

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة فرحات عباس سطيف-1-  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية  
تحت عنوان:

الهندسة المالية وإدارة مخاطر تجميع رأس المال في المؤسسات الاقتصادية-

دراسة حالة شركات مؤشر CAC 40

تحت إشراف: أ.د. محفوظ جبار

من إعداد الطالب: عمر قيرة

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د. رزيقة غراب	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف-1	رئيسا
أ.د. محفوظ جبار	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف-1	مشرفا ومقررا
أ.د. حكيم ملياني	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف-1	مناقشا
د. عديلة مريم	أستاذ محاضر - أ	جامعة قالم	مناقشا
د. بسمة عولمي	أستاذ محاضر - أ	جامعة تبسة	مناقشا
د. حسان خبابة	أستاذ محاضر - أ	جامعة سطيف-1	مناقشا
د. زهير بن دعاس	أستاذ محاضر - ب	جامعة سطيف-1	مدعواً

السنة الجامعية: 2018/2017

## إهداء

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد

وبعد

أهدي هذا العمل إلى الوالدين الكريمين

إلى زوجتي العزيزة

إلى إخوتي وأخواتي

إلى أفراد عائلتي الثانية

إلى كل الأصدقاء والأقارب

وأخص بالذكر إخوة لم تلدهم أمي: خالد، سمير، عبد السلام،

صالح، يوسف، نور الدين، عبد الرحمان

إلى كل الشرفاء و النزهاء و المخلصين في هذا الوطن

العزير

## شكر وعرافان

أتوجه بالشكر إلى الله العلي القدير على نعمة الإرادة والتوفيق التي منحني إياها  
لإتمام هذا العمل، فله الشكر أولاً وأخيراً  
من لا يشكر الناس لا يشكر الله

أتقدم بالشكر الجزيل للوالدين الكريمين وباقي أفراد أسرتي من الإخوة في العائلة  
الكبيرة والزوجة في العائلة الصغيرة على صنيع المساندة والمساعدة التي قدموهما  
لي

كما أتقدم بالشكر والثناء الخالص والعرافان إلى كل من مد لي يد المساعدة طيلة  
أطوار إنجاز هذا العمل

وأخص بالذكر

الأستاذ المشرف: الأستاذ الدكتور **محفوظ جبار** على قبوله الإشراف على هذا  
العمل وعلى التوجيهات والنصائح الثمينة التي قدمها لي، اعترافاً وتقديراً لجميل  
صبره وحسن تواضعه راجياً من المولى عز وجل أن يزيد بهما رفعة

الأستاذين: مناد إدري والطيب بولحية على مساعدتهما القيمة في التدقيق اللغوي  
والنحوي لمحتوى المقال المنشور في مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات

## الملخص:

في ظل تحكم الأسواق المالية في مصير الشركات المسعرة وذلك من خلال ما تنطوي عليه من تهديدات وما تمثله من فرض لتجاوز هذه التهديدات. هدفت هذه الدراسة، في جانبها النظري، إلى استعراض وتحليل الدور الذي لعبته الهندسة المالية منذ مطلع النصف الثاني من القرن العشرين، كواحدة من أهم أساليب مواجهة المشاكل الناجمة عن العلاقة بين الشركات والأسواق المالية ولاسيما مخاطر التمييع، حيث لم يكتف المهندسون الماليون على مستوى كل من الشركات والأسواق المالية بتطوير مجموعة من التقنيات والمنتجات المبتكرة التي تسمح لمجموعة من المساهمين بالسيطرة على شركة ما، بل طوروا كذلك مجموعة التقنيات والمنتجات المبتكرة الأخرى لكي تستخدم في الإبقاء على سيطرة تحالف حاكم في شركة ما دون المساس بقدرتها على الحصول على التمويل في إطار عمليات العرض العام للادخار.

في الجانب التطبيقي من الدراسة، أنصب الاهتمام على محاولة معرفة واقع استخدام شركات مؤشر كاك 40 لتقنيات ومنتجات الهندسة المالية في مواجهة مخاطر التمييع. وتم التوصل إلى خلاصات مفادها أن أغلب الشركات الممثلة في المؤشر تستخدم تقنيات ومنتجات الهندسة المالية في مواجهة مخاطر التمييع وضمان استقرار هيكل ملكيتها وجغرافية رأسمالها.

## الكلمات المفتاحية:

الهندسة المالية، مخاطر التمييع، العرض العام للادخار، مؤشر كاك 40 ، هيكل الملكية، جغرافية رأس المال.

### Abstract

As financial markets govern the fate of quoted companies through threats and the need to overcome such threats, this study aims in its theoretical part to expose and analyze the role played by financial engineering right from the beginning of the second half of the twentieth century. Such engineering grew as one of the most important means of curbing problems arising from relations involving companies and financial markets, especially, dilution, for financial engineers at the level of such companies and markets did not confine themselves to devising a set of techniques and innovated products enabling a group of stockholders to control a given company, but they developed other techniques and products enabling a coalition in control of a company to keep such control in place without having its ability of securing funding within the savings' general supply framework undermined.

The focus in the practical part of this study was centered on an attempt to gain an insight into the CAC 40 companies' use of the techniques and products of financial engineering and combating the dilution risks. The conclusions reached show that most of that index's companies use the techniques and products of financial engineering to counter dilution risks, and ensure the stability of its ownership structure and the geography of its capital.

**Keywords:** Financial engineering, dilution risks, savings' general supply, CAC 40, ownership structure, capital geography.

شكر و عرفان

ملخص

فهرس المحتويات

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

أ	.....	مقدمة
9	.....	<b>الفصل الأول : الإطار المفاهيمي للدراسة</b>
10	.....	تمهيد
11	.....	المبحث الأول: المؤسسة الاقتصادية في المقاربة المؤسساتية الجديدة
11	.....	المطلب الأول: ماهية المؤسسة
11	.....	1- المؤسسة كنمط تنظيم اقتصادي بديل للسوق
12	.....	2- المؤسسة كمجموعة من العقود
12	.....	3- المؤسسة من الناحية القانونية
14	.....	4- الشركات حسب طبيعة الجهة التي تسيطر عليها
18	.....	5- خاصية انفصال الإدارة عن الملكية في الشركات
20	.....	6- تطور الشركات وسعيها إلى التحكم في البيئة المالية
20	.....	7- الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية
23	.....	المطلب الثاني: النظريات الاقتصادية للمنظمة
23	.....	1- نظرية تكاليف الصفقة
26	.....	2- نظرية عدم تماثل المعلومات
29	.....	3- نظرية الوكالة
36	.....	4- نظرية التجدر
38	.....	المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية ورفع رأس المال
38	.....	المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية
38	.....	1- الأرباح المحتجزة
39	.....	2- الإهلاكات
39	.....	3- المؤونات

39	4- الاحتياطات.....
40	المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية.....
40	1- الاستدانة.....
44	2- رفع رأس المال .....
63	المطلب الثالث: الهندسة المالية.....
63	1- مفهوم الهندسة المالية.....
65	2- أهمية الهندسة المالية.....
65	3- مجالات الهندسة المالية.....
70	4- التراكيب العائدة للهندسة المالية.....
67	خلاصة الفصل.....
68	الفصل الثاني: الإستراتيجيات الهجومية للهندسة المالية: عمليات الاندماج والاستحواذ.....
69	تمهيد.....
70	المبحث الأول: الإطار العام لعمليات الاندماج -استحواذ.....
71	المطلب الأول: ماهية عمليات الاندماج والاستحواذ.....
72	1-التعريف الأول.....
72	2- التعريف الثاني.....
72	3- التعريف الثالث.....
73	المطلب الثاني: خصائص عمليات الاندماج والاستحواذ.....
74	1-ارتفاع معدلات الفشل.....
74	2-عمليات الاندماج والاستحواذ هي عمليات ذات طابع إستراتيجي.....
74	3- صعوبة التعلم وعدم القابلية للتراجع.....
75	5- ضغوطات المنافسين والأحداث.....
75	6- التغطية الإعلامية.....
76	7- درجة الرقابة والتقنين.....
76	8- صعوبة وتعقيد إدارة الكيانات.....

77	المطلب الثالث: تصنيفات عمليات الاندماج والاستحواذ.....
77	1- حسب معيار الإطار القانوني.....
77	2- حسب معيار هدف التقارب بين الشركتين.....
77	3- درجة التفاهم بين الشركتين حول مسألة التقارب بينهما.....
79	4- تصنيف اللجنة الفيدرالية للتجارة في الولايات المتحدة.....
81	المطلب الرابع: دوافع عمليات الاندماج-استحواذ.....
82	1-زيادة حجم المبيعات.....
82	2- تحقيق مزايا اقتصاديات الحجم.....
82	3- إتاحة الفرصة لتحسين الأداء .....
83	4- تحقيق مزايا ضريبية.....
83	5- تخفيض تكلفة التمويل.....
84	6- التنويع.....
84	7- فرصة أفضل لاستخدام النقدية المتاحة.....
85	8- الرغبة في احتكار السوق.....
86	9- زيادة سيولة الأسهم.....
86	10- الدوافع الذاتية للمديرين.....
87	11- الاستفادة من مزايا بيع الشركة في أجزاء.....
87	12- مواجهة محاولات السيطرة العدوانية.....
88	المطلب الخامس: عمليات الاندماج-استحواذ وخلق الثروة.....
89	المبحث الثاني: الأشكال القانونية والتركيبات المالية لعمليات الاندماج-استحواذ .....
89	المطلب الأول: العوامل المؤثرة في إختيار الأشكال القانونية والتركيبات المالية لعمليات الاندماج-استحواذ.....
90	1-أنماط تمويل عمليات الاستحواذ.....
90	2-العوامل المؤثرة في تحديد نمط تمويل عمليات الاندماج -استحواذ .....
92	المطلب الثاني: عمليات الاستحواذ.....

92	1-عمليات الاستحواذ بشراء الأسهم.....
103	2-عمليات الاستحواذ بتبادل الأسهم.....
107	3- شراء الشركات باستعمال أثر الرفع.....
127	المطلب الثالث: عمليات الاندماج.....
127	1- أشكال عمليات الاندماج.....
128	2- عمليات الاندماج-امتصاص وجغرافية رأسمال الشركة الماصة.....
131	..... خلاصة الفصل
132	..... الفصل الثالث :الهندسة المالية و السياسات الدفاعية
133	..... تمهيد
134	..... المبحث الأول: الوسائل ذات الطابع التعاقدية
134	..... المطلب الأول: الاتفاقيات بين المساهمين والغير
134	..... المطلب الثاني:العهد بين المساهمين
134	1-مفهوم العهد بين المساهمين.....
135	2-أهداف وأهمية العهد بين المساهمين.....
136	3- أشكال العهد بين المساهمين.....
144	4- تقييم الوسائل الدفاعية ذات الطابع التعاقدية .....
145	..... المبحث الثاني: الوسائل المرتبطة بالشكل القانوني للشركة
145	..... المطلب الأول: الشكل القانوني للشركات القابضة
145	1-مفهوم الشركة القابضة.....
146	2-تقنيات تأسيس الشركات القابضة.....
147	3-معايير الاعتراف بالهيمنة في الشركات القابضة.....
149	4- معايير اختيار الشكل القانوني للشركة القابضة المستخدمة كإستراتيجية دفاعية...
150	5- آليات استعمال الشركات القابضة في السيطرة على الشركات.....
165	..... المطلب الثاني: الشكل القانوني لشركة التوصية بالأسهم



165	1- خصائص شركة التوصية بالأسهم.....
167	2- العوامل التي تدفع بالشركات إلى تبني شكل شركة التوصية بالأسهم.....
169	3- شركة التوصية بالأسهم والرفع القانوني.....
170	4- شركة التوصية بالأسهم وحل مشاكل الوكالة.....
173	المبحث الثالث: عقود الخيارات المالية و الأموال الخاصة الاختيارية.....
173	المطلب الأول:عقود الخيارات المالية.....
173	1-مفهوم عقد الخيار.....
173	2- أنواع عقد الخيار.....
175	3- أطراف عقد الخيار.....
176	4- أشكال عقود الخيار.....
178	5- خصائص عقود الخيارات.....
181	6- العوامل المؤثرة في تحديد مبلغ العلاوة.....
183	المطلب الثاني: الأموال الخاصة الاختيارية والشرطية.....
185	1- وصولات الاكتتاب.....
191	2- السندات القابلة للاستبدال.....
191	3- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.....
195	4- السندات الواجبة التسديد بالأسهم.....
195	5- مزايا وصولات الاكتتاب والقيم المنقولة المرتبطة بها.....
197	6- الأموال الخاصة الاختيارية وأثر التميع.....
198	المبحث الرابع: الإستراتيجيات العائدة للسياسة المالية.....
198	المطلب الأول:تخفيض رأس المال وإعادة شراء الشركة لأسهمها.....
199	المطلب الثاني:رفع رأس المال المخصص لفئة معينة.....
200	المطلب الثالث: الاندماج.....
200	المطلب الرابع: تملك العاملين وإشراكهم في النتائج.....

202	المبحث الخامس: الإستراتيجيات الدفاعية ذات الطابع القانوني الأساسي.....
202	المطلب الأول: الأسهم بحق التصويت المتعدد.....
202	المطلب الثاني: الأسهم التي لها الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق التصويت.....
203	المطلب الثالث:شهادات الاستثمار.....
205	المطلب الرابع: تسقيف حقوق التصويت.....
206	المبحث السادس: الوسائل الدفاعية المستخدمة في الشركات التي تشكل الدولة فيها مساهم مرجعي.....
206	المطلب الأول: التنظيمات الخاصة ببعض القطاعات.....
207	المطلب الثاني: الأسهم الخصوصية.....
207	المطلب الثالث: الصكوك التشاركية والصكوك الملحقة.....
208	المطلب الرابع: المقاربة الجزائرية في التحكم في جغرافية رأسمال الشركات.....
209	خلاصة الفصل.....
210	<b>الفصل الرابع: جغرافية رأس المال وحوكمة الشركات.....</b>
211	تمهيد.....
212	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات.....
212	المطلب الأول: الجذور التاريخية لحوكمة الشركات.....
214	المطلب الثاني: مفاهيم حوكمة الشركات.....
214	1- تعريف حوكمة.....
215	2- أهداف حوكمة الشركات.....
216	3- ركائز حوكمة الشركات.....
217	4- مبادئ حوكمة الشركات.....
219	5- خصائص حوكمة الشركات.....
220	6-الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات.....
221	7- محددات حوكمة الشركات.....
222	المطلب الثالث: نماذج حوكمة الشركات.....
222	1- النموذج الأمريكي لحوكمة الشركات.....

225	.....2- نموذج المملكة المتحدة لحوكمة الشركات
227	.....3- النموذج الكندي في حوكمة الشركات
227	.....4- النموذج الفرنسي لحوكمة الشركات
229	.....المبحث الثاني: آليات حوكمة الشركات
229	.....المطلب الأول: الآليات الداخلية لحوكمة الشركات
229	.....1- مجلس الإدارة
241	.....2- لجان المراجعة
247	.....3- لجنة المكافآت
247	.....4- لجنة التعيينات
248	.....5- آلية التدقيق الداخلي
249	.....المطلب الثاني: الآليات الخارجية
249	.....1- منافسة سوق المنتجات (الخدمات) وسوق العمل الإداري
250	.....2- الاندماج والاستحواذ وآلية سوق رأس المال
250	.....3- آلية التدقيق الخارجي
252	.....4- التشريع والقوانين
253	.....المطلب الثالث: آليات حوكمة خارجية أخرى
254	.....المبحث الثالث: فعاليات أقليات المساهمين وحوكمة الشركات
254	.....المطلب الأول: فعاليات المساهمين وحوكمة الشركات
254	.....1- أنواع أقلية المساهمين
256	.....2- أشكال فعاليات أقلية المساهمين
258	.....المطلب الثاني: معارك التفويض، حقوق أقلية المساهمين وحوكمة الشركات
258	.....1- أنظمة التصويت ومعارك التفويض
260	.....2- الدوافع المحفزة لمعارك التفويض
266	.....3- تقييم فعالية معارك التفويض
267	.....4- معارك التفويض والأداء المالي للشركات
268	.....5- معارك التفويض وحوكمة الشركات
269	.....المطلب الثالث: جمعيات الدفاع عن حقوق المساهمين وفعالية دعاوى القضاة
269	.....1- ماهية جمعيات الدفاع عن حقوق المساهمين
270	.....2- تقييم عمل جمعيات الدفاع عن حقوق المساهمين

272	المطلب الرابع:المستثمرون المؤسساتيون، فعاليات أقلية المساهمين وحوكمة الشركات....
272	1- ماهية المستثمرون المؤسساتيين.....
273	2- مفهوم صناديق الاستثمار.....
274	3- أنواع صناديق الاستثمار.....
289	المبحث الرابع: العلاقة بين شكل الملكية وحوكمة الشركات.....
289	1- نمط تمويل الإقتصاد وشكل الملكية.....
291	2- حماية المستثمرين وتطور الأسواق المالية.....
292	3- جغرافية رأس المال الرقابة وحوكمة الشركة.....
293	4- نماذج شكل الملكية وحوكمة الشركات على المستوى الدولي.....
308	خلاصة الفصل.....
309	الفصل الخامس: واقع استخدام الهندسة المالية في شركات مؤشر كاك 40.....
310	تمهيد.....
311	المبحث الأول: المؤشرات البورصية ومؤشر كاك 40.....
311	المطلب الأول: ماهية المؤشرات البورصية.....
311	1- تعريف المؤشرات البورصية.....
312	2- كيفية حساب المؤشرات البورصية.....
312	3- أنواع المؤشرات البورصية:.....
313	4- المؤشرات الرئيسية في فرنسا والعالم.....
313	5- أهم المؤشرات البورصية على المستوى العالمي.....
316	6- المؤشرات البورصية في فرنسا.....
319	المطلب الثاني: مؤشر كاك 40.....
319	1- ماهية مؤشر كاك 40 وطريقة حسابه.....
321	2- نشأة وتطور مؤشر كاك 40.....
322	المبحث الثاني: واقع استخدام الهندسة في شركات مؤشر كاك 40.....
322	المطلب الأول: الإطار المنهجي للدراسة.....
322	1- منهج الدراسة.....
323	2- مجالات الدراسة وخصائص العينة.....
331	المطلب الثالث: واقع تسقيف حقوق التصويت في شركات كاك 40.....
332	المطلب الرابع: الدولة والأسهم الخاصة.....
332	المطلب الخامس: واقع تملك الأجراء في شركات كاك 40.....

المطلب السادس: الإصدارات من التي تعطي لحاملها الحق في الدخول

335 .....اللاحق في رأسمال الشركة.....

المطلب السابع: إصدار الأسهم بحق التصويت المضاعف والأسهم بدون حق تصويت في

336 ..... شركات مؤشر كاك 40 .....

343 ..... خلاصة الفصل.....

345 ..... الخاتمة.....

قائمة المراجع

الملاحق

## فهرس الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
(1-1)	النظريات التعاقدية وانفصال الإدارة عن الملكية في الشركات	18
(2-1)	مراحل تطور التحكم في المنافسة من طرف الشركات	20
(3-1)	تمويل فروع الشركات القابضة	26
(4-1)	معالم ومؤشرات اختيار كفاءات وتقنيات رفع رأس المال في الشركة	63
(1-2)	بعض عمليات الاندماج-استحواذ التي حدثت في الولايات المتحدة وأوروبا في السنوات الأخيرة.	70
(2-2)	تطور الأشكال الأربعة للتوسع الخارجي عبر الزمن.	81
(3-2)	متوسط معدلات المردودية غير العادية في السوق الأمريكي	88
(4-2)	متوسط معدلات المردودية غير العادية في السوق الأمريكي	89
(5-2)	تطور توزيع عمليات التوسع الخارجي في الولايات المتحدة على أساس نمط التمويل.	91
(6-2)	أكبر عشر عمليات شراء الشركات بإستعمال أثر الرفع في الثلاث عقود الأخيرة.	108
(1-3)	أدوار ومسؤوليات فئات الشركاء في شركة التوصية بالأسهم	170
(2-3)	خصوصيات نزاع الوكالة في شركة التوصية بالأسهم (SCA)	172
(3-3)	إصدارات ABSA و ABSAR في فرنسا سنة 2005	186
(1-4)	دور صناديق التحوط في تمويل الشركات	280
(2-4)	الحصص المتقاطعة بين المؤسسات التابعة لمجمع Sumitomo	295
(3-4)	أهمية الملكية العائلية في المؤسسات الأسبوية.	305
(1-5)	تصنيف شركات العينة حسب طبيعة الجهة المسيطرة عليها	324
(2-5)	العهود بين المساهمين في شركات كاك 40.	324
(3-5)	تسقيف حقوق التصويت في شركات كاك 40	331
(4-5)	تمليك الأجراء في شركات كاك 40	333
(5-5)	واقع عدم التوافق بين نسبة رأس المال المملوك وحقوق التصويت المعبر عنها في شركات العينة	337

## فهرس الأشكال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
(1-2)	رزنامة العروض العامة للشراء في فرنسا ( أيام عمل بورصة).	101
(2-2)	آليات عمل هيئات رأسمال المخاطر	121
(3-2)	رأسمال المخاطرة وحوكمة الشركات	123
(4-2)	تصنيف مصادر تمويل عمليات الشراء باستعمال اثر الرفع	124
(5-2)	عملية الاندماج من خلال امتصاص شركة لأخرى	128
(6-2)	عملية الاندماج من خلال تكوين شركة جديدة	130
(1-3)	استخدام الشركة القابضة في السيطرة والرفع القانوني	152
(2-3)	تركيبية مالية باستعمال أثر المخفف للشركة القابضة	153
(3-3)	تركيبية مالية باستخدام شركة قابضة والاقتراض	156
(4-3)	وضعية كل من حامل خيار الشراء ومصدره في تاريخ الاستحقاق	174
(5-3)	وضعية كل من حامل البيع الشراء ومصدره في تاريخ الاستحقاق	175
(6-3)	الفرق بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي	177
(7-3)	قيمة خيار الشراء.	181
(1-4)	مكانة مجلس الإدارة ضمن هرم السلطة في شركة المساهمة.	230
(2-4)	أنواع مجلس الإدارة	237
(3-4)	تركيبية الملكية لمؤسسة ديلمر بنز Daimler – benz الألمانية.	202
(4-4)	استخدام البنى الهرمية وحقوق التصويت المتعددة في شركة أبي بي ABB	306

# المقدمة



### المقدمة:

مند النصف الثاني من القرن العشرين ولاسيما بعد سنوات السبعينيات، أصبحت البيئة التي تعمل فيها المؤسسات الاقتصادية تشكل مصدراً لمخاطر كبيرة وعديدة يمكن أن تقف حجر عثرة أمام قيامها بتحقيق أهدافها المتمثلة في البقاء، الاستمرارية والنمو. حيث تميزت هذه المرحلة بتراشق العديد من الأحداث والظواهر بالغة التأثير على مدى قدرة المؤسسات على التعامل مع حالات عدم التأكد، المنافسة وإدارة المخاطر المختلفة.

