



دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي

– دراسة حالة مجمع الفنادق، سياحة وحمامات معدنية –

THE ROLE OF CORPORATE GOVERNANCE IN REDUCING THE AGENCY PROBLEM THROUGH ITS ROLE IN INFLUENCING THE FINANCIAL STRUCTURE

ياقوت موساوي*

المدرسة العليا للتجارة – الجزائر

تاريخ الاستلام: 2019/10/15 ؛ تاريخ المراجعة : 2020/01/10 ؛ تاريخ القبول: 2020/02/24

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي، حيث شملت الدراسة جميع شركات المساهمة التابعة لمجمع الفنادق، سياحة وحمامات معدنية خلال الفترة الممتدة ما بين 2014-2017، وذلك بالاعتماد على المنهج التجريبي من خلال الاستبانة من أجل معرفة مدى تطبيق مبادئ الحوكمة وإيجاد مؤشر للحوكمة والذي يشمل خمسة مبادئ أساسية (مبدأ توفر إطار تنظيمي وقانوني فعال لحوكمة الشركات، مبدأ حماية حقوق المساهمين، مبدأ حماية حقوق أصحاب المصالح، الإفصاح والشفافية، مسؤوليات مجلس الإدارة)، وكذلك الاعتماد على القوائم المالية للشركات عينة الدراسة لقياس الهيكل المالي والمتمثلة في الرفع المالي، كما تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار فرضيات الدراسة.

وخلصت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية بين بعض مبادئ حوكمة الشركات والرفع المالي، وبناء على ذلك أوصت الدراسة بأن تقوم إدارة الشركات بزيادة الالتزام بمتطلبات حوكمة الشركات بهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثلى للهيكل المالي وذلك بأقل تكلفة للوكالة. الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، مبادئ الحوكمة، الهيكل المالي، الرفع المالي، نظرية الوكالة.

تصنيف JEL: G32, J50.

ABSTRACT

This study aimed to know the role of corporate governance in reducing the problem of the agency through its role in influencing the financial structure, where included the companies affiliated to the hotel, tourism and spa during 2014-2017, Based on the questionnaire to know the extent of the application of the principles of governance and find a governance index, which includes five basic principles, As well as relying on the financial statements of the study sample companies to measure the financial structure of financial leverage, also used a simple linear regression model to test the hypotheses of the study.

The study concluded that there is a statistically significant positive effect between some principles of corporate governance and financial leverage. Therefore, the study recommended that corporate management increase compliance with the requirements of corporate governance in order to reach the optimum percentage of financial structure at the lowest cost to the agency.

keywords : Corporate governance, principles of governance, financial structure, leverage, agency theory.

JEL classification : G32, J50.

* ياقوت موساوي yakout.moussaoui@gmail.com

مقدمة

تزايد الاهتمام نحو وضع قواعد ومبادئ لإدارة المؤسسات، حيث أصدر مركز المشروعات الدولية الخاصة تقريراً حول حوكمة الشركات حدد فيه مختلف قواعد ومبادئ أسلوب ممارسة الإدارة الرشيدة بالمؤسسات والقطاعات الاقتصادية، وازدادت أهمية الاتجاه العالمي نحو حوكمة المؤسسات كنظام هيكلي وبرنامج إداري لإحكام الرقابة على إدارات الشركات لمنعها من إساءة استعمال سلطاتها وحثها على حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح وتحسين أدائها وممارستها المحاسبية والمالية، وتوفير الشفافية وإعادة الثقة وتعزيز مصداقية المعلومات المالية الواردة بالتقارير والقوائم المالية، وهنا تبرز لنا أهمية حوكمة الشركات إذ تعتبر كآلية لتحقيق جودة المعلومات المالية.

ويتوقف الأداء المالي الإيجابي على قدرة المؤسسة في تشكيل التوليفة المثلى للهيكل المالي ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة، والرفع من معدل النمو، وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام؛ فاختلاف المصادر التمويلية يضع المؤسسة بين مجموعة من المزايا والمخاطر، ومهما تنوعت هذه المصادر فيمكن حصرها بين أموال ملكية والاقتراض، وقد تكون الميزة الأساسية للاقتراض انخفاض التكلفة ولكن التوسع في استعمال القروض قد ينعكس سلباً على قيمة المؤسسة، وهذا بزيادة المخاطر المالية الناجمة عنه، ولذلك على المؤسسة أن تعمل على الموازنة بين العائد والمخاطر.

إشكالية الدراسة

ومن هنا جاءت هذه الدراسة لتطرح الإشكالية التالية:

هل يتحقق دور لحوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي؟

ولإجابة على هذه الإشكالية يتم التركيز على النقاط التالية:

- ما هي متطلبات تطبيق حوكمة الشركات؟ وما علاقتها بنظرية الوكالة؟
- ما مدى التزام عينة الدراسة بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات؟
- هل توجد علاقة تفسيرية بين حوكمة الشركات والهيكل المالي؟

فرضيات الدراسة

للإجابة عن إشكالية الدراسة الرئيسية وتسؤلاتها الفرعية تم صياغة مجموعة من الفرضيات التي تخدم أهداف البحث، وهي:

- تقوم حوكمة الشركات على مجموعة من المبادئ، كما أنها تحتاج إلى إطار قانوني وتنظيمي ملائم، حيث أن أساس فكرة حوكمة الشركات هي نظرية الوكالة؛
- لا يلتزم جميع الفنادق، سياحة وحمامات معدنية بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات بسبب تحذر أخلاقيات الأعمال الراضة لذلك؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تطبيق مبادئ حوكمة الشركات والهيكل المالي للشركات الجزائرية.

أهمية الدراسة

تأتي أهمية الدراسة من حيث تناولها موضوعاً معاصراً، حيث تساهم حوكمة الشركات في العديد من الجوانب الاقتصادية المتمثلة في رفع مستوى الكفاءة الاقتصادية لما لها من أهمية في رفع مستوى الشفافية في تلك الشركات، وكذا تقليل المخاطر وبناء الثقة مع المساهمين وحماية استثماراتهم من التعرض للخسارة بسبب سوء استخدام السلطة في مجلس الإدارة.

أهداف الدراسة

نتيجة لهذا التزايد في الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات فقد هدفت هذه الدراسة للكشف عن أثر فعالية حوكمة الشركات على تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي، لأن قدرة هذه الأخيرة على توليد الأرباح وتقليل المخاطر وزيادة القيمة السوقية محدد أساسي للتنبؤ باستمرارها أو فشلها على المدى الطويل.

منهجية الدراسة

تستدعي طبيعة الموضوع استخدام العديد من المناهج البحثية، بحيث تفي بأغراض هذا الموضوع الذي يدخل ضمن الدراسات المالية، وللإجابة على الإشكالية المطروحة، وتحليل أبعادها وجوانبها المختلفة، فعند تناول الإطار النظري يكون المنهج المستعمل وصفيًا تحليليًا، لإبراز وشرح أهم مكونات الموضوع، منها المفاهيم الخاصة بحوكمة الشركات والهيكل المالي من خلال تحليل أبعادها عن طريق النتائج المتوصل إليها. كما يتم أيضا الاعتماد على منهج التجريبي فيما يخص دراسة الحالة، إذ يتم استعمال الانحدار الخطي البسيط لتقدير مختلف متغيرات الدراسة، وهذا بالاعتماد على البيانات التي يتم جمعها من خلال الاستبيان، وكذلك القوائم المالية لعينة الدراسة.

أولاً: الإطار النظري

1. ماهية حوكمة الشركات وأساسيات تطبيقها

لقد حظي مفهوم حوكمة الشركات بقدر كبير من الاهتمام في مختلف أنحاء العالم، نتيجة للعديد من حالات الفشل التي منيت بها الشركات، والتي لم تؤثر فقط في من لهم صلة مباشرة بالشركات المعنية أي المديرين والمساهمين والمحاسبين، ولكن أيضا المتأثرين بوجودها مثل الموظفين والعملاء والموردين والبيئة على وجه الخصوص هذا من جهة ومن جهة أخرى الاضطراب الاقتصادي الذي شهد العالم نتائجه من خلال الأزمة الاقتصادية الأخيرة، فكل هذه العوامل اجتمعت لتعطي دفعة قوية لظهور موضوع حوكمة الشركات وتضعه في المقدمة، ومن خلال هذه الأزمات الاقتصادية تبين أنه حتى بالنسبة للاقتصاديات القوية فإن افتقاد إجراءات الرقابة، الشفافية ومجالس الإدارة المسؤولة وحقوق المساهمين يجعلها تنهار بسرعة بمجرد ضياع ثقة المستثمرين فيها.

