أهمية تطبيق مبادئ الحوكمة في تخفيض مشكلة تضارب المصالح في ظل المشروع الاستثماري

هشام سفيان صلواتشي، *أستاذ محاضر بمدرسة الدراسات العليا التجارية وباحث في مخبر Magipo, ESC*

نجمي سعيدات، *باحث دكتوراه بمدرسة الدراسات العليا التجارية.*

فاطمة الزهراء بوخديمي، *باحثة دكتوراه بمدرسة الدراسات العليا التجارية.*

ملخص : يلعب الاطار الفكري والتطبيقي لحوكمة الشركة دورا جوهريا في التعامل بصفة لائقة ورشيدة مع مختلف المشاكل التي يمكن أن تواجهها بما فيها مشاكل تضارب المصالح بين مختلف أصحاب المصالح والتي بتفاقمها يمكن أن تسبب تراجعا في نجاعة وأداء الشركة الاقتصادية وتزايدا للفساد. ولو ننظر للحوكمة بعدسة النظام، فإن ذلك يؤدي إلى تحقيق العديد من النتائج الملموسة أهمها اقتصاديات الحوكمة، والمتمثل في اقتصاديات كل من التشغيل الأمثل، الارتقاء الانتاجي والعائد والمردود.

ومن هذا الباب نبحث على توضيح أهمية مبادئ حوكمة الشركات في تحسين أداء الشركة الاقتصادية وذلك بالتطرق ضمنيا إلى دور هذه المبادئ في تخفيض مشاكل تضارب المصالح، والتي تحتل بدورها مكانة مركزية ضمن مشاكل الوكالة الناتجة عن العلاقة المتوخاة ما بين مختلف اصحاب المصالح ومنتجات علاقة الوكالة في ظل مناخ الاستثمار.

الكلمات الدالة : حوكمة الشركات، مبادئ الحوكمة، النواة الاستراتيجية، المشروع الاستثماري، مشاكل الوكالة.

Abstract: Intellectual and practical corporate governance framework plays a fundamental role in the deal as the decent and rational with the various problems that the company can face, including conflicts of interest between the various stakeholders can cause a decline in the efficiency and economic performance of the company and an increase of corruption. And if we look to the governance lens system, it would lead to the achievement of many of the tangible results of the most important economies of governance, and of optimal operating economics, improve production and economics of yield and yield economies.

And of this section seek to clarify the importance of the principles of corporate governance in improving the economic performance of the company and that by addressing implicitly to the role of these principles to reduce conflicts of interest problems, which in turn occupies a central position within the Agency resulting from the envisaged relationship

problems between the different stakeholders and products Agency relationship in light of the investment climate.

Key words: corporate governance, corporate governance principles, core strategy, investment project, the agency problems.

مقدمة:

سمح التطور الاقتصادي والتحرر التجاري الذي شهده العالم خلال فترة الثمانينات من القرن العشرين بتحديث مختلف الأنظمة المتعلقة بمناخ الأعمال. ثم بتزايد تدفق الأموال ومشاركة الفاعلين في الشركات على مستوى الأسواق بصفة عامة وعلى مستوى السوق المالية بصفة خاصة. فعلى الرغم من تطابق مختلف هذه العوامل مع متطلبات اقتصاد السوق في تحقيق التنافسية والازدهار الاقتصادي وانفتاح الأسواق إلا أنها تسببت في إفراز عدة مشاكل كتصاعد الفضائح المالية وانتهاك أخلاقيات الأعمال عند أكبر الشركات الاقتصادية والمالية بما في ذلك البورصة. تراكم هذه المشاكل أدى إلى أزمات جزئية تحولت فيما بعد إلى أزمة مالية اقتصادية عالمية. إن انفتاح الأسواق العالمية أدى إلى ظهور منافسة شديدة بين المساهمين أو المستثمرين في جلب ابرز الكفاءات الإدارية ذات الحنكة والتجربة والحس القراري. وأمام المشاكل التسييرية والمالية التي يمكن أن يقع فيها أصحاب المشاريع الاقتصادية بسبب السلوك الانتهازي الذي قد يظهر عند بعض المسيرين يمكن وجود الحلول في تبني نظام يقوم بحماية مصالح المساهمين ووضع ميكانيزمات داخلية وخارجية ملائمة من أجل تحقيق العائد على رؤوس أموالهم المستثمرة ومن أجل إرضاء كل المتعاملين مع الشركة بما في ذلك المسيرين والعمال الأجراء والزبائن والموردين والهيئات المؤسساتية والتشريعية والسياسية. وهو نظام حوكمة الشركات والذي يقوم على معايير تسمى بمبادئ الحوكمة والتي تقوم بضبط بيئة أعمال الشركة لكي تحمي أصحاب مصالح المشروع الاستثماري وتحافظ على أخلاقيات الأعمال وتبرز الكفاءات الإدارية من أجل تحقق الأداء.

ونطرح الاشكالية الاتية: **كيف يمكن لمبادئ الحوكمة أن تساهم في تخفيض مشكلة تضارب المصالح في ظل قيد انجاح المشروع الاستثماري ؟**

وسوف تتم الإجابة عليها من خلال النقاط الموالية: اسهامات تطبيقية إدارية لحوكمة الشركات ومبرراتها من أجل تحقيق الأداء وتحسين الاستثمار؛ الاستفادة من مبادئ الحوكمة من أجل مردودية الاستثمار؛ ثم تحليل علاقة

مشاكل نظرية الوكالة بالحوكمة في ظل اشكالية انجاح المشروع الاستثماري.

1- اسهامات تطبيقية إدارية لحوكمة الشركات ومبرراتها من أجل تحقيق الأداء وتحسين الاستثمار

سنحاول إبراز أهم اسهامات اللجان المختصة واسهامات الباحثين مع البحث على مختلف السباب والمبررات والأسباب التي من خلالها يتم تحقيق وتحسين أداء الشركة.

1.1- اسهامات ذات طبيعة تطبيقية إدارية لحوكمة الشركات: تعتمد مقاربة حوكمة الشركات على "البيئة القانونية "• والبيئة التنظيمية بالإضافة إلى عوامل أخلاقيات الأعمال. وحتى إذا اتفق شخصان على المبادئ التي تحدد السلوك الأخلاقي، والمتمثلة في القواعد التنظيمية والمواعظ الدينية المكونة للمجتمع بالإضافة إلى مواثيق العمل للجماعات المهنية والقوانين المشرعة، فمن المحتمل ألا يتفقا على الأهمية النسبية لكل مبدأ. وتنتج هذه الفروق من ممارسة الحياة ومدى إدراك الشركات بالمصالح البيئية والاجتماعية للمجتمع (أمين السيد أحمد لطفي،2005، ص 424).

وقد وردت العديد من تعاريف الحوكمة، إذ تم تعريفها من طرف (الشمري) على إنها "ذلك النظام الذي يتم من خلاله إدارة وتوجيه وتنظيم ومراقبة الشركات أو الإجراءات التي توجه وتدير الشركات وتراقب أدائها بحيث تضمن الوصول إلى تحقيق رسالته والأهداف المرسومة لها" أي ما معناه تضمن مصالح جميع الأطراف المدراء Managers، والمستخدمون Employées، والزبائن Clients، والمراقبون Contrôleurs، وأصحاب المصالح Stakeholders، والمساهمون Actionnaires، والمجتمع Société (الشمري، صادق راشد، 2008، ص 118).

