذا النموذج أن الأطراف المتعاقدة ذات رشد محدود وأن المتعاقدين يغيرون من سلوكهم حسب مصلحتهم، حيث يمكن لهذا السلوك بعد إمضاء العقد أن ينتج عنه تعديلات على المدى البعيد وبشكل مستمر من أجل استمرار العلاقة التعاقدية على المدى الطويل

وعندما يتعلق الأمر بعقد تمويل فإن الديون ورفع رأس المال لا تعتبر مجرد مصادر تمويل وإنما وسيلة لتحقيق هذه التعديلات . (Idris , 2020 ,p09)

تضمن النموذج تكلفة المعاملات وتكلفة الوكالة حيث يعتبر التعامل مع الديون والأموال الخاصة ليس مجرد أدوات مالية للتمويل، فحسب williamson فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله يلعب دورا هاما في اختيار مصدر التمويل، فعندما يتعلق الأمر بتمويل أصل خاص من الأفضل الاعتماد على التمويل بالأسهم عن طريق إصدار حجم مقبول من الأسهم أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصول غير خاصة تكون الديون أكثر ملائمة من باقي مصادر التمويل باعتبار أن الاستثمار في هذه الأصول سيولد عوائد منتظمة تتماشى مع مواعيد سداد الفوائد والديون (سهيلية، بوكثير، 2017، ص252)

يمكن القول حسب Williamson أن درجة الخصوصية تظل العامل المحوري والأساسي الذي يفسر نمط التمويل وبالتالي الهيكل المالي (Williamson , 1988)

2- نموذج (Myers , 1990): حاول Myer من خلال هذا النموذج معالجة مختلف القرارات المالية التي تستخدمها المؤسسة على المدى البعيد تحت فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة (Samira , Sadq, 2001,p19)

ثروة المؤسسة = W قيمة الأموال الخاصة + E القيمة الحالية للفوائض التنظيمية S

كما هو موضح في الميزانية المالية الآتية:

الجدول رقم 6: تمثيل الفوائض التنظيمية و ثروة المؤسسة حسب نموذج (Myer 1990)

الأصول	الخصوم
PVA: القيمة الحالية للأصول المتواجدة بالأخذ في الاعتبار التدفقات النقدية المنتظرة لها .	D: اليون
PVGO+: القيمة الحالية لفرص الاستثمار .	E: الأموال الخاصة
PVTAX+: القيمة الحالية للضرائب .	S: القيمة الحالية للفوائض التنظيمية

المصدر: دادن ، 2010 ، ص 315-329.

ينظر Myers إلى الشركة على أنها تحالف أو تكتل يسعى إلى رفع حجم الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية وفي هذه الحال يفضل الرفع في رأس المال بدلا من الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى تمويل خارجي (ددان، 2010، ص 327) .

قامت هذه النظرية على العديد من الفرضيات أهمها (Coller,2005,p485)

- هناك تناظر في المعلومة بالنسبة للتدفقات النقدية المستقبلية المحققة.

-هناك تناظر في المعلومة بالنسبة للخطر الذي تتحمله المؤسسة.

- يقوم المسكرون بإدارة المؤسسة لفائدة المساهمين.

الانتقادات الموجهة للنظرية: هناك مجموعة من الانتقادات وجهت لنظرية ترتيب المصادر نذكر منها:

- تجاهلها للعوامل التي يمكن أن تؤثر على اختيار الشركة لمصدر التمويل كسعر الفائدة مثلا.

- لا تعتبر تكاليف المعاملات والمعلومات السبب الرئيسي الذي يجعل متخذي القرار في الشركات يفضلون التمويل الداخلي على الخارجي، بل هناك سبب رئيسي أهم هو ميزان السيطرة واتخاذ القرار في الشركات، حيث يمثل إصدار أسهم جديدة بالنسبة لهم تغيير هذا الميزان (Chen , 2010) .

خلاصة الفصل الثاني:

يعتبر قرار التمويل من القرارات الهامة والمعقدة التي تواجه الإدارة المالية، حيث يتعلق بكيفية تدبير الشركة للأموال اللازمة لتمويل نشاطاتها واختيار أمثلها لتحقيق أهدافها وتعظيم قيمتها السوقية بأقل التكاليف الممكنة، فالتمويل يعتبر عصب العملية المالية في الشركة ولا غنى عنه لاستمرارها، حيث أن القرارات المتعلقة بالتمويل هي قرارات متعلقة باختيار هيكل التمويل، أي تحديد المزيج المناسب للتمويل من مصادر الدين والملكية وقد جاءت في هذا الصدد العديد من النظريات التي ساهمت في تفسير وتحديد المزيج التمويلي المناسب الذي يحقق التوازن المطلوب بين تحقيق أكبر العائد والمخاطرة والذي يبقى من بين التحديات التي تواجه الشركة.

الفصل الثالث

انعكاسات حوكمة الشركات على القرار التمويلي للمؤسسة

المبحث الأول: دور مبادئ الحوكمة في ترشيد القرار التمويلي

المطلب الأول: دور مجلس الإدارة في ترشيد القرار التمويلي

المطلب الثاني: دور المساهمين في ترشيد القرار التمويلي

المطلب الثالث: دور أصحاب المصالح في ترشيد القرار التمويلي

المطلب الرابع: دور الإفصاح والشفافية في ترشيد القرار التمويلي

المبحث الثاني: دور آليات الحوكمة في ترشيد القرار التمويلي

المطلب الأول: دور التدقيق الداخلي في ترشيد القرار التمويلي

المطلب الثاني: دور التدقيق الخارجي في ترشيد القرار التمويلي

المطلب الثالث: دور إدارة المخاطر في ترشيد القرار التمويلي

المطلب الرابع: دور لجنة المراجعة في ترشيد القرار التمويلي

الفصل الثالث: انعكاسات حوكمة الشركات على القرار التمويلي للمؤسسة

المبحث الثالث: طرق الحوكمة في اتخاذ القرار التمويلي

المطلب الأول: الإفصاح عن المركز المالي للمؤسسة كتطبيق لمبادئ حوكمة المؤسسات

المطلب الثاني: الإفصاح عن التقارير المالية للمؤسسة كتطبيق لمبادئ حوكمة المؤسسات

المطلب الثالث: حوكمة القطاع البنكي كقناة تمويلية

المطلب الرابع: دور حوكمة الشركات في تأمين مصادر التمويل

الفصل الثالث: انعكاسات حوكمة الشركات على القرار التمويلي للمؤسسة

تمهيد:

تسعى المؤسسة إلى ترشيد قراراتها من خلال التطبيق الفعال لحوكمة الشركات من خلال جملة من القواعد والمبادئ الموضوعة من طرف إدارة المؤسسة مما يؤدي بالمسير إلى تفعيل وترشيد هذه القرارات سواء كانت قرارات استثمارية، تمويلية أو قرارات توزيع الأرباح.

حيث تلعب أدوات حوكمة الشركات دورا هاما في اتخاذ قرارات الشركة بشكل عام والقرارات المالية بشكل خاص وعلى وجه التحديد القرار المتعلق بإدارة رأس المال باعتباره عصب العمليات المالية.

سنتطرق في هذا الفصل إلى دور الحوكمة في ترشيد القرار التمويلي للشركة من خلال ثلاث مباحث خصص المبحث الأول إلى دور مبادئ الحوكمة في ترشيد القرار التمويلي، بينما خصص المبحث الثاني إلى دور آليات الحوكمة في ترشيد القرار التمويلي، في حين خصص المبحث الثالث والأخير إلى طرق الحوكمة في اتخاذ القرار التمويلي.

المبحث الأول: دور مبادئ الحوكمة في ترشيد القرار التمويلي

تمهيد

إن التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات يساهم في رفع كفاءة وأداء الشركات بالشكل الذي يؤدي إلى استمرارها وتحقيق أهدافها وقدرتها على المنافسة في السوق من خلال تبنيها لمفهوم الإفصاح والشفافية في عملياتها المالية، قيام مجلس الإدارة بدوره الرقابي والإشرافي، مراعاة حقوق المساهمين وأصحاب المصالح، وضع الخطط لجذب الاستثمارات والعمل على زيادة فرص الحصول على مصادر التمويل الداخلية والخارجية مع الاستخدام الأمثل للموارد وبالتالي الوصول إلى قرار مالي رشيد (Chengwu ,Chianglin , 2011,p03)

حيث أن التطبيق الجيد لمبادئ الحوكمة يساعد على رفع درجة ثقة المستثمرين وحماية مصالحهم التي تنعكس على خفض تكلفة رأس المال وتزيد من استقرار مصادر التمويل، إضافة إلى الشفافية التي تضمن وجود منافسة ملائمة في الأسواق والحرص على عدم وجود تعارض في المصالح وهو الأمر الذي له تأثير مباشر على سمعة الشركة وعنصر مهم في تحسين أداء الشركة (محمد، عاشور، 2017)

يمكن القول مما سبق أن الالتزام بمبادئ الحوكمة يساهم في تعزيز الثقة بين المستثمرين والإدارة وتقليل فرص التلاعب أو سوء استخدام الموارد المالية ، كما يساعد على تقييم المخاطر التمويلية بشكل موضوعي وبالتالي فإن الحوكمة الرشيدة تؤدي إلى قرارات تمويلية أكثر كفاءة وفعالية وتدعم استقرار الشركة واستدامة نموها في الأسواق .

المطلب الأول: دور مجلس الإدارة في ترشيد القرار التمويلي

لمجلس الإدارة دور كبير وفعال داخل الشركة له صلاحيات عدة في عمليات التسيير ووضع الأهداف الإستراتيجية للشركة، فهو الممثل القانوني لمصالح رأس المال بالإضافة إلى تحديد الهيكل المالي للشركة وأهدافها المالية ووضع سياسة إدارة المخاطر والمسؤول عن مصالح جميع المساهمين وقد ركزت قواعد حوكمة الشركات على عدد من المبادئ المتعلقة بتشكيل المجلس وكيفية إدارته للشركة وحفاظه على أصولها وتعظيمه لثروة المساهمين (عبيرات، طباعة، 2019)

وقد أشار كل من (Harianto, Singh) أن مجلس الإدارة يعتبر أحسن أداة لمراقبة سلوك الإدارة وحماية رأس المال المستثمر من الاستغلال ويراقب عمل الإدارة ويقدم الحوافز ويشارك في وضع إستراتيجية الشركة مما يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة (Harianto, Singh,1989,p127)

حيث يعتبر مجلس الإدارة الركيزة الأساسية في هيكل الحوكمة تتمثل مهامه الرئيسية في مراقبة قرارات الإدارة نيابة عن المساهمين والتحقق من صحة المعلومات المعلنة لهم وكذلك الإشراف على تصميم وتنفيذ أنظمة فعالة للرقابة الداخلية المتعلقة بالتقارير المالية المنشورة والتحقق من التزام الشركة بالقوانين والقواعد التنظيمية لها لحماية مصالح المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة بشرط توافر المقومات التالية:

- استقلالية المجلس وذلك بأن يكون أغلبية أعضاء المجلس من الأعضاء غير التنفيذيين أو المستقلين مع ضرورة الفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة ووظيفة المدير العام التنفيذي (العضو المنتدب) حتى لا تتمركز السلطة وينخفض مستوى الرقابة.

- ضرورة توفر الخبرة والكفاءة المهنية لأعضاء المجلس للقيام بواجباتهم ومسؤولياتهم بكفاءة وفعالية.

- حجم المجلس مع الأخذ بعين الاعتبار ظروف الشركة وطبيعة وحجم نشاطاتها.

- ملكية أعضاء المجلس سواء التنفيذيين أو غير التنفيذيين (المستقلين) قد تعد من الآليات الفعالة لانخفاض احتمال انحراف الإدارة عن مصلحة المساهمين وتخفيض السلوك الانتهازي للمديرين بما يؤدي إلى زيادة فعالية مجلس الإدارة في أداء أعماله (سليم، 2019)

أولاً- دور حجم مجلس الإدارة في ترشيد القرار التمويلي: يعد حجم مجلس الإدارة عاملاً هاماً في فعاليته وبالتالي التأثير على القرار المالي للشركة (Bikourane,2014,p81)

حيث يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة على قدرة المجلس في الرقابة على الإدارة التنفيذية للحد من قدرتها على توجيه السياسات المالية للشركة وفقاً لمصالحها الخاصة، فقد اختلفت النظريات المفسرة للعلاقة بين حجم مجلس الإدارة والهيكل المالي فحسب فرض البديل فإن زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة يؤدي إلى زيادة الرقابة المفروضة للمجلس على الإدارة وبالتالي الحد من قدرتها على تحقيق مصالحها على حساب المالك وبالتالي لا يصبح هؤلاء الملاك في حاجة إلى الدور الرقابي للاقتراض، بينما تشير فرض المصلحة الشخصية للإدارة إلى أن زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة يؤدي إلى

ضعف الرقابة المفروضة من قبل المجلس بسبب صعوبة التنسيق عند اتخاذ القرار وبالتالي يوفر ذلك الفرصة للإدارة لتخفيض معدلات الاقتراض لتجنب الرقابة المفروضة من قبل الدائنين (دعيس، 2015، ص37)

حسب (Zahra and Pearce II, 1989) (Yunus et al, 2016) فإن للمجالس الكبيرة الحجم عدد أكبر من المدراء المستقلين ذوي الخبرة الأمر الذي يؤدي إلى تقليل السلوك الانتهازي للإدارة وفرض نوع من الرقابة على أداؤها. من جهة فإن المجالس الكبيرة من المتوقع أن يتواجد بها عدد من الأعضاء لديهم آراء ووجهات نظر مختلفة اتجاه الرغبات والمطالب المتنوعة لأصحاب المصالح، هذا التنوع والاختلاف سيؤدي بالنهاية إلى زيادة الشفافية وإلى المزيد من الإفصاح عن المعلومات .

في نفس الخصوص يعتقد أن وجود عدد كبير من الأعضاء في مجلس الإدارة يتيح الفرصة لإحداث نوع من التوازن بين الأعضاء فيما يتعلق بعملية اتخاذ القرارات، الأمر الذي يؤدي إلى تمثيل واسع لكل فئات أصحاب المصالح وضمان عدم تعرضهم للتهميش في ظل مجالس الإدارة ذات العدد الصغير من الأعضاء، من جهة أخرى فقد أوضح (Ajibolade , Uwuigbe, 2013) أن عدم التنسيق الناتج عن وجود عدد كبير من الأعضاء داخل المجلس قد يؤدي إلى إبطاء عملية اتخاذ القرار ويقلل من كفاءة مجلس الإدارة ويحد من قدرته على متابعة الأهداف الإستراتيجية طويلة المدى (أحميدة، 2019)

ثانيا- مكونات مجلس الإدارة: يرى الباحثون في مجال حوكمة الشركات أن مجلس الإدارة المستقل هو أفضل أداة للرقابة على سلوك الإدارة التنفيذية، فهو يحمي رأس المال المستثمر في الشركة من الاستغلال وسوء الاستعمال من قبل الإدارة التنفيذية، كما أنه يقوم بالرقابة على أداؤها، بالتالي فإنه يساعد في تعظيم قيمة الشركة (دودين، 2015)

هناك عدة نظريات أشارت إلى العلاقة بين نسبة الأعضاء الخارجيين ومجلس الإدارة، فحسب فرضية البديل فقد فسّر (Wen et al 2002) العلاقة العكسية بين نسبة الأعضاء الخارجيين وبين نسبة الاقتراض، حيث يكون العضو الخارجي أكثر فاعلية وكفاءة في الرقابة الإدارية وبالتالي الرفع من جودة الحوكمة الأمر الذي يؤدي إلى الحد من التقليل للدور الرقابي للاقتراض .

في حين أشار (Hermalin , Weisbach, 2003) في نظرية الوكالة أن الأعضاء الخارجيين لا يقومون بدورهم في الرقابة على الإدارة لأسباب عدة منها عدم توفر المعلومات بالقدر الكافي عن الشركة، نقص الخبرة، الأمر الذي يؤدي إلى إضعاف الرقابة وبالتالي زيادة مشاكل الوكالة وما ينجم عنها من ارتفاع التكاليف وصعوبة الاقتراض .

خلافًا لما سبق فقد أشار (Hassan, Butt , 2009) إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة وبين نسبة الاقتراض يمكن تفسيرها في ضوء فرض العائد ونظرية الوكالة حيث أشارا إلى أن ارتفاع نسبة الأعضاء الخارجيين يؤدي إلى زيادة كفاءة وفعالية المجلس في القيام بدوره الرقابي على الإدارة التنفيذية ويحد من التعارض في المصالح بين المالك والمديرين والتقليل من مشاكل الوكالة وبالتالي زيادة ثقة المقرضين وتوفير شروط أفضل للاقتراض، ما يشجع الشركات على زيادة الاقتراض (دعيبس، 2015، ص 40-41) .

ثالثاً- دور ملكية أعضاء مجلس الإدارة في ترشيد القرار التمويلي

تتبع مشكلة الوكالة من تعارض المصالح بين العون والرئيس الأمر الذي يلزم بوجود رقابة على أداء المسيرين في الشركة والذي قد يقوم به المساهمون عن طريق (مجلس الإدارة، المدقق الخارجي، هيكل رأس المال). في هذا الصدد تقترح نظرية الوكالة هيكل الملكية كوسيلة للرقابة الفعالة على المسيرين والتي تؤدي إلى تحسين أداء الشركة، كما أنها قد تكون سبباً في تراجعها في حال أنها غير ملائمة.

تعتبر هذه الرقابة أساس موضوع الحوكمة والتي تهدف إلى حماية حقوق المساهمين من تزايد سلطة المسيرين ورغبتهم في تعظيم مصالحهم الخاصة (رقية، أمال، 2015)

فهناك العديد من المقاربات التي تناولت تقسيم أنظمة حوكمة الشركات من بينها المقاربة التي تعتمد على هياكل الملكية (أي هيكل رأس المال) وكيفية توزيع هذه الأخيرة بين المساهمين. في هذا الإطار يوجد نوعين شائعين لنظم الحوكمة في الشركات، أحدهما يسمى نظام الداخليين (نظام الملكية المركزة) ويسمى الآخر نظام الخارجيين (نظام الملكية المشتتة) (Eustache , Wa, 2005,p16)

يقصد بتركز الملكية امتلاك فئة ممثلة بعدد محدود من المساهمين لنسبة كبيرة من أسهم الشركة، حيث تقوم بإدارة الشركة التي تسيطر عليها من خلال التمثيل المباشر بالمجلس وتتميز

الشركات ذات الملكية المركزة بعدة مزايا منها امتلاك القوة والحافز على مراقبة الإدارة، التقليل من احتمال حدوث سوء التسيير من قبل الإدارة، الميل إلى القرارات التي تطور أداء الشركة على المدى الطويل بدلا من المدى القصير إلا أنه قد يعاب عليها احتمال التواطؤ مع الإدارة لتحقيق مصالح شخصية لهذه الفئة على حساب صغار المستثمرين، عدم تمتع مساهمي الأقلية بحقوقهم القانونية في أغلب الأحيان، إهدار موارد الشركة وإضعاف قدرتها الإنتاجية.

أما تشتت الملكية فيقصد بها الحالة التي يوجد بها عدد كبير من المساهمين المالكين لعدد صغير من الأسهم، بحيث لا يمكنهم المشاركة في اتخاذ القرارات أو صنع السياسات الإدارية، بالإضافة إلى انخفاض قدرتهم ومحفزاتهم لرقابة المديرين.

في هذا الصدد أشارت العديد من الدراسات (التهامي، 2010)، (Fathi,2007)، (Lu , Liu,2013) إلى أهمية تركيز الملكية لما لها من تأثير واضح في تفعيل دور هيكل الملكية كآلية لحوكمة الشركات وأداء دور رقابي أكثر فعالية مقارنة بتشتت الملكية في يد عدد كبير من المساهمين، فتشتت الملكية يزيد من احتمال تعارض المصالح بين الأطراف المختلفة ذات الصلة بالشركة في ظل تباين الاهتمامات بين تلك الأطراف وعند تعيين مدراء يمتلكون عدد قليل من الأسهم في الإدارة التنفيذية يترتب عنه تعويضهم ونتيجة لذلك فإن هؤلاء المدراء لن يكون لهم نفس الحافز لتعظيم قيمة ثروة المساهمين، في حين عندما تتركز الملكية في أيدي قلة من كبار المساهمين سواء كانوا أفراد أو شركات وما يترتب على ذلك من تمثيلهم المباشر كأعضاء بمجلس الإدارة سوف يتصف عملهم بالسهولة ويكون لديهم الحافز والسلطة لمراقبة عمل وكفاءة الإدارة التنفيذية وذلك لحماية استثماراتهم الأمر الذي ينعكس على تحسين الأداء، إلا أنه قد يؤدي تركيز الملكية إلى زيادة أنشطة تسرب موارد الشركة لمنفعة كبار مساهميها أو ما يسمى بالأنشطة التي تعد من دوافع إدارة الأرباح.

توصلت دراسات (Mertzanis, et.al, 2019) (Sahrul ,Navita, 2020) إلى أن تركيز الملكية في عدد قليل من حاملي الأسهم يمكن حاملي تلك الأسهم من التدخل في كافة الأمور المتعلقة بإدارة الشركات بسبب عدد الأسهم التي يمتلكونها ولتحقيق مصالح هؤلاء الفئة من المساهمين، ستعمل الإدارة التنفيذية على النحو الأمثل لزيادة كفاءتهم في إدارة تلك الشركات، كما أن تركيز الملكية سوف يزيد من عملية الإشراف على عمل الإدارة التنفيذية وهو ما يمنعها من سوء التصرف وهذا بدوره ينعكس إيجابا على اتخاذ القرار التمويلي وبالتالي ينعكس إيجابا على قيمة الشركة السوقية (السويركي، 2021).

المطلب الثاني: دور المساهمين في ترشيد القرار التمويلي

إن نظام الحوكمة الفعال يجب أن يوفر وسائل يتسنى للمساهمين استخدامها لحماية حقوقهم والقدرة على المطالبة بها وحصولهم على التعويضات جراء الأضرار التي تلحق بهم ضد المديرين وأعضاء مجلس الإدارة ومنحهم الثقة، فتثق المساهمين والمستثمرين بأن الأموال التي سيستثمرونها لن يساء استخدامها من قبل مديري الشركة أو أعضاء مجلس الإدارة أو كبار المساهمين وأن هذه الأموال ستوظف بالشكل الأمثل الذي يراعي مصالحهم، ففي الواقع أن مجالس الإدارة والمديرين وكبار المساهمين تتوفر لهم إمكانية اتخاذ القرارات التي تحقق مصالحهم على حساب مصالح غيرهم من المساهمين وعليه فإن ثقة المساهمين والمستثمرين لا تتوفر إلا إذا تأكد المستثمرون أنهم سيحصلون على معاملة عادلة ومتكافئة سواء كانوا محليين أو أجانب (الوزير، 2007) .

فللمساهمين في الشركة المساهمة حقوقاً أخرى بجانب حقوقه المالية يطلق عليها اسم الحقوق غير المالية لأنها تكفل للمساهمين المشاركة في اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بشؤون الشركة وضمان الرقابة على أعمال مجلس الإدارة عن طريق الاشتراك في مداورات الهيئة العامة والتصويت على القرارات المزمع اتخاذها في اجتماعاتها (الجاسم، 2008، ص167)

وتكون الاجتماعات ضمن الجمعية العامة للمساهمين وتتميز بالخصائص التالية:

(مركز المشروعات الدوقية الخاصة، ص07)

أولاً: تتكون الجمعية العامة من كل مساهمي الشركة كل حسب نسبة ما يمتلكه من أسهمها ورغم أن النظام الأساسي للشركة يمكن أن ينص على ألا يحضر اجتماع الجمعية العامة سوى المساهم الذي يمتلك نسبة معينة من الأسهم، إلا أن مثل هذا النص يجب أن يعتبر استثناء على القاعدة التي تعطي كل مساهم حق حضور الجمعية العامة ولا يتم اللجوء إليه إلا في الحالات التي يتجاوز فيها عدد المساهمين قدرة الشركة على تدبير مكان انعقاد الجمعية ولا يكون وسيلة لتجاهل صغار المساهمين أو استبعاد بعضهم.

ثانياً: يجب تشجيع المساهمين على حضور اجتماع الجمعية العامة للشركة وترتيب موعد ومكان اجتماعها بما ييسر عليهم ويحفزهم على الحضور.

ثالثاً: يكون كل موضوع معروض في جدول أعمال الجمعية العامة العادية أو غير العادية باستعراض كافة الجوانب بما يمكن المساهمين من اتخاذ قراراتهم بناء على المعلومات المقدمة إليهم بشكل سليم ومدرّوس وليس مجرد استعمال الجوانب الشكلية للاجتماع.

رابعاً: يتم إدارة الجمعية العامة على النحو الذي يسمح للمساهمين بالتعبير عن آرائهم وعلى إدارة الشركة الإفصاح التام والكافي عن الموضوعات التي يتضمنها جدول أعمال الجمعية .

خامساً: يجب التصويت على قرارات الجمعية العامة للشركة بدقة متناهية وفي حالة نشوء أي نزاع بشأن صحة تمثيل بعض الأصوات في الجمعية، يؤخذ التصويت باعتبار صحة هذه الأصوات مرة وبطلانها مرة أخرى للعرض لاحقاً على الجهة الإدارية أو القضائية المختصة بحيث تستمر إجراءات الجمعية العامة في جميع الأحوال.

سادساً: تدافع الجمعية عن حقوق المساهمين في إطار اجتماعاتها، كما تضمن مراقبة أداء مجلس الإدارة ومساءلته و تقديمه للتقارير المالية السنوية، مما يضمن فعالية قرارات المساهمين الذين هم مستثمرون للاطمئنان على أموالهم واتخاذهم القرار التمويلي السليم والرشيد بالشكل الذي يخدم مصلحة الشركة وجميع الأطراف فيها .

تتمتع الجمعية العامة للمساهمين بصلاحيات واسعة وخصوصاً صلاحية اتخاذ القرارات التي تؤثر على مستقبل الشركة بشكل مباشر، من بينها ما يلي: (بن عمر، 2017، ص 144)

- مناقشة مجلس الإدارة حول أداء الشركة وخطة عمله القادمة.
- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
- انتخاب مدقق الحسابات الخارجي.
- تعديل عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة .
- الأمور المتعلقة بدمج الشركة أو تصفيتها.
- إقالة مجلس الإدارة أو رئيسه أو أحد أعضائه.
- بيع الشركة أو حيازة شركة أخرى.

- زيادة رأس مال الشركة أو تخفيضه.

- بيع كامل أصول الشركة أو جزء مهم قد يؤثر على تحقيق أهداف وغايات الشركة.

- المصادقة على البيانات المالية للشركة.

- إصدار إسناد القرض القابلة للتحويل إلى أسهم.

- ملك العاملين لأسهم في الشركة.

- شراء الشركة لأسهمها وبيع تلك الأسهم.

فالجمعية العامة للمساهمين هي التي تضمن حقوق المساهمين ومشاركتهم وهو ما يحقق الفعالية بالنسبة للمساهمين من خلال تحقيق أهدافهم بشكل قانوني ضمن صلاحيات الجمعية العامة للمساهمين.

المطلب الثالث: دور أصحاب المصالح في ترشيد القرار التمويلي

يمكن اعتبار أصحاب المصالح أحد المؤشرات لقياس قدرة الشركة على بلوغ مواردها المالية والبشرية لتحقيق أهدافها، فخلق علاقات مميزة مع أصحاب المصالح يعتبر موردا مهما يمكن أن ينافس الموارد المالية، حيث يمكن أن يؤدي الفشل في تشكيل مثل هذه العلاقات الإيجابية إلى خلق مخاطرة مالية لجزء كبير من أصحاب المصالح وخصوصا المساهمين (صالح فروم، 2017).

إن كل طرف من أصحاب المصالح (المستثمرين، البنوك، الموظفين، العمال، الموردين، الحكومة) يؤثر على إدارة الشركة محاولة في الحصول على مكاسب وتحسين وضع الشركة وزيادة ثروة المساهمين عن طريق تقديم خدمات ذات جودة عالية إلى العملاء، إضافة إلى المحافظة على العلاقات مع الموردين والمستثمرين وتقديم الإفصاح اللازم في الوقت المناسب (قاشي، عثمان، 2014، ص 10-09)

بالتالي فإن الدور الأساسي لأصحاب المصالح هو عدم التعارض فيما بينهم والابتعاد عن الانتهازية والذاتية في اتخاذ القرارات لصالحهم والاتفاق مع مجلس الإدارة وحقوق المساهمين في الشركة، يتم تفعيل هذا الدور للوصول إلى فعالية بين أصحاب المصالح وترشيد القرارات المتخذة في الشركة ولتجنب تعارض مثل هذه المصالح يجب على الشركة مراعاة النقاط التالية:

- يجب أن يكون لكل شركة نظام مكتوب ومعروف من أعضاء مجلس الإدارة والمديرين والعاملين بشأن تجنب تعارض المصالح.
- يمنع على أعضاء مجلس إدارة الشركة والمديرين والعاملين بها التعامل في أسهم الشركة لمدة محددة تسبق الإعلان عن نتائج نشاطاتها المالية أو قبل الإعلان عن أية معلومات أخرى ذات طبيعة مالية مؤثرة، كما يحذر التعامل بأسهم الشركة أثناء الأحداث المفاجئة التي تؤثر على نشاط الشركة ومركزها المالي إلى أن يتم الإفصاح بذلك للجمهور.
- يجب أن توضع الشركة بالتشاور مع العاملين فيها والمتعاملين معها وقواعد سلوكها المهنية وتتضمن:
 - قواعد التعامل مع الشركة سواء في عملية البيع أو الشراء أو غير ذلك.
 - ما يتم تفويضه من صلاحيات.
 - أساليب الإعلان عن السياسات الجديدة.
 - معايير السلامة والصحة المتبعة
 - المعايير المهنية السليمة للتعامل مع جميع الأطراف ذات العلاقة مع الشركة .
- على الشركة أن تضع نظاما داخليا لمراقبة تطبيق قواعد سلوكها المهني.
- تسعى الشركة في معاملاتها مع الموردين إلى اختيار من يتعامل معهم بالمستوى المهني والأخلاقي الذي تحرص عليه الشركة داخلها، بالتالي فإن هذا المبدأ يساهم باحترام الحقوق القانونية لهذه الجماعات والتعويض عند انتهاك حقوقهم (بن عمر ، ص 146-147)

المطلب الرابع: دور الإفصاح والشفافية في ترشيد القرار التمويلي

يعتبر الإفصاح المحاسبي أمرا ضروريا، فكلما زادت درجة الإفصاح والشفافية كلما زادت ثقة المستثمرين بتقديم رؤوس الأموال، كما يعد من أهم ركائز حوكمة الشركات لتمكينه إدارة الشركة من تحقيق التوازن المستهدف بين مصالح جميع الفئات ذات العلاقة بأداء الشركات (براضية، بلعوز، 2015)

يعتبر مبدأ الإفصاح والشفافية من أهم ركائز الاقتصاد الحديث، فهو يلعب دورا فعالا في استقطاب الاستثمار، حيث يؤثر غياب الشفافية سلبا على النمو الاقتصادي فتغيير المعلومة الصحيحة والدقيقة عن المستثمرين يدفعهم إلى اتخاذ قرارات خاطئة وبالتالي توجيه استثماراتهم إلى بلدان أخرى

أين تكون الشفافية ولا تحجب أية معلومة عن مساهميها مهما كانت سيئة، فالشفافية تشكل مصدراً أساسياً لتعزيز الحكم السليم وهي ما يحتاجه المستثمرون (عمار، رضا، 2010)

فالمستثمرون يبحثون على العوامل المناسبة والمساعدة لبيئة عمل تتوفر فيها الاستقرار والشفافية حول الدول المستثمر فيها والإفصاح عن العوائد والمخاطر المرتبطة بقرار الاستثمار وبالتالي المساعدة في ترشيد القرار التمويلي لإنجاح الاستثمار، فالإفصاح والشفافية يضمنان فعالية القرارات المتخذة والمبنية على المعلومة الصحيحة، فالكثير من الشركات تلجأ إلى طرق احتيالية لجذب المستثمرين كتقديم المعلومة الخاطئة والمضللة في بياناتها المالية وتضخيم أرقام ربحيتها إلا أن هذا المبدأ يفرض على الشركات التصريح والإفصاح لجميع المساهمين عن المعلومة بكل شفافية ووضوح وهو ما يمكن الجميع من معرفة واجباته وحقوقه والمطالبة بها وبالتالي تحقيق الفعالية في اتخاذ القرار بالشكل الذي يؤدي إلى الرفع من أداء الشركة (خنيش، 2009، ص 87-88)

فالشفافية يمكن اعتبارها أنها من أهم العناصر التي تقوم عليها حوكمة الشركات، حيث تم التأكيد على الدور المهم لحوكمة الشركات في تحقيق الإفصاح والشفافية من خلال التقارير الصادرة عن المنظمات والهيئات الدولية، خاصة أن الإفصاح والشفافية يعتبران من الأساليب الفعالة لتحقيق مصالح الأطراف المختلفة ذات العلاقة وهما يمثلان أحد المؤشرات المهمة للحكم على تطبيق نظام الحوكمة من عدمه داخل الوحدات الاقتصادية المختلفة (Demirag, Fayson, 2009)

و في إطار تطبيق مبادئ حوكمة الشركات يجب على الشركات الإفصاح عن سياستها الاجتماعية المتمثلة في: (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2004)

- ✓ يجب أن تفصح إدارة الشركة عن جميع السياسات المتبعة من طرف الشركة للمساهمين و المتعاملين معها مرة واحدة على الأقل سنوياً.
- ✓ الإعلان عن السياسات المتبعة بكل دقة ووضوح وتطابقها للقوانين والنظم المعمول بها بالشكل الذي يحقق أهداف العاملين بالشركة والمجتمع المحيط بها مع استمرارها على المدى الطويل.
- ✓ يجب أن تكون العلاقة بين الشركة والمتعاملين معها والمجتمع المحيط بها قائمة على الثقة والمصادقية مع الحرص على تحقيق أهداف جميع الأطراف مع الحفاظ على سرية المعلومات المالية والتجارية.
- ✓ يجب على الشركة أن تفصح عن المعلومات للمساهمين والمستثمرين في الوقت المناسب وبصورة واضحة وغير مضللة لتمكينهم من اتخاذ القرارات الصحيحة والمناسبة.

تقوم نظرية الحاجة إلى رأس المال على أن الشركات تلجأ إلى توسيع مدى الإفصاح عن المعلومات عندما تحتاج إلى مصادر تمويل من البنوك أو الأسواق المالية بتكلفة منخفضة، فقد أشارت الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح والشفافية وتكلفة رأس المال، فكلما زاد مدى الإفصاح زاد عدد المستثمرين المحتملين وقيمة استثماراتهم بالشركة وقلت تكلفة رأس المال، إلا أنه في بعض الأحيان يكون للإفصاح تأثير عكسي، فحسب نظرية تكلفة المعلومات يتم الإفصاح عن مزيد من المعلومات إذا ترتب عليها تحقيق منافع اقتصادية تفوق تكلفة توفيرها الأمر الذي يترتب على ذلك تقليل عدم تماثل المعلومات بين الأطراف ذات الصلة (Cormier et al, 2010)

لذلك فإن الإفصاح هو إحدى المبادئ الأساسية من مبادئ حوكمة الشركات والتي يتم بموجبها تحديد القواعد التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات والشفافية التي تحكم عملية اتخاذها ومدى المساءلة التي يخضع لها مدراء الشركات، إضافة إلى حماية المستثمرين الذين يملكون أسهم من خلال حقهم في الحصول على معلومات ملائمة وموثوقة لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية بأقل تكلفة وبالتالي تحقيق المزيد من الاستقرار لمصادر التمويل، كما أن الاعتماد على معايير الإفصاح والشفافية في التعامل مع المستثمرين والمقرضين في إطار التطبيق السليم لمبادئ الحوكمة من شأنه المساعدة في منع حدوث الأزمات المصرفية للشركات من خلال إتباع الإجراءات الصحيحة والقانونية في حالة الإفلاس أو نزع الملكية ومن ثم مراعاة العدالة للدائنين وغيرهم من أصحاب المصلحة، بالتالي الوصول إلى اتخاذ قرارات مالية رشيدة بالشكل الذي يؤدي إلى تحسين أداء ونمو الشركة (جبر، عبيد، 2019) .

يمكن لنظام الإفصاح الكافي عن المعلومات في الوقت المناسب أن يساهم في جذب رأس المال والحفاظ على الثقة في أسواق رأس المال، كما تظهر أهمية الإفصاح وجودة التقارير المالية أيضا من خلال ازدياد حاجة الشركات إلى التمويل (خليل، 2007، ص35)

خاتمة المبحث :

تلعب مبادئ حوكمة الشركات دورا أساسيا في ترشيد القرار التمويلي داخل المؤسسة من خلال إرساء قواعد الشفافية والمساءلة والنزاهة والعدالة في إدارة الموارد واتخاذ القرارات ، فعندما تطبق هذه المبادئ بشكل فعال ، فإنها تضمن أن تتخذ القرارات التمويلية وفقا لمعايير مهنية واضحة وبما يخدم مصلحة الشركة وأصحاب المصلحة جميعا .

المبحث الثاني: دور آليات الحوكمة في ترشيد القرار التمويلي

تلعب آليات الحوكمة دورا فعالا في تحقيق الشركات لأهدافها والقيام بدور الرقابة والإشراف فيها بالشكل الذي يؤدي إلى حماية حقوق جميع الأطراف ذات العلاقة بالشركة والوصول إلى خلق جو من الثقة في المعلومات المالية بالشكل الذي يؤدي إلى ترشيد اتخاذ القرارات المالية .

حيث تلعب آليات الحوكمة دورا مهما في التحقق من الاستخدام الكفء لموارد الشركة وضمان العائد لمموليها، كما أنها تحقق رقابة أفضل على الإدارة وتسعى لمواجهة الفشل المالي من خلال إعادة هيكلة رأس مال الشركة (مليجي، 2016، ص11)

المطلب الأول: دور المراجعة الداخلية في اتخاذ القرار التمويلي

تلعب المراجعة الداخلية دورا هاما في كل خطوة من خطوات عملية اتخاذ القرار حيث تساعد على ضمان صحة العمليات المالية والمحاسبية واكتشاف الغش والتلاعب بالقوائم المالية والحصول على معلومات كافية تستعمل في عملية صنع القرار للحصول على قرارات ذات جودة وفعالية وبالتالي تحقيق أهداف الشركة.

يشكل التدقيق الداخلي أحد العناصر الهامة التي تساهم بشكل كبير في حوكمة الشركات وتحقيق الجودة في التقارير المالية، ففي ظل نظرية الوكالة يبرز دور التدقيق الداخلي في حوكمة الشركات حيث يسعى كل من الطرفين إلى تعظيم مصالحه وهو الأمر الذي يخلق النزاعات بين المسيرين والمساهمين في رأس مال الشركة ويتم اتخاذ قرارات في غياب المساهمين وعدم تماثل المعلومات بين الطرفين، هنا يكون دور التدقيق الداخلي في إعداد التقارير المتعلقة بنشاط وأداء الشركة وبكل مصداقية ووضوح وشفافية في المعلومات المالية، ما يؤدي إلى تخفيف النزاع بين الطرفين وإزالة حالة عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمساهمين حول رأس مال الشركة, aperçu sur l' audit, voir le site: [www . alujiaincorp .com](http://www.alujiaincorp.com), consulter le 15/07/2021

فالتدقيق الداخلي يساعد على حماية أموال الشركة والحد من التلاعب والاختلاس من خلال ضمان دقة وشفافية البيانات المالية التي تستخدمها الإدارة في وضع السياسة العامة للشركة وتحسين أساليب الرقابة المعتمدة (فهيمه، 2010، ص08)

فدقة وتماثل المعلومات المالية في مختلف المستويات الإدارية والأطراف التنظيمية لحوكمة الشركات أداة ذات كفاءة عالية تتمثل في شفافية تقديم المعلومة المالية المدققة من طرف المراجع

الداخلي وتوفرها في الوقت المناسب لكافة الأطراف ذات العلاقة، من هنا تظهر أهمية المعلومات المالية في قدرتها على إحداث الفرق في عملية صنع القرار وفي تحليل معطيات ومؤشرات مختلف التعاملات المالية والمحاسبية للشركة في الماضي والحاضر والمستقبل، بالتالي فإن هناك مساهمة للمراجعة الداخلية في عملية صنع القرار السليم وتحسين جودته، فهي تلعب أدوار مهمة في كل خطوة من خطوات عملية اتخاذ القرارات للوصول إلى القرار الجيد والسليم (أيمن، 2018)

كما يظهر دور التدقيق في تقديم التوصيات إلى الإدارة ومجلس الإدارة ولجان التدقيق فيما إذا كانت الشركة تسير نحو تحقيق الأهداف المسطرة أو هناك مخاطر أو عوائق تواجهها ويتجلى دوره في دعم حوكمة الشركات في:

- مساعدة مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية ولجان التدقيق في التقيد الصحيح بقواعد الحوكمة من خلال تقديم الاستشارة والتوجيه في مختلف المواضيع الخاصة بالتشغيل من جهة وتحليل وتقييم المخاطر المرتبطة بالتنظيم والرقابة وتقديم التقرير عن ذلك من جهة أخرى، تتمثل التوصيات المقدمة إلى الإدارة العليا في: www.alujiaincorp.com, consulter le : aperçu sur l' audit, voir le site: 15/07/2021

- التقييم المستقل لنظام الرقابة الداخلية والمساهمة في تصميمه.