1.1 مفهوم حوكمة الشركات

لم يتفق الاقتصاديون على إعطاء مفهوم واحد لحوكمة الشركات، بل هناك مفاهيم متعددة تعدد توجهات وتخصص من تناول هذا الموضوع بالدراسة و البحث، وقد ركزت الدراسات السابقة ولفترة طويلة على مدخلين أساسيين لتناول هذا الموضوع، منها النطاق الضيق المتمثل في نظرية الوكالة والذي يهتم بضمان حقوق المساهمين و النطاق الواسع المتمثل في نظرية أصحاب المصالح أي الأطراف ذات العلاقة بالشركة (مديرين، عملاء، عمال، دائنين...) والذي يهتم بضمان وتحقيق مصالح هؤلاء. وسوف نركز في هذه الدراسة على مدخل نظرية الوكالة.

تنطلق وجهات نظر المؤيدين لتعريف حوكمة الشركات وفقا للنطاق الضيق من أنها تمثل العلاقة بين الشركة وحملة الأسهم مستنديين إلى الأساس النظري والنموذج التقليدي للحكومة الذي يعتمد على نظرية الوكالة، حيث يُنظر للشركة وفقا لهذه النظرية على أنها ملك خاص لمالكها ممثلين بحملة الأسهم فيها، والذي يؤكد أولوية تحقيق مصلحة حملة الأسهم وتعظيم القيمة في الأمد الطويل.¹

ورد في تقرير البنك الدولي سنة 1999 بعنوان نظرة على حوكمة الشركات لأدريان كادبوري Adrian Cadbury "تقوم حوكمة الشركات بالحفاظ على التوازن بين الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، وأهداف الأفراد والمجتمع. فالهدف هو التقريب بين مصالح الأفراد والشركات والمجتمع ككل".²

ويتبنى نفس النهج أيضا تعريف شليفير وفيشني Shleifer & Vishny بأن حوكمة الشركات تتعلق بـ "الطرائق التي يضمن بها المستثمرون وحملة الأسهم الحصول على عوائد استثماراتهم".³

كما يمكن الإشارة إلى بعض التعريفات التي تعتمد على النطاق الضيق،⁴ ومنها تعريف فريدمان 2003 Freedman "والذي يُعرف حوكمة الشركات على أنها إدارة أعمال الشركة طبقا لرغبات حملة الأسهم فيها، بمعنى تحقيق العوائد المجزية لحملة الأسهم بالاستناد إلى المفهوم الاقتصادي لتعظيم القيمة السوقية

¹ Jill Solomon(2010), *corporate governance and accountability*, wiley, 3rd edition, p5.

² John Sullivan(2009), *the moral compass of companies : business ethics and corporate governance as anti-corruption tools*, World Bank publications, IFC, p10.

³ Martin Hilb(2008), *new corporate governance*, springer, p9.

⁴ أسعد غني جهاد الخزاعي(2008)، *إطار مقترح لحوكمة الشركات الحكومية الممولة ذاتي*، رسالة دكتوراه، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، ص18.

الذي يشكل الأساس لتعظيم ثروتهم". وكذلك تعريف سوليفان Sullivan 2003 بأن حوكمة الشركات هي " مجموعة القواعد التي تجري بموجبها إدارة الشركة التي تمكن مجلس الإدارة من الإشراف عليها بهدف حماية المصالح والاستثمارات المالية لحملة الأسهم الذين قد يقيمون على بعد آلاف الأميال من الشركة".

كذلك تبنى الباحثان Peter Wallace & John Zinkin النطاق الضيق في تعريفهما لحوكمة الشركات وذلك من خلال كتابهما *mastering business in Asia- corporate governance* حيث تم تعريف حوكمة الشركات على أنها " مجموعة من القواعد والنصوص التي تمكن حملة الأسهم من استخدام سلطتهم التصويتية كي تُجبر القائمين على إدارة الشركة على تنفيذ رغباتهم".¹

وعلى الرغم من أن استخدام النطاق الضيق في تعريف حوكمة الشركات يرجع إلى الاتجاه التقليدي، فإنه قد صدر سنة 2009 في تقرير والكر Walker review تعريف لحوكمة الشركات مركّزاً فيه على مصلحة حملة الأسهم " إن دور حوكمة الشركات هو حماية وزيادة فوائد حملة الأسهم وذلك من خلال وضع التوجّه الاستراتيجي للشركة وتعيين ومراقبة الإدارة القادرة على الوصول لذلك".²

وبشكل عام، فإن التعريفات المتوافرة لحوكمة الشركات تميل إلى الاشتراك في خصائص معينة، من أهمها فكرة المحاسبة والمسؤولية، لذلك فإن التعريفات التي تعتمد على النطاق الضيق تتجه دائماً نحو فكرة مسؤولية الشركة أمام حملة الأسهم.

2.1 نظرية الوكالة وحوكمة الشركات

يرى بعض الباحثين³ أن أساس فكرة حوكمة الشركات هي نظرية الوكالة، حيث يتم الإشراف على إدارات الشركة بواسطة مجموعة من المديرين المعيّنين من قبل الملاك "حملة الأسهم"، ويعمل المديرون على وضع استراتيجية الشركة التي من خلالها يمكن تحقيق أهداف معينة وفي الوقت نفسه تلبية احتياجات السوق، وفي المقابل يعين المديرون مجموعة من الموظفين والإداريين للعمل على تنفيذ هذه الاستراتيجية.

يعود الفضل في تطوير نظرية الوكالة إلى الاقتصاديين الأمريكيين أصحاب جائزة نوبل للاقتصاد Jensen & Meckling سنة 1976، حيث قدما تعريفاً لنظرية الوكالة على الشكل التالي: " تعرف نظرية الوكالة كعلاقة بموجبه يلجأ شخص صاحب رأسمال لخدمات شخص آخر لكي يقوم بدله ببعض المهام، هذه المهمة تستوجب نيابته في السلطة".⁴

كما تعبر نظرية الوكالة عن عقد يلزم بموجبه شخص أو عدة أشخاص (الموكل أو المساهم) شخصاً آخر (الوكيل أو المسير) من أجل القيام بالأعمال بنفسه، بما يؤدي إلى تفويض (الموكل الرئيسي) جزء من سلطة اتخاذ القرار للوكيل.⁵

تحاول أيضاً نظرية الوكالة تحليل آثار بعض القرارات المالية من منظور الخطر والمردودية، وبصفة عامة من منظور المصلحة لمختلف الأطراف على حساب أطراف أخرى، فهي تحاول أن توضح تأثير بعض القرارات المتخذة التي تكون في فائدة طرف واحد على حساب تعظيم الثروة لجميع الأطراف.⁶

مما سبق يتبين أن مفهوم نظرية الوكالة ينتج عن علاقة توكيل تقع بين شخصين على الأقل، حيث يمكن تقديم أطراف الوكالة كتالي:

- الطرف الأول : يسمى الموكل "الأصيل".
- الطرف الثاني : يسمى الوكيل "العون" الذي لديه التوكيل عن طريق الطرف الأول في إدارة شؤونه بما فيها سلطة الرقابة و اتخاذ القرار.

وتقوم نظرية الوكالة على مجموعة من الفرضيات تتمثل في:⁷

- يتميز كل من الموكل والوكيل بالرشد الاقتصادي وكلاهما يسعى لتعظيم منفعتيه؛

¹ Peter wallace & John zinkin(2005), *mastering business in Asia-corporate governance*, wiley, p2.

² Jill solomon, *OpCit*, p6.

³ Spencer Pickett(2005), *the essential handbook of internal auditing*, John wiley & sons, 2nd edition, p11.

⁴ Michael Jensen, William Meckling(1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of financial Economics, Vol 3, N 4, pp 305-360.

⁵ Michael jensen and Clifford smith(1985), *stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory*, harvard business school, p2.

⁶ pierre vernimmen(2002), *finance d'entreprise*, 5eme edition, dalloz, paris, pp 628-629.

⁷ إبراهيم عبد العليم نجاني(1991)، *نظرية الوكالة ودورها في تطوير نماذج الرقابة على الأداء*، مجلة العلوم الإدارية، العدد الأول، ص90.