ويعرفها "عمار عصام السامرائي" بأنها " :مجموع " قواعد اللعبة " التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل، ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين (بالرقي تيجاني، 2009، ص 4) ".

• تعتبر البيئة القانونية من بين الدوائر الأكثر أهمية و المساهمة في انجاح ممارسة مبادئ الحوكمة، و من بين ابرز البيئات القانونية المهيكلة و المنظمة و الملائمة، نذكر البيئة القانونية الأوربية للمؤسسة. للتفصيل أكثر أنظر : LAURENT.PH., « Environnement européen de l’entreprise », éd. VUIBERT, Paris, 1990.

وتعرف أيضا اعتمادا على نفس المرجع بأنها " الآلية التي بموجبها يتم تحفيز جميع الأفراد العاملين في الشركة أيا كانت مواقعهم فيها على جعل سلوكياتهم وممارساتهم الفعلية تتناغم مع إستراتيجية الشركة الهادفة ورؤيتها في تعظيم قيمتها المضافة، ومن ثم تحقيق مبدأ العدالة والتوازن بين مصالح الإدارة التنفيذية من جهة، ومصالح الأطراف الأخرى بمن فيها الملاك من جهة أخرى".

كما تم تعريفها من طرف "ساركر وامفي جيفمدار Sarker & Mvjmvmdar" على إنها "مجموعة من القوانين والنظم والقرارات التي تهدف الى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق اختيار الأساليب المناسبة والفعالية لتحقيق خطط وأهداف الشركة " (Sarkar & ,P.4 Mvjvmdar, 2005). أما المجلس البريطاني في تقريره السنوي لـــ "كادبيري " فقد عرف حوكمة الشركة: "النظام الذي يتم بواسطته تسيير وتوجيه و رقابة الشركة "•.

ومن التعاريف السابقة يستخلص أن مفهوم حوكمة الشركات يحتوي على ما يلي:(Charreaux G,1997, PP 421-469) : الفصل بين الملكية والإدارة والرقابة على الأداء؛ تحسين الكفاءة الاقتصادية للمؤسسات؛ إيجاد الهيكل الذي تتحدد من خلالها أهداف الشركة، ووسائل تحقيق تلك الأهداف ومتابعة الأداء؛ المراجعة والتعديل للقوانين الحاكمة لأداء الشركات، بحيث تتحول مسئولية الرقابة إلى كلا الطرفين الممثلة في الجمعية العامة للمؤسسة وهما مجلس إدارة الشركة والمساهمون؛ عدم الخلط بين المهام والمسئوليات الخاصة بالمديرين التنفيذيين، ومهام مجلس الإدارة ومسؤوليات أعضائها؛ تقييم أداء الإدارة العليا وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة؛ إمكانية مشاركة المساهمين والموظفين والدائنين والمقرضين، والاضطلاع بدور المراقبين بالنسبة لأداء الشركات.

2.1- مبررات وأسباب الاهتمام بحوكمة الشركات في ظل تحقيق الأداء

إن الاهتمام بموضوع الحوكمة في الميدان الاقتصادي في ظل إفرازات العولمة وتصاعد حدت " الأزمات المالية الاقتصادية "•، يعود لعدة مبررات

• The Financial Aspects of Corporate Governance,The Code of Best Practice ; rapport du comité présidé par sir Cadbury, UK, 1992.

• عرف الاقتصاد العالمي و خاصة النظام الليبرالي منذ بداية القرن الواحد و العشرون تفاقم أزمة مالية اقتصادية لم يشهدها العالم منذ أزمة الركود الاقتصادي لسنة 1929. و يعود سبب ذلك افرازات العولمة

واسباب يمكن ان نذكر البعض منها عبر النقاط الآتية (بتول محمد نوري وعلي خلف سمن، 2011، ص ص 7- 9):

- تفاقم وتنامي الأزمات المالية والتي تتولد إثر انهيار كبريات الشركات العالمية؛

- الفضائح المالية التي عرفتها أكبر الشركات العالمية (طارق عبد العال حماد، 2005 ، 83 - 109)، كحالات الفشل المالي لمؤسسات " الأنرون Enron " و"ورلد كوم World Com " و"تيكو Tyco " و"هيلث سوث Health South "؛

- الأهمية والدور التي يمكن أن تلعبه الحوكمة في تحقيق التنمية الاقتصادية وتوفير الحصانة القانونية وتعزيز الرفاهية الاجتماعية مع تحقيق التوازن الاجتماعي؛

- أهمية ودور حوكمة الشركات على تدعيم الأسس الاقتصادية في الأسواق المالية وكشف حالات التلاعب والفساد والرشوة وسوء الإدارة وهذا ما يسمح في تحقيق التقدم الاجتماعي والاقتصادي (محمد ابراهيم موسى، 2010، ص ص 17 – 23)؛

- سعي الحوكمة على تنظيم وضبط الأسواق المالية؛

- محاربة الفساد المالي من أجل القضاء عليه مع البحث على تحقيق قدر كاف من النزاهة والإفصاح والشفافية في الكشوفات والقوائم المالية•؛

- ضمان فاعلية لمراقبي الحسابات الخارجيين مع التأكد عن كونهم مستقلين الاستقلالية وعدم خضوعهم لأية ضغوط من مجلس الإدارة أو من المديرين التنفيذيين.

المالية التي أثرت على أكبر الاقتصاديات العالمية كالولايات المتحدة و أكبر التجمعات الاقتصادية الإقليمية كالاتحاد الأوربي. يمكن الإطلاع على المراجع التالية من أجل شرح و فهم أهم الأسباب التي عملت على تفاقم هذه الأزمة :

- PASTRE. O, et VIGIER. M, « Le Capitalisme déboussolé, éd. La Découverte, Paris, 2003.

- ORLEANS André, « Le pouvoir de la finance », éd. Odile Jacob, Paris, 1999.

• يرتبط هذا العامل بمهنة المحاسبة و التدقيق و التي تعرف بدورها تحولا مرجعيا سببه العولمة. و قد حدد الباحثون أربع سمات رئيسية لمنة المحاسب في الدول النامية، و تتمثل هذه الأخيرة في: سمة التبعية المطلقة لمهنة المحاسب في الدول المتقدمة، سمة التقلب، خضوع المهنة لهيمنة الجهات الرسمية و تدني النظرة الاجتماعية بشكل عام لمهنة المحاسبة. و من أجل تفصيل أوسع يمكن مراجعة الكتاب الأتي:

- محسن أحمد الخضيري، " حوكمة الشركات "، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2005.

- زهير عبد الكريم الكايد، " الحكمانية : قضايا و تطبيقات "، المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، . القاهرة ، 2003 .