- تقييم فعالية العمليات والإجراءات الإدارية

- تحليل المخاطر وتقديم التأكيدات، أما التوصيات المقدمة إلى لجنة التدقيق تتمثل في:

* تأكيدات بخصوص سير نظام الرقابة الداخلي في الشركة

* التقييم الموضوعي والمستقل بخصوص الممارسات المحاسبية وطرق إعداد التقارير المالية

* التحليل الموضوعي للمخاطر المحاسبية والرقابية وتقديم التوصيات المتعلقة بها

يعتبر نشاط المراجعة الداخلية بمثابة تأكيد مستقل وموضوعي لخلق القيمة وتحسين عمليات الشركة والمساعدة في تحقيق أهدافها بإيجاد دور منظم وملتزم لتقييم وتحسين فاعلية إدارة المخاطر والرقابة وذلك من خلال:

• التأكد من معرفة الإدارة على المخاطر الهامة ورصدها.

- اتساق العمليات المنفذة مع نظم الرقابة الداخلية المقررة.
- التأكد من مصداقية المعلومات عن إدارة المخاطر المقدمة من طرف الإدارة لمجلس الإدارة.
- لابد من وجود خطة عمل للمراجعة الداخلية وأن تسير وفق الأمور المسطرة.
- يجب أن يكون تقييم عملية المخاطر عملية مستمرة ولا تقتصر على المخاطر الحالية فقط.
- يجب أن يكون هذا التقييم سنويا على الأقل.
- ينبغي أن توافق لجنة المراجعة على خطة المراجعة الداخلية

هذا ويجب أن تتسق وظيفة المراجعة الداخلية مع الوظائف الأخرى التي تقدم تأكيدات لعمليات الشركة سواء داخليا أو خارجيا لضمان وجود تغطية صحيحة للرقابة المالية والرقابة التشغيلية وعدم ازدواجية الجهود (ميخائيل، 2005، ص02)

فالمراجعة الداخلية لها دور في حوكمة الشركات من خلال ما تقوم به في تحقيق أهدافها والعمل مع مجلس الإدارة ولجنة المراجعة من أجل إدارة المخاطر والرقابة عليها في عملية حوكمة الشركات عن طريق تقييم وتحسين العمليات الداخلية للشركة وضبطها للنظام الداخلي نتيجة استقلالها وتبعيتها لرئيس مجلس الإدارة والتنسيق مع رئيس لجنة المراجعة وبالتالي المساهمة في اتخاذ القرارات الصحيحة والسليمة سواء قرارات إدارية أو مالية وبالأخص القرارات التمويلية في الشركة.

هذا وإضافة إلى مراجعة وفحص الجوانب المالية فإن التدقيق الداخلي يقوم بمراجعة وفحص الكفاءة والفعالية الذي تعتبر من مقومات المرتبطة بالأداء من خلال: (حمزة، 2015)

أ- **فحص وتدقيق الكفاءة:** في هذه الحالة فإن المدقق يأخذ في الاعتبار عند تنفيذ برنامج تدقيقه الإداري الشامل العناصر التالية: (حمزة، 2015)

- تحديد ما إذا كانت الشركة قد أحضرت مواردها المختلفة بطريقة اقتصادية ومثالية سواء كانت هذه الموارد بشرية أو مادية.

- التأكد من الاستخدام الأمثل لمختلف موارد الشركة .

- التأكد من أن الإيرادات المحصلة أكبر من التكاليف .

- تحديد أسباب عدم الاستخدام الأمثل وبكفاءة لهذه الموارد وبشكل اقتصادي .

- تحديد مدى كفاءة نظم المعلومات الإدارية والإجراءات المرتبطة بالهيكل الإداري في التنظيم.
- ب. **فحص وتدقيق الفعالية:** حيث تعطي عملية تدقيق الفعالية النتائج والأهداف النهائية والتي تتضمن العناصر التالية: (حمزة، 2015)

- تحديد ما إذا كانت النتائج المستهدفة والمتوقعة قد تحققت أم لا.

- تحديد ما إذا كانت هذه النتائج التي تحققت تتفق مع مستوى الأداء المطلوب أم لا .

- تحديد ما إذا كانت هذه الأهداف قد تحققت بأقل تكلفة ممكنة.

- معرفة ما إذا تم الوصول إلى الأهداف النهائية والمسطرة مسبقاً.

-تقييم الأداء النهائي للشركة وقياس فعاليتها وكفاءتها .

المطلب الثاني: دور المراجعة الخارجية في اتخاذ القرار التمويلي

تكتسب آلية المراجعة الخارجية أهمية خاصة في الفكر الحوكمي باعتبارها أداة تكون من خلالها الرقابة على سلوك إدارة الشركة فضلاً عن كونها تحقق الرقابة على كفاية الإفصاح وجودة التقارير المالية المنشورة (راضي، 2010، ص04)

حيث تعتبر البيانات المالية والمحاسبية الأساس الذي يعتمد عليه في اتخاذ مختلف القرارات المتعلقة بالنشاطات الاقتصادية لذلك أصبح من الضروري تأكيد مصداقية هذه المعلومات لمختلف الجهات المستفيدة من هذه المعلومات، فعملية التدقيق تعطي ثقة ومصادقية أكثر بأن العمليات المالية للشركة هي الصورة الحقيقية حول ميزانية الشركة ونتائج أعمالها، بالتالي فإن تقرير المدقق الخارجي يمثل مقياس لمصداقية البيانات المحاسبية والمالية وأنها معدة وفقاً للمبادئ المحاسبية والمعايير المتعارف عليها وهو ما يعتبر كأداة لاتخاذ القرارات المالية الرشيدة (سردوك، 2004، ص20-21)

فتقرير المدقق الخارجي يقدم بيانات مالية ومعلومات حول أرصدة حسابات ونتائج الشركة ويقدم لكل المتعاملين الداخليين والخارجيين فرصة أفضل لتقييم احتمال نجاح أو فشل الشركة ومقدار المخاطرة في استثمار أموالهم فيها (سعودي، 2010، ص21) .

يعتبر تقرير المدقق الخارجي خلاصة العملية والوثيقة المكتوبة التي تعتمد عليها الأطراف المهمة بالبيانات المالية وبعملية التدقيق وبالتالي درجة الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات المختلفة،

فمتخذ القرار الاقتصادي الذي يعتمد على معلومات مقدمة من جهة أخرى يواجه مخاطر تتعلق بمدى الاعتماد على هذه المعلومات ويسعى إلى استخدام وسائل معينة لتخفيض خطر المعلومات وفي ضل تضارب المصالح بين معدي ومستخدمي البيانات المالية فإن الوسيلة الأساسية التي تساعد في تفسير الفجوة بين هذه الفئات هي التدقيق الخارجي المستقل (الزبدية، الذنبيات، 2012)

فالتدقيق الخارجي يعمل على التقليل من التعارض بين مصالح الإدارة والمساهمين والتقليل من عدم تماثل المعلومات التي تحتويها القوائم المالية، حيث يضيف المدقق الخارجي ثقة ومصداقية على المعلومات المحاسبية والمالية من خلال المصادقة على القوائم المالية التي تعدها الشركة بعد فحصها والتأكد من صحتها وإعداد تقارير مفصلة ترفق بالقوائم المالية (solomon, 2007).

فالإطار العام لحوكمة الشركات يتطلب ضرورة تعيين المساهمين لمراجع حسابات مستقل ومؤهل وذو خبرة مهنية للقيام بمراجعة كافة العمليات المالية والمحاسبية الخاصة بالشركة وإبداء رأيه الفني المحايد والموضوعي في مدى صدق ونزاهة القوائم المالية والمركز المالي للشركة وغيرها من الأمور المالية، إضافة إلى أن مراجع الحسابات يكون مسئول أمام المساهمين بالأمور المتعلقة بعملية المراجعة وعن التقرير الصادر منه أمام الجمعية العامة للشركة وأمام أي جهة اعتمدت على هذا التقرير في اتخاذ القرارات (فريد، 2010، ص112)

ويمكن تفعيل دور المراجعة الخارجية كإحدى آليات حوكمة الشركات وترشيد اتخاذ القرارات من خلال:

- ✓ قيام المراجع الخارجي بإعداد تقرير نهائي حول الرقابة التي قام بها وعن مدى فاعلية هيكل الرقابة الداخلية بالشركة، ما يجعل القيام بأي غش إداري أو تلاعب أمرا في غاية الصعوبة على أن يقدم هذا التقرير للجنة المراجعة قبل نشره لمناقشته بهدف زيادة فاعلية هذا التقرير .
- ✓ يجب أن يكون المدقق مستقلا عن إدارة الشركة ولا تربطه أي علاقة مباشرة أو غير مباشرة مع أعضاء مجلس الإدارة، مما يزيد من فعالية الرقابة.
- ✓ لا يمكن لإدارة الشركة التعاقد مع المراجع الخارجي على أداء خدمات أخرى إلا بعد موافقة لجنة المراجعة على هذه الخدمات والأتعاب المقدرة لها وذلك حفاظا على استقلال المراجع الخارجي وبالتالي تفعيل دوره تجاه حوكمة الشركات.

- ✓ ألا يرتبط قرار استمرار المراجع الخارجي في أداء عمله وتقدير أتعابه بتحكم الإدارة فيه .
- ✓ قيام المراجع الخارجي بإعداد تقارير عن مدى التزام الشركة بقواعد حوكمة الشركات الصادرة من الهيئة العامة لسوق المال (عبد العزيز، الجندي، 2009، ص 27-30).

عليه فإن المراجع الخارجي يساهم في تعزيز درجة الثقة لتقريره الصادر حول المراجعة التي قام بها من خلال صحة البيانات المعلن عنها ومدى نزاهة وعدالة القوائم المالية والبيانات المحاسبية للشركة والتزام معديها بالقواعد و المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، كما أصبح دوره فاعلا في مجال الحوكمة حيث نصت كل المبادئ والمواثيق للحوكمة اعتباره أحد الركائز الأساسية في حوكمة الشركات من خلال الحد من التعارض بين الملاك والمسيرين وإزالة حالة عدم تماثل المعلومات بينهم وأضفى نوعا من الوضوح والشفافية حول بيانات ومعلومات الشركة لجميع الأطراف ذات المصلحة بالشركة وهو ما يؤدي بهم إلى اتخاذ القرارات المالية الصحيحة والسليمة ووفقا لتقارير صادقة ومعتمدة، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين أداء الشركة .

المطلب الثالث: دور إدارة المخاطر في ترشيد القرار التمويلي

تعتبر إدارة المخاطر تنظيم متكامل يركز على مجموعة من الأساليب تهدف إلى مواجهة المخاطر بأفضل الطرق وأقل التكاليف من خلال اكتشاف الخطر، تحليله، قياسه، كيفية مواجهته (موسى وآخرون، 2012، ص 26)

وفي هذا الإطار ولكي يضمن مجلس الإدارة فعالية هذه الوظيفة يستعين بلجنة المخاطر بهدف تحسين الحوكمة في الشركة وضمان أكبر فعالية في تحديد المخاطر التي تتعرض لها وذلك من أجل: -حماية مصالح أصحاب المصلحة.

-ضمان قيام مجلس الإدارة بتعبئة جميع مجهوداته نحو الإستراتيجية التي يتم من خلالها تحقيق قيمة إضافية للشركة في إطار نظام رقابي فعال.

-ضمان تنفيذ الضوابط التنظيمية والرقابية على نحو كاف وفعال(بن زاوي، نعمون، 2012، ص 13).

حيث تهتم إدارة المخاطر ب:

- المحافظة على الأصول الموجودة وحماية عائدات المساهمين.

- إحكام الرقابة على المخاطر المرتبطة بالأنشطة ومحاولة علاج كل نوع من أنواع المخاطر والقيام بالإجراءات اللازمة.
- العمل على الحد من الخسائر وضرورة القيام بإعداد دراسات قبل وقوع الخسائر لمنع حدوثها.
- حماية صورة الشركة بتوفير الثقة المناسبة لدى المودعين، الدائنين والمستثمرين (بن علي، 2010، ص335)

- وتسعى إدارة المخاطر إلى بحث ومناقشة إدارة الشركة حول السياسات المتبعة في التحديد والتصدي للمخاطر التي تحول دون تحقيق أهدافها وذلك من خلال التأكد من الأمور التالية:
- تقدير وإدارة المخاطر في كل مستويات الشركة، كتحديث هذه العملية بشكل مستمر ومعرفة الوضع الحالي والتغيرات الطارئة من أجل ضمان إدارة فعالة للمخاطر
- سياسة المخاطر واستراتيجياتها مستمدة من مجلس الإدارة
- يتم توفير التقارير للتنفيذيين من أجل تنفيذ الإستراتيجية المتبعة في إدارة المخاطر
- وجب على كل فرد داخل الشركة مهما كان منصبه فهم دوره بالنسبة لإدارة المخاطر وقيامه بمسؤولياته بطريقة مهنية (Al-Baidhani, 2014, p15-16)

وتعمل إدارة المخاطر على تخفيض مستوى المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها الشركة وهو ما يساعد بدوره على تخفيض علاوة المخاطرة التي يطلبها المستثمرون في الشركة، وبالتالي تتخفيض تكلفة التمويل وتحقيق النمو وخلق وتعظيم القيمة للمساهمين.

تعتمد كل من إدارة المخاطر والأداء على التطبيق السليم للحوكمة في الشركة، فكلما كان تحكم الشركة جيدا في إدارة المخاطر ارتفع العائد لديها وبالتالي تحسن أدائها، فالإدارة الجيدة للمخاطر تمكن الشركة من ممارسة نشاطاتها ضمن أقل قدر من المخاطر وأقل تعارض للاهتمامات لمختلف الأطراف وهو ما يحسن من أداء الشركة وبالتالي سمعتها ويفتح أمامها مصادر أخرى للتمويل وزيادة الأرباح وبالتالي ترشيد القرارات التمويلية (سكور، 2017، ص 159)

إن إدارة المخاطر لكل شركة يجب أن تشمل العناصر الرئيسية التالية:

- 1- رقابة فعالة من قبل مجلس الإدارة والإدارة العليا: تتطلب إدارة المخاطر إشراف فعلي من قبل مجلس الإدارة والإدارة العليا ويجب على مجلس الإدارة اعتماد أهداف واستراتيجيات وسياسات وإجراءات تتناسب مع الوضع المالي للمؤسسة وطبيعة المخاطر التي تواجهها.
 - 2- كفاية السياسات والحدود: على مجلس الإدارة والإدارة العليا العمل على ضرورة أن تتناسب سياسة إدارة المخاطر مع المخاطر الموجودة، كذلك ضرورة إتباع إجراءات سليمة لإدارة المخاطر بما في ذلك تحديد المخاطر وقياسها وتخفيضها ومراقبتها والإبلاغ عنها والتحكم فيها.
 - 3- كفاية رقابة المخاطر وأنظمة المعلومات: يجب معرفة وقياس كافة المخاطر ذات التأثير المادي الكبير، بالتالي فإن رقابة المخاطر تستلزم ضرورة توفر نظام معلوماتي قادر على تزويد الإدارة العليا ومجلس الإدارة بالتقارير اللازمة وفي الوقت المناسب حول الأوضاع المالية والأداء .
 - 4- كفاية أنظمة الضبط: إذ تعمل أنظمة الضبط على توفير تقارير مالية مهمة ذات مصداقية عالية تساعد على الالتزام بالأنظمة والقوانين لحماية موجودات الشركة (سكور، 2017 ، ص 146) .
- بصفة عامة تلعب إدارة المخاطر دوراً فعالاً في ترشيد القرارات التمويلية في الشركات وذلك من خلال:

1. تحديد المخاطر المالية:

- إدارة المخاطر تساعد على تحديد وتصنيف مخاطر مالية محتملة قد تؤثر على أداء الشركة.
- يمكن تحديد المخاطر المالية المرتبطة بالتمويل مثل تقلبات أسعار الفائدة أو التغيرات في سوق العملات.

2. تقييم التأثير على العائد المالي:

- تساعد إدارة المخاطر في تقييم كيف يمكن أن تؤثر المخاطر على العائد المالي المتوقع من القرارات التمويلية.
- يتيح هذا التقييم تحديد ما إذا كان يتوجب تعديل الخطط التمويلية لتحسين التوازن بين المخاطر والعائد.

3. تعزيز الاستقرار المالي:

- من خلال تحديد وإدارة المخاطر يمكن للشركة تحقيق استقرار مالي أكبر مما يساهم في الحفاظ على استقلاليته المالية وقدرتها على تلبية التزاماتها المالية.

4. تحسين قابلية الوفاء بالالتزامات:

- تعزز إدارة المخاطر قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المحدد، حيث يتم التركيز على التنبؤ بالمخاطر وتقليل تأثيرها.

5. تعزيز الثقة من قبل المستثمرين والمقرضين:

- توفير إطار فعال لإدارة المخاطر يعزز الثقة من قبل المستثمرين والمقرضين، مما يجعل الشركة أكثر جاذبية للتمويل.

6. تعزيز اتخاذ القرار بناءً على المعطيات والبيانات:

- تعزز إدارة المخاطر استخدام البيانات والتحليلات لاتخاذ قرارات تمويلية مستنيرة، حيث يمكن أن يتم التنبؤ بالمخاطر المحتملة وتقدير تأثيرها.

المطلب الرابع: دور لجنة التدقيق في اتخاذ القرار التمويلي

تلعب لجنة المراجعة دور هام ورئيسي في تحسين اتخاذ القرارات في الشركة من خلال قيامها بوظائفها المتمثلة في الإشراف على إعداد التقارير المالية من جهة والإشراف على عملية المراجعة الداخلية و الخارجية ونظام الرقابة من جهة أخرى مما يؤدي إلى تدعيم مصداقية التقارير المالية ويوفر حماية للمستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، كما أن وجود لجنة مراجعة في الشركة يساهم في انخفاض حالات التلاعب والغش من قبل الإدارة ومنع حدوث تصرفات غير قانونية (خاطر، حسن،

2017، ص406)

حيث تعتبر لجنة المراجعة جزء من هيكل الحوكمة في الشركة، فهي تضطلع بدور حيوي في متابعة وتقييم القرارات التمويلية ولها دور هام في تقديم رؤى إستراتيجية ومراقبة فعالة للأنشطة المالية، مما يساهم في تحقيق التوازن بين المخاطر والفرص، تشمل مهامها مراجعة السياسات المالية والتأكد من مطابقتها للمعايير المحاسبية الدولية والتشريعات المالية، كما تراقب اللجنة أداء النظام الداخلي للرقابة وتحدد المخاطر المالية المحتملة وتقدم توصيات لتعزيز القرارات المالية، إضافة إلى توفير تقارير دورية لمجلس الإدارة، مما يمكنه من اتخاذ قرارات واضحة فيما يتعلق بالتمويل وبالتالي يعتبر دور لجنة المراجعة أساسياً في تعزيز النزاهة المالية وتحقيق أهداف الشركة بشكل فعال ومستدام.

يمكن للجنة المراجعة المساهمة في تحسين اتخاذ القرار التمويلي في شركة من خلال عدة طرق نذكرها فيما يلي: (ريم، 2012، ص 54--56)

1- تدعيم استقلال المراجع الخارجي: من خلال ممارسة الأنشطة التالية

1-1 التوصيات باختيار المراجعين الخارجيين وتغيير أتعابهم: حيث تعمل لجنة المراجعة على اختيار مراجعين خارجيين مؤهلين وذوي خبرة وقدرة على مراجعة حسابات الشركة، كما تقوم بإعداد مذكرة لمجلس الإدارة تعرض فيها جميع العروض المقدمة والنتائج المتوصل لها على أن يقوم هذا الأخير برفع التقرير للجمعية العامة من أجل تعيين مراجع أو أكثر للشركة.

2-1 الموافقة على الخدمات الاستشارية للمراجعين وتحديد أتعابها: حيث تعمل لجنة المراجعة على مراقبة وفحص خطط الإدارة للارتباط بالمراجعين الخارجيين لتنفيذ الخدمات الاستشارية مع مراعاة طبيعة الخدمات والأتعاب المقابلة لها مع التأكد من أن الأتعاب التي يحصل عليها المراجعين الخارجيين لا تؤثر على استقلاليتهم وعلى مستوى الأداء المهني.

3-1 فحص جوانب عدم الاتفاق بين المراجعين الخارجيين والإدارة: من خلال تقريب وجهات النظر وتضييق الفجوة بينهما مع المحافظة على استقلاليتهم.

2- فحص نظام الرقابة الداخلية والعلاقة مع المراجعين الداخليين: من خلال ما يلي

1-2 فحص نظام الرقابة الداخلية: حيث يجب على لجنة المراجعة فحص نظام الرقابة الداخلية المطبق من قبل الشركة والتأكد من قيامها بمهامها على أكمل وجه والتأكد من عدم وجود اختلالات بالقوائم المالية وإعداد المراجع الخارجي تقرير يتضمن رأيه بخصوص ذلك.

2-2 العلاقة مع المراجعين الداخليين: حيث تعتبر لجنة المراجعة أحد المصادر الأساسية للمعلومات التي تحصل عليها لجنة المراجعة الداخلية وفي هذا الصدد تقوم لجنة المراجعة ب:

- فحص لائحة المراجعة الداخلية والموافقة عليها
- فحص خطة المراجعة الداخلية والموافقة عليها
- التنسيق مع المراجعين
- التأكد من جودة المراجعة الداخلية وأنها تتم وفق المعايير المحددة
- تدعيم استقلالية المراجعين الداخليين

3- فحص التقارير المالية: يرى بعض الباحثين أن لجنة المراجعة يجب عليها فحص القوائم المالية السنوية ومعرفة السياسة المحاسبية التي تطبقها الشركة، أسباب التغيرات في الأرقام والنسب المالية، تقديرات الإدارة، وجهات الاختلاف بين القوائم المالية وبين التقارير الأخرى، في حين يرى بعض الباحثين أن المسؤولية الأساسية للجنة المراجعة تتمثل في فحص التقارير المالية .

المبحث الثالث: طرق الحوكمة في اتخاذ القرار التمويلي

تسعى المؤسسة إلى ترشيد قراراتها من خلال التطبيق الفعال لحوكمة الشركات من خلال مجموعة من الطرق والآليات أبرزها الإفصاح والشفافية عن المعلومات المالية وغير المالية وإعدادها حسب المعايير الدولية المتفق عليها، مما يؤدي إلى ضمان اتخاذ قرار مالي سليم يضمن بقاء ونمو الشركة .

المطلب الأول: الإفصاح عن قائمة المركز المالي للمؤسسة كتطبيق لمبادئ حوكمة الشركات

يشمل الإفصاح على معلومات عامة عن تمويل رأس المال، الاحتياطات، الأرباح المحتجزة، معلومات عن التغيرات الهامة في حقوق الملكية في الخمس سنوات الأخيرة، معلومات عن القروض والمديونية من حيث حجم القروض إلى إجمالي الأصول، المديونيات الأخرى، فيجب الإفصاح عن حجم التطور في آخر خمس سنوات لكل من الأصول، حقوق الملكية، الالتزامات، الإيرادات والنفقات، صافي الربح، صافي التدفقات النقدية من التشغيل والاستثمار والتمويل (ريم، 2012، ص68)

حيث تقوم المؤسسة بالإفصاح عن جميع الجوانب المتعلقة بوضعيتها المالية حيث تقوم بتوضيح مركزها المالي من خلال تقديم ما لها من حقوق وما عليها من التزامات ومعرفة مدى قدرتها من الالتزام بديونها وعلى طريقة التمويل التي تعتمد عليها سواء كان تمويل ذاتي داخلي عن طريق الأرباح المحتجزة أو تمويل خارجي من خلال الاعتماد على الديون وفي هذا الصدد لا بد على المؤسسة أن تفصح عن ما يلي: (البشير، 2016، ص80-83)

1-الأصول: تعتبر مورد من موارد المؤسسة وتقسم إلى أصول جارية وهي التي تحتفظ بها المؤسسة إلى غاية تحصيلها أو بيعها أو استخدامها خلال الدورة التشغيلية العادية وأصول غير الجارية وهي التي تكون غير مخصصة للاستخدام للدورة التشغيلية العادية للمؤسسة .

2- حقوق الملكية (رؤوس الأموال الخاصة): تختلف حسب نوع الأعمال وتنقسم إلى فرعين هما رأس المال والأرباح المحتجزة، تشمل حقوق الملكية العناصر التالية:

- رأس المال الصادر والممثل في القيمة الاسمية للأسهم العادية والأسهم الممتازة.
- الاحتياطات.
- النتيجة الصافية وهي نتيجة الدورة المالية للمؤسسة مطروحا منها الضرائب.
- حقوق الأقلية في صافي أصول المؤسسة التابعة .

3- الالتزامات: هي كالاتي

- **الالتزامات غير المتداولة:** تتمثل في الديون طويلة الأجل والتي لا يتوقع تسديدها خلال دورة التشغيل الجارية.

- **الالتزامات المتداولة:** تتمثل في الموردون وحسابات ملحقة وديون أخرى وتستحق السداد خلال الدورة التشغيلية العادية للمؤسسة.

4- الإيرادات: هي عبارة عن الزيادة في التدفقات الداخلة والتي تزيد من قيمة الأصول أو تخفض من قيمة الالتزامات على المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة حقوق الملكية.

5- النفقات: هي عبارة عن الانخفاض في شكل تدفقات خارجة من الأصول أو تحمل الالتزامات والتي تؤدي إلى انخفاض في حقوق الملكية كمقابل لما تحصلت عليه من مستلزمات نشاطها ومختلف الخدمات المقدمة من الغير.

6- صافي الربح: تتمثل في الفرق بين الإيرادات الناتجة عن مختلف نشاطات المؤسسة والمصاريف التي تحملتها هذه العمليات، أي أنها عبارة عن الربح أو الخسارة الناتج عن مختلف العمليات التي قامت بها المؤسسة.

7- التدفقات النقدية: هي عبارة عن قائمة أساسية إلزامية تفصح عن المصادر التي تأتي منها النقدية وكيفية إنفاقها، بحيث تمكن المستثمرين والدائنين من اتخاذ القرارات المتعلقة بالشركة، لها استخدامات متعددة كمراقبة الحركات المالية ومراقبة مستوى السيولة كما تستخدم كأداة مساعدة على اتخاذ القرارات المتعلقة بالتمويل وتصنف التدفقات النقدية إلى ثلاث مجموعات وهي:

- **تدفقات الأنشطة التشغيلية:** هي عبارة عن جميع التدفقات الناتجة عن نشاطات المؤسسة لتوليد الإيرادات الرئيسية والتي لا تعتبر نشاطات استثمارية أو تمويلية كالمقبوضات النقدية من بيع السلع وتقديم الخدمات والعمولات والإتاوات والرسوم والإيرادات الأخرى والمدفوعات النقدية للموردين مقابل شراء البضائع والحصول على الخدمات والمدفوعات للموظفين.
- **تدفقات الأنشطة الاستثمارية:** هي عبارة عن التدفقات الناتجة عن النشاطات المتعلقة باقتناء الأصول غير المتداولة والتنازل عنها ك شراء الممتلكات والآلات والمعدات والأصول غير الملموسة والأصول طويلة الأجل الأخرى والمتحصلات النقدية من بيع الممتلكات والآلات والمعدات وبيع أسهم وسندات المؤسسة وتحصيل القروض وغيرها.
- **تدفقات الأنشطة التمويلية:** هي عبارة عن التدفقات الناتجة عن النشاطات التي تخص رأس المال من حيث الحصول على رأس مال جديد وهيكل الاقتراض في المؤسسة (البشير، 2016، ص84-86)
- حيث يساعد هذا الإفصاح على معرفة الوضعية المالية التي تلقى اهتمام العديد من العملاء الاقتصاديين المتفاعلين مع الشركة من المساهمين، العملاء، الموردين، البنوك، يمكن توضيحهم كما يلي:
- البنوك تريد أن يكون لدى الشركة حسابات للتأكد من أنها قابلة للاستمرار ومحدودة المخاطر.
- الشركاء التجاريين (العملاء أو الموردين) يرغبون في معرفة الصلابة المالية لأعمال الشركة.
- حملة الأسهم مهتمون بسير الشركة التي أودعوا فيها مبلغ معين في رأس المال (Duplat, 2004)

المطلب الثاني: الإفصاح عن التقارير المالية للمؤسسة كتطبيق لمبادئ حوكمة الشركات

تركز الحوكمة على ضرورة الإفصاح لكافة التقارير المالية مما يدعم ثقة المستخدمين ويمكن القول أن قواعد الحوكمة تعزز مصداقية التقارير المالية التي تقدمها الشركة من خلال سعيها إلى تحسين بيئة الشفافية والإفصاح (معر، صليحة، 2013، ص273).

يمثل الإفصاح والشفافية أهم ركائز الحوكمة، فتوفير المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية يعد من أهم أدوات تحقيق السلامة المالية وتوفير المناخ المعلوماتي لجميع المهتمين بالشركة وجذب اهتمام المستثمرين، بالتالي فإن معظم الشركات تحرص على تأسيس نظام جيد للإفصاح والشفافية وتوفير جودة المعلومات وفي الوقت المناسب. كما أن العلاقة بين حوكمة الشركات والإفصاح علاقة ذات اتجاهين، حيث يتوقف تحقيق مزايا ومنافع الحوكمة على إفصاح الشركات عن ممارسات الحوكمة بها

مما يؤدي إلى زيادة مصداقية الشركات واكتسابها سمعة حسنة أمام المستخدمين للتقارير المالية ويزيد الثقة بها وبسوق المال ككل، كما تعمل كذلك حوكمة الشركات على تدعيم الإفصاح من خلال توفيرها لمعايير تضمن شمول التقارير المالية للشركات على جميع المعلومات اللازمة والضرورية لإعطاء صورة واضحة وشاملة لمستخدمي القوائم المالية عن أداء الشركة (حسين، محمد، 2012، ص 08)

وإن التطبيق السليم لحوكمة الشركات يشكل المدخل الفعال لتحقيق جودة التقارير المالية والتي تعتبر أحد المعايير الأساسية للحوكمة من خلال إبراز الدقة والموضوعية في المعلومات المالية والالتزام بالقوانين والتشريعات، بالتالي فإن هناك علاقة بين تطبيق حوكمة الشركات وجودة التقارير المالية وأن تطبيق الحوكمة يدل على المساهمة في تحقيق جودة المعلومات، فبتطبيق مبدأ الإفصاح في الحوكمة تتحقق الشفافية ويجب أن يتفق هذا الإفصاح مع معايير جودة التقارير المالية (محمد، 2003، ص 35)

فحوكمة الشركات تعد الأسلوب الإداري الأنجع للحد من الفساد المالي والمحاسبي الناتج عن عدم تطبيق المبادئ المحاسبية ونقص الإفصاح والشفافية وعدم إظهار البيانات والمعلومات في التقارير المالية التي تعبر عن المركز المالي الحقيقي للشركات وخاصة تلك التي تنشط في سوق الأوراق المالية، مما أدى إلى انعدام الثقة في المعلومات المحاسبية وبالتالي فقدان مصداقية وجودة التقارير المالية. فحوكمة الشركات إذا هي عبارة عن مجموعة من الإجراءات لتنظيم الشفافية والرقابة على الأداء المالي والإداري وتعزيز ثقة المساهمين وأصحاب المصالح في مصداقية التقارير المالية وبالتالي الاستفادة منها بخصوص ترشيد القرارات المتعلقة بالإدارة المالية والمحاسبية وبلاستخدام الأمثل للموارد المالية والبشرية التي تمتلكها الشركة.

فمن أهم أهداف تطبيق مبادئ حوكمة الشركات زيادة فعالية التقارير المالية لتخفيض درجة عدم التأكد لدى متخذ القرار وبالتالي التنبؤ بوضع الشركة في المستقبل ومدى تعرضها للفشل المالي واتخاذ الإجراءات اللازمة للمحافظة على أموال الشركة والمساهمين، إضافة إلى مواجهة الأسباب التي أدت إلى تفشي ظاهرة التلاعب في التقارير المالية، كما تسعى إلى ضرورة شمول التقارير المالية على جميع المعلومات اللازمة لقياس المخاطر والقدرة على التنبؤ والمقارنة وتقييم قدرة الشركة على سداد الالتزامات القصيرة والطويلة الأجل، بالتالي فإن الهدف الأساسي للتقارير المالية يتمثل في توفير

معلومات مفيدة لاتخاذ القرارات الاقتصادية الفعالة بما يخدم مصالح الجميع (البشير، 2016، ص118-120).

تعتبر جودة المعلومات المحاسبية أحد المعايير الأساسية لحوكمة الشركات من خلال إظهار الدقة والموضوعية في المعلومات المالية مع الالتزام بالأنظمة والتشريعات، حيث تعتبر العلاقة وثيقة بين الحوكمة وجودة المعلومات المحاسبية، فمن خلال مبادئ الحوكمة يتم ضبط المعالجات المحاسبية وحسم مشاكل القياس المحاسبي وضبط محتوى القوائم المالية مما يؤثر على جودة ومنفعة المعلومات المحاسبية المنشورة في القوائم المالية، مما ينعكس على تطور أداء وقيمة الشركات (بله، 2013، ص67)

ومن بين الآثار المترتبة على دعم مستوى شفافية التقرير المالي ما يلي: (الأرضي، 2021، ص 520-522)

1- المساعدة على خفض عدم التماثل بالمعلومات: حيث أشارت العديد من الدراسات إلى تحول اهتمام المستثمرين بالآونة الأخيرة إلى تحديد مدى فعالية ممارسات الحوكمة من خلال تقييم أحد أهم آلياتها وهي شفافية الإفصاح وهو ما أدى إلى اتجاه الشركات لتوفير المزيد من احتياجات المستخدمين من المعلومات وبالتالي خفض الفجوة المعلوماتية بين الإدارة والمستخدمين.

2- دعم القدرة على حماية المساهمين: تمثل حماية حقوق المساهمين الهدف الرئيسي لممارسات الحوكمة والتي تعتبر الشفافية أحد أهم آلياتها وهو ما يؤكد على الرابط القوي بين حماية حقوق المساهمين وشفافية التقرير المالي من خلال إيجاد حالة آمنة بأسواق المال تؤدي إلى آثار فعالة على مصالح المساهمين وفي المقابل فإن الافتقار إلى الوضوح أو الغموض بأسواق المال يؤدي إلى العديد من الآثار المدمرة لمصالح المساهمين.

3- دعم مستوى الأداء المالي: حيث توصلت العديد من الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين مستوى الشفافية وتحسين الأداء المالي.

4- خفض مستوى التعقيد بالتقرير المالي: أدى زيادة تعقيد الهياكل المالية للمؤسسات إضافة للكثير من المعاملات المعقدة إلى آثار سلبية على التقرير المالي حيث أصبحت القوائم المالية أكبر حجماً نتيجة للترغبة في توضيح التعقيد بالأعمال وقد أكدت دراسة CFA أن مستوى التعقيد المرتفع بالتقارير

المالية يتطلب ضرورة صياغة متطلبات إفصاح أكثر قوة وشفافية لضمان تلبية احتياجات المستخدمين بشكل أكثر وضوحاً.

5- **دعم القدرة على مساءلة الإدارة:** يعتبر تحقيق شفافية التقارير المالية شرطاً ضرورياً لضمان نجاح القدرة على المساءلة ويعتمد نجاح الشفافية في دعم القدرة على مساءلة الإدارة بضرورة تجاوز ما استقرت عليه الممارسة بالعقود الماضية من اعتياد أسواق المال على السرية واعتبارها مطلباً أساسياً لممارسة السلطة.

6- **المساعدة على اتخاذ قرارات مستنيرة:** تمثل الشفافية نوعاً من الموازنة بين حق أصحاب المصالح بالمعرفة وحق الشركة بالخصوصية وهذه الموازنة لا يجب أن تصل بالتقارير المالية إلى حالة التعتيم وهي الحالة التي يصعب عندها فهم المعلومات نظراً لكونها غير واضحة ويصعب الوثوق بها وتوضح أهمية الاتجاه لدعم شفافية التقارير المالية من خلال ما يترتب عليه من تلبية احتياجات المستثمر من المعلومات عن مخاطر الاستثمارات وكيفية إدارة الشركات لها وتكلفة هذه الإدارة وهو ما يؤدي إلى التقييم الدقيق للعوائد المستقبلية لهذه الاستثمارات وبالتالي اتخاذ قرار استثمار سليم .

7 - **خفض تكلفة رأس المال :** ترتبط التقارير المالية ذات مستوى الشفافية الأعلى بانخفاض تكلفة رأس المال وهو ما أثبتته العديد من الدراسات، حيث أن تأثير مستوى الشفافية على تكلفة رأس المال يتحقق من خلال ما يترتب على الشفافية من خفض تكاليف الوكالة نتيجة لخفض مستوى تباين المعلومات بين الإدارة والمستخدمين وهو ما يؤدي لخفض مستوى المخاطر المحيطة بالاستثمار وبالتالي انخفاض معدل العائد المطلوب مقابل الاستثمار بالشركة (الأرضي، 2021، ص 523).

المطلب الثالث: حوكمة القطاع البنكي كقناة تمويلية

أحدث التغيرات الاقتصادية العالمية التي شهدتها القطاع المالي على مستوى العالم تغييراً جذرياً وتوسعا سريعا مصحوبا بتوجهات التحرر ورفع القيود التنظيمية، إضافة إلى التقدم الكبير في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، فقد سجلت تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود زيادة كبيرة واستحدثت الأسواق المالية أدوات مالية جديدة متطورة وازدادت سهولة وسرعة تنفيذ المعاملات المالية.

كل هذه التغيرات السريعة في البيئة الخارجية وتزايد متطلبات النمو المحلي أدت إلى وضع نظام مصرفي حديث يتعامل بأسس جديدة مع مختلف القطاعات الاقتصادية باعتبار أن البنوك تبقى القناة الرئيسية اللازمة لانتقال الأموال بين مختلف القطاعات بصورة تسمح بتعظيم المنفعة (نوي، 2017، ص 2) .

فقد عرفت لجنة بازل حوكمة البنوك بأنها الأسلوب التي يدار به أعمال وقضايا ومعاملات البنك من قبل مجلس الإدارة والمديرين والإدارة العليا وذلك من خلال:

- ✓ وضع أهداف البنك
- ✓ تأدية النشاط اليومي للبنك
- ✓ الوفاء بالتزامات المقدمة للمساهمين
- ✓ حماية مصالح المودعين .
- ✓ وضع نشاطات وسلوك البنك جنبا إلى جنب مع أهدافه المسطرة والعمل بأسلوب سليم للوصول إلى

ذلك . Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2006,p10

فحوكمة البنوك تستمد أهميتها من أهمية البنوك ذاتها ومن أهمية الدور الذي تلعبه في الاقتصاد المحلي والدولي، حيث تلعب البنوك كشركات مساهمة دورا هاما ورئيسيا في أي اقتصاد، فهي تعتبر عنصرا حاسما داخل الاقتصاد لأنها تعمل كوسيط لجمع المدخرات وإقراضها وبذلك دعم النمو الاقتصادي ويتم عن طريق البنوك تراكم المدخرات الوطنية واستثمارها في القطاعات الإنتاجية داخل الاقتصاد الوطني كذلك (Tenev , Zhang ,2002,p55)

يتميز العمل البنكي بأعماله المحفوفة بالمخاطر مما يستدعي عمله بطريقة فعالة تسمح بتوزيع هذه المخاطر مع المحافظة على ربحيته وعلى ثقة الزبائن والعملاء الذين يتعامل معهم، هذا ما يجعل تطبيق الحوكمة على مستوى البنوك يتميز عن تطبيقه في باقي القطاعات نظرا لأنها أوسع وأشمل حيث تنظر إلى مصالح الجميع بما فيهم المساهمين والمودعين لذا يجب التركيز على مجموعة من النقاط عند تطبيق الحوكمة بالبنوك تتمثل في:

1-عنصر الثقة: أي ثقة الجمهور في سلامة العمليات فأى شك سيقابله سحب الأموال وهروب المودعين وبالتالي انعدام الثقة في النظام المصرفي ككل.

2- تضارب المصالح: يتمثل في النزاع الداخلي بين الربحية على المدى القصير وبين خطر عدم السداد ويتم حل هذا التضارب من خلال تنفيذ نظام اتخاذ القرار الذي يحد من المخاطر ويكون مالي أكثر ما هو قانوني.

3- تعقد الهياكل والعمليات البنكية: مما يؤدي إلى السهولة للتعرض للأخطاء والتي تضر بالبنك

4- أهمية السيطرة على الموارد المالية: حيث تمثل حجم الأموال المتدفقة عن طريق الودائع تحديا دائما بالنسبة للبنوك وعليه يجب تطبيق قواعد داخلية صارمة لمواجهة مخاطر الأخطاء والغش، لذا يعتبر نظام الرقابة الداخلية كعنصر أساسي للسيطرة على المخاطر التشغيلية.

5- الأثر النظامي للإفلاس أو الفشل: تشكل البنوك فيما بينها نظاما يرتبط بمجموعة من العلاقات (إعادة التمويل، الضمانات، تقاسم المخاطر، التعاون في أنظمة الدفع...) وان فشل أحد البنوك قد يؤدي إلى إفلاس المجموعة بأكملها وبالتالي فشل النظام المصرفي ككل.