حيث طفى إلى السطح ما بات يعرف بقوى العولمة الاقتصادية بشقيها الإنتاجي والمالي، إذ ساهمت العولمة الإنتاجية في زيادة حدة المنافسة من خلال ضمان سهولة تدفق عوامل الإنتاج و السلع والخدمات عبر الحدود بحثاً عن الإنتاجية الأعلى واليد العاملة الأرخص. وتزافق ذلك مع صعود قوى العولمة المالية المتمثلة في إزالة الحدود بين الفضاءات المالية وتبسيط القواعد المنظمة لمهنة الوساطة المالية، والتي ترافقت أيضاً مع التطور المذهل في التكنولوجيات الجديدة للإعلام والاتصال (NTIC). هذه الإصلاحات على مستوى مهنة الوساطة المالية وتحرير حركة رأس المال عبر الحدود والتي حدثت في ضل موجة من التطور التكنولوجي غير المسبوق، أدت إلى بروز ظاهرة تراجع دور الوساطة المالية واتجاه المؤسسات نحو نمط التمويل المباشر على حساب التمويل بوساطة البنوك والمؤسسات المالية.

وفي ظل هذا السياق الجديد دأبت المؤسسات على التوجه نحو تدبير مواردها المالية الضرورية لتلبية متطلبات التوسع والنمو من سوق رأس المال مباشرة عبر القيام بعمليات العرض العام للادخار وطرح أسهم عادية جديدة في السوق، وساعدها ذلك على تدبير موارد مالية ضخمة بمخاطر وتكاليف أقل.

لكن لجوء المؤسسة الاقتصادية إلى سوق رأس المال في إطار عمليات العرض العام للادخار وإصدار أسهم عادية جديدة له تكاليفه ومخاطره، فهو قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الوقوع تحت منطوق سوق رأس المال بالإضافة إلى تكلفته المرتفعة. ومن أجل مواجهة هذه المخاطر كان لزاماً على الوظيفة المالية في المؤسسة أن تتطور بما يسمح لها بمواجهة هذه المخاطر وتقديم الحلول لها في إطار العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطرة، وقد تجسد هذا التطور في توسيع مجالات الوظيفة المالية في المؤسسة لكي تصبح ذات بعد إستراتيجي فضلاً عن تنويع أنشطتها.

وفي هذا الإطار يشكل قرار التمويل في المؤسسات الاقتصادية إحدى القرارات الإستراتيجية وذلك بصفته واحد من القرارات التي تؤدي إلى خلق (تدمير) الثروة فيها إلى جانب كل من قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح. حيث يمثل قرار رفع رأس المال في المؤسسة الاقتصادية من خلال آلية العرض العام للادخار إحدى التحديات الرئيسية في وجه ليس فقط الإدارة المالية فيها وإنما إدارتها العليا أيضاً. إذ يمكن أن يؤدي هذا القرار إلى دخول شركاء (مساهمين) جدد في رأسمال المؤسسة وما يترتب من وراء ذلك من تغيرات جوهرية فيما يخص هيكل الملكية، جغرافية رأس المال (مخاطر تجميع السلطة)، تراجع نصيب المساهمين القدامى في الأرباح (مخاطر تجميع الأرباح).

لكن المؤسسات الاقتصادية، لاسيما منها المتشعبة بالديون، مجبرة على اللجوء إلى هذا الخيار التمويلي من أجل تمويل مخططات نموها المستقبلية أو ضمان توازنها المالي وتدعيم رؤوس أموالها الخاصة.

ففي ضل تعاضم الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في حياه المؤسسة الاقتصادية من خلال المخاطر التي ينطوي عليها التعامل في هذه الأسواق من جهة، والفرص التي توفرها من جهة أخرى، تبرز الهندسة المالية بما تقدمه من تقنيات ومنتجات لتقديم حلول إبداعية، كمقاربة يمكن أن تسمح للمؤسسات الاقتصادية بالاستفادة من مزايا رفع رأس المال مع تخفيض أو تجنب المخاطر المرتبطة بهذا النوع من التمويل.

### أهمية الدراسة:

من جهة، تتدرج هذه الدراسة في إطار معالجة الإشكاليات الناجمة عن ظاهرة انفصال الإدارة عن الملكية في المؤسسات الكبيرة والشركات المساهمة، وهي الظاهرة التي أشار إليها بارل ومينز سنة 1932 (Berle & Means). وهذه الإشكاليات تطرح نفسها بدرجة أكبر في اقتصاديات رؤوس الأموال الخاصة، وبدرجة أقل في الاقتصاديات المختلطة التي يعتمد تمويل المؤسسات الاقتصادية فيها على كل من القروض البنكية وسوق رأس المال.

ومن جهة أخرى، تكمن أهمية الدراسة في كون إدارة المخاطر المالية بصفة عامة أصبحت إحدى ثلاث ركائز أساسية في ميدان الإدارة المالية إلى جانب كل من القيمة الزمنية للنقود وتقييم الأصول المالية. كما تشكل إدارة مخاطر التجميع واحدة من الإشكاليات الرئيسية في إطار العلاقة بين الشركات و أسواق رأس المال، إذ نلاحظ في العقود الأخيرة، ولاسيما بعد موجة الاختلاسات المالية الكبرى التي عرفتها الشركات في كبريات الاقتصاديات الليبرالية وتزايد عمليات الاستحواذ والسيطرة العدوانية على

الشركات، أن الأبحاث اتجهت نحو الاهتمام بمواضيع هيكل الملكية، مشاكل الوكالة، الهندسة المالية، وما يرتبط بها من مواضيع حوكمة الشركات وجغرافية رأس المال وذلك بعدما كانت تتركز حول مواضيع الهيكل المالي وهيكل رأس المال.

### أهداف من الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم إجابات وحلول للإشكالية المطروحة والأسئلة الفرعية المرتبطة بها، وذلك من خلال محاولة التطرق إلى النقاط التالية:

\_ دراسة وتحليل الخيار الإستراتيجي المتمثل في قيام المؤسسة بالعرض العام للادخار من خلال طرح أسهم عادية جديدة في السوق.

\_ تعريف، تحديد وتقييم المخاطر المرتبطة بقيام المؤسسة بطرح أسهم عادية جديدة في السوق وأثر ذلك على العديد من المتغيرات المؤثرة في أدائها وقيمتها، من قبيل هيكل الملكية، جغرافية رأس المال، الحوكمة والرقابة.

\_ تعريف نشاط الهندسة المالية وتوضيح دوره في تقديم الحلول الإبداعية للمشاكل المرتبطة بقرار التمويل.

\_ التطرق إلى الإطار النظري الذي يؤطر تحليل قرار التمويل بالأسهم العادية، من جهة، ودور الهندسة المالية في إدارة المخاطر الناتجة عن هذا النمط من التمويل، من جهة أخرى.

\_ دراسة كيفية استعمال منتجات وتقنيات الهندسة المالية من طرف الإدارات المالية في المؤسسات من أجل إدارة مخاطر التمييع الناتجة عن اللجوء إلى العرض العام للادخار.

\_ دراسة كيفية استعمال منتجات و تقنيات الهندسة المالية من طرف جهات متخصصة من أجل السيطرة على الشركات بأقل قدر من الموارد المالية.

\_ دراسة كيفية استعمال منتجات و تقنيات الهندسة المالية من طرف التحالفات القائمة في الشركات من أجل الحفاظ على التحكم في المؤسسة بين أيديهم.

\_ تسليط الضوء على العلاقة القائمة بين هيكل الملكية وجغرافية رأسمال الشركة من جهة وحوكمتها من جهة أخرى.

\_ التعرف على كيفية قيام الشركات المتضمنة في مؤشر CAC40 بإدارة مخاطر التمييع وفقدان السيطرة على هيكل الملكية، و كذلك إجراء مسح للممارسات في هذا المجال، استخلاص النتائج وتقديم الاقتراحات.

### الإشكالية والفرضيات:

في ظل زيادة ميل المؤسسات الاقتصادية نحو التوجه إلى الاعتماد على نمط التمويل المباشر على حساب نمط التمويل بالوساطة المالية ولاسما من خلال إصدار أسهم عادية جديدة، وما يترتب عن ذلك من مخاطر التمييع Risques de dilution المرافقة لتوسيع قاعدة الملكية ودخول مساهمين جدد في رأسمالها من جهة. وبسبب رغبة المساهمين القدامى في المؤسسات في الحفاظ على تحكمهم فيها دون المساس بقدرتها على التوسع والنمو وتدبير الموارد المالية الضرورية لذلك، من جهة أخرى. ظهرت الهندسة المالية بمنتجاتها وتقنياتها المتعددة من أجل تقديم حلول مبتكرة لهذه الإشكالية التي شكلت تحدياً كبيراً للإدارات المالية في المؤسسات. ومن هنا يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

**كيف تستخدم المؤسسات الاقتصادية تقنيات ومنتجات الهندسة المالية في إدارة مخاطر التمييع**

**دون المساس بقدرتها على تدبير الموارد المالية الضرورية لنموها؟**

بناء على مضمون التساؤل الرئيسي، يمكن اشتقاق التساؤلات الفرعية التالية:

\_ متى وكيف تتعرض المؤسسات الاقتصادية إلى مخاطر التمييع؟

\_ ماهية الهندسة المالية؟ وما هي المنتجات والتقنيات التي توفرها لإدارة مخاطر التمييع؟

\_ هل يؤثر استخدام تقنيات ومنتجات الهندسة المالية في إدارة مخاطر التمييع على كل من هيكل ملكية

الشركة، جغرافية رأسمالها و الحوكمة فيها؟ وكيف يكون هذا التأثير؟

\_ كيف تواجه شركات مؤشر CAC 40 في فرنسا مخاطر التمييع؟ وكيف تحافظ على وضع المساهمين

المرجعيين فيها؟

### فرضيات الدراسة:

من أجل البحث في الموضوع ومحاولة تقديم إجابات نهائية للتساؤل الرئيسي والأسئلة الفرعية،

حاولنا من البداية وضع بعض الفرضيات لكي تكون تصورات مسبقة عن النتائج المراد التوصل إليها

وحتى تشكل منطلق تستند عليه الدراسة من الناحية المنهجية، وتتمثل هذه الفرضيات في مايلي:

\_ تواجه المؤسسة الاقتصادية مخاطر التمييع في حالة قيامها بطرح أسهم عادية جديدة للتداول في سوق

رأس المال؛

\_ الهندسة المالية عبارة عن نشاط مالي ينطوي على مجموعة من المنتجات والتقنيات التي يمكن أن

تستخدم لمواجهة مخاطر التمييع المصاحبة لقرار رفع رأس المال من خلال إصدار أسهم عادية جديدة؛

\_ يؤثر استخدام تقنيات ومنتجات الهندسة المالية من طرف المؤسسة الاقتصادية على هيكل ملكيتها، جغرافية رأسمالها وحوكمتها؛

\_ تستعمل المؤسسات المتضمنة في مؤشر CAC 40 تقنيات ومنتجات الهندسة المالية في ضمان استقرار هيكل ملكيتها وجغرافية رأسمالها ومن تم الإبقاء على تحكم المساهمين القدامى في مقدراتها؛

### مبررات اختيار الموضوع:

يقف وراء اختيار الموضوع الدوافع الرئيسية التالية:

\_ ندرة الدراسات المنجزة باللغة العربية، التي تتناول كيفية التحكم في هيكل ملكية الشركات، لاسيما من خلال المنتجات والتقنيات العائدة للهندسة المالية.

\_ تزايد الدور الذي يلعبه الابتكار المالي (الهندسة المالية) في الأسواق المالية، من جهة. وخصوبة الموضوع كحقل للبحث، من جهة أخرى، إذ اتجهت الأبحاث في السنوات الأخيرة إلى التركيز على مواضيع الهندسة المالية، هيكل الملكية، حوكمة الشركات، السيطرة والرقابة...إلخ.

وبالإضافة إلى هذه الأسباب الموضوعية، هناك سبب ذاتي يقف وراء اختيارنا لهذا الموضوع ويتمثل في الميول الشخصي للباحث إلى مثل هكذا مواضيع تتسم بالحدثاء والتجدد وعمق التحليل، فمصطلح الهندسة المالية يبعث على الإحساس بروح المهارة والابتكار المالي ويدفع الشخص إلى محاولة فهمه والإحاطة به.

### المنهج المستخدم في الدراسة:

بغية الإجابة عن الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية المشتقة منها، تطلبت طبيعة الدراسة اللجوء إلى استخدام عدة مناهج بصفة متكاملة ومتناغمة، إذ تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي بغرض وصف كل من قرار رفع رأس المال بحصة نقدية والآثار المترتبة عن اتخاذ مثل هكذا قرار، تعريف نشاط الهندسة المالية و تحليل كيفية استخدام المنتجات والتقنيات العائدة لهذه الأخيرة في إدارة مخاطر التمييز المترتبة عن قرار رفع رأس المال وتوفير الحماية للمساهمين القدامى في الشركات من جميع محاولات السيطرة العدوانية. كذلك تم استخدام المدخل الوثائقي من أجل التعرف على كيفية إدارة المخاطر المرتبطة بالتغيرات في هيكل الملكية وجغرافية رأس المال في الشركات الفرنسية المتضمنة في مؤشر CAC40.

### الدراسات السابقة:

بدأت الأبحاث والدراسات في المواضيع المرتبطة بانفصال الإدارة عن الملكية مثل هيكل الملكية، جغرافية رأس المال والرقابة على الشركات، بعد ظهور الدراسة الرائدة لـ بارل و مينز Berle & Means سنة 1932 في الولايات المتحدة الأمريكية و المنشورة في كتاب لهما بعنوان « الشركة المعاصرة والملكية الخاصة The Modern Corporation and Private Property»، وتزايد الاهتمام بها في أوروبا القارية مع نهاية الثمانينات وبداية التسعينات، وذلك بسبب التحولات التي عرفت اقتصاديات هذه المنطقة نحو الخصوصية وتزايد دور الأسواق المالية فيها.

لكن وعلى الرغم من الدراسات العديدة التي أجريت في مواضيع الهندسة المالية، مخاطر التمييع، هيكل ملكية الشركات، في فرنسا مثلاً، من طرف كل من جيرارد شارو Gerard Charreaux، فيليب ديسبريار Phillipe Desbrières ميشال ألوي Michael Albouy، لم نعثر حسب علمنا على أي دراسة تربط بين متغيري الهندسة المالية ومخاطر التمييع، ما عدا دراسة واحدة تعود للباحث الفرنسي فيليب ديسبريار Phillipe Desbrières والتي كانت بعنوان « الأشكال الجديدة للأموال الخاصة وحوكمة المؤسسة nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise ».

هذا ولم تبدأ القضايا المرتبطة برفع رأس المال، هيكل الملكية، جغرافية رأس المال، حوكمة الشركة ومخاطر التمييع تستقطب اهتمام الباحثين في الوطن العربي، إلا بعد الطفرة التي عرفتتها بعض البورصات العربية نتيجة تزايد عدد المؤسسات المسعرة فيها، من جهة وتعاضم دور عمليات الاندماج والاستحواذ التي تجري على مستواها، من جهة أخرى.

لكن في الجزائر، وبسبب قلة عدد المؤسسات المسعرة في البورصة وسيطرة نمط التمويل البنكي في تمويل الاقتصاد. مازالت هذه القضايا لم تلق نصيبها الكافي من البحث والدراسة، إلا أنه ومع المحاولات العديدة لتفعيل بورصة الجزائر و انفتاح الاقتصاد الجزائري على الاستثمار الأجنبي المباشر في العقدين الأخيرين. بدأ اهتمام المنظمين الاقتصاديين بمثل هذه القضايا، لا سيما من خلال سن القاعدة 51/49% في إطار قانون المالية التكميلي لسنة 2009 والقاعدة 34/66% ضمن ترتيبات قانون المالية لسنة 2016.

### هيكل الدراسة:

من أجل الإحاطة بموضوع الدراسة تم تقسيمه إلى خمس فصول، أربعة منها نظرية والفصل الخامس تطبيقي، حيث حاولنا من خلالها التطرق إلى مختلف الجوانب التي تمكننا من تحقيق أهداف الدراسة والإجابة على إشكالياتها وكذلك اختبار الفرضيات التي بنيت عليها.

وفي هذا الإطار سنتناول في **الفصل الأول الإطار المفاهيمي للدراسة**، مجموعة المفاهيم ذات العلاقة بصلب الموضوع، بحيث سوف يتم استعراض وتحليل مفاهيم المؤسسة في الفكر المؤسسي الجديد، النظريات الاقتصادية للمنظمة، قرار رفع رأس المال والهندسة المالية.

وفي **الفصل الثاني المعنون بالإستراتيجيات الهجومية للهندسة المالية**، سوف يتم التطرق إلى مختلف التقنيات العائدة للهندسة المالية والمستخدمة في السيطرة والاستحواذ على الشركات. وذلك من خلال استعراض عمليات الاندماج والاستحواذ بتقنياتها، تركيباتها المالية وأشكالها القانونية المختلفة.

كما يعنى **الفصل الثالث بالسياسات الدفاعية للهندسة المالية**، وذلك من خلال تقديم وتحليل مختلف الوسائل التعاقدية و القانونية الأساسية، وتلك العائدة لكل من السياسة المالية والهندسة المالية.

وفي **الفصل الرابع** الذي جاء بعنوان **جغرافية رأس المال وحوكمة الشركات**، سوف ينصب الاهتمام على تحليل مفهوم حوكمة الشركات وعلاقته بكل من شكل الملكية وطبيعة المساهمين في الشركة.

أما **الفصل التطبيقي** فقد أنصب على دراسة واقع استخدام منتجات وتقنيات الهندسة المالية في شركات مؤشر كاك 40 CAC كوسائل لإدارة مخاطر التمييع، وذلك بعد تحليل تقديم لمحة عن المؤشرات بصفة عامة ومؤشر كاك 40 CAC بصفة خاصة.

### حدود الدراسة:

موضوع الهندسة المالية من المواضيع التي تتشابه فيها العديد من الحقول المعرفية مثل مالية الأسواق، مالية المؤسسة، قوانين الشركات والقوانين الضريبية. ونظراً لهذه الدرجة العالية من التشابه والتعقيد فإنه من الصعب جداً الإحاطة بهذا المفهوم من جميع جوانبه، وعليه ارتأينا حصر دراستنا في إطار استخدامات الهندسة المالية في مجال إدارة مخاطر التمييع في الشركات. وعلى هذا الأساس سوف تركز الدراسة على مفهوم الهندسة المالية من وجهة نظر المؤسسة وليس من وجهة نظر المهندسين والمستثمرين في الأسواق المالية.

### صعوبات الدراسة:

كأي دراسة تتناول موضوع على درجة عالية من الحداثة، التخصص والتعقيد. واجهت هذه الدراسة صعوبات كبيرة في الحصول على المادة العلمية، لاسيما أن الكتابات باللغة العربية في هذا الموضوع تعتبر نادرة جداً، هذا عن الصعوبات التي واجهتنا في الجانب النظري. أما في الجانب التطبيقي فتكمن الصعوبات التي واجهتنا في كيفية إعداد قاعدة المعطيات الموضحة في الملاحق، حيث أنه في العادة يتم الاستعانة بقواعد معطيات معدة سلفاً، غير أننا قمنا بإعداد قاعدة معطيات خاصة بنا تطلب إعدادها مجهودات ووقت كبيرين.



# الفصل الأول

## الإطار المفاهيمي للدراسة

**تمهيد:**

تشكل المؤسسة الاقتصادية إحدى المراكز الرئيسية لخلق الثروة في الاقتصاديات، إذ يرتبط ازدهار ونمو اقتصاد ما بمدى قدرة المؤسسات داخله على خلق الثروة فيه. لذلك انصب اهتمام المنظمين الاقتصاديين على تأطير الظروف التي تعمل فيها المؤسسات ومحاولة خلق أفضل مناخ لبقائها ونموها. كما أنكب جمهور الباحثين والأكاديميين على دراسة مميزات وخصائص هذا الكيان الاعتباري المتعدد الأبعاد: قانونية، تنظيمية، إدارية، اجتماعية، اقتصادية، مالية.

وحتى تقوم المؤسسة الاقتصادية بخلق الثروة للأطراف ذوي المصلحة في وجودها، وبما يضمن بقاءها واستمراريتها، لا بد عليها من ممارسة مجموعة من الوظائف الرئيسية التي تأتي في مقدمتها الوظيفة المالية. هذه الأخيرة لم يعد اهتمامها ينصب فقط على تدبير الموارد المالية اللازمة للنشاط وممارسة مهام التخطيط المالي، التنظيم المالي والرقابة المالية، بل تعداه إلى القيام بإيجاد الحلول للمشاكل المالية لاسيما منها المصاحبة للعلاقة المتقلبة بين المؤسسة والأسواق المالية.

### المبحث الأول: المؤسسة الاقتصادية في المقاربة المؤسساتية الجديدة.

لقد أدى ظهور المقاربة المؤسساتية الجديدة في الفكر الاقتصادي والإداري، إلى إعادة النظر في الكثير من المفاهيم ولاسيما تلك المرتبطة بطبيعة، حجم وتنظيم المؤسسة الاقتصادية. فبعد أن كان ينظر إليها على أنها علة سوداء وفقاً للتحليل الاقتصادي الجزئي التقليدي، أو بصفتها منظمة هادفة حسب المدرسة الكلاسيكية، أو كمنظومة اجتماعية تتكون من كائنات اجتماعية تتأثر كفاءتها بالعوامل النفسية ومتطلبات الأشخاص، أو كما تصورها المدرسة السلوكية على أنها منظومة معقدة تتشكل من تحالف من الجماعات المختلفة التي يجب أن تتماشى مع بعضها البعض، أصبحت المحور الذي تدور حوله أغلب النظريات والنماذج الاقتصادية.

#### المطلب الأول: ماهية المؤسسة.

مند نشر أبحاث الاقتصادي الشهير رونالد كوز Ronald Coase في سنة 1937 حول أسباب ظهور المؤسسات كنمط للتنظيم الاقتصادي، بدأت الأبحاث تتجه نحو فهم طبيعة، حجم و نمط التنظيم الأمثل للمؤسسة الاقتصادية، حيث ركزت هذه الأبحاث على محاولة توضيح طبيعة المعاملات التي تتم بينها وبين مختلف الأعوان الذين يقدمون عوامل الإنتاج لها، من جهة وفيما بين هؤلاء الأعوان أنفسهم، من جهة أخرى. وتعددت منذ ذلك الحين المقاربات التي يتم النظر إلى المؤسسة الاقتصادية من خلالها.

#### 1- المؤسسة كنمط تنظيم اقتصادي بديل للسوق:

يرى كل من رونالد كوز Ronald Coase وأوليفييه ويليامسون Olivier Williamson، أن المؤسسة الاقتصادية عبارة عن نمط تنظيم اقتصادي بديل للسوق، ظهر نتيجة إخفاق الأخير في القيام بالتخصيص الأمثل للموارد، بحيث يعود سبب هذا الإخفاق حسب هذين الباحثين إلى تكاليف المعاملات التي تظهر نتيجة عدم كمال المعلومات ومن تم عدم اكتمال العقود. ويتم ذلك من خلال دمج المعاملات التي كانت تتم في السوق داخل كيان موحد هو المؤسسة، بحيث ينظر إلى هذه الأخيرة في ضل هذه المقاربة المبنية على تكاليف المعاملات، على أساس أنها ظهرت لتشكيل إطار تنظيمي للتقليل من هذه التكاليف.

وترى هذه المقاربة أن دور المؤسسة بصفتها شكل من أشكال تنسيق الأنشطة الاقتصادية، يزداد كلما أتمت الأصول محل التعامل بالخصوصية وزادت درجة عدم التأكد وكذلك تواتر وأهمية المعاملة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - Gilles Bressy Christian Konkuyt, économie d'entreprise, 8<sup>ème</sup>, Editions DALLOZ, Paris 2006, p 11.