- اختلاف أهداف الموكل والوكيل إذ يسعى الأول للحصول على أكبر قدر من جهد الوكيل مقابل أجر معقول بينما الثاني يسعى للحصول على مكافآت أكبر مع بذل جهد أقل؛
 - اختلاف أو تباين المخاطرة التي يتعرض لها كل من الموكل والوكيل نتيجة لاختلاف الخلفية العلمية والعملية لكل منهم وعدم قدرة الموكل إحكام الرقابة على أداء الوكيل واختلاف إمكانية التوصل للمعلومات ومدى فهمها لكل منهم.
- وبناء على ما سبق فإن مشكلة الوكالة تنشأ من تعرض المالك لخسارة نتيجة عدم بذل الوكيل العناية الكافية لتعظيم عائده، وفي هذا الإطار هناك نوعان من الشكوك أو عدم التأكد الذي ينتاب سلوكيات المتعاقدين:
- **مشكلة الاختيار العكسي (أو المتناقض):** إذا كانت نظرية الوكالة تدرس العلاقة "مسير/مساهم"، أي المشاكل التي يمكن أن تنشأ عن العقد المبرم بين "المساهم والمسير" وأساليب حلها، فإن النظرة الجديدة تدرس العلاقة "مسير/مستثمر محتمل" وفي هذه الحالة تختلف المعلومات والخبرات بين الطرفين، أي أن المعلومات الموجودة عند المسيرين تكون غير متاحة للمستثمرين المحتملين وهذا ما يعبر عنه "بالاختيار العكسي"،¹ وهذه المشكلة تظهر نتيجة قدرة الوكيل على إخفاء بعض المعلومات أو إعطاء معلومات خاطئة أو مظلمة، في حالة التي لا يمكن للموكل ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة والتحقق من نتائج قراراته وبالتالي لا يستطيع تحديد ما إذا كان الوكيل يختار البديل المناسب أم لا عند اتخاذ القرارات المختلفة.
 - **مشكلة الخطر المعنوي:** وهي تظهر نتيجة عدم التأكد من أن المسير سيلتزم بالعقد الذي وقعه، حيث لا يوجد أي ضمان بأن الوكيل سيعمل على تحقيق مصالح الموكل أو تحقيق الأهداف التي وضعها.²

ومن هنا تظهر تكاليف الوكالة، وحسب Jensen&Meckling مشاكل الوكالة تولد ثلاثة أنواع من التكاليف:

- **تكاليف المراقبة:** وهي تنتج بهدف التأكد من تصرفات الوكيل بأنه لا يعمل على تحقيق مصالحه الشخصية أثناء إدارته للمؤسسة؛
- **تكاليف الالتزام:** وهي تنتج عن الدعم والتحفيز الذي يتحصل عليه الوكيل من أجل بناء الثقة التي تعتبر الأساس؛
- **الخسائر المتبقية:** وهي التكاليف الملازمة لتباعد المصالح بين المدراء والمساهمين (علاوة ضعيفة، اختيار إستراتيجية غير ملائمة).

ويلجأ المساهمين لتعديل سلوك المسير السلبي والحفاظ على مصالحهم باتخاذ تدابير تقويمية ورقابية عن طريق إنشاء نظام حوكمة الشركات الذي يملك آليات وأدوات رقابية وإشرافية داخلية تعتمد على مجالس الإدارة، الرقابة الداخلية بين المسيرين (الرئيس والمؤوس) وكذا الرقابة المباشرة للمساهمين، والممارسة الخارجية من طرف الأسواق (سوق رقابة المسيرين، السوق المالي، البنوك) ...، إذا فحوكمة الشركات جاءت كرد فعل استجابة لنداء المساهمين من أجل الحد من التصرفات السلبية للمسيرين ولفرض رقابة تحمي المصالح المشتركة للجميع وتحافظ على استمرارية الشركة أيضا.³

3.1 مبادئ حوكمة الشركات

المقصود بمبادئ حوكمة الشركات هي مجموعة المعايير السلوكية والأخلاقية التي تنظم عمل مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والموظفين بشكل عام في الشركات وتهدف إلى تحقيق التوازن بين مصالح الأطراف المختلفة وتميز بعدم الإلزام القانوني لها.⁴

والمبادئ التي سوف يتم عرضها مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية المعدلة التي أخذت في الاعتبار ما حدث من تطورات بعد سنة 1999، وتتضمن تلك المبادئ العديد من التعديلات الهامة التي صدرت بعد العديد من المشاورات العامة والمكثفة وقد وافقت الدول الأعضاء في المنظمة على هذه الصياغة المعدلة في أبريل 2004، كما تتضمن مجموعة من الإرشادات التي توضح كيفية تطبيق تلك المبادئ بحيث تضمن التطبيق السليم لها.⁵

¹ نبيل حمادي، إبراهيم براهيمية، عاشور ديون كنوش (2007)، *التدقيق القانوني كأداة لتسيير علاقة الوكالة في الشركة*، الملتقى الدولي حول حوكمة المؤسسات أخلاقيات العمل والمسؤولية الاجتماعية للمؤسسة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، ص 7.

² طارق عبد العال حماد (2008)، *حوكمة الشركات: المفاهيم، المبادئ، التجارب، المتطلبات*، شركات قطاع العام والخاص والمصارف، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية، ص 70.

³ جمال الدين خاسف (2009)، *فلسفة التوريق والأزمات المالية العالمية*، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول الأزمة العالمية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص 3.

⁴ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 12.

⁵ محمد عبد الفتاح العشماوي (2007)، *آليات حوكمة الخزنة العامة*، مداخلة في ملتقى حول حوكمة الخزنة العامة، المملكة المغربية، ص 22.

أ. ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات

ينص المبدأ الأول من مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات على الآتي:

" ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يشجع علي شفافية وكفاءة الأسواق، وأن يكون متوافقاً مع حكم القانون، وأن يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية.¹

وهناك مجموعة من العناصر التي يجب مراعاتها عند وضع إطار حوكمة الشركات، وهي على النحو التالي:²

- تأثير إطار حوكمة الشركات على الأداء الاقتصادي الشامل ونزاهة الأسواق؛
- توافق إطار حوكمة الشركات مع أحكام القانون؛
- توزيع المسؤوليات في إطار حوكمة الشركات على الجهات المختلفة؛
- تحويل الجهات المعنية السلطات اللازمة لتنفيذ إطار حوكمة الشركات.

ب. حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية

ينص المبدأ الثاني من مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات على الآتي:

" ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يوفر الحماية للمساهمين وأن يسهل لهم ممارسة حقوقهم".³

وبصفة عامة هناك مجموعة من الإرشادات التي يجب الأخذ بها عند الالتزام بتطبيق المبدأ المتعلق بحقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية:

- ينبغي أن يكون للمساهمين الحق في المشاركة، وأن يحصلوا على المعلومات الكافية عن القرارات التي تتعلق بأي تغييرات أساسية في الشركة؛
- ينبغي أن تكون للمساهمين فرصة المشاركة الفعالة، والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، كما ينبغي أن يحاط المساهمون علماً بالقواعد التي تحكم اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين بما في ذلك إجراءات التصويت؛
- ينبغي الإفصاح عن الهياكل والترتيبات الرأسمالية التي تمكن لبعض المساهمين أن يحصلوا على درجة من السيطرة لا تتناسب مع ملكياتهم من الأسهم؛
- السماح لأسواق الرقابة على الشركات بالعمل على نحو فعال ويتسم بالشفافية؛
- تسهيل ممارسة كافة المساهمين لحقوق الملكية، بما في ذلك المستثمرون المؤسسون.

ت. دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات

ينص المبدأ الرابع من مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات على الآتي:

" ينبغي في إطار حوكمة الشركة أن يعترف بحقوق أصحاب المصالح التي ينشئها القانون، أو تنشأ نتيجة لاتفاقيات متبادلة، وأن يعمل على تشجيع التعاون النشط بين الشركات وأصحاب المصالح في خلق الثروة، وفرص العمل، واستدامة المنشآت السليمة ماليا".⁴

كما نجد مجموعة من الإرشادات التي يجب الأخذ بها عند الالتزام بتطبيق هذا المبدأ المتعلق بالاعتراف بحقوق أصحاب المصالح وفقاً لمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وتتمثل هذه الإرشادات فيما يلي:

- احترام حقوق أصحاب المصالح التي يحميها القانون؛
- إتاحة الفرصة لأصحاب المصالح للحصول على تعويضات مقابل انتهاك حقوقهم؛
- توفير الآليات التي تعمل على رفع الأداء من خلال مشاركة الأطراف أصحاب المصالح؛

¹ CIPE, OECD *Principles of Corporate Governance*, OpCit, p20.

² Idem, p21.

³ Ibidem, p23.

⁴ Ibidem, p37.

- توفير المعلومات اللازمة لأصحاب المصالح؛
- إمكانية اتصال أصحاب المصالح بمجلس الإدارة للإعراب عن اهتمامهم بشأن الممارسات غير القانونية أو غير الأخلاقية؛
- إنشاء إطار أو آلية للإعصار وتأدية حقوق الدائنين.