كما نجد أيضا آثار سوء الحوكمة وما لها من تأثير سلبي، حيث أن أي نقص داخل البنك يؤدي بسرعة إلى فشل سلسلة الرقابة الداخلية لأن الحوكمة الجيدة تلعب دورا رئيسيا في الحفاظ على الممارسات السليمة واتخاذ القرارات الرشيدة (دبلة، بركات، 2014، ص518-519)

إن التطبيق السليم للحوكمة في البنوك يتطلب مجموعة من العناصر الضرورية من بينها:

- ✓ وضع مجموعة من المبادئ والاستراتيجيات المعمول بها تكون معلومة لدى الجميع.
- ✓ إدراك أعضاء مجلس الإدارة لمهامهم وعدم تأثرهم بأي ضغوطات داخلية أو خارجية.
- ✓ ضمان الرقابة اللازمة من قبل الإدارة العليا.
- ✓ الاستفادة من العملية الرقابية التي يقوم بها المراجعون الداخليين والمراجع الخارجي.
- ✓ ضرورة توافق نظام الحوافز مع نظام البنك والبيئة المحيطة به .
- ✓ دور السلطات الرقابية في مراجعة أعمال مجلس الإدارة والإدارة العليا.

هذا بالإضافة إلى:

- ✓ الرقابة من خلال مجلس الإدارة وهيئات الإشراف والرقابة الداخلية.
- ✓ الرقابة من طرف جهات مستقلة لضمان الحيادية والشفافية.

✓ رقابة مباشرة على مجالات العمل المختلفة في البنك.

✓ ضرورة وجود وظائف مستقلة لإدارة المخاطر والمراجعة (خميسي، سعاد، 2014، ص389-390)

إن اهتمام البنوك بقضايا حوكمة الشركات وتوفير الممارسات السليمة لها عند اتخاذ القرار بمنح الائتمان للعملاء هو المحفز الأساسي لتطبيق وتبني مفاهيم الحوكمة في الشركات بحيث يكون توفر ممارسات سليمة للحوكمة عامل فاعل باتجاهين: (ميرة، 2012، ص88).

- الأول : اعتبار الحوكمة إحدى أركان القرار الائتماني الأمر الذي يدفع المقترضين إلى الاهتمام بتبني الممارسات السليمة للحوكمة لتسهيل الحصول على الائتمان.

- الثاني : هو أن تتضمن أسعار الفوائد الممنوحة للعملاء مرونة ملموسة تجاه التزام العملاء بالممارسات السليمة للحوكمة .

بما أن عملية توفير الائتمان ملقاة على عاتق البنوك، فإنها مطالبة بأن تكون على قدر من الكفاءة التي تمكنها من الاضطلاع بمهمة توفير الائتمان ومنحه وفق اعتبارات اقتصادية.

يمكن أن يلعب تطبيق الحوكمة في البنوك دوراً مهماً في هذا المجال من خلال: (ميرة، 2012، ص89-92).

أ - زيادة كفاءة البنوك في تعبئة المدخرات وفي توجيه منح الائتمان: تقاس فعالية النظام البنكي في أي اقتصاد بعنصرين أساسيين:

- الأول: يتمثل في مدى قدرة هذا النظام على تعبئة الموارد المالية وبالأخص الموارد التي لا تأتي من إصدار نقدي.

- الثاني: يتمثل في مدى قدرة هذا النظام على تخصيص الأموال القابلة للإقراض وفق أفضل الصيغ الممكنة

قد يلعب تطبيق الحوكمة في البنوك دوراً مهماً في هذا الاتجاه وهذا من خلال:

- زيادة قدرة البنوك في استقطاب الودائع: أصبحت درجة التزام البنوك بتطبيقها لمبادئ الحوكمة أحد المعايير التي يضعها المستثمرون والمتعاملون في اعتباراتهم باتخاذ قرارات التوظيف والاستثمار ومن ثم فإن البنوك التي تقدم على تطبيق حوكمة جيدة تتمتع بميزة تنافسية لجذب رؤوس الأموال .

- زيادة قدرة البنك على تخصيص الموارد المجمعة وفق أفضل الصيغ الممكنة: إن تطبيق الحوكمة في البنوك تمكن من تقوية الإدارة السليمة للمخاطر وتحسن من فعالية توزيع الموارد.

ب- القضاء على الفساد المالي والإداري في البنوك: يعد الفساد المالي والإداري من بين المشاكل التي تعاني منها المؤسسات والبنوك والتي تؤدي إلى إضعاف قدرتها الاقتصادية .

يتمثل الفساد المالي والإداري في الحصول على مكاسب وامتيازات بطريقة غير شرعية وانتشار الرشوة في المعاملات البنكية، مما ينتج عنه تحمل تكاليف إضافية للشركات عند التقدم بطلب التمويل . وإن التطبيق السليم للحوكمة في البنوك هو إحدى الطرق لمحاربة الفساد وتساهم في تعزيز الشفافية والمساءلة وبالتالي المساهمة في اتخاذ القرار التمويلي بشكل جيد ومبني على أسس وأهداف.

ج- إنجاح عملية خصخصة البنوك المملوكة للدولة لرفع من كفاءتها: إن من أهداف الخصخصة هو تحسين الإنتاجية وتحرير المؤسسات من القيود وجعلها أكثر تنافسية، نفس الشيء يمكن أن يقال على البنوك المملوكة للدولة فإن خصخصتها ترفع من إنتاجيتها وتجعلها قادرة على القيام بمهمة توفير الأموال اللازمة للمشروعات الاستثمارية وتتحدد أهداف الخصخصة من جانب البنوك في توسيع قاعدة الملكية وتحديث الإدارة لأن ملكية الدولة لكل أسهم البنك أو أغلبيتها يعتبر عائقاً أمام الرقابة الداخلية (ميرة، 2012، ص94-96).

المطلب الرابع: دور حوكمة الشركات في تأمين مصادر التمويل

لإنجاح حوكمة الشركات لا يجب الاهتمام بكيفية الحصول على الموارد المالية لاستمرار نشاط الشركات فقط بل الاهتمام أيضاً بالطرق التي تمكن من الحصول على هذه الموارد بأقل التكاليف وكيفية الحد من هروب رؤوس الأموال إلى الخارج أو من خلال مكافحة الفساد ولتحقيق ذلك وجب وجود نظام مالي جيد يضمن توفير التمويل اللازم بالشكل المناسب الذي يشجع الشركات على التوسع والمنافسة الدولية.

فالحوكمة تعمل على تحقيق النمو الاقتصادي وكسب ثقة المتعاملين في الأسواق وإقدامهم على الاستثمار في الأنشطة التي تقوم بها الشركة المطبقة لأسس ومعايير الحوكمة لضمانهم الحصول على عائد لاستثماراتهم، الأمر الذي يوجه التمويل إليها، فالوصول على مصادر تمويل يعتمد بصورة كبيرة على السياسة التي ينتهجها مجلس إدارة الشركة باعتباره المحرك الرئيسي في إنجاح سياسة الحوكمة

وتحقيق أهدافها والتي يعد من أهمها توفير مصادر متنوعة للتمويل، فمجلس الإدارة هو الجهة التي تهتم برسم السياسات العليا للشركة من خلال:

- النشاطات المتعلقة بتوجيه رؤوس الأموال التي تستقطب منها مصادر التمويل.
- قدرة مجالس إدارة الشركات الداخلة في هذا النظام في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية كمصادر جديدة لتمويل مشروعات ونشاطات الشركة.
- أداء مجلس الإدارة الذي يتصف بالوضوح ومعرفة المخاطر السوقية وبطبيعة النشاطات التي توجه إليها الاستثمارات.
- حماية حقوق المساهمين وانتهاج الشفافية والمصادقية في كافة المعلومات التي يقوم بتقديمها لجميع الأطراف التي تبني قراراتها وفق تلك المعلومات.

إن العامل الأساسي لإنجاح الحوكمة يتمثل في:

- خلق بيئة آمنة لنظام مالي فعال يستطيع المستثمرون من خلاله الاطمئنان على أموالهم، بالتالي يمكن تدوير الأموال من قطاعات الفائض إلى قطاعات العجز.
- خلق نظام مالي فعال يستطيع معالجة وتوفير المعلومات للمستثمرين، ما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الاستثمار وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي.
- خلق نظام مالي فعال يساعد على توظيف الموارد في المشاريع الأكثر إنتاجية وبالتالي زيادة المنافسة مع الشركات الأجنبية.

إن توفير مصادر تمويل جديدة للشركة لا يعتمد فقط على السياسات التي ينتهجها مجلس الإدارة فقط بل يستلزم وجود آليات أخرى كتوفر إطار قانوني متكامل سواء من حيث هيكل الملكية أو سياسة توزيع الأرباح أو توجيه الاستثمار (موسى، 2010، ص 971-973)

ومن هنا تأتي حوكمة الشركات لتتعامل مع الطرق التي من خلالها:

- يطمئن الممولون من الحصول على عائد لاستثماراتهم .
- يتمكن الممولون من جعل المديرين يعيدون إليهم بعض الأرباح .
- يتأكد المستثمرون من عدم إهدار أموالهم المستثمرة من قبل المدراء .

- التأكد من أن الشركة لا تستثمر في مشاريع فاشلة (محمدي، 2018، ص76)

إن التطبيق السليم للحوكمة من شأنه أن يؤدي إلى زيادة فرص الدخول لأسواق رأس المال من خلال القضاء على أهم عائقين أمام الشركة للوصول لمصادر التمويل الخارجي وهما:

- عدم تماثل المعلومات بين الممولين والمقترضين نتيجة ضعف الإفصاح المحاسبي.

- عدم قيام المقترضين بالعمل لمصلحة المقرض بالشكل الأفضل مما يعني إهمال ذوي المصالح المرتبطين بالشركة (علي، شحاتة، 2007، ص224)

تضمن الحوكمة كفاءة عمل الجهاز المصرفي من خلال فحص الحسابات والمستندات وتقييم الوضع المالي للبنوك والتأكد من قدرتها على الوفاء بالتزاماتها بهدف الحفاظ على تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية والمؤسسات (عمر، 2009)

فحوكمة الشركات تكتسب أهميتها من خلال العمل على زيادة كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركة وتدعيم تنافسيتها بالأسواق بما يمكنها من جذب مصادر تمويل محلية وعالمية للتوسع والنمو وبتكلفة معقولة (عبد العزيز، 2005)

إن التزام الشركات بتطبيق الحوكمة يطمئن المستثمر على أمواله، ما يجعله يقوم بالاكتتاب في الإصدارات التي تطرحها الشركة للحصول على تمويل سواء بالأسهم كزيادة رأس المال أو من خلال القروض كالسندات وغيرها، بالتالي لا تحتاج الشركات لإنفاق الأموال الكثيرة لهذا التمويل (قمودي، السعيد، 2021)

يساعد هيكل الحوكمة القدرة على منح الضمان بأن الوكيل يأخذ القرارات التي تتوافق مع العقد الذي تم تأسيسه بين الوكيل والمالك وضمان استمرار تدفق رأس مال لتمويل المؤسسات، كما تساعد على الحد من الآثار المترتبة على عدم اتساق المعلومات بين المديرين ومزودي رأس المال وبالتالي توفير مصادر التمويل، إضافة إلى القدرة على حماية مصالح المساهمين والحد من التلاعب المالي والإداري ومواجهة التحايل والخداع الذي يوجه لسلب مصادر وأموال المؤسسة (الهام، ليلي، 2014، ص66)

خلاصة الفصل الثالث:

تلعب الحوكمة دوراً حيوياً في ترشيد القرارات التمويلية في الشركات، حيث يساهم نظام الحوكمة في وضع آليات لمراقبة أداء الإدارة المالية بالشكل الذي يتيح للمساهمين والمديرين التنفيذيين مراقبة كيفية إدارة الشركة للأموال وما إذا كانت تحقق العائد المستهدف، إضافة إلى تحديد وتقييم المخاطر المالية وتحديد كيفية التعامل معها من خلال تحديد السياسات والإجراءات التي تقلل من المخاطر المالية المحتملة والامتثال للقوانين واللوائح المالية، كما تساعد في تحديد كيفية إعداد وتقديم التقارير المالية بشكل صحيح وموثوق مما يعزز الثقة بين المستثمرين والأطراف المعنية وتؤكد من أن الشركة تدير أموالها بشكل جيد، مما يساعد على بناء استدامة مالية للشركة على المدى الطويل وهو ما يعزز هيكل رأس المال وبالتالي تحقيق استقرار مالي أفضل .

الفصل الرابع

تصميم ومنهجية الدراسة

1 مقدمة الفصل

أُستخدم أسلوب البحث الكمي من خلال توزيع استبيان على مدراء ومسؤولي المؤسسات محل الدراسة في بعض ولايات الوطن لتحقيق في علاقة وأثر الحوكمة على القرار التمويلي. سيتم عرض نتائج الاختبارات المختلفة التي تم إجراؤها على البيانات التي تم جمعها، سيتم اختيار النمذجة بالمعادلات الهيكلية (SEM) كأسلوب متعدد المتغيرات للتحقق من صحة النموذج المفاهيمي المقترح. قبل إجراء التحليل العاملي التوكيدي (CFA) وتحليل المسار، سيتم إجراء عدد من الاختبارات لتنظيف البيانات والتي تضمنت موثوقية وصحة أداة البحث والارتباط والحالة الطبيعية لتوزيع البيانات.

هذا الفصل مرتب على النحو التالي:

مقدمة الفصل

معدل الاستجابة وحجم العينة

النموذج المفاهيمي المقترح والنظريات المعتمدة

فرضيات الدراسة

الدراسة الكمية

التحليل العاملي

صلاحية وموثوقية أداة الدراسة

طبيعة توزيع البيانات

النمذجة باستخدام المعادلات الهيكلية، التحليل العاملي التوكيدي وتحليل المسار

خاتمة الفصل

2.IV معدل الاستجابة وحجم العينة

تم تطوير النسخة النهائية للاستبيان بالاعتماد على أبحاث سابقة

(2004; lang and Freind,1988; Wessels and , Titman, 1988 ; Waworuntu et al. , 2014)

(OECD

يتألف الاستبيان الموزع على المدراء والإطارات في المؤسسات الجزائرية محل الدراسة من ستة وأربعون (46) سؤالاً مغلقاً وسؤالين بإجابة مفتوحة مختصرة وخمسة (05) أسئلة متعددة الخيارات بإجابات واحدة. هذه الأسئلة تتعلق بالمتغيرات الديموغرافية: الجنس، العمر، الوظيفة، المستوى التعليمي، الخبرة المهنية.

اللغة المستخدمة في الاستبيان واضحة وسهلة الفهم لتسهيل الإجابة على الأسئلة (Bhattacharjee, 2012). طُلب من المستجيبين المحتملين تحديد الخيار الأفضل الذي يروونه مناسباً بناءً على تصورهم لجميع بُنَيَات النموذج المفاهيمي. لا يوجد في الاستبيان أي معلومات تتعلق بهوية المستجيب، مؤكداً على أن المعلومات المقدمة لن تستخدم إلا لغرض البحث العلمي وستبقى في سرية تامة.

قبل انطلاق الدراسة، كان من المهم إجراء اختبار مسبق لضمان أن يكون الاستبيان ذا صلة بالموضوع غير مكرر، سهل، واضح ومفهوم (Burns and Bush, 2002; Fowler, 2002) لهذه الأسباب، قام الباحث بعرضه على مجموعة من الأكاديميين (أساتذة التعليم العالي) لتحكيمه ومراجعة محتواه والذي نتج عنه تحرير وإعادة صياغة بعض الأسئلة وتحسين الأسلوب اللغوي لعدد منها (الملحق رقم 01).

يستخدم هذا البحث استطلاع باستخدام استبيان يتألف من ما مجموعه 48 سؤالاً في مجمله، تم توزيعه في الفترة مابين (أفريل 2023 وديسمبر 2023 أو أكثر) على مدراء ومسؤولي المؤسسات محل الدراسة في الجزائر، تم تلقي 40 إجابة كاملة من طرف المدراء، تعتبر كلها صالحة للتحليل وقابلة للاستخدام في هذا البحث أدت إلى تحقيق قيم أفضل لاختبارات الحالة الطبيعية ومصفوفة الارتباط، بالإضافة إلى ذلك تحسنت أيضاً ملاءمة النموذج ونتائج الصلاحية.

يوضح الجدول (7) عبارات القياس لكل بعد من أبعاد متغيرات الدراسة والأدلة الداعمة من الأدبيات. تم تسجيل جميع العبارات الـ 46 (الملحق رقم 2)

الجدول رقم 7: محتوى الاستبيان

الأبعاد	عبارات القياس (أنظر الملحق 1)	المصدر (الأدبيات)
إطار فعال لحوكمة الشركات	07 - 01	OECD (2004); lang and Freind,(1988);
دور أصحاب المصالح	14 - 08	OECD (2004); Wessels and Titman, (1988)
مسؤوليات مجلس الإدارة	22 - 15	OECD (2004)
الإفصاح والشفافية	30 - 23	OECD (2004)
المعاملة العادلة لجميع المساهمين	38 - 31	OECD (2004)
حقوق المساهمين	46 - 39	OECD (2004); Waworuntu et al. , (2014)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الأدبيات السابقة

شمل الاستطلاع 65 من مدراء ومسيرو المؤسسات، تم تلقي 40 ردًا على الاستبيان باعتبارها إجابات كاملة تم التعامل معها كلها واستخدمت في التحليل. يمكن أن يُفسر عدم تجاوب بعض المدراء والإطارات إلى الإجراءات المعمول بها على مستوى مؤسساتهم في عدم الإفصاح عن البيانات. كان معدل الاستجابة في هذه الحالة أعلى من نسبة (70%) التي تعتبر استجابة جيدة، كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم 8: الإحصائيات الخاصة باستمارة الاستبيان

البيان	العدد	النسبة %
مجموع الاستثمارات الموزعة	65	100
الاستثمارات غير المسترجعة	17	26.15
الاستثمارات المسترجعة	48	73.84
الاستثمارات الملغاة	08	12.30
الاستثمارات الصالحة للتحليل	40	61.53

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على استمارات الاستبيان

حيث يبين الجدول السابق أنه قد تم توزيع 65 استمارة استبيان محكمة تحكيما علميا، تم استرجاع 48 استمارة بنسبة 73.84% من إجمالي الاستثمارات الموزعة، منها 40 استمارة قابلة للتحليل أي ما يمثل نسبة 61.53% من إجمالي الاستثمارات المسترجعة وذلك بعد استبعاد 08 استمارات لعدم استيفائها للمعايير المطلوبة.

أما فيما يخص اختبار مقياس الاستبيان فقد تم الاعتماد على مقياس ليكرت (Scale Likert) الخماسي التدرج لقياس آراء وإجابات أفراد العينة وبهدف اختبار فرضيات الدراسة، حيث اعتمد على معيار الجودة لمقياس ليكرت كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم 9: مقياس ليكرت الخماسي المطبق في الدراسة

البيان	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
الدرجة	1	2	3	4	5

- تم الانتقال إلى اختبارات التحليل والصلاحية والموثوقية للنموذج المفاهيمي باستخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) الإصدار 25.0.

- قبل اختيار تقنية تحليل البيانات المناسبة، من المهم مراعاة عدد من العناصر مثل إعداد البيانات وإدخالها وفحصها، هذا يشمل نوع البيانات وترتيبها، الترميز وإدخال البيانات والتحقق من الأخطاء (Churchil and Lacobucci, 2004; Saunders, 2011; Sekaran , 2000). كان نوع البيانات المستخدم لهذا البحث عبارة عن ردود اسمية وإجابات على مستوى الفاصل (المدى) نظراً لأن هذا البحث يستخدم الاستبيان فقد تم إنجاز العناصر الثلاثة الأخرى، هي تخطيط البيانات، الترميز، إدخال البيانات والتحقق منها بحثاً عن الأخطاء تلقائياً بواسطة نظام المعالجة الآلية .

- تم استخدام الإصدار 25.0 من برنامج SPSS في هذا البحث لأغراض تحليل البيانات الكمية حيث أنه سهل الاستخدام ومرن وفعال في إدارة البيانات وأفضل في تنظيم المخرجات وسريع في تحليل البيانات ويتضمن عدداً من الخيارات مثل الرسوم البيانية والمخططات والنمذجة (Field, 2013; Green and Salkind, 2010; Pallant, 2013).

- مع الأخذ في الاعتبار أسئلة البحث، أهدافه وغاياته، تم اختيار النمذجة البنائية الهيكلية بطريقة المربعات الصغرى الجزئية (SEM-PLS) كأسلوب تحليل إحصائي متعدد المتغيرات يحل العلاقات الهيكلية بين المتغيرات (Gefen et al., 2000; Hooper, 2008; Schreiber et al., 2006; Schumacker and Lomax, 2004). في هذا البحث، هناك متغيرات (الحوكمة، القرار التمويلي)، التي تعمل على أنها تابعة في حالة

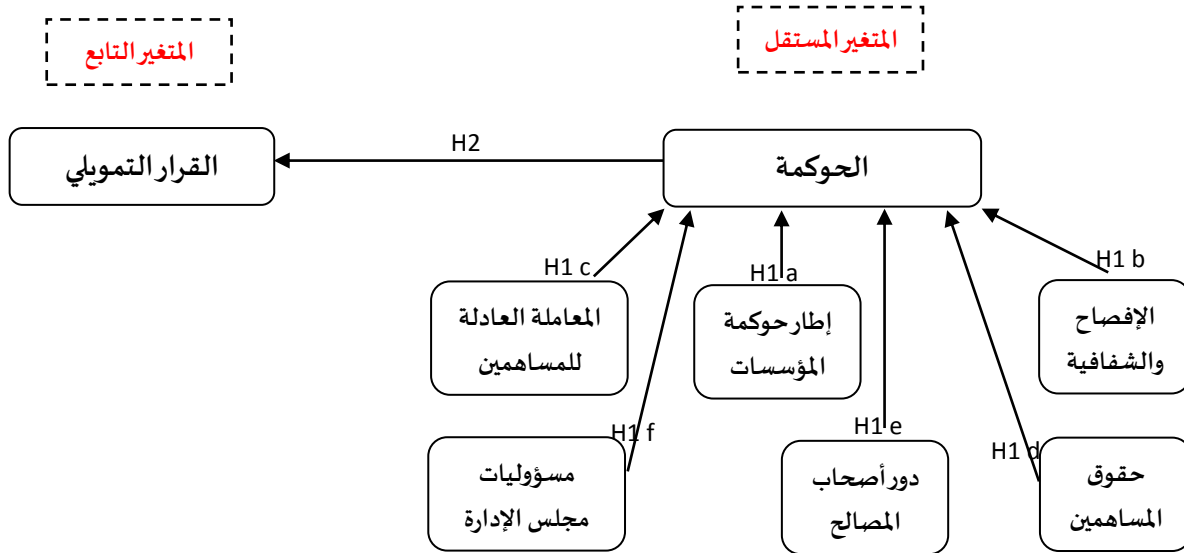
واحدة ومستقلة في مناسبة أخرى. بالتالي، فإن (SEM) تتناسب بشكل صحيح مع النموذج المفاهيمي المطور. بالإضافة إلى ذلك، يتم استخدام (SEM) للتحقق من صحة النموذج المفاهيمي واختبار الفرضيات عن طريق إجراء التحليل التوكيدي (CFA) وتحليل المسار (Hair et al., 2006).

الأداة المستخدمة لإجراء التحليل العاملي التوكيدي (CFA) وتحليل المسار هي البرنامج (Smart Pls)

4.IV النموذج المفاهيمي المقترح والنظريات المعتمدة:

من الحجج المذكورة أعلاه والفرضيات المرسومة، تم اقتراح النموذج المفاهيمي التالي لهذا البحث الشكل رقم 18، مع الخلفية النظرية المعروضة في الجدول (09).

الشكل رقم 18: النموذج المفاهيمي المقترح



المصدر: من إعداد الباحثة

تجدر الإشارة إلى أن هذا البحث يتبنى وجهة نظر تتمحور حول تصورات مدراء وإدارات الشركات الجزائرية محل الدراسة لجميع الفرضيات المقترحة في النموذج المفاهيمي.

يعتبر تقديم النموذج المفاهيمي نقطة ارتكاز مهمة في البحث، حيث يحدد متغيرات الدراسة والعلاقات القائمة بينها.

الجدول رقم 10: الخلفية النظرية للعلاقة القائمة بين متغيرات الدراسة

التصور	الفرضية	العلاقة القائمة	الباحثون	النظريات الداعمة
إطار حوكمة المؤسسات	(H1a)	إطار حوكمة المؤسسات ↓ الحوكمة	Jenson,1980	نظرية الوكالة نظرية الاستشراف
الإفصاح والشفافية	(H1b)	الإفصاح والشفافية ↓ الحوكمة	Tim et al 1973	نظرية الوكالة
المعاملة العادلة للمساهمين	(H1c)	المعاملة العادلة للمساهمين ↓ الحوكمة		نظرية المساهمين
حقوق المساهمين	(H1d)	حقوق المساهمين ↓ الحوكمة	(Hill et Jones ,1992)	نظرية المساهمين
دور أصحاب المصالح	(H1e)	دور أصحاب المصالح ↓ الحوكمة	(Ansoff , 1968) (Freeman et Reed ,1983)	نظرية أصحاب المصالح نظرية المصلحة
مسؤوليات مجلس	(H1f)	مسؤوليات مجلس الإدارة ↓	(Jensen , Meckling, 1976) (Fama,1980)- (Jensen , Fama ,1985) (Mace ,1971)	نظرية الوكالة نظرية الاستشراف

	(Lorsch , Mciver ,1989)	الحوكمة		الإدارة
نظرية الوكالة	Coase,1973	الحوكمة ↓ القرار التمويلي	(H1)	الحوكمة
نظرية الموازنة نظرية توقيت السوق	(Baker, Wergler ,2002)	====	====	القرار التمويلي

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الأدبيات السابقة

4.IV فرضيات البحث:

على ضوء النتائج المحددة من مراجعة الأدبيات السابقة تم تطوير واقتراح مجموعة من الفرضيات للتحقيق في علاقة وتأثير الحوكمة على القرار التمويلي، عليه ستكون الفرضية الرئيسية الآتية:

تؤثر الحوكمة تأثيراً إيجابياً على القرار التمويلي في الشركات الجزائرية

وتتنبثق عن هذه الفرضية الرئيسية الفرضيات الإحصائية التالية:

يؤثر وجود إطار فعال لحوكمة المؤسسات بشكل إيجابي على الحوكمة.

يؤثر الإفصاح والشفافية بشكل إيجابي على الحوكمة.

تؤثر المعاملة العادلة للمساهمين بشكل إيجابي على الحوكمة.

تؤثر حقوق المساهمين بشكل إيجابي على الحوكمة.

يؤثر دور أصحاب المصالح بشكل إيجابي على الحوكمة.

تؤثر مسؤوليات مجلس الإدارة بشكل إيجابي على الحوكمة.

تؤثر الحوكمة على القرار التمويلي

للإجابة على هذه الفرضية البحثية والفرضيات الإحصائية سيتم تحديد العلاقات بين المتغيرات المختلفة للنموذج المفاهيمي المقترح.

3. العلاقة بين وجود إطار فعال لحوكمة المؤسسات والحوكمة

تم التحقيق في وجود إطار فعال لحوكمة المؤسسات على نطاق واسع من قبل العديد من الباحثين والهيئات والمنظمات الدولية على غرار منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية حيث لا يزال تأثير وفعالية إطار الحوكمة محل نقاش ودراسة.

حيث يجب أن يعمل إطار حوكمة الشركات على تعزيز الشفافية وكفاءة الأسواق المالية وأن يتوافق مع أحكام القانون وأن يحدد توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية بكل وضوح. لكي يتم ضمان وضع إطار فعال لحوكمة الشركات لا بد من وجود أساس قانوني ومؤسسي ينطوي على عناصر تشريعية وتنظيمية وترتيبية وهذا بالأخذ بعين الاعتبار العوامل والإرشادات التالية:

- يجب وضع إطار حوكمة الشركات من أجل التأثير على الأداء الاقتصادي الكلي ونزاهة الأسواق وتشجيع قيام أسواق مالية تتميز بالشفافية والفعالية.
- يجب توزيع المسؤوليات على مختلف الجهات بكل وضوح وضمان الخدمة للمصلحة العامة.
- يجب أن تتمتع الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية بالسلطة والنزاهة والموارد للقيام بواجباتها على أكمل وجه (OECD, 2004) .

من المناقشة أعلاه، يتم صياغة الفرضية التالية:

H1a: يؤثر وجود إطار فعال لحوكمة المؤسسات بشكل إيجابي على الحوكمة.

4 العلاقة بين الإفصاح والشفافية والحوكمة

الإفصاح والشفافية يعني ضمان النزاهة والشفافية في إجراء إدارة الشركات والأفراد وترشيد القرارات من خلال توصيل المعلومة الصحيحة، الواضحة والشاملة عن أداء الشركة لجميع الأطراف ذات العلاقة بالشركة.

كما لا يتعلق فقط بالمعلومات اللازمة لترشيد القرارات في الشركة، بل يتعداه ليشمل الإفصاح عن التقارير العامة للمؤشرات الدالة على الالتزام بمبادئ الحوكمة طبقاً لتوصية سوق نيويورك للأوراق المالية. حيث يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات الكشف في الوقت المناسب وبشكل دقيق لجميع الأمور المتعلقة بالشركة بما في ذلك الوضع المالي والإداري وحقوق الملكية والكشف عن المعلومات المتعلقة بالنتائج المالية والتشغيلية، بالإضافة إلى معلومات حول أهداف الشركة والمخاطر الجوهرية المتوقعة لمراقبة استثماراتها ومعلومات حول إدارة الشركة مثل ملكية الأسهم وحقوق التصويت، أعضاء مجلس الإدارة، المديرين التنفيذيين الرئيسيين، سياسة التعويضات والمكافآت لأعضاء مجلس الإدارة

والمديرين التنفيذيين، كما يجب أن تخضع المعلومات المالية التي يتم إعدادها وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة المالية والقيام بتدقيق حسابات الشركة من قبل مدقق حسابات مستقل بالشكل الذي يضمن الفحص الدقيق وإعداد التقارير حول الوضع المالي الحقيقي للشركة الذي يساعد المستثمرين والمحللين في مقارنة أداء الشركات وتمكينهم من اتخاذ القرارات المناسبة (Gregory , Simms, 1999,p08).

من المناقشة أعلاه، يتم رسم الفرضية التالية:

H1b: يؤثر الإفصاح والشفافية بشكل إيجابي على الحوكمة.

5 العلاقة بين المعاملة العادلة للمساهمين والحوكمة

يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات المعاملة العادلة لجميع المساهمين بما في ذلك الأقلية والمساهمين الأجانب وأن تتاح الفرصة لجميع المساهمين للحصول على تعويض فعال مقابل انتهاك حقوقهم (Abu- Tapanjeh , 2009,p560) .

وفي هذا الإطار يجب أن يعامل المساهمون المنتمون إلى نفس الفئة معاملة متكافئة وذلك من خلال:

6- ينبغي أن يكون للمساهمين - داخل كل فئة - نفس حقوق التصويت، فيجب أن يتمكن كافة المساهمون من الحصول على المعلومات المتصلة بحقوق التصويت الممنوحة لكل من فئات المساهمين وذلك قبل قيامهم بشراء الأسهم كما يجب أن تكون أية تغييرات مقترحة في حقوق التصويت خاضعة لموافقة تلك الطبقات من الأسهم التي تتأثر سلباً نتيجة التغيير.

7- ينبغي أن يتم الإدلاء بالأصوات عن طريق مرشحين لهذا الغرض بطريقة يتم الاتفاق عليها مع المستفيد من ملكية السهم.

8- يجب إلغاء جميع العراقيل التي تعيق عملية التصويت.

9- يجب أن تكفل العمليات والإجراءات الخاصة بالاجتماعات العامة لجميع المساهمين المعاملة المتكافئة كما يجب أن لا تسفر إجراءات الشركة عن صعوبة أو عن ارتفاع في تكلفة التصويت.

ويجب منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح والشفافية. كما يجب أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تخص الشركة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

تماشياً مع هذه الحجة، هناك حاجة للتحقيق في علاقة المعاملة العادلة للمساهمين بالحوكمة والذي من المتوقع أن يكون له تأثير على القرار التمويلي.

من المناقشة أعلاه، يتم رسم الفرضية التالية:

H1c: تؤثر المعاملة العادلة للمساهمين بشكل إيجابي على الحوكمة.

6 العلاقة بين حقوق المساهمين والحوكمة

إن وجود قوانين وتشريعات توضح حقوق المساهمين وواجباتهم مثل حق التصويت حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وحق تعيين وعزل مراقب الحسابات، كما توضح حقوق المجتمع على الشركة وواجباتهم اتجاهها، لذا ينبغي في إطار حوكمة الشركات توفير الحماية للمساهمين وممارسة حقوقهم وإعطائهم الفرصة للمشاركة الفعالة والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، إضافة إلى معرفتهم بالقواعد والتنظيمات التي تحكم اجتماعات الجمعية العامة، كما يجب الإفصاح عن الهياكل والترتيبات الرأسمالية التي تمكن بعض المساهمين من الحصول على درجة من السيطرة لا تتوافق مع ملكيتهم من الأسهم والسماح للأسواق العمل بكل كفاءة وشفافية وتسهيل ممارسة جميع المساهمين لحقوق الملكية بما فيهم المستثمرون المؤسسون.

كما ذكرنا سابقاً، يجب التحقيق في العلاقة بين حقوق المساهمين والحوكمة.

من المناقشة أعلاه، يتم رسم الفرضية التالية:

H1d: تؤثر حقوق المساهمين بشكل إيجابي على الحوكمة.

7 العلاقة بين دور أصحاب المصالح والحوكمة

يجب أن يعترف إطار حوكمة الشركات بحقوق أصحاب المصالح في الشركة بموجب قانون أو من خلال اتفاقيات متبادلة وأن يساهم التعاون النشط بين الشركات وأصحاب المصالح في خلق الثروة وفرص العمل واستمرارية الشركات (Al-sa'eed, 2013).

وعموماً هناك مجموعة من الإرشادات لتحقيق ذلك من خلال احترام أصحاب المصالح التي ينشئها القانون أو تكون نتيجة لاتفاقية متبادلة، كما ينبغي تعويض أصحاب المصالح في حال انتهاك حقوقهم والسماح بوضع وتطوير آليات لتعزيز الأداء من أجل مشاركة العاملين وكذلك حصولهم على المعلومات المناسبة بالقدر الكافي والوقت المناسب، كما يجب على أصحاب المصالح تبليغ مجلس الإدارة عن الممارسات غير الأخلاقية وعدم انتهاك حقوقهم.

حيث أن الالتزام بهذه الإرشادات يساهم على تشجيع التعاون بين الشركات وبين أصحاب المصالح والحفاظ على حقوقهم القانونية وتعويضهم في حال انتهاكها وكذا مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة (نوال، 2016)

من المناقشة أعلاه، يتم رسم الفرضية التالية:

H1e: يؤثر دور أصحاب المصالح بشكل إيجابي على الحوكمة.

8 العلاقة بين مسؤوليات مجلس الإدارة والحوكمة

هناك أعمال بحثية رصينة ناقشت دور وإشراف ومسؤولية مجلس الإدارة، حيث يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات مخطط استراتيجي وتوجيهي للشركة والآلية التي يشرف بها مجلس الإدارة على الإدارة إضافة إلى مساءلته أمام الشركة والمساهمين، كما يجب عليه القيام بعدة وظائف مثل مراجعة ومراقبة جميع الأمور المتعلقة بأداء الشركة واختيار ومراقبة المسؤولين التنفيذيين الرئيسيين ووضع إستراتيجية تحديد الأهداف، بالإضافة إلى ذلك فإن مجلس الإدارة مسؤول عن مراجعة الخطط والتغريات أثناء التطبيق (Shanicat, Abbadi, 2011).

ومن أهم مسؤوليات مجلس الإدارة ما يلي:

- إعداد إستراتيجية الشركة وتوجيهها وخطط العمل الرئيسية والموازنات التقديرية وسياسة المخاطر ووضع أهداف الأداء ومراجعة التنفيذ .
- الإشراف على متابعة ممارسات حوكمة الشركات وإجراء التغييرات إذا لزم الأمر .
- اختيار وتحديد سياسة المكافآت والرواتب والإشراف على كبار التنفيذيين بالشركة.
- مراعاة التناسب بين مكافآت كبار التنفيذيين بالشركة.
- ضمان الشفافية في عملية ترشيح مجلس الإدارة وانتخابه.
- رقابة وإدارة أي تعارض محتمل في مصالح الشركة وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين.
- نزاهة حسابات الشركة ونظام إعداد قوائمها المالية بما في ذلك المراجعة المستقلة، خاصة ضمان وجود نظم إدارة المخاطر والرقابة المالية ورقابة العمليات.
- الإشراف على عمليات الإفصاح (مركز أبو ظبي، 2013)

من المناقشة أعلاه، يتم رسم الفرضية التالية:

H1f: تؤثر مسؤوليات مجلس الإدارة بشكل إيجابي على الحوكمة.

9 العلاقة بين الحوكمة والقرار التمويلي

حوكمة الشركات هي عبارة عن مجموعة القواعد والقوانين والمعايير التي تنظم العلاقة بين الشركة والأطراف ذات العلاقة، إضافة إلى الرقابة على الأداء من أجل الحفاظ على حقوق ومصالح جميع الأطراف وتحسين الأداء المالي، وترشيد القرار التمويلي.

مما يوفر مبرراً قوياً للتحقيق في هذه العلاقة من خلال الفرضية أدناه:

H2: تؤثر الحوكمة على القرار التمويلي.

6 الدراسة الكمية

1.6 التقديم الوصفي للعينة

شمل الاستطلاع الموجه لمدراء وإدارات المؤسسات الجزائرية محل الدراسة، أسئلة ديموغرافية مثل الجنس، العمر، الرتبة، المؤهل العلمي، الخبرة المهنية. يوضح الجدول (11) خصائص عينة البحث.

الجدول رقم 11: الخصائص الديموغرافية للعينة

الجنس	النسبة المئوية	العمر	النسبة المئوية	الرتبة	النسبة المئوية
ذكر	75,0%	من 18 إلى 25 سنة	5,0%	مدير	37,5%
أنثى	25,0%	من 26 إلى 35 سنة	35,0%	رئيس مجلس الإدارة	30,0%
المجموع	100%	من 36 إلى 45 سنة	42,5%	عضو مجلس الإدارة	32,5%
		أكبر من 45 سنة	17,5%	المجموع	100%
		المجموع	100%		
المؤهل العلمي	النسبة المئوية	الخبرة المهنية	النسبة المئوية		
دكتور	17,5%	أقل من 5 سنوات	12,5%		
ماجستير	25,0%	من 5 إلى 10 سنوات	20,0%		
ليسانس	35,0%	من 11 إلى 15 سنة	42,5%		
آخر	22,5%	من 16 إلى 20 سنة	12,5%		
المجموع	100%	أكثر من 20 سنة	12,5%		
		المجموع	100%		
المجموع الكلي		40		100%	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v25

2.6 تحليل الخصائص الديموغرافية للعينة

استهدفت هذه الدراسة الكمية مدراء وإطارات أربعون (40) مؤسسة جزائرية محل الدراسة.

الجدول رقم 12: توزيع عينة الدراسة حسب متغير النوع

الجنس	العدد	النسبة المئوية	الترميز (Codage)
ذكر	30	75,0%	1
أنثى	10	25,0%	2

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v25

يبين الجدول رقم 12 أعلاه أن ما نسبته (75,0%) من عينة الدراسة ذكور ونسبة (25,0%) إناث وهذه النسب تدل على أن النظرة الذكورية في المجتمع الجزائري مازالت قائمة خاصة في تبوء المناصب القيادية على مستوى الشركات الجزائرية سواء العمومية أم الخاصة بالرغم من الجهود المبذولة وتوجهات الدولة للارتقاء بالمرأة إلى تبوء هذه المناصب القيادية.

الجدول رقم 13: توزيع عينة الدراسة حسب متغير العمر

العمر	العدد	النسبة المئوية	الترميز (Codage)
من 18 إلى 25 سنة	02	5,0%	1
من 26 إلى 35 سنة	14	35,0%	2
من 36 إلى 45 سنة	17	42,5%	3
أكبر من 45 سنة	07	17,5%	4

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v25

يبين الجدول رقم 13 أعلاه أن أعلى نسبة (42,5%) كانت لأفراد العينة الذين تتراوح أعمارهم ما بين 36 و 45 سنة، تليها نسبة (35,0%) للذين أعمارهم ما بين 26 و 35 سنة، ثم أفراد العينة الذين أعمارهم أكبر من 45 بنسبة (17,5%) وأخيرا ما نسبته (5,0%) للذين أعمارهم ما بين 18 و 25 سنة. هذا ما يشير إلى طبيعة المناصب القيادية التي يشغلها هؤلاء المدراء والإطارات والتي تتأى بالترقية والتعيين مع تقدم العمر، خاصة في القطاع العمومي مع ملاحظة أن الذين أعمارهم ما بين 36 و 45 سنة كانت نسبتهم المئوية أعلى (42,5%) وهذا يمكن تفسيره لتبوء هذه الفئة العمرية للمناصب القيادية خاصة في الشركات العمومية إلى حالة الشغور التي عرفت مع إحالة عدد معتبر من الإطارات والمدراء على التقاعد النسبي

نهاية 2016 وبداية 2017 والتي كانت آخر سنة للموظفين العموميين للتقاعد النسبي (توقيف العمل بهذه الصيغة).