## 2- المؤسسة كمجموعة من العقود:

ترى هذه المقاربة التي قدمها كل من جنسن Djensen، ميكلينج Meckling و فاما Fama، أن المؤسسة عبارة عن منظومة معقدة في حالة توازن، تتكون من مجموعة من العقود nœud de contrats المبرمة بين مجموعة من الأفراد لهم أهداف متباينة ويسعون إلى تعظيم منفعتهم الذاتية<sup>1</sup>. ووفقاً لها تتمثل العقود المبرمة بين الحيلة القانونية fiction légale المتمثلة في المؤسسة وأصحاب عوامل الإنتاج، من جهة وبين بعضهم البعض من جهة أخرى، في علاقات وكالة تنشأ بين الأصيل principal والوكيل agent، بحيث من المفروض أن يتصرف هذا الأخير باسم ولمصلحة الطرف الأول، وهو ما يقتضي تفويض للسلطة من الأصيل إلى الوكيل وكذا تحمله لتكاليف وكالة تتمثل في مصاريف الرقابة و/أو التحفيز من أجل ضمان اضطلاع الوكيل بالمهام الموكلة إليه.

ويتركز تحليل المؤسسة في إطار نظرية الوكالة théorie d'agence على العقود الرئيسية المبرمة بين المؤسسة وأصحاب عوامل الإنتاج (رؤوس أموال، عمل... إلخ)، بحيث يتم النظر إلى الشركاء فيها بصفاتهم من يتحمل المخاطر المتبقية risques résiduels من جهة، ومن يستلم العوائد المتولدة عن التنظيم، من جهة أخرى. كما توفر هذه النظرية إطاراً نظرياً خصباً لفهم أنظمة الإدارة والرقابة على المؤسسة، المعروفة تحت اسم حوكمة الشركات<sup>2</sup>.

## 3- المؤسسة من الناحية القانونية:

على العموم هناك ثلاثة أنواع من الأشكال القانونية للمؤسسات: المؤسسة الفردية، شركة التضامن والشركة المساهمة.

المؤسسة الفردية عبارة عن شركة مملوكة لفرد أو عائلة، بحيث يتم النظر إلى أصول وخصوم هذا النوع من المؤسسات على أنها تشكل جزء من الذمة الشخصية للمالك، وبالتالي فإن هذا الأخير يتحمل مسؤولية غير محدودة عن الديون والالتزامات الأخرى التي تتعاقد عليها. وهذا يعني أنه في حالة فشل المؤسسة في سداد ديونها فإنه يتم حجز الأملاك الشخصية لمالكها من طرف دائئها.

وفي الواقع العملي نجد أن العديد من المؤسسات بدأت نشاطها بصفتها مؤسسات فردية وبعد ذلك غيرت شكلها القانوني في ضل مسار نموها.

<sup>1</sup> - Charreaux Gérard, Jean-pierre Pitol-Belin, « La théorie contractuelle des organisations : une application au conseil d'administration », (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA, (1997), pp 165-185.

<sup>2</sup> - Gilles Bressy Christian Konkuyt, op., cit, p. 11.

شركة التضامن (Société en Collectif (SNC)، مؤسسة مملوكة من طرف شخصين أو أكثر يقتسمون الحصص (الأسهم) ويسمون شركاء أو مساهمين. وفي هذا النوع من الشركات يتم تقسيم سلطة اتخاذ القرار بكل وضوح بين الشركاء، ونفس الشيء بالنسبة لتوزيع الأرباح والخسائر، كما أن الشركاء يعتبرون مسئولون تضامنياً ويتحملون مسؤولية غير محدودة حول التزامات الشركة بحيث قد تمتد تبعات إفلاسها إلى أموالهم الشخصية. وعلى خلاف ذلك يمكن تحديد مسؤولية بعض الشركاء مثلما هو الأمر في شركات التوصية بالأسهم، وذلك في مقابل حرمانهم من المشاركة في اتخاذ القرار.

وهناك أيضاً شركة المساهمة (Société Anonyme (SA)، وهي على العكس من الأشكال السابقة عبارة عن شركة تتمتع بالشخصية المعنوية المنفصلة عن شخصية الشركاء، و بالتالي فهي عبارة عن شخص معنوي في مقابل الأشخاص الطبيعيين المؤسسين لها. وهذه الخاصية تمكنها من القيام بالعديد من الوظائف مثل امتلاك الأصول، الاقتراض، إبرام العقود ومباشرة الدعاوي. يخضع هذا الشكل القانوني إلى نظام ضريبي خاص به، بحيث يتم تطبيق الضريبة على مستواها على عكس الأشكال القانونية الأخرى التي تعتبر غير موجودة من الناحية الضريبية ويتم دفع العبء الضريبي على مستوى الشركاء بمناسبة حصولهم على الأرباح الموزعة.

هذا ويتم تحديد نمط اشتغال شركة المساهمة بناء على قانونها الأساسي الذي يشكل دستوراً الذي ينص على الحقوق المالية والسياسية التي يتمتع بها المساهمين فيها. وتتمثل هذه الحقوق في الأرباح الموزعة بناء على عدد الأسهم المملوكة واستخدام حقوق التصويت المرتبطة بالأسهم العادية في انتخاب مجلس الإدارة الذي بدوره يقوم بتعيين الإدارة التنفيذية التي تدير الشركة.

وفي الأخير يجب الإشارة إلى أنه من بين المزايا العديدة التي يقدمها هذا الشكل القانوني، نجد خاصية تحويل الملكية (من خلال بيع الأسهم) دون أن يؤثر ذلك على حياة الشركة ونشاطها. وكذلك خاصية المسؤولية المحدودة التي تعني أنه في حالة عجز الشركة عن تسديد ديونها، يمكن للدائنين حجز كامل أصولها دون المساس بالأموال الشخصية لملاكها (مساهميها). وعلى هذا الأساس يمكن النظر إلى شركة المساهمة وكأنها مثل المسير في شركة التوصية في حين يعتبر المساهمين مثل الشركاء المساهمين.

كما تجدر الإشارة أيضاً أنه بسبب الخصائص التي يتمتع بها هذا الشكل القانوني، نجد أنه يسود على المستوى العالمي، ولا يقتصر على الشركات الكبيرة فقط بل يمتد إلى الشركات الصغيرة وحتى الفردية منها.

## 4-الشركات حسب طبيعة الجهة التي تسيطر عليها:

في إطار الشكل التنظيمي للشركات ذات الأسهم (SPA) وعلى أساس كيفية إدارة علاقة الوكالة القائمة بين المساهمين والإدارة التنفيذية في الشركة، يمكن التمييز بين ثلاث فئات من الشركات كمايلي:

## 4-1-المؤسسة المسيطر عليها من طرف الإدارة: l'entreprise managériale

وهي المؤسسة التي يمتلكها المساهمين وتدار من طرف إدارة أجيبة محترفة (لاتملك)، بحيث تقوم هذه الأخيرة بمهامها تحت إشراف ورقابة حملة الأسهم الذين يشكلون الأغلبية في الهيئات الاجتماعية ولاسيما الجمعية العامة للمساهمين ومجلس الإدارة، حيث أن هناك فصل شبه تام بين الهيئات المكلفة بالإشراف على وظيفة الملكية وتلك المكلفة باتخاذ القرار الإداري.

لكن في العديد من الحالات وبسبب تشتت الملكية dispersion du capital بين عدد كبير من المساهمين، لا يتمكنون من تكوين هذه الأغلبية، وبالتالي تصبح الإدارة التنفيذية في ضل سيادة هذا الوضع، هي الطرف المتحكم في مقدرات المؤسسة. وفي هذا الصدد يرى لاوربوسكي Lawriwsky أن المؤسسات المسيطر عليها من طرف الإدارة، هي تلك التي تتحكم فيها الإدارة التنفيذية بالرغم من أنها تمتلك أقل من 10% من رأسمالها<sup>1</sup>.

غير أن هذه السيطرة على المؤسسة من طرف الإدارة التنفيذية يمكن أن لا تتحقق في حالة وجود مجموعة من المساهمين المرجعيين actionnaires de référence - حتى وإن كانوا أقلية- حيث تستفيد هذه الفئة التي تشكل نواة صلبة في هيكل ملكية الشركة وجغرافية رأسمالها، من غياب تنظيم باقي حملة الأسهم وتقوم بفرض إرادتها على الشركة.

هذا وتقوم أغلب نظريات الإدارة على وجود تلك الوضعية التي تسمح للإدارة التنفيذية بالتحكم في المؤسسة، وتتبنى كذلك مفهوم انفصال الإدارة عن الملكية séparation propriété/décision كمدخل أساسي في تحليل ودراسة سلوك المؤسسات وتصرفات الأعوان الفاعلين فيها. ووفقاً لهذا المنظور فإن المؤسسة عبارة عن تحالف بين فئتين غير متجانستين (المساهمين والإداريين) وبأهداف ومصالح مختلفة وحتى متعارضة في كثير من الأحيان، وترتبطان بعلاقات تنظيمية أو بعلاقات وكالة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - Charreaux Gérard, «structure de propriété, relation d'agence, et performance financière» (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA, (1997), pp 55-84.

<sup>2</sup> - Gilbert Koenig, «théorie économique de l'entreprise, encyclopédie de gestion», 2<sup>ème</sup> édition, (collection diriger par Yves Simon, Patrick Joffre), ECONOMICA, Paris, 1997, PP 3310-3323.

في الإطار التنظيمي المحدد بدقة من طرف المشرع، المساهمين يمكن لهم التأثير على القرارات التي تتخذها الإدارة التنفيذية، وذلك من خلال التصويت في الجمعيات العامة وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة. لكن هذا التأثير يصبح ضعيف جداً في حالة نشنت الملكية وعدم تنظيم حملة الأسهم فيما بينهم، وبذلك يتمثل تأثيرهم فقط في التهديد بالتنازل عن حقوق ملكيتهم في الشركة (الأسهم) في السوق، وهو الأمر الذي يؤدي إلى خلق خطر إزاحة الإدارة في حالة البيع الشامل للأسهم وشرائها من طرف مجموعة مؤثرة من المساهمين الجدد الذين ينوون استبدال الإدارة القائمة بواحدة أخرى جديدة.

وفي إطار نظرية الوكالة التي تفترض أن العلاقة بين المساهمين والإدارة تحكمها علاقة وكالة بين طرفين لهما دالتي منفعة ومصالح مختلفة، فعلى الرغم من أن المساهمين يمثلون الطرف الأصيل في علاقة الوكالة، إلا أنهم يمتلكون معلومات أقل من الطرف الوكيل (الإدارة)، هذه الحالة من عدم التماثل في المعلومات يمكن أن تشجع الإدارة على القيام بمجموعة من الممارسات التي تصب في خدمة مصلحتها الذاتية والتي قد تضر بمصلحة حملة الأسهم.

في هذا الصدد تقترح نظرية الوكالة ضرورة أن يضع الطرف الأصيل (المساهمين) نظام لتحفيز الإدارة عن عدم الانحراف بقدر كبير عن أهداف المؤسسة، التي هي في الأصل أهداف المساهمين ممثلة في تعظيم القيمة السوقية للأسهم. وحتى يكون هذا النظام فعالاً يجب أن يتضمن عقوبات تفرض في حالة عدم إلتزام الإدارة بتعهداتها.

#### 4-2- الشركات التي تسيطر عليها شركات أخرى: Les sociétés contrôlées

وتتمثل في الشركات التي تعود ملكية رأسمالها إلى شركات أخرى، غالباً ما تكون مؤسسات مالية، وتتصف هذه الشركات بتركز ملكيتها في يد عدد محدود من الأشخاص المعنويين الذين ينتدبون من يمثلهم في مجلس إدارة الشركة وإدارتها التنفيذية. ويقصد هنا بالضبط المؤسسات التي تتمثل في فروع تابعة لشركات أم (أو شركات قابضة)، بحيث تمتلك هذه الأخيرة أغلبية في رأسمالها ( حقوق التصويت فيها) بما يسمح لها بالتحكم في وضع السياسات المالية والتشغيلية بما يخدمها وذلك من خلال ممارسة السلطة التي يخولها لها امتلاك أغلبية حقوق التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين و أغلبية المقاعد في مجلس الإدارة، في تعيين المدراء التنفيذيين. ولا يدخل ضمن هذا النوع تلك المؤسسات التي يمتلك فيها كيان آخر حصة أقلية participations minoritaires لا تسمح له بممارسة السيطرة وإنما فقط ممارسة تأثير ملحوظ على القرار، وتسمى هنا بالمؤسسة المشاركة أو الشركات الزميلة l'entreprise associée.

وعلى هذا الأساس يمكن القول أن هذه الفئة من الشركات تسود فيها خاصية انفصال الإدارة عن الملكية، إذ أن المدراء الذين يتم تعيينهم لإدارة الشركة ليسوا ملاكاً شخصيين لرأسمالها، لكن هذه الخاصية هي أقل تجسداً في هذه الفئة من الشركات مما هو عليه الأمر في الشركات التي تسيطر عليها الإدارة. ويسود هذا النوع من الشركات في اليابان التي تعتمد المجمعات الصناعية المنظمة في شكل كيروتسات<sup>1</sup>.

#### 4-3- المؤسسة العائلية: L'entreprise familiale

قدمت العديد من التعاريف للمؤسسة العائلية، لعل أهمها تلك التي قدمت من طرف روبرت دونلي Robert Donnley، أوكتاف جيليني Octave Gelinier و أندري جولتيي Andry Gaultier، وهذه التعاريف الثلاث المقدمة تشترك في ضرورة توفير الشروط الثلاثة التالية من أجل الحكم على مؤسسة ما بأنها مؤسسة عائلية<sup>2</sup>:

4-3-1- نسبة رأس المال (حقوق التصويت) المملوكة (العائدة) للعائلة: ويتعلق الأمر هنا بضرورة أن تمتلك العائلة، حصة في رأسمال المؤسسة تتجاوز ما يملكه بقية المساهمين منفردين. وفي الواقع لا توجد هناك نسبة ملكية دنيا تجعلنا نصنف المؤسسة كمؤسسة عائلية، حيث يمكن أن لا تصنف مؤسسة كمؤسسة عائلية، عندما تمتلك عائلة ما مقداره 20% من رأسمالها، في حين يمتلك مساهم آخر (مؤسساتي، صناعي... إلخ) ما نسبته 25% مثلاً من رأسمالها. لكن يمكن أن تصنف كشركة عائلية إذا امتلكت عائلة ما مقداره 10% من رأسمالها ولم تتجاوز نسبة ملكية باقي المساهمين نسبة 02% مثلاً.

4-3-2- المشاركة الفعالة في إدارة المؤسسة: حيث يجب أن يشارك، على الأقل، واحد من أفراد العائلة في الفريق الإداري التنفيذي الذي يدير الشركة. وعادة نجد أن أفراد العائلة يسيطرون على الإدارة التنفيذية و أغلب المقاعد في مجلس الإدارة، فمثلاً في شركة Ubisoft 05 من أصل 06 أعضاء في مجلس إدارتها ينتمون إلى العائلة المؤسسة وذلك على الرغم من أن هذه الأخيرة لا تمتلك سوى 13% من رأسمال الشركة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - Mehdi Nekhili, « La discipline par les banques », (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA, Paris 1997, pp 331-359.

<sup>2</sup> - Anthi Kitsou, « le gouvernement d'entreprise dans les sociétés familiales non cotées », thèse de doctorat en droit des affaires, université de strasbourg, p 17.

<sup>3</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur « Vernimmen », Finance d'entreprise, 9<sup>ème</sup> édition – DALLOZ- Paris 2011, p 969.



4-3-3- الروابط الوثيقة بين المؤسسة والعائلة: إذ يجب أن تكون هناك روابط وثيقة بين هذين الكيانين الغير متجانسين، وذلك بما يسمح بوجود تأثيرات متبادلة بينهما، بحيث تؤثر الأحداث التي تقع في العائلة على هيكل ملكية المؤسسة والرقابة عليها والعكس صحيح.

وعلى هذا الأساس، يعتبر من خصائص المؤسسة العائلية، كل من درجة ملكية العائلة في المؤسسة، درجة تورط أفراد العائلة في إدارتها ومدى وجود نية لتحويل ملكية المؤسسة إلى الأجيال القادمة من العائلة.

وفي الواقع العملي، تلعب المؤسسات العائلية، لاسيما في أوروبا، دوراً كبير ضمن النسيج الصناعي، حيث تشغل حوالي 45 مليون شخص، أي ربع القوة العاملة في هذا الفضاء الاقتصادي، وفي فرنسا تشير التقديرات إلى أن 59% من أصل 500 مؤسسة صناعية كبرى هي مؤسسات عائلية، كذلك في إيطاليا حوالي 90% من المؤسسات المسجلة هي مؤسسات عائلية. وفي الولايات المتحدة الأمريكية تشكل المؤسسات المتحكم فيها من طرف عائلات ثلث (1/3) مؤسسات مؤشر فورتين Fortune 500<sup>1</sup>.

كما تجدر الإشارة إلى أن المؤسسة العائلية لا تختص فقط بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من حيث الحجم، وشركات الأشخاص، من حيث الشكل القانوني، وإنما يمكن أن تكون مؤسسات كبيرة وشركات مساهمة مسعرة في البورصة، أو حتى شركات متعددة الجنسيات.

لكن الميزة الأكثر أهمية في الشركات العائلية، هي ضعف خاصية انفصال الإدارة عن الملكية على مستواها وذلك حتى في حالة كون نسبة معينة من رأسمالها مملوكة للجماهير.

هذا ويمكن القول أنه، وعلى الرغم من أن سيادة خاصية انفصال الإدارة عن الملكية في الشركات وما يترتب عنها من انفصال الرقابة عن الإدارة فيها، ليس واقعاً إلى الحد الذي صورته أبحاث بارل ومينز Berle & Means سنة 1932 ونظرية الوكالة سنة 1976، فقد أشار، في هذا الصدد، دمساتز Demsetz سنة 1983 إلى دراسة\* توصلت إلى أن نسبة ملكية المدراء وأعضاء مجلس الإدارة في الشركات تصل إلى حدود 20%<sup>2</sup>، إلا أن هذه الخاصية أصبحت معياراً أساسياً يؤخذ بعين الاعتبار عند محاولة فهم سلوكيات الشركات. ولا أدل على ذلك أكثر من التمييز الوظيفي بين الملكية والقرار، الذي كان منطلقاً للتقسيم الذي أعتمده فاما وجنسن Fama et Jensen سنة 1983 والذي صنف الشركات على أساس معيار تجسد خاصية انفصال الإدارة عن الملكية فيها من عدمه، إلى شركات تمتاز بخاصية

<sup>1</sup> - Anthi Kitsou, *op. cit*, p 10.

\* هذه الدراسة أنجزت من طرف مجلة فورتين magazine Fortune

<sup>2</sup> - Charreaux Gérard, Jean-pierre Pitol-Belin, *op., cit*, pp. 165-185.

انفصال الإدارة عن الملكية وأخرى لا تمتاز بهذه الخاصية<sup>1</sup>. والجدول رقم (1-1) الموضح أسفله، يقدم مؤشرات مهمة فيما يخص العلاقة بين انفصال الإدارة عن الملكية في الشركات وبعض المتغيرات الأخرى في الشركات.

الجدول رقم (1-1): النظريات التعاقدية وانفصال الإدارة عن الملكية في الشركات.

نوع الشركة	التعقيد الحجم (1)	الانفصال إدارة/رقابة (2)	توزيع الأسهم على المساهمين (3)
شركات تمتاز بانفصال الإدارة عن الملكية	معقدة في الغالب معلومات خصوصية غير مركزة حجم كبير	انفصال وظيفة الرقابة عن الإدارة	مشتت المدراء يمتلكون نسبة ضعيفة في رأسمال الشركة.
شركات تمتاز بعدم انفصال الإدارة عن الملكية	غير معقدة معلومات خصوصية مركزة حجم صغير	ليس هناك انفصال	مركزة في يد المدراء
نوع الشركة	طبيعة صكوك الملكية (4)	أنظمة الرقابة (5)	مثال نمذجي (6)
شركات تمتاز بانفصال الإدارة عن الملكية	تداول بسهولة	مجلس إدارة سلطات سلمية الرقابة التشاركية	شركة مساهمة مسعرة تمتاز بتشتت الملكية
شركات تمتاز بعدم انفصال الإدارة عن الملكية	تداول بصعوبة	ليس هناك مجلس إدارة سلطات سلمية و رقابة تشاركية غير مطورة	مؤسسة فردية

المصدر: Charreaux Gérard, Jean-pierre Pitol-Belin, « La théorie contractuelle des organisations : une application au conseil d'adminstartion», (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA, (1997), pp 165-185.

#### 5- خاصية انفصال الإدارة عن الملكية في الشركات:

مند مطلع القرن الماضي بدأت تبرز خصائص معينة تتعلق بالاقتصاد القائم على نشاط الشركات، فحسب أبحاث «A.A. Berle & G.C.Means»، المنشورة في كتاب لهما بعنوان « الشركة المعاصرة والملكية الخاصة The Modern Corporation and Private Property»، حيث أثرت لأول مرة

<sup>1</sup> - ibid., pp. 165-185..

قضية دور حملة الأسهم كمصدر للرقابة والسيطرة على الشركة. وقد تمحورت أطروحة هذان الباحثان حول اثنين من الفرضيات، هما<sup>1</sup>:

✓ المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية أصبحت كبيرة جداً، في ظل وجود اتجاه للتركز الكلي، إذ وبحلول سنة 1930 كانت أكبر 200 شركة في الولايات المتحدة الأمريكية (باستثناء البنوك) تسيطر على نحو 49,2% من ثروة الشركات، ونحو 38% من ثروة النشاط الاقتصادي وحوالي 22% من الثروة الوطنية. وقد أدى التوجه المتزايد نحو التركيز إلى حدوث تحولات في الاقتصاد الأمريكي في السنوات الأولى من القرن العشرين وأستمر هذا التوجه في العقود اللاحقة.

✓ حتمية التلازم بين انتشار الشركات الكبيرة وبين الانتشار الواسع لحملة الأسهم dispersion des actionnaires، مما يجعل من غير المرجح أن يماس هؤلاء سيطرة كبيرة على المدراء، فقد أشارت الدراسة إلى أنه في سنة 1929، حوالي 58% من أصول أكبر 200 شركة غير مالية يقع ضمن تصنيف الشركات الواقعة ضمن سيطرة وتحكم الإدارة\*، ووصلت هذه النسبة إلى 85% في دراسة أجراها Larner عام 1966، مما ينم عن وجود ثورة إدارية بدأت في سنة 1929 ولم تكتمل بعد.

وتكمن الأسباب الرئيسية التي تقف وراء ظهور خاصية انفصال الإدارة عن الملكية في الشركات فيمايلي<sup>2</sup>:

- المدراء من الأجزاء أكثر كفاءة في إدارة الشركة من المساهمين؛
- ضرورة توفر حجم أدنى للدخول في المشاريع؛
- رغبة الملاك (المساهمين) في تنويع المخاطر التي يتعرضون لها من خلال الاستثمار في العديد من الشركات مرة واحدة؛
- انفصال الإدارة عن الملكية يسمح بتحقيق وفورات في جمع المعلومات؛
- أثر التعلم يدفع نحو انفصال الإدارة عن الملكية؛

1- مارتين ريكيتس، اقتصاديات المشروع: مقدمة في التنظيم الصناعي ونظرية المنشأة، تعريب محمود حسن حسني، مراجعة جاب الله عبد الله الفضيل، دار المريخ للنشر - الرياض - المملكة العربية السعودية - 2008، ص ص 368، 369.