ث. الإفصاح والشفافية

ينص المبدأ الخامس من مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات على الآتي:

" ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يضمن القيام بالإفصاح الدقيق والصحيح وفي الوقت المناسب عن جميع الموضوعات المهمة المتعلقة بالشركة، بما في ذلك المركز المالي، الأداء، حقوق الملكية وأسلوب حوكمة الشركة".¹

كما نجد مجموعة من الإرشادات التي يجب الأخذ بها عند الالتزام بتطبيق هذا المبدأ المتعلق بالإفصاح والشفافية وفقا لمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وتمثل هذه الإرشادات فيما يلي:

- إعداد المعلومات ومراجعتها والإفصاح عنها وفقا لأعلى المعايير المحاسبية والمالية وغير المالية للإفصاح والمراجعة؛
- إجراء المراجعة الخارجية السنوية بواسطة مراقب حسابات مستقل؛
- إتاحة قنوات نقل المعلومات تمكن المستخدمين من الوصول إليها بصورة تتسم بالعدالة.

ج. مسؤوليات مجلس الإدارة

ينص المبدأ السادس من مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات على الآتي:

" ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يضمن التوجيه والإرشاد الاستراتيجي للشركة، ومحاسبة مجلس الإدارة عن مسؤوليته أمام الشركة والمساهمين".²

وهناك مجموعة من المتطلبات والأسس التي يجب الأخذ بها عند الالتزام بتطبيق هذا المبدأ المتعلق بمسؤوليات مجلس الإدارة، وهي:

- اتخاذ القرارات على أساس المعلومات الكاملة و بحسن النية مع العناية الواجبة وبما يحقق أفضل مصلحة للشركة والمساهمين؛
- معاملة كافة المساهمين بصورة عادلة؛
- تطبيق معايير أخلاقية عالية؛
- الالتزام بالقيام بوظائفه الرئيسية؛
- قدرة مجلس الإدارة على ممارسة الحكم الموضوعي مستقل عن شؤون الشركة.

2. ماهية الهيكل المالي

تعتبر عملية التعرف على مصادر التمويل المختلفة مهمة بالنسبة للمؤسسة لكن الأمر لا يتوقف عند هذا الحد، فنظرا للتداخل بين مختلف القرارات التمويلية والاستثمارية، يترتب على المؤسسة أن تحاول بقدر المستطاع أن تحصل على مختلف المصادر التمويلية لتمويل استثماراتها بأفضل شروط ممكنة، وهذا محاولة منها بناء الهيكل المالي الأنسب لها، بما يتماشى وأهدافها المسطرة وقدرتها، لذا يعتبر الهيكل المالي أحد التحديات التي تواجه المؤسسة.

1.2 مفهوم الهيكل المالي

الهيكل المالي هو مجموع الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المنشأة،³ وهو يتضمن التمويل المقترض وهذا الأخير يشمل كل من التمويل المقترض طويل وقصير الأجل، والتمويل الممتلك وهو بدوره يشمل كل من رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية.⁴

¹ CIPE, OECD Principles of Corporate Governance, OpCit, p40.

² Idem, p49.

³ عبد الوهاب دادن(2006)، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد 4، ص107.

⁴ سليمان شلاش، علي البقوم وسالم العون(2008)، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد 1، ص58.

دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي، (ص ص 165-184)

ومن أولى مهمات الإدارة المالية إدارة الهيكل المالي مستهدفة لتعظيم العائد على حق الملكية، فقد يترتب على تحديد الهيكل المالي الأمثل تدنية معدل كلفة التمويل، مما يؤدي إلى تعظيم العائد على حق الملكية، وعليه ينبغي تحديد مزيج التمويل الذي يؤدي إلى تعظيم ربحية المنشأة، وهذا بدوره يتطلب تحديد النسبة الملائمة لكل من التمويل الممتلك والمقترض في الهيكل المالي نظرا لاختلاف درجة المخاطرة التي تتعرض لها المنشأة باختلاف نسبة كل منهما في الهيكل المالي، وتعد أفضل توافق بينهما في الهيكل المالي هي تلك التي تحقق التوازن بين المخاطرة والعائد.¹

2.2 نظرية الوكالة والهيكل المالي

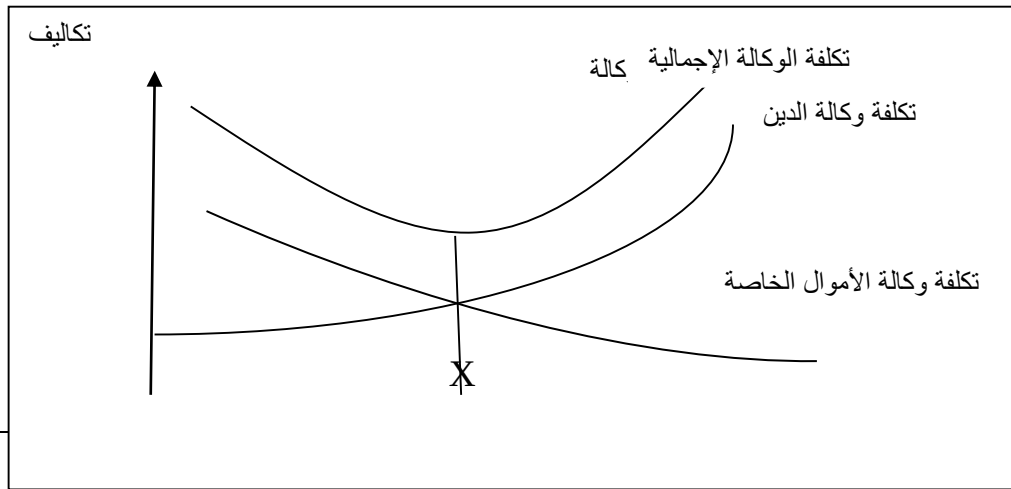
أصبحت المؤسسة الحديثة تقوم على تعدد الأهداف، وخاصة في ظل تضارب المصالح بين الأطراف الفاعلة فيها (الملاك؛ المسيرين؛ المقرضين)، مما سينعكس حتما على تشكيل الهيكل المالي،² ولقد جاءت نظرية الوكالة لترسي قواعد التعاقد المثلى، والتي تضمن حل الصراعات بين مختلف الأطراف الناشطة في المؤسسة. وتنشأ تكلفة الوكالة نتيجة الصراعات المحتملة بين الملاك والمقرضين والمسيرين، فهي بالتالي إنما تمثل مصاريف إضافية للمستثمرين (ملاك، دائنين)، والهدف من ورائها هو مراقبة أموالهم المستثمرة في المؤسسة، ويتم هذا عن طريق توكيل طرف ينوب عنهم من أجل متابعة قرارات المؤسسة، وهذا بالتنازل عن جزء من سلطاتهم، فكل من الموكل والوكيل يحاول تعظيم منفعته، مما يجعل العلاقة التي تربطهما مصدرا للتناقض، الأمر الذي يخلق تكلفة إضافية.³

وتنعكس تكاليف الوكالة على اختيار الهيكل المالي للمؤسسة، سواء كانت هذه الوكالة بين المالك والمسيرين، أو الملاك والمقرضين، ففي حال استعمال أموال الملكية في تمويل الاستثمار قد تخلق حالة عدم تماثل المعلومات بين كل من الموكل (الملاك) والوكيل (المسير) درجة قصوى من تكلفة الوكالة، ففي ظل استحواذ الوكيل على كافة المعلومات عن المؤسسة وعدم قدرة الموكل على مراقبة هذا الأخير، هذا الظرف حتما سينعكس سلبا على قيمة المؤسسة.

ومن الطبيعي أن ينقل الدائنين التكاليف الإضافية الناتجة عن الوكالة إلى الملاك،⁴ الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على أموالهم المستثمرة في المؤسسة، خاصة في ظل ارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها، مما يؤثر على تكلفة الأموال وبالتبعية على قيمة المؤسسة. وتزداد تكلفة الوكالة بسعي كل طرف في المؤسسة وراء تعظيم مصالحه الشخصية دون مراعاة لباقي الأطراف الأخرى في المؤسسة، وقد أبرز كل من Jensen & Mekling أن تكاليف الوكالة تتمثل في تكاليف الرقابة للتأكد ومتابعة أداء الوكيل من طرف الموكل، وكذلك تكاليف الالتزام لتبرير القرارات المتخذة من طرف الوكيل، وتعتبر التكاليف المتبقية عن تكاليف الفرص البديلة.