الجدول رقم 14: توزيع عينة الدراسة حسب متغير الخبرة المهنية

العمر	العدد	النسبة المئوية	الترميز (Codage)
أقل من 5 سنوات	05	12,5%	1
من 5 إلى 10 سنوات	08	20%	2
من 11 إلى 15 سنة	17	42,5%	3
من 16 إلى 20 سنة	05	12,5%	4
أكثر من 20 سنة	05	12,5%	5

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v25

يبين الجدول 14 أعلاه أن أعلى نسبة (42,5%) كانت للذين خبرتهم ما بين 11 و 15 سنة، ثم أفراد العينة الذين خبرتهم ما بين 05 و 10 سنوات بنسبة (20%)، تليها نسبة (12,5%) متساوي بالنسبة للذين خبرتهم أقل من 05 سنوات وأفراد العينة الذين خبرتهم ما بين 16 و 20 سنة والذين خبرتهم أكثر من 20 سنة. هذا ما يشير إلى أن خبرة أفراد العينة في هذه المناصب القيادية للشركات محل الدراسة تأرجحت ما بين الذين خبرتهم ما بين 11 و 15 سنة وما بين 5 و 10 سنوات، إشارة إلى عنصر التشبيب الذي تعرفه هذه الشركات العمومية والخاصة في تولي المناصب العليا خاصة مع شغورها مع إحالة الكثير من شاغليها على التقاعد النسبي (عام 2017 عرف تقاعد الكثير من الإطارات الذين بلغوا 50 سنة من العمر مع 20 سنة فأكثر من الخبرة المهنية بسبب تعليق العمل بقانون التقاعد النسبي).

الجدول رقم 15: توزيع عينة الدراسة حسب متغير الرتبة

الرتبة	العدد	النسبة المئوية	الترميز (Codage)
مدير	15	37,5%	1
رئيس مجلس الإدارة	12	30%	2
عضو مجلس الإدارة	13	32,5%	3

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v25

- بخصوص الرتبة كل أفراد العينة يشغلون مناصب قيادية في مؤسساتهم مابين مدير مؤسسة بنسبة (37,5%)، عضو مجلس الإدارة بنسبة (32,5%)، رئيس مجلس الإدارة بنسبة (30%). كما هو مبين في الجدول رقم 15 أعلاه .

- بالنسبة للمؤهل العلمي تقريبا كل أفراد العينة مستواهم جامعي بنسبة (100%)، هذا راجع لطبيعة المناصب التي يشغلونها وكذلك ارتفاع نسبة التحصيل العلمي العالي في العقود الأخيرة. كم هو موضح في الجدول (16) أدناه.

الجدول رقم 16: توزيع عينة الدراسة حسب متغير المؤهل العلمي

المؤهل العلمي	العدد	النسبة المئوية	الترميز (Codage)
دكتوراه	07	17,5%	1
ماجستير	10	25%	2
ليسانس	14	35%	3
آخر	09	22,5%	4

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v25

- بالنسبة للمؤسسات محل الدراسة تنتمي إلى القطاع العام والخاص تنتوع حسب نوعها، حجمها ونشاطها وسنة تأسيسها وعدد العمال، الجدول (17) أدناه يوضح بالتفصيل ذلك.

الجدول رقم 17: توزيع المؤسسات محل الدراسة حسب النوع، الحجم والنشاط

الرقم	اسم المؤسسة	نوع المؤسسة	حجم المؤسسة	الولاية	سنة التأسيس	عدد العمال	نشاط المؤسسة
01	SARL BMSD SAIDA	عامة	متوسطة	سعيدة	2002	110	صناعة مواد البناء (القرميد الأحمر / الجبس و مشتقاته)
02	SARL MOULIN FRERES BOUCENNA	خاصة	متوسطة	سعيدة	2017	83	مطاحن أغذية الحيوانات
03	SARL OVER WORK	عامة	صغيرة	سعيدة	2016	75	أشغال المنشآت الكهربائية والغازية
04	EURL ICDASA	خاصة	متوسطة	سعيدة	2014	88	صناعة مواد البناء (الاسمنت والقرميد)
05	SARL H.C.U NAJAH	خاصة	متوسطة	سعيدة	2019	57	البناء و أشغال الري الكبرى و الترقية العقارية
06	مؤسسة رمضاني مختار	خاصة	كبيرة	المسيلة	2004	580	صناعة أجهزة التبريد والمعدات

							الحرارية
07	مؤسسة تتاحي سعيد	خاصة	متوسطة	المسيلة	2007	230	صناعة مواد البناء (القرميد)
08	مؤسسة صيد عبد الله	خاصة	متوسطة	المسيلة	2012	195	أشغال البناء في مختلف مراحله
09	مؤسسة صارل سانكوم	خاصة	متوسطة	برج بوعريرج	2011	50	أشغال الغاز والكهرباء
10	مؤسسة بواب محمد	خاصة	متوسطة	غليزان	2003	230	أشغال البناء في مختلف مراحله
11	شركة التطهير	عمومية	كبيرة	وهران		150	كل أنواع التطهير بمختلف مراحله
12	مؤسسة فارمز للكهرباء والبناء	خاصة	صغيرة	وهران	2017	88	نشاط صناعي
13	الشركة الوطنية للنقل بالسكك الحديدية	عامة	كبيرة	وهران		400	نقل المسافرين والبضائع
14	المؤسسة الوطنية للدهن	عامة	كبيرة	وهران	1985	370	إنتاج الدهن والديكورات
15	SARL COFEED	خاصة	كبيرة	معسكر	2001	412	صناعة الأدوية والأغذية الزراعية
16	مؤسسة قارورات الغاز - وحدة معسكر	عمومية	كبيرة	معسكر	1980	300	صناعة جميع أنواع قارورات الغاز وأجهزة الإطفاء ولواحقها
17	مؤسسة ملبنة الأمير	خاصة	متوسطة	معسكر	1986	181	إنتاج الحليب ومشتقاته
18	المركب الصناعي التجاري مطاحن معسكر	خاصة	متوسطة	معسكر	1932	153	إنتاج مادة الفريضة ومخلفات المطحنة
19	مؤسسة الجزائرية للمياه - وحدة معسكر	عمومية	كبيرة	معسكر	2001	914	تسيير وتوزيع المياه
20	مؤسسة بومعزة محمد	خاصة	صغيرة	معسكر	2002	140	إنتاج مختلف أنواع وأشغال البناء في مختلف مراحله
21	مؤسسة بن كحلة خليفة	خاصة	متوسطة	معسكر	1995	230	أشغال البناء كل هياكل الدولة، الأشغال العمومية الكبرى والري والأشغال الغابية واستغلال الغابات
22	صارل بن فريشة عبد القادر	خاصة	متوسطة	معسكر	1998	91	أشغال عمومية وبناء
23	مؤسسة تميمي محمد	خاصة	صغيرة	معسكر	2000	185	إنتاج مواد البناء
24	شركة الاسمنت - زهانة	خاصة	كبيرة	معسكر	1999	653	صناعة مواد البناء
25	مجمع التبغ - سيق	خاصة	كبيرة	معسكر	2000	455	إنتاج وصناعة التبغ بأنواعه
26	مؤسسة أشغال عمومية وهندسة الطرق	عامة	كبيرة	معسكر	1981	299	هندسة الطرق

27	مؤسسة كولومبي	خاصة	متوسطة	معسكر	2014	60	إنتاج الحليب والعصير
28	الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز	عمومية	كبيرة	معسكر	1976	600	توزيع الكهرباء والغاز
29	مؤسسة أليفيت	عمومية	متوسطة	معسكر	2007	60	صناعة المبيدات
30	مطاحن الشرفة - سيق	عمومية	كبيرة	معسكر	2004	362	إنتاج الأغذية الزراعية
31	مؤسسة AOM INVESTSPA	عمومية	صغيرة	معسكر	2020	40	دراسة وتطوير المشاريع الجهوية
32	شركة اتصالات الجزائر	عمومية	كبيرة	معسكر	2003	270	الاتصالات
33	EPA ENAP SPA	خاصة	كبيرة	معسكر		244	صناعة مختلف مواد الأغذية (فريئة، سميد، معكرونة، ..)
34	شركة بلكير محمد	خاصة	كبيرة	معسكر	1997	137	مقولة شركة بناء هياكل الدولة وأشغال عمومية والري
35	مؤسسة زيد الشمس	خاصة	صغيرة	معسكر	2019	77	تحضير الصوف، النسيج الصناعي، الدباغة الصناعية
36	مؤسسة تاغزوت علي	خاصة	متوسطة	معسكر	2016	162	تركيب الأعمدة الكهربائية وتطوير المساحات الخضراء
37	مطاحن Macta	عمومية	كبيرة	معسكر		249	صناعة مواد غذائية
38	المؤسسة العمومية لصناعة الدهن	عامة	كبيرة	معسكر	1978	276	إنتاج مختلف أنواع الدهون والطلاء
39	SARLE PLYMA INDUSTRIE	خاصة	متوسطة	معسكر	2016	170	صناعة وتحويل البلاستيك
40	مؤسسة فرانواست	عامة	متوسطة	معسكر	2008	170	إنتاج الحصى والخرسانة الجاهزة للاستعمال

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الدراسة الميدانية

7 التحليل العاملي

التحليلي العاملي هو طريقة إحصائية تستخدم للتحقق من صحة البناء وشرح الارتباط بين المتغيرات يمكن إجراؤه باستخدام (EFA و CFA) عملياً، يقوم بتجميع المتغيرات بناءً على ارتباط كبير (Henson and Roberts, 2006; Thompson, 2004; Williams et al., 2010).

وفقاً للأدبيات الحالية، يمكن استخدام (EFA) متبوعاً بـ (CFA) لغرض تحديد المشكلات المحتملة مع المتغيرات في وقت مبكر من العملية، بالتالي إعداد المتغيرات لمرحلة (SEM) أنظف (Cabrera-

(Nguyen, 2010 Worthington and Whittaker, 2006). بالتالي يستخدم هذا البحث (EFA) لاكتشاف أي مشاكل محتملة في المتغيرات في وقت مبكر من العملية، بحيث يمكن إجراء (CFA) باستخدام (SEM) بسلاسة.

ستخضع العبارات المحددة للتحليل باستخدام البرامج الإحصائية لتحليل البيانات (SPSS 25.0, Smart Pls) (v3).

8 الموثوقية والصلاحية

من أجل ضمان اتساق ودقة هذا البحث، من الضروري إجراء اختبارات الموثوقية والصلاحية لأداة البحث.

1.8 صدق وثبات الاستبيان

ثبات الاستبيان يعني الاستقرار في نتائج الاستبيان وعدم تغيرها بشكل كبير فيما لو تم إعادة توزيعها على أفراد عينة الدراسة عدة مرات خلال فترات زمنية معينة.

معياري ألفا كرونباخ حساس لعدد من العناصر في المقياس، عموماً تميل إلى التقليل من موثوقية الاتساق الداخلي ويمكن استخدامه كمقياس أكثر تحفظاً لموثوقية الاتساق الداخلي. عليه نطبق مقياس ملائم ومختلف عن الموثوقية الاتساق الداخلي، يشار إليه بالموثوقية المركبة (CR) ويأخذ هذا المقياس في الحسبان لاعتماده مختلف التحويلات الخارجية لمتغيرات المؤشر .

تتراوح الموثوقية المركبة (CR) ما بين 0 و 1، حيث تشير القيم الأعلى إلى مستويات أعلى من الموثوقية. ويفسر بشكل عام بنفس الطريقة التي يستخدمها ألفا كرونباخ. على وجه التحديد قيم الموثوقية المركبة (من 0.60 إلى 0.70) مقبولة في البحوث الاستكشافية، بينما في المراحل أكثر تقدماً من البحث، يمكن اعتبار القيم (بين 0.70 و 0.90) مقبولة. ينصح الباحثون بتقليل عدد المؤشرات الزائدة عن الحاجة (Hair et al., 2016, p 136)

الجدول رقم 18: معاملات الموثوقية المركبة (CR) للمتغيرات الكامنة

المتغيرات الكامنة	الموثوقية المركبة (CR)
إطار حوكمة المؤسسات	0.769
الإفصاح والشفافية	0.785
المعاملة العادلة للمساهمين	0.852
حقوق المساهمين	0.742
دور أصحاب المصالح	0.754
مسؤوليات مجلس الإدارة	0.751
المتغيرات الكامنة	الموثوقية المركبة (CR)
الحوكمة	0.857
القرار التمويلي	0.736

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Smartpls3

من خلال الجدول رقم 18 أعلاه، نلاحظ أن جميع معاملات الموثوقية المركبة (CR) معنوية ومقبولة من الناحية الإحصائية لأن قيمها أكبر من (0.70) حسب (Hulland (1999). هذا ما يدل على وجود ترابط فقرات الدراسة في قياس المتغيرات الكامنة، بالتالي وجود موثوقية لنموذج القياس المستعمل.

9 طبيعة توزيع البيانات

من أجل التحقق من صحة الوضع الطبيعي لتوزيع البيانات وبما أن حجم العينة مقدر ب (40) مفردة تم التركيز على اختبار كولمونولوف سيرنوف كما هو موضح في الجدول رقم 19.

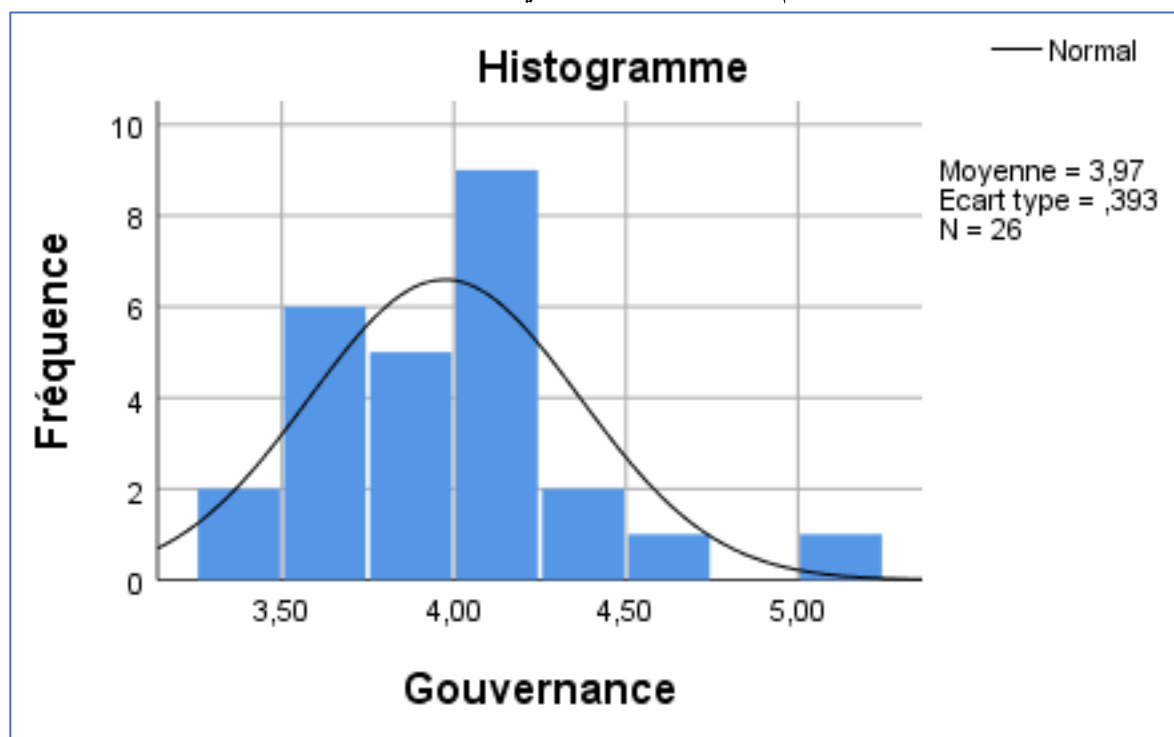
الجدول رقم 19: اختبار الاستواء والالتواء لمتغير الحوكمة

Tests de normalité						
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistiques	ddl	Sig.	Statistiques	ddl	Sig.
Gouvernance	,129	26	,200*	,944	26	,169
*. Il s'agit de la borne inférieure de la vraie signification.						
a. Correction de signification de Lilliefors						

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v25

تم تحديد قيمة (sig= 0.200) وهي قيمة أكبر من 0.05 عند درجة حرية 26 مما يثبت أن محددات الحوكمة تخضع للتوزيع الطبيعي مشكلة التمثيل الجرسى كما هو موضح في الشكل 19 أدناه.

الشكل رقم 19: التمثيل الجرسى لمتغير الحوكمة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v25

تم إجراء نفس الاختبار على متغير القرار التمويلي كما هو موضح في الجدول رقم أدناه.

الجدول رقم 20: اختبار الاستواء والالتواء لمتغير القرار التمويلي

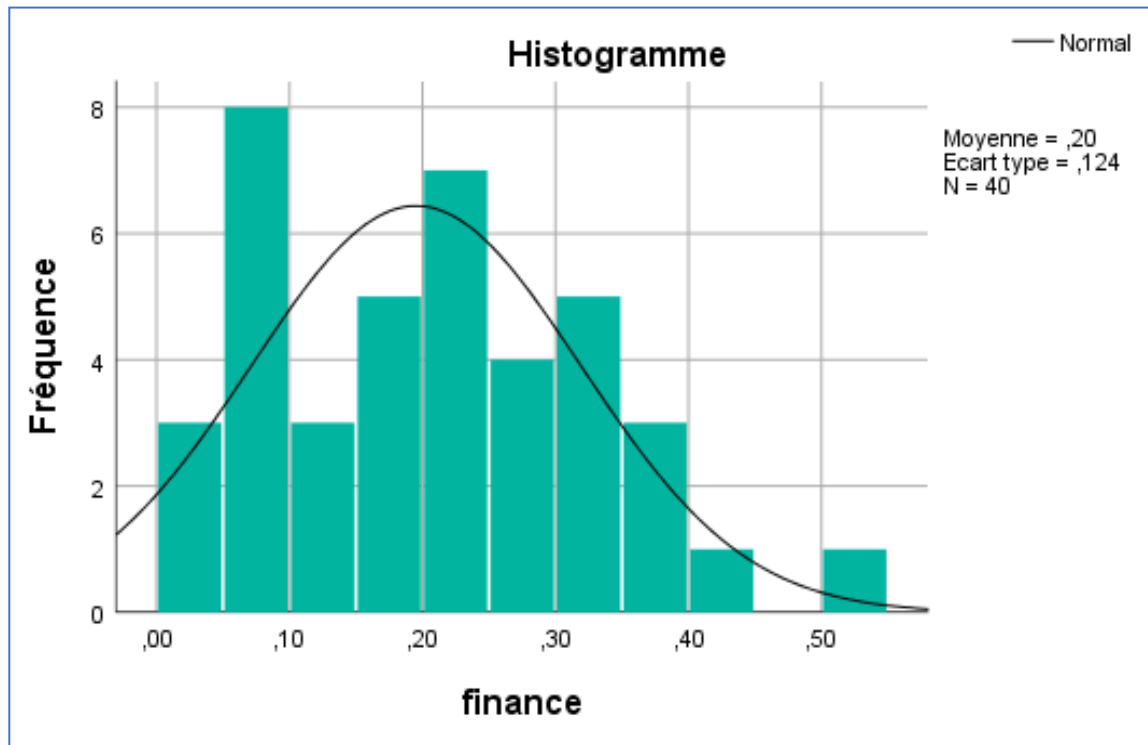
Tests de normalité						
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistiques	ddl	Sig.	Statistique s	ddl	Sig.
finance	,109	40	,200*	,961	40	,182
*. Il s'agit de la borne inférieure de la vraie signification.						
a. Correction de signification de Lilliefors						

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v25

تم تحديد قيمة (sig= 0.200) وهي قيمة أكبر من 0.05 عند درجة حرية 26 مما يثبت أن محددات

القرار التمويلي تخضع للتوزيع الطبيعي مشكلة التمثيل الجرسى كما هو موضح في الشكل رقم 20 أدناه.

الشكل رقم 20: التمثيل الجرسى لمتغير القرار التمويلي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v25

10 النمذجة باستخدام المعادلات الهيكلية

يعتمد هذا البحث على النمذجة بالمعادلات البنائية (SEM) كأسلوب تحليل إحصائي متعدد المتغيرات يجمع بين تحليل المسار، الانحدار المتعدد، التحليل العاملي التوكيدي (CFA). يقوم بتحليل العلاقات الهيكلية بين متغيراته (Hair et al., 2006).

1.10 مفهوم النمذجة باستخدام المعادلات الهيكلية (SEM)

حسب (Suhr, 2006) النمذجة بالمعادلة الهيكلية (SEM) هي منهجية لتمثيل وتقدير واختبار شبكة من العلاقات بين المتغيرات (المتغيرات المقاس والبنى الكامنة) (Measured Variables and Latent Constructs)، أو هي نموذج إحصائي شامل لاختبار الفرضيات حول العلاقات بين المتغيرات المشاهدة (Observed Variables) والمتغيرات الكامنة (Latent Variables). توصف بأنها منهجية لتمثيل وتقدير واختبار شبكة نظرية (Theoretical Network) من العلاقات الخطية (Linear Relations) بين

المتغيرات. تختبر (Tests Hypothesized Patterns) أنماط افتراضية من العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين مجموعة من المتغيرات المشاهدة وغير المشاهدة (الكامنة). (عزوز، 2018)

تحتوي (SEM) على نموذجين، نموذج القياس، النموذج الهيكلي. يبحث نموذج القياس في العلاقات بين المتغيرات المرئية (المقاسة) والكامنة، بينما يبحث النموذج الهيكلي في العلاقات بين المتغيرات الكامنة فقط (Suhr, 2006).

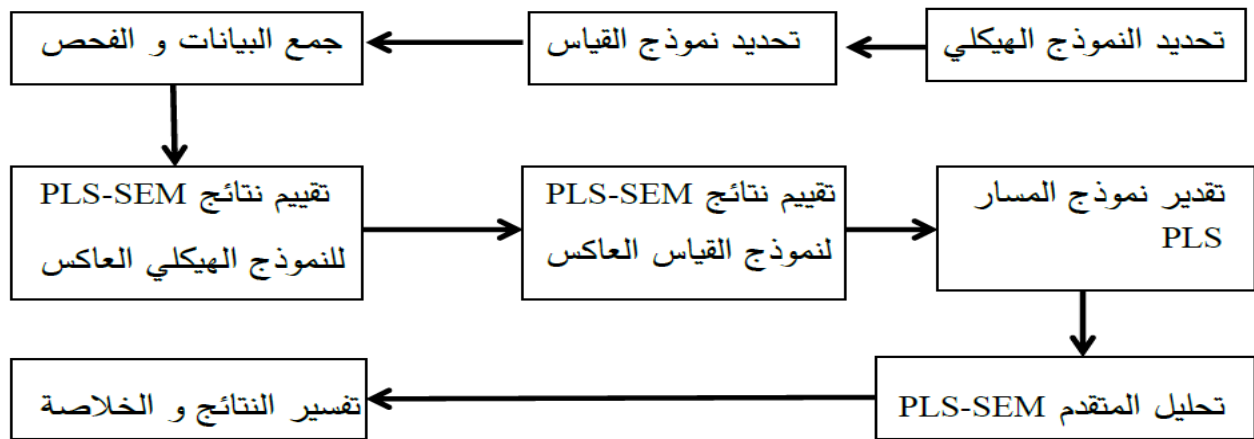
فالنمذجة بالمعادلات البنائية تعد إطارا تحليليا عاما لأنماط من النماذج مثل نماذج تحليل المسار، تحليل الانحدار المتعدد، التحليل العاملي التوكيد (CFA) والتي تمثل أجزاء ومراحل من النمذجة بالمعادلات البنائية وهي بذلك امتداد للنموذج الخطي العام الذي يسمح بتحميل مجموعة من معادلات الانحدار بصورة متزامنة ومتكاملة، أين تتحدد العلاقات بين المتغيرات بصورة أشمل وأوضح عبر اختبار الفروض الموضوعية لتفسير العلاقات بين المتغيرات الكامنة (غير مشاهدة) والمتغيرات المقاسة (المشاهدة). كما أضحت النمذجة بالمعادلات البنائية الأسلوب الأحدث لاختبار النماذج الافتراضية للظواهر في العلوم السلوكية والبنى النظرية الممثلة بالعوامل والمتغيرات التي يمكن قياسها بصورة غير مباشرة عن طريق مجموعة من المؤشرات الدالة عليها (متغيرات كامنة)، لتمثل بذلك منهجية النمذجة نظاما متعدد المراحل:

1. تحليل المسار (Path Analysis).
2. التحليل العاملي التوكيدي (Confermatory Factoriel Analysis).
3. تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis).
4. النموذج المتكامل (Integrated Model). (عبد الله وعبد الحكيم، 2016)

نموذج المعادلة البنائية (Model Equation Structure) يسمح بتوضيح العلاقات الخطية المباشرة وغير المباشرة بين مجموعة المتغيرات الكامنة والمشاهدة، كما يمكن من دراسة المسار الكامل للعلاقات والارتباطات بين مجموعة من متغيرات ظاهرة أو أكثر في تمثيل (Diagram Path). يمثل تصويرا للنموذج الخطي العام (Model Linear General). الذي يشمل الانحدار المتعدد، كما أنه ترجمة لسلسلة من علاقات.

الشكل رقم 21 التالي يوضح خطوات تطبيق منهجية النمذجة بالمعادلات الهيكلية (PLS-SEM)، (Hair et al, 2016, p 53).

الشكل رقم 21: خطوات تطبيق منهجية النمذجة بالمعادلات الهيكلية (PLS-SEM)



المصدر: (Hair et al, 2016, p 53)

11 تقييم نموذج القياس Assessment of Measurements Model

1.11 الصدق التقاربي

الصدق التقاربي هو مامدى تقارب وتوافق العبارات مع بعضها البعض، استنادا إلى (Hair et al, 2010) فمعايير تقييم الصدق التقاربي هي: الموثوقية المركبة (CR)، متوسط التباين المستخرج (AVE)، معامل التحميل (Factor Loading)

معامل التحميل Factor Loading

لتقييم صحة التقارب للبنىات العاكسة، يتم النظر في التحميل الخارجي لمؤشرات البناءات، يجب أن تتلاقى العناصر التي تكون مؤشرات لبناء عاكس معين وتشترك في نسبة عالية من التباين. ارتفاع التحميل الخارجي للمؤشرات المرتبطة ببناء يشير أن لديها الكثير من القواسم المشتركة، التي يتم النقاطها من قبل البنية. حجم التحميل الخارجي يسمى عادة موثوقية المؤشر

معامل التحميل الخارجي للمؤشر يجب أن تكون قيمته أكبر من (0.708)، لأن جذره التربيعي (0.7082) يساوي (0.50)، هذا يعني أن التباين المشترك بين المتغير الكامن ومؤشره أكبر من تباين أخطاء القياس. في معظم الحالات القيمة (0.70) تعتبر قريبة بما فيه الكفاية من القيمة (0.708) وبالتالي تكون مقبولة (Hair et al, 2016, p 136) وعليه كحد أدنى يجب أن تكون التحميلات الخارجية لجميع المؤشرات ذات دلالة إحصائية أكبر من (0.70) حسب Holland, 1999.

يوضح الجدول رقم 21: أدناه التحميلات الخارجية لمؤشرات البناءات.

الجدول رقم 21: معامل التحميل (Factor Loading)

المتغيرات الكامنة	عبارات القياس Item	معامل التحميل Factor Loading
إطار حوكمة المؤسسات	A1	0.678
	A2	0.787
	A3	0.708
الإفصاح والشفافية	B1	0.900
	B6	0.529
	B7	0.768
المعاملة العادلة للمساهمين	3C	0.766
	4C	0.794
	5C	0.807
	7C	0.636
	8C	0.648
حقوق المساهمين	D1	0.623
	D2	0.898
دور أصحاب المصالح	E1	0.456
	E4	0.726
	E5	0.913
مسؤوليات مجلس الإدارة	F3	0.839
	F6	0.668
	F7	0.608
القرار التمويلي	Retenues	0.996
	Dettes	-0.286

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Smartpls3

التحميلات الخارجية لمؤشرات البناءات (أوزان الانحدار المعياري، S.R.W) معظمها أكبر من (0.70) وبالتالي تُؤخذ جميعها. وللإشارة فقد تم حذف عبارات القياس التي معامل تحميلها أقل من 50% حتى لا تؤثر على بنية النموذج التصوري.

موثوقية الاتصال الداخلي

نستخدم معيار (Rho De Joreskog) وهو أكثر دقة من معامل ألفا كرونباخ، لأنه يدمج في عملية حسابه الأخطاء حسب (Roussel et al., 2012).

الجدول رقم 22: معاملات (Rho De Joreskog) للمتغيرات الكامنة.

المتغيرات الكامنة	Rho_A
إطار حوكمة المؤسسات	0.556
الإفصاح والشفافية	0.889
المعاملة العادلة للمساهمين	0.793
حقوق المساهمين	0.425
دور أصحاب المصالح	0.818
مسؤوليات مجلس الإدارة	0.569
الحوكمة	0.870
القرار التمويلي	1.929

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Smartpls3

من خلال الجدول رقم 22 أعلاه، نلاحظ أن معظم معاملات (Rho De Joreskog) للمتغيرات الكامنة مقبولة من الناحية الإحصائية لأن قيمها أكبر من (0.70). حسب (Fornelle&Lacker, 1981) هذه النتيجة تتطابق مع مؤشر الموثوقية المركبة.

الموثوقية المركبة Composite Reliability

معياري ألفا كرونباخ حساس لعدد من العناصر في المقياس، عموماً تميل إلى التقليل من موثوقية الاتساق الداخلي، يمكن استخدامه كمقياس أكثر تحفظاً لموثوقية الاتساق الداخلي. عليه نطبق مقياس ملائم ومختلف عن الموثوقية الاتساق الداخلي، يشار إليه بالموثوقية المركبة (CR). يأخذ هذا المقياس في الحسبان لاعتماده مختلف التحييلات الخارجية لمتغيرات المؤشر .

تتراوح الموثوقية المركبة (CR) ما بين 0 و 1، حيث تشير القيم الأعلى إلى مستويات أعلى من الموثوقية. ويفسر بشكل عام بنفس الطريقة التي يستخدمها ألفا كرونباخ. على وجه التحديد قيم الموثوقية المركبة (من 0.60 إلى 0.70) مقبولة في البحوث الاستكشافية، بينما في المراحل أكثر تقدماً من البحث، يمكن اعتبار القيم (بين 0.70 و 0.90) مقبولة. ينصح الباحثون بتقليل عدد المؤشرات الزائدة عن الحاجة (Hair et al., 2016, p 136)

الجدول رقم 23: معاملات الموثوقية المركبة (CR) للمتغيرات الكامنة

المتغيرات الكامنة	الموثوقية (CR)
إطار حوكمة المؤسسات	0.769
الإفصاح والشفافية	0.785
المعاملة العادلة للمساهمين	0.852
حقوق المساهمين	0.742
دور أصحاب المصالح	0.754
مسؤوليات مجلس الإدارة	0.751
الحوكمة	0.857
القرار التمويلي	0.736

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Smartpls3

من خلال الجدول رقم 23 أعلاه، نلاحظ أن جميع معاملات الموثوقية المركبة (CR) معنوية ومقبولة من الناحية الإحصائية لأن قيمها أكبر من (0.70) حسب (Hulland (1999). هذا ما يدل على وجود ترابط فقرات الدراسة في قياس المتغيرات الكامنة وبالتالي وجود موثوقية لنموذج القياس المستعمل.

متوسط التباين المستخرج (AVE) Average Variance Extracted

متوسط التباين المستخرج (AVE) هو من المقاييس الشائعة لإثبات صحة التقارب على مستوى البناء. ويعرف هذا المعيار بأنه القيمة المتوسطة الكبرى للتحميلات المربعة للمؤشرات المرتبطة بالبناء أي مجموع التحميلات المربعة مقسوما على عدد المؤشرات. باستخدام المنطق نفسه المستخدم في المؤشرات الفردية تشير قيمة (AVE) البالغة (0.50) أو أكثر إلى أن البناء يفسر في المتوسط أكثر من نصف التباين في مؤشرات، على النقيض من ذلك تشير القيمة (AVE) التي تقل عن (0.50) إلى أنه في المتوسط لا يزال هناك تباين أكبر في خطأ العناصر بدل من التباين المفسر في البناء.

الجدول رقم 24: متوسط التباين المستخرج (AVE) للمتغيرات الكامنة

المتغيرات الكامنة	AVE
إطار حوكمة المؤسسات	0.527
الإفصاح والشفافية	0.559
المعاملة العادلة للمساهمين	0.538
حقوق المساهمين	0.597
دور أصحاب المصالح	0.523
مسؤوليات مجلس الإدارة	0.506
الحوكمة	0.249
القرار التمويلي	0.536

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Smartpls3

من خلال الجدول رقم 24، نلاحظ أن جميع قيم معاملات (AVE) معنوية ومقبولة من الناحية الإحصائية لأن قيمها أكبر من (0.5) حسب (Fornell and Lacker's (1981)، ماعدا متغير الحوكمة مما يدل على أن كل متغير كامن يشرح أكثر من النصف مؤشراته، بالتالي فصدق التقارب قد تحقق في هذا النموذج، أي أن هناك توافق العبارات مع بعضها البعض.

2.11 الصدق التمييزي Discriminant Validity

هو المدى الذي يكون فيه البناء متميزا حقا عن البناءات الأخرى وفقا للمعايير التجريبية. هكذا فإن إثبات صحة التمييز يعني أن البناء هو فريد من نوعه ويلتقط الظواهر التي تمثلها بناءات أخرى في النموذج.

-تداخل الأبعاد مع بعضها البعض (variable correlation- R^2 of AVE)

يقيس اختلاف الأبعاد، يجب أن تكون قيمة العلاقة بين البعد ونفسه أكبر من قيمة العلاقة مع بعد آخر، حتى تعتبر الأبعاد مستقلة حسب معايير Fornell-Larcker.

الجدول رقم 25: تداخل الأبعاد مع بعضها البعض

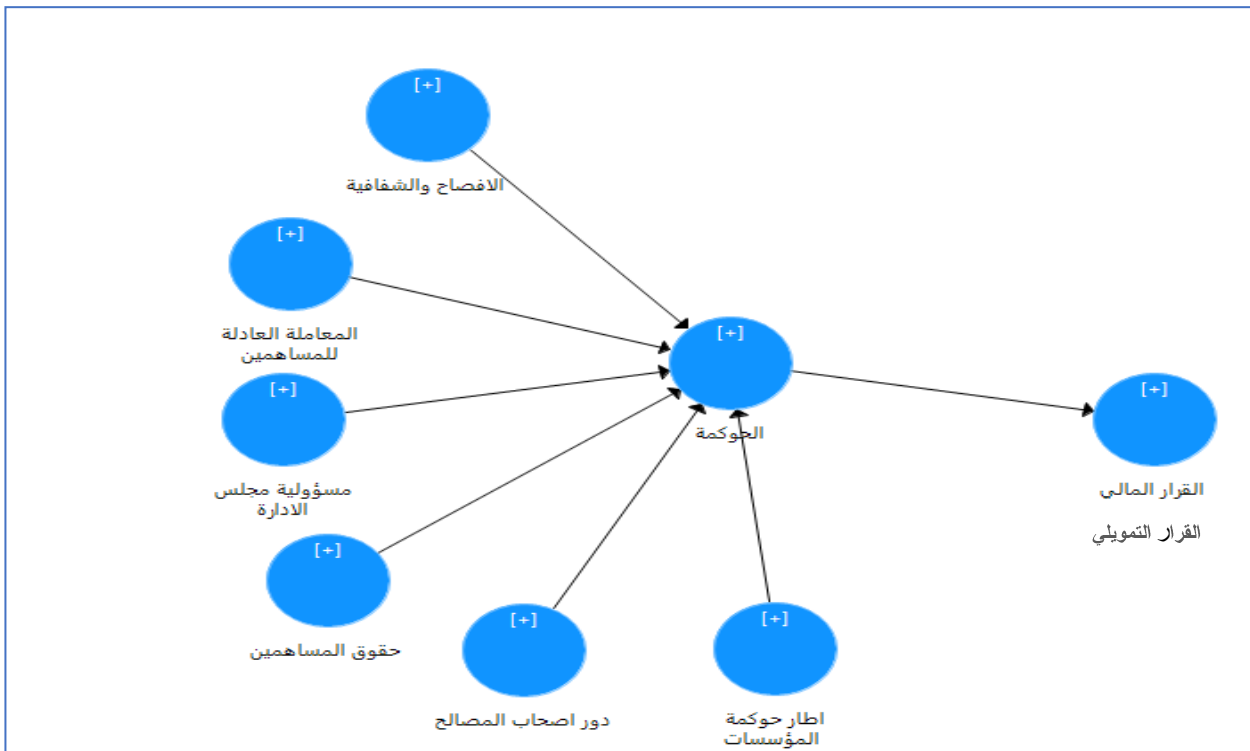
إطار حوكمة المؤسسات	الإفصاح والشفافية	المعاملة العادلة للمساهمين	حقوق المساهمين	دور أصحاب المصالح	مسؤوليات مجلس الإدارة	الحوكمة	القرار التمويلي
إطار حوكمة المؤسسات	0.726						
الإفصاح والشفافية	0.559	0.748					
المعاملة العادلة للمساهمين	0.516	0.467	0.734				
حقوق المساهمين	0.498	0.419	0.447	0.773			
دور أصحاب المصالح	0.374	0.385	0.348	0.176	0.723		
مسؤوليات مجلس الإدارة	0.332	0.317	0.511	0.252	0.144	0.712	
الحوكمة	0.786	0.705	0.866	0.622	0.522	0.613	0.499
القرار التمويلي	-0.504	-0.168	-0.363	-0.303	-0.157	-0.227	-0.462
							0.732

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SmartPls3

يتضح من الجدول رقم 25 أعلاه أن كل المتغيرات الكامنة لها قيمة علاقة مع نفسها أكبر من قيمة العلاقة مع متغير كامن آخر وبالتالي فهي متغيرات مستقلة كلياً عن بعضها البعض. باستثناء المتغير الكامن المعاملة العادلة للمساهمين والحوكمة حيث أن قيمة علاقتها مع نفسها متقاربة نوعاً ما مع قيمة علاقتها مع المتغيرات الكامنة الأخرى. مع نقصان في الجزء العشري للفرق بين القيمتين من قيمة علاقتها مع نفسها ولاعتبار هذه القيم متقاربة جداً فيما بينها فإن هذه المتغيرات مستقلة جزئياً وهذا لا اعتبار هذه المتغيرات مبادئ للحوكمة وهذا ما أكدته الأدبيات السابقة.

وعليه يمكن اعتماد النموذج التصوري للدراسة التالي الشكل رقم 22:

الشكل رقم 22: النموذج التصوري للدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SmartPls3

12 تقييم النموذج الهيكلي Assessment of Structural Model

بمجرد التأكد من أن تدابير البناء ذات موثوقية وصلاحية، فإن الخطوة التالية تتناول تقييم النموذج الهيكلي. وهذا ينطوي على دراسة القدرات التنبؤية للنموذج والعلاقات بين البناءات. سنقدم مجموعة من التدابير التي ينبغي استخدامها لتقييم النموذج الهيكلي.

1.12 تحليل المسار واختبار الفرضيات

يتم إجراء تحليل المسار لاختبار الفرضيات المقترحة في النموذج المفاهيمي. من خلال الحصول على تقديرات للعلاقات للنموذج الهيكلي (معاملات المسار) والتي تمثل العلاقات المفترضة بين البناءات.

معاملات المسار لها قيم موحدة تقريبا (بين -1 و +1). تمثل معاملات المسار المقدرة الأقرب من (+1) علاقات إيجابية قوية التي تكون عادة ذات دلالة إحصائية (والعكس بالنسبة للقيم السالبة). كلما كانت المعاملات المقدرة أقرب إلى الصفر، كلما كانت العلاقات أضعف. القيم المنخفضة جدا القريبة من الصفر عادة لا تختلف اختلافا كبيرا عن الصفر.