\* المعيار المتبع هنا للحكم عما إذ كانت الشركة تحت سيطرة الإدارة أم لا هو امتلاك أحد 20% من القوة التصويتية فأكثر.

2 - Zvi Bodie, Robert Merton, **Finance**, 2<sup>ème</sup> édition, pearson Education, Paris 2007, pp 48-50.

6- تطور الشركات وسعيها إلى التحكم في البيئة المالية:

يوضح تتبع تطور الرأسمالية الغربية وخاصة الأمريكية منها، أن الشركات الكبيرة، وفي إطار سعيها إلى التحكم في عناصر البيئة التنافسية وضمان نوع من الاستقرار في المنافسة، مرت بأربع مراحل من سنة 1850 إلى يومنا وكل مرحلة من هذه المراحل اقترنت بنمط معين من أنماط التحكم، و ذلك وفقاً لما يوضحه الجدول التالي:

الشكل رقم (1-2): مراحل تطور التحكم في المنافسة من طرف الشركات.

التحكم المباشر	التحكم الصناعي	التحكم التجاري	التحكم المالي	الفترة
من نهاية حرب الاستخلاف إلى غاية الحرب العالمية الأولى	من الحرب العالمية الأولى إلى غاية الكساد الكبير سنة 1930	من الكساد الكبير إلى غاية سنوات الستينات	من سنوات الستينات إلى اليوم	
استقرار الأسعار و عوائد الوضعية	انخفاض التكاليف الحواجز الاقتصادية	الحصص السوقية الحواجز السوقية	المردودية المالية وقيمة الشركة	مؤشرات الأداء
المقاول	المهندس	المنتج	المهندس المالي	الصورة التمثيلية

المصدر: Jean – Claude Papillon, économie d'entreprise, 2<sup>ème</sup> édition, éditions management, Paris 2000, p230.

حيث يتضح من خلال الجدول أعلاه، أنه منذ بداية النصف الثاني من القرن العشرين، اتجهت الشركات إلى التحكم في بيئتها المالية كأداة من أدوات المنافسة، إذ أدى تصاعد وتيرة العولمة المالية إلى جعل السياسة المالية واحدة من السياسات التي تؤدي إلى خلق أو تدمير الثروة في الشركات، شأنها في ذلك شأن السياسات التجارية والصناعية. ومن الأمور التي دفعت في هذا الاتجاه الدور الأساسي الذي أصبحت تلعبه الأسواق المالية في حياة الشركات وظهور الهندسة المالية كنشاط لإدارة المخاطر التي تواجهها هذه الأخيرة.

7- الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية:

تعنى الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية بإدارة إحدى وظائفها الرئيسية، ألا وهي الوظيفة المالية، التي ترتبط بشكل وثيق مع توجهاتها الإستراتيجية. وهي بذلك تلعب دوراً أساسياً في المساعدة

على بقاء المؤسسة، نموها وتحقيق هدف خلق القيمة على مستواها، لذلك تطورت هذه الوظيفة لتواكب التطورات التي طرأت على توجهات المؤسسة والتحولت التي عرفتتها بينتها المالية.

### 7-1- تعريف الوظيفة المالية:

واكب مفهوم الوظيفة المالية، التطور الفكري في مجال الإدارة المالية، إذ تطور هذا المفهوم وفقاً للمراحل التالية:

- في خمسينيات القرن الماضي كانت هذه الوظيفة تعرف من قبل رواد الفكر التقليدي بأنها الوظيفة التي تعنى بتدبير الأموال اللازمة لمنشآت الأعمال.
- أما بعد الخمسينات، بدأت الوظيفة المالية تأخذ مفهوماً أكثر شمولاً، فلم تعد تلك الوظيفة قاصرة على الخطوات الإجرائية لتدبير الاحتياجات المالية اللازمة للمؤسسات، بل أصبحت تمتد لتشمل القرارات بشأن نوعية الأموال المطلوب تدبيرها، والقرارات التي تحدد المدى الذي ستذهب إليه المؤسسة إلى الاعتماد على القروض لتمويل أصولها، وتلك التي تحدد مدى الاعتماد على كل من مصادر التمويل طويل الأجل ومصادر التمويل قصير الأجل.
- وتوسع مفهوم الوظيفة المالية، إذ لم يعد يقتصر على اتخاذ القرارات الاستثمارية، التمويلية، قرارات توزيع الأرباح، بل تعدى ذلك إلى إدخال وظيفتين ضروريتين إلى حقل الوظيفة المالية ممثلتان في التخطيط والرقابة الماليين.

### 7-2- تطور الإدارة المالية :

تميزت العقود الأخيرة بازدياد التحديات، أمام المؤسسة و أصبح لزاماً عليها العمل في ظل العديد من المخاطر التي أفرزتها بيئة الأعمال المتسمة بحركية غير مسبوق ولدت الكثير من حالات عدم التأكد. كما أن بقاء المؤسسة في حد ذاته أضحي مهدداً بفعل عوامل عديدة تتمثل في زيادة المنافسة والتدخل الحكومي في عملها وإحاطتها بمجموعة من القوانين والموجبات، إضافة إلى زيادة المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة في ظل ما يعرف بالتنمية المستدامة.

ولم تبقى الإدارة المالية في المؤسسة بعيدة عن هذه التطورات بل واكبتها وسايرتها بغية تقديم قيمة إضافية للمؤسسة ففي بداية القرن كانت مهمة الإدارة المالية تتمثل في القيام بالخطوات الإجرائية لتدبير الموارد المالية، لتغطية احتياجات التوسع والنمو.

وفي العشرينات قد تركز اهتمام الإدارة المالية على اختيار أحسن مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسة، فضلاً عن مواكبة عمليات الاندماج وإنشاء المؤسسات الجديدة. لتأتي بعد ذلك أزمة الكساد العظيم وتقلب مفاهيم الإدارة المالية حيث وقع على عاتق هذه الأخيرة مهام معالجة المشاكل المالية لأزمة الكساد المتمثلة في الإفلاس و إعادة التنظيم. وفي بداية الأربعينات ظهر ما يعرف بالتحليل المالي لكن بصورة وصفية من وجهة نظر خارجية للمؤسسة.

لكن وبعد الثورة التي أحدثها رواد الإدارة المالية هاري ماركو ثر وفرانكو مدكلياني وميرثون ميلر بدأت الإدارة المالية في التخلي عن الموضوعات الوصفية والاتجاه نحو إدخال الأساليب الكمية في الإدارة المالية.

وبعد أن نجحت جهود بناء نماذج رياضية كمية، والتي ساعدت في إعطاء حلول صحيحة ودقيقة لكثير من المشاكل المالية المعقدة على ضوء نظرية اتخاذ القرارات، فقد تواصلت الجهود من أجل الوصول بالإدارة المالية إلى نظرية كاملة وشاملة لاسيما بعد ظهور التحديات التي أفرزتها عولمة الأسواق المالية وإزالة الحواجز بينها، التوريق وتصادد وثيرة وحجم أسواق المشتقات مما أدى إلى ظهور مفاهيم الهندسة المالية وإعادة الهندسة المالية ومفهومي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

### 7-3- هدف الإدارة المالية:

يكتسي الهدف الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه أهمية قصوى، لأنه يشكل المعيار الذي على أساسه يتم الحكم على مدى صحة وسلامة القرارات المتخذة على مستوى هذه الإدارة. وفي ظل سيادة المقاربة التعاقدية للمؤسسة الاقتصادية والتي تنظر إليها على أساس أنها مجموعة من العقود بين مختلف الأطراف التي تقدم عوامل الإنتاج، يسود قدر كبير من الشك في أن يكون لهذه الأطراف التي تسعى إلى تعظيم منفعتها الذاتية ويتسم سلوكها بالانتهازية، هدف واحد هو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

لكن رغم بعض التعارض الموجود بين أهداف الملاك وأهداف الأطراف الأخرى، غير أن هذا التعارض يمكن التغلب عليه، بأن تتخلى المؤسسة (الملاك) في المدى القصير عن هدف تعظيم الثروة (Maximizing) وتخصيص جميع التدفقات النقدية إلى مشاريع استثمارية في خدمة الملاك فقط، وتلتفت

إلى الأطراف الأخرى المشاركة في خلق الثروة في المؤسسة وتشركهم في التدفقات النقدية المتاحة، أي الاكتفاء بهدف تحقيق زيادة مرضية (Satisfactory) في الثروة.

هذه المشاركة في الثروة من قبل الأطراف الأخرى في المدى القصير هي التي من شأنها تعظيم ثروة الملاك في المدى الطويل، من خلال زيادة دافعية الأطراف الأخرى في السعي إلى تحقيق هدف الملاك . ومنه فإن تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية، هو الهدف الرئيسي الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه، طالما لا يتعارض ذلك مع أهداف الأطراف الأخرى.

### المطلب الثاني: النظريات الاقتصادية للمنظمة: Les théories économiques de l'organisation

من الجلي أن النظريات الكلاسيكية و النيوكلاسيكية منذ آدم سميث ونظرية تقسيم العمل، قد أهملت المنظمة وأعتبرتها من الناحية التنظيمية مجرد علبة سوداء تدار من طرف ممالك يسعى إلى تحقيق هدف واحد هو الربح، ومن الناحية الفنية مجرد وحدة تقنية تتمثل فقط في دالة إنتاج لمجانسة ودمج عوامل الإنتاج من أجل الحصول على أقصى ربح. مما أدى إلى إهمال دور التنظيم واعتباره دون أثر وكذلك اعتبار العنصر البشري عامل خامل مثله مثل عوامل الإنتاج الأخرى.

وتطلب الأمر وقت طويل حتى يهتم الاقتصاديين بالمنظمة وينظرون إليها على أسس أخرى، وبدأ ذلك مع ظهور النظريات التعاقدية للمنظمة، التي بنيت على أساس النظرة التعاقدية للمؤسسة والاختيار الطبيعي\*، حيث تعاملت هذه النظريات مع المؤسسة على أنها كيان قانوني fiction légale يتكون من مجموعة من العقود nœud de contrats .

هذا وتعتبر أبحاث الاقتصادي كوز Coase، صاحب الأبحاث الرائدة في مجال أسباب ظهور المؤسسات كبديل للأسواق هي الإطار العام الذي جاءت ضمنه هذه النظريات، وتتمثل هذه النظريات في ما يلي:

#### 1- نظرية تكاليف الصفقة:

لقد ظهر مفهوم تكاليف الصفقة Cout de Transaction للوهلة الأولى ضمن أبحاث الاقتصادي الأمريكي الشهير رونالد كوز R. H. Coase سنة 1937 حول طبيعة المنظمات وأسباب ظهورها، وذلك في إطار محاولته تقديم إجابة عن التساؤل الذي طرحه أنداك الاقتصادي د. هـ. روبرتسون D. H.

\* يفترض هذا المبدأ وجود منافسة بين مختلف الأشكال التنظيمية، وأن الشكل الذي يسود هو ذلك الذي من المفروض أن يسمح بتخفيض تكاليف اشتغال المؤسسة. وبما أن هذه الأخيرة تم تعريفها على أنها مجموعة من العقود، فإن التكاليف الواجب تخفيضها هي تكاليف التعاقد والتي تعرف تحت اسم تكاليف الوكالة وفقاً لنظرية الوكالة.

Robertson والمتمثل في « لماذا توجد هناك سفن واعية ضمن محيط تعاوني غير واعية»، ويقصد هنا بالسفن الكيانات المنظمة في شكل مؤسسات اقتصادية، في حين يقصد بالمحيط التعاوني غير الواعي السوق. وشكل هذا الوضع لغزاً كبيراً بالنسبة للاقتصاديين آنذاك، إذ يعتبر ظهور المؤسسات فشلاً للسوق في تقديم الحلول للعديد من متطلبات المتعاملين فيها، فإما ترى ما هي هذه المتطلبات التي أدت إلى فشل السوق وظهور المؤسسات.

بناء على التعقيدات المرتبطة بالمعاملات السوقية، لاسيما في جانبها المرتبط بتكاليف إتمام المعاملة (تكاليف الصفقات)، يرى كوز أن المؤسسة يمكن أن تحل محل السوق كنمط لتخصيص الموارد وكآلية لتنسيق الأنشطة التجارية من خلال استبدال الآلية الثنائية للتعاقد السائدة في السوق بنظام متعدد التعاقدات، الذي يعطي للمنظم دوراً مركزياً في التوجيه، التحفيز، التنسيق، وهي تلك الأدوار التي تؤدي في السوق من خلال آلية السعر<sup>1</sup>. كما أنه حدث تحول جوهري في تعريف وتحديد الوحدة الأساسية للتحليل الاقتصادي و أصبحت المعاملة هي الوحدة الذي يقوم عليها التحليل الاقتصادي ولم يعد هذا الأخير يقوم على آلية السعر<sup>2</sup>.

## 2-1- فروض نظرية تكاليف الصفقات:

لقد تم تطوير البناء النظري المسمى نظرية تكاليف الصفقة من طرف الاقتصادي الأمريكي أوليفي ويليامسون O. Williamson، وذلك انطلاقاً من أبحاث الاقتصادي الأمريكي الآخر R. H. Coase الذي تبنى العديد من الفرضيات المرتبطة بسلوكيات الأعوان الاقتصاديين، من جهة وخصائص الصفقات، من جهة ثانية، وهذه الفرضيات هي كالتالي<sup>3</sup>:

➤ **الرشادة المحدودة: La rationalité limitée** حيث تؤدي القدرات الإدراكية المحدودة للأعوان الاقتصاديين في ظل محيط معقد ومتغير، إلى عدم قدرتهم على معرفة جميع الاحتمالات والأحداث المستقبلية المرتبطة بتعاقداتهم وقراراتهم، وبذلك تتسم سلوكياتهم في أغلب الأحيان بعدم الرشادة.

➤ **الانتهازية: L'opportunisme** وهي نتيجة مباشرة لسيادة منطق الرشادة المحدودة، إذ وفي ظل عدم قدرة الأعوان الاقتصاديين على توقع كل الاحتمالات والبدائل الممكنة، من الممكن جداً أن

<sup>1</sup> - مارتين ريكيتس، مرجع سبق ذكره، ص ص 77-79.

<sup>2</sup> - Hubert Gabrie, Jean-Louis Jajquier, **la théorie moderne des entreprises : l'approche institutionnelle**, ECONOMICA, paris 1994, p 34.

<sup>3</sup> - Christine Belin-Munier, « **les holdings comme outil de gouvernement des entreprises** », (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA, pp 87-103.



يسعى بعض الأعوان إلى القيام بسلوكيات انتهازية لخدمة مصالحهم على حساب المتعاملين الآخرين.

➤ **خصوصية الأصول: La spécificité des actifs**، ويقصد هنا بالأصول الخصوصية تلك الأصول التي تحتاج إلى استثمارات خصوصية تمتاز بخاصية الاستدامة وتتجز من أجل إتمام نوع معين من الصفقات، وهذا النوع من الاستثمارات مرتبط بصفة مباشرة بهذه الصفقات ولا يمكن تحويله دون تكلفة لخدمة صفقات أخرى.

➤ **عدم الأكادة: L'incertitude**، المتعلقة بشروط إتمام الصفقات، التي يمكن أن تؤدي إلى تعرض المتعاقدين إلى مخاطر ارتفاع تكاليف العقود.

➤ **التواتر: La fréquence**، أي أنه كلما كانت العقود تتكرر، كلما توفر للمتعاقدين الفرض لممارسة سلوكياتهم الانتهازية.

## 1-2- مفهوم تكاليف الصفقات:

بالأخذ بعين الاعتبار هذه الفرضيات والخصائص توصل ويليامسون إلى أن المؤسسة هي الشكل التنظيمي الأنسب للحد من تكاليف الصفقات و مواجهة انتهازية الأعوان الاقتصاديين، وذلك من خلال مبدأ التسلسل السلمي للسلطة الذي تركز عليه، والذي يسمح لإدارة المؤسسة باتخاذ القرارات في حالة بروز الاحتمالات والأحداث غير المتوقعة في العقود.

هذا وتعرف تكاليف الصفقات بأنها « التكاليف المرتبطة بالمبادلات الاقتصادية (المعاملات) في

سوق المنافسة غير الكاملة»، ويصنفها داهالمان Carl J. Dahlman إلى ثلاث فئات كمايلي:

➤ **تكاليف البحث عن المعلومات:** مثل تلك المعلومات التي تسمح بإجراء المقارنة اللازمة لاختيار الطرف الثاني للتعاقد من خلال مقارنة البدائل المختلفة على أساس الثنائية جودة/ سعر، ويدخل ضمن هذا النوع من التكاليف مصاريف دراسة السوق مثلاً.

➤ **تكاليف التفاوض واتخاذ القرار:** وتتمثل في مصاريف تحرير و إتمام العقود.

➤ **تكاليف التنفيذ والرقابة على تنفيذ العقد:** وتتمثل في كل التكاليف التي يتحملها المتعاقد من أجل التأكد من تنفيذ شروط العقد.

قدمت نظرية تكاليف الصفقة إسهامات عديدة وحلول كثيرة للعديد من الإشكاليات، ففي مجال التمويل تم استخدام تصنيف العقود إلى ( عقود كلاسيكية، عقود نيوكلاسيكية وعقود خصوصية)، الذي جاء به

ويليامسون سنة 1981 في وضع نموذج لاختيار مصادر التمويل في الشركات القابضة، وهذا النموذج موضح الجدول التالي:

الجدول رقم (1-3): تمويل فروع الشركات القابضة.

تواثر المعاملات				
ضعيفة	متوسطة	قوية		
عقد نيوكلاسيكي: قرض بكفالة	عقد خصوصي: رفع رأس المال	عقد خصوصي: رفع رأس المال	قوية	خصوصية رأس المال
عقد نيوكلاسيكي: قرض بكفالة	عقد تنائي: قرض داخلي	عقد تنائي: قرض داخلي	متوسطة	
عقد كلاسيكي: قرض خارجي	عقد كلاسيكي: قرض خارجي	عقد كلاسيكي: قرض خارجي	ضعيفة	

Christine Belin-Munier, « les holdings comme outil de gouvernement des entreprises », (collection : المصدر dirigée par Gérard Charreaux), ECNOMICA, pp 87-103.

## 2- نظرية عدم تماثل المعلومات: La théorie de l'asymétrie de l'information

ظهر مفهوم عدم تماثل المعلومات لأول مرة في سنة 1970، ضمن مقال رائد للاقتصادي الأمريكي أكيرلوف Akerlof ، تناول فيه تحليل سلوكيات المشتريين والبائعين في سوق السيارات المستعملة، وذلك في ضل التخلي عن فرضية تماثل المعلومات وكمال السوق التي بنيت عليها النظريات السابقة، كما افترض في المقابل أن المبادلات بين البائعين والمشتريين تتم في ضل فرضية عدم تماثل المعلومات وأن الفئة الأولى تمتلك معلومات أكثر من تلك التي تمتلكها نظيرتها الثانية. وواقع الحال في سوق السيارات المستعملة، أن البائعين يعرفون الخصائص التقنية للسيارات التي يعرضونها للبيع، في حين يجهل المشتريين خصائص السيارات المستعملة التي يودون شرائها، وبذلك يصبح عدم التماثل المعلوماتي بين طرفي المبادلات في الأسواق هو الذي يحدد شكلها و يفسر خصائصها<sup>1</sup>.

وعلى أساس هذا المفهوم الجديد الذي جاء على أنقاض مفاهيم كمال السوق، تماثل المعلومات وتجانس التوقعات، أجريت العديد من الدراسات والأبحاث في العديد من المجالات ذات الصلة، لاسيما تلك المتعلقة بسلوك الشراء وأثر مصاريف الإشهار، النظرية المالية، نظرية المنظمة... الخ.

<sup>1</sup> - Philippe Raimbourg, « asymétrie d'information théorie de l'agence et gestion de l'entreprise », (collection dirigée par Yves Simon, Patrick Joffre), Tome 01, 2eme édition, Paris 1997, pp 188-217.

**2-1-1- عدم تماثل المعلومات والنظرية المالية:**

لقد شككت النظرية المالية واحدة من المجالات الأكثر استخداما لنظرية عدم تماثل المعلومات، حيث ومنذ سنة 1970 أصبحت البحوث التي تتم في هذا المجال تتبني فرضية عدم تماثل المعلومات، مما أدى إلى قلب الكثير من المسلمات في النظرية المالية ولعل أهمها، صلاحية نماذج تقييم الأصول المالية، هيكل تمويل الشركات وهيكل ملكيتها، سياسة توزيع الأرباح في الشركات... الخ.

**2-1-1-1- تقييم الأصول المالية:** حيث أن كل نماذج تقييم الأصول الرأسمالية والمتمثلة في نموذج تسعير الأصول المالية (MEDAF)، نموذج تسعير المراجعة (APM) ونموذج تسعير الخيار (OPM)، قد تم تطويرها في ضل افتراض كمال الأسواق وتماثل المعلومات، خاصة أنها مبنية على افتراض تبات الخطر (المقدر بالانحراف المعياري للعوائد) ومعرفة من طرف جميع الأطراف. وبالتالي فإن التخلي عن هذه الفرضيات سوف يؤدي بكل وضوح إلى وضع صلاحية وجدوى هذه النماذج في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية، موضع شك.

**2-1-1-2- تحويل المعلومات من خلال الأسعار:** إذ أنه في ضل التخلي عن فرضية عدم تماثل المعلومات، تفقد الأسعار خاصية التعبير عن القيم الحقيقية للأصول المالية، ومن تم لا يمكن لها أن تضل كأداة صالحة لتحويل المعلومات من أعوان إلى آخرين، كما أنه في ضل سيادة هذا الوضع تصبح المعلومة مكلفة مما يلقي بضلال من الشك حول مدى قبول خاصية كفاءة الأسواق المالية، حيث توصل كل من جروسمان وستيغليز Grossman & Stiglitz سنة 1980، أنه عندما تكون المعلومة مكلفة لا يمكن أن تكون الأسواق كفؤة كما لا يمكن تحويل المعلومات العامة والخاصة من خلال السعر<sup>1</sup>.

**2-1-1-3 - هيكل تمويل الشركات والإشارات المالية:** في هذا الإطار يؤدي عدم توفر المعلومات لدى المساهمين والدائنين، بنفس القدر مما هي متوفرة لدى الإدارة في الشركة، إلى عدم تمكنهم من تقييم قدرة الشركات التي يمولونها على خلق الأرباح و سداد الديون. ومن تم يصبح من الضروري على الشركات الباحثة عن التمويل أن تُطور سياسة إرسال إشارات politique de signalization إلى حملة الأسهم والسندات، تسمح لها بتبليغ المعلومات التي تريد إيصالها إلى جمهور الممولين والتميز عن الشركات الأخرى الأقل جودة من حيث القدرة على توليد الأرباح وسداد الديون، حيث أنه وفي ضل غياب هذه

<sup>1</sup> - Sanford Grossman, Joseph Stiglitz, (1980), «On The Impossibility of Informationally Efficient Markets», the American economic review, , pp 393-408.

السياسة سوف يتوجه التمويل إلى الشركات ذات الأداء الرديء وتطرد هذه الأخيرة الشركات الجيدة من سوق التمويل.