ويمكن توضيح العلاقة التي تربط الهيكل المالي بتكلفة الوكالة من خلال الشكل الموالي:

الشكل (1): الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية تكلفة الوكالة



¹ عدنان تايه النعيمي و

²Michael Jensen, William Meckling, *OpCit*, pp 305-360.

³ Stephen ROSS(1973), *The economic theory of agency : the principal's problem*, American economic association, Vol. 63, No. 2, pp. 134-139.

⁴ منير إبراهيم هندي(2003)، *الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر*، المكتب العربي الحديث، الطبعة الخامسة، الإسكندرية، ص 653.

Source : ZianeYdriss, La structure d'endettement des petites et moyennes entreprises Français : une étude sur données de Panel, Modem, Université Paris X Nanterre, p7, <http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/dodcyon/ziane.pdf>, consulté le 4/04/2019.

الوكالة لحقوق الملكية ومن جهة أخرى إلى ارتفاع تكاليف الوكالة للديون، من ثم يمكن الوصول إلى نسبة الاستدانة المثلى للهيكل المالي حينما يصل مجموع تكاليف الوكالة سواء للديون أو لحقوق الملكية إلى أدنى حد لها (عند النقطة X).

تتمثل خصوصية نظرية الوكالة في رفضها لفرضية تطابق المصالح بين أطراف المؤسسة (مساهمين، مسيرين، مقرضين) ومحاولة إيجاد خصائص العقود المثلى بين هذه الأطراف المتناقضة وذلك عن طريق قرارات مالية مناسبة، فالهيكل المالي الأمثل حسب هذه النظرية هو نتاج المزج بين مختلف مصادر التمويل التي تسمح بحل التعارض في المصالح (تخفيض تكاليف الوكالة).

ثانيا: الإطار التطبيقي

1. منهجية الدراسة الميدانية

بذلت الجزائر جهودا كبيرة لتحسين بيئة الأعمال الاقتصادية وبناء إطار مؤسسي ملائم لحوكمة الشركات وذلك باستحداث ظروف جيدة على مستوى البيئة التشريعية والتنظيمية لتطبيق مبادئ الحوكمة في الشركات بشكل متكامل وفعال.

1.1 عينة الدراسة

تتكون عينة الدراسة من الشركات المساهمة الوطنية التابعة لمجمع فنادق، سياحة وحمامات معدنية (HTT)، والمتمثلة في EGT وسط، EGT شرق، EGT عنابة، EGT سيدي فرج، EGT زوالدة، EGT تيبازة، EGT الأندلس، EGT بسكرة، EGT تمنراست، EGT غرب، EGT غرداية، EGT تلمسان، EGT مركز المعالجة بمياه البحر، EGT حمام ريغة، EGT القبائل، EGT سلسلة الأوراسي، EGH سلسلة الجزائر.

2.1 حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة الممتدة ما بين 2014-2017، والتي تمت فيها دراسة كل من جدول الميزانية للمؤسسات العينة، وتعتبر هذه الفترة نوعا ما فترة كافية لمعرفة أثر قواعد الحوكمة على الهيكل المالي ودورها في تخفيض مشكلة الوكالة كما قمنا بعملية توزيع الاستبيانات ابتداء من شهر فيفري 2015 وتم استرجاعها بشهر ماي من نفس السنة.

أما الحدود المكانية فتتمثل في جميع المؤسسات التابعة لمجمع فنادق، سياحة وحمامات معدنية HTT التابعة للقطاع السياحي العمومي، كما تشمل الحدود البشرية لهذه الدراسة في موظفي الإدارة العليا للفنادق سالفة الذكر متمثلة في المدراء التنفيذيين، ونواب المدراء الذين لديهم دراية كافية بمبادئ حوكمة الشركات ومدى تطبيقها على مستوى الشركة.

3.1 متغيرات الدراسة

تشمل متغيرات الدراسة الميدانية كل من المتغير المستقل والمتغير التابع، وذلك على مستوى كل المؤسسات محل الدراسة والتي سيتم استخدامها في اختبار فروض البحث.

أ. المتغير المستقل

يتمثل المتغير المستقل في حوكمة الشركات والتي يتم قياس مدى تطبيقها في الشركات من خلال البحث عن مدى تطبيق مبادئ الحوكمة والمتمثلة في: إطار تنظيمي وقانوني فعال لحوكمة الشركات، حقوق المساهمين، حقوق أصحاب المصالح، الإفصاح والشفافية، ومسؤولية مجلس الإدارة، ومن ثم إيجاد مؤشر الحوكمة.

ب. المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في الهيكل المالي والذي يتم قياسه من خلال إيجاد الرفع المالي من خلال نسبة الدين طويلة الأجل DLTP والتي تتمثل في الدين طويلة الأجل على مجموع الخصوم.

4.1 فرضيات الدراسة الميدانية

في ضوء طبيعة المشكلة وأهمية وأهداف الدراسة تم صياغة الفروض التالية:

- H1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للالتزام بمبدأ وجود إطار تنظيمي وقانوني فعال لحوكمة الشركات على نسبة الدين طويلة الأجل.
- H2: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للالتزام بمبدأ حماية حقوق المساهمين على نسبة الدين طويلة الأجل.
- H3: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للالتزام بمبدأ حماية حقوق أصحاب المصالح على نسبة الدين طويلة الأجل.
- H4: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية على نسبة الدين طويلة الأجل.
- H5: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للالتزام بمبدأ مسؤولية مجلس الإدارة على نسبة الدين طويلة الأجل.

2. أثر فعالية حوكمة الشركات على الهيكل المالي ودوره في تخفيض مشكلة الوكالة

لمعرفة أثر فاعلية حوكمة الشركات على الهيكل المالي سنقوم بحساب مؤشر الحوكمة لكل مؤسسة لمعرفة درجة ممارسة الحوكمة لعينة الدراسة، ودراسة الهيكل المالي لعينة الدراسة من خلال مجموعة من المؤشرات، وفي الأخير سنقوم بقياس أثر فاعلية الحوكمة على الهيكل المالي وذلك بتقدير النموذج معادلة الانحدار البسيط.

1.2 عرض وتحليل مؤشر حوكمة الشركات

من أجل جمع البيانات المطلوبة لتحقيق أهداف الدراسة، ثم عرض ومناقشة الجوانب التطبيقية لهذه الدراسة والإجابة على أسئلتها تم الاعتماد على الاستبيان الذي وزع على عينة الدراسة المختارة، وتحليله واستخلاص النتائج باستخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية، وذلك من أجل إيجاد مؤشر حوكمة الشركات.

وقد تم تصميم هذه الأداة وفقاً للأهداف والتساؤلات الخاصة بالموضوع، حيث تكونت الاستبانة من قسمين:¹

القسم الأول: البيانات الشخصية

يحتوي على أسئلة تخص المعلومات الشخصية لعينة الدراسة وهي: الجنس، الفئة العمرية، المستوى التعليمي والخبرة العملية.

القسم الثاني: مدى التزام الشركة بتطبيق مبادئ الحوكمة

يتضمن القسم الثاني من الاستبانة مبادئ الحوكمة، متمثلة في 38 فقرة مقسمة إلى 5 محاور:

- **المحور الأول:** يتعلق بمبدأ وجود إطار تنظيمي وقانوني فعال لحوكمة الشركات ويتكون من سبعة فقرات؛
- **المحور الثاني:** يتعلق بمبدأ حماية حقوق المساهمين ويتكون من ثمانية فقرات؛
- **المحور الثالث:** يتعلق بمبدأ حماية حقوق أصحاب المصالح ويتكون من ثمانية فقرات؛
- **المحور الرابع:** يتعلق بمبدأ الإفصاح والشفافية ويتكون من سبعة فقرات؛
- **المحور الخامس:** يتعلق بمبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة ويتكون من ثمانية فقرات.

ونظراً لوجود أكثر من مستجوب في الشركة تم إيجاد مؤشر لكل مؤسسة من خلال:

- إيجاد المتوسط الحسابي للدرجات المعيارية لكل محور من كل استبانة؛

¹ أنظر الملحق 1.

دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي، (ص ص 165-184)

- إيجاد المتوسط الحسابي التراكمي للدرجات المعيارية (النتيجة السابقة) لإجابات المستجوبين في الشركة الواحدة للوصول إلى مفردة واحدة للمؤسسة يمثل مؤشر الفرعي للحوكمة؛
 - إيجاد المجموع التراكمي للمؤشرات الفرعية والتي تمثل مؤشر الحوكمة لكل شركة.
- والجدول التالي يوضح المؤشر الكلي والمؤشرات الفرعية لحوكمة الشركات في العينة:

الجدول (1): المؤشر الكلي والمؤشرات الفرعية لحوكمة الشركات في العينة

الشركة	Ind :1 1~5	Ind :2 1~5	Ind :3 1~5	Ind :4 1~5	Ind :5 1~5	CGI 1~25	النسبة
EGT وسط	4.14	5	4.12	3.71	3.62	20.59	82.36%
EGT شرق	3.28	4.12	3.5	3.42	3.37	17.69	70.76%
EGT عناية	3.85	4.72	4.35	3.42	3.5	19.84	79.36%
EGT سيدي فرج	3.5	4.5	3.5	3.28	3.12	18.5	74%
EGT زوالدة	3.28	3.85	3.12	3.28	2.72	16.25	65%
EGT تيارزة	2	3.75	1.87	3.14	2.12	12.88	51.52%
EGT الأندلس	4.14	4.75	4.87	3.71	3.75	21.22	84.88%
EGT بسكرة	4	4.52	3.75	3.57	3.75	19.59	78.36%
EGT تمنراست	3.28	3.5	3.25	3.42	3.37	16.82	67.28%
EGT غرب	3.14	3.5	3.87	3.71	3.75	17.97	71.88%
EGT غرداية	3	3.12	3.75	3.57	3.75	17.19	68.76%
EGT تلمسان	3.28	4.25	3.05	3.42	3.37	17.37	69.48%
EGT مركز المعالجة بمياه البحر	3.55	3.14	3.87	2.14	3.25	15.95	63.8%
EGT حمام ريغة	4	3.75	2.87	3.71	3.75	18.08	72.32%
EGT القبائل	3	4	3	3.88	3.12	17	68%
EGH سلسلة الأوراسي	4.28	4.35	4	4.42	3.75	20.8	83.2%
EGH سلسلة الجزائر	4	3.65	2.87	3.14	3.25	16.91	67.64%

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Excel.

حيث: 1: Ind : مؤشر فرعي لوجود إطار تنظيمي وقانوني فعال لحوكمة الشركات؛

2: Ind : مؤشر فرعي لحماية حقوق المساهمين؛ 3: Ind : مؤشر فرعي لحماية حقوق أصحاب المصالح؛

4: Ind : مؤشر فرعي للإفصاح والشفافية؛ 5: Ind : مؤشر فرعي لمسؤوليات مجلس الإدارة؛

دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي، (ص ص 165-184)

CGI (Corporate Governance Index) : مؤشر حوكمة الشركات.

من الجدول أعلاه تراوح مؤشر حوكمة شركات عينة الدراسة بين 12.88 درجة إلى 21.22 درجة من المجموع الكلي 25 درجة (عدد المحاور x 5)، وهذا يعني أن ممارسة الحوكمة لعينة الدراسة تتراوح بين 51.52% و 84.88%.

2.2 عرض وتحليل مؤشر الهيكل المالي

لدراسة وتقييم الهيكل المالي في الشركات عينة الدراسة سنقوم باستخدام القوائم المالية خلال الفترة ما بين 2014-2017 من أجل حساب الرفع المالي المتمثل في نسبة الديون طويلة الأجل.

تحسب نسبة الديون طويلة الأجل للعينة الدراسة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الخصوم}}$$

وننتج المتوسط الحسابي لنسبة الديون طويلة الأجل خلال الفترة ما بين 2014-2017 ملخصة في الجدول التالي:

الجدول (3): متوسط نسبة الديون طويلة الأجل لعينة الدراسة

الشركة	متوسط الديون طويلة الأجل	متوسط إجمالي الخصوم	متوسط نسبة الديون طويلة الأجل
EGT وسط	7870557642,75	15534355438,75	0,50665492
EGT شرق	8563150469,25	12025526643,36	0,71208112
EGT عنابة	276998323,50	1264414413,20	0,21907242
EGT سيدي فرج	377848079,75	1480064837,74	0,25529157
EGT زرالددة	327130851,75	3562226636,84	0,09183325
EGT تيبازة	1392083492,25	2032758769,92	0,68482474
EGT الأندلس	1222315361,50	2152608339,35	0,56782989
EGT بسكرة	330287163,50	2504225033,43	0,13189197
EGT تمنراست	412477819,50	1180336128,18	0,34945793
EGT غرب	655526552,75	1294476155,72	0,50640296
EGT غرداية	763558839,25	1241338467,33	0,6151093
EGT تلمسان	2025042886,00	2955881260,84	0,68508939
EGT مركز المعالجة بمياه البحر	2391170053,25	2713386880,71	0,88124921
EGT حمام ريغة	223834797,75	369720947,50	0,60541551
EGT القبائل	58139145,50	341861684,99	0,17006628

دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي، (ص ص 165-184)

0,49651389	11840688472,99	5879066314,50	EGH سلسلة الأوراسي
0,67267157	9197638296,95	6186989819,50	EGH سلسلة الجزائر
0,54338622	4217147553,40	2291539859,54	عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية ومخرجات برنامج Excel.

يتضح من الجدول السابق أن متوسط نسبة الديون طويلة الأجل في العينة بلغ 54.33%، وتعني هذه النسبة أغلبية الأموال التي تعتمدها شركات العينة هي عبارة عن ديون طويلة الأجل، وحقت EGT مركز المعالجة بمياه البحر أعلى نسبة الديون طويلة الأجل بالمقارنة مع الشركات عينة الدراسة بنسبة 88.12% وهذا نتيجة التجديدات التي قامت بها مؤخرا، وأقلها EGT زلادة بنسبة 9.18%.

3.2 اختبار فروض الدراسة التطبيقية

يتم التأكد من قبول الفرضيات أو رفضها والتي تتعلق بتأثير المتغير المستقل على المتغير التابع بالاعتماد على مستوى الدلالة حيث كلما كان مستوى الدلالة أقل من مستوى الدلالة المعتمد والمقدر بـ 0.05 فإننا نؤكد صحة الفرضية، والتي تنص أنه يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للمتغير المستقل على المتغير التابع عند مستوى معنوية 0.05.

أ. اختبار الفرضية مبدأ وجود إطار تنظيمي وقانوني فعال لحوكمة الشركات - نسبة الديون طويلة الأجل

H1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للالتزام بمبدأ وجود إطار تنظيمي وقانوني فعال لحوكمة الشركات على نسبة الديون طويلة الأجل عند مستوى معنوية 0.05.

الجدول (4): نتائج اختبار العلاقة بين مبدأ وجود إطار تنظيمي وقانوني فعال لحوكمة الشركات - نسبة الديون طويلة الأجل

متغيرات النموذج	B	الخطأ المعياري	T	sig	معامل التحديد المعدل
الثابت	61.76	37.06	1.66	0.11	-0.0566
X1	-3.93	10.41	-0.37	0.71	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2 .

تبين من خلال الجدول أن مستوى المعنوية الإحصائية قدر بـ 0.71 وهو أكبر من مستوى الدلالة 0.05، مما يدل على رفض الفرضية التي تأكد على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مبدأ وجود إطار تنظيمي وقانوني فعال لحوكمة الشركات ونسبة الديون طويلة الأجل، وبلغ معامل التحديد المعدل -5.66% وهذا يفسر عدم وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين.

ب. اختبار الفرضية مبدأ حماية حقوق المساهمين - نسبة الديون طويلة الأجل

H2: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للالتزام بمبدأ حماية حقوق المساهمين على نسبة الديون طويلة الأجل عند مستوى معنوية 0.05.

الجدول (5): نتائج اختبار العلاقة بين مبدأ حماية حقوق المساهمين - نسبة الديون طويلة الأجل

متغيرات النموذج	B	الخطأ المعياري	T	Sig	معامل التحديد المعدل
الثابت	112.06	40.47	2.76	0.13	-0.0886
X2	-0.91	9.95	-1.59	0.0143	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2 .

دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي، (ص ص 165-184)

من خلال الجدول أعلاه يمكننا صياغة النموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار هذه الفرضية:

$$DLTTP_i = 112.06 - 0.91 X_{2(i)}$$

حيث: $DLTTP_i$: نسبة الديون طويلة الأجل للمؤسسة i ; $X_{2(i)}$: مبدأ حماية حقوق المساهمين للمؤسسة i .

تشير المعادلة إلى وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، فزيادة مستوى مبدأ حماية حقوق المساهمين بمقدار وحدة واحدة أدى لانخفاض نسبة الديون طويلة الأجل بمقدار 0.91 وحدة، كما تبين من خلال الجدول أن مستوى المعنوية الإحصائية قدر بـ 0.0143 وهو أقل من مستوى الدلالة 0.05، مما يدل على قبول الفرضية والتأكد على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مبدأ حماية حقوق المساهمين ونسبة الديون طويلة الأجل.