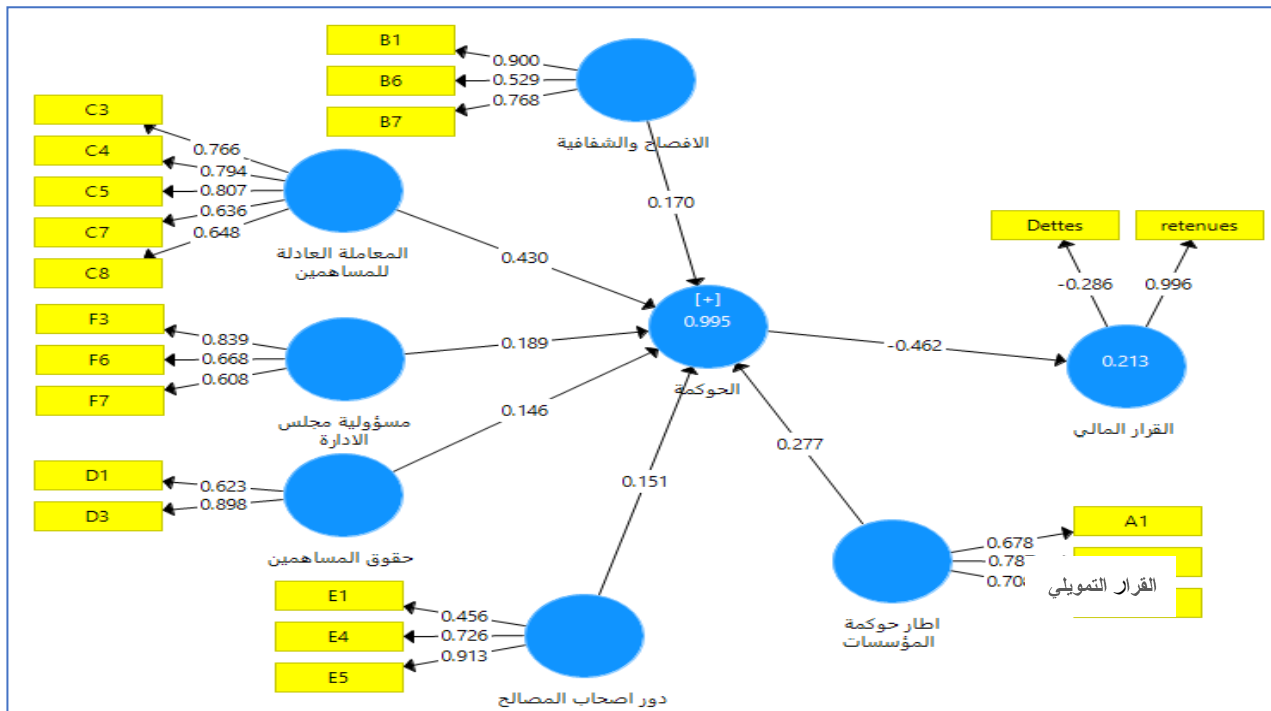
تكون العلاقة معنوية وذات دلالة إحصائية عندما تكون نسبة الخطأ أقل من 5% (Hair et al., 2016, p 206). يقدم الجدول 26 والشكل (22) نتائج تحليل المسار الذي تم إجراؤه باستخدام SmartPls3.

الجدول رقم 26: معاملات مسار فرضيات البحث

الفرضيات	المسار	Échant Initial (O)	Moyenne de L'échant (M)	Écart-type (STDEV)	Valeur t	Valeur p	القرار	النتائج
H1a	إطار حوكمة المؤسسات -> الحوكمة	0.277	0.265	0.056	4.916	0.000	معنوي	مقبولة
H1b	الإفصاح والشفافية -> الحوكمة	0.170	0.161	0.068	2.507	0.013	معنوي	مقبولة
H1c	المعاملة العادلة للمساهمين -> الحوكمة	0.430	0.396	0.068	6.292	0.000	معنوي	مقبولة
H1d	حقوق المساهمين -> الحوكمة	0.146	0.128	0.042	3.516	0.000	معنوي	مقبولة
H1e	دور أصحاب المصالح -> الحوكمة	0.151	0.165	0.081	1.864	0.063	غير معنوي	مرفوضة
H1f	مسؤوليات مجلس الإدارة -> الحوكمة	0.189	0.186	0.082	2.315	0.021	معنوي	مقبولة
H2	الحوكمة -> القرار التمويلي	-0.462	-0.505	0.154	2.989	0.003	معنوي	مقبولة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SmartPls3

الشكل رقم 23: النموذج الهيكلي للدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SmartPls3

يتضح من الجدول 26 أعلاه ما يلي:

- H1a: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لإطار حوكمة المؤسسات على الحوكمة.
- H1b: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للإفصاح والشفافية على الحوكمة.
- H1c: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للمعاملة العادلة للمساهمين على الحوكمة.
- H1d: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لحقوق المساهمين على الحوكمة.
- H1e: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لدور أصحاب المصالح على الحوكمة.
- H1f: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمسؤوليات مجلس الإدارة على الحوكمة.
- H2: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للحوكمة على القرار التمويلي.

2.12 معامل التحديد R-square

المقياس الأكثر شيوعاً لتقييم النموذج الهيكلي هو معامل التحديد (قيمة R^2). يمثل هذا المعامل مقياساً للقوة التنبؤية للنموذج ويحسب على أنه الترابط التربيعي بين القيم الفعلية والتنبؤية الخاصة بالبناء الداخلي. يمثل معامل التأثيرات المتراكمة الكامنة للمتغيرات الخارجية على المتغير الكامن الداخلي. هذا يعني أن المعامل يمثل مقدار التباين في التركيبات الذاتية التي أوضحتها جميع التركيبات الخارجية المرتبطة به ولأن (R^2) هو الترابط التربيعي للقيم الفعلية والمتوقعة، فإنه يشمل جميع البيانات التي استخدمت لتقدير النموذج للحكم على القدرة التنبؤية للنموذج وهو يمثل مقياساً للتنبؤ في العينة.

حسب (Chin, 1998) الذي حدد معيار قوة التأثير حسب قيمة (R^2) "ضعيف، متوسط، كبير"، حسب القيم التالية: (أكبر من 0.67 التأثير كبير)، (ما بين 0.33 و 0.67 التأثير متوسط)، (أقل من 0.33 التأثير ضعيف)

وحسب (Hair et al, 2010) و (Falk & Miller, 1992) تقبل قيمة (R^2) عندما تكون (أكبر من 0.10).

(Hair et al, 2016, p 209)

الجدول رقم 27: معامل التحديد (R^2)

المتغيرات الكامنة	R^2	R Carré Ajusté	حجم التفسير (الأثر)
الحوكمة	0.995	0.995	كبير
القرار التمويلي	0.213	0.193	ضعيف

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SmartPls3

من خلال نتائج الجدول 27 أعلاه، نلاحظ أن جميع معاملات (R^2) معنوية ومقبولة إحصائياً كما نلاحظ أن قيم معامل التحديد المعدل قريبة ولا تختلف كثيراً عن قيم معامل التحديد وهذا يدل على جودة النموذج ومعنويته.

3.12 تقييم حجم الأثر f-square

بالإضافة إلى تقييم قيم (R^2) لجميع البنى الذاتية، يمكن استخدام التغير في قيمة (R^2) عند حذف بناء خارجي محدد من النموذج لتقييم ما إذا كان للبنية المحذوفة تأثير جوهري على البنى الذاتية. يشار إلى هذا الإجراء على أنه حجم تأثير (f^2) وحسب معايير (Cohen, 1988)، فإن المبادئ التوجيهية لتقييم (f^2) هي أن: ($f^2 \geq 0.35$) يعني حجم الأثر كبير، ($0.15 \leq f^2 < 0.35$) يعني حجم الأثر متوسط، ($f^2 < 0.15$) يعني حجم الأثر ضعيف، ($f^2 < 0.02$) لا يوجد أثر).

الجدول رقم 28: حجم الأثر (f^2)

المتغيرات الكامنة	الحوكمة	القرار التمويلي	حجم الأثر
إطار حوكمة المؤسسات	9.117		كبير
الإفصاح والشفافية	3.800		كبير
المعاملة العادلة للمساهمين	21.778		كبير
حقوق المساهمين	3.215		كبير
دور أصحاب المصالح	3.941		كبير
مسؤوليات مجلس الإدارة	5.690		كبير
الحوكمة		0.271	متوسط
القرار التمويلي			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SmartPls3

من خلال نتائج الجدول 28 أعلاه، نلاحظ أن حجم أثر الحوكمة كبير وحجم أثر القرار التمويلي متوسط وحجم أثر المتغيرات الكامنة (إطار حوكمة المؤسسات، الإفصاح والشفافية، المعاملة العادلة للمساهمين، حقوق المساهمين، دور أصحاب المصالح، ومسؤوليات مجلس الإدارة) كبير، مما يؤكد لنا أهمية هذه المتغيرات الكامنة في النموذج.

13 معايير جودة النموذج

1.13 جودة التنبؤ Q^2

تم استخدام (R^2) كمعيار لدقة التنبؤ، حسب (Geisser, 1974; Stone, 1974) يجب استخدام قيمة (Q^2). ويمثل هذا المقياس مؤشر على القدرة التنبؤية خارج نموذج العينة أو أهميتها التنبؤية عندما يظهر نموذج المسار (PLS) علاقة تنبؤية، فإنه يتنبأ بدقة البيانات غير المستخدمة في تقدير النموذج. في النموذج الهيكلي تشير قيم (Q^2) الأكبر من الصفر لمتغير كامن داخلي معين إلى الصلة التنبؤية لنموذج المسار لبناء تابع (Hair et al., 2016, p 215).

الجدول رقم 29: جودة التنبؤ (Q^2)

المتغيرات الكامنة	$Q^2 (= 1-SSE/BSP)$
الحكومة	0.153
القرار التمويلي	0.057

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SmartPls3

من خلال نتائج الجدول 29 أعلاه، نلاحظ أن جميع معاملات (Q^2) معنوية ومقبولة إحصائياً لأنها أكبر من الصفر، حسب (Croutsch, 2009). هذا يدل على أن للمتغيرات الكامنة الموجودة في نموذج الدراسة القدرة على التنبؤ.

2.13 جودة المطابقة GOF (Goodness-of-fit index)

وضع مؤشر حسن الملائمة (GOF) كمقياس شامل للنموذج المناسب ل (PLS-SEM)، مع ذلك فإنه لا يمكن أن يميز بشكل موثوق بين النموذج المصادق عليه (التوكيدي) والنموذج غير مصادق عليه (الاستكشافي) وهو يقتصر على تكوينات نماذج معينة. يعمل (GOF) على قياس مدى إمكانية الاعتماد على نموذج الدراسة، أي يبين الأداء العام للنموذج (Hair et al., 2016, p 309).

الجدول رقم 30: مؤشر GOF

المتغيرات الكامنة	R ²	AVE
الحوكمة	0.995	0.249
القرار التمويلي	0.213	0.536
	604R²= 0.	AVE=0.3925

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SmartPls3

$$GOF = \sqrt{R^2 \times AVE}$$

$$GOF = \sqrt{0.604 \times 0.3925} = 0.4868$$

قيمة (GOF) تساوي (0.4868) وهي قيمة أكبر من (0.36) حسب معايير (Wetzels & van, 2009)، مما يدل على جودة المطابقة الكبيرة لنموذج الدراسة.

14 خاتمة الفصل

تناول الفصل الرابع تحليل البيانات الكمية للمؤسسات محل الدراسة. كما تم تقديم نتائج الاختبارات المختلفة ونتائج التحليل العاملي التوكيدي وتحليل المسار. بدأت الدراسة بتوضيح معدل الاستجابة وحجم عينة البحث، متبوعاً بملف تعريف المستجوبين. كان هناك تحيز في الجنس ولم يكن هناك تحيز في العمر في ملف المستجيب، كان كل المستجوبين متعلمين تعليماً عالياً وبخبرة مهنية كبيرة. من أجل تحديد المشاكل المحتملة مع المتغيرات في وقت مبكر من عملية التحليل، كذلك إعداد المتغيرات لمرحلة سلسلة للنمذجة بالمعادلات الهيكلية (SEM)، كما تم استخدام (EFA). تبع ذلك اختبار الموثوقية والصلاحية لأداة البحث لضمان اتساق البحث ودقته.

من أجل وصف درجة العلاقة بين المتغيرات المختلفة، تم استخدام اختبار (Kolmogorov-Smirnov^a) للتحقق من صحة توزيع البيانات بشكل طبيعي. أثبت هذا الاختبار أن توزيع البيانات كان طبيعياً.

تم اختيار (SEM) للتحقق من صحة النموذج المفاهيمي واختبار الفرضيات من خلال إجراء تحليل (CFA) والمسار. نتج عن تحليل (CFA) ملائمة جيدة لنموذج القياس. كانت قيم عمليات التحميل الموحدة وحصص القيم الحرجة ومربعات (R) متوافقة مع القيم الموصى بها. بالإضافة إلى ذلك، تم فحص صلاحية البناء من خلال اعتماد الصلاحية المتقاربة، مما أدى إلى صحة جيدة لنموذج القياس. أكد تحليل المسار أن جميع الفرضيات السبعة المقترحة لهذا البحث مدعومة بالبيانات التي تم جمعها.

الفصل الخامس

مناقشة نتائج تحليل البيانات

الفصل الخامس: مناقشة نتائج تحليل البيانات

1-مقدمة الفصل

استعرض الفصل الرابع نتائج تحليل البيانات التي تم إجراؤها على البيانات الكمية التي تم جمعها، حيث تم تحليل بيانات الاختبارات المختلفة التي أجريت ونتائج تحليل المسار والتحليل العاملي التوكيدي (CFA)، كما تم دعم الفرضيات السبعة المقترحة لهذا البحث من خلال النتائج التجريبية. يناقش الفصل الخامس نتائج تحليل البيانات الواردة في الفصل الرابع بالإضافة إلى تحديد النتائج للفجوة البحثية المحددة والسؤال الرئيسي والأسئلة الفرعية المتفق عليها لهذا البحث. تتوافق النتائج التجريبية لهذا البحث مع مراجعة الأدبيات.

في هذا الفصل، سيتم مناقشة الإجابات على السؤال الرئيسي والأسئلة الفرعية ونتائج الفرضيات السبعة بدقة وتبريرها وشرحها وربطها بالجانب العملي، إضافة إلى ذلك توضح نتائج هذا البحث أن الحوكمة لها تأثير على القرار التمويلي. من المثير للاهتمام أن نجد أن دور أصحاب المصالح له تأثير سلبي على الحوكمة والذي يجب التنبيه له والوقوف عنده.

تم ترتيب هذا الفصل على النحو التالي:

1.V: مقدمة الفصل

2.V: نظرة عامة على البحث الجاري .

3.V: إعادة النظر في مفهوم الحوكمة والقرار التمويلي.

4.V: التحقق من الأدوات والنتائج.

5.V: نظرة عامة على النتائج.

6.V: الأفكار المستوحاة من النتائج التجريبية.

7.V: خاتمة الفصل.

2 نظرة عامة عن البحث

كان الهدف من هذا البحث هو التحقيق في علاقة وتأثير الحوكمة على القرار التمويلي من منظور المدراء والإطارات في المؤسسات والشركات محل الدراسة. تم تعريف الحوكمة على أنها مجموعة القواعد والقوانين والمعايير التي تنظم العلاقة بين الشركة والأطراف ذات العلاقة، إضافة إلى الرقابة على الأداء من أجل الحفاظ على حقوق ومصالح جميع الأطراف. لتحقيق مكاسب ملحوظة في الأداء والكفاءة وترشيد القرار التمويلي. بذلك، تم طرح سؤال البحث الرئيسي وخمسة أسئلة فرعية لهذا البحث هي:

السؤال البحثي الرئيس:

ما مدى تأثير الحوكمة على القرارات التمويلية في المؤسسات الجزائرية؟

1.2.V التساؤلات الفرعية:

طُرحت الأسئلة الفرعية كالآتي:

- ما هي العوامل التي تؤثر على الحوكمة؟
- كيف تؤثر هذه العوامل على الحوكمة؟
- كيف يمكن ربط الحوكمة بالقرار التمويلي؟
- ما مدى التزام وحرص المؤسسات على تطبيق آليات الحوكمة؟
- ما هو واقع تطبيق الحوكمة في المؤسسات الجزائرية؟

من أجل تحقيق الهدف والإجابة على السؤال الرئيسي والأسئلة الفرعية الخمسة، تم مراجعة الأدبيات من خلال المصادر الأولية والثانوية.

خلال هذه المرحلة، تم تحديد وشرح العوامل الرئيسية التي تساهم في ترشيد القرار التمويلي من خلال الحوكمة. تم تطوير نموذج مفاهيمي باستخدام النماذج التي طورها كل من (OECD, 2004) كنموذج أساسي مع مراعاة العوامل المحددة خلال مرحلة مراجعة الأدبيات. تم دعم التصورات والعلاقات المحددة داخل النموذج المفاهيمي من خلال النظريات المناسبة.

من حيث منهجية البحث، اعتمد هذا البحث منهجاً كمياً باستخدام استبيان استهدف بشكل عشوائي مدراء ومسؤولي المؤسسات الجزائرية محل الدراسة.

من أجل التحقق من صحة النموذج المفاهيمي وضمان موثوقية البيانات، تمت الخطوات التالية:

- إجراء مسح رئيسي.
- استخدام (SEM) لهذا البحث كطريقة تحليل متعددة المتغيرات.
- إجراء تحليل المسار والتحليل العاملي مما أدى إلى توافق جيد مع النموذج المفاهيمي المقترح ودعم جميع الفرضيات الموضوعة لهذا البحث.
- مناقشة نتائج تحليل البيانات الكمية.

3إعادة النظر في مفهوم الحوكمة والقرار التمويلي

أظهرت مراجعة الأدبيات المقدمة في الفصول السابقة أن الحوكمة عبارة عن مجموعة من العلاقات بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين تتضمن الهيكل الذي من خلاله يتم وضع أهداف الشركة والأدوات التي يتم بها تنفيذ هذه الأهداف ويتحدد بها أسلوب متابعة

الأداء (Bureau du surintendant des institutions financière canada, 2013,p 02). كما أنها مجموع الآليات التنظيمية التي من شأنها أن تحد سلطات المسيرين وأن تؤثر في قرارهم، أي أنها مجموع الآليات التنظيمية التي تحكم تصرفات المسيرين وتحد من سلطاتهم التقديرية (Carreaux , Desbrieres , 1997,p02).

افتراض بعض الباحثين أن الحوكمة كآلية تتيح القدرة للمؤسسة على اتخاذ القرار التمويلي الصائب (OECD, 2004). بالإضافة إلى ذلك، فإن العوامل الأخرى المحددة في الأدبيات التي تؤثر على القرار التمويلي تشمل إطار فعال لحوكمة المؤسسات (OECD, 2004; langand Freind,1988)، دور أصحاب المصالح (OECD, 2004; Wessels and Titman,1988)، المعاملة العادلة لجميع المساهمين (OECD, 2004)، حقوق المساهمين (OECD, 2004; Waworuntu et al. ,2014)، الإفصاح والشفافية (OECD, 2004)، مسؤوليات مجلس الإدارة (OECD, 2004).

على الرغم من أن مبادرات الحوكمة بدأت متأخرة في دول شمال إفريقيا بما فيها الجزائر مقارنة بأجزاء أخرى من العالم مثل أوروبا وأمريكا الشمالية، مازالت تترجح في مراتب متدنية (الجزائر التزمت كغيرها من الدول بضمان حوكمة جيدة لمؤسساتها وهياكلها، لتحقيق مستويات أداء أفضل وتماشيا مع هذه المستجدات العالمية وفي سنة 2007 انعقد أول ملتقى دولي حول "الحكم الراشد للمؤسسات" "الحكم الراشد هو التسمية الرسمية المعتمد في الجزائر لمفهوم الحوكمة"، كان بداية لتبلور الأفكار المتعلقة بنظام الحوكمة في الجزائر والذي يتماشى مع خصائص المؤسسات الجزائرية دون غيرها. في هذا الصدد تم إعداد وصدور ميثاق جزائري للحوكمة بالمؤسسات الجزائرية سنة 2009 ينطوي على أهم المبادئ التي يجب تطبيقها، يهدف أساسا إلى الاستفادة من التجارب الناجحة ومحاولة إسقاطها على المؤسسات الجزائرية في سبيل تحسين أدائها والرفع من قدراتها التنافسية سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي). مع ذلك، مازال اتخاذ القرار التمويلي الصائب للمؤسسة يشكل تحدي، إذ يعتبر فهم هذا التأثير مهم، هناك نقص في الدراسات التي أجريت في دول شمال إفريقيا خاصة الجزائر والتي بحثت في تأثير الحوكمة على القرار التمويلي. هذه الأسباب تجعلها سياق مناسب للتحقيق في تأثير الحوكمة على القرار التمويلي. من أجل ذلك تم تطوير نموذج مفاهيمي بناءً على النماذج التي اقترحتها (OECD, 2004; langand 2014, Waworuntu et al. ,1988; Wessels and Titman,1988; Freind) وبدعم من عدة نظريات. هناك ستة عوامل حاسمة في سياق الحوكمة والتي تتم مناقشتها حالياً بشكل منفصل في الأدبيات، تم مراجعتها وتجميعها لاقتراح فرضيات لفحص علاقاتها مع الحوكمة. تم التحقق من صحة النموذج المفاهيمي وثبت

أنه يعمل بشكل جيد حيث تم دعم جميع الفرضيات السبعة المقترحة لهذا البحث بناءً على 40 إجابة وردت من مدراء ومسؤولي المؤسسات الجزائرية محل الدراسة.

4 التحقق والتثبت من أداة البحث

من أجل التحقق من صحة نتائج البحث، من الضروري إجراء موثوقية وصلاحية أداة البحث قبل وبعد جمع البيانات (Hair et al., 2010; Straub et al., 2004) تم استخدام الموثوقية المركبة لقياس الموثوقية. أظهرت نتائج تحليل الموثوقية والصلاحية التي تم إجراؤها على أدوات الاستطلاعات الرئيسية أن قيم معامل الموثوقية المركبة لكل بعد أكبر من (0.70) حسب (Hulland (1999)، فهي معنوية ومقبولة من الناحية الإحصائية. بالتالي وجود موثوقية لنموذج القياس المستعمل.

لذلك، يمكن الاستنتاج أن أدوات البحث المستخدمة في المسح كانت صحيحة وموثوقة.

بعد اعتماد (SEM) لهذا البحث وإجراء (CFA)، تم استخدام الصلاحية المتقاربة لقياس صلاحية البناء (Hair et al., 2010). تم فحص الصلاحية المتقاربة من خلال استخدام عمليات تحميل موحدة لجميع الأبعاد، (AVE) و (CR). تم تحقيق القيمة المقبولة للتحميل المعيارية وكانت (CR) و (AVE) لجميع الأبعاد أعلى من 0.5 و 0.7 على التوالي. لهذا نتج عن هذه الصلاحية المتقاربة صلاحية جيدة لنموذج القياس.

5 أهمية النتائج التجريبية

1.5 نظرة عامة عن النتائج

بعد مراجعة الأدبيات وتحقيق الأهداف والغاية المتفق عليها لهذا البحث، يتكون النموذج المفاهيمي المطور من ثمانية تراكيب وسبع فرضيات بين هذه التراكيب، التي تم شرحها سابقاً تم التحقق من صحة النموذج المفاهيمي وبناءً عليه تم إجراء تحليل المسار وتم توضيح النتائج تجدر الإشارة إلى أن جميع الإجابات تمثل تصور المدراء ومسؤولي المؤسسات الجزائرية محل الدراسة، لكل بعد وعلاقة محددة ضمن النموذج المفاهيمي.

تظهر نتائج تحليل المسار أن الفرضيات الإحصائية السبعة المقترحة لهذا البحث كالاتي :

1- العلاقة بين إطار حوكمة المؤسسات والحوكمة دالة إحصائياً ويوجد تأثير إيجابي كبير، بالتالي هذه النتيجة تُدعم الفرضية الأولى (H1a).

2- العلاقة بين الإفصاح والشفافية والحوكمة دالة إحصائياً ويوجد تأثير إيجابي كبير، بالتالي هذه النتيجة تُدعم الفرضية الثانية (H1b).

- 3- العلاقة بين المعاملة العادلة للمساهمين والحوكمة دالة إحصائياً ويوجد تأثير إيجابي، بالتالي هذه النتيجة تُدعم الفرضية الثالثة (H1c).
- 4- العلاقة بين حقوق المساهمين والحوكمة دالة إحصائياً ويوجد تأثير إيجابي، بالتالي هذه النتيجة تُدعم الفرضية الثالثة (H1d).
- 5- العلاقة بين دور أصحاب المصالح والحوكمة غير دالة إحصائياً، بالتالي هذه النتيجة لا تُدعم الفرضية الخامسة (H1e).
- 6- العلاقة بين مسؤوليات مجلس الإدارة والحوكمة دالة إحصائياً ويوجد تأثير إيجابي كبير، بالتالي هذه النتيجة تُدعم الفرضية السادسة (H1f).
- 7- العلاقة بين الحوكمة والقرار التمويلي دالة إحصائياً ويوجد تأثير عكسي، بالتالي هذه النتيجة تُدعم الفرضية السابعة (H2).

2.5 إجابات على أسئلة البحث (السؤال الرئيس والأسئلة الفرعية)

تم طرح السؤال البحثي الرئيسي: ما مدى تأثير الحوكمة على القرارات التمويلية في المؤسسات الجزائرية؟
والأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هي العوامل التي تؤثر على الحوكمة؟
 2. كيف تؤثر هذه العوامل على الحوكمة؟
 3. كيف يمكن ربط الحوكمة بالقرار التمويلي؟
 4. ما مدى التزام وحرص المؤسسات على تطبيق آليات الحوكمة؟
 5. ما هو واقع تطبيق الحوكمة في المؤسسات الجزائرية؟
- بناءً على النتائج المعروضة سابقاً، تم دعم الفرضيات السبعة المقترحة لهذا البحث. لذلك، تقدم المباحث التالية إجابات للأسئلة الفرعية الخمسة.

3.5 نتائج اختبار الفرضيات

تم اقتراح سبع فرضيات من بين الأبعاد الستة المحددة في النموذج المفاهيمي. تم دعم جميع الفرضيات السبع من خلال النتائج التجريبية والتي تمثل تصور مسؤولي ومدراء المؤسسات الجزائرية

محل الدراسة لكل بعد وعلاقة محددة داخل النموذج المفاهيمي. سيتم مناقشة كل فرضية على حدة وتؤكد ما إذا كانت كل فرضية قد تم تأكيدها من خلال البيانات التي تم جمعها أم لا.

1.3.5 الفرضية الأولى (H1a) إطار فعال للحوكمة والحوكمة

إن وجود إطار فعال للحوكمة يعد أمر جوهري لتبني الحوكمة كنظام وهذا يتطلب نهجا شاملا يطبق بفعالية ويتم تأسيسه على جميع مستويات المؤسسة.

تم التحقيق في إطار الحوكمة على نطاق واسع من قبل العديد من الباحثين وتم تحديده كمبدأ أساسي للحوكمة كما هو مبين دراسة منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (2004). حيث يعتبر وجود إطار للحوكمة نقطة البداية لتبنيها وتطبيقها.

تظهر نتيجة (H1a) أن وجود إطار فعال للحوكمة له تأثير إيجابي كبير على الحوكمة لذا فإن (H1a) مدعومة. تتوافق هذه النتيجة مع نتائج مراجعة الأدبيات (OECD, 2004; langand Freind, 1988) لتفسير نتائج الفرضية (H1a)، يرى المدراء المسؤولون أنه في وجود إطار فعال للحوكمة في المؤسسة، فإنه يستلزم وجود آلية حوكمة ناجعة وتعزز موقع المؤسسة في مصفوفة الحكم الراشد. من الناحية العملية، يمكن من تعزيز الشفافية والنزاهة وأن يتوافق مع أحكام القانون وأن يحدد توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية بكل وضوح.

2.3.5 الفرضية الثانية (H1b) الإفصاح والشفافية والحوكمة

وفقاً للأدبيات، يُنظر إلى الإفصاح والشفافية على أنه مبدأ من مبادئ الحوكمة، يعني ضمان النزاهة والشفافية في إجراء إدارة الشركات والأفراد وترشيد القرارات من خلال توصيل المعلومة الصحيحة، الواضحة والشاملة عن أداء الشركة لجميع الأطراف ذات العلاقة بالشركة.

كما لا يتعلق الإفصاح والشفافية عن المعلومات اللازمة فقط لترشيد القرارات في الشركة، بل يتعداه ليشمل الإفصاح عن التقارير العامة للمؤشرات الدالة على الالتزام بمبادئ الحوكمة طبقاً لتوصية سوق نيويورك للأوراق المالية. عليه يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات الكشف في الوقت المناسب وبشكل دقيق لجميع الأمور المتعلقة بالشركة بما في ذلك الوضع المالي والإداري وحقوق الملكية والكشف عن المعلومات المتعلقة بالنتائج المالية والتشغيلية، بالإضافة إلى معلومات حول أهداف الشركة والمخاطر الجوهرية المتوقعة لمراقبة استثماراتها ومعلومات حول إدارة الشركة مثل ملكية الأسهم وحقوق التصويت، أعضاء مجلس الإدارة المديرين التنفيذيين الرئيسيين، سياسة التعويضات والمكافآت لأعضاء

مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، كما يجب أن تخضع المعلومات المالية التي يتم إعدادها وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة المالية والقيام بتدقيق حسابات الشركة من قبل مدقق حسابات مستقل بالشكل الذي يضمن الفحص الدقيق وإعداد التقارير حول الوضع المالي الحقيقي للشركة الذي يساعد المستثمرين والمحللين في مقارنة أداء الشركات وتمكينهم من اتخاذ القرارات المناسبة (Gregory and Simms, 1999). تظهر نتيجة اختبار (H1b) أن الإفصاح والشفافية له تأثير إيجابي على الحوكمة. تتماشى هذه النتيجة مع نتائج الأبحاث السابقة (Gregory and Simms, 1999; oecd, 2004).

3.3.5 الفرضية الثالثة (H1c) المعاملة العادلة للمساهمين والحوكمة

ترتبط المعاملة العادلة للمساهمين ارتباطاً وثيقاً بالحوكمة، على هذا يجب أن يضمن نظام الحوكمة المعاملة العادلة لجميع المساهمين بما في ذلك الأقلية والمساهمين الأجانب وأن تتاح الفرصة لجميع المساهمين للحصول على تعويض فعال مقابل انتهاك حقوقهم.

وفي هذا الإطار يجب أن يُعامل المساهمون المنتمون إلى نفس الفئة معاملة متكافئة وذلك من خلال منحهم نفس حقوق التصويت، كما يجب أن يتمكن هؤلاء المساهمون من الحصول على المعلومات المتصلة بحقوق التصويت الممنوحة لكل الفئات وذلك قبل قيامهم بشراء الأسهم كما يجب أن تكون أية تغييرات مقترحة في حقوق التصويت خاضعة لموافقة تلك الطبقات من الأسهم التي تتأثر سلباً بنتيجة التغيير. كما ينبغي أن يتم الإدلاء بالأصوات عن طريق مرشحين لهذا الغرض بطريقة يتم الاتفاق عليها مع المستفيد من ملكية السهم. يجب إلغاء جميع العراقيل التي تعيق عملية التصويت. مع التأكيد على أن العمليات والإجراءات الخاصة بالاجتماعات العامة تحقق لجميع المساهمين المعاملة المتكافئة. كما يجب أن لا تسفر إجراءات الشركة عن صعوبة أو عن ارتفاع في تكلفة التصويت ويجب منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح والشفافية ويطلب من أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تخص الشركة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. تظهر نتيجة اختبار (H1c) أن للمعاملة العادلة للمساهمين تأثير إيجابي على الحوكمة. تتماشى هذه النتيجة مع نتائج بحوث سابقة (OECD, 2004; Abu- Tapanjeh, 2009).

4.3.5 الفرضية الرابعة (H1d) حقوق المساهمين والحوكمة

ينبغي في نظام الحوكمة توفير الحماية للمساهمين وممارسة حقوقهم وإعطائهم الفرصة للمشاركة الفعالة والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، إضافة إلى معرفتهم بالقواعد والتنظيمات التي

تحكم اجتماعات الجمعية العامة، كما يجب الإفصاح عن الهياكل والترتيبات الرأسمالية التي تمكن بعض المساهمين من الحصول على درجة من السيطرة لا تتوافق مع ملكيتهم من الأسهم والسماح للأسواق العمل بكل كفاءة وشفافية وتسهيل ممارسة جميع المساهمين لحقوق الملكية بما فيهم المستثمرون المؤسسون.

تظهر نتيجة الفرضية (H1d) أن حقوق المساهمين لها تأثير إيجابي كبير على الحوكمة لذلك يتم دعم هذه الفرضية الرابعة. تتوافق هذه النتيجة مع نتائج مراجعة الأدبيات (OECD, 2004; Abu-Tapanjeh, 2009).

5.3.5 الفرضية الخامسة (H1e) دور أصحاب المصالح والحوكمة

يجب أن يعترف نظام الحوكمة بحقوق أصحاب المصالح في المؤسسة بموجب قانون أو من خلال اتفاقيات متبادلة وأن يساهم التعاون النشط بين المؤسسات وأصحاب المصالح في خلق الثروة وفرص العمل واستمرارية المؤسسات. من خلال احترام أصحاب المصالح التي ينشئها القانون أو تكون نتيجة لاتفاقية متبادلة. كما ينبغي تعويض أصحاب المصالح في حال انتهاك حقوقهم والسماح لهم بوضع وتطوير آليات لتعزيز الأداء من أجل مشاركة العاملين وكذلك حصولهم على المعلومات المناسبة بالقدر الكافي والوقت المناسب، كما يتحتم عليهم تبليغ مجلس الإدارة عن الممارسات غير الأخلاقية والانتهاكات في حقوقهم.

حيث أن الالتزام بهذه الإرشادات يساهم على تشجيع التعاون بين المؤسسة وبين أصحاب المصالح والحفاظ على حقوقهم القانونية وتعويضهم في حال انتهاكها وكذا مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة.

تظهر نتيجة الفرضية (H1e) أن دور أصحاب المصالح له تأثير سلبي على الحوكمة.

لتفسير نتيجة الفرضية (H1e) يرى المدراء والمسؤولين في المؤسسات أن تعارض المصالح وانتهاك الحقوق والممارسات المشبوهة الراجع لضعف وعدم نجاعة الأنظمة الرقابية سواء العامة مثل هيئة سوق المال، البورصة أو المباشرة مثل المساهمون، مجلس الإدارة، لجنة المراجعة، المراجعين الداخليين، المراجعين الخارجيين يؤثر سلبا على الحوكمة .

6.3.5 الفرضية السادسة (H1f) مسؤوليات مجلس الإدارة والحوكمة

يجب أن يتضمن نظام الحوكمة مخطط استراتيجي وتوجيهي للمؤسسة والآلية التي يشرف بها مجلس الإدارة على الإدارة، إضافة إلى مساءلته أمام الشركة والمساهمين، كما يجب عليه القيام بعدة وظائف مثل مراجعة ومراقبة جميع الأمور المتعلقة بأداء الشركة واختيار ومراقبة المسؤولين التنفيذيين الرئيسيين ووضع إستراتيجية تحديد الأهداف، بالإضافة إلى ذلك فإن مجلس الإدارة مسؤول عن مراجعة الخطط والتغرات أثناء التطبيق ويقع على عاتق مجلس الإدارة مسؤولية إعداد إستراتيجية المؤسسة وتوجيهها وخطط العمل الرئيسية والموازنات التقديرية وسياسة المخاطر ووضع أهداف الأداء ومراجعة التنفيذ.

كما يشرف على متابعة ممارسات الحوكمة وإجراء التغييرات إذا لزم الأمر ويختار ويحدد سياسة المكافآت والرواتب والإشراف على كبار التنفيذيين بالمؤسسة ويراعي التناسب بين مكافآت كبار التنفيذيين بالشركة مع ضمان الشفافية في عملية ترشيح مجلس الإدارة وانتخابه ورقابة وإدارة أي تعارض محتمل في مصالح المؤسسة وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين ويسهر على نزاهة حسابات المؤسسة ونظام إعداد قوائمها المالية بما في ذلك المراجعة المستقلة والحرص على وجود نظم إدارة المخاطر والرقابة المالية ورقابة العمليات، كذلك الإشراف على عمليات الإفصاح.

تظهر نتيجة اختبار (H1f) أن مسؤوليات مجلس الإدارة لها تأثير إيجابي على الحوكمة، تتماشى هذه النتيجة مع نتائج الأبحاث السابقة (Shanicat and Abbadi, 2011; oecd, 2004). لتفسير نتيجة الفرضية (H1f)، يرى المدراء والمسؤولين في المؤسسات أن لمجلس الإدارة مسؤولية كبيرة في تبني نظام الحوكمة وتطبيق آليته في واقع المؤسسة.

7.3.5 الفرضية السابعة (H2) الحوكمة والقرار التمويلي

تظهر نتيجة الفرضية (H2) أن العلاقة بين الحوكمة و القرار التمويلي علاقة عكسية. لتفسير نتائج الفرضية (H2)، يرجع إلى وجود حوكمة ضعيفة أو غير فعالة في المؤسسات الجزائية مما قد يؤدي إلى قرارات تمويلية مفرطة وغير مدروسة أو محفوفة بالمخاطر بالشكل الذي يؤثر على الاستدامة المالية للشركة أو هناك خلل في آليات الرقابة وعدم نجاعتها وأن عدم احترام وتطبيق مبادئ الحوكمة في المؤسسات الجزائية يؤثر سلبا على اتخاذ القرار التمويلي .

6 تفسير النتائج

تم اختبار جميع الفرضيات المقترحة لهذا البحث من خلال النتائج. يمكن تلخيص تسلسل وتدفق النتائج على النحو التالي:

الحوكمة مع الأخذ بعين الاعتبار المبادئ الستة (إطار حوكمة المؤسسات، الإفصاح والشفافية، المعاملة العادلة للمساهمين، حقوق المساهمين، دور أصحاب المصالح ومسؤوليات مجلس الإدارة) تؤثر على القرار التمويلي.

ومع ذلك، كان من المتوقع أن تكون العلاقات بين دور أصحاب المصالح والحوكمة إيجابية. يمكن تفسير الآثار السلبية المهمة على النحو التالي: يؤدي تعارض المصالح وتنازعها إلى إرباك في نظام الحوكمة مما يؤثر سلباً على اتخاذ القرار السليم. يجب مراعاة هذا العامل في أي تبني للحوكمة في أي أجنحة لترشيد القرار التمويلي والواضح من النتائج التجريبية أن المدراء والمسؤولين يدركون أن للحوكمة أهمية بالغة في المؤسسة لترشيد قرارها التمويلي وتصويبه.

7 خاتمة الفصل

تم تحديد علاقة وتأثير الحوكمة على القرار التمويلي على أنها الفجوة البحثية الرئيسية وعلى هذا النحو، فقد تم التطرق إليها بناءً على نتائج تحليل البيانات الواردة في الفصل الرابع، ناقش هذا الفصل هذه النتائج وربطها بالأدبيات بالإضافة إلى تقديم التبريرات والتفسيرات من منظور عملي.

حيث تم تقديم لمحة عامة عن البحث والتي تضمنت إعادة النظر في الأدبيات ذات الصلة وأسباب إجراء هذا البحث بالإضافة إلى أهميته للمعرفة العلمية والممارسة العملية. بعد ذلك، تم تقديم إجابات لسؤال البحث الرئيس والأسئلة الفرعية المتفق عليها لهذا البحث وكذلك نتائج اختبار الفرضيات وربطها بالأدبيات ومناقشتها بشكل شامل ومبرر مع الأخذ في الاعتبار أن هذا البحث مبني على وجهة نظر المدراء الإطارات في جميع التراكيب والعلاقات المحددة في الإطار المفاهيمي. تجدر الإشارة إلى أن النتائج التجريبية لهذا البحث تتفق مع نتائج مراجعة الأدبيات. بالإضافة إلى ذلك، فإن جميع الفرضيات المقترحة لهذا البحث مدعومة بالنتائج التجريبية.

من النقاط التي يجب أخذها بعين الاعتبار من قبل الحكومة وصانعي السياسات أن مبادئ الحوكمة جديرة بالدراسة والتحيين والتطبيق في جميع المؤسسات سواء العمومية أو الخاصة، على هذا النحو ينبغي النظر في عوامل أخرى على سبيل المثال لا الحصر دور أصحاب المصالح في جميع الوظائف والأنشطة الخاصة باتخاذ القرار التمويلي الصائب والسديد.

سيتم تقديم المساهمات النظرية والعملية لهذا البحث في الخاتمة العامة.

الخاتمة العامة

أظهرت مراجعة الأدبيات إلى أن ترشيد القرار التمويلي مازال تحدي قائم وي طرح مشكلة في المؤسسات الجزائرية. في الأدبيات السابقة، كان يُنظر إلى الحوكمة على أنها حل لهذا الإشكال، حيث تم نشر وتنفيذ عدد من مشاريع الحوكمة وآلياتها وحلولها في جميع أنحاء العالم، من ناحية أخرى استمر اتخاذ القرارات التمويلية بالشكل الكلاسيكي.

من خلال مراجعة الأدبيات السابقة، يمكن أن نستنتج أن هناك فجوة بحثية في الأدبيات وهي نقص في الأدبيات التي بحثت في علاقة وتأثير الحوكمة على القرار التمويلي.

تم تحديد عدة عوامل في الأدبيات التي تؤثر على القرار التمويلي، مثل وجود إطار فعال للحوكمة (OECD, 2004)، الإفصاح والشفافية (Gregory and Simms, 1999)، المعاملة العادلة للمساهمين (OECD, 2004)، حقوق المساهمين، دور أصحاب المصالح (OECD, 2004). مسؤولية مجلس الإدارة (OECD, 2004)، مع ذلك لا يوجد بحث شامل حقق في هذه العوامل مجتمعة وبالتفصيل ولم يتفق على مجموعة من العوامل المشتركة التي تساهم في القرار التمويلي. ركزت العديد من الأدبيات إلى حد كبير على آليات الحوكمة وتطبيقاتها الفنية وترشيد القرار التمويلي وتصويبه مع تأثير محدود على الممارسة.

بعبارة أخرى، ركزت معظم الدراسات السابقة على أنظمة الحوكمة وآلياتها التي تواجه المؤسسة وتجاهلت إلى حد ما القرار التمويلي الذي تُبنى عليه أجندة المؤسسة المالية. لذلك، هناك فجوة بحثية وجب سدها لاكتساب رؤية أعمق للقرار التمويلي وعلاقته بالحوكمة.

على هذا النحو، كان الهدف من هذا البحث هو التحقيق في علاقة وتأثير الحوكمة على القرار التمويلي.