- تقوى ثقة المجتمع في نجاح الخوصصة، وضمان تحقى الدولة أفضل عائد على استثماراتها، وبالتالي إتاحة المزى من فرصة العمل، و زيادة التنمية الاقتصادية.

- ضمان التعامل بطريقة عادلة بالنسبة للمساهمين والعمال والدائنين والأطراف الأخرى ذوي المصلحة في حالة تعرض الشركة للإفلاس وذلك من خلال التحكم الجيد في عملية التصفية؛

- توفير المعلومات ودعم سلامة قنوات الاتصال وذلك بدقة المعلومة التنظيمية والمالية وسلامة أنظمة الرقابة الداخلية والخارجية مع تطبيق القانون المنوط، هذا ما يعكس صحة التحكم المؤسساتي وينعكس في سلامة أداء الشركة؛

- حماية مصالح الأطراف المختلفة ذات العلاقة بالشركة وهذا ما يتطلب زرع روح الانتماء والولاء للمتعاملين مع الشركة وفي مقدمة ذلك العاملين بها.

2- : الاستفادة من مبادئ الحوكمة من أجل مردودية الاستثمار

إن الاهتمام المتزايد بحوكمة الشركات أدى إلى زيادة حرص العديد من التجمعات والشركات الإقليمية والدولية على دراسة وتحليل الحوكمة، ومن أهمها يمكن أن نذكر البنك العالمي وصندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. كما أن بعض المختصين يعتبر الحوكمة وبالأخص

"الحوكمة المؤسسية"• :"بأنها عبارة عن نظام شامل يتضمن مقياس للأداء الجيد للإدارة، وبالتالي الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة دون الاخلال للأساليب الرقابية لأي طرف ذي علاقة بالشركة" (رأفت حسين مطر، 2003). عموما ينعكس أثر الحوكمة على زيادة الثقة في الاقتصاد الوطني وتفعيل دور البورصة في الاقتصاد مع تطوير كفاءة الأسواق المالية وحماية وحفاظ حقوق الأقلية ودعم وتطوير القطاع الخاص وخلق فرص العمل في مناخ تنافسي وذلك من أجل خلق القيمة وتحقيق المردودية الاقتصادية والمالية للمؤسسات الناجحة. تحقيق الشركات للربحية وللأداء دائم يحتاج إلى الوصل أو الربط بين عدة عوامل تتماشى مع أسلوب حوكمة الشركات

• من أجل التعمق أكثر في موضوع الحوكمة المؤسسية، يمكن الاطلاع على الكتاب الدكتور عطا الله وارد خليل و الذي يشرح فيه مفاهيم حوكمة المؤسسات و البورصة و دور الأنشطة الحكومية في تفعيل الحوكمة: عطا الله وارد خليل، " الحوكمة المؤسسية "، مكتبة الحرية للنشر و التوزيع، القاهرة، 2008.

(ابراهيم العيسوي، 2003، ص36)، وتتمثل هذه العوامل فيما يلي: العامل الأخلاقي؛ العامل البشري للمؤسسة بما فيه الجانب العلائقي بين أصحاب المصالح؛ العامل الانتاجي للمؤسسة؛ العامل المحاسبي والمالي للمؤسسة؛ عامل البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة.

تحتاج هذه العوامل من أجل تطبيقها جوا ملائما توفره معايير الحوكمة، ومن بين أهم المعايير التي يمكن الاعتماد عليها نذكر معايير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، معايير لجنة بازل للرقابة المصرفية العالمية ومعايير مؤسسة التمويل الدولي التابعة للبنك الدولي.

1.2- معايير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

حددت "منظمة التعاون الاقتصادية •OECD" خمسة معايير في عام 1999 ثم أصدرت تعديلا لها عام 2004 وذلك بإصدار ستة مبادئ للحوكمة الجيدة (طارق عبد العال حماد، ص 11)، والمتمثلة فيما يلي •:

- **ضمان وجود إطار فعال لحوكمة الشركات :** وجود اطر فعالة لحوكمة الشركات تضمن كفاءات وشفافية وفعالية الأسواق, وان يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف السلطات التنظيمية والتنفيذية .
- **حفظ حقوق جميع المساهمين:** والتي تشمل نقل ملكية الأسهم والحق في اختيار مجلس الإدارة والحصول على عوائد الأرباح ومراجعة القوائم المالية وحق المشاركة في اجتماعات الجمعية العامة للمؤسسة وحق التصويت وحق الإطلاع على القوائم المالية. ومنه يظهر لنا بأن إطار حوكمة الشركات يجب عليه أن يعمل على حماية وتسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم (عماد الشيخ داود وآخرون، 2004، ص 14).
- **المساواة بين جميع المساهمين:** أي المساواة بين حملة الأسهم سواء كانوا وطنيين أو أجانب من حيث التصويت في الجمعية العامة بالإضافة إلى حقهم في الاطلاع ومعرفة كل ما يتعلق بالمعاملات وحمايته من أي عملية استحواذ أو دمج مشكوك فيه.

• Organization of Economic Cooperation and Development.

• OECD, « Principles of Corporate Governance », Organization for Economic Cooperation and Development Publications Service, 1999. Disponible sur le site suivant : URL : <http://www.oecd.org/fr/gouvernementdentreprise/affairesdentreprises/principesdegouvernementdentreprise/31652074.PDF>

- **دور أصحاب المصالح في ممارسة السلطة بالشركة :** وتتمثل في إيجاد آلية قانونية تسمح للمساهمين في المشارك في الرقابة الفعالة على الشركة وحصولهم على المعلومات المطلوبة، وتمكنهم من المطالبة بحقوقهم في حالة وقوع انتهاك لها، ويقصد بذلك أصحاب البنوك والعاملين وحملة السندات والزبائن.

- **تطبيق الإفصاح والشفافية:** وتتمثل في الإفصاح في الوقت المناسب عن كافة أعمال الشركة بما في ذلك الوضع المادي والأداء والملكية، حيث يتم الإفصاح بطريقة عادلة بين جميع المساهمين في الوقت المناسب (محمد مصطفى سليمان، 2008، ص 24).

- **مسؤولية مجلس الإدارة :** وتشمل تحديد مهام وواجبات مجلس الإدارة وأسلوب اختيار أعضائه و كيفية تحديد مهامهم ودورهم في الإشراف على إدارة الشركة.

2.2- معايير لجنة بازل للرقابة المصرفية العالمية

وضعت لجنة بازل في عام 1999 تعليمات وإرشادات تتعلق بالحوكمة في الشركات المصرفية والمالية وأهم هذه التعليمات هي[•] :

- الاتفاق بين الشركات بواسطة وضع مواثيق شرف من أجل تحقيق التصرفات الجيدة بين هذه الشركات؛

- مساهمة الأفراد في وضع استراتيجية معدة جدا للمؤسسة؛

- التوزيع العادل والصواب للمسؤوليات ومراكز القرار بين أعضاء مجلس الإدارة؛

- " ضمان تواجد نظام يمارس مهام التدقيق الداخلي "(طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 282)، والخارجي مصحوب بإدارة مستقلة[•]؛

- إيجاد و وضع صيغ وآليات تعاون بين مجلس الإدارة ومدققي الحسابات والإدارة العليا؛

- توفر نظام مراقبة داخلي فعال لمراكز المخاطر يسند مهامه لكبار المساهمين وللإدارة العليا؛

[•] Basel committee on banking supervision, en drinking corporate governance forbanking organization, 1999. Disponible sur le site suivant : URL : <http://www.bis.org/publ/bcbs61.pdf>.