ت. اختبار الفرضية مبدأ حماية حقوق أصحاب المصالح - نسبة الديون طويلة الأجل

H3: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للالتزام مبدأ حماية حقوق أصحاب المصالح على نسبة الديون طويلة الأجل عند مستوى معنوية 0.05.

الجدول (6): نتائج اختبار العلاقة بين مبدأ حماية حقوق أصحاب المصالح - نسبة الديون طويلة الأجل

متغيرات النموذج	B	الخطأ المعياري	T	Sig	معامل التحديد المعدل
الثابت	-0.57	0.17	-3.34	0.004	0.3987
X3	0.16	0.04	3.4	0.0039	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

من خلال الجدول أعلاه يمكننا صياغة النموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار هذه الفرضية:

$$DLTTP_i = -0.57 + 0.16 X_{3(i)}$$

حيث: $DLTTP_i$: نسبة الديون طويلة الأجل للمؤسسة i ; $X_{3(i)}$: مبدأ حماية حقوق أصحاب المصالح للمؤسسة i .

تشير المعادلة إلى وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، فزيادة مستوى مبدأ حماية حقوق أصحاب المصالح بمقدار وحدة واحدة أدى لزيادة نسبة الديون طويلة الأجل بمقدار 0.16 وحدة، كما تبين من خلال الجدول أن مستوى المعنوية الإحصائية قدر بـ 0.003 وهو أقل من مستوى الدلالة 0.05، مما يدل على قبول الفرضية والتأكد على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مبدأ حماية حقوق أصحاب المصالح ونسبة الديون طويلة الأجل.

ث. اختبار الفرضية مبدأ الإفصاح والشفافية - نسبة الديون طويلة الأجل

H4: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للالتزام مبدأ الإفصاح والشفافية على نسبة الديون طويلة الأجل عند مستوى معنوية 0.05.

الجدول (7): نتائج اختبار العلاقة بين مبدأ الإفصاح والشفافية - نسبة الديون طويلة الأجل

متغيرات النموذج	B	الخطأ المعياري	T	Sig	معامل التحديد المعدل
الثابت	-0.84	0.32	-2.6	0.02	0.2682
X4	0.24	0.09	2.6	0.0193	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

من خلال الجدول أعلاه يمكننا صياغة النموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار هذه الفرضية:

$$DLTTP_i = -0.84 + 0.24 X_{4(i)}$$

حيث: $DLTTP_i$: نسبة الديون طويلة الأجل للمؤسسة i ; $X_{4(i)}$: مبدأ الإفصاح والشفافية للمؤسسة i .

دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي، (ص ص 165-184)

تشير المعادلة إلى وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، فزيادة مستوى مبدأ الإفصاح والشفافية بمقدار وحدة واحدة أدى لزيادة نسبة الديون طويلة الأجل بمقدار 0.24 وحدة، كما تبين من خلال الجدول أن مستوى المعنوية الإحصائية قدر بـ 0.019 وهو أقل من مستوى الدلالة 0.05، مما يدل على قبول الفرضية والتأكد على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مبدأ الإفصاح والشفافية ونسبة الديون طويلة الأجل.

ج. اختبار الفرضية مبدأ مسؤولية مجلس الإدارة - نسبة الديون طويلة الأجل

H5: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للالتزام بمبدأ مسؤولية مجلس الإدارة على نسبة الديون طويلة الأجل عند مستوى معنوية 0.05.

الجدول (8): نتائج اختبار العلاقة بين مبدأ مسؤولية مجلس الإدارة - نسبة الديون طويلة الأجل

متغيرات النموذج	B	الخطأ المعياري	T	Sig	معامل التحديد المعدل
الثابت	42.71	46.92	0.91	0.37	-0.0657
X5	1.55	13.08	0.11	0.912	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

تبين من خلال الجدول أن مستوى المعنوية الإحصائية قدر بـ 0.91 وهو أكبر من مستوى الدلالة 0.05، مما يدل على رفض الفرضية التي تأكد على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مبدأ مسؤولية مجلس الإدارة ونسبة الديون طويلة الأجل، وبلغ معامل التحديد المعدل -0.06% وهذا يفسر عدم وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين.

الخاتمة

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي، حيث أن الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات تزايد في العقود الأخيرة بسبب إفرازات العولمة وتفشي ظاهرة الفساد المالي والإداري واختيار العديد من المؤسسات الاقتصادية، لكن ما حصل من اختيارات لم يكن بسبب القصور في معايير المحاسبة الدولية أو معايير المراجعة المعمول بها ولكن المشكلة الرئيسية كانت في أخلاقيات المهنة ذاتها وبالتالي زيادة مشكلة الوكالة، حيث أثر سلبي على كل من المستثمرين، المسيرين والدائنين، والحل لا يكمن في تطبيق القوانين فقط بل يركز على تحسين أخلاقيات مطبقي هذه القوانين من قبل جميع أطراف المصالح، ولقد أجمعت النظريات والدراسات في حقل الإدارة والمالية أن نجاح الشركة في تعظيم قيمتها، وتحقيق الأداء المتميز يعتمد على مدى تكريس مبادئ حوكمة الشركات، وذلك بالدمج بين مصالح الأطراف الفاعلة في إدارة الشركة وتوفير مناخ بيئة تتسم بالعقلانية والرشادة من خلال إيجاد نوع من التنظيم الهادف لأداء أفضل لمختلف أنشطتها يتميز بالشفافية والنزاهة ويوفر المعلومات الملائمة التي يمكن الاعتماد عليها بصورة متكافئة من جميع المستخدمين في اتخاذ القرارات.

توصلنا من خلال الدراسة الميدانية التي قمنا بها على الشركات التابعة لمجمع الفنادق، سياحة وحمامات معدنية وذلك بتوزيع استبانة تتضمن مبادئ الحوكمة لمعرفة مؤشرات ممارسة الحوكمة لعينة الدراسة، ثم دراسة وتحليل الهيكل المالي خلال الفترة 2014-2017 وبناء نموذج العلاقة بين مبادئ الحوكمة والهيكل المالي إلى قبول الفرضية الرئيسية جزئياً، وذلك من خلال كل من مبدأ حماية حقوق المساهمين، مبدأ حماية حقوق أصحاب المصالح ومبدأ الإفصاح والشفافية وأثرها على الرفع المالي؛ حيث تبين من خلال دراستنا لعلاقة الارتباط بين مبدأ حماية حقوق المساهمين والرفع المالي أن هناك علاقة عكسية، ويمكن تفسير هذه العلاقة على أنه كلما ارتفع مؤشر الحوكمة من خلال هذا المبدأ زادت ثقة المستثمرين وبالتالي زيادة التمويل من خلال الأموال الخاصة وبأقل تكلفة للوكالة؛ على عكس نتيجة علاقة الارتباط الموجودة بين مبدأ حماية حقوق أصحاب المصالح وكذا مبدأ الإفصاح والشفافية والرفع المالي حيث أظهرت النتائج على وجود علاقة ارتباط طردية، مما يفسر أنه كلما ارتفع مؤشر الحوكمة من خلال هذين المبدأين زادت ثقة الدائنين بالشركة وبالتالي زيادة تقديم الديون وبأقل تكلفة. وبناء على ذلك أوصت الدراسة بأن تقوم إدارة الشركات بزيادة الالتزام بمتطلبات حوكمة الشركات بهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثلى للهيكل المالي وذلك بأقل تكلفة للوكالة.

دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي، (ص ص 165-184)

الملحق استبانة حول دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي

تحية طيبة وبعد؛

يرجى التكرم بتعبئة الاستبانة المرفقة، وإعطاء رأيكم حول كل فقرة من فقرات الاستبانة المعدة وذلك استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الدكتوراه في العلوم التجارية والمالية تخصص مالية بالمدرسة العليا للتجارة، عن موضوع " دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي "، راجيا من حضرتكم وضع الإجابة الدقيقة من وجهة نظركم، حيث تعد قائمة الاستقصاء هذه جزءاً من البحث، والمعلومات التي تحتويها هذه القائمة تعتبر ضرورية، حيث تعتمد صحة نتائج الاستبيان بدرجة كبيرة على صحة إجاباتكم.

ونحيطكم علماً أن بيانات هذا الاستبيان سرية للغاية، ولن يطلع عليها سوى الباحثة فقط، ولن تستخدم نتائجها إلا في أغراض البحث العلمي ولن تعرض نتائجها إلا في صورة إجمالية رقمية ونسب مئوية.