تم اختيار مجموعة من المؤسسات الجزائرية لإجراء هذا البحث لأنها تسعى لتبني مبادئ الحوكمة وتطبيق آلياتها، لكن التحديات المتعلقة بالقرار التمويلي التي تواجهها المؤسسات الجزائرية حالياً مازالت قائمة. بالإضافة إلى نقص الدراسات التي أجريت في الجزائر والتي بحثت في العلاقة بين الحوكمة والقرار التمويلي شكل هذا الأساس المنطقي لاختيارها كسياق تجريبي لهذه الدراسة.

تطرق هذا البحث ونتائجه إلى أدبيات التسيير العمومي الحديث ولاسيما مجالات مالية المؤسسة وطرق اتخاذ القرار. سيتم تقديم عدد من المساهمات المهمة في الأدبيات الموجودة تمثلت في:

في حدود معرفة الباحثة، يُعد هذا البحث من البحوث الأولى التي تطرقت إلى العلاقة بين الحوكمة والقرار التمويلي من منظور المدراء والإطارات. لذلك يعتبر هذا البحث بمثابة مساهمة في حقل المعرفة الموجودة.

كانت الفجوة البحثية الرئيسية التي تم العثور عليها في هذا البحث هي نقص المعرفة حول علاقة وتأثير الحوكمة على القرار التمويلي. على هذا النحو كان الهدف المتفق عليه لهذا البحث يتماشى مع الفجوة البحثية المحددة. وفقاً للنتائج المتحصل عليها، فإن الحوكمة لها تأثير قوي وعكسي على القرار التمويلي.

بصرف النظر عن الحوكمة، تمت مناقشة عوامل أخرى في الأدبيات لفهم القرار التمويلي وترشيده. مع الإشارة إلى أنه لم يتم التطرق ومناقشة كل العوامل الأخرى المؤثرة مجتمعة بشكل كلي وشامل في الأدبيات. لمعالجة هذا الأمر، أظهرت نتائج هذا البحث أن مبادئ الحوكمة الستة هي عوامل رئيسية تؤثر على القرار التمويلي. بالإضافة إلى ذلك أوضح هذا البحث كيفية ارتباطها ببعضها البعض. كما هو مبين في النموذج المفاهيمي المطور وتوضيح التأثيرات الإجمالية لجميع المسارات في النموذج المفاهيمي.

نظراً لأن الهدف من هذا البحث هو التحقيق في تأثير الحوكمة على القرار التمويلي، فإن نفس الحجج المذكورة أعلاه بحاجة إلى تحديد مجموعة مشتركة من العوامل التي تؤثر على القرار التمويلي، تنطبق على الحوكمة. وفقاً لنتائج هذا البحث، تم العثور على إطار فعال لحوكمة المؤسسات (OECD, 1988; lang and Freind, 2004)، دور أصحاب المصالح (OECD, 2004; Wessels and Titman, 1988)، المعاملة العادلة لجميع المساهمين (OECD, 2004)، حقوق المساهمين (OECD, 2004; Waworuntu et al. 2014)، الإفصاح والشفافية (OECD, 2004)، مسؤوليات مجلس الإدارة (OECD, 2004). بالإضافة إلى ذلك أوضح البحث كيف تؤثر هذه العوامل الستة على الحوكمة، وجد أن كل هذه العوامل لها تأثير إيجابي كبير على الحوكمة باستثناء دور أصحاب المصالح لها تأثير سلبي.

تظهر نتائج البحث أن عدم احترام مبادئ الحوكمة يؤثر بشكل سلبي على القرار التمويلي.

تتناول هذه النتيجة فجوة البحث من خلال إعادة التأكيد على أن الحوكمة تؤثر على القرار التمويلي، مما يساعد في تعزيز فهم العلاقة بينهما.

وجد هذا البحث أن دور أصحاب المصالح له أثر سلبي على الحوكمة والقرار التمويلي بسبب تداخل المصالح والشخصنة. يجب مراعاة العوامل الأخرى في هذه المعادلة، هي تبني مبادئ الحوكمة وتجسيدها. على الرغم من أن مفاهيم الحوكمة قد نوقشت في العديد من الأدبيات وتم تأسيسها كعامل

رئيسي لنجاح وتميز المؤسسة، إلا أن تأثيرها على القرار التمويلي لم يتم اختباره بشكل تجريبي في السياق الجزائري على حسب علم الباحثة.

تم دعم النموذج المفاهيمي والتحقق من صحته من خلال نظريات مناسبة سواء كانت النظرية الأساسية للنموذج بأكمله أو النظريات التي تدعم العلاقات المقترحة في النموذج.

فيما يتعلق بتعميم نتائج هذا البحث، فإن استخدام منهجية البحث الكمية يدعم تعميمها إلى حد ما في سياق باقي المناطق الجغرافية من الجزائر وكذلك دول شمال إفريقيا نظراً لقيمها وثقافتها المشتركة. في سياق هذا البحث، يعتبر استخدام تقنية النمذجة الهيكلية (SEM) والأدوات الإحصائية لتحليل البيانات (Spss و Smart PLS)، على وجه الخصوص إجراء التحليل العاملي التوكيدي وتحليل المسار مساهمة باعتبار أن هذه الدراسة هي الأولى من نوعها التي بحثت العلاقة بين الحوكمة والقرار التمويلي، هذا يمهّد الطريق لدراسات مماثلة في المستقبل.

تساعد المعرفة المكتسبة من المساهمات المذكورة أعلاه في فهم أفضل لترشيد القرار التمويلي. نظراً لأن هذا البحث يستند إلى منظور مدراء ومسؤولي المؤسسات الجزائرية محل الدراسة، فإن نتائجه تفيد القادة وواضعي السياسات وصناع القرار فيما يتعلق بمبادئ الحوكمة وترشيد القرار التمويلي. يقدم هذا البحث مجموعة من العوامل التي تساعد واضعي السياسات والجهات المعنية في فهم أفضل لمنطق الحوكمة ومبادئها وكيفية ترشيدها للقرار التمويلي.

يوضح النموذج المفاهيمي الذي تم تطويره لهذه الدراسة مفاهيم، الحوكمة، القرار التمويلي والعلاقات بين هذه المتغيرات. يمكن استخدام النموذج المفاهيمي كإطار مرجعي لكل من صانعي السياسات والباحثين من أجل فهم أفضل لترشيد القرار التمويلي ودور الحوكمة في هذا. كما يمكن استخدام النموذج المفاهيمي كأداة للتنبؤ يمكن استخدامها من قبل صناع القرار وواضعي السياسات لتصويب القرارات التمويلية.

ينبغي الأخذ بعين الاعتبار حقيقة أن دور أصحاب المصالح قد يسبب التنازع والتعارض بين الفاعلين في المؤسسة بسبب المصلحة الشخصية والأنانية، هذا الغموض في الدور يؤثر على نوعية وجودة القرار التمويلي المتخذ.

من الناحية العملية، هذا يعني أن المؤسسات على تنوعها بحاجة إلى قبول أفكار جديدة لتبني مبادئ الحوكمة لتحقيق التغيير المنشود الذي سيؤدي إلى ترشيد القرار التمويلي ويجب أن يكون المسؤولون والمدراء رفيعو المستوى في المؤسسات حريصين على القيام بالأشياء بشكل إبداعي وأن

يكونوا مرنين في تبني الإجراءات التي تحتاج إلى تغيير لتتوافق مع الوضعيات الجديدة وحل المشكلات فور ظهورها.

بالابتعاد عن التحديات الواردة أعلاه إلى مجال الآثار السياسية، يجب على المؤسسة أن تقبل وتعترف بتعقيد الحوكمة كظاهرة وترشيد القرار التمويلي. عند القيام بذلك، يجب أن تعالج أي سياسة مؤسساتية التحديات المذكورة أعلاه وتتغلب عليها على الأقل. على وجه التحديد تجاهل الفكرة القائلة بأن دور أصحاب المصالح من مبادئ الحوكمة. بدلاً من ذلك، يجب أن تأخذ في الاعتبار جميع العوامل المذكورة أعلاه في أي سياسة ترغب في إصدارها تتعلق بنفس الشيء. لهذا، هناك حاجة إلى بذل جهود جيدة التنسيق بين مختلف الفاعلين في المؤسسة.

تتمثل إحدى طرق تنفيذ ما ورد أعلاه في إعداد وإصدار ميثاق الحوكمة حيث يتم تضمين جميع العوامل التي تم إبرازها في هذا البحث وتقديم حلول للتحديات المحتملة التي قد تعيق نجاح آليات الحوكمة. يجب وضع إطار إداري استراتيجي مناسب إلى جانب أهداف ومؤشرات واضحة لضمان ترشيد القرار التمويلي.

لكل بحث حدود وقيود ونفس الشيء ينطبق على هذا البحث. يتم عرض القيود التي تمت مواجهتها في إنجاز هذا البحث.

لم يتم تضمين تأثير العوامل الأخرى مثل العوامل النفسية، الثقافية، الاجتماعية والتنظيمية على ترشيد القرار التمويلي ضمن العوامل المحددة لهذا البحث ولا النموذج المفاهيمي المطور. هذه المفاهيم حساسة ومهمة وتحتاج إلى فهم عميق واستقصاء في الدراسات المستقبلية.

تستند نتائج هذا البحث إلى منظور المدراء والإطارات في كل بناء وعلاقة محددة في النموذج المفاهيمي. لم يتم تناول وجهات النظر الأخرى مثل الإدارة الوسطى ومؤسسات القطاع الثالث هذا البحث. تم توزيع الاستبيان وجه لوجه مع المدراء الجزائريين، على هذا النحو يبدو أن غالبية المجيبين من متعلمين جيداً، مما قد يؤدي إلى تحيز النتائج بعض الشيء. على الرغم من توزيع الاستبيان على مدراء المؤسسات في مناطق مختلفة والتي تنتمي إلى مجموعة متنوعة من القطاعات والخلفيات الإدارية، لا يزال هناك ارتياب من أن العينة قد تم سحبها من عينة ذاتية الاختيار. فيما يتعلق بمعرفة الباحثة وجهوده في إجراء المسح الرئيسي.

على الرغم من أن نتائج هذا البحث قابلة للتطبيق بشكل خاص على الوضع والظروف المحددة للمكان الذي أجريت فيه هذه الدراسة (بعض ولايات الوطن)، فإن التعميم داخل التراب الوطني وكذلك منطقة شمال إفريقيا يكون عادل لأن معظمها لها عوامل مشتركة (سياسية، اقتصادية، اجتماعية وثقافية).

توفر القيود المشار إليها أعلاه مسارات للبحث في المستقبل والتي من شأنها إثراء وتوليف أدبيات التسيير العمومي الحديث ولاسيما مجالات الحوكمة وترشيد القرار التمويلي.

انطلاقاً من القيود المذكورة أعلاه، يقدم هذا البحث عدداً من الاقتراحات والتوصيات للبحث المستقبلي التي قد تؤدي إلى إثرائه وتقويته.

كما ذكر سابقاً، قد تلعب المفاهيم الثقافية والاجتماعية دوراً مهماً في سياق مشابه لهذه الدراسة لذلك قد تتطرق الأبحاث المستقبلية لتأثير هذه العوامل على كل من الحوكمة والقرار التمويلي. بالتالي يمكن توسيع النموذج المفاهيمي ليشمل العوامل الثقافية والاجتماعية والتنظيمية ومن ثم ربطها بالعوامل المشار إليها في هذه الدراسة حسب الاقتضاء.

لضمان تغطية المستجوبين الذين يستخدمون الإنترنت في هذا البحث وتجنب مخاطر الاختيار الذاتي، يمكن توزيع إستبيان إلكتروني بالتوازي مع توزيع الاستبيان وجه لوجه، بالإضافة إلى ذلك قد تتغلب زيادة حجم العينة على أي تحيز محتمل في النتائج نحو اتجاه معين، من خلال إجراء مسح شامل لمختلف جهات الوطن.

يمكن إجراء هذا البحث في دولة أخرى في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. نظراً لأن معظم هذه الدول تشترك تقريباً في نفس الهياكل السياسية والاقتصادية والثقافية، سيكون من المثير للاهتمام إجراء دراسات معيارية بين هذه الدول وكذلك مناطق أخرى من العالم خاصة الدول الرائدة عالمياً في مجال الحوكمة.

استند هذا البحث إلى تصورات المدراء حول جميع التركيبات والعلاقات المحددة في النموذج المفاهيمي. لذلك قد تعطي البحوث المستقبلية وجهات النظر الخاصة بالمواطنين ومنظمات القطاع الثالث. يمكن استخدام الجنس والعمر ومستوى التعليم والخبرة المهنية كمتغيرات ضابطة في أي بحث مستقبلي والذي سيوضح دورها وتأثيرها على النتائج.

حقق هذا البحث في العلاقة والتأثير بين الحوكمة والقرار التمويلي، حيث تم عرض نتائج هذا البحث ومناقشتها في الفصول السابقة وتقديم عدد من المساهمات البحثية وكذلك الآثار العملية لصناع القرار وواضعي السياسات. ثم عرض ومناقشة قيود البحث والاقتراحات والتوصيات وكذلك آفاق البحث المستقبلية.

على حسب علم الباحثة، فإن هذا البحث يعتبر من الدراسات الأولى من نوعها في الجزائر التي بحثت من منظور المدراء الجزائريين في العلاقة بين الحوكمة والقرار التمويلي.

ولهذا الغرض، تم اختبار نموذج مفاهيمي تم تطويره والتحقق من صحته وثبت أنه يعمل بشكل جيد.

مرة أخرى، فيما يتعلق بمعرفة الباحثة، هذا النموذج المفاهيمي هو من بين النماذج الأولى التي بحثت في العلاقة والتأثير بين نفس المفاهيم المذكورة أعلاه. لذلك يعتبر هذا البحث مساهمة جديدة في حقل المعرفة.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المراجع

بالعربية:

- 1- (الطراونة، 2002) الطراونة م.م، 2002، قياس تكلفة الأموال في منشآت الأعمال، مجلة، العدد 17
- 2- (العامري، 2010) العامري، م، 2010، الإدارة المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن
- 3- (الميداني، 1993) الميداني م.م، 1993، الإدارة المالية التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن الظهران
- 4- (النعيمي، خرشة، 2007) النعيمي .ع، خرشة.ي، 2007، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن
- 5- (الهندي، 2003) الهندي م.م، 2003، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، الكتاب العربي الحديث، الإسكندرية
- 6- (أندراوس، 2008) أندوراس .ع، 2006، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، بدون الطبعة، مصر
- 7- (بلعدي، 2008) بلعدي.ع، 2008، التمويل برأس المال المخاطر -دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص اقتصاد إسلامي، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية قسم الشريعة الإسلامية، جامعة الحاج لخضر - باتنة
- 8- (بن الضب، 2009) بن الضب.ع، 2009، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة
- 9- (بن علي، صالح، 2018) بن علي.ع، صالح.ر، 2017، الملتقى الوطني حول إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مداخلة بعنوان آليات دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الشهيد حمة لخضر -الوادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 06-07 ديسمبر 2017
- 10- حسان، ن، 2020، التمويل الايجاري كآلية حديثة في التنمية الاقتصادية، دراسات وأبحاث المجلة العربية للأبحاث والدراسات في العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 12، العدد 4،

- 11- (عثمان، 2008) عثمان م.، 2008، أثر مخففات مخاطر الائتمان على قيمة البنوك: دراسة تطبيقية على قطاع البنوك التجارية الأردنية باستخدام معادلة T'obin's، أطروحة دكتوراه في الفلسفة في تخصص المصارف، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مصر
- 12- (لسوس، 2004) لسوس م.، 2004، التسيير المالي: تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، للنشر والتوزيع
- 13- (عبد السلام، 2017) عبد السلام ح.، 2017، محددات الهيكل التمويلي وأثره على قيمة المنشأة في ظل النظام التقليدي ونظام المشاركة، مدخل مقارن، دراسة تشخيصية للهيكل المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس سطيف، كلية العلوم الاقتصادية
- 14- إبراهيم . ل، 2020، القروض البنكية وإجراءات منحها، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، دراسات اقتصادية المجلد 10 العدد 28
- 15- الإبراهيم. ع، 2010، العلاقة بين المدارس الإدارية وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات ودورها في اتخاذ القرارات الإدارية (دراسة ميدانية لدى مديري وضباط تدريب مراكز التدريب المهني في الأردن)، مجلة جامعة دمشق، المجلد 26
- 16- أبو عواد. ب، الكبيحي م.، 2014، أثر الحوكمة المؤسسية في الأداء المالي للبنوك التجارية الفلسطينية- دراسة تطبيقية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، المجلد 21، العدد 03
- 17- أبو كرش. ش، 2005، إدارة مخاطر الائتمان المصرفي، بحث مقدم في المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، يومي 8-9 ماي 2005
- 18- أحمد. ص، صادق. ص، ياسين. ب، 2018، آليات حوكمة الشركات وأجهزة دعمها لتعزيز الأداء الاقتصادي في الجزائر، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 03
- 19- أحمد. أ، عبد الله. ع، 2020، أثر إدارة المعرفة على اتخاذ القرارات الإدارية في الجامعات الليبية، المجلة الجزائرية للاقتصاد السياسي، المجلد 02، العدد 01
- 20- أحمد وآخرون، 2017، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 01، العدد 01
- 21- أحمد. ب، السعيد. ب، 2007، تكلفة الأموال في المنشآت المصرفية، مجلة البحوث والدراسات العلمية، المجلد 01، العدد 01

- 22- أحمد.ش، 1996، إدارة المنظمات التعليمية رؤية معاصرة للأصول العامة، ط 1، دار المعارف، مصر
- 23- الأحمد. ف، 2013، دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد قرارات الاستثمار والتمويل، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 08
- 24- أحميدة. أ، 2019، العلاقة بين حوكمة الشركات وممارسات الإفصاح البيئي في البيئة الليبية، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية الجامعة الاسمرية الإسلامية، العدد 13
- 25- إلهام. ب، 2013، أهمية ودور نظم المعلومات في اتخاذ القرارات في قطاع المحروقات سكيكدة، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 13، 2013
- 26- أمال .ح، 2019، دور الحوكمة في إدارة المخاطر والوقاية من الأزمات المالية، أطروحة الدكتوراه غير منشورة في العلوم إقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، فرع علوم مالية، جامعة سيدي بلعباس
- 27- أمير.م، 2016، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 16
- 28- أمين.ر، 2018، أثر تطبيق حوكمة الشركات على جودة القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي، دراسة تطبيقية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم التجارية، جامعة سطيف
- 29- أمينة.ح، 2019، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة الجزائر، ، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية تخصص مالية المؤسسة، جامعة مستغانم
- 30- إيمان.أ، 2020، تأثير خيار التمويل بالديون على أداء المؤسسات في ظل النظريات الحديثة للهيكل المالي، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11، العدد 01
- 31- أيمن. ع، 2018، دور المراجعة الداخلية في اتخاذ القرار في ظل حوكمة المنظمات الاقتصادية، دراسة حالة سوناطراك، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 4، العدد 02
- 32- بحشاشي. ر، 2013، واقع وأفاق الإجارة المنتهية بالتملك في البنوك التجارية الجزائرية، دراسة تقييمية لبنك البركة الإسلامي الجزائري، الملتقى الدولي حول الخدمات المصرفية الإسلامية بين النظرية والتطبيق يومي 15-16 ماي 2013، جامعة عجلون الوطنية، الأردن
- 33- بدران .ع، 2005، الإدارة الحديثة للمخاطر المصرفية في ظل بازل 1، مجلة المحاسب المجاز، العدد 23

- 34- بدران.ع، 2005، الإدارة الحديثة للمخاطر المصرفية في ظل بازل 2، مجلة المحاسب المجاز، العدد 23
- 35- البسام. ب، 2014، الحوكمة الرشيدة: المملكة العربية السعودية حالة دراسية، المجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية العدد 11
- 36- البشير .ز، 2016، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة التقارير المالية وتحسين الأداء المالي، دراسة حالة مجمع صيدال، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة
- 37- بلخير .ب، أيوب .ض، 2017، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة تطبيقية لعينة عاملة في قطاع الخدمات بولاية ورقلة للفترة 2011-2014، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 01
- 38- بله . س، 2013، دور تطبيق حوكمة الشركات في ممارسة أساليب المحاسبة الإبداعية، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، المجلة العربية للاقتصاد والتجارة، العدد 8
- 39- بلهادي عبد القادر، أثر ثقافة المؤسسة على تفعيل حوكمة الشركات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة سيدي بلعباس، 2019
- 40- بن التركي .ز، 2009، الأساليب الكمية في صناعة القرار، أسلوب شجرة القرار نموذجاً، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 06
- 41- بن الزاوي .ع، نعمون .إ، 2012، إرساء مبادئ الحوكمة في شركات التأمين التعاوني، مداخلة مقدمة ضمن أعمال الملتقى الوطني الأول حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر المنعقدة بالفترة 70/06 فيفري 2012
- 42- بن حاسين . ب، 2013، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة تلمسان
- 43- بن حسين.س، 2015، الحوكمة دراسة في المفهوم، مجلة العلوم القانونية والسياسية، عدد 10
- 44- بن شريف .س، 2018، المفاضلة بين البدائل التمويلية دراسة قانونية واقتصادية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 16

- 45- بن مخلوف. أ. 2016، آليات الحوكمة لإدارة المخاطر المصرفية وتعزيز الاستقرار المالي " دراسة حالة عينة من البنوك التجارية العاملة في الجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم التسيير، جامعة أم البواقي
- 46- بورمة. ه.، 2017، الحوكمة المؤسساتية وتطبيقاتها في البنوك الإسلامية، دراسة عينة من البنوك الإسلامية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة
- 47- بوشوشة. م.، 2016، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة
- 48- بوهلالة. س.، 2017، دور آليات الرقابة ولجان المراجعة ذات البعد الأخلاقي في زيادة فعالية الحوكمة بإدارة منظمات الأعمال، مجلة الدراسات المالية والاقتصادية، المجلد 02، العدد 10
- 49- تقارير البنك المركزي المصري، 2018، ضوابط منح الائتمان (التصنيف الائتماني وأسس تقييم الجدارة الائتمانية للعملاء)
- 50- توبين وآخرون، 2018، دور دراسات الجدوى المالية في ترشيد قرارات التمويل، دراسة حالة تمويل مؤسسة (EFB)، المجلد 05، العدد 01
- 51- توفيق. ج.، 1975، مذكرات في إدارة الأعمال، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان
- 52- تيجاني. ب.، 2005، موقف المنهج المعياري والمنهج الايجابي من تعدد بدائل القياس المحاسبية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 05
- 53- تيماي، ع.، 2015، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، بسكرة
- 54- تيماي. ع.، 2015، أثر الربح على ربحية السهم في المؤسسات الجزائرية، حالة مؤسسة التسيير الفندقية سلسلة الأوراسي، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 08، العدد 02
- 55- الجاسم. ف.، 2008، حقوق المساهم في الشركة المساهمة، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان
- 56- جبر. ش.، عبيد. ف.، 2019، دور حوكمة الشركات في حماية حقوق المستثمرين، دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية، المجلة العراقية لبحوث السوق وحماية المستهلك، المجلد 11، العدد 01
- 57- جدو وآخرون، 2019، أثر التحليل المالي على قرارات منح الائتمان بشركة أيوب للبوهيات، مجلة كلية العلوم الإدارية والمالية، العدد 02

- 58- الجزراوي .إ، النعيمي .ن، 2010، تحليل الانتمان المصرفي باستخدام مجموعة من المؤشرات المالية المختارة -دراسة (نظرية - تطبيقية) في مصرف الشرق الأوسط العراقي للاستثمار خلال الفترة 2005 -2007، مجلة الإدارة، المالية والاقتصاد، العدد 03
- 59- الحاج . ط، 2002، مبادئ التمويل، دار الصفاء، عمان، ط1
- 60- حتاملة.ع، سلامة.ك، 2017، درجة تطبيق المساءلة الإدارية والحوكمة المؤسسية والعلاقة بينهما في مديريات التربية والتعليم في الأردن من وجهة نظر القادة الإداريين فيها، مجلة الدراسات التربوية والنفسية، المجلد 11، العدد 1
- 61- حداد .م، 2012، دور حوكمة الشركات في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 37
- 62- حسن باعباد .أ، 2020، دور حوكمة الشركات في تحسين جودة المعلومات المحاسبية في الشركة السعودية للكهرباء، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية المجلد 04 العدد 1
- 63- حسين .ب، محمد .ب، 2012، دراسة أثر حوكمة الشركات على الشفافية والإفصاح وجودة القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 06-07-ماي 2012
- 64- حسين .ص، 2011، الرقابة المالية على أعمال البنوك والمنظمات والأعمال، تقييم أداء البنوك والمخاطر المصرفية الالكترونية، ط1، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر
- 65- حسين وآخرون، 2012، أثر التمويل الطويل الأجل في صافي الربح: دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 07، العدد 20
- 66- حشيش .ع، 2004، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية
- 67- حفصي وآخرون، 2016، العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الخدمية المدرجة يف بورصة الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 08، العدد 01
- 68- حفيفة.ل، إيمان .م، 2017، دور المبادئ الدولية لحوكمة الشركات حسب المنظمة الدولية للتعاون الاقتصادي والتنمية OCDE في تخفيض الممارسات المحاسبية الاحتيالية "مشاكل الوكالة، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الجزائرية، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 02
- 69- حماد .ط، 2007، حوكمة المؤسسات، الدار الجامعية، القاهرة، الطبعة 2

- 70- حمدي.أ، جيلاني .ج، 2018، الحوكمة الداخلية بين كثرة التنظير وإشكالية التطبيق، الملتقى الوطني الأول حول آليات حوكمة الشركات في مكافحة الفساد المالي والإداري والحد من الأزمات -الواقع والمأمول، المركز الجامعي افلو، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير يوم 08 نوفمبر 2018
- 71- الحمزاوي .ك، 2000، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الإسكندرية، الطبعة الثانية، مصر، 2000.
- 72- حمزة .ع، 2017، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على أداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي، رسالة لنيل شهادة دكتوراه، قسم علوم التجارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص 119
- 73- الحناوي .م، العبد .ج، 2002، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذا لقرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002
- 74- خليل.ع، العشماوي.م، 2009، الحوكمة المؤسسية، دار الحرية للنشر والتوزيع، القاهرة، د.ط
- 75- خليل.م، 2007، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية، ندوة السوق المالية السعودية- نظرة مستقبلية، جامعة الملك خالد 14/13 نوفمبر 2007، متوفر على الرابط التالي:
- http://www.jpds-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=4665
- 76- خميسي . ب، سعاد.ص، 2014، واقع تطبيق مبادئ الحوكمة في البنوك الجزائرية، دراسة ميدانية على عينة من البنوك التجارية، مجلة العلوم الإنسانية، بسكرة، العدد 36
- 77- خنيش . ي، 2009، دور حوكمة الشركات في تفعيل عملية اتخاذ القرار- دراسة حالة مجمع رياض سطيف، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب البليدة
- 78- خوني رابح .خ، رقية.ح، 2006، واقع وآفاق التمويل التاجيري في الجزائر وأهميته كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة بسكرة يومي 17 و 18 أبريل 2006
- 79- خيرة. ب، الحكم الراشد بين الحكم الغربي والإسلامي، دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم السياسية والعلاقات الدولية تخصص تنظيمات سياسية وإدارية، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة باتنة، 2014 .

- 80- دادن .ع، 2010، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، عدد 07
- 81- دادي عدون.ن، 2000، مراقبة التسيير والتحليل المالي، دار المحمدية للنشر والتوزيع، ج 2، الجزائر
- 82- دبله .ف، بركات.س، 2014، الحوكمة البنكية كعلاج لتفادي مخاطر الأزمات المالية والمصرفية، أرشيف النشاطات العلمية، جامعة ورقلة، الجزائر.
- <https://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/handle/123456789/7617>
- 83- درويش.ع، 2003، الإفصاح المحاسبي في التطبيق الفعال لحوكمة الشركات، دراسة تحليلية ميدانية، مصر، جامعة القاهرة، مجلة الدراسات المالية والتجارية، العدد 02
- 84- دعاس .م، حابي .أ، 2015، محددات سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية في الفترة 2012-2015، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 15
- 85- دعبس. م، 2015، تأثير حوكمة الشركات على الهيكل المالي للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال كلية التجارة- جامعة الإسكندرية.
- 86- الدغيم وآخرون، 2006، التحليل الائتماني و دوره في ترشيد عمليات الإقراض المصرفي بالتطبيق على المصرف الصناعي السوري، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد 22 العدد 3.
- 87- الدليل المصري لحوكمة الشركات، الصادر عن مركز المديرين المصري بالهيئة العامة للرقابة المالية، الإصدار الثالث.
- 88- راضي . م، 2010، موسوعة المراجعة المتقدمة، الإسكندرية، الدار الجامعية.
- 89- الراوي .خ، سعادة .ي، 2000، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، عمان دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى.
- 90- رشيد . ب، 2006، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.

- 91- رشيد ب، 2009، ملاحظات حول طرق التمويل الحديثة للمؤسسات الجزائرية مع الإشارة إلى حالة القرض السندي لمؤسسة سوناطراك، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، العدد 06.
- 92- الرفايعة ع، 2019، العوامل المؤثرة في صناعة القرار واتخاذها لدى مديري المدارس في الريف الأردني، مجلة كلية التربية- جامعة عين شمس، العدد 43.
- 93- رقية ح، أمال س، 2015، أثر هيكل الملكية كميكانيزم داخلي لحوكمة المؤسسات على أداء البنوك التجارية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 18.
- 94- رقية ح، كرامة م، فاطمة ح، 2012، آليات حوكمة الشركات ودورها في الحد من الفساد المالي والإداري، مداخلة ضمن الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة يومي 06/07/2012.
- 95- رياض أحمد س، 2011، دور لجان المراجعة كأحد دعائم الحوكمة في تحسين جودة التقارير المالية دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المصرية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 07، العدد 01.
- 96- ريحاي ر، محمود م، 2008، "الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين والتعليمات"، حالة دراسية للشركات العامة العمانية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 24، العدد الأول.
- 97- الزبدية ر، الذنيبات ع، 2012، أثر تقرير المدقق الخارجي في اتخاذ القرار الائتماني في البنوك التجارية الأردنية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد 03.
- 98- الزبيدي ح، سلامة ح، 2014، اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية 2003-2007، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد 28، العدد 1.
- 99- الزوام أ، إبراهيم م، 2014، آليات الحوكمة ومتطلبات تطبيقها بشركات المساهمة، مجلة جامعة سبها للعلوم البحثية والتطبيقية المجلد 13، العدد 01.
- 100- زوييدة س، جمال الدين س، 2020، دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي عه طريق مؤشرات التوازن (دراسة حالة المؤسسة الوطنية للسكك الحديدية ANESRIF للفترة 2017-2018)، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 06، العدد 03.

- 101- زياد عبد الحليم الذبيبة، نظم المعلومات في الرقابة والتدقيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة والنشر، عمان، 2011.
- 102- زيدان م.، قدام ج.، 2015، اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة قياسية للفترة 2011-2013، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 09.
- 103- زيغب م.، قلادي ن.، 2014، دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة حالة مؤسسة سيجيكو "SJICO" بسكيكدة، مجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد 01.
- 104- زين الدين ب.، جابر د.، 2012، دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري عنوان المداخلة: دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري، يومي 06-07-2012، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، ص 04.
- 105- سارة ع.، مليكة ز.، 2017، معوقات نشاط قرض الإيجار في الجزائر، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 04 المجلد 1.
- 106- سردوك ف.، 2004، دور المراجعة الخارجية للحسابات في النهوض بمصداقية المعلومات المحاسبية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص إدارة أعمال، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، الجزائر.
- 107- سعودي ب.، 2010، دور محافظ الحسابات في صنع القرار الإداري وتنمية موارد المؤسسة الجزائرية، ص 21 على الموقع يوم 10/05/2021 <http://iefpedia.com/arab/wp-2021/05/10/contentent/uploads/2010/03/pdf> على الساعة 23: 30
- 108- سكور أ.، 2017، أثر حوكمة المؤسسات على الأداء المالي في البنوك التجارية الجزائرية، دراسة مقارنة بين عينة من البنوك العمومية و البنوك الخاصة، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة.
- 109- سكيو أ.، 2020، حوكمة الشركات العائلية الجزائرية دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم التسيير تخصص حوكمة المؤسسات، جامعة تلمسان.
- 110- سلسلة نشرات مركز أبو ظبي للحوكمة - ورقة بحثية بعنوان أساسيات الحوكمة مصطلحات ومفاهيم، 2013

- 111- سليم.أ، 2019، مدى تأثير آليات الحوكمة الداخلية وخصائص المراجع الخارجي على توقيت إصدار التقارير المالية " دراسة اختباريه على الشركات المساهمة المصرية، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 23.
- 112- سليمان م، 2009، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، دراسة مقارنة، الدار الجامعية الإسكندرية، ط2.
- 113- سليمة . ب، 2010، المشاركة في اتخاذ القرارات آلية أساسية في تحقيق التنمية الإدارية، مجلة العلوم الإنسانية، بسكرة، العدد 20.
- 114- سمير.أ، 1998، نظرية الوكالة: مدخل لتخفيض التكاليف العامة، المجلة العربية للإدارة، المجلد 12، العدد 04
- 115- سهيلية . ن، بوكثير.ج، 2017، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري 1999-2014، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5.
- 116- السويركي ه، 2021، أثر آليات الحوكمة في القيمة السوقية للشركات (دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين)، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 29، العدد 03.
- 117- شرقي م، 2015، مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة- حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 01.
- 118- الشريف م، 1992، أحكام السوق المالية، مجلة الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة الكويت، العدد 18.
- 119- شريفة . ب، 2014، اتخاذ القرار وعلاقته بأساليب التفكير و مستوى الطموح لدى الموظفين بالمؤسسات العمومية، أطروحة مقدمة بكلية العلوم الإنسانية والاجتماعية قسم علم النفس وعلوم التربية والارطوفونيا لنيل شهادة دكتوراه العلوم تخصص علم النفس المعرفي، جامعة سطيف 02.
- 120- الشمري ص، 2009، القروض المتعثرة في المصارف وتأثيرها على الأزمات المالية، بحث مقدم في الملتقى العلمي الثالث، جامعة الإسراء، الأهلية، الأردن، أفريل.
- 121- الصالح فروم م، 2017، أثر تطبيق حوكمة المؤسسات على أدائها المالي، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات العمومية الاقتصادية بولاية سكيكدة، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 01، العدد 01.

- 122- صالح وآخرون، 2019، أثر توافر متطلبات إدارة المعرفة على اتخاذ القرارات في شركات السياحة فئة "أ" بالقاهرة، المجلة الدولية للتراث والسياحة، تصدرها كلية السياحة والفنادق، جامعة الفيوم، المجلد 13، العدد 1.
- 123- صالح.ب، 2017، فعالية مجالس الإدارة في تقييم الأداء الشامل لشركات المساهمة في الجزائر، دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف 1.
- 124- الصبيحي وآخرون 2018، المديونية وأثرها على ربحية السهم والمخاطرة للشركات المساهمة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية للفترة من 2010 -2015، مجلة جامعة جيهان-أربيل العلمية، العدد 02.
- 125- الصديق .ب، سليمان .س، 2016، تكلفة الاقتراض وأثرها على جودة الأرباح المحاسبية في شركات المساهمة العامة، مجلة كلية التجارة العلمية، جامعة النيلين، المجلد 03، العدد 3.
- 126- صلاح.ح، 2010، البنوك والمصارف ومنظمات الأعمال، معايير حوكمة المؤسسات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، ط1.
- 127- صمودي.م، 2016، إشكالية القروض المصرفية المتعثرة للمؤسسات، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، المجلد 05، العدد 02.
- 128- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات: المفاهيم، التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 129- طارق محمد .ي، 2007، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات ومدى ارتباطهما بالمعايير المحاسبية المؤتمر العربي الأول لمتطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربي، مصر، ص25 .
- 130- طالب. م، 2016، دور الجبائية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 06.
- 131- طایل .م، 2006، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية.
- 132- طرفاوي وآخرون، 2017، تأثير سياسة الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة حالة عينة من الشركات خلال الفترة 2006-2014، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 12.
- 133- طعمة .ح، 2010، نظرية اتخاذ القرارات أسلوب كمي تحليلي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى.

- 134- طيب م.م، عبيدات م.م، 2010، الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن.
- 135- عائشة ل.، 2018، جودة التدقيق الخارجي في إطار تبني حوكمة المؤسسات، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجليلي اليابس - سيدي بلعباس، كلية العلوم الاقتصادية فرع إدارة أعمال.
- 136- عائشة ط.، 2017، دور الحوكمة المؤسسية في خلق القيمة في المؤسسة، دراسة عينة من المؤسسات، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، سطيف 01.
- 137- عباس ع.، 2008، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان.
- 138- عبد الحميد ع.، 2010، الائتمان المصرفي ومخاطره منهج متكامل، القاهرة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات والنشر.
- 139- عبد الرحيم م.، 2008، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
- 140- عبد السلام ح.، 2017، نظرية الهيكل التمويلي في إطار نظام المشاركة دراسة تقييمية للهيكل التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة.
- 141- عبد العزيز س.، 1997، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، بدون ذكر الطبعة.
- 142- عبد العزيز ت.، الجندي ع.، 2009، فعالية دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات، رسالة ماجستير غي منشورة، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر.
- 143- عبد العزيز س.، 1997، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، بدون طبعة، الإسكندرية مصر .
- 144- عبد القادر ب.، 2019، أثر ثقافة المؤسسة على تفعيل حوكمة الشركات، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير فرع علوم التسيير، جامعة سيدي بلعباس.
- 145- عبد القادر ب.، محمد ح.، 2009، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مداخله بعنوان البعد السلوكي والأخلاقي لحوكمة الشركات ودورها في التقليل من آثار الأزمة المالية العالمية، 20-21 أكتوبر 2009، جامعة سطيف.
- 146- عبد الكريم بوحادرة، 2012، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة .

- 147- عبد الكريم م، بوجمعة. ب، 2018، تقييم أثر الانتماء المصرفي على حجم الادخار المصرفي في الجزائر خلال الفترة 2000-2016، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 06، العدد 01.
- 148- عبد المطلب عبد الحميد، 2000، البنوك الشاملة، عملياتها، إدارتها، الدار الجامعية، الإسكندرية
- 149- عبد المنعم ه، 2018، أثر مكونات هيكل رأس المال في القرارات التمويلية والاستثمارية بقطاع التأمين السوداني، أماراباك- مجلة الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، العدد 28، المجلد 09.
- 150- عبد الوهاب د، 2006، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد 04.
- 151- عبيرات م، طعابة س، 2019، دور مجلس الإدارة في تحسين الأداء المالي في ظل التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات، دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات، مجلة دراسات، المجلد 16، العدد 01.
- 152- عثمان م، 2018، أهمية ودور المعلومات في اتخاذ القرارات، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد 13.
- 153- العشي ه، بوراس ف، 2020، أهمية نظم المعلومات الإدارية في تحسين عملية اتخاذ القرارات داخل المؤسسة دراسة حالة شركة الدراسات وانجاز الأعمال الفنية للشرق، باتنة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 14 العدد 01 .
- 154- عقبة ق، 2019، دور حوكمة الشركات في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة شركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر - بسكرة-.
- 155- علال ب، الطاهر ع، 2018، دور حوكمة المؤسسات في تفعيل إدارة المخاطر المصرفية، دراسة عينة من المؤسسات المصرفية الجزائرية، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 06، العدد 2.
- 156- علون م، شعباني ل، 2020، دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة دابغة الجلود- جيجل، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 31 العدد 13.
- 157- العلي أ، 2010، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 1، عمان الأردن.

- 158- علي.ع، شحاتة .ش، 2007، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية، الدار الجامعية، مصر.
- 159- علي.م، حسين.ك، يعقوب.ف، 2013، دور الحوكمة في تحسين الأداء الاستراتيجي لإدارة الضريبية، مجلة دراسات محاسبية و مالية، المجلد الثامن، العدد 22.
- 160- عمار. ب، رضا .ج، 2010، الملتقى الدولي الأول حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة، واقع رهانات وآفاق المنعقد بكلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة أم البواقي - الجزائر يومي 7 و 8 ديسمبر 2010 مداخله بعنوان دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية والإفصاح المحور الثاني: مبادئ و ممارسات الحوكمة المحاسبية .
- 161- عمار.ق، 2018، أثر الالتزام بتطبيق مبادئ الحوكمة في أداء الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 40، العدد 05 .
- 162- العنزي .س، 2007، محاولة جادة لتأطير نظرية أصحاب المصالح في دراسات إدارة الأعمال، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 13، العدد 48.
- 163- عياش. ز، منصرة . س، 2014، التمويل بالاستئجار كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 41.
- 164- العياشي.ز، 2010، الملتقى الدولي الثامن حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع، رهانات و آفاق مداخله بعنوان أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية للشركات، 07-08-2010، ص 1-23، جامعة أم البواقي، كلية العلوم الاقتصادية
- 165- العيد .م، محبوب .ب، 2007، الاعتماد الايجاري أداة لتمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر، مجلة Les Cahiers du MECAS، العدد 03.
- 166- غالم.ج، عزي.ل، 2006، الحكم الرشيد وخصوصة المؤسسات لأجل تسيير فعال، les cahiers du mecas، المجلد 02، العدد 01.
- 167- الغالي. ب، عدنان .ب، 2019، الأسواق المالية الدولية، تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر - بسكرة -الجزائر، الطبعة الأولى.
- 168- غربي.ص، 2016، نموذج مقترح لحوكمة الشركات باستخدام نظم المعلومات، المؤتمر العلمي الدولي الأول في الاتجاهات الحديثة في الأعمال، 5-6/4/2016، جامعة عمان العربية - عمان، الأردن.