[•] من أجل تفصيل أكثر، انظر : عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، " مراجعة الحسابات و حوكمة الشركات "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.

- تطبيق العدالة والمساواة عند توزيع الحوافز المادية والإدارية سواء بين المديرين او الموظفين سواء كانت الحوافز مادية أو ترقيات أو إدارية؛
- توفير المعلومات و ضمان تدفقها ودورانها.

3.2- معايير مؤسسة التمويل الدولية

وضعت مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي بعض المعايير والأسس ذات طبيعة مالية وإدارية تدعم تطبيق الحوكمة في الشركة من أجل تحسين الأداء ومن أهم هذه المعايير يمكن أن نذكر (فؤاد شاكر، 2005، ص ص 11 – 12) :

يجب أن تكون ممارسات الحكم في الشركة ملائمة وصالحة وجيدة؛ البحث على خطوات جديدة وإضافية من أجل ضمان الحكم الجيد الجديد؛ اسهامات ضرورية من أجل تطوير الحكم الجيد محليا؛ القيادة المثالية والجيدة.

بعد أن تطرقنا لأهم المبادئ والمعايير الأساسية والمركزية لحوكمة الشركات يمكننا أن نستوعب من هذه الدراسة النظرية لمختلف الاسهامات الأدبية والدراسات الميدانية للمؤسسات الإقليمية والدولية أن معظم التوجهات تشير بأن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات يمر عبر خصائص مرجعية وتتمثل في حد ذاتها بالركائز الرئيسية والمتمثلة في : أخلاقيات الأعمال؛ المصداقية؛ العدل والعدالة؛ الشفافية؛ قدرة الإتصال؛ ضمان تداول المعلومات.

إن توفر كل هذه الركائز في الشركة يساعد على وضع استراتيجيات ملائمة وفعالة تسمح لها بتحقيق أهدافها والحفاظ على أدائها أو العمل على تحسينه من خلال ممارسات حوكمة الشركات•. يمكن أن نوضح أكثر إسهامات الركائز الرئيسية المستنبطة والمتمثلة في أخلاقيات "الأعمال، المصداقية، العدل والعدالة، الشفافية، قدرة الإتصال وضمان تداول المعلومات" في الشكل رقم 1التالي.

3- تحليل علاقة مشاكل نظرية الوكالة بالحوكمة في ظل اشكالية انجاح المشروع الاستثماري

يمر تحليل علاقة مشاكل نظرية الوكالة بالحوكمة عبر عدة نقاط التي

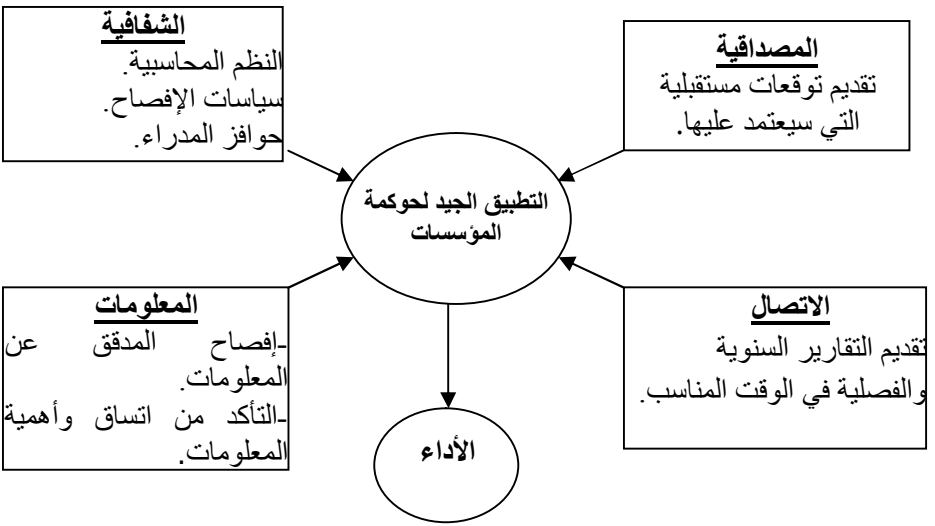
• أنظر: مجموعة خبراء، " ممارسات حوكمة الشركات "، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، القاهرة، 2009.

نراها جوهرية في هذا الشأن، وتتمثل هذه العناصر في الفروع الموالية :

1.3- تحليل مشاكل نظرية الوكالة

نسعى من خلال هذا الفرع إلى تحليل " مشاكل نظرية الوكالة " (FAMA. F, et JENSEN.M, 1983, PP 325-350) اعتمادا طبعا على مختلف التوجهات التي يمكن أن تأخذها هذه.

الشكل رقم (1): التطبيق الجيد لحوكمة الشركات



المصدر بتصرف: بتول محمد نوري وعلي خلف سمن، ، ص 10.

أولا. نحو دراسة شاملة لتكاليف الوكالة: يمكن أن نتوقف عند العلاقة الرئيسية التي أنشأة نظرية الوكالة والمتمثلة في علاقة الموكِل بالوكيل ومنه نركز على نظرية الوكالة من المنظور الإيجابي والتي تركز على علاقة حملة أسهم الشركة بالمسيرين. فنظرية الوكالة التي تقوم أساسا على العلاقة التعاقدية ما بين الطرف الموكِل والطرف الوكيل تمثل في حد ذاتها رباط للعقود، تولد تكاليف وكالة إثر إعداد وتنفيذ عقود الوكالة بين الموكِل والوكيل، وتتوزع هذه التكاليف كما يلي (خنشور جمال، 2009، ص 75) :

- **تكاليف العلاقة:** وهي التكاليف التي يمكن أن يدفعها الموكَل للموكِل على شكل تعويضات في حالة عدم تنفيذهم للالتزامات المتفق عليها.

- **تكاليف المراقبة:** وهي التكاليف التي يتحملها الموكِلون من أجل التحقق بأن الموكلون أو المسؤولين عن الإدارة حققوا مصالحهم واحترموا

تنفيذ المهام الموكل لهم.

- **التكاليف المتبقية:** وهي التكاليف التي يمكن أن يتحملها أطراف رباط العقود بما في ذلك تكاليف العلاقة وتكاليف المراقبة، فالتكاليف المتبقية بالنسبة للمساهمين هي الفرق بين الثروة المحصلة في حالة ممارستهم للمهام الإدارية للمؤسسة والثروة المحصلة لما تسند أو توكل المهمة الإدارية لمسير أو لمجموعة مسيرة.