وفي الأخير أشكر لكم حسن تعاونكم ومساهماتكم في هذا البحث.

القسم الأول: البيانات الشخصية

يهدف هذا القسم إلى تبيان بعض الخصائص الشخصية والوظيفية التي تساعد في تفسير الاختلاف من إجابات الأفراد، لذا الرجاء وضع علامة (X) أمام الإجابة المناسبة.

الجنس :

☐ ذكر ☐ أنثى

الفئة العمرية :

☐ 27-18 ☐ 37-28 ☐ 47-38 ☐ 48 سنة فأكثر

المستوى التعليمي :

☐ بكالوريا 3+ ☐ بكالوريا 4+ ☐ بكالوريا 5+ ☐ دراسات عليا

الخبرة المهنية :

☐ أقل من 5 سنوات ☐ 5-10 ☐ 11-15 ☐ 15 سنة فأكثر

فيما يلي مجموعة من الفقرات المتعلقة بمبادئ الحوكمة، والمرجو منكم تحديد درجة موافقتكم أو عدم موافقتكم عليها، وذلك بوضع علامة (X) في المكان المناسب.

الرقم	الفقرة	درجة الموافقة				
		بشدة موافق	موافق	محايد	غير موافق	غ. موافق
المحور الأول: وجود إطار تنظيمي وقانوني فعال لحوكمة الشركات						
1	توفر هيكل تنظيمي يحدد المسؤوليات والصلاحيات ويساهم في تطوير الحوكمة.					

دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي، (ص ص 165-184)

2	وجود آليات قانونية وتنظيمية للحوكمة تتسم بالكفاءة والعدالة وعدم التحيز وقابلة للتنفيذ.				
3	يتم توزيع المسؤوليات وفق اختصاص تشريعي يخدم المصالح العامة.				
4	تصدر قرارات الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية في الوقت المناسب وبشفافية.				
5	تمنح الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية السلطة الكافية للقيام بواجباتها.				
6	تمتع الجهات الإشرافية والتنظيمية والرقابية بالنزاهة والموضوعية.				
7	توفر هيئات تنظيمية ورقابية تضبط كافة جوانب الحوكمة لأداء الشركات.				
المحور الثاني: حماية حقوق المساهمين					
1	يحصل المساهم على المعلومات المتعلقة بالشركة بصفة دورية ومنتظمة وبدون تكاليف.				
2	يطلع المساهم على أي عمليات غير عادية يمكن أن تؤدي إلى التأثير على الشركة.				
3	يطلع المساهم على جميع العمليات الرئيسية والهامة التي تقوم بها الشركة.				
4	الحصول على حصص من أرباح الشركة.				
5	يمكن المساهم أن يوكل شخص آخر للاشتراك في اجتماعات الجمعية العامة.				
6	يستطيع المساهم أو من يمثله المشاركة في القرارات الأساسية المتعلقة بالشركة.				
7	يملك المساهم أو من يمثله حق وضع بنود جدول أعمال الاجتماع العام وإلغاء قرارات مجلس الإدارة.				
8	يملك المساهم الحق في تعيين أو عزل أعضاء مجلس الإدارة.				
المحور الثالث: حماية حقوق أصحاب المصالح					
1	يتم حماية حقوق أصحاب المصالح بعلاقات تعاقدية موثقة.				
2	يتم العمل على تطوير آليات مشاركة جميع العاملين في تحسين الأداء المالي وكذا إشراكهم في اتخاذ القرارات.				
3	يتم تزويد أصحاب المصالح بالمعلومات اللازمة للقيام بمسؤولياتهم.				
4	تقوم الإدارة بوضع آليات وإجراءات فعالة لمواجهة حالات الإعسار.				
5	يتم إعلام أصحاب المصالح بشكل كاف بحقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالشركة.				
6	توجد قدرة لأصحاب المصالح بإصالح اهتماماتهم حول الممارسات الغير القانونية أو الغير الأخلاقية إلى مجلس الإدارة.				

دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي، (ص ص 165-184)

7	وجود آلية عمل فعالة بين أصحاب المصالح ومجلس الإدارة بهدف استمرارية الشركة.				
8	استفادة أصحاب المصالح في حالة انتهاك حقوقهم على تعويض مناسب.				
المحور الرابع: الإفصاح والشفافية					
1	يتم الإفصاح عن مكافأة مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين وكيفية اختيارهم.				
2	تتوفر قنوات لنشر المعلومات الكافية وفي التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف ذات العلاقة.				
3	يشمل الإفصاح المعلومات الهامة المتعلقة بعوامل المخاطرة المتوقعة وسياسة إدارتها.				
4	يتم الاعتماد على مراجع خارجي مستقل مؤهل وكفاء.				
5	يتم الإفصاح للمساهمين عند وجود ممارسة أو سلوك غير أخلاقي.				
6	يتم الإفصاح عن النتائج المالية للشركة لكل الأطراف بكل شفافية.				
7	المعلومات المحاسبية المفصّل عنها في القوائم المالية ذات قدرة تنبؤية تساعد المستخدمين في اتخاذ قراراتهم المستقبلية.				
المحور الخامس: مسؤوليات مجلس الإدارة					
1	يشرف مجلس الإدارة على كبار الموظفين ومعايير كفاءتهم.				
2	يلتزم المجلس بالقوانين والأنظمة مع الحرص على مصالح الأطراف ذات المصلحة.				
3	يشرف مجلس الإدارة على عمليات الإفصاح والاتصالات.				
4	يطبق مجلس الإدارة مهامه بمعايير أخلاقية عالية.				
5	يقوم مجلس الإدارة بوضع إستراتيجية لإدارة المخاطر.				
6	يسهر مجلس الإدارة على ضمان استقلالية المراجعين الداخليين والخارجيين.				
7	يعتبر مجلس الإدارة من جهات المراقبة داخل الشركة حيث يراقب الإدارة ويشرف عليها ويقوم بتقييمها.				
8	يدرس مجلس الإدارة البرامج العامة للنشاطات الشركة ويشارك بفعالية في تشكيل الإستراتيجية طويلة الأجل للشركة.				

المراجع

1. إبراهيم عبد العليم نحاتي، نظرية الوكالة ودورها في تطوير نماذج الرقابة على الأداء، مجلة العلوم الإدارية، العدد الأول، 1991، ص 90.

2. أسعد غني جهاد الخزاعي، إطار مقترح لحوكمة الشركات الحكومية الممولة ذاتيا، رسالة دكتوراه، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، 2008.
3. جمال الدين خاسف، فلسفة التوريد والأزمات المالية العالمية، مداخل مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول الأزمة العالمية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
4. سليمان شلاش، علي البقوم وسالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد 1، 2008.
5. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات: المفاهيم، المبادئ، التجارب، المتطلبات، شركات قطاع العام والخاص والمصارف، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2008.
6. عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمتلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد 4، 2006.
7. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، 2009.
8. محمد عبد الفتاح العشماوي، آليات حوكمة الخزانة العامة، مداخل في ملتقى حول حوكمة الخزانة العامة، المملكة المغربية، جويلية 2007.
9. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة الخامسة، الإسكندرية، 2003.
10. نبيل حمادي، إبراهيم براهيمية، عاشور ديون كتوش، التدقيق القانوني كأداة لتسيير علاقة الوكالة في الشركة، الملتقى الدولي حول حوكمة المؤسسات أخلاقيات العمل والمسؤولية الاجتماعية للمؤسسة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 5-6 ديسمبر 2007.
11. Jill Solomon, **corporate governance and accountability**, wiley, 3rd edition, 2010.
12. John Sullivan, **the moral compass of companies : business ethics and corporate governance as anti-corruption tools**, World Bank publications, IFC, 2009.
13. Martin Hilb, **new corporate governance**, springer, 2008.
14. Michael jensen and Clifford smith, **stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory**, harvard business school, 1985.
15. Michael Jensen, William Meckling, **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of financial Economics, Vol 3, N 4, 1976.
16. Peter wallace & John zinkin, **mastering business in Asia-corporate governance**, wiley, 2005.
17. pierre vernimmen, **finance d'entreprise**, 5eme edition, dalloz, paris, 2002, pp 628-629.
18. Spencer Pickett, **the essential handbook of internal auditing**, John wiley & sons, 2nd edition, 2005.
19. Stephen ROSS, **The economic theory of agency : the principal's problem**, American economic association, Vol. 63, No. 2, MAY. 1973.
20. ZianeYdriss, **La structure d'endettement des petites et moyennes entreprises Frainçais : une étude sur données de Panel**, Modem, Université Paris X Nanterre, p7, <http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/doclyon/ziane.pdf>, consulté le 4/04/2019