- 169- فاروق. س، عادل. ل، 2017، واقع تطبيق الأساليب الكمية لاتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة حالة بعض الحالات بولاية سطيف، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 17.
- 170- الفتلاوي. ج، البغدادي. ص، 2017، دور كشف التدفق النقدي في تقليل مخاطر الائتمان والسيولة في النشاط المصرفي بحث تطبيقي في مصرف الرشيد، مجلة دراسات محاسبية ومالية المجلد 02 عشر العدد 40.
- 171- فتيحة. ب، 2016، الأسس النظرية والعلمية في اتخاذ القرار، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 07.
- 172- فرج. ش، 2012، الحكم الراشد كمدخل حديث لترشيد الإنفاق العام والحد من الفقر، دراسة حالة الجزائر 2000-2010، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نفود ومالية، جامعة الجزائر 03
- 173- فريد. ف، 2009، نموذج محاسبي مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات على أداء وقيمة الشركة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية، دراسة تطبيقية، القاهرة، جامعة عين شمس، كلية التجارة رسالة دكتوراه غي منشورة في المحاسبة
- 174- فضالة. أ، 1994، الهياكل المالية، دار الكتب العلمية للنشر و التوزيع، 1994
- 175- فضيلة. ب، 2016، دور نظام الرقابة الداخلية في الرصد والكشف المسبق لمخاطر القروض دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف
- 176- فطيمة الزهرة. ن، 2017، أثر تطبيق الحوكمة المؤسسية على تحسين أداء البنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة
- 177- فهيمة. ب، 2010، الحوكمة ودورها في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية، بطاقة مشاركة في الملتقى الدولي الأول حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة: واقع، رهانات وآفاق، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 07- 08 ديسمبر 2010
- 178- فهيمة. ب، 2010، التدقيق الداخلي ودوره في إنجاح مسار تطبيق الحوكمة"، الملتقى الوطني الثامن حول مهنة التدقيق في الجزائر الواقع والآفاق في ضوء المستجدات العالمية المعاصرة، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، يومي 11 و 12 أكتوبر 2010

- 179- قابوسة .ع، 2008، أثر هيكل التمويل على ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الوحدات الاقتصادية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد الأول
- 180- قاشي .خ، عثمان .ل، 2014، أثر حوكمة المؤسسات على الإفصاح المحاسبي والأداء المالي ودوره في اتخاذ القرارات المالية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الخامس حول دور الحوكمة في تحسين الأداء المالي للمؤسسات بين تطبيق المعايير المحاسبية الدولية ومعايير المحاسبة الإسلامية، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي يومي: 07 -08 ديسمبر
- 181- القاضي وآخرون، 2016، أثر القرارات الإستراتيجية التمويلية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية على حصة السهم العادي من الأرباح، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 15
- 182- قتال.ع، مصدق.م، 2018، دور الحكم الراشد في تفعيل مسار التنمية المستدامة بالجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد 01
- 183- قرامز .ف، 2017، دور نظام المعلومات المحاسبي في اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية في المؤسسة الاقتصادية " دراسة حالة المؤسسة الوطنية للمنتجات الكهركيماوية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة أم البواقي
- 184- قريشي .ي، بن ساسي .أ، 2006، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17-18 أبريل 2006 جامعة حسنية بن بوعلي - شلف، الجزائر
- 185- الكراجة .ع، عاطف .أ، فائق .ش 1995، الإدارة المالية بين النظرية والتطبيق، الأردن، دار الأصل للنشر والتوزيع
- 186- كراسينكي .م، 2008، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح
- 187- كريمة. ش، 2018، فعالية الائتمان المصرفي في تطوير المشاريع الاستثمارية، المجلة الأفريقية للدراسات القانونية والسياسية، المجلد 02، العدد 01
- 188- كنعان .ن، 2000، اتخاذ القرارات الإدارية بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة لنشر والتوزيع، ط 1، عمان
- 189- لخميسي . س، 2013، دور منظمة الشفافية الدولية في مكافحة الفساد، مجلة الفقه والقانون، العدد 09

- 190- لسوس . م، 2004، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر
- 191- لطرش .ل، 2005، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، ط5
- 192- لطفي .أ، 2005، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء المالي والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية
- 193- ليلي.خ، بغداد. ش، 2017، الأسس النظرية لهياكل تمويل المؤسسات ومصادر تمويلها، دراسة حالة هياكل دعم المؤسسات المصغرة في الجزائر، مجلة المالية والأسواق، الحجم 04، العدد 02
- 194- مبارك.ع، 1984، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة
- 195- مجلخ .س، بشيشي.و، 2019، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1
- 196- محمد .ب، 2017، نموذج مقترح لدراسة أثار القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات دراسة حالة عينة من الشركات في الصناعات البتر وكيمياوية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين 2010- 2014، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، المجلد 02، العدد 07.
- 197- محمد .ح، 2009، السلوك المالي لمنظمات الأعمال وأثره في العائد والمخاطرة، مجلة أهل البيت، العدد 08
- 198- محمد .خ، 2003، دور المحاسب الإداري في إطار حوكمة الشركات، دراسة تحليلية ميدانية في بيئة الأعمال المصرية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها -مصر، العدد 02
- 199- محمد .ز، 2017، دور تكنولوجيا المعلومات والاتصال في عملية اتخاذ القرار على ضوء البيئة التنافسية للمؤسسة الاقتصادية، دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير تخصص تسيير المنظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس.
- 200- محمد السعيد وآخرون، 2019، أثر الهيكل المالي في الحد من مخاطر التمويل المصرفي، "دراسة ميدانية على عينة من المصارف المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 01.
- 201- محمد عيد .ر، 2017، أثر الالتزام الحوكمي لشركات الأعمال على تقييمها ائتمانيا من قبل البنوك التجارية مع دراسة تجريبية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد 01- المجلد 54.
- 202- محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، مصر، الدار الجامعية.

- 203- محمد مصطفى.أ، 2017، دور الحوكمة في توفير مناخ جاذب للاستثمار في جمهورية مصر العربية، مجلة بحوث الشرق الأوسط، العدد47.
- 204- محمد نوري.ب، خلف سلمان.ع، 2014، دراسة حول حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات، العراق.
- 205- محمود .ا، 2002، إدارة الائتمان المصرفي و التحليل الائتماني، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 206- مختارية . د، 2018، إدارة الائتمان في النظام المصرفي الجزائري، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم القانونية، جامعة سيدي بلعباس.
- 207- مراد ل.، 2018، التنظيم القانوني لتنفيذ التمويل بالية الاعتماد الايجاري، مجلة المفكر للدراسات القانونية والسياسية، العدد 04.
- 208- المرسي .ج، اللوح . أ، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 209- المرسي .ج، 2010، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر
- 210- مركز المشروعات الدولية الخاصة، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية
- 211- مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2004، دليل حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة، بدون دار نشر، القاهرة
- 212- مركز المشروعات الدولية الخاصة، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، 2005،
- 213- مزريق .ع، غربي .م، 2006، الائتمان الايجاري كأداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17/18 أبريل 2006، جامعة حسيبة بن بوعلی شلف، الجزائر
- 214- مسرحد .ب، 2011، نظم المعلومات القرارية المساعدة على اتخاذ القرار، مجلة دراسات إستراتيجية، العدد22
- 215- مصطفى وآخرون، 2005، المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والإبداع: استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، مداخلة بعنوان التمويل عن طريق الإيجار كإستراتيجية لتغيير العمل المصرفي، يومي 15-16 مارس 2005، جامعة فيلادلفيا آلية العلوم الإدارية والمالية

- 216- مطر.م، 2010، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن
- 217- معمر.م، صليحة.ف، 2013، أهمية تطبيق مبادئ الحوكمة في دعم نشاط شركات التأمين التعاوني، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات الندوة الدولية حول " دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات"، 19 و20 نوفمبر، 2013
- 218- مكط الزحيم.ع، 2015، دور آليات حوكمة الشركات في الرقابة على تكاليف المسؤولية الاجتماعية دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية الخاصة، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 17، العدد 01
- 219- منصور. ب، 2018، تقييم اثر مخاطر الائتمان والسيولة على الاستقرار المصرفي اليمني، دراسة قياسية على البنوك التجارية اليمنية خلال الفترة 2001-2013، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئة، المجلد 09، العدد 01
- 220- منصور. ك، 2006، الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة 01
- 221- منير إبراهيم هندي، 2000، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة 04، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر
- 222- موساوي. ي، 2020، دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي، دراسة حالة مجمع الفنادق، سياحة وحمامات معدنية، مجلة الإصلاحات والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 14، العدد 01
- 223- موسى. ش وآخرون، 2012، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان
- 224- موسى. م، 2010، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد 02
- 225- موسى. م، 2014، مدى التزام المصارف الخاصة السورية بالمبادئ الدولية للحوكمة من وجهة نظر الأطراف ذوي العلاقة، مجلة جامعة البعث، المجلد 36، العدد 09
- 226- المومني. غ، حسن. ع، 2011، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2

- 227- ميخائيل.أ، 2005، التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، تدقيق الحسابات وأطرافه في إطار منظومة حوكمة الشركات، المؤتمر العربي الأول، 24-26 سبتمبر 2005 / القاهرة
- 228- الميداني. م، 1999، الإدارة التمويلية، مكتبة العبيكان، الرياض
- 229- ميرة .ع، 2012، أهمية تطبيق الحوكمة في البنوك وأثرها على بيئة الأعمال مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية فرع مالية بنوك وتأمين، جامعة المسيلة
- 230- ناصح .ع، البدان .ع، 2014، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة (دراسة على عينة من الشركات العراقية) مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 10، العدد 37
- 231- نبيل.ح، 2018، تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2014، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1
- 232- نجم.س، 2014، حوكمة شركات التأمين في فلسطين، تقييم الوضع الراهن ومتطلبات التحديث، دراسة مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون الخاص، جامعة فلسطين
- 233- نجمة .ب، 2016، العوامل المحددة لهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، العدد 12
- 234- نسيمان.إ، 2009، دور إدارات المراجعة الداخلية في تفعيل مبادئ الحوكمة، دراسة تطبيقية على المصارف العاملة في فلسطين، مذكرة ماجستير غير منشورة في المحاسبة والتمويل، جامعة غزة
- 235- نسيمة .غ، 2015، الحوكمة والمسؤولية الاجتماعية للشركات دراسة حالة بعض مؤسسات تلمسان، أطروحة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان
- 236- نصر علي .ع، شحاتة .س، 2007، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر
- 237- نعناعة .ب، 2014، الرقابة الاحترازية وأثرها على العمل المصرفي بالجزائر، مجلة الفكر، العدد 16
- 238- نوال .س، 2016، مساهمة التدقيق الداخلي في إدارة المخاطر وانعكاسه على تجسيد متطلبات حوكمة الشركات في الجزائر، دراسة استقصائية لمجموعة من الشركات، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف 1

- 239- نوفيل .ح، كمال .م، 2014، العلاقة بين حوكمة نظم المعلومات وحوكمة المؤسسات وسيرورة تطبيقهما في مؤسسات التعليم العالي، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 138 .
- 240- هندي .م، 1999، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية
- 241- الهندي . م، 2000، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، الطبعة 04، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007
- 242- الوزير .ج، 2007، دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين، واستقرار الأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني
- 243- وليد .ب، عمر .ب، 2019، حاجة المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 04، العدد 01
- 244- يزيد .ت، 2017، استخدام أدوات التحليل المالي في تشخيص الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية في ظل الإصلاح المحاسبي، دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج اللوالب والسكاكين والصنابير BCR بولاية سطيف للفترة 2011-2014، مجلة بحوث المجلد 02، العدد 11
- 245- يس صالح.م، 2012، أثر الإفصاح على المعلومات المحاسبية على تكوين المحافظ الاستثمارية في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا كلية الدراسات العليا
- 246- يوسف.ن، 2019، عقد الاعتماد الجبري كوسيلة لتمويل الاستثمار في التشريع الجزائري، دراسة نظرية وتطبيقية من منظور قانوني اقتصادي، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 05، العدد 01
- 247- قروج .ي، قصاص .ف، 2016، عقود النجاعة كآلية لتنفيذ الحوكمة ودورها في ترشيد النفقات في المؤسسات العمومية، دراسة حالة، مجلة الدراسات المالية والمحاسبة والإدارية
- 248- شيخة .خ، 2010، التسيير المالي للمؤسسة، دط، دار هومة للطباعة والنشر و التوزيع، الجزائر
- 249- حافظ .ع، محمود .ع، 2012، أثر التمويل طويل الأجل في صافي الربح: دراسة تحليلية لعينة من المصاريف العراقية، مجلة دراسات المحاسبية والمالية، المجلد السابع، العدد 20
- 250- زياد.ر، 2008، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، مصر
- 251- الصيرفي .م، 2006، تعلم كيف تحدد هيكلك المالي وقراءة قوائمك المالية، دار الفكر الجامعي، مصر

- 252- كداوي. ط، 2008، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، د. ط.
- 253- نبيل. ح، 2018، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 18، العدد 1
- 254- الشوايرة. ف، 2013، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن
- 255- تيموي. ع، 2011، المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة، مجلة واحات للبحوث والدراسات، العدد 13
- 256- علي. ل، علي. ز، 2005، دراسة تحليلية لأثر تطبيق آليات حوكمة إدارة الشركات على جودة الإفصاح المحاسبي، المؤتمر الخامس، حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، كلية التجارة، الجزء الثالث، جامعة الإسكندرية، أيام 08-09-10 سبتمبر 2005
- 257- الغرياني. م، 2008، حوكمة الشركات المساهمة، دار الجامعية الجديدة، الإسكندرية - مصر
- 258- مجمد. س، عاشور. ح، 2017، دور حوكمة الشركات في تدعيم نمو واستمرارية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المجلد 01، العدد 02
- 259- دودين. أ، 2213، أهمية الحوكمة المؤسسية في تعزيز الرقابة ومكافحة الفساد، المؤتمر العلمي المهني الدولي العاشر، للفترة من 11-12 أيلول، عمان، الأردن .
- 260- براضية. ح، بلعوز. ب، 2015، أهمية الإفصاح وفق معايير المحاسبة المالية الإسلامية لدعم الحوكمة بالمؤسسات المالية الإسلامية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 14
- 261- بن علي. ب، 2010، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة الشلف، العدد، 07
- 262- عمر. ش، 2009، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مداخلة بعنوان دور وأهمية الحوكمة في استقرار النظام المصرفي، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009
- 263- عبد العزيز. ش، 2005، حوكمة الشركات ودورها في علاج أمراض الفكر والتطبيق المحاسبي، المؤتمر العلمي الخامس، حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، ص 8-10، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.

- 264- قمودي ط، السعيدى أ، 2021، أهمية حوكمة الشركات والمنشآت العمومية وفوائدها، تونس نموذجاً، مجلة العلوم الإحصائية، العدد 13
- 265- الهام .ي، ليلي.ب، 2014، الحوكمة ودورها في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية: حالة المؤسسة الجزائرية الجديدة للتغليب (NCA) بالروبية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 5
- 266- خلوفي.س، شريط .ك، زغلامي .م، 2021، تقييم واقع حوكمة الشركات في الجزائر في إطار ميثاق الحكم الراشد- دراسة حالة شركة "آن سي آى" روية الجزائر (مارس 2012- جويلية 2020)، مجلة التنظيم والعمل، المجلد 10، العدد 4
- 267- سحنون.ج، 2008، شروط بروز أسواق الأوراق المالية -دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية فرع: النقود والمالية، جامعة الجزائر
- 268- سعود وسيلة، حوكمة المؤسسات كأداة لرفع أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في علوم التسيير التخصص: استراتيجية المنظمات، 2016، كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة بالأجنبية:
- 1- (Koch , Scott , 2002) Koch .W , Scott .S, 2002, **Bank Management, Analyzing Bank Performance** , 5th Ed , Mc Graw-Hill, New York
 - 2- (Richard , Oluwatosin , 2014)
 - 3- (Coller,2005) Coller.T ,2005, **Valuation: measuring and managing the value of companies**, Fourth edition, Wiley
 - 4- (Gagnon ,1981)
 - 5- (Muchiri et al , 2016) Muchiri .M , Muturi .W , Ngumi .P ,2016, **Relationship between Financial Structure and Financial Performance of Firms Listed at East Africa Securities Exchanges** , Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking , 6 Vol: 5 Issue: 1,(Titman , Wessel , 1988)Titman..S , Wessels .R , 1988 ,**The Diterminants of capital structure choice** , journal of finance ,V 43, N 01
 - 6- Abdullah ،H, Valentine.B , **Fundamental and Ethics Theories of Corporate Governance** ، Journals Middle Eastern Finance and Economics ،V 4
 - 7- Abu-Tapanjeh .A , 2009, **Corporate governance from the Islamic perspective: A comparative analysis with OECD principles**, Critical Perspectives on Accounting , N 20
 - 8- Alamgir, M, 2007, **Corporate governance - a risk perspective**, paper presented to ; corporate governance and reform: pawing the way to financial stability and development "a conference organized by the egyptian banking institute, cairo, 7/8 may 2007

- 9- Alexandre. H, Paquerot. M , 2000, **Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants** , finance contrôle stratégie , V 03, N 02
- 10- Allel. M , 1993, **Le contrôle interne et l'elaboration du bilan comptable**, office des publications universitaire, Alger
- 11- AL-sa'ed .M ,2013, **Compliance with the principles of corporate governance: different perspectives from jordan** , Accounting and Management Information Systems Vol. 12, No. 4
- 12- Aperçu sur l' audit, voir le site: www.alujiaincorp.com, consulter le 15/07/2021
- 13- Assia .H , 2016,**Gouvernance et Performance des PME dans les Pays en Transition** ,
Thèse de doctorat en Sciences Economique ,Université de Tlemcen,
- 14- Athula Sumith. P. G. M ,2012 , **Corporate governance practices and their impacts on corporate performance in an emerging market: The case of Sri Lanka** , Doctor of Philosophy thesis, School of Accounting and Finance, University of Wollongong, Australia, 2012
- 15- Baker K .2009 ,**Dividends and dividend policy .united states of America: Kolb series in finance**
- 16- Barakat .A , 2014 , **The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value (Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies)** , Research Journal of Finance and Accounting , V .5, N.1
- 17- Barreau . J, Delahaye .J , 2000, **Gestion Financière manuel et application**, 9^{ème} édition, Dunod, Paris,
- 18- Basel Committee on Banking Supervision , **Enhancing corporate governance for banking organisations**
- 19- Basle Committee On banking Supervision ,2010 , **Principles for Enhancing Corporate Governance** , Bank For International Settlements
- 20- Bei. Z , 2006 , **Comparison of décision styles of business managers in two international companies within a rational decision-making context** , a mini-dissertation presented to the Faculty of Business, Cape Peninsula University of Technology (Bellville Campus) in partial fulfilment of the requirements for the degree of Masters in Technologiae: Business Administration
- 21- Berk .J Demazro .P, 2008 , **Edition Française Dirigée Par Gunther Capelle- Blancad, Nicolas Couderc**, Finance D'entreprise, Pearson Education, France
- 22- Bernard. M, Patrick .B, 2004, **Gouvernement d'entreprise et communication financière**, Economica, Paris,
- 23- Bessis J,1992 , **Gestion des risques et gestion actif-passif des Banques**, Dalloz- Paris, 1992
- 24- Bikourane .N, 2014, **Donatien Avelé, influence des caractéristiques des conseils d'administration des banques européennes acheteuses sur leurs performances boursières**, la revue du financier, vol 36, n°208-209, juillet-octobre 2014 , cybel (paris: France),
- 25- Boujenoui .A, Zeghal .D, 2006, **Effet de la structure des droits de vote sur la qualité des mecanismes internes de gouvernance: Cas des entreprises canadiennes** ,Revue canadienne des sciences de l'administration ,V 03 , N 23
- 26- Bournois. F et autres , 2009, **Comités Exécutifs - voyage au Cœur de la dirigeance** , (Eyrolles: Editions d'organisation, 2009),

- 27- Brault .R , 2006 , **Comptabilité de management**, 5^{ème} édition , Presses de l'université de laval,
- 28- Brealy et al , 2006 , **Principals of corporate financial**, Mcgraw Hill, New York/Irwin,p 493.
- 29- Brigham, Eugene, Ehrhart , 2005, **Financial Management Theory and Practice**, 12th Edition, Mike Roche Publisher
- 30- Bureau du surintendant des institutions financières Canada, 2013 , **Corporate gouvernance: Sound Business and Financial Practices** , Canada, January 2013
- 31- Cadbury Committee , 1992, **Report Of The Committee On The Financial Aspects Of corporate gouvernance**, London, Gee and Co Ltd, 01 December 1992 ,P 14. <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> , consulté le 02-04-2020
- 32- Cahyono .S , Chawla. A , 2019 , **The determinants of firm financing structures across sectors: an evidence from Indonesian listed companies**, journal Investment Management and Financial Innovations , V 16 , N 01 ,
- 33- Caillot .J, 1968 , **Initiation au leasing au crédit –bail**, J-DEMAS et CIE,1^{ère} Edition ,p19
- 34- Chabault.D , **L'aport de la Théorie des parties prenantes a la gouvernance des poles de compétitivité** , la revue de l'économie et de l'entreprise, V1,N187 ,
- 35- Charreaux .G , 2000 , **Finance d'entreprise**, 2^{ème} édition, France,
- 36- Charreaux .G , Desbrières .P, 1997 , **Le gouvernement des entreprises** , Université de Bourgogne, France, document accessible en ligne: <http://leg.u-bourgogne.fr/wp/0970701.pdf>, (Consulté le 06/04/2019).
- 37- Chen .L, 2007, **Determiants of Capital Structure on Emirical Study from uk Firms** , Adissertation Presented in part Consideration for the Degree of Finance and Investment
- 38- Chen. J, 2014 , **Financial Crisis and the Dynamics of Corporate Governance: evidence from Taiwan's listed firms** International , Review of Economic and Finance ,V32 , N03
- 39- Chen. L , 2010, **How the pecking-Order theory explain capital structure**, Chang Jung Christian University, Taiwan .
- 40- Cheng. M, Tzeng. Z, 2011, **The Effect of leverage on firm value and how the firm financial quality influence on this effect** , world journal of management ,V 3. No 2.
- 41- chengwu . M , chianglin .H, 2011,**The Effects of Corporate Governance on Firm Performance** ,National Changhua University of Education ,
- 42- Choinel .A ,Rouyer.G ,1998 ,**La banque et l'entreprise**, la revu banque, 3^{ème} édition, paris,
- 43- Clemen. R , Reilly. T, 1999, **Making hard decision**, macimelanpress , London.
- 44- Code de gouvernement d'entreprise , 2016, middle next , cahier , N 01
- 45- Cogrannis.D , Geoge P, 1993,**Financial Management** , McGraw-Hill , U.S.A.
- 46- Cohen. E , 1991, **Gestion financière de l'entreprise et développement financier**, édition UREF, Paris
- 47- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2006 , **Renforcement de la gouvernance d'entreprise dans les établissements bancaires**, Banque des Règlements Internationaux
- 48- Cormier, D et al, 2010, **Corporate governance and information asymmetry between managers and investors**, Corporate Governance , The international journal of business in society, 10(5)

- 49- Demirag, S, Fyson. S, 2009, **Emerging Accountability Mechanisms and Stakeholders in the Governance of Public Service Delivery** , International Journal of Public Policy , N 4,
- 50- Essaghir .A , **Les point de gouvergence théorique entre la finance islamique et les théories financières couventionnelles** , colloque international de la prospective 1 ère édition sous le thème entrepreneuriat: vers une Maroc entrepreneurial , université Hassan2 .(sans année de publication)
- 51- Eustache .E, Wa .M , 2005, **La gouvernance de l'entreprise une approche par l'audit et contrôle interne**, Harmattan , Paris.
- 52- Eustache. M, 2004, **La contribution du controle interne et de l'audit au gouvernement d'entreprise**, thèse en vue de l'obtention du grade de docteur en sciences de gestion, université paris XII val de marne
- 53- Farber et autres, 2008, **Finance**, 2^{ème} édition, Pearson, France ,
- 54- Fawzy .S, 2003, **Assessment of Corporate Governance in Egypt**, the Egyptian Center for Economic Studies , Working Paper No. 82 ,
- 55- Florence .D, Delahaye .J, 2009, **Finance d'entreprise manuel et applications**, Dunod, Paris, 2^{ème} édition ,
- 56- Furubotn .E, Pejovich, .S , 2007, **Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature**, Journal of Economic Literature, V 10, N 4 ,
- 57- Furubotn. E, Pejovich. S , 1972, **Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature** , Journal of Economic Literature, Vol. 10, No. 4,
- 58- Gagnom ,jean-marie, Khoury, N, 1981 , **Traité de gestion financière**, 2ème édition, Québec: Gaétan Morin,
- 59- Garrido .E, 2002 , **Le cadre économique et réglementaire du crédit-bail**, éditions: Revue banque, Tome 01, Paris, 2002 ,
- 60- Gharbi .H , **Vers une nouvelle typologie de l'enracinement des dirigeants**, 13e conférence de l'AIMS. Normandie, Vallée de Seine 2, 3 et 4 juin 2004, Université Paris, Dauphine
- 61- Gorion.P., 2009, **Risk management lesson from the credit crises**, European financial management
- 62- Gregory. H, Simms. M, 1999, **Corporate governance: what it is and why it matters**, 9 th International Anti-Corruption Conference, 10-15 October 1999, Durban, South Africa,
- 63- Grundfest .A , Berueffy. M , 1989 , **The treadway commission report: Two years later** , sixteenth Annual Securities Regulation Institute , University of california, San Diego
- 64- Guermazi. A ,2006, **Enracinement des dirigeants: Cas de la Tunisie** ,HAL 'archive ouverte Id: halshs-00558034 <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00558034> ,
- 65- H biern.an et autres , 1972 , **La préparation des financières dans l'entreprise**, 2é édition, dunod ,paris,
- 66- Hasan. D, Khamees .B, 2016, **Corporate Governance Mechanisms and Supplementary Commentary on the Primary Financial Statements**, Dirasat, Administrative Sciences, Volume 43, N°02,
- 67- Hassan. Sh, Kayani.Gh ,Ayoub. U , 2018, **Corporate governance and cost of equity capital using DCAPM** , journal of social sciences ,V 11, N 02 ,

- 68- Hemici .F, Conso.P,2002 , **Gestion financière de l'entreprise**, édition Dunod, Paris, , P215
- 69- Hess. D , Impavido.G ,2003, **Governance Of Public Pension Funds: Lessons From Corporate Governance And International Evidence** ,
- 70- Hossain.D , Khan .A, 2006, **Audit Committee: A Summary of the Findings of Some Existing Literature** , journal The Cost and Management Vol. 34 No. 5 ,
- 71- <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples> ,date de visite le 07-10-2019
- 72- Idriss .Z, 2020, **La structure d'endettement des petites et moyennes entreprises française: une étude sur donne de pénal:** www.univ-orleans.fr/deg/cdeconmisactiv/doc/ymzidne.pdf pag le 05/02/2020
- 73- International Monetary fund," IFM's code of good practices on transparency in monetary and financial policies", 1999,
- 74- Iskander , Chamlou , **Corporate gouvernance**, a Framework for implémentation
- 75- Jacquillat. J, Solnik .B, 1996 , **Marchés Financiers: Gestion De Portefeuille Et Des Risques**, Dunod 02 Eme Edition ,Paris,
- 76- Jensen .M , Mecking .W, 1976, **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure** ,Journal of Financial Economics , N 3
- 77- Kaufmaan.D ,Kraay.A ,2005, Mastuzzi.M ,**Governance indicators for 1996-2004**, governance matters 4 , word bank 2005
- 78- Kerzabi. Z, 2018 ,**La relation propriétaire / dirigeant dans les entreprises algeriennes cotées en bourse durant la période 2005-2015** ,Thèse en vue de l'obtention du Doctorat en sciences ,Faculté Des Sciences Économiques ,Université abou bakr belkaid TLEMCEM .
- 79- khafilat Temitope.O, 2018, **The effect of corporate governance on financial performance of listed companies in nigeria**, eropean Journal of Accounting, Auditing and Finance Research,Vol.6, No.9,
- 80- Koch. T , MacDonald .S, 2005, **Bank Management**, 7th Ed., Cengage learnaning. (On-Line), available on: <https://books.google.jo/books?id=YzG32Wa3e3gC&pg=PA69&ots=G9CKn20xdI&dq=bank%20management%2C%20analyzing%20bank%20performance&pg=PP1#v=onepage&q&f=false>
- 81- Kontogeorgis.G ,2018, **The Role of Internal Audit Function on Corporate Governance and Management**, International Journal of Accounting and Financial Reporting, Vol. 8, No. 4
- 82- Kraemer . H, Lang . F, 2012 , **The importance of leasing for SME finance**, european investment fund, ELF - research & mark et analysis , Luxembourg,
- 83- Kumar .S, Anjum .B, Nayyar. S, 2012 , **Financing decisions: A study of pharmaceutical companies of india** ,international, journal of marketing, financial services & management research , vol.1 No. 1 ,
- 84- L'huillier. B, 2014, **What does corporate gouvernance actually mean ?** , journal of business in society , v14,N 03
- 85- Laget . B, 1990, **Les nouveaux outils financiers**, Top édition, Paris, 1990
- 86- Lahlou. Ch , 2008 , **Gouvernance des entreprises, Actionnariat et performances**, La revue de l'Économie & de Management, N° 07, Université de Tlemcen,
- 87- Lakhlaf . B, 2006, **La bonne gouvernance** , Dar Elkhaldouni , Alger , Algérie ,

- 88- Lane .J, Ersson .S, 1999, **Politics and Society in Western Europe**, 4th edition, AGE Publications London • Thousand Oaks • New Delhi
- 89- Ledentu. F ,2008, **Système de Gouvernance d'entreprise et presence d'actionnaires de controle: le cas suisse** ,Thèse pour l'obtention du grade de Docteur ès Sciences économiques et sociales ,Faculté des Sciences économiques et sociales ,l'Université de Fribourg (Suisse)
- 90- Lointier .C et al , 2006, **L'entreprise et la banque éd economica** , Paris 2006,
- 91- Louiziil .A, 2011, **Les déterminants d'une Bonne Gouvernance et la performance des entreprises Françaises: Etudes empiriques** ,Thèse pour l'obtention du grade de Docteur en Sciences de Gestion ,Université Jean Moulin Lyon 3 .
- 92- Luigi .P , Sorin .V ,2009 , **A review of the capital structure theories** , this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/4116354> ,
- 93- Lunenburg, F, 2010 , **The decision making process**, National forum of Educational Administration And supervision Journal, Vol. 27, No. 4,
- 94- Manchon .E , 1993 ,**Analyse bancaire de l'entreprise** , 4^{émé} édition, paris,
- 95- Mang'anyi. E,2011, **Ownership Structure and Corporate Governance and Its Effects on Performance: A Case of Selected Banks in Kenya** , International Journal of Business Administration Vol. 2, No. 3,
- 96- Mansouri .M, 2002 , **La bourse des valeurs mobilières d'Alger**, Houma, Alger, 2002,
- 97- Maria Radu,2012 , **Corporate governance ,internal audit and environmental audit – the performance tools in romanian companies**
- 98- Martino. M, 1993, **Guide financier de la petite et moyenne entreprise** , Les éditions d'organisations et les éditions finance et gestion, Paris et Champagnole, 1993
- 99- Masroor. N , Hassan .S , 2018 , **Corporate Governance Systems and their Impact on Performance of Companies** , Pakistan Administrative Review , V 02 , N 04
- 100-Michael C. Jensen ,William H. Meckling , **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4
- 101-Modigliani. F, Miller. M, 1958, **The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment**, The American Economic Review. 48, N° 3 ,
- 102-Narjess. B ,Imed ch ,yoser. G , Maher . k , 2005 , **Les principes de la finance dentreprise** , gaetanmorin éditeur, canada,
- 103- Nicodano, G., Regis, L, 2019, **A trade-off theory of ownership and capital structure**, Journal of Financial Economics, 131(3),
- 104-Nirajini A, Priya K ,2013, **Impact of capital structure of Financial Performance of listed trading compagnies in Srilanka** , international journal of science and research publication, N° 5, Sirilanka,
- 105-Omri .A, 2003 , **Système de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes**, revue française de gestion, 2003, N° 142
- 106-Ozkan .A ,2001 , **Determinates of capital structure and Adjust to long run target** , evidence from UK company panel data , journal of business financial and accounting , vol 28 , N 182 ,

- 107-Parrat .F , 1997, **Le gouvernement d'entreprise** , Economic , Paris ,
- 108-Parrat. Frédéric, 2012, **Le gouvernement d'entreprise**, Dunod, Paris, 2003,
- 109-Pascal Gond .J, Mercier. M, **Les Théories des parties prenantes: une synthèse critique de la littérature**, this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/228772810,p3-21> .
- 110-Peyrard .J, 1993, **La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux**, 3^{ème} édition, 1993,
- 111-Peyrard. J , 1999 , **Gestion financière internationale** , édition vuibert , paris ,
- 112-Philippossian .P , 1998, **Le crédit –bail et le leasing SE FI**, Montréal (Québec),
- 113-Pigé .B, 1998, **Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires** ,Finance Contrôle Stratégie – Volume 1, N° 3,
- 114-Pollozhani .N, Sela .N, 2020, **Short term financial management of the company “Bereqeti” LLC** ,13th International Conference of ASECU Social and Economic Challenges in Europe 2016-2020 ,
- 115-Pund: Lutte contre la corruption , note de pratique du pund , 2004,p03, cite web: [http://www.pogar.or/publications/finance/anti cor/undp-at04f.pdf](http://www.pogar.or/publications/finance/anti%20cor/undp-at04f.pdf) le 16/08/2014
- 116-Rachid. H,2004 , **la gouvernance bancaire**, laboratory of research in finance, accounting and financial intermediation, faculty of economic and management sciences of Tunis, university of Tunis el manar, Tunisia,
- 117-Radu .M,2012 ,**Corporate governance, internal audit and environment al audit** - The performancz tools in Romanian companies, Accounting and Management Information Systems, Vol. 11, No. 1,
- 118-Rahman .A, Rozsa .Z, Cepel .M ,2018, **Trade credit and bank finance** – evidence from the visegrad group , journal of Competitiveness , V 03,N 10 ,
- 119-Rahmani. T , Koochshahi. N, 2013, **Relationship between the Rule of Law, Good Governance, and Sustainable Development** , International Journal of Political Science, Vol.3, No.6,
- 120-Robert. A, Minow. M, 2002, **corporate governance** ,2nd education , black well publishing , united states ,
- 121-Rollande .L, 1999 , **principes de technique bancaire**, 20 édition, Dunod, paris , p217.
- 122-Ross.S , 1977 , **The determinanation of financial structure: the incentive signalling approach**, The Bell Journal of Economics, vol 08, 1977
- 123-Saadi .N, 2009, **Analyse financière d'entreprise**, méthodes et outils d'analyse et de diagnostic en normes financière et internationale, l'harmattan, Paris, 2009.
- 124-Samira, R , sadq. A, 2001 , **un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises**, la revue du financière, N°31,
- 125-Schütz . R , 1994, **Les recours du crédit preneur dans l'opération de crédit – bail**, Tome 25, France, 1994,
- 126-Servigny .A , 2003, **Le risque de crédit** ,Nouveaux enjeux bancaires, 2 e édition, Dunod, Paris ,
- 127-Shanikat .M, Abbadi .S ,2011, **Assessment of Corporate Governance in Jordan: An Empirical Study** , Australasian Accounting, Business and Finance Journal, v05,n03,
- 128-Sidthidet, T , 2011, **Competition and Mergers under Liquidity and Credit Risks in the Banking Industry**, (Unpublished doctoral dissertation), Department of Economics, Faculty of Economics, McGill University, Montreal, Quebec ,

- 129-Simon .M , Montcel .H ,**Théorie de la firme et réforme de l'entreprise** ,revue economique , n 03
- 130-Simon. H , 1983, **Administration et processus de décision** édition Economica , paris (pour la traduction française),
- 131-Singh, H. and Harianto, F., "**Management-Board Relationships**, Takeover Risk and Adoption of Golden Parachutes ", Academy of Management Journal, Vol. (32) , 1989,
- 132-Solomon .J , 2010, **Corporate Governance and Accountability**, 3rd Ed , Wiley,
- 133-Sтивен et al , 2000 , **Fundamentals of Corporate Finance** , Fifth , 1 .Edition , (U.S.A: Mc Graw- Hill)
- 134-Stewart .C, 1984 ,**Capital structure puzzle**, Nber working paper series working paper, N°1393, July 1984,
- 135-Tenev. S , Zhang.Ch , 2002 , **corporate governance and enterprise reform in china** , world bank and the 1 international finance corporation , Washington ,
- 136-The Institute of internal auditors ,2018, **Role de l'audit interne dans la gouvernance**, p1-4
- 137-The Institute Of Internal Auditors, **The Lessons that Lie Beneath** , Tone at the Top, USA: February 2002,
- 138-The world bank,1992, **gouvernance and development** , the world Bank publication, D. C. 1992,
- 139-Theys .T, 2003 , **La Gouvernance, entre innovation et impuissance** Le cas de l'environnement, journal Développement durable et territoires, n02
- 140-Tim .P et al, 1999, **Institute On Governance** , Governance and Good Governance International and Aboriginal Perspective ,
- 141- Titman..S , Wessels .R , 1988 ,**The Diterminants of capital structure choice** , journal of finance ,V 43, N 01,
- 142-Venimmen . P, 1998 , **finance d'entrepris**, dalloz, paris 3^{eme} édition, 1998,
- 143-Vintila et al, 2019 , **Exploring the Determinants of Financial Structure in the Technology Industry: Panel Data Evidence from the New York Stock Exchange Listed Companies** , Journal of Risk Financial Manag. v, 12, n 163
- 144-Vizzavona . P , 2004, **gestion financières**, 9eme édition Berti éditions ,Alger
- 145-Wan yusoff. W, Alhaji .I, 2012, **Insight of corporate governance theories**, journal of business and management ,v01,N01,
- 146-Williamson .O, 1985 , **The economic institutions: firms , markets** , relation ontracting ,New york free press , collier mecmillan ,
- 147-Williamson, O.E ,1988, **Corporate Finance and Corporate Governance**, Journal of finance, V 43, N 3,
- 148- Depallens .D,1983 , **Gestion financiere de l'entreprise**, 8 éme édition, Editions Sirey, Paris
- 149-Ofori-Sasu, D. , Abor, J, & Mensah, L, 2019, **Funding Structure and Technical Efficiency**, International Journal of Managerial Finance, Vol. 4, N 15 .
- 150-Duplat .A ,2004 , **Analyser et maitriser la situation financière de son entreprise**, Librairie Vuibert, France, Septembre
- 151-Koch ,T.W , Scott, M.S, **Bank Management, Analyzing Bank Performance**, Mc Graw-Hill, New York, USA ,5th édition

الملاحق

الملحق رقم (01): الاستبيان باللغة العربية



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة مصطفى اسطمبولي معسكر

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

مخبر تحليل واستشراف وتطوير الوظائف والكفاءات (LAPDEC)

دكتوراه المستوى الثالث (ل م د)، إدارة مالية

استمارة الاستبيان

السلام عليكم ورحمة الله تعالى وبركاته

بعد التحية والتقدير: أختي الفاضلة... أخي الفاضل

في إطار التحضير لأطروحة الدكتوراه تخصص إدارة مالية تقوم الباحثة بإجراء دراسة تحت عنوان:

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

يعتبر هذا الاستبيان جزءا مهما في البحث، حيث يهدف إلى توضيح دور مبادئ حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات التمويلية في الشركات الجزائرية ومعرفة آراء متخذي القرار التمويلي في الشركة.

لذا نتشرف أن نضع بين أيديكم هذه الاستمارة بهدف الحصول على بعض المعلومات التي تخدم أهداف البحث والحصول على آرائكم ومقترحاتكم حول ما تضمنته من فقرات، كما نؤكد لكم بأن إجاباتكم ستعامل بسرية تامة وستستخدم لأغراض البحث العلمي فقط، مع كامل الشكر والتقدير.