ومن الإشارات المتوفرة لإدارة الشركة في هذا المجال، تملك الإدارة لحصص في رأسمال الشركة التي تديرها، حيث أثبتت دراسة ليلاند و بايل Leland & Pyle أجريت سنة 1977 و اعتمدت على فرضية عدم تماثل المعلومات، أن قيمة الشركة ترتفع مع زيادة حصة الإدارة في رأسمالها<sup>1</sup>. كما يرى روس Ross، أنه من بين إمكانيات الإشارة المتوفرة للإدارات في الشركات من أجل الإعلام عن أفاقها الاستثمارية الواعدة، هي زيادة مستوى الرفع المالي، وذلك نظراً لكون المساهمين، في ضل عدم تماثل المعلومات، يفهمون ذلك على أساس أن إدارة الشركة تعرف أنها قادرة على تسديد هذه الديون ويعتبر بذلك إشارة إيجابية عن الصحة المالية للشركة وقدرتها على خدمة مبلغ كبير من الديون<sup>2</sup>. و في هذا الصدد أيضاً توصل روس Ross إلى أن قيمة الشركة ترتفع كلما زاد مستوى الرفع المالي الذي تستخدمه، حيث اختلف في ذلك مع النتائج التي توصل إليها Modigliani & Miller (M&M) حول حيادية هيكل رأس المال في التأثير على قيمة الشركة.

أما فيما يخص فلانيري Flannery، فقد ركز على محاولة تحليل أثر عدم تماثل المعلومات على هيكل القروض حسب اجلها، حيث أوضح أن إصدار الشركة لقروض قصيرة الأجل يعتبر إشارة مالية إيجابية، وذلك على أساس أن الشركات صاحبة الأفاق الواعدة فقط هي التي تقدم على خطوة الاقتراض في المدى القصير، والشركات التي تواجه حالات عدم الأكادة فيما يخص تدفقاتها المستقبلية، تتجه نحو الاقتراض في المدى الطويل<sup>3</sup>.

**2-1-4 - سياسة توزيع الأرباح:** إن إدخال فرضية عدم تماثل المعلومات في التحليل، أدى إلى إعادة صياغة النتائج التقليدية المتوصل إليها فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح في الشركة. ففي ضل امتلاك الإدارة لمعلومات أكثر من تلك المتوفرة للمساهمين تصبح سياسة التوزيع عبارة عن إشارة مالية حول العديد من المؤشرات، لاسيما فيما يخص مبلغ الأرباح المحققة، السياسة التمويلية والسياسة الاستثمارية للشركة، حيث تشير في هذا الصدد دراسة لميلر وروك Miller & Rock أجريت سنة 1985، إلى أنه

<sup>1</sup> - Haine Leland, David Pyle, (1977), «**Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation**», the journal of Finance, vol. 32, N. 2, pp 371-387.

<sup>2</sup> - Stephen Ross, (1977), «**the determination of financial structure: the incentive signalling approach**», The Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1, , pp. 23-40

<sup>3</sup> - Philippe Raimbourg, op., cit, pp. 188-217.

عندما لا تتوفر للمساهمين معلومات سابقة عن الشركة فهم ينظرون إلى سياسة التوزيع على أنها مؤشر على حجم الأرباح المحققة<sup>1</sup>.

**2-1-5 - عدم تماثل المعلومات والسندات القابلة للتحويل:** حيث وبناء على فرضية عدم تماثل المعلومات قام هاريس ورفيف Harris & Raviv سنة 1985 ببناء نموذج يرتكز على نظرية الألعاب، ومن خلال هذا النموذج تم وضع قواعد تأخذ بعين الاعتبار الأثر المعلوماتي لقرار استدعاء السندات القابلة للتحويل، حيث يشكل هذا القرار إشارة عن أفق واعد للشركة وذلك على الرغم من أثر التمييز الذي يمكن أن يحدثه<sup>2</sup>.

### 3- نظرية الوكالة: La théorie d'agence

قدمت نظرية الوكالة من طرف الاقتصاديان الأمريكيان جنسن ومكلينج سنة 1976 Jensen & Meckling في إطار الأبحاث التي قاما بها من أجل إثبات الفاعلية الإنتاجية للمؤسسة الرأسمالية كمنظمتين معاصر مقارنة بالأنماط التنظيمية الأخرى المتمثلة في التسيير التشاركي cogestion والتسيير الذاتي autogestion.

وتنظر نظرية الوكالة إلى المؤسسة على أساس أنها مجموعة من العلاقات التعاقدية un noeud de contrats، بين المنظم والأطراف الأخرى المالكة لعوامل الإنتاج، وتكون هذه العلاقات في شكل عقود وكالة، والوكالة قانوناً هي عقد يقوم بموجبه شخص أو أكثر يسمى الأصيل (الموكّل) بتعيين شخص أو أكثر يسمى الوكيل لكي ينجز بدلاً منه بعض الأعمال نيابة عنه، وتتطلب علاقة الوكالة تفويض السلطة من الأصيل إلى الوكيل.

تهتم هذه النظرية بالمشاكل التي تواجهها المؤسسات التي يسود فيها انفصال الإدارة عن الملكية وما يترتب عنه من تنازع المصالح وتباين الأهداف بين أطراف التعاقد كما تحاول تقديم الحلول لمشكلة الحوافز التي تسود في هذا النوع من المؤسسات.

### 3-1- فروض نظرية الوكالة:

تقوم هذه النظرية على العديد من الفروض التي يتماشى بعضها مع التحليل النيوكلاسيكي ويعتبر بعضها الآخر من ضمن الفروض التي تركز عليها النظرية المؤسساتية المعاصرة La théorie institutionnelle moderne، وهذه الفروض كالآتي:

<sup>1</sup> - ibid., pp. 188-217.

<sup>2</sup> - idem.

\_ يتميز كل من الأصيل (المساهمين) والوكيل (الإدارة) بالرشد الاقتصادي ويسعى إلى تعظيم منفعته الذاتية.

\_ اختلاف أهداف و أفضليات كل من الوكيل والأصيل، فبينما يسعى الأول إلى الحصول على أكبر قدر من جهد، عمل ومهارات الوكيل (الإدارة) مقابل أجر معقول، فإن هذا الأخير يسعى إلى تعظيم منفعته من خلال الحصول على أكبر قدر من المزايا والحوافز (الأجور والمزايا الأخرى) مع بدل أقل جهد ممكن.

\_ اختلاف درجة المخاطرة التي يتحملها كل من الأصيل والوكيل، ويرجع ذلك إلى:

✓ عدم قدرة الأصيل (المساهمين) على متابعة تصرفات وأداء الوكيل، وذلك بسبب عدم امتلاك الأدوات التي تسمح له بذلك أو عدم وجود الرغبة والحافز للقيام بذلك نتيجة ما تتميز به محافظ المستثمرين في الأوراق المالية من تنوع، في مقابل ذلك امتلاك الوكيل للقدرة على المناورة في هذا المجال نظراً لمعايشته اليومية لظروف العمل ومشاكله والإلمام بخصائص التنظيم.

✓ اختلاف الخلفية التدريبية والخصائص الشخصية لكل من الأصيل والوكيل، فالمساهمين، لاسيما فئة الأفراد هم من ذوي الخلفية المتواضعة في ميادين الإدارة، الأعمال، الأسواق المالية والمضاربة، عكس الإدارات في الشركات فهي على درجة عالية من التعليم، التكوين، الخبرة والتخصص.

✓ اختلاف إمكانية التوصل إلى المعلومات وفهمها لكل من الأصيل والوكيل، ويسمى هذا الفرض بفرض عدم تماثل المعلومات *L'asymétrie de l'information*، ففي حين تمتلك الإدارة في المؤسسة كل المعلومات عن واقع النشاط اليومي لها، يفتقد المساهمين الخارجيين لهذه المعلومات وإن حصلوا عليها قد لا يتمكنوا من فهمها بالصورة الصحيحة وفي الوقت المناسب، وهذا ما يعطي أفضلية كبيرة للإدارة في استغلال هذه المعلومات لمصلحتها الذاتية والإتجار في المعلومات الداخلية.

### 3-2- مشاكل الوكالة:

تتمثل مشاكل الوكالة في الصعوبات التي تنتج عن علاقة الأصيل (المساهمين) بالوكيل (الإدارة) في ظل الفروض التي تقوم عليها نظرية الوكالة، إذ وبسبب الرشادة الاقتصادية وسعي كل من الأصيل و الوكيل إلى تعظيم منفعته الذاتية على حساب الطرف الأخر، عدم تماثل المعلومات والانتهازية التي تشوب سلوكيات كل طرف، من الطبيعي جداً أن تتعارض أهداف أطراف التعاقد في المؤسسة

ويحدث صراع مصالح conflict d'intéret بينهم. هذا الصراع يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة couts d'agence، والتي يتحملها أطراف التعاقد، لاسيما الأصيل، وهي على ثلاثة أنواع<sup>1</sup>:

- النوع الأول: يتحمله الأصيل (الموكل)، وتسمى هذه التكلفة بتكلفة الرقابة Monitoring Cost.
- النوع الثاني: يتحمله الوكيل من خلال المجهودات التي يبذلها لكي يؤكد للأصيل أنه شخص موثوق به وقادر على الوفاء بوعوده، وهذا النوع من التكاليف يسمى بـ Bonding Cost.
- النوع الثالث: وهو نتاج التباين، عمداً أو عن غير عمد، بين القرارات التي يتخذها الوكيل والقرارات التي كان عليه اتخاذها من أجل تعظيم ثروة ورفاه الأصيل وهذه التكاليف تسمى بفائض الخسارة Residual loss.

كما يمكن أن تتجسد تكاليف الوكالة فيما يلي:

- تكاليف الرقابة التي يتحملها الأصيل.
- بيع المؤسسة للورقة المالية بأقل من قيمتها الحقيقية، حيث يتمثل الفرق بين سعر البيع والقيمة الحقيقية في هذه الحالة في نوع من تكاليف الوكالة يطلق عليه تكاليف نقص المعلومات لدى المستثمرين المحتملين<sup>2</sup>.

### 3-3- مصادر مشكلات الوكالة:

تتبع مشكلات الوكالة من العديد من المصادر ذات العلاقة بالفروض التي بنيت عليها النظرية، من جهة. والخصائص التي تميز مؤسسات الأعمال، من جهة أخرى ويمكن حصرها فيما يلي:

**3-3-1- عدم تماثل المعلومات:** حيث أن الإدارات (الوكيل) وبسبب دورها التنفيذي ومعايشتها اليومية لواقع المؤسسات، لديها كل المعلومات عن مؤشرات النشاط والأداء، في حين يحصل المساهمين الخارجيين عن قدر قليل من هذه المعلومات ويكون ذلك بمناسبة إفصاح المؤسسات عن أدائها ونتائج نشاطها في نهاية كل ثلاثي في أحسن الأحوال. كما أنه حتى لو توفرت نفس المعلومات للمساهمين فإنهم لا يستطيعون تفسيرها بنفس قدرة الإدارة الذي تعتبر أكثر تخصصاً وتعرف أكثر الحثيات والظروف التي أعدت في ضلها هذه المعلومات.

<sup>1</sup> كفية شنافي، «آليات الحوكمة في شركات التأمين: دراسة مقارنة بين الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR) وشركة (AXA) للتأمين»، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخامس والأربعون، 2015، ص ص 331-362.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث الإسكندرية 2014، ص 346.

**3-3-2- الخطر المعنوي: L'alea moral** يتمثل الخطر المعنوي في سعي أحد أطراف التعاقد إلى الإخلال بالتزاماته التعاقدية و تعظيم منفعته الذاتية دون الأخذ بعين الاعتبار النتائج السلبية التي تنتج عن سلوكه غير المقبول هذا، على المصلحة الجماعية. ويزداد احتمال ظهور هذه التصرفات عندما يشعر الوكيل بأن مراقبته من طرف الأصيل مستحيلة أو مكلفة وأن هذا الأخير ليس لديه الإمكانيات أو الرغبة أو الاثنين معاً من أجل مراقبة تصرفاته الانتهازية<sup>1</sup>. في المؤسسات يتجسد الخطر المعنوي في التغيرات في السلوكيات التي يمكن أن يتبناها أحد أطراف التعاقد والتي تضر بالمصلحة الجماعية فيها، وذلك بالمقارنة مع ما ينص عليه العقد، فإذا أخذنا على سبيل المثال علاقة الوكالة التي تجمع المساهمين (الأصيل) والإدارة (الوكيل)، يكمن الخطر المعنوي الذي يواجهه المساهمين في إخلال الإدارة بالتزاماتها المتمثلة في خدمة مصلحة المساهمين من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهمهم و سعيها إلى تعظيم منفعتها الذاتية في شكل أجور وحوافز مرتفعة.

### 3-3-3- الاختيار المعاكس: La sélection adverse

تم اكتشاف هذا المشكل من طرف الاقتصادي الأمريكي الشهير سنة 1988، وهو مفهوم يقترب من مفهوم عدم تماثل المعلومات. و يظهر مشكل الاختيار المعاكس عندما لا يمتلك أحد المتعاقدين الوسائل الكافية (التجربة، المعارف... إلخ) لاكتشاف المعلومات التي يخفيها الطرف الآخر في العقد<sup>2</sup>.

يعتبر مشكل الاختيار المعاكس من أهم المشاكل الإحصائية والاقتصادية التي تواجه المؤسسات الاقتصادية بسبب العقود غير المكتملة *contrats incomplets* التي تبرمها في الكثير من الأحيان مما يتيح تعرضها للتصرفات الانتهازية، وهو أكثر شيوعاً في المؤسسات التي تعمل في ميدان التأمينات و إدارة المخاطر.

هذا ويتمثل مشكل الاختيار المعاكس في سوء اختيار الأصيل (المساهمين) للوكيل (الإدارة) ولشروط التعاقد ويظهر هذا المشكل في ضل سيادة حالة عدم تماثل المعلومات بين المساهمين والإدارة وتمكن هذه الأخيرة من الحصول على هوامش مناورة من أجل خدمة أهداف غير تلك الأهداف المنوط بها تحقيقها في العقد، ويساعدها في ذلك ما تتميز به المؤسسات من انفصال الإدارة عن الملكية والأسواق المالية من تنويع المستثمرين لمحافظهم الاستثمارية.

<sup>1</sup> - Eric Allix-Desfautaux, Patrick Joffre, (1997), « *coûts de transaction* », *Encyclopédie de gestion* », collection dirigé par Yves Simon, Patrick Joffre, Tome 01, 2<sup>ème</sup> édition, Paris. pp750-776.

<sup>2</sup> - *ibid*, p.761.



## 3-4- تجليات فقه نظرية الوكالة في المؤسسات:

تتجلى علاقة الوكالة والمشاكل المرتبطة بها في العديد من الأوجه في المؤسسة الاقتصادية، حيث وبناء على اعتبار المؤسسة الاقتصادية عبارة عن مجموعة من التعاقدات يبرمها المتعاقد المركزي « المنظم» مع الأطراف الأخرى المالكة لعوامل الإنتاج، يتضح أن هناك العديد من علاقات الوكالة في إطار الحيلة القانونية La fiction légale المسماة المؤسسة، وهي كما يلي:

## 3-4-1- علاقة الوكالة بين المساهمين والإدارة:

نظراً لخصائص المسؤولية المحدودة، انفصال الإدارة عن الملكية وتوسع قاعدة ملكية الشركات وتنويع المساهمين لمحافظة الاستثمارية بشكل جيد، التي تتميز بها المؤسسات المعاصرة، أصبح من الطبيعي جداً ظهور تباين في أهداف كل من المساهمين والإدارة ومن ثم يظهر تضارب في المصالح بينهم، إذ نجد أن الإدارة في المؤسسة تحاول استغلال هذه الظروف من أجل خدمة مصالحها الذاتية والابتعاد تنفيذ المهمة التي أوكلت إليها من طرف المساهمين (الأصيل) والمتمثلة في تعظيم قيمة المؤسسة.

أما فيما يتعلق بالأسباب التي تدفع الإدارة للقيام بهذه التصرفات، فحسب ديسبريار Desbrières، تكمن هذه الأسباب في ما يلي<sup>1</sup>:

❖ **المخاطر المحتملة:** الإدارة تتحمل مخاطر أعلى من تلك التي يتحملها المساهمين وذلك نظراً لكونها تستثمر كل من رأسمالها البشري والمادي و مشاورها المهني ( في حالة امتلاكها أسهم في الشركة التي تديرها)، أما المساهمين فيمكنهم بكل سهولة توزيع ثروتهم على عدد كبير من الشركات و تنويع محافظهم الاستثمارية بما يسمح لهم بتخفيض مخاطر الاستثمار إلى أدنى مستوى. وعلى هذا الأساس يصبح من مصلحة المدراء الاستثمار في مشاريع أقل خطراً وأقل عائداً، وهذا يتنافى مع ما يطلبه المساهمين. كذلك يؤدي كره المدراء للخطر إلى تفضيل التمويل برؤوس الأموال الخاصة على الاستدانة وهذا التوجه كذلك يتعارض مع مصلحة المساهمين.

❖ **الأفق الزمني:** L'horison temporel ويقصد هنا عدم تطابق الأفق الزمني لكل من الإدارة والمساهمين، فالإدارة تمتلك أفقاً محدوداً مرتبطاً بمدة تعاقدتها مع المؤسسة، ولذلك فإن توجهاتها تنصب حول المبادرة بالدخول في مشاريع استثمارية ذات مخاطر أقل و مردودية عالية في المدى القصير، في حين تحجم عن

<sup>1</sup> - Philippe Desbrières,(1997) «Stock-options et signalisation : le cas français » , ECONOMICA, (collection dirigée par Gérard Charreaux), Paris PP 273-302.

المبادرة بمشاريع أكثر خطورة على الرغم من مردوديتها في المدى الطويل. وعلى النقيض من ذلك، يتصرف المساهمين بناء على أفق مرتبط بإستراتيجية الاستثمار لديهم<sup>1</sup>. ومن الأمثلة على قصر الأفق الزمني للإدارة وكرهها للخطر هو عدم ميلها إلى الإنفاق على مشاريع البحث والتطوير في الشركة التي تديرها، حيث ترى أن هذا النوع من النفقات لا يتماشى مع أفاقها الاستثمارية القصيرة المدى<sup>2</sup>، وذلك على الرغم من ارتباطه الوثيق بهدف تعظيم الثروة الذي أنتدبت من أجل تحقيقه<sup>3</sup>.

❖ **خصوصية رأس المال:** تلعب طبيعة ودرجة خصوصية رأس المال \_ بالمعنى الواسع \_ المستثمر من طرف كل من الإدارة والمساهمين دوراً كبيراً في ظهور مشاكل الوكالة بينهم. ففي حين يعتبر رأسمال المساهمين عامل إنتاج قليل الخصوصية وقابل للتقسيم ويمكن تخفيض المخاطر المتعلقة باستثماره من خلال تنويع محفظتهم الاستثمارية واستثمار أموالهم في العديد من الشركات، يتمثل رأسمال الإدارة في رأسمال بشري capital humain على درجة كبيرة من الخصوصية ومستثمر بالكامل في مؤسسة واحدة، مما يجعل مصيرها مرتبط كلياً ببقاء ونمو مؤسسة واحدة وهو أمر على درجة عالية من الخطورة، الشيء الذي يدفع بالإدارة إلى اعتماد إستراتيجيات استثمار وتمويل غير تلك التي كانت من المفروض إتباعها لخدمة مصالح المساهمين<sup>3</sup>.

❖ **طبيعة هيكل الملكية للشركة ومدى مساهمة الإدارة في رأسمال المؤسسة:** إذ كلما كان قسط رأس المال المملوك من طرف أعضاء الإدارة صغيراً كلما زاد ميلها إلى خدمة مصالحها الذاتية، لاسيما من خلال التوجه نحو زيادة إنفاق أموال المساهمين على السلع الفاخرة والكمالية مثل ( المكاتب الفخمة، أغذية الأعمال غير الضرورية وشراء طائرات أو سيارات فخمة...) كل ذلك على حساب رفع ثروة المساهمين.

لكن هذا لا يعني أنه ليس هناك عقبات عديدة يمكن أن تواجهها الإدارة وهي بصدد تحويل جزء من أموال المساهمين والأطراف الأخرى لمصلحتها الذاتية، ففي الواقع هناك العديد من الآليات التحفيزية والردعية التي يمكن أن يستعملها المساهمين لمنع هذا التحويل الغير مشروع للثروة من الحدوث، ففي

<sup>1</sup> - Lehmann Ortega et al, **Stratégor : toute la stratégie d'entreprise**, 6<sup>ème</sup> édition, DUNOD, Paris 2003, p291.

<sup>2</sup> في هذا الصدد أثبتت دراسة قام بها دوشو وسلون Dechow et Sloan، سنة 1991، أنه كلما أقترب المدراء في الشركات من تاريخ نهاية

مهامهم، انخفضت مصاريف البحث والتطوير في الشركات التي يديرونها (للمزيد حول هذا الموضوع: أنظر Patricia M Dechow, Richard Sloan, « Excutive Incentive and the Horison Problem: an empirical investigation », journal of

G Sloan, « Excutive Incentive and the Horison Problem: an empirical investigation », journal of Accounting and Economics, 1991, Vol.14, issue 1, pp 51-89.

<sup>2</sup> - Laurence Godard, Alain Schatt, (2005), « **quelles sont les caractéristiques optimales du Conseil d'adminstration français. Un état des lieux** », *Revue française de gestion*, n° 158 , p. 69-87.

<sup>3</sup> - Lehmann Ortega et al, **op., cit**, pp291-292.

حين تتمثل الآليات التحفيزية في ربط الأجر التي تحصل عليها الإدارة بأداء الشركة وهو أمر يقلل من تضارب المصالح بينها وبين المساهمين ويجعلها تبدل أقصى مجهود لديها في خدمة هدف تعظيم ثروتهم ومن ثم أجورها وحوافزها، تتضمن الآليات الردعية مايلي:

- مراقبة تصرفات الإدارة عن قرب، لاسيما من خلال المدققين التعااقدين ومراقبي الحسابات؛
- آلية سوق العمل وخوف أعضاء الإدارة من فقدان مناصبهم و الامتيازات التي يتمتعون بها مما يجعلهم يترددون في القيام بممارسات التي تضر بمصلحة المساهمين.
- آلية سوق رأس المال والخوف من عمليات السيطرة العدوانية.
- طبيعة هيكل التمويل ومدى استخدام المؤسسة للقروض في تمويل استثماراتها، حيث أنه كلما كان المؤسسة مشبعة بالديون المالية كلما شكل ذلك حافزاً للإدارة لمباشرة مشاريع استثمارية ذات عوائد مرتفعة ولكن على درجة كبيرة من المخاطر.
- كما أن الإدارة كذلك تمتلك العديد من الوسائل المشروعة وغير المشروعة لإبطال مفعول الآليات التي يحوز عليها المساهمين ومن ضمنها ما يلي:
- العمل على رفع القيمة السوقية للأسهم سواء من خلال معاملات حقيقية أو من خلال معاملات صورية؛
- الاحتماء بقوانين مكافحة الاندماجات المؤثرة على حالة المنافسة في الاقتصاد lois antitrust ؛
- إعادة شراء أسهم المؤسسة من السوق أو عبر العروض المبدئية لمواجهة عمليات الاندماج العدوانية؛
- طلب النجدة من شركة دامية أخرى أو مباشرة عملية سيطرة معاكسة؛
- تخريب المؤسسة والتقليل من جاذبيتها Poison Pill لدى المؤسسة الدامجة وذلك من خلال التخلص من الأصول الأكثر جاذبية وإبرام عقود مع المديرين تتضمن دفع أموال طائلة لهم في حالة الاستغناء عنهم Golden Parachutes؛
- وضع شروط مريكة للاندماج العدواني؛
- محاولة السيطرة على حقوق التصويت بالدخول في معارك التفويض Batailles de procuration أو كما تسمى بالإنجليزية Proxy fight؛

- اختيار استثمارات ذات ارتباط كبير بمؤهلاتهم الخصوصية مما يجعل خيار الاستغناء عنهم جد مكلف.