ثانيا. فروض نظرية الوكالة

بالإضافة إلى تكاليف الوكالة تقوم نظرية الوكالة على مجموعة من الفروض والتي تتمثل فيما يلي (بتول محمد نوري وعلي خلف سمن، ص ص 13 – 17):

1. فرض كفاءة السوق: ترتبط كفاءة السوق المالية بمجمل علاقات الأدوات المالية المستعملة فيها كالأسهم العادية والمعلومات المتاحة، كالمعلومات المستنبطة من القوائم المالية ومعلومات تحاليل وتقارير أداء الشركات ومدى انعكاسها بالقيمة السوقية للأوراق المالية بشكل سريع وموضوعي وكامل.

تعرف السوق المالية الكفوءة بأنها "السوق التي تنعكس بالقيمة السوقية للأوراق المالية، المعلومات المتاحة جميعها، إذ لا يمكن لأي مشترك في السوق من تحقيق عوائد غير اعتيادية" (حنفي عبد الغفار، 2003، ص 181).

ومن بين خصوصيات السوق الكفوءة الكاملة، هي قدرة المستثمرين على التحكم في الأرقام المحاسبية بسبب سرعة تغيير أسعار الأسهم إثر ظهور معلومات جديدة، وبهذه الميزة يمكن للمستثمرين إدراك محاولات تضليل الأرقام المحاسبية ويغلق الباب للمكائد المحاسبية. ويستند فرض كفاءة السوق الكاملة على (محفوظ جبار، 1997، ص 364) :

- بواسطة السوق يمكن للمعلومة المحاسبية من خلال قيمة الأسهم أن تعكس القيمة الاقتصادية للمؤسسات؛

- توافر المعلومات المتاحة للجميع وفي الوقت ذاته، حيث بامكان المستثمر بيع وشراء كمية من الأسهم مهما صغر حجمها؛

- وجود عدد كبير من المستثمرين وبذلك لا تؤثر تصرفات أي منهم تأثيرا ملموسا على أسعار لأسهم: على كل مستثمر أن يَقْبَلَ الأسعار المعلَنة ويُسلِّم بها.

- اتسام المستثمرين بالرشد بحيث يسعون على تعظيم منفعتهم وراء استغلالهم لثوراتهم؛
- تساعد الأسواق في توزيع فعال للموارد الاقتصادية.

لكي تتحقق كفاءة السوق، فلبد من توفر عاملين رئيسيين والمتمثلين في (منير إبراهيم هندي، 2005، ص 500) :

كفاءة التشغيل : وهي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبّد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح لصناع السوق فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه.

كفاءة التسعير: والتي يطلق عليها بالكفاءة الخارجية بحيث تكون المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ودون أن يتكبدوا بسببها تكاليف باهظة.

وتتمثل مختلف أشكال السوق المالية الممكنة في: الشكل الضعيف لكفاءة السوق المالية والشكل شبه القوي لكفاءة السوق المالية والشكل القوي لكفاءة السوق المالية (جبار محفوظ، مريمت عديلة، عمر عبده سامية، 2009، ص 17).

2. فرض التصرف الرشيد : والذي يهتم بتصرف الموكلين أو المسؤولين عن الإدارة العليا في البحث على تعظيم منافعهم باستغلال إدراكهم المعرفي لتحقيق مصالح حملة الأسهم بسبب عدم تماثل المعلومة على حساب الموكِل أو المالكين ويهتم ايضا هذا الفرض بالسلوك الإداري للموكلين في حرصهم على مصالحهم واستغلال موارد الشركة على شكل أجر إضافي، واجتناب المواقف التي تؤدي إلى المخاطرة.

3. فرض اختلاف الأفضليات لأطراف العلاقة: هناك اختلاف في الأفضليات بين اطراف رباط العقود في نظرية الوكالة فبينما يبحث حملة الأسهم على الحصول على أكبر قدر ممكن من الربح من أجل تحقيق مصالحهم وأهدافهم على حساب عمل الوكيل أو المسير وبأجر معقول. يبحث الوكيل أو المسير بدوره على تعظيم منفعته من خلال حصوله على مكافآت وحوافز مقابل جهد أقل.

4. فرض الاختلاف في خاصية تحمل المخاطر: يرتكز هذا الفرض على مفهوم المشاركة بالمخاطرة أي بحث حملة الأسهم أو الطرف المالك على جعل الوكيل أو الطرف المسير يتحمل كل المخاطرة أو جزء منها ومن ثم تضارب المصالح بسبب حيادية الموكِل اتجاه المخاطرة وتجنب وابتعاد

الوكيل عن المخاطرة.

5. فرض عدم تماثل المعلومات: إن المكانة الميدانية التي يحتلها الطرف الوكيل أو المسير تعد استراتيجية لإدراكه للمعلومات الفعالة والجد مهمة بالنسبة للموكِل، وبإمكان هذا الطرف بسبب اختلاف أهداف ورغبات الإدارة عن أهداف حملة الأسهم ممارسة ضغطا على الطرف الموكِل أو المالك بإخفاء هذه المعلومات عليهم بسبب سلوكهم الانتهازي في التهرب عن العمل وفي تعظيم منفعتهم وتحقيق مصالحهم حتى ولو تعارضت مع مصالح الطرف الموكِل. هذا الفعل الوارد من الطرف الوكيل أو المسير أو الإدارة يعرف بعدم تماثل المعلومات.

ثالثا. إفرازات تخويل سلطة اتخاذ القرارات من الموكِل نحو الوكيل (FAMA. F, et JENSEN.M, 337-343): اعتمادا على فروض نظرية الوكالة يمكن أن نستنبط بأن العلاقة التعاقدية الناشئة بين الأطراف الفاعلة تعبر عن السلوك الاداري والاقتصادي للانفصال في الملكية عن الإدارة، هذا ما يؤدي إلى التدخل الضروري نظرية حقوق الملكية من أجل حماية مصالح الفاعلين المشاركين في عقد الوكالة. يعود سبب تدخل نظرية حقوق الملكية إلى مشاكل نظرية الوكالة التي تنتج من تضارب المصالح بين مختلف الأطراف الفاعلة في حقل علاقة الوكالة، وبسبب طبيعة العقود غير الكاملة بين أطراف رباط العقود التي تختلف في أبعادها المالية والاستراتيجية في خلق القيمة.

إن ميزت فروض نظرية الوكالة وسماتها القائمة على تخويل سلطة اتخاذ القرارات من الطرف الموكِل إلى الطرف الوكيل تؤدي إلى توليد مشاكل الوكالة، و المتمثلة في (Hodgson G.M, 1998, PP 179 - 201):

1. مشكلة تضارب المصالح : تنشأ هذه المشكلة إثر اختلاف مصالح ورغبات الأطراف المشكلة لعقد الوكالة، حيث كل طرف يبحث على تحقيق مصلحته الخاصة حتى لو كانت على حساب الطرف الأخر فأصل هذا المشكل يعود إلى السلوك الأناني والانتهازي للأطراف المشكلة لرباط العقود.

2. مشكلة الاختيار المعاكس (MISHKIN.F, et EAKINS, STANDLEY.G,2007): تتمثل هذه المشكلة في الانتقاء المعاكس للموكل أو للمسير للخيارات المرغوبة من طرف حملة الأسهم أو المالكين بعبارة أخرى، فهذا الانحراف يعود سببه السلوك الانتهازي للمسير أو للإدارة المستقلة عن الملكية في تحقيق مصالحها الخاصة حتى لو كلف ذلك

الانحراف على أهداف الفئة المالكة.