المحور الأول: المعلومات الشخصية للعينة

- 1- الجنس: ذكر ☐ أنثى ☐
- 2- العمر: من 18 سنة إلى 25 سنة ☐ من 26 سنة إلى 35 سنة ☐ من 36 سنة إلى 45 سنة ☐ من 45 سنة فما فوق ☐
- 3- الوظيفة: المدير المالي رئيس مجلس الإدارة أعضاء مجلس الإدارة ☐
- 4- المؤهل العلمي: دكتوراه ☐ ماجستير ☐ ليسانس ☐ أخرى ☐
- 5- الخبرة: أقل من 5 سنوات ☐ من 06 إلى 10 سنوات ☐ من 11 سنة على 15 سنة ☐ من 16 سنة إلى 20 سنة ☐ أكثر من 20 سنة

المحور الثاني: مدى التزام الشركات بمبادئ حوكمة الشركات

1- الجزء الأول: توفر إطار فعال لحوكمة الشركات

الرقم	الفقرات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1	تملك الشركة كل اللوائح التنظيمية والقانونية لتنفيذ الحوكمة.					
2	موظفو الشركة مدركون لأهمية الحوكمة					
3	تضمن التشريعات والتنظيمات تحقيق مصالح الشركاء.					
4	يضمن إطار حوكمة الشركات تقسيم المسؤوليات فيما بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.					
5	تتمتع الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية بالسلطة في القيام بواجباتها					
6	تضمن الحوكمة خدمة المصلحة العامة من خلال توزيع المسؤوليات وفق اختصاص تشريعي منظم					
7	قيام الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية في الشركة بإصدار القرارات في الوقت المناسب					

2- الجزء الثاني: دور أصحاب المصالح

الرقم	الفقرات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1	تلتزم الشركة بمراجعة حقوق أصحاب المصالح أثناء اجتماعات مجلس الإدارة.					
2	تقوم الشركة بتقديم تعويض لأصحاب المصالح عند انتهاك حقوقهم.					
3	تضمن الشركة حصول أصحاب المصالح على المعلومات بالقدر الكافي وفي الوقت المناسب					
4	تلتزم الشركة باحترام حقوق أصحاب المصالح التي تنشأ بموجب القانون.					
5	لأصحاب المصالح كامل الحرية في التعبير عن آرائهم اتجاه مجلس الإدارة في حالة النشاطات غير الأخلاقية					
6	لأصحاب المصالح الحق في الاطلاع على كافة القرارات والمعاملات الخاصة بهم					
7	يناقش المجلس أثناء اجتماعاته علاقة الشركة مع أصحاب المصالح					

3- الجزء الثالث: مسؤوليات مجلس الإدارة

الرقم	الفقرات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1	يسعى مجلس الإدارة إلى وضع الخطط والإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف الشركة					
2	لدى مجلس الإدارة كافة الصلاحيات لتعيين الرئيس التنفيذي					
3	يلتزم المجلس بمتابعة الإدارة التنفيذية والتزامها بمهامها					
4	يلتزم المجلس بالمعاملة العادلة لجميع المساهمين					
5	ضمان مساءلة مجلس الإدارة من قبل المساهمين					
6	يتمتع أعضاء مجلس الإدارة بنزاهة وأخلاق عالية					
7	يعقد مجلس الإدارة اجتماعات دورية خلال السنة وفقاً لظروف العمل					
8	يقوم مجلس الإدارة بتقييم أداء الشركة واتخاذ القرار داخل المجلس					

4- الجزء الرابع: الإفصاح والشفافية

الرقم	الفقرات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1	تلتزم الشركة بعرض جميع البيانات المالية بكل دقة ووضوح					
2	تفصح الشركة عن نسبة المساهمة في رأس المال للمساهمين					
3	تتشر الشركة سياسة المكافآت والتعويضات					
4	يتم الإفصاح عن جميع المخاطر التي تتعرض لها الشركة					
5	تفصح الشركة عن المعلومات المالية وغير المالية في وقت واحد لكافة الأطراف المتعاملين مع الشركة					
6	تقوم الشركة بالإفصاح عن التقرير الصادر عن مجلس الإدارة					
7	تقوم الشركة بالإفصاح عن الأخطاء والمخالفات غير القانونية التي يرتكبها مجلس الإدارة					
8	تقوم الشركة بالإفصاح عن سياسة توزيع الأرباح					

5- الجزء الخامس: المعاملة العادلة لجميع المساهمين

الرقم	الفقرات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1	معاملة جميع المساهمين سواء كانوا من الأغلبية أو من الأقلية أو أجنب معاملة متكافئة					
2	ضمان المعاملة العادلة والمتساوية لجميع المساهمين من نفس الفئة					
3	المساواة والعدالة بين جميع المساهمين يزيد من ثقتهم وضمان حقوقهم					
4	السماح لجميع المساهمين دون تمييز الوصول إلى كافة المعلومات					
5	ضمان الدفاع عن الحقوق القانونية لجميع المساهمين دون استثناء والتعويض في حالة انتهاك حقوقهم					
6	إشراك جميع المساهمين في التصويت مع تسهيل عملية					

					التصويت
7					تداول الأسهم بصورة واضحة وشفافية مع جميع المساهمين
8					إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والأعضاء التنفيذيين بالشركة عن مصالحهم سواء مباشرة أو غير مباشرة أو بالنيابة والتي من شأنها أن تؤدي إلى تعارض المصالح وتضر ببعض المساهمين

6- الجزء السادس: حقوق المساهمين

الرقم	الفقرات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1	تضمن الشركة حق المساهمين في التصويت					
2	يقوم المساهمون بتعيين وفصل أعضاء مجلس الإدارة					
3	للمساهمين الحق في الحصول على المعلومات وحق المشاركة في القرارات المتعلقة بالتغييرات الحاصلة في الشركة					
4	تضمن الشركة حق المساهمين في الحصول على حصة من الأرباح					
5	تضمن الشركة حق المساهمين في اجتماعات الجمعية العامة					
6	تحمي الشركة الأقلية من المساهمين من الممارسات غير الأخلاقية					
7	تضمن الشركة حق المساهمين في نقل وتحويل ملكية الأسهم					
8	يجيب مجلس الإدارة على كافة التساؤلات والانشغالات التي يطرحها المساهمون					

- ما هي نسبة الدين إلى إجمالي رأس المال التي تستخدمها الشركة في تمويل نشاطاتها ؟
- ما هي نسبة الأرباح المحتجزة من إجمالي الأرباح التي تستخدم في التمويل؟

إشراف الأستاذ:

أ.د. حسيني إسحاق

إعداد الطالبة:

براني مختارية

السنة الجامعية: 2025/2024



Université Mustafa Istambouli – Mascara

Faculté des Sciences Économiques, des Sciences Commerciales et des Sciences
de Gestion



Département des Sciences de Gestion, spécialisation en gestion financière

Questionnaire d'Etude

Louange à Dieu , Que la paix ,la miséricorde et la bénédiction soient sur le prophète , sa famille et ses compagnons.

Chère sœur ... cher frère,

En préparation de sa thèse de doctorat spécialisée en gestion financière, la chercheuse mène une étude sous le titre:

L'impact de la Gouvernance sur les Décisions de Financement des Institutions Algériennes

Ce questionnaire est considéré comme une partie importante de la recherche, car il a pour objectif la clarification du rôle des principes de gouvernance d'entreprise dans la rationalisation des décisions de financement des entreprises algériennes et à connaître les opinions des décideurs de financement de l'entreprise. Ceci fait que nous sommes honorés de remettre ce formulaire entre vos mains dans le but d'obtenir des informations utiles aux objectifs de la recherche et d'obtenir vos opinions et suggestions concernant les paragraphes qu'il contient. Nous vous assurons également que vos réponses seront traitées avec une grande attention et avec une confidentialité totale. Elles seront utilisées uniquement à des fins de recherche scientifique, avec tous nos remerciements et notre appréciation.

Le premier axe: **les Informations Personnelles de l'Echantillon**

1-Sexe: Homme ☐ Femme ☐

2-Age: De 18 ans à 25 ans ☐ De 26 ans à 35 ans ☐ De 36 ans à 45 ans ☐ De 45 ans et plu ☐

Les membres 3- **Fonction:** Le directeur financier ☐ Le président du Conseil d'Administration ☐
du Conseil d'Administration ☐

4-Diplôme académique: Doctorat ☐ Magister ☐ Licence ☐ Autres ☐

5- **Expérience:** Moins de 5 ans ☐ De 6 ans à 10 ans ☐ Plus de 20 ans ☐ De 11 à 15 ans ☐ De 16 à 20 ans ☐

Deuxième axe: L'Etendue de l'Engagement des Entreprises envers les Principes de Gouvernance d'Entreprise

1- Première partie: Fournir un cadre de gouvernance d'entreprise efficace.

N	Chapitres	Très en désaccord	Non d'accord	Neutre	D'accord	Très d'accord
1	L'entreprise dispose de toutes les dispositions réglementaires et légales pour mettre en œuvre la gouvernance.					
2	Les employés (es) de l'entreprise sont conscients (es) de l'importance de la gouvernance					
3	La législation et la réglementation garantissent que les intérêts des partenaires sont respectés.					
4	Le cadre de gouvernance d'entreprise assure la répartition des responsabilités entre les différentes autorités de surveillance, de régulation et d'exécution.					
5	Les autorités de surveillance, de régulation et d'exécution ont le pouvoir d'exercer leurs fonctions.					
6	La gouvernance garantit le service de l'intérêt public en répartissant les responsabilités selon une juridiction législative organisée.					
7	Les autorités de surveillance, de régulation et d'exécution de l'entreprise rendent leurs décisions en temps utile.					

2- Rôle des Parties Prenantes

N	Chapitres	Très en désaccord	Non d'accord	Neutre	D'accord	Très d'accord
1	La société s'engage à revoir les droits des parties prenantes lors des réunions du Conseil d'Administration					
2	L'entreprise indemnise les parties prenantes lorsque leurs droits sont violés.					
3	L'entreprise veille à ce que les parties prenantes reçoivent des informations suffisantes et en temps opportun					
4	L'entreprise s'engage à respecter les droits des parties prenantes qui découlent de la loi.					
5	Les parties prenantes ont toute liberté d'exprimer leurs opinions auprès du Conseil					
6	Les parties prenantes ont le droit de consulter toutes les décisions et transactions les concernant					
7	Lors de ses réunions, le Conseil discute des relations de l'entreprise avec les parties prenantes.					

3-Troisième partie: Responsabilité du Conseil d'Administration

N	Chapitres	Très en désaccord	Non d'accord	Neutre	D'accord	Très d'accord
1	Le conseil d'administration cherche à élaborer les plans et procédures nécessaires pour atteindre les objectifs de l'entreprise.					
2	Le Conseil d'Administration a tous les pouvoirs pour nommer le Directeur Général					
3	Le Conseil s'engage à assurer le suivi de la direction exécutive et de son engagement dans ses tâches.					
4	Le Conseil s'engage à assurer un traitement équitable à tous les actionnaires.					
5	Assurer la responsabilité du conseil d'administration envers les actionnaires.					
6	Les membres du conseil d'administration font preuve d'une grande intégrité et éthique					
7	. Le Conseil d'Administration se réunit périodiquement au cours de l'année en fonction des conditions de travail.					
8	Le Conseil d'Administration évalue les performances de l'entreprise et prend des décisions au sein du Conseil					

4-Quatrieme partie: Divulgation et Transparence

N	Chapitres	Très en désaccord	Non d'accord	Neutre	D'accord	Très d'accord
1	La société s'engage à présenter toutes les données financières avec précision et clarté					
2	La société divulgue le pourcentage des apports en capital aux actionnaires					
3	L'entreprise publie une politique de récompenses et de rémunérations					
4	Tous les risques auxquels l'entreprise est exposée sont divulgués					
5	La société divulgue simultanément des informations financières et non financières à toutes les parties traitant avec la société					
6	La société publie le rapport du conseil d'administration					
7	La société divulgue les erreurs et les violations illégales commises par le conseil d'administration					
8	La société dévoile sa politique de distribution de dividendes					

5- Cinquième Partie: Traitement Equitable de tous les Actionnaires.

N	Chapitres	Très en désaccord	Non d'accord	Neutre	D'accord	Très d'accord
1	Traiter de manière égale tous les actionnaires, qu'ils soient majoritaires, minoritaires ou étrangers					
2	Assurer un traitement juste et égal à tous les actionnaires d'une même catégorie					
3	L'égalité et la justice entre tous les actionnaires augmentent leur confiance et garantissent leurs droits.					
4	Permettre à tous les contributeurs sans discrimination d'accéder à toutes les informations					
5	Assurer la défense des droits légaux de tous les actionnaires sans exception et l'indemnisation en cas de violation des droits					
6	Impliquer tous les actionnaires dans le vote tout en facilitant le processus de ce dernier					
7	Les actions sont négociées de manière claire et transparente avec tous les actionnaires					
8	Divulgaration par les membres du conseil d'administration et les membres exécutifs de la société de leurs intérêts, qu'ils soient directs, indirects ou par procuration, qui pourraient conduire à un conflit d'intérêts et nuire à certains actionnaires					

6- Sixième Partie: Droits des actionnaires

N	Chapitres	Très en désaccord	Non d'accord	Neutre	D'accord	Très d'accord
1	La société garantit le droit de vote des actionnaires					
2	Les actionnaires nomment et révoquent les membres du conseil d'administration					
3	Les actionnaires ont le droit d'obtenir des informations et le droit de participer aux décisions liées aux changements survenant dans la société					
4	La société garantit le droit des actionnaires à recevoir une part des bénéfices					
5	La société garantit le droit des actionnaires d'assister aux assemblées générales					
6	L'entreprise protège les actionnaires minoritaires des pratiques contraires à l'éthique					
7	La société garantit le droit des actionnaires de transférer et de convertir la propriété des actions					
8	Le Conseil d'Administration répond à toutes les questions et préoccupations soulevées par les actionnaires					

– Quel est le ratio dette/capital total que l'entreprise utilise pour financer ses activités

– Quel pourcentage des bénéfices non distribués par rapport aux bénéfices totaux ?

إشراف الأستاذ:

أ.د. حسيني إسحاق

إعداد الطالبة:

براني مختارية

السنة الجامعية: 2025/2024



Université Mustafa Istambouli – Mascara

Faculté des Sciences Économiques, des Sciences Commerciales et des Sciences
de Gestion



Département des Sciences de Gestion, spécialisation en gestion financière

Study questionnaire

Praise be to God, May peace, mercy and blessing be upon the prophet, his family and his companions

Dear sister ... dear brother,

In preparation for her doctoral thesis specializing in financial management, the researcher is conducting a study under the title:

The impact of Governance on the Financing Decisions of Algerian Institutions.

This questionnaire is considered an important part of the research, as it aims to clarify the role of corporate governance principles in streamlining the financing decisions of Algerian companies and to know the opinions of the company's financing decision-makers. This makes us honored to put this form in your hands in order to obtain useful information for the research objectives and to obtain your opinions and suggestions regarding the paragraphs it contains. We also assure you that your answers will be treated with great attention and with total confidentiality. They will be used only for scientific research purposes, with all our thanks and appreciation.

The first axis: the Personal Information of the Sample

1-Sexe: Man ☐ Woman ☐

2-Age: From 18 years to 25 years ☐ From 26 years to 35 years ☐ From 36 years to 45 years ☐
From 45 years and older ☐

3- Fonction: The financial director ☐ The Chairman of the Board of Directors ☐ The members of the Board of Directors ☐

4- Academic degree: Doctorate ☐ Magister ☐ Licence ☐ Others ☐

5- Experience: Less than 5 years ☐ From 6 ans to 10 years ☐ From 11 to 15 year ☐ s From 16 to 20 years ☐

More than 20 years

Second axis: The Extent of Business Commitment to Corporate Governance Principles

1- First part: Providing an effective corporate governance framework

N	Chapters	strongly disagree	No agree	Neutral	Agree	Very much agree
1	The company has all the regulatory and legal provisions to implement governance.					
2	The company's employees are aware of the importance of governance					
3	Legislation and regulations ensure that the interests of partners are respected					
4	The corporate governance framework ensures the allocation of responsibilities between the different supervisory, regulatory and enforcement authorities					
5	Supervisory, regulatory and enforcement authorities have the power to exercise their functions.					
6	Governance ensures the service of the public interest by distributing responsibilities according to an organized legislative jurisdiction.					
7	The company's supervisory, regulatory and enforcement authorities make their decisions .in a useful time					

2- Role of Stakeholders

N	Chapters	Strongly disagree	No agree	Neutral	Agree	Very much agree
1	The company undertakes to review the rights of stakeholders during Board meetings					
2	The company compensates stakeholders when their rights are violated					
3	The company ensures that stakeholders receive sufficient and timely information.					
4	The company is committed to respecting the rights of stakeholders arising from the law.					
5	Stakeholders are free to express their opinions to the Council.					
6	Stakeholders have the right to consult all decisions and transactions concerning them.					
7	During its meetings, the Board discusses the company's relationships with stakeholders.					

3-Part Three: Responsibility of the Board of Directors

N	Chapters	Strongly disagree	No agree	Neutral	Agree	Very much agree
1	The board of directors seeks to develop the plans and procedures necessary to achieve the company's objectives.					
2	The Board of Directors has all the powers to appoint the General Manager.					
3	The Council is committed to monitoring the executive management and its commitment to its tasks					
4	The Board is committed to ensuring fair treatment for all shareholders.					
5	Ensuring the accountability of the					

	board of directors to shareholders.					
6	The members of the board of directors demonstrate high .integrity and ethics.					
7	The Board of Directors meets periodically during the year depending on working conditions					
8	The Board of Directors evaluates the company's performance and makes decisions within the Board					

4- Part Four: Disclosure and Transparency

N	Chapters	Strongly disagree	No agree	Neutral	Agree	Very much agree
1	The Company undertakes to present all financial data accurately and clearly					
2	The company discloses the percentage of capital contributions to shareholders.					
3	The company publishes a policy of rewards and compensation					
4	All risks to which the company is exposed are disclosed.					
5	The Company simultaneously discloses financial and non-financial information to all parties dealing with the Company.					
6	Company publishes board report.					
7	Company discloses board of directors' mistakes and illegal violations.					
8	Company unveils dividend distribution policy.					

5-Fifth Part: Fair Treatment of all Shareholders.

Nr	Chapter	Strongly agree	No agree	Neutral	Agree	Very much agree
1	Treat all shareholders equally, whether majority, minority or foreign.					
2	Ensure fair and equal treatment for all shareholders of the same category					
3	Equality and justice among all shareholders increases their confidence and guarantees their .rights.					
4	Allow all contributors without discrimination to access all information.					
5	Ensure the defense of the legal rights of all shareholders without exception and compensation in the event of violation of rights.					
6	Involve all shareholders in the vote while facilitating the voting process					
7	Shares are traded in a clear and transparent manner with all shareholders.					
8	Disclosure by members of the board of directors and executive members of the company of their interests, whether direct, indirect or by proxy, which could lead to a conflict of interest and harm certain shareholders.					

6- Part Six: Shareholders' Rights

N	Chapter	Strongly disagree	No agree	Neutral	Agree	Very much agree
1	The company guarantees the voting rights of shareholders.					
2	Shareholders appoint and dismiss the members of the board of directors.					
3	Shareholders have the right to obtain information and the right to participate in decisions related to changes occurring in the company.					
4	The company guarantees the shareholders' right to receive a share of the profits					
5	The company guarantees the right of shareholders to attend general meetings					
6	Company protects minority shareholders from unethical practices.					
7	The company guarantees the right of shareholders to transfer and convert ownership of shares					
8	The Board of Directors responds to all questions and concerns raised by shareholders.					

- What is the debt to total capital ratio that the company uses to finance its operations?

-What percentage of retained earnings to total earnings?

إشراف الأستاذ:

أ.د. حسيني إسحاق

إعداد الطالبة:

براني مختارية

السنة الجامعية: 2025/2024

جامعة مصطفى اسطمبولي - معسكر -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية

استبيان الدراسة

السلام عليكم ورحمة الله تعالى وبركاته

بعد التحية والتقدير: أختي الفاضلة... أخي الفاضل

في إطار التحضير لأطروحة الدكتوراه تخصص إدارة مالية تقوم الباحثة بإجراء دراسة تحت عنوان:

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

يعتبر هذا الاستبيان جزءا مهما في البحث، حيث يهدف إلى توضيح دور مبادئ حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات التمويلية في الشركات الجزائرية ومعرفة آراء متخذي القرار التمويلي في الشركة .

لذا نتشرف أن نضع بين أيديكم هذه الاستمارة بهدف الحصول على بعض المعلومات التي تخدم أهداف البحث والحصول على آرائكم ومقترحاتكم حول ما تضمنته من فقرات، كما نؤكد لكم بأن إجاباتكم ستعامل بسرية تامة و ستستخدم لأغراض البحث العلمي فقط، مع كامل الشكر والتقدير .

المحور الأول: المعلومات الشخصية للعينة

1- الجنس: ذكر ☐ أنثى ☐

2- العمر:

من 18 سنة إلى 25 سنة ☐ من 26 سنة إلى 35 سنة ☐ من 36 سنة إلى 45 سنة ☐ من 45 سنة فما فوق ☐

3- الوظيفة:

المدير المالي ☐ الإدارة ☐ أعضاء مجلس الإدارة ☐

4- المؤهل العلمي:

دكتوراه ☐ ماجستير ☐ ليسانس ☐ أخرى ☐

أقل من 5 سنوات ☐ من 06 إلى 10 سنوات ☐ من 11 سنة على 15 سنة ☐ من 16 سنة إلى 20 سنة ☐
أكثر من 20 سنة ☐

المحور الثاني: مدى التزام الشركات بمبادئ حوكمة الشركات

1- الجزء الأول: توفر إطار فعال لحوكمة الشركات

الرقم	الفقرات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1	تملك الشركة كل اللوائح التنظيمية والقانونية لتنفيذ الحوكمة.					
2	موظفو الشركة مدركون لأهمية الحوكمة					
3	تضمن التشريعات والتنظيمات تحقيق مصالح الشركاء.					
4	يضمن إطار حوكمة الشركات تقسيم المسؤوليات فيما بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.					
5	تتمتع الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية بالسلطة في القيام بواجباتها					
6	تضمن الحوكمة خدمة المصلحة العامة من خلال توزيع المسؤوليات وفق اختصاص تشريعي منظم					
7	قيام الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية في الشركة بإصدار القرارات في الوقت المناسب					

2- الجزء الثاني: دور أصحاب المصالح

الرقم	الفقرات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1	تلتزم الشركة بمراجعة حقوق أصحاب المصالح أثناء اجتماعات مجلس الإدارة .					
2	تقوم الشركة بتقديم تعويض لأصحاب المصالح عند انتهاك حقوقهم.					
3	تضمن الشركة حصول أصحاب المصالح على المعلومات بالقدر الكافي و في الوقت المناسب					
4	تلتزم الشركة باحترام حقوق أصحاب المصالح التي تنشأ					

الملاحق

					بموجب القانون.
5					لأصحاب المصالح كامل الحرية في التعبير عن آرائهم اتجاه مجلس الإدارة في حالة النشاطات غير الأخلاقية
6					لأصحاب المصالح الحق في الاطلاع على كافة القرارات والمعاملات الخاصة بهم
7					يناقش المجلس أثناء اجتماعاته علاقة الشركة مع أصحاب المصالح

3- الجزء الثالث: مسؤوليات مجلس الإدارة

الرقم	الفقرات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1	يسعى مجلس الإدارة إلى وضع الخطط والإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف الشركة					
2	لدى مجلس الإدارة كافة الصلاحيات لتعيين الرئيس التنفيذي					
3	يلتزم المجلس بمتابعة الإدارة التنفيذية والتزامها بمهامها					
4	يلتزم المجلس بالمعاملة العادلة لجميع المساهمين					
5	ضمان مساءلة مجلس الإدارة من قبل المساهمين					
6	يتمتع أعضاء مجلس الإدارة بنزاهة وأخلاق عالية					
7	يعقد مجلس الإدارة اجتماعات دورية خلال السنة وفقا لظروف العمل					
8	يقوم مجلس الإدارة بتقييم أداء الشركة واتخاذ القرار داخل المجلس					

4- الجزء الرابع: الإفصاح والشفافية

الرقم	الفقرات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1	تلتزم الشركة بعرض جميع البيانات المالية بكل دقة ووضوح					
2	تفصح الشركة عن نسبة المساهمة في رأس المال للمساهمين					
3	تتشر الشركة سياسة المكافآت والتعويضات					
4	يتم الإفصاح عن جميع المخاطر التي تتعرض لها الشركة					
5	تفصح الشركة عن المعلومات المالية وغير المالية في وقت واحد لكافة الأطراف المتعاملين مع الشركة					

6	تقوم الشركة بالإفصاح عن التقرير الصادر عن مجلس الإدارة				
7	تقوم الشركة بالإفصاح عن الأخطاء والمخالفات غير القانونية التي يرتكبها مجلس الإدارة				
8	تقوم الشركة بالإفصاح عن سياسة توزيع الأرباح				

5- الجزء الخامس: المعاملة العادلة لجميع المساهمين

الرقم	الفقرات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1	معاملة جميع المساهمين سواء كانوا من الأغلبية أو من الأقلية أو أجنبى معاملة متكافئة					
2	ضمان المعاملة العادلة والمتساوية لجميع المساهمين من نفس الفئة					
3	المساواة والعدالة بين جميع المساهمين يزيد من ثقتهم وضمان حقوقهم					
4	السماح لجميع المساهمين دون تمييز الوصول إلى كافة المعلومات					
5	ضمان الدفاع عن الحقوق القانونية لجميع المساهمين دون استثناء والتعويض في حالة انتهاك حقوقهم					
6	إشراك جميع المساهمين في التصويت مع تسهيل عملية التصويت					
7	إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والأعضاء التنفيذيين بالشركة عن مصالحهم سواء مباشرة أو غير مباشرة أو بالنيابة والتي من شأنها أن تؤدي إلى تعارض المصالح وتضرر ببعض المساهمين					

6- الجزء السادس: حقوق المساهمين

الرقم	الفقرات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1	تضمن الشركة حق المساهمين في التصويت					
2	يقوم المساهمون بتعيين وفصل أعضاء مجلس الإدارة					
3	للمساهمين الحق في الحصول على المعلومات وحق المشاركة في القرارات المتعلقة بالتغييرات الحاصلة في الشركة					
4	تضمن الشركة حق المساهمين في الحصول على حصة من الأرباح					
5	تضمن الشركة حق المساهمين في اجتماعات الجمعية العامة					
6	تحمي الشركة الأقلية من المساهمين من الممارسات غير الأخلاقية					
7	تضمن الشركة حق المساهمين في نقل وتحويل ملكية الأسهم					
8	يجيب مجلس الإدارة على كافة التساؤلات والانشغالات التي يطرحها المساهمون					

• ما هي نسبة الدين إلى إجمالي رأس المال التي تستخدمها الشركة في تمويل نشاطاتها ؟

• ما هي نسبة الأرباح المحتجزة من إجمالي الأرباح التي تستخدم في التمويل؟

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

اسم المؤسسة : صابر بن فريجة عبد القادر ماسكر
نوع المؤسسة : خاص
حجم المؤسسة :
الولاية : ماسكر
سنة التأسيس : 1998
عدد العمال : 91
نشاط المؤسسة : أعمال عمومية وبناء



أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

اسم المؤسسة : م.ع.إ. مملكة الأمير

نوع المؤسسة : إنتاجي تجاري

حجم المؤسسة : متوسطة



الولاية : معسكر

سنة التأسيس : 1986

عدد العمال : 181

نشاط المؤسسة : إنتاج الحليب ومشتقاته

SARL SANCOM
CHANTIER MAMOUNIA
MASCARA
POSTE 60/20 KM

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

اسم المؤسسة : هارل سانكوم

نوع المؤسسة : مؤسسة إقتصادية ذات مسؤولية محدودة

حجم المؤسسة : متوسطة

الولاية : برج بوعريجة

سنة التأسيس : 11

عدد العمال : 50 عامل

نشاط المؤسسة : أشغال الغاز والكهرباء

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

اسم المؤسسة : شركة كوميدي
نوع المؤسسة : مؤسسة شفهية EVA
حجم المؤسسة : متوسط
الولاية : مكناس
سنة التأسيس : 2014
عدد العمال : 60 عامل
نشاط المؤسسة : صناعي تجاري



أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

اسم المؤسسة : مؤسسة الاستغلال العمومية ومنذ سنة 1981 (ETGR).

نوع المؤسسة : استثمارية

حجم المؤسسة :

الولاية : مكناس

سنة التأسيس : 1981

عدد العمال : 299

نشاط المؤسسة : إحتصاف من سنة 1981



أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

اسم المؤسسة : المكنة الصناعية التجارية طاعن مسكن

نوع المؤسسة : صناعية تجارية

حجم المؤسسة : متوسطة

الولاية : مسكن

سنة التأسيس : 1932

عدد العمال : 153

نشاط المؤسسة : إنتاج سلك الفريت ومخلفات الفريت



أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

اسم المؤسسة : Apolinvest SPA

نوع المؤسسة : SPA

حجم المؤسسة :

الولاية : مكناس

سنة التأسيس :

عدد العمال : 40

نشاط المؤسسة : دراسة ومهندسة وتصميم مشاريع الحبوب .

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

اسم المؤسسة : انجمنات الجزائر
نوع المؤسسة : اقتصادية
حجم المؤسسة : كبير
الولاية : محسك
سنة التأسيس : 2003
عدد العمال : 270
نشاط المؤسسة : الاتصالات

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

اسم المؤسسة : بل كين محمد (شركة مقاولات)

نوع المؤسسة : خاص

حجم المؤسسة : كبير

الولاية : مسكند

سنة التأسيس : 1997

عدد العمال : 137

نشاط المؤسسة : مقاولات شركة بناء هياكل المولة وأنشغال التهيئة
والرأ

YADRI AMINE
Métreur

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

اسم المؤسسة : مؤسسة الوطنية للمهنة
نوع المؤسسة : متاعية ذاتية عمومية إختصاصية
حجم المؤسسة : كبيرة -
الولاية : سكيكدة -
سنة التأسيس : 1985
عدد العمال : 20
نشاط المؤسسة : الإنتاج .

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

اسم المؤسسة : الجمعية إقتصادية لهندسة المصنع

نوع المؤسسة : تجارية بنائية

حجم المؤسسة : متوسطة

الولاية : مهران

سنة التأسيس : 1978

عدد العمال : 276

نشاط المؤسسة : إنتاج دھت

16

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

اسم المؤسسة : فرع السكة السريعة

نوع المؤسسة : الشركة الوطنية للنقل بالسكك الحديدية

حجم المؤسسة : 400 عامل

الولاية : مسكر

سنة التأسيس :

عدد العمال : 400 عامل

نشاط المؤسسة : نقل المسافرين والبضائع

ش.و.إ. السكة السريعة ش.و.إ.
فرع ش.و.ن.س.ج.
E.P.E RAIL EXPRESS SPA
FILIALE SNFF
وكالة مسكر
مركز محندية

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

اسم المؤسسة : الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز - توزيل

نوع المؤسسة : شركة عمومية

حجم المؤسسة : كبيرة

الولاية : مكناس

سنة التأسيس : 1976

عدد العمال : 600 عامل

نشاط المؤسسة : تجاري

24

جامعة مصطفى اسطيمبولي - معسكر -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية

استبيان الدراسة

السلام عليكم ورحمة الله تعالى وبركاته

بعد التحية والتقدير: أختي الفاضلة... أخي الفاضل

في إطار التحضير لأطروحة الدكتوراه تخصص إدارة مالية تقوم الباحثة بإجراء دراسة تحت عنوان:

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

يعبر هذا الاستبيان جزءا مهما في البحث، حيث يهدف إلى توضيح دور مبادئ حوكمة المؤسسات في توثيق القرارات التمويلية في الشركات الجزائرية ومعرفة آراء متخذي القرار التمويلي في الشركة .

لذا نشكركم أن تضع بين أيديكم هذه الاستشارة بهدف الحصول على بعض المعلومات التي تخدم أهداف البحث والحصول على آرائكم ومقترحاتكم حول ما تضمنته من فقرات، كما نؤكد لكم بأن إجاباتكم ستعامل بمسرية تامة و ستستخدم لأغراض البحث العلمي فقط، مع كامل الشكر والتقدير .

المحور الأول: المعلومات الشخصية للعيينة


☐ أنثى

☒ ذكر

1- الجنس:

2- العمر:

☐

من 26 سنة إلى 33 سنة

☐

من 18 سنة إلى 25 سنة

☐

من 45 سنة فما فوق

☒

من 36 سنة إلى 45 سنة

3- الوظيفة:

☒

أعضاء مجلس الإدارة

☐

مجلس الإدارة

☐

المدير المالي

مؤسسة بن كلالة خلدونية

18

جامعة مصطفى اسطيمبولي - معسكر -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية

استبيان الدراسة

السلام عليكم ورحمة الله تعالى وبركاته

بعد التحية والتقدير: أختي الفاضلة... أختي الفاضلة

مؤسسة أشغال البناء كل هيكل الدولة
الأشغال العمومية الكبرى: الأبري
والأشغال القارية والمستأثرات القارية
بن كلالة خلدونية
تلفون: 391970190 - بريد: 391970190

في إطار التحضير لأطروحة الدكتوراه تخصص إدارة مالية تقوم الباحثة بإجراء دراسة تحت عنوان:

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

يعتبر هذا الاستبيان جزءا مهما في البحث، حيث يهدف إلى توضيح دور مبادئ حوكمة المؤسسات في قرئيد
القرارات التمويلية في الشركات الجزائرية ومعرفة آراء متخذي القرار التمويلي في الشركة .

لذا نشكركم أن نضع بين أيديكم هذه الاستمارة بهدف الحصول على بعض المعلومات التي تكتم أهداف البحث
والحصول على آرائكم ومقترحاتكم حول ما تضمنته من فقرات، كما نؤكد لكم بأن إجاباتكم ستعامل بسرية تامة و
ستستخدم لأغراض البحث العلمي فقط، مع كامل الشكر والتقدير .

المحور الأول: المعلومات الشخصية للعينة

1- الجنس: ☒ ذكر ☐ أنثى

2- العمر:

من 18 سنة إلى 25 سنة ☐ من 26 سنة إلى 35 سنة ☐من 36 سنة إلى 45 سنة ☒ من 45 سنة فما فوق ☐

3- الوظيفة:

المدير المالي ☒ مجلس الإدارة ☐ أعضاء مجلس الإدارة ☐

مؤسسة قادة عز الدين

23

جامعة مصطفى اسطبولي - مصر -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية

استبيان الدراسة

السلام عليكم ورحمة الله تعالى وبركاته

بعد التحية والتقدير: أختي الفاضلة... أختي الفاضل

في إطار التحضير لأطروحة الدكتوراه تخصص إدارة مالية تقوم الباحثة بإجراء دراسة تحت عنوان:

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

يعتبر هذا الاستبيان جزءا مهما في البحث، حيث يهدف إلى توضيح دور مبادئ حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات التمويلية في الشركات الجزائرية ومعرفة آراء متخذي القرار التمويلي في الشركة.

نذا نشكر أن نضع بين أيديكم هذه الاستمارة بهدف الحصول على بعض المعلومات التي نستخدم أهداف البحث والحصول على آرائكم ومقترحاتكم حول ما تضمنته من فقرات، كما نؤكد لكم بأن إجاباتكم ستعامل بسرية تامة و سنستخدم لأغراض البحث العلمي فقط، مع كامل الشكر والتقدير.

المحور الأول: المعلومات الشخصية للعبئة

1- الجنس: ☒ ذكر ☐ أنثى

2- العمر:

☒ من 18 سنة إلى 25 سنة ☐ من 26 سنة إلى 35 سنة☐ من 36 سنة إلى 45 سنة ☐ من 45 سنة فما فوق

3- الوظيفة:

☐ المدير المالي ☒ أعضاء مجلس الإدارةAZZEDDINE Kadda
GERANT

4- المؤهل العلمي:

٨٩

خوست بوايحه

جامعة مصطفى اسطيمبولي - معسكر -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية

استبيان الدراسة

السلام عليكم ورحمة الله تعالى وبركاته

بعد التحية والتقدير: أختي الفاضلة... أخني الفاضل

في إطار التحضير لأطروحة الدكتوراه تخصص إدارة مالية تقوم الباحثة بإجراء دراسة تحت عنوان:

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

يعتبر هذا الاستبيان جزءا مهما في البحث، حيث يهدف إلى توضيح دور مبادئ حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات التمويلية في الشركات الجزائرية ومعرفة آراء متخذي القرار التمويلي في الشركة.

لذا نشرف أن نضع بين أيديكم هذه الاستمارة بهدف الحصول على بعض المعلومات التي تخدم أهداف البحث والحصول على آرائكم ومقترحاتكم حول ما تضمنته من فقرات، كما نؤكد لكم بأن إجاباتكم ستعامل بسرية تامة و سنستخدم لأغراض البحث العلمي فقط مع كامل الشكر والتقدير.

المحور الأول: المعلومات الشخصية للعينة

أنثى

ذكر ☒

1- الجنس:

2- العمر:

☐

من 26 سنة إلى 35 سنة

☐

من 18 سنة إلى 25 سنة

☐

من 45 سنة فما فوق

☒

من 36 سنة إلى 45 سنة

3- الوظيفة:

☐

أعضاء مجلس الإدارة

☒

مجلس الإدارة

☐

المدير المالي

4- المؤهل العلمي:

☐

أخرى

☐

ليسانس

☐

ماجستير

☒

دكتوراه

5- الخبرة:

☐

من 06 إلى 10 سنوات

☐

أقل من 5 سنوات

☐

من 16 سنة إلى 20 سنة

☐

من 11 سنة إلى 15 سنة

☒

أكثر من 20 سنة

جامعة مصطفى اسطيمبولي
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية
م. ب. 1890103
021 6970103

(28)

مؤسسة بومخرجة فجير

جامعة مصطفى امطمواني - مكناس -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية

استبيان الدراسة

السلام عليكم ورحمة الله تعالى وبركاته

بعد التحية والتقدير: أختي الفاضلة... أخي الفاضل

في إطار التحضير لالمطروحة الدكتوراه تخصص إدارة مالية تقوم الباحثة بإجراء دراسة تحت عنوان:

أثر الحوكمة على قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية

يعتبر هذا الاستبيان جزءا مهما في البحث، حيث يهدف إلى توضيح دور مبادئ حوكمة المؤسسات في ترشيد قرارات التمويل في الشركات الجزائرية ومعرفة آراء منطقي القرار التمويلي في الشركة.

لذا نشرف أن نضع بين أيديكم هذه الاستمارة بهدف الحصول على بعض المعلومات التي نخدم أهداف البحث والحصول على آرائكم ومقترحاتكم حول ما تضمنته من فقرات، كما نؤكد لكم بأن إجاباتكم ستعامل بسرية تامة و سنستخدم لأغراض البحث العلمي فقط، مع كامل الشكر والتقدير.

المحور الأول: المعلومات الشخصية للعبئة

☐ أنثى

1- الجنس: ذكر

2- العمر:



من 26 سنة إلى 35 سنة



من 18 سنة إلى 25 سنة



من 45 سنة فما فوق



من 36 سنة إلى 45 سنة

3- الوظيفة:



أعضاء مجلس الإدارة



رئيس مجلس الإدارة



المدير المالي

4- الموهل العلمي:

HOUIMAZA Med El-Amine
Entreprise Travaux de Bâtiment
14 Rue Babouli Ark Zone 8 - MARCARA
Tel: 06 66 55 55 55

الملخص:

تواجه المؤسسات عموما وعملية اتخاذ القرار التمويلي خصوصا العديد من التحديات نظرا للتغيرات السريعة ولزيادة توقعات واحتياجات أصحاب المصلحة (الفاعلين)، للتعامل مع هذه التحديات تحتاج هذه المؤسسات إلى تبني الحوكمة لترشيد القرار التمويلي.

نظرا لندرة الدراسات التي تناولت العلاقة بين الحوكمة والقرار التمويلي تهدف هذه الدراسة إلى تحديد طبيعة العلاقة واستكشاف تأثير الحوكمة كمتغير مستقل من خلال العوامل المؤثرة فيه وهي (وجود إطار فعال للحوكمة، الإفصاح والشفافية، المعاملة العادلة للمساهمين، حقوق المساهمين، دور أصحاب المصالح، مسؤولية مجلس الإدارة) على القرار التمويلي كمتغير تابع في السياق الجزائري.

ومن خلال مراجعة الأدبيات السابقة تم تطوير واختبار نموذج مفاهيمي للتحقيق في العلاقة والتأثير المفترض بين متغيرات الدراسة، تم استخدام أسلوب النهج الكمي، حيث تم تصميم استبيان موجه لمدراء ومسؤولي المؤسسات الجزائرية محل الدراسة، حيث تم جمع البيانات من (40) مدير وإطار بالمؤسسات محل الدراسة من مختلف ولايات الوطن. تم تحليل هذه البيانات باستخدام نمذجة المعادلة البنائية بطريقة المربعات الجزئية وذلك لاختبار فرضيات الدراسة.

وتوصلت نتائج الدراسة بعد تحليل البيانات إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الحوكمة والقرار التمويلي.

الكلمات المفتاحية: الحوكمة، القرار التمويلي، الحكم الراشد، الجزائر.

Abstract:

Institutions in general and the financing decision-making process in particular face many challenges due to rapid changes and the increasing expectations and needs of stakeholders (actors). To deal with these challenges, these institutions need to adopt governance to rationalize the financing decision. Given the scarcity of studies that addressed the relationship between governance and the financing decision, this study aims to determine the nature of the relationship and explore the impact of governance as an independent variable through the factors influencing it, which are (the presence of an effective governance framework, disclosure and transparency, fair treatment of shareholders, shareholders' rights, the role of stakeholders, and the responsibility of the board of directors on the financing decision as a dependent variable in the Algerian context.

By reviewing previous literature, a conceptual model was developed and tested to investigate the relationship and the assumed impact between the study variables. The quantitative approach method was used, as a questionnaire was designed for managers and officials of the Algerian institutions under study. Data were collected from (40) managers and executives in the institutions under study from the département of Mascara. These data were analyzed using structural equation modeling using the partial squares method to test the study hypotheses.

The results of the study, after analyzing the data, reached a negative relationship with statistical significance between governance and the financing decision.

Keywords: Governance, Financing Decision, Good Governance, Algeria.