#### 4- نظرية التجذر: La théorie de l'enracinement

طورت هذه النظرية مبدئياً في سنوات الثمانينات، من طرف الباحثين الأمريكيين شلايفر وفيشني Shleifer et Vishny، وذلك كرد فعل على ما توصلت إليه نظرية الوكالة التي قدمت من طرف جنسن وميكلنج Jensen & Meckling سنة 1976، فيما يخص حوكمة الشركات وآليات الرقابة والتحفيز المستخدمة لرفع كفاءة الإدارات التنفيذية في هذه الأخيرة. حيث وعلى النقيض من الطروحات التي جاءت بها نظرية الوكالة والقائلة بأن آليتي التحفيز من خلال المكافآت والتمليك، والرقابة من خلال الأدوات المختلفة ( مجلس الإدارة ، التدقيق الخارجي، هيكل الملكية... إلخ)، تؤديان إلى حل إشكال تعارض المصالح بين المساهمين والإدارة التنفيذية وتجعل هذه الأخيرة أكثر حرصاً على تحقيق هدف رفع ثروة المساهمين. قدمت هذه النظرية طرماً معاكساً مفاده أن هذه الآليات لا تعمل بالنجاعة المطلوبة، ومنها ما يؤدي إلى زيادة تجدر الفرق الإدارية وجعل من الصعب إقالتها، إذ أن تملك الإدارة التنفيذية في الشركات يجعل اهتمامها ينصب على الحفاظ على مناصبها وإفشال جميع محاولات استبدالها بفرق إدارية منافسة. وفي هذا الصدد تمتلك الإدارة التنفيذية في الشركة العديد من الإستراتيجيات التي تنصب في مجملها في جعل عملية استبدالها جد مكلفة، وهو الأمر الذي يعطيها هامش كبير من المناورة في تحقيق أهدافها الذاتية على حساب بقية المساهمين. ويدخل ضمن الإستراتيجيات المتبعة في هذا الإطار، قيام الإدارة التنفيذية في الشركة بتعظيم قيمة الاستثمارات التي ترتبط فقط بشكل خصوصي\* ببقائها على رأس الشركة<sup>1</sup>.

كما قدم ستيجليز وإدن Stiglitz et Eden، سنة 1992 كيفية بديلة لتجدر الإدارة التنفيذية في الشركة، هذه الكيفية ليست مبنية على خصوصية الاستثمارات ولكن على الاستثمار في أنشطة تنسم

\* الطابع الخصوصي للأصول والاستثمارات، يرتبط بمدى إمكانية إعادة استعمالها من طرف شركة أخرى، وواقع الحال أنه لكي تكون آلة أو أصل ما استثمار خصوصي، من المفروض أن تفقد قيمتها في حالة إغلاق الشركة. وقس على ذلك يعتبر استثمار ما دو طابع خصوصي إذا كانت قيمته ترتبط بوجود مدير ما على رأس إدارة الشركة ويفقد قيمته في حالة رحيل ذلك المدير. ومن أمثلة الاستثمارات الخصوصية في هذا الإطار، نجد الاستثمار في الأصول غير الملموسة لاسيما العلامات التجارية التي تقترن وتعرف في بعض الحالات بالمدراء في الشركات.

<sup>1</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur, *Finance d'entreprise*, «Vernimmen», op., cit, p 974.

بصعوبة تقييمها والرقابة عليها\*، حيث تستغل الإدارة التنفيذية عدم تماثل المعلومات القائم بينها وبين المساهمين في وضع هذه الإستراتيجية موضع التنفيذ<sup>1</sup>.

ومن الأمثلة على إستراتيجيات التجدر التي تتبعها الإدارات التنفيذية في الشركات، نجد إستراتيجية التوسع الخارجي المبنية على التنويع، التي تسمح للإدارة التنفيذية في الشركة، ليس فقط بالحد من المخاطر التي تتحملها بفعل عدم قدرتها على تنويع محفظتها الاستثمارية، مثلما هو الشأن بالنسبة للمستثمرين، بل بزيادة مستوى تجدرها من خلال اتجاهها إلى تنويع أنشطة الشركة في المجالات التي تمتلك فيها - هذه الإدارة - ميزة نسبية، سواء أكانت على مستوى المهارات أو على مستوى المعلومات.

لكن تجدر الإشارة هنا إلى وجود تعارض واضح بين التنويع الهادف إلى تخفيض المخاطر والذي تسعى الإدارة التنفيذية في إطاره إلى عمليات توسع في قطاعات غير مرتبطة مع قطاع النشاط الأصلي، والتنويع المبني على المزايا النسبية الذي يتطلب عمليات توسع في قطاعات قريبة من قطاع النشاط الأصلي. هذا وإن كانت إستراتيجيات التجدر المبنية على تنويع أنشطة الشركة تصب في مصلحة الإدارة التنفيذية فيها، فهي في الغالب لا تتماشى وحتى تتعارض مع مصالح المساهمين، حيث أن عمليات التوسع الخارجي الهادفة إلى التجدر وتخفيض مستوى المخاطر التي تتعرض لها الإدارة، من خلال تنويع نشاط الكيان الذي تديره، عادة ما تتم من خلال تقديم علاوة استحواذ جد معتبرة لمساهمي الشركة المستهدفة من أجل دفعهم إلى التنازل عن أسهمهم. كما أثبتت دراسة أجريت من طرف هيل وسنال Hill et Snell سنة 1989، أن هناك ارتباط إيجابي بين تشتت الملكية في الشركات وعمليات تنويع النشاط فيها<sup>2</sup>، مما يعني أن الإدارات التنفيذية في الشركات تستغل نقص الرقابة الناتج عن تشتت الملكية، في المبادرة بعمليات تنويع تحقق لها خاصية التجدر ومصالح أخرى، على حساب مصالح المساهمين.

\* يدخل ضمن هذه الاستثمارات، التي تنسم بعدم قدرة المساهمين على مراقبتها وذلك بسبب عدم تماثل المعلومات، كل من الاستثمار في الابتكار والبحث والتطوير.

<sup>1</sup> - Gérard Charreaux, (1997), « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise », (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA, Paris 1997, pp 141-164.

<sup>2</sup> -ibid, pp. 141-164.

### المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية ورفع رأس المال.

تتوفر للمؤسسة العديد من مصادر التمويل التي يمكن تصنيفها إلى مصادر داخلية ومصادر خارجية، من جهة. رؤوس أموال خاصة وديون، من جهة أخرى.

#### المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية:

قبل قيام المؤسسة بالتوجه إلى أي مصدر تمويل خارجي يجب أن تبحث فيما يتوفر لها من مصادر تمويل داخلية، والتي تعرف أيضاً بالتمويل الذاتي. والتمويل الذاتي l'auto-financement و يتمثل في جميع مصادر التمويل التي تتوفر للمؤسسة من داخلها ودون اللجوء إلى المصادر الأخرى من استئانة ورفع رأس المال. وذلك من خلال تبني سياسة توزيع ملائمة (الأرباح المحتجزة) ، الاستفادة من الترتيبات التي تسمح بها الأنظمة الضريبية المطبقة (الاهتلاكات والمؤونات) وما ينص عليه قانون الشركات التجارية (تشكيل الاحتياطيّات). كما يعرف التمويل الذاتي بأنه تمويل داخلي شاغر أو مخزن للاستغلال وللاستثمار يهدف تحقيق استقرار في رأس المال بما يضمن استقرار ونمو الشركة، وهو عامل أساسي في قدرتها على الاستئانة بالإضافة إلى كونه محرك لنموها<sup>1</sup>. وعلى العموم ويتشكل التمويل الذاتي من العناصر التالية<sup>2</sup>:

**1- الأرباح المحتجزة:** وهي عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح التي حققتها الشركة نتيجة ممارسة نشاطها-في السنة الجارية و/أو السنوات السابقة- ولم يدفع إلى المساهمين في شكل توزيعات، والذي يظهر في الميزانية العمومية ضمن عناصر رؤوس الأموال الخاصة. ويرتبط مبلغ الأرباح المحتجزة في الشركة بكل من قدرتها على توليد الأرباح، من جهة وسياسة التوزيع المتبعة لديها والتي هي نتاج سياساتها الاستثمارية والتمويلية أيضاً، من جهة أخرى. وتتراوح سياسات التوزيع في الشركات بين تلك التي تميل إلى توزيع أكبر قدر ممكن من أجل ضمان وفاء المساهمين ودعم سعر السهم في السوق، وتلك التي تتحو في اتجاه احتجاز أكبر قدر ممكن من أجل ضمان تمويل نمو الشركة في كنف الاستقرار وقلّة المخاطر.

<sup>1</sup> - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، 2002، ص 34.

<sup>2</sup> - محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والإستراتيجيات، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر 2011، ص ص 34-35.

بالإضافة إلى ذلك يحقق احتجاز الأرباح مزايا ضريبية بالنسبة للمساهمين الذين يفضلون فوائض القيمة على الأرباح الموزعة، إذ أن الأنظمة الضريبية في أغلب دول العالم تفرض ضرائب اقل على العوائد الرأسمالية للأسهم (فوائض القيمة) ومعدلات أعلى على العوائد الإيرادية (الأرباح الموزعة)\*.

**2- الاهتلاكات:** وتتمثل في تلك الأقساط التي تقطع من قيمة الأصول الثابتة القابلة للإهلاك و تخصم من النتيجة قبل فرض الضريبة، وذلك بهدف استخدامها في تجديد هذه الأصول. وقبل نهاية العمر الإنتاجي لهذه الأصول تبقى هذه الأقساط على مستوى الشركة لكي تستخدم كمصدر من مصادر التمويل، لاسيما بالنسبة للشركات التي تتصف بارتفاع قيمة أصولها الثابتة مثل أغلب الشركات التي تنشط في القطاع الصناعي.

**3- المؤونات:** وهي تلك المخصصات التي تخصص سنوياً من الأرباح المحققة لتغطية الخسائر المحتملة سواء في شكل زيادة في الخصوم أو تدني في قيمة الأصول. وتتعلق هذه الخسائر مثلاً بتناقص قيمة المخزون، عدم القدرة على تحصيل الأموال من العملاء أو إمكانية خسارة أحد القضايا أمام القضاء. لكن تبقى هذه الخسائر احتمالية فقط وتبقى المخصصات الموجهة لمجابهتها على مستوى الشركة لكي تستغل في تمويل مختلف نشاطاتها لتشكل بذلك مصدراً تمويلياً داخلياً.

**4- الاحتياطات:** تتمثل الاحتياطات في مبالغ تقطع من الأرباح، وذلك سواء بصفة إجبارية (الاحتياطات القانونية)، تسمح بها الأنظمة الضريبية (الاحتياطات المنظمة)، كما قد تنص عليها ترتيبات القانون الأساسي (الاحتياطات القانونية الأساسية). تتراكم هذه المبالغ مع مرور السنوات التي تحقق فيها الشركة نتائج إيجابية وتصبح تشكل جزء معتبر من إجمالي رؤوس الأموال الخاصة، يستخدم في التمويل الدائم للشركة.

كما تجدر الإشارة إلى أن التمويل الذاتي ليس مجاني، مثلما يتبادر إلى ذهن الكثيرين، بل له تكلفته وهي تكلفة مرتفعة وتتجاوز تكلفة التمويل بالقروض. فالأقساط المالية المستخدمة في التمويل الذاتي هي في الأخير مملوكة للمساهمين وكثير منهم يودون الحصول عليها من أجل إعادة استثمارها بأنفسهم بمعدلات عائد على الاستثمار مرتفعة. وفي الحالة التي تقرر فيها الشركة الإبقاء على هذه

\* تم إدخال الضريبة على دخل المستثمر في التحليل في مجال هيكل رأس المال لأول مرة من طرف الاقتصادي الأمريكي ميرتون ميلر (Merton Miller)، سنة 1977. ومنذ ذلك الحين انقلبت العديد من المفاهيم، لاسيما في مجال دور الوفورات الضريبية في تحديد هيكل رأس المال. كما يشير واقع أغلب دول العالم إلى وجود انحياز في الأنظمة الضريبية لها في اتجاه تشجيع تفضيل المستثمرين في الأسواق المالية الحصول على الأرباح الرأسمالية على حساب حصولهم على العوائد الإيرادية (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», **Finance d'entreprise**, 5<sup>ème</sup> édition – DALLOZ- Paris 2002, p680).

الأموال على مستواها، يجب أن تقدم لأصحابها عائد مرتفع هو معدل العائد المطلوب على الاستثمار الذي يطالب به المستثمرون في السوق بمناسبة الاكتتاب في الأسهم العادية. ويتم تحديد هذا المعدل باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF.

### المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية.

بعد عدم قدرة المؤسسة على تدبير احتياجاتها من التمويل من المصادر الداخلية، نتيجة ضعف قدرتها الربحية أو قيود أخرى قد تكون مرتبطة بتكلفة المصادر الداخلية أو بقيود أخرى. توجهه اهتمامها نحو مصادر التمويل الداخلية، وهي كمايلي:

**1- الاستدانة: L'endettement** تشكل الديون أحد المصادر الرئيسية التي تلجأ إليها الشركات لسد احتياجاتها من التمويل، لاسيما في الاقتصاديات التي تعرف باقتصاديات الاستدانة *économies d'endettement*، أين تلعب البنوك وباقي المؤسسات المالية دوراً مهماً في تمويل الاقتصاد. وبسبب سيادة ظاهرة العولمة المالية وتعاضم دور الأسواق المالية في تمويل الشركات، أصبح من اللازم التمييز بين كل من:

**1-1- القروض البنكية:** وتحصل عليها الشركة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى مثل شركات التأمين، وغالباً ما تستحق هذه القروض بعد فترة زمنية طويلة . وتتوقف عملية سدادها على ما تم الاتفاق عليه من شروط بين الشركة المقرضة والجهات التي منحت لها الأموال في شكل قروض، لاسيما فيما يخص كل من معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، طريقة السداد و الضمانات المقدمة.

### 1-2- القروض السندية: Les crédits obligataires

في حالة كون المبلغ المفروض اقتراضه كبير إلى حد ما، فإن المؤسسة سوف تواجه صعوبات كبيرة في الحصول على هذا المبلغ من طرف البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وإن تآتى لها ذلك فسوف يكون بمعدل فائدة مرتفع و ضمانات كبيرة، نظرا للمخاطر الكبيرة التي يتحملها المقرض ( البنك، المؤسسة المالية ) وذلك بسبب كبر مبلغ القرض. ومنه تلجأ المؤسسة مباشرة إلى الجمهور عن طريق السوق المالي فنقوم بتقسيم القرض المزمع الحصول عليه إلى وحدات صغيرة القيمة ( 1000 دج مثلا )، وطرحها في السوق المالي للجمهور في شكل صكوك قابلة للتداول (سندات ) للاكتتاب فيها وتقديم السيولة للمؤسسة. ومما زاد أهمية القروض السندية ضمن هيكل قروض الشركات، من جهة. وعلى مستوى الاقتصاد ككل، من جهة أخرى. هو سيادة نمط التمويل المباشر *mode de financement direct*



على حساب نمط التمويل بالوساطة المالية. حيث أصبحت أغلبية الديون طويلة الأجل للشركات، لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية. عبارة عن قروض سنديّة وليس قروض بنكية. ويمثل السند Obligation صك مديونية تصدره الشركات ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية، بمعنى آخر أن السندات تعتبر عقد أو اتفاق بين الشركة (المقترض) والمستثمر (المقرض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم المستثمر بإقراض مبلغ معين إلى الشركة، التي تتعهد بدورها برد أصل القرض والفائدة، في تواريخ متفق عليها<sup>1</sup>. وللسندات قيمة اسمية، سعر إصدار وقيمة سوقية وفي الحالات التي يتم إصدارها بسعر يقل عن القيمة الاسمية يشكل الفرق بين القيمتين ما يعرف بعلاوة الإصدار prime d'émission<sup>2</sup>.

هذا نظراً لطول ميعاد استحقاق السندات، والذي يصل في بعض الحالات إلى 30 سنة<sup>3</sup>، فإن الشركات المصدرة لها تعطي لنفسها الحق في استدعاء هذه السندات إذا ما أصبح هذا الإجراء يتماشى مع الظروف الاقتصادية السائدة. وعادة يتم اللجوء إلى استدعاء السندات في فترات انخفاض أسعار الفائدة. وذلك للاستفادة من مزايا هذا الانخفاض وإعادة إصدار سندات جديدة بمعدلات فائدة منخفضة. وعلى العموم يمكن النظر إلى السندات من خلال الخصائص التالية<sup>4</sup>:

- **معدل الفائدة ( الكوبون )**: والذي عادة ما يكون ثابت كما يمكن أن يكون معدل الفائدة متغير أو قابل للمراجعة؛
- **قيمة اسمية**: وهي ذلك المبلغ الذي تحسب على أساسه الفوائد؛
- **سعر إصدار**: وهو السعر الذي يباع به السند في السوق المالي الأولي لأول مرة، ويمكن أن يكون هذا السعر مطابق للقيمة الاسمية للسند كما قد يكون أقل منه وذلك لزيادة جاذبية السند في السوق؛
- **علاوة إصدار**: وهي الفرق بين القيمة الاسمية للسند وسعر الإصدار في حالة عدم تطابقهما.
- **سعر الاكتتاب**: والذي قد يختلف عن سعر الإصدار.

<sup>1</sup> - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 18.

<sup>2</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur, **Finance d'entreprise**, «Vernimmen», 9<sup>ème</sup> édition, op., cit, p 497.

<sup>3</sup> - سمير محمد عبد العزيز، **التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية**، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر 1997، ص 124.

<sup>4</sup> - Hervé Hutin, **toute la Finance d'entreprise en pratique**, 2<sup>ème</sup> édition, Éditions d'Organisation, paris 2003, p 723 .

ويعتبر لجوء الشركة إلى الاقتراض سواء بطريقة مباشرة (القروض السندية) أو من البنوك والمؤسسات المالية (القروض البنكية) له العديد من المزايا:

❖ **انخفاض تكلفة التمويل:** أصلاً، تتسم القروض بانخفاض تكلفتها مقارنة بتكلفة التمويل برؤوس الأموال الخاصة، إذ مما يتعارف عليه في حقل التمويل أن معدلات الفائدة التي تطالب بها البنوك وحملة السندات منخفضة بشكل كبير مقارنة بمعدل العائد على الاستثمار الذي يطالب به حملة الأسهم العادية مقابل قبولهم للاكتتاب في هذه الأسهم. هذا ناهيك عن استفادة الشركة من مزايا ضريبية من وراء التمويل بالقروض وذلك على العكس من التمويل برؤوس الأموال الخاصة الذي لا تستفيد من وراءه الشركة من أية وفورات ضريبية. إذ أن المصاريف المالية المرتبطة بفوائد القروض تعتبر من المصروفات التي تخصم من النتيجة قبل فرض الضريبة، في حين يحصل حملة الأسهم العادية على أرباحهم الموزعة بعد احتساب الضريبة. وهذا ما يجعل معدل الفائدة الفعلي للقروض أقل بكثير من معدل الفائدة الاسمي الظاهر في عقد الاقتراض، لاسيما في حالات ارتفاع معدلات الضريبة على أرباح الشركات.

❖ **تحسين مردودية الأموال الخاصة:** يصاحب زيادة نسبة الديون في هيكل رأسمال الشركة، حدوث ما يعرف بأثر الرفع المالي *L'effet de levier*، والذي يتمثل في تحسين المردودية المالية للشركة نتيجة استعمال قدر أكبر من مصادر التمويل منخفضة التكلفة (الديون) مكان المصادر مرتفعة التكلفة (رؤوس الأموال الخاصة). وحتى يؤدي استعمال الديون إلى إحداث هذا الأثر الإيجابي ولا يؤدي ذلك إلى إحداث أثر سلبي (اثر المطرقة *L'effet de masse*)، يجب أن تكون المردودية الاقتصادية للشركة أعلى من معدل الفائدة على القروض.

❖ **عدم التدخل في الرقابة على الشركة:** لا يمكن للدائنين ممارسة أي نوع من أنواع الرقابة على قرارات الشركة التي أقرضوها، وذلك مادامت ملتزمة ببنود الاتفاق معهم. وفي حالة عدم التزامها بتعهداتها تجاههم، يحق لهم مباشرة مجموعة من الإجراءات التي قد تنتهي إلى إعلان إفلاس الشركة وتصفيته أو إعادة هيكلتها وتحولهم من دائنين إلى مساهمين.

وهذا لا يعني أن الدائنين لا يحق لهم وضع بعض الشروط لكي تلتزم بها إدارة الشركة التي أقرضوها أموالهم، وذلك من أجل ضمان حصولهم على حقوقهم وكذا عدم قيام الإدارة باستغلالهم لمصلحة حملة الأسهم العادية. ومن جملة هذه الشروط التي يمكن للدائنين تضمينها في عقد القرض نجد مايلي:

✓ التزام الإدارة في الشركة بعدم القيام بأي قرار قد يؤثر سلباً على مصالح الدائنين أو يرفع من مستوى المخاطر التي يتعرضون لها، ومن هذه القرارات التي يمكن أن تؤدي إلى إحداث هذا التأثير وبالتالي فهي تتطلب موافقة مسبقة من الدائنين لدينا قرار شراء أصول استثمارية كبيرة، قرار إجراء توزيعات استثنائية...إلخ.

✓ فرض الدائنين لقاعدة أنا أولاً Me-first rule، التي تعني ضرورة حصول هؤلاء الدائنين المعنيين بالقاعدة على حقوقهم قبل باقي أقرانهم من الدائنين، وبالطبع قبل حملة الأسهم الممتازة وحملة الأسهم العادية.

➤ تحقيق المرونة في الهيكل المالي: على عكس الأسهم العادية التي لا يمكن للشركة إعادة شرائها إلا إذا وافق حاملها على ذلك. تتمتع القروض بميزة مهمة جداً، وتتمثل هذه الميزة في قابلية السندات للاستدعاء وإمكانية تسديد القروض البنكية قبل تاريخ استحقاقها. وتسمح هذه الميزة للشركة المقترضة بتحقيق مرونة في هيكلها المالي، وذلك بما يسمح لها بالاستفادة من التغيرات في أسعار الفائدة من خلال التخلص من القروض مرتفعة التكلفة وإعادة الاتفاق على قروض بمعدلات أقل.