3. مشكلة عدم تماثل المعلومات: لقد أشرنا سابقا في عناصر فروض نظرية الوكالة إلى هذه المشكلة والتي تعود سببها إلى قدرة الوكيل أو المسير أو الإدارة على إخفاء بعض المعلومات وعلى التصريح بالبعض الأخر لطرف الموكِل، وبذلك يستعمل الوكيل المعلومات لتحقيق مصلحته الشخصية حتى ولو تعارضت مع مصلحة الموكِل. ومن بين النماذج التي تدرس مشكلة عدم تماثل المعلومات، يمكن أن نذكر نموذج الإشارات والذي يفرض ثلاثة اقتراحات متعلقة بمسيري الشركة، والمتمثلة في النقاط الآتية (PONCELOT.E, 1997, PP 83-94): مسيري الشركات الفعالة والمحققة للأداء لا يوظفون ولا يعتمدون على السلوك الانتهازي؛ القرارات المالية لمسيري الشركات الفعالة تشكل إشارة معلوماتية بالنسبة للسوق؛ حصة المسير الفعال بكون أن مؤسسته فعالة، عبارة عن إرسال إشارات مكلفة وصادقة ولا يمكن تقليدها وهذا من أجل اجتناب الاختيار المعاكس.

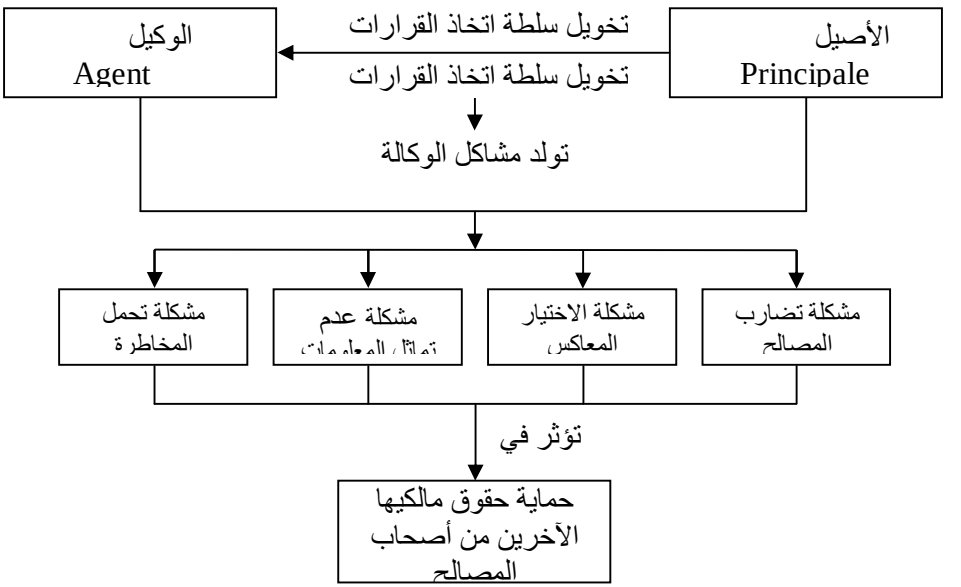
يعتبر الافصاح المالي من بين العوامل الجوهرية التي تعمل على تعزيز الشفافية وتقليص من مشكلة عدم تماثل المعلومات، وبهذا الفعل، يمكن لهذا الإجراء أن يساهم في زيادة كفاءة الأسواق المالية وصولا للأسعار الحقيقية للأسهم، كما يسمح بزيادة حجم العمليات والتبادلات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق (الدهراوي كمال الدين وسرايا محمد،2001، ص 33) •.

4. مشكلة تحمل المخاطرة: يعود أصل هذه المشكلة إلى الطبيعة غير الكاملة لعقود الوكالة ما بين أطرفها فبناء على مشكلة تضارب المصالح فكل طرف من أطراف الوكالة يسعى إلى تحميل المخاطرة إلى الطرف المعاكس وبكون عدم ممارسة الطرف الموكِل للمهام الإدارية، تبحث هذه الفئة باعتبار نفسها محايدة للمخاطرة على تحميلها على الطرف الوكيل حتى لا تتحمل مصالحها للأضرار أما الطرف الوكيل فيسعى بدوره إلى اجتناب والابتعاد عن المخاطرة مستغلا بذلك طبيعة عقد الوكالة.

ومن أجل إعطاء صورة واضحة لمختلف المشاكل النابعة من العلاقة المتداخلة بين الموكِل و الوكيل، نقدم الشكل الآتي من أجل توضيح ذلك.

• تتمثل النظريات المفسرة لسلوك الإدارة بالنسبة للإفصاح المالي في : نظرية التعاقدات الكفؤة، نظرية السلوك الانتهازي و نظرية توفير المعلومات.

الشكل رقم (2) : مشاكل نظرية الوكالة



المصدر: مسير رباب وهاب نقلا عن بتول محمد نوري وعلي خلف سمن، ص 18.

يظهر لنا من الشكل رقم (2) بأن مشاكل الوكالة تبدوا واضحة ابتدأ من تخويل سلطة اتخاذ القرارات من الطرف الموكِل نحو الطرف الوكيل، وبهذا تنشأ علاقة متداخلة ما بين طرفي الوكالة تكنها فكرة بحث كل طرف على تحقيق مصلحته الخاصة والتي تؤدي بدورها إلى توليد مشكلة تضارب المصالح. إن طبيعة العقود غير الكاملة بين أطراف الوكالة تعد من الأسباب الرئيسية التي تؤدي إلى توليد مشاكل الوكالة، ولكن نسعى إلى إعطاء مبررات أخرى بالتركيز أكثر على مشكلة تضارب المصالح كونها تشرح جيدا العلاقة المتداخلة بين الموكِل والوكيل، وتتمثل هذه المبررات أو الأسباب فيما يلي:

-التصرف الرشيد لكل أطراف عقد الوكالة على تحقيق مصالحهم وتعظيم منافعهم المتوقعة؛

-دور الطرف الوكيل أو المدراء في تفعيل استثمارات الطرف الموكِل من أجل تحقيق مصالحهم وتعظيم ثروتهم من خلال استغلال كفاءات المدراء؛

-إرتباط دور وأداء الطرف الوكيل أو المدراء بالمبيعات المحققة والخدمات المقدمة وبالنتائج المالية وبالربحية وحسه في استغلال الفرص؛

-إدراك ومعرفة وإخفاء الطرف الوكيل أو المدراء للمعلومات السوقية الاستراتيجية والجوهرية على الطرف الموكِل أو المالك، وهذا ما يعرف بعدم التماثل في المعلومات؛

-ادخار الطرف الوكيل أو المدراء للجهد المبذول باستغلالهم لوقت الراحة ومزايا الشركة بما فيها قيمة الأجر المرتفعة مع تبذير رؤوس الأموال لما ينفق مالا أكثر من الضروري من أجل انجار المتطلبات الادارية المناطة به؛