هذا ولا يفوتنا الإشارة إلى أن الشركات ليس حرة تماماً في اللجوء إلى الاستدانة، بل هي مقيدة ولا يمكن لها الاستمرار في الاستفادة من هذا المصدر التمويلي المنخفض التكلفة، فهناك آثار سلبية لإفراط الشركة في الاستدانة، تتمثل في ظهور كل من تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة للقروض وذلك عندما تتجاوز الشركة مستويات معينة من الاقتراض. وإذا كانت تكاليف الوكالة للقروض من الصعب جداً تكميمها، فهناك العديد من الدراسات التي توصلت إلى تقدير تكلفة الإفلاس، وأهمها تلك التي قام بها كل من وارنر Warner، ستانلي Stanley وجيرث Girth، حيث توصل هؤلاء الباحثين إلى تقدير تكلفة الإفلاس في مانسبته من 03 إلى 15% من القيمة الإجمالية للشركة<sup>1</sup>، كما ذهبت دراسات أخرى أبعد من ذلك، حيث قام روادها بالمقارنة بين تكلفة الإفلاس والوفورات الضريبية وتم التوصل إلى أن الآثار السلبية للاقتراض المتمثلة في تكلفة الإفلاس تتكافأ، عند مستوى اقتراض معين، مع الآثار الإيجابية له و المتمثلة في الوفورات الضريبية.

<sup>1</sup>- Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», 5<sup>eme</sup> edition, op., cit, 2002, p 1001.

**2- رفع رأس المال :**

يشكل رفع رأس المال واحد من أهم مصادر التمويل برؤوس الأموال الخاصة، التي تلجأ إليها الشركات من أجل سد احتياجاتها من التمويل طويل الأجل، ولاسيما تلك التي تمتاز بأفاق نمو واعدة، من جهة والتشبع بالقروض، من جهة أخرى.

**2-1- أشكال رفع رأس المال في الشركة:**

على العموم هناك أربع طرق للقيام بعملية رفع رأس المال وهي كمايلي:

**2-1-1- عن طريق الحصاص العينية :**

و ذلك من خلال قيام أحد المساهمين - القدامى أو الجدد- بجلب أصل ثابت عيني (آلة، مبني، قطعة أرض... إلخ) ووضعه تحت تصرف المؤسسة . بحيث تزيد الأصول بقيمة هذا الأصل، ونفس الشيء بالنسبة للأموال الخاصة التي ترتفع بنفس القيمة. هذه الحصة العينية المقدمة من طرف الملاك يمكن أن تؤدي إلى ازدياد الاحتياجات من رأس المال العامل، مما يتطلب رفع رأس المال بحصة نقدية لتغطية هذه الاحتياجات إلى رأس المال لعامل. وغالباً ما يتم اللجوء إلى هذه التقنية من طرف الشركات التي تود إقتناء حصص في شركات أخرى دون المساس بالنقدية على مستواها.<sup>1</sup>

**2-1-2- عن طريق تحويل الديون:**

ويتم اللجوء إلى هذه الطريقة في حالة محاولة المؤسسة التي تواجه صعوبات مالية تجنب التصفية والحل، وذلك من خلال قبول الدائنين بتحويل حقوقهم على الشركة إلى رؤوس أموال خاصة، أي التخلي عن صفة الدائنين والتحول إلى مساهمين. وهذه الطريقة لا يترتب عليها أي تدفقات سواء أكانت نقدية أو حقيقية ولا تؤثر على جانب الأصول في ميزانية الشركة المعنية ويقتصر أثرها على إعادة تقدير عنصري رؤوس الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل ضمن الخصوم. كما أن عملية تحويل الديون إلى رؤوس أموال خاصة يجب أن تُسبق بعملية إصدار لسندات قابل للتحويل إلى أسهم.<sup>2</sup>

وعادة ما يقبل الدائنين بهذا التحويل بسبب الصعوبات المالية التي تمر بها الشركة المصدرة للسندات التي يحملونها أو التي تعاقدت على القروض التي منحوها، حيث تتوفر لهم معلومات مفادها أن التسوية القضائية لوضع الشركة وإعلان توقفها عن السداد، لن يترتب عنها حصولهم سوى على جزء

<sup>1</sup> - Hervé Hutin, op., cit, p. 707.

<sup>2</sup> - ibid, p.708.

يسير من حقوقهم من وراء تصفية أصولها، إذ غالباً ما ينظر إلى أصول الشركات التي يشهر إفلاسها بأنها أقل كفاءة وتقيم بأقل بكثير من قيمتها الحقيقية، وهي بذلك لا تكفي لتغطية إجمالي حقوق الدائنين. لكن وعلى الرغم من المزايا التي تجنيها الشركة من وراء قبول الدائنين بالتنازل عن قروضهم وفوائدها المستحقة والتحول إلى مساهمين ليس لهم الحق في المطالبة باسترداد أموالهم ولا المطالبة بالحصول على توزيعات الأرباح حتى وإن تحققت هذه الأخيرة، هذا ناهيك عن إنقاذها من الإفلاس والتصفية، وهو الأمر الذي يمكن أن ينجر عنه عدم كفاية أموال التصفية لتسديد أموال الدائنين مما بالك بحصول المساهمين على استثماراتهم. إلا أن ذلك ليس بدون مقابل، إذ يترتب على تطبيق هذه الصيغة في رفع رأسمال الشركة وتجنب الإفلاس والتصفية، دخول مساهمين جدد في رأسمال الشركة يتمتعون بنفس الحقوق والواجبات على قدم المساواة مع قداماء المساهمين، وهذا يعني تراجع نسبة ملكية هذه الفئة الأخيرة في رأس المال وكذلك تراجع وزنها التصويتي ومن تم فقدانها السيطرة والتحكم في مقدراتها.

### 2-1-3- عن طريق دمج الاحتياطات وعلاوات الإصدار:

هذه الطريقة في رفع رأسمال الشركة تنطوي فقط على عملية دمج للاحتياطات وعلاوات الإصدار في رأس المال، أي تغيير تركيبة رؤوس الأموال الخاصة دون أن يؤدي ذلك إلى الزيادة فيها. ويكون ذلك من خلال تطبيق إحدى الصيغتين التاليتين<sup>1</sup>:

- إصدار أسهم وتوزيعها مجاناً على قدامى المساهمين في الشركة؛

- رفع القيمة الاسمية لأسهم الشركة؛

ومن الملاحظ أن كلا الصيغتين لا يؤديان إلى التغيير في نسبة الأسهم المملوكة لكل مساهم وحقوق التصويت التي يحوز عليها، وبالتالي فإن هذه الطريقة تعتبر حيادية في التأثير على هيكل ملكية الشركة وجغرافية رأسمالها. فالصيغة الأولى المتمثلة في إصدار أسهم عادية جديدة وتوزيعها مجاناً على قدامى المساهمين سوف يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم التي يمتلكونها وحقوق التصويت التي يحوزونها بنفس النسبة وبالتالي بقاء التوازنات على حالها كما كانت عليه قبل العملية. أما الصيغة الثانية، فهي لا تؤدي إلى إصدار أسهم عادية جديدة، بل يترتب عنها ارتفاع في القيمة الاسمية لكافة الأسهم العادية بنفس القيمة.

<sup>1</sup> - ibid, p.709.

وعلى النقيض من ذلك يؤثر استعمال هذه الطريقة في رفع رأسمال الشركة على سياسة التوزيع لديها. فمن جهة يؤدي استخدام الصيغة الأولى أو الثانية إلى زيادة عدد الأسهم المشكلة لرأس المال الشركة أو وزيادة قيمتها الاسمية. ومن جهة أخرى تفرض القوانين الأساسية للشركات على إدارتها ضرورة احترام بعض المعايير فيما يخص سياسة التوزيع، ومن بين هذه المعايير ضرورة أن لا يقل مبلغ الأرباح الموزعة عن نسبة معينة من مبلغ رأس المال<sup>1</sup>، وهو ما قد يصطدم بضعف القدرة الربحية للشركة أو بسياسات التوزيع والاستثمار والتمويل لديها.

#### 2-1-4- عن طريق الحصص النقدية:

وهو قرار تتخذه الجمعية العمومية الاستثنائية للمساهمين، يتطلب إصدار أسهم عادية جديدة تطرح في السوق المالي، بسعر إصدار تابع لكل من القيمة السوقية والقيمة الاسمية للأسهم القديمة، أي لا يجب أن يقل سعر إصدار السهم الجديد عن القيمة الاسمية للأسهم القديمة ولا يجب أن يتعدى سعر القيمة السوقية لها<sup>2</sup>.

#### 2-1-4-1- خصوصية قرار التمويل من خلال العرض العام للادخار:

يعتبر قرار إصدار أسهم عادية جديدة وطرحها للتداول في السوق من أخطر القرارات التي تتخذ في المؤسسة الاقتصادية، وذلك لما قد يترتب عنه من آثار مرتبطة بدخول مساهمين (شركاء) جدد يشاركون في السلطة، الرقابة والعوائد على قدم المساواة مع قدامى المساهمين، لاسيما في حالة عدم قيام هذه الفئة بالاكتتاب في الإصدار الجديد بنفس نسبة ملكيتهم في رأس مال المؤسسة قبل الإصدار. وهذا يعني قيامهم ببيع حصص في مؤسستهم وما يرتبط بها من حقوق مالية (ربح السهم) وحقوق أخرى (الحق في التصويت و الحق في المعلومة)<sup>3</sup>. في حين في الصيغ الأخرى لرفع رأس المال سواء من خلال حصة عينية أو بدمج الاحتياطات لا يواجه قدامى المساهمين هذه الآثار غير المرغوبة، لأن الأمر يتم على مستوى المؤسسة ومن خلال معالجات محاسبية داخلية فيها وبعيداً عن وقوعها تحت منطلق سوق رأس المال.

<sup>1</sup> - idem.

<sup>2</sup> - سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال للشركات، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان 2004، ص 284.

<sup>3</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», Finance d'entreprise, 9<sup>eme</sup> édition, op., cit, pp. 903-904.

كذلك في حالة تعاقد المؤسسة على قرض بنكي أو سندي لا يواجه قدامى المساهمين إشكالية دخول مساهمين جدد، ومن ثم سوف لن يواجهوا خطر فقدان السيطرة على المؤسسة ولا خطر تراجع نصيبهم من الأرباح، إلا في حالة عدم قدرة المؤسسة على سداد أصل القروض والفوائد.

## 2-1-4-2- رفع رأس المال من خلال إصدار أسهم عادية جديدة في ميزان نظريات المنظمة:

حسب نظرية الوكالة agency theory يؤدي رفع رأسمال الشركة من خلال طرح أسهم عادية جديدة إلى التقليل من تضارب المصالح بين المساهمين والدائنين، حيث تزداد ثروة الدائنين نظير انخفاض المخاطر التي يواجهونها، وذلك نظراً للعلاقة العكسية بين قيمة سنداتهم وقروضهم ومستوى المخاطر الذي يواجهونه. كذلك هذه العملية التي تستوجب نشر مجموعة من المعلومات المحاسبية والمالية، كأحدى متطلبات هيئات الإشراف والرقابة على البورصات، تساهم في تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات asymmetric information بين الإدارة والمساهمين الخارجيين.

هذا وترى نظرية الإشارة signal theory ، أنه وفي حين يعتبر اللجوء إلى الاقتراض إشارة إيجابية حول مستقبل وأفاق الشركة<sup>1</sup>. يعتبر اللجوء إلى رفع رأس المال من خلال طرح أسهم عادية جديدة للتداول إشارة سلبية، لاسيما في ظل سيادة حالة عدم تماثل المعلومات واعتقاد المستثمرين في الأسواق أن الإدارة في الشركة تسعى لخدمة مصالح قدامى المساهمين على حسابهم، مما يجعلهم يفكرون بأن عملية طرح الأسهم الجديدة للتداول ما هي إلى عبارة عن محاولة لاستغلالهم لمصلحة قدامى المساهمين، فتتكون لديهم تنبؤات بأن أسعار الأسهم مغالٍ فيها وأن تدفقات الخزينة المستقبلية في المؤسسة سوف تكون أقل من تقديرات السوق<sup>2</sup>. وحتى يتم تجاوز هذا الإشكال، دأبت الشركات على إصدار الأسهم العادية بأسعار أقل من القيمة السوقية السائدة في تاريخ الإصدار، وذلك من أجل تشجيع المستثمرين على الاكتتاب في الإصدار الجديد وأن الإدارة فيها لا تهدف إلى استغلالهم لمصلحة المساهمين القدامى. وفي هذا الصدد يعتبر قرار تحديد مبلغ علاوة الإصدار prime d'émission من القرارات المهمة الهادفة إلى إنجاز عملية الإصدار دون إحداث تأثير كبير على ثروة قدامى المساهمين.

## 2-1-4-3- رفع رأس المال بحصة نقدية ومخاطر التميع:

نظراً لارتفاع عدد الأسهم المكونة لقاعدة الملكية في الشركة بعد عملية رفع رأس المال من خلال طرح أسهم عادية جديدة للتداول، وفي حالة عدم قيام قدامى المساهمين بالاكتتاب في الإصدار الجديد على

<sup>1</sup> - ibid, pp. 801-802.

<sup>2</sup> - ibid, pp. 905-907.

الأقل بنفس نسبة ملكيتهم في رأس مال الشركة قبل الإصدار، فإنهم سوف يفقدون سيطرتهم على المؤسسة. كما يمكن أن يتراجع نصيبهم من الربح عن كل سهم (Earning Per Share (EPS) وذلك في حالة كون معدل العائد المحقق من أموال الإصدار الجديد أقل من معدل العائد قبل الإصدار. وهاتان الظاهرتان يمكن توضيحهما كما يلي:

### 2-1-3-4-1-1- Risques de Dilution de Pouvoir: مخاطر تمييع الرقابة:

وهي عبارة عن مخاطر تراجع تمثيل المساهم (نسبة حقوق التصويت) في الجمعية العمومية للمساهمين ومجلس الإدارة التي يمكن أن يتعرض لها المساهم في رأسمال شركة ما إذا لم يتم بالاكنتاب في الإصدار الجديد بنفس نسبة ملكيته في رأس مال الشركة قبل الإصدار. بحيث لا تؤثر هذه العملية على دخول وخروج الأموال بالنسبة للمساهم القديم<sup>1</sup>.

في حالة غياب الحقوق التفضيلية للاكنتاب، يتم حساب خطر الإغراق بناء على أساسين:  
أ- على أساس السهم:

$$\text{خطر تمييع الرقابة} = \frac{ن}{ن + ن}$$

ن، تمثل عدد الأسهم الجديدة.

ن، تمثل عدد الأسهم القديمة.

ب- على أساس إجمالي رؤوس الأموال الخاصة:  $\frac{\text{حصيلة الإصدار}}{\text{حصيلة الإصدار} + \text{قيمة رؤوس الأموال الخاصة قبل الإصدار}}$

### 2-2-3-4-1-2- Risques de Dilution de Bénéfices par Action (BPA): مخاطر تمييع الأرباح الموزعة:

على الرغم من أن المبالغ المحصلة في إطار الإصدار الجديد، من المفروض أن توجه للدخول في استثمارات جديدة أو تنمية القائم منها، مما يعني زيادة القدرة الربحية للمؤسسة، إلا أنه في المدى القصير يتم تسجيل تراجع في نصيب السهم من الأرباح وذلك بسبب زيادة عدد الأسهم الممثلة لحقوق الملكية. وهناك العديد من الطرق لقياس هذا النوع من مخاطر الإغراق<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> - ibid pp. 908.

<sup>2</sup> - Mahfoud Djebbar , (2016), « Dilution Effect in Islamic Finance: The case of convertible sukuk », Multidisciplinary Conference, University of London, November 8-11,.



أ- التمييع الظاهر **dilution apparente**: ويهتم بعدد الأسهم المصدرة في إطار عملية رفع رأس المال،

$$\frac{ن}{ن + ن}$$

ويحسب من خلال العلاقة

ب- التمييع الحقيقي **dilution réelle**: وبأخذ بعين الاعتبار إضافة إلى عدد الأسهم القديمة والجديدة، سعر

$$\frac{ن س 1}{(ن س 0 + ن س 1)}$$

كل منهما، ويقاس بناء على العلاقة التالية

ج- التمييع التقني **dilution technique**: ويتم حسابه من خلال قسمة سعر السهم بعد عملية الإصدار على

$$\frac{س 1}{س 0}$$

سعره قبل العملية كما يلي:

هذا وتشير الدراسات الحديثة إلى أن استخدام مؤشر الربح الموزع للسهم (BPA)، لقياس تأثيرات عملية رفع رأس المال الشركة بحصة نقدية على خلق أو تدمير الثروة فيها، يرتبط بصورة أساسية بمؤشرات أخرى هي:

✓ نسبة سعر السهم إلى ربحيته (PER : Price Earning Ratio)؛

✓ معدل المردودية للاستثمارات الممولة باستخدام الأموال التي تم جمعها في إطار عملية رفع رأس المال؛

وعلى العموم لدينا مايلي<sup>1</sup>:

✓ عملية رفع رأس المال الشركة تؤدي إلى تمييع الربح الموزع للسهم **dilution de BPA**، إذا

كان مقلوب سعر السهم إلى ربحيته (1/PER) أعلى من معدل المردودية الاقتصادية للاستثمارات الممولة بالأموال المحصلة من عملية رفع رأس المال؛

✓ عملية رفع رأس المال الشركة حيادية التأثير على الربح الموزع للسهم، إذا كان مقلوب سعر السهم إلى ربحيته (1/PER) مساوي لمعدل المردودية الاقتصادية للاستثمارات الممولة بالأموال المحصلة من عملية رفع رأس المال؛

✓ عملية رفع رأس المال الشركة تؤدي إلى تثمين الربح الموزع للسهم **reduction de BPA**، إذا

كان مقلوب سعر السهم إلى ربحيته (1/PER) أقل من معدل المردودية الاقتصادية للاستثمارات الممولة بالأموال المحصلة من عملية رفع رأس المال؛

<sup>1</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», **Finance d'entreprise**, 9<sup>ème</sup> édition, op., cit, pp. pp 910-911.

كما تم إثبات أن تمييع الأرباح الموزعة الذي يمكن أن يصاحب عملية رفع رأسمال بحصة نقدية وبدون استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب، يحسب كمايلي:

$$\text{Variation BPA} = \text{PER} \times \frac{\text{VCE}}{\text{VCPAE}} \times \left( \text{TPAI} - \frac{1}{\text{PER}} \right)$$

حيث أن:

\_ VCE : تمثل قيمة الأموال المحصلة من الإصدار؛

\_ VCPAE : قيمة رؤوس الأموال الخاصة للشركة بعد الإصدار؛

\_ TPAI : معدل التوظيف بعد فرض الضريبة؛

## 2-2- مفهوم وخصائص الأسهم العادية:

السهم العادية عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، تمثل صكوك ملكية، لها قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية، وكذلك قيمة تصفوية. ويمثل هذا النوع من الأسهم مقدار المساهمة في رأسمال شركة المساهمة. قد يكون السهم لحامله au porteur، بمعنى أن الشركة المصدرة لا تعرف من يحوز على السهم في لحظة معينة ويتم تداوله بكل حرية بين المتعاملين ودون المرور بإدارة الشركة المصدرة. كما قد يكون السهم اسمياً، أي يحمل اسم مالكة nominatif، حيث يكون هذا الأخير معروف لإدارة الشركة، لاسيما في تلك الشركات التي يهتمها معرفة من يحوز أسهمها وذلك لأسباب متعلقة بالرقابة والتحكم في هيكل ملكيتها<sup>1</sup>. كما قد تكون الأسهم محررة بالكامل أو جزئياً، أي دفع تمنها كاملاً أو جزء منه فقط في تاريخ الإصدار<sup>2</sup>. ولهذه الأسهم العادية خصائص عديدة نذكر منها مايلي:

**2-2-1- محدودية عدد أسهم الشركة:** عدد الأسهم العادية للشركة، معيار مهم جداً ويحدد بدقة في إطار القانون الأساسي لها، وهو يمثل أكبر عدد من الأسهم العادية يمكن إصداره دون اللجوء إلى تغيير القانون الأساسي لها. ومن أجل ذلك وبغية تجنب التعقيدات المرتبطة بموافقة الجمعية العمومية الاستثنائية للمساهمين\*، عادة ما تصدر الشركات عدداً من الأسهم العادية أقل من ذلك المحدد في

<sup>1</sup> - محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والإستراتيجيات، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار الهدى، عين مليلة الجزائر،

2011، ص 697.

<sup>2</sup> - Hervé Hutin, op., cit, p 709.

\* يتطلب قرار زيادة عدد الأسهم العادية للشركة (رفع رأسمال الشركة من خلال إصدار أسهم عادية جديدة) ضرورة المصادقة عليه في جمعية عمومية استثنائية للمساهمين، وهو أمر يتطلب بدوره ضرورة موافقة الأغلبية المطلقة للمساهمين ( للمزيد حول الموضوع أنظر Boucobza

قوانينها الأساسية و ذلك حتى تترك مجالاً للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور ومقابلة بعض متطلبات المرتبطة بالصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم.

**2-2-2- المخاطرة:** يواجه حملة الأسهم العادية مقدار من المخاطر يتجاوز بكثير ذلك المستوى من المخاطر الذي يتحملة كل من حملة الأسهم الممتازة والدائنين، فعند تصفية الشركة نجد أن المساهمين العاديين هم آخر من يحق له المطالبة بحقوقه على أصول الشركة. وهذا لكون الجزء من رأسمال الشركة الممول من طرفهم يعتبر هو الضمان العام للدائنين في حالة حدوث خسائر عند تصفية الشركة. وتستخدم نسبة الأموال الخاصة لإجمالي الأصول لتحديد الحد الأدنى الذي يمكن أن تنخفض إليه قيمة الأصول دون أن يسبب ذلك خسارة للدائنين.

**2-2-3- عدم محدودية العمر و الأرباح:** تمثل الأسهم العادية أفساطاً في رأسمال الشركات ذات الأسهم، مقدم من طرف ملاكها (مساهميها)، وذلك بصور دائمة وغير قابلة للرجوع -مادام الشركة مستمرة في النشاط- ولا يحق لحملة هذا النوع من الصكوك المطالبة باسترجاع المبالغ التي دفعوها للشركة في شكل مساهمات، إلا في حالة إعلان إفلاسها والاتجاه نحو تصفيته. في مقابل ذلك يمكن لحملة الأسهم العادية التنازل عن الأسهم التي يحوزونها في السوق الثانوي، إذا كانت الشركة المصدرة لها مسعرة في البورصة أو بيعها لأحد المستثمرين خارج السوق المالي في حالة كون الشركة المصدرة لها غير مسعرة. كما تتمتع الأسهم العادية بخاصية أخرى مهمة جداً، ألا وهي عدم محدودية الأرباح (أو الخسائر)، ف شراء المستثمر لسهم الشركة مبني على نية المشاركة *afectio societatis* في نتائج نشاطها، وهذه النتائج يمكن أن تكون عبارة عن أرباح، خسائر أو تعادل. ولهذا لا يمكن تحديد معدل ربح معين عند الاكتتاب في السهم ولا يعرف حامله مسبقاً مقدار العوائد التي سوف يحصل عليها أو الخسائر التي يمكن أن يتحملها، من وراء استثماره في شراء هذا السهم.

لكن ما هو متعارف عليه، أنه في حالات تحقيق الشركة المصدرة للسهم العادي لأرباح، يحصل حملة الأسهم العادية على عوائد يتجاوز معدلها بصورة محسوسة معدل الفائدة الذي يحصل عليه المقرضين، وذلك من أجل تعويضهم عن المخاطر التي يتحملونها بصفتهم آخر طرف تتحدد عوائده، فضلاً عن كونهم آخر من يطالب بأموال التصفية، ويكون هذا التعويض في شكل علاوة مخاطرة تحسب على أساس المخاطر المنتظمة لنشاط الشركة<sup>1</sup>.