-التدفقات المالية الهائلة إثر تعدد أعمال الشركة من شأنه أن يؤدي إلى توليد تصرفات للأخلاقية لطرف الوكيل أو المدراء كالتلاعب بأموال المالكين وتبيض الأموال والسرق و الرشوة؛

-تخوف الطرف الوكيل أو المدراء من المجازفة أو المخاطرة من أجل الحفاظ على المستوى المرتفع من أجورهم، وهذا ما يؤدي إلى التقليص من فرص الزيادة في الأرباح المحققة؛

-ضعف جهاز التدقيق الخارجي مع صعوبة المراقبة التامة لمجهودات وقرارات الإدارة بسبب عدم قدرة الطرف الموكِل على القيام بالمتابعة اليومية لإدارة الشركات الكبرى، وهذا ما قد يتيح الفرصة للفريق المدير بالقيام بسلوك انتهازي يؤدي إلى تعقيد مهام المساهمين على القدرة على مراقبة وتقييم المدراء؛

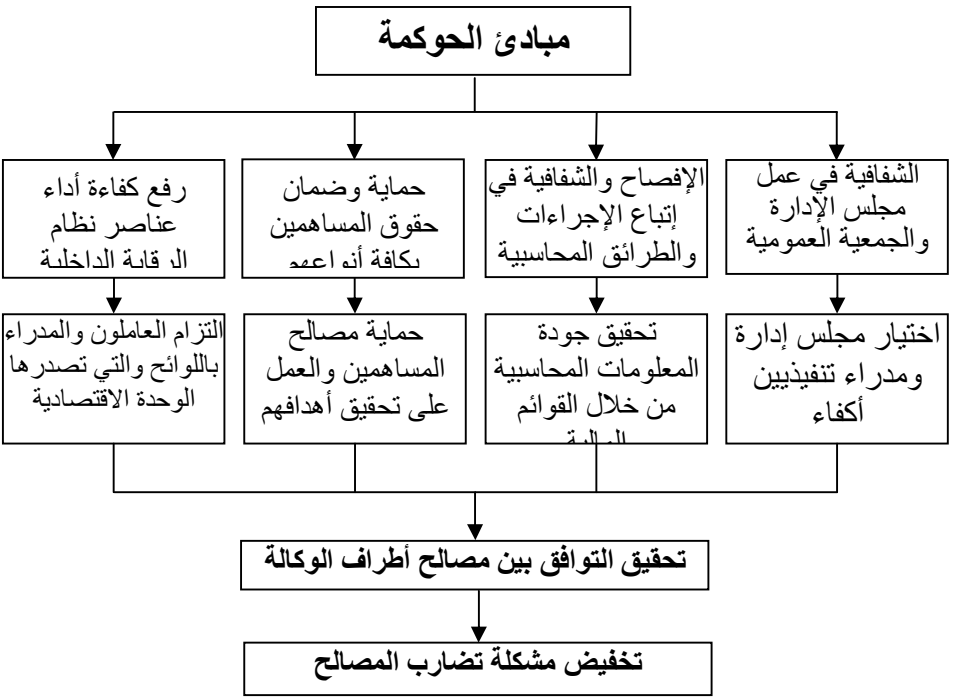
-المكافآت غير المقنعة وغير المرضية بالنسبة لطرف الوكيل تؤدي إلى اختيارهم للاختيار المعاكس، وهذا ما يتسبب في الابتعاد عن التوافق بين مصلحة أطراف الوكالة؛

الفرع الثاني: أهمية الحوكمة في تخفيض مشكلة تضارب المصالح

قدمت العديد من الدول والعديد من المنظمات الإقليمية والدولية عدة قواعد من أجل تخفيض وتجنب تضارب المصالح كإحدى المبادئ الأساسية للحوكمة ولتحسين الأداء ومن أجل حماية مصالح الأطراف ذات العلاقة بالشركة.

وضعت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية مجموعة من مبادئ الحوكمة من أجل التحكم أكثر في مشاكل الوكالة بصفة عامة وفي مشكلة تضارب المصالح بصفة خاصة، ونقترح من أجل توضيح دور الحوكمة في تحقيق التوافق بين أطراف الوكالة ودورها في تخفيض مشكلة تضارب المصالح الشكل رقم 3 الآتي :

الشكل رقم (3) : دور الحوكمة في تخفيض مشكلة تضارب المصالح



المصدر: العبيدي صبيحة برزان نقلا عن عن بتول محمد نوري وعلي خلف سمن، ص 22.

تسعى مبادئ الحوكمة في معالجة مختلف مشاكل الوكالة فهي تبحث ضمنيا على إيجاد التوجهات الملائمة من أجل مراعاة مختلف مصالح أطراف الوكالة، ومنه فكل فاعل محسوب ضمن حلقة الوكالة يسعى إلى تحقيق أهداف عقود الوكالة مع تحقيقه لمصلحته الخاصة المتوقعة وذلك بتوظيف كفاءته من أجل التوفيق والتقريب بين البعد الاستراتيجي والبعد المالي في بلوغ خلق القيمة وبلوغ مستوى أداء فعال بمختلف مستوياته سواء تعلق الأمر بالأداء الاجتماعي أو الأداء المالي أو الأداء السوقي أو الأداء المادي وذلك في خضم مستويات القرارات السياسية أو الاستراتيجية أو التكتيكية أو العملياتية.

ومن هذا الباب وكاستنتاج يمكن أن نرى بأن أهمية مبادئ الحوكمة في تخفيض مشاكل الوكالة يعمل على استغلال الكفاءات الإدارية وذلك بترجيح الكفة لصالح معارف وتجربة المسيرين على الأسلوب الانتهازي الذي يمكن أن يميز سلوكهم (CONNER.K, et 1996, 477 - 501)

,PRAHALD)، وهذا الفعل بدوره يسمح بتحقيق أداء فعال في الشركة وذلك عبر تحقيق أرباح إضافية وتحسين مردودية رأس المال المستثمر وكسب للحصص السوقية مع تحقيق نمو رقم أعمال الشركة والأموال الخاصة للمساهمين.

خاتمة:

أهمية التوصل إلى تحقيق الأداء في الشركة وانجاح المشروع الاستثماري يحفز أكثر أصحاب المصالح على بذل مجهود أكبر من اجل بلوغ هذا الهدف التقليدي والذي يمكنهم بدوره من الاستفادة من رؤوس الأموال المستثمرة ومن الجهود المبذولة خلال هذا أطوار عملية استغلال الموارد. سمحت الدراسة الأدبية التي قمنا بها فيما يخص الأداء من معرفة مدى شساعة بعد مفهوم الأداء. وكنتيجة رئيسية حول اشكالية مفهوم الأداء يمكن أن نقول بأن مفهوم الأداء يتعلق أساسا بكفاءة الهيكل التنظيمي ورشادة الاستراتيجية المالية للمؤسسة. ومنه نعود إلى فكرة الحاجة إلى خلق علاقة تعاونية بين أصحاب المشروع الذين بحوزتهم الأموال الضرورية لانجاز برنامجهم وبين اصحاب الكفاءة المهنية والتسييرية. وفي هذه الحالة مع أخذ بعين الاعتبار لهذه العوامل نلاحظ بروز لمرة أخرى علاقة الوكالة التعاونية ما بين أصحاب المصالح.