Xavier,( 2003), « la loi de la majorité dans les société de capitaux», revue Mélanges AEDBF- France III :  
(droit bancaire et financier-3<sup>eme</sup> édition - la Revue Banque Editeur- 45-55.

**2-2-4- المسؤولية المحدودة:** على خلاف ما هو عليه الأمر في شركات الأشخاص التي تقوم على الاعتبار الشخصي. تقوم الشركات ذات الأسهم و التي هي عبارة عن شركات أموال على الاعتبار المالي والمسؤولية المحدودة للشركاء (المساهمين)، أي أن مسؤولية كل مساهم تتحدد فقط بمقدار مساهمته في رأسمال الشركة وأن هذا الأخير لا يتحمل مسؤولية تضامنية عن التزامات الشركة، وفي حالة الإفلاس والتصفية لا يعتبر ضامناً لأموال الدائنين إلا في حدود المساهمات التي قدمها ولا تمتد إجراءات التصفية إلى رأسماله الخاص مثلما هو الحال بالنسبة لشركات الأشخاص.

**2-2-5- الحصول على نوعين من الإيرادات:** إذ يحصل المساهمين العاديين في الشركة على إيراداتهم في شكلين مختلفين. فمن جهة تسمح لهم حيازة الأسهم العادية بالحصول على الأرباح الموزعة (عوائد إيرادية) التي عادة ما تتوقف على مقدار الأرباح المحققة من قبل الشركة وعلى النسبة من تلك الأرباح التي تقرر الجمعية العامة للمساهمين ومجلس الإدارة توزيعها. وعليه فهي غير معروفة مسبقاً سواء من حيث المبلغ أو التوقيت\* وتتغير من سنة لأخرى، كما أنها توزع بعد تسديد فوائد الديون والأوراق المالية ذات الدخل الثابت وكذا عوائد الأسهم الممتازة. ومن جهة أخرى قد يحصل حملة الأسهم العادية على أرباح رأسمالية (فوائض قيمة للتنازل)، بمناسبة التخلي عن الأسهم التي يمتلكونها إلى مستثمرين أو مساهمين آخرين. وقد يكون هذا الارتفاع بسبب الارتفاع العام لأسعار الأسهم في السوق أو بسبب تحسن أداء الشركة المصدرة أو السببين معاً<sup>1</sup>.

**2-2-6- حق الشركة في إعادة شراء أسهمها وسحبها من التداول:** يمكن للشركات، في ضل بعض الظروف، إعادة شراء الأسهم التي سبق وأصدرتها من حاملها، وذلك من أجل إبقائها ضمن أصولها أو إلغائها. ويشكل إعادة شراء الأسهم وإلغائها من طرف الشركة المصدرة لها ما يعرف بعملية خفض رأسمال الشركة، الذي هو عبارة عن قرار معاكس لقرار رفع رأسمال الشركة، لاسيما فيما يخص النتائج التي تترتب عنه. هذا وحتى وإن لم يتم إلغاء الأسهم المشتراة، فإن مجرد إعادة شرائها ينظر إليه من طرف المحللين على أنه تخفيض لعدد أسهم الشركة المتداولة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والإستراتيجيات، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره ص 706.

\* لكن هذا لايعني أن نسبة التوزيع هي أيضا غير معروفة دائماً، فالعديد من الشركات وفي ضل متطلبات نظرية الإشارة والمحتوى المعلوماتي لقرار توزيع الأرباح، تحافظ على نسبة توزيع معينة على مدار السنوات، حتى وإن كان هناك تدبب في الأرباح المحققة ( للمزيد حول هذا الموضوع انظر . 9<sup>ème</sup> édition, op., cit, p875 . «Vernimmen»., Finance d'entreprise, Pascal Quiry, Yann Le Fur).

<sup>1</sup> - محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والإستراتيجيات، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص 701.

<sup>2</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», Finance d'entreprise, 9<sup>ème</sup> édition, op., cit, p.889.

**2-3- حقوق حملة الأسهم العادية:**

على اختلاف الدول وتشريعاتها يتمتع حملة الأسهم العادية بالعديد من الحقوق الجماعية والفردية، وتتحدد هذه الحقوق في أي شركة مساهمة بموجب قوانين الشركة المانحة لترخيص تأسيس هذه الشركة وأيضاً بموجب نصوص عقدها التأسيسي الذي توافق عليه الجهة الحكومية المختصة. ومن أهم هذه الحقوق مايلي<sup>1</sup>:

**2-3-1- الحق في الأرباح الموزعة:** يحق للمساهمين بصفتهم ملاك الشركة وأصحاب المصلحة الرئيسية في نشاطها، الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها. ويعتبر هذا الحق احد أهم البواعث على قيام المستثمرين في الأسواق المالية بالدخول كمساهمين في رأسمال الشركات. كما تمتاز هذه الأرباح بأنها غير مضمونة وتتغير حسب النتيجة المحققة من قبل الشركة وسياسة التوزيع المتبعة من طرف إدارتها.

هذا ويمكن تصنيف الأسهم العادية حسب مقدار الأرباح الموزعة التي يحصل عليه حملتها، فهناك أسهم النمو التي تمتاز بضعف الأرباح الموزعة لديها وارتفاع ما يحتجز منها لأغراض إعادة الاستثمار، وبهذا يكون مضاعف السعر PER لها مرتفعاً. وهناك أيضاً أسهم العائد، حيث يستلم حملتها التوزيعات بصورة منتظمة ومرتفعة نسبياً، وفي هذه الحالة تكون الشركة المصدرة بطيئة النمو وذات مضاعف سعر منخفض.

كما تجدر الإشارة أن قوانين الشركات في العديد من الدول تلزم الشركات التي تنشط ضمن إقليمها بالاحتفاظ بنسبة معينة من أرباحها في شكل احتياطي قانوني، ناهيك عن الاحتياطيات المنظمة التي تنشأ بموجب الأنظمة الضريبية.

**2-3-2- حق التصويت:** حملة الأسهم العادية وبصفتهم ملاك الشركة، لهم الحق في أن تكون لهم الكلمة العليا في إدارتها، الإشراف عليها وحوكمتها، وذلك من خلال حيازتهم لحق التصويت الذي يسمح لهم باختيار الإدارة وعزلها والمصادقة على القرارات العادية والمصيرية في الجمعية العمومية للمساهمين. وفي هذا الصدد يعتبر هذا الحق ذو أهمية قصوى بالنسبة لحوكمة الشركة وإدارتها، لاسيما كون العديد من المسائل الهامة تتطلب المرور عبر كل من مجلس الإدارة والجمعية العمومية للمساهمين. ومن هذه المسائل نجد تلك المسائل الإستراتيجية التي تتطلب تعديل دستور الشركة (قانونها الأساسي) مثل قرارات

<sup>1</sup> - محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والإستراتيجيات، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص ص 706-710.

رفع وخفض رأس المال، الاندماج والاستحواذ، الدخول والخروج من البورصة... إلخ، وهي كلها قرارات تتطلب موافقة الجمعية العمومية الاستثنائية للمساهمين بأغلبية تصويت موصوفة (2/3 أو 3/4 الأصوات حسب البلد). كما تتطلب القضايا المرتبطة بالتسيير العادي للشركة من قبيل توزيع الأرباح أو إحتجازها، تعيين محافظ الحسابات وتحديد أتعابه، المصادقة على الحسابات... إلخ، ضرورة المصادقة عليها في جمعية عمومية عادية بأغلبية بسيطة (50%+ صوت).

هذا ويعتبر حق التصويت وسيلة من وسائل السيطرة والرقابة على الشركة، فالكثير من المساهمين في الشركات لاسيما العائليين، الصناعيين والمستثمرين المؤسساتيين أصبحوا يستغلون كتل الأسهم وحقوق التصويت العائدة لهم في هذا الاتجاه. وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الشركات الصغيرة التي تمتاز بقلّة المساهمين وتورطهم في حياة الشركة بشكل أو بآخر، وبالتالي قد يحضرون كلهم أو أغلبهم الجمعيات العامة ويصوتون بشكل عادي. والشركات الكبيرة التي يتوزع رأسمالها على عدد كبير وغير معروف من المساهمين العاديين والذين ينتشرون في مناطق جغرافية متباعدة، وبالتالي يصبح أمر حضورهم الجمعيات العمومية صعباً أو مستحيلاً، مما يجعل السيطرة على شركتهم من طرف كبار المساهمين أو الإدارة أو تحالف مشكل من الاثنين، أمراً سهلاً.

**2-3-3- حق حضور الجمعيات العامة:** يحق لحملة الأسهم العادية حضور اجتماعات الجمعيات العامة العادية والاستثنائية للشركة، حيث تشكل الجمعية العامة أعلى هيئة اجتماعية لاتخاذ القرار في الشركة وذلك لكونها تجمع أغلبية ملاكها في اجتماع واحد من أجل التداول في قضايا التسيير الإستراتيجي لها. كما يحق لحملة الأسهم العادية الإعراض وعدم المصادقة على جميع الأمور التي يرون أنها تصب في غير مصلحتهم، وبإمكانهم أيضا اتخاذ القرارات التي يرونها مناسبة، حتى وإن لم تكن مدرجة في جدول الأعمال.

كما تجدر الإشارة إلى حملة الأسهم العادية الذين لا يودون أو لا يستطيعون حضور أشغال اجتماعات الجمعيات العامة، يمكنهم تفويض مساهمين آخرين Proxy أو تفويض أعضاء مجلس الإدارة للتصويت محلهم .

**2-3-4- حق بيع الأسهم:** في ضل عدم أحقية حملة الأسهم العادية في الشركات ذات الأسهم المطالبة بالأموال التي وضعوها تحت تصرف هذه الشركات في شكل رؤوس أموال خاصة (أموال دائمة)، من جهة. ونظراً للضرورة الملحة لدفع المستثمرين في الأسواق المالية نحو استثمار أموالهم في شراء الأسهم العادية التي تصدرها الشركات وذلك من خلال ضمان سيولة هذه الأسهم وتوفير إمكانية لهؤلاء

المساهمين من أجل تسييل الأسهم التي يمتلكونها والخروج من الشركة، وهو ما يسمح لهم بتثمين أموالهم من خلال توظيفها في أشكال أخرى من الاستثمارات ربما تدر عوائد أعلى وتواجه مخاطر أقل، من جهة أخرى. يمكن للمساهمين العاديين وبكل حرية، نقل ملكية كل أو جزء من الأسهم التي يمتلكونها ببيعها في البورصة إذا كانت الشركة المصدرة لها مسعرة في البورصة، أما في حالة كونها غير مسعرة يمكن له بيع الأسهم بصورة مباشرة بنقل ملكيتها من المساهم القديم إلى المساهم الجديد.

**2-3-5- حق الإطلاع على وثائق الشركة:** يحتاج حملة الأسهم العادية إلى معلومات عديدة حول واقع وأفاق الشركة التي يستثمرون فيها أموالهم، إذ لا يمكنهم اتخاذ قرار شراء أو بيع الأسهم التي يمتلكونها في رأسمالها دون تحليل هذه المعلومات. كما لا يمكنهم تقدير ما إذا كانت إدارة الشركة تبذل مجهودات كافية من أجل تحقيق الهدف الذي فوضوها من أجله. ولذلك يحق لهم الاطلاع على وثائق شركتهم، خاصة الدفاتر المحاسبية، الكشوف المالية وقائمة كبار المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة... إلخ. وفي الحالة التي ترفض فيها الإدارة تسليم هذه المعلومات طواعية إلى المساهمين، يحق لهم اللجوء إلى القضاء من أجل إجبارها على تزويدهم بهذه المعلومات، ومن الأمثلة المشهورة على ذلك ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1966 حينما طلبت شركة Genesco Inc من إدارة شركة Julien Garfinkel & Co تسليمها قائمة المساهمين من أجل شراء الأسهم منهم والسيطرة على الشركة فرفضت هذه الأخيرة، فتقدمت شركة Genesco Inc للعدالة وبعد معارك قضائية دامت مدة طويلة نسبياً، تحصلت هذه الشركة على حق الإطلاع على قائمة المساهمين وعناوينهم<sup>1</sup>.

وبالموازاة مع ذلك هناك إلزام قانوني على الشركات، لاسيما المسعرة منها في سوق مالي منظم، بإمسك دفاتر محاسبية وإعداد كشوف مالية ونشرها للجمهور والأطراف ذوي العلاقة من أجل الإطلاع عليها قبل تاريخ زمني معين، عادة هو 06 أشهر بعد إقفال الحسابات. كما تشجع قوانين الشركات ولوائح أسواق رأس المال، الشركات التجارية على الإفصاح على أكبر قدر من المعلومات المالية وغير المالية، ولهذا دأبت الإدارات في الشركات في السنوات الأخيرة على إعداد تقارير دورية تتضمن الحسابات comptes، تقرير عن التسيير rapport de la gérance، معلومات حول المؤشرات المالية التنبؤية للشركة

<sup>1</sup>- محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والإستراتيجيات، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص 706.

\* تنص قوانين المحاسبة ولوائح سوق رأس المال في الكثير من الدول، على إلزام الشركات بالإفصاح عن حساباتها والمعلومات الأخرى في حدود أفضاها 06 أشهر من تاريخ إقفالها بالنسبة للحسابات الاجتماعية les comptes sociaux، و 09 أشهر بالنسبة للحسابات المدمجة les comptes consolidées

ومعلومات أخرى غير مالية حول المسؤولية الاجتماعية في الشركة ومدى التزامها بالمعايير البيئية. وبالإضافة إلى كل هذا وفي إطار تفعيل الحوكمة على مستواها أصبحت الشركات تفصح عن كبار حملة الأسهم والتغيرات التي تطرأ عن كثر الأسهم التي يمتلكونها وحقوق التصويت التي يتمتعون بها، هوية أعضاء مجلس الإدارة وأعضاء الإدارة التنفيذية والأعباء والأجور التي يحصلون عليها على الترتيب.

**2-3-6- حق الاستفادة من موجودات الشركة بعد تصفيتها: Le boni de liquidation** قد تواجه الشركة مصير التصفية سواء بسبب انتفاء موضوع نشاطها أو نتيجة تعرضها لصعوبات مالية أدت بها إلى العجز عن الوفاء بالتزاماتها تجاه دائئها. وفي كلتا الحالتين يتم إعلان وضعها تحت إجراء التصفية وبيع أصولها واستخدام الحصيلة في تسديد ما عليها من ديون، تم دفع نصيب حملة الأسهم الممتازة وحملة الصكوك الهجينة، ويقسم الباقي -إن وجد- على المساهمين العاديين. وفي الحالة التي تزيد فيها الديون عن الأصول، أي أن الأصول الصافية سلبية فإن حصيلة التصفية لا تكفي لسداد الديون وحدها فما بالك بحقوق حملة الأسهم الممتازة، حملة الصكوك الهجينة وحملة الأسهم العادية. وبالتالي فإن هذا الحق مرتبط بعوامل عدة على رأسها مدى تشبع الشركة بالديون، وقيمة التصفية لأصولها.

**2-3-7- حق أولوية التملك:** تمنح كثير من القوانين وعقود تأسيس الشركات المساهمة لحملة الأسهم العادية حق الأولوية في شراء الأسهم الإضافية الجديدة التي تصدرها الشركة. وتتمثل الغاية من إعطاء هذا الحق لحاملي الأسهم العادية هي حماية حملة الأسهم العادية من احتمال حصول تلاعب لتخفيض سعر سهم الشركة في السوق، فضلاً عن حماية حقهم في الرقابة على الشركة وحوكمتها. فبدون وجود هذا الحق تستطيع إدارة الشركة منع حاملي الأسهم العادية من عزلها عند الضرورة وذلك من خلال تبيع رأس المال العائد للملاك المرجعيين. ويمكن للإدارة عمل ذلك من خلال إصدار عدد كبير من الأسهم العادية الجديدة وشرائها بأسعار منخفضة جداً من أجل امتلاك غالبية الأصوات، وبالتالي السيطرة على الشركة.

#### **2-4- تقنيات رفع رأسمال الشركة بحصص نقدية والحقوق التفضيلية للاكتتاب:**

على العموم ترتبط التقنيات المستعملة وكذلك السعر المحدد لبيع الأسهم العادية المصدرة بصدد عملية رفع رأسمال شركة بحصة نقدية، بمدى تسعيرها في سوق مالي منظم من عدمه ومدى رغبة وقدرة قدامى المساهمين على الاكتتاب في الإصدار الجديد. وفي هذا الشأن تلعب الحقوق التفضيلية للاكتتاب دوراً محورياً في تحقيق أهداف الإصدار وضمان حقوق قدامى المساهمين.



## 2-4-1- مفهوم الحقوق التفضيلية للاكتتاب:

الحق التفضيلي للاكتتاب عبارة عن حق مرتبط بكل سهم قديم، يسمح لحامله بلاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية التي تطرحها الشركة التي يمتلك أسهمها<sup>1</sup>، وهو في جوهره عبارة عن خيار شراء تتمثل ورقته الأصلية في سهم الشركة المصدرة للحق وسعر تنفيذه هو سعر إصدار الأسهم الجديدة، أما فترة التنفيذ فهي مدة عملية رفع رأسمال الشركة من خلال حصص نقدية والتي عادة ما لاتزيد في فرنسا مثلاً عن 14 يوماً ولا تقل عن 05 أيام<sup>2</sup>، وهي فترة قصيرة جداً إذا ما قورنت بالمدة التي تتضمنها خيارات شراء الأسهم الأصلية\*. وهذا ما يجعل القيمة النظرية لهذا الحق مشابهة لقيمة عقد خيار قيمته الزمنية جد ضعيفة، نظير القصر الشديد لفترة حياته.

هذا ويمكن أن تُختزل الحقوق التفضيلية للاكتتاب في مجرد حقوق أولوية<sup>3</sup> droit de priorité، وذلك في الحالة التي يتساوى فيها سعر إصدار السهم مع قيمته السوقية، إذ تصبح قيمته البيعية شبه معدومة. أما في الحالة التي تصبح فيها القيمة السوقية للسهم أقل من سعر الإصدار، فيتخلى قداماء المساهمين عن تنفيذ الحقوق التي منحت لهم من طرف الشركة ولا يجدون أي مستثمر يقبل بشرائها، وبالتالي يؤدي ذلك إلى فشل الإصدار.

## 2-4-2- القيمة النظرية (الرياضية) للحقوق التفضيلية للاكتتاب:

ترتبط الحقوق التفضيلية للاكتتاب بحق الأولوية في التملك، الذي يتمتع به المساهمين في الشركات ذات الأسهم، حيث يحصل كل مساهم على عدد من الحقوق بمناسبة الإصدار الجديد، يساوي عدد الأسهم التي يمتلكها في رأسمال الشركة قبل الإصدار. وفي ضل ما جرت عليه العادة من أن الإصدار الجديد يمثل نسبة معينة (10% مثلاً) من عدد أسهم الشركة قبل الإصدار، فإن الحقوق التفضيلية للاكتتاب توزع على قداماء المساهمين من خلال قسمة عدد الأسهم القديمة على عدد الأسهم الجديدة وضربها في عدد الأسهم التي يمتلكها كل مساهم.

ونظراً لكون أحد الأهداف الأساسية لإصدار هذه الحقوق ومنحها لقداماء المساهمين لتعويضهم عن الثروة التي يفقدونها بسبب وجوب تسعير الأسهم الجديدة بسعر إصدار يقل بصفة محسوسة عن القيمة السوقية لسهم الشركة في السوق. يجب أن تسمح هذه الحقوق بتساوي وضع المساهم القديم الذي

<sup>1</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», **Finance d'entreprise**, 9<sup>ème</sup> édition, op., cit, p628 .

<sup>2</sup> - ibid, p.629 .

\* في الغالب يصل سعر تاريخ تنفيذ (مدة التنفيذ بالنسبة للخيارات الامريكية) إلى 03 أو 05 سنوات.

<sup>3</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», **Finance d'entreprise**, 9<sup>ème</sup> édition, op., cit, p628 .

حافظ على أسهمه القديمة وباع حقوق الاكتتاب التي حصل عليها مجاناً، مع وضع المساهم الجديد الذي أشتري عدد من الحقوق التفضيلية وأستخدمها في شراء الأسهم المصدرة حديثاً بسعر إصدار يقل عن القيمة السوقية للسهم. ومنه يمكن وضع المساواة الموضحة أسفله، وذلك على أساس أن نسبة الأسهم الجديدة المصدرة تمثل 10% من عدد الأسهم قبل الإصدار<sup>1</sup>:

سعر السهم قبل عملية الإصدار \_ حق تفضيلي واحد = سعر الإصدار + 10 حقوق تفضيلية للاكتتاب وبالتالي فإن القيمة النظرية للحق التفضيلي للاكتتاب، تحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{حق تفضيلي للاكتتاب} = \frac{\text{قيمة السهم القديم} - \text{سعر الإصدار}}{1 + \frac{\text{عدد الأسهم القديمة}}{\text{عدد الأسهم الجديدة}}}$$

### 2-4-3- كيفيات رفع رأس المال بحصة نقدية في شركة مسعرة:

عادة تقوم الإدارة في الشركة وبناء على التقديرات والتوقعات التي قامت بها فيما يخص مدى إمكانية إقبال قدامى المساهمين على اقتناء الأسهم التي سوف يتم إصدارها في إطار عملية رفع رأس المال، باتخاذ قرار استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب في الإصدار الجديد من عدمه (DPS)، وكذلك ما إذا كان سعر الإصدار قريب جداً من السعر السوقي للسهم أم لا. وفي هذا الصدد تميز بين مايلي:

- في الحالة التي تشير فيها التوقعات إلى إقبال قدامى المساهمين بقوة على الاكتتاب في الأسهم التي سوف يتم إصدارها، وأن دخول مساهمين جدد أمر غير مرغوب فيه وليس ضرورياً، فإنه يتم استخدام تقنية الحقوق التفضيلية للاكتتاب (DPS) التي تساعد - فيما إذا تم تنفيذها - في حماية قدامى المساهمين من مخاطر تمييع رأس المال و مخاطر تمييع أرباح السهم. كذلك وبسبب الخوف من فشل عملية تصريف الإصدار وانخفاض سعر السهم في السوق، يتم تحديد سعر إصدار منخفض ويتم الإعلان عنه مسبقاً. كما أن العملية في هذه الحالة تدوم لأيام عديدة من أجل ضمان تصريف الإصدار بالكامل.

<sup>1</sup> -ibid., p.628.



الجدول رقم (1-4): معالم ومؤشرات اختيار كفيات وتقنيات رفع رأس المال في الشركة.

شركة غير مسعرة	شركة مسعرة	طبيعة المكتتبين في الإصدار
<p>استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب وسعر إصدار منخفض في حالة رغبة قدمات المساهمين في الحصول على السيولة.</p> <p>استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب أو لا وسعر إصدار قريب سعر السوق في حالة عدم رغبة قدمات المساهمين في الحصول على السيولة.</p>	<p>استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب؛</p> <p>تحديد سعر إصدار منخفض مقارنة بسعر السوق للسهم؛</p>	المساهمين الحاليين
<p>استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب وتحديد سعر إصدار منخفض بصورة معتبرة مقارنة، وذلك في حالة رغبة قدمات المساهمين في الحصول على السيولة.</p> <p>القيام بعملية رفع رأس المال لفائدة جهات معينة في حالة عدم رغبة قدمات المساهمين في الحصول على السيولة</