في هذا الاطار يمكن أن نستوعب نقاط تقاطع هدف تحقيق الأداء مع نظرية الوكالة ذات التصور العقلاني المحدود والتي بدورها تسعى إلى معالجة مختلف مشاكل الوكالة وذلك بمحاولة تخفيض مشكلة تضارب المصالح ومشكلة عدم التماثل في المعلومات ومشكلة الاختيار المعاكس والخطر المعنوي ومشكلة عدم تحمل المخاطرة.

كل هذه المشاكل بإمكانها أن تلعب دورا سلبيا في تحقيق أداء الشركة لذا فتدخل معايير حوكمة رشيدة في الشركات أضحى ضروريا من أجل إزالة الغموض التي يمكن أن تقع بسبب السلوك الانتهازي لبعض الأطراف الفاعلة وخاصة الأطراف التي يكون بمقدورها إدارة الأموال كالمجموعة المسيرة.

إن جهاز مبادئ حوكمة الشركة يسمح بضمان إطار فعال للحوكمة وبفعله يتمكن أصحاب المصالح وخاصة مالكي الشركة من حماية مصالحهم ومن القدرة على استقطاب أبرز الكفاءات الإدارية والتي بحوزتها الحنكة والتجربة في تسيير المشاريع. كما يسمح كذلك هذا الجهاز من تفعيل نظام الرقابة الداخلية. هذا التوجه المعياري للحوكمة يؤدي إلى تقريب مصالح أطراف

الوكالة فيما بينهم ومنه تخفض مشكلة تضارب المصالح وبهذا الأمر يمكن للمؤسسة أن تحقق الأداء. إن أداء الشركة يعتبر كعامل رئيسي تسعى الشركة الحديثة والطموحة إلى تحقيقه وفي ظل تعقد البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة وفي خضم تعدد المصالح ما بين الفواعل المحيطة بالشركة تشكل نظرية الوكالة مركزا تحليليا جوهريا في تفسير أداء الشركة.

قائمة المراجع :

المراجع باللغة العربية :

– ابراهيم العيسوي، "التنمية في عالم متغير: دراسة في مفهوم التنمية ومؤشراتها" ، دار الشروق، القاهرة، 2003.

– أمين السيد أحمد لطفي، "المراجعة الدولية وعولمة أسواق رأس المال "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

– بالرقي تيجاني، "إشكالية حوكمة الشركات وإلزامية احترام أخلاقيات الأعمال في ظل الأزمة الاقتصادية"، الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة عنابة، قسم العلوم التجارية، عنابة، 2009.

– بتول محمد نوري وعلي خلف سمن، تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، جامعة البليدة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، البليدة، 2011 .

– جبار محفوظ، مريمت عديلة، عمر عبده سامية، "أخلاقيات الأعمال والأسواق المالية الكفؤة: بعض التطبيقات على السوق المالية الجزائرية"، الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة عنابة، قسم العلوم التجارية، عنابة، 2009.

– حنفي عبد الغفار، بورصة الأوراق المالىة، دار الجامعة الجدىدة للنشر، الإسكندرية، 2003.

– رأفت حسين مطر، "آليات تدعيم دور المراجعة الخارجية في حوكمة الشركات "، مركز المشروعات الدولية الخاصة، القاهرة، 2003.

– زهير عبد الكريم الكايد، "الحكمانية : قضايا وتطبيقات"، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2003 .

– الشمري، صادق راشد، "الحوكمة دليل عمل للإصلاح المالي والمؤسسي"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 17، بغداد، 2008.

– طارق عبد العال حماد، "حوكمة الشركات : المفاهيم – المبادئ – التجارب- تطبيقات الحوكمة في المصارف "، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.

– طارق عبد العال حماد، "حوكمة الشركات: شركات قطاع عام وخاص ومصارف، المفاهيم، المبادئ، التجارب، المتطلبات"، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الاسكندرية، 2008.

– عطا الله وارد خليل، " الحوكمة المؤسسية"، مكتبة الحرية للنشر وي التوزيع، القاهرة، 2008.

– عماد الشيخ داود وآخرون، "الفساد والحكم الصالح في البلاد العربية"، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الأولى، بيروت، 2004.

– محسن أحمد الخضيري، "حوكمة الشركات"، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2005.

– محفوظ جبار، " البورصة، التسيير و خوصصة المؤسسات العمومية "، دراسة حالة دول المغرب العربي، أطروحة دكتوراه، الجزء2، جامعة سطيف، 1997.

– محمد ابراهيم موسى، " حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية "، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2010.

– محمد مصطفى سليمان، "حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.

– منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.

المراجع باللغة الأجنبية :

- Basel committee on banking supervision, en drinking corporate governance forbanking organization, 1999. Disponible sur le site suivant : URL : <http://www.bis.org/publ/bcbs61.pdf>.

- CHARREAUX G., « Vers une théorie du gouvernement d'entreprise » , in CHARREAUX G., Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théorie et faits, Economica, Paris, 1997.

- CONNER.K, et PRAHALD, « A Resource-Based Theory of the Firm: Knowledge Versus Opportunism », Organization Science, vol. 7, n°5, September-October, 1996.

- FAMA. F, et JENSEN.M: « Agency Problems and Residual Claims », Journal of Law and Economics, vol.26, n°2, Chicago, 1983.

- Hodgson G.M, « Competence and contract in the Theory of the Firm », Journal of Economic Behavior & Organization, vol. 35, U.S.A, 1998.

- LAURENT.PH., « Environnement européen de l'entreprise », éd. VUIBERT, Paris, 1990.

- MISHKIN.F, et EAKINS, STANDLEY.G, « Financial Market and Institutions », Addison Wesley Logman Inc. 3rd. Ed, 2000, U.S.A, P.120, In MISHKIN Frédéric, « Monnaie, banque et marché financiers », éd.

nouveaux horizons, 8ème édition, France, 2007.
- OECD, « Principles of Corporate Governance », Organization for Economic Cooperation and Development Publications Service, 1999. Disponible sur le site suivant : URL : <http://www.oecd.org/fr/gouvernementdentreprise/affairesdentreprises/principesdegouvernementdentreprise/31652074.PDF>
- ORLEANS André, « Le pouvoir de la finance », éd. Odile Jacob, Paris, 1999.
- PASTRE. O, et VIGIER. M, « Le Capitalisme déboussolé, éd. La Découverte, Paris, 2003.
- PONCELOT.E, « INFORMATION ASYMÉTRIQUE ET CHOIX FINANCIERS: UNE NOTE CRITIQUE », FINECO, vol.7, n°1, France, 1997.
- Sarkar & Mvjvmdar "Strategic Business Management and Banking – Deep & Deep Publication", newdelhi – India, 2005.
- The Financial Aspects of Corporate Governance,The Code of Best Practice ; rapport du comité présidé par sir Cadbury (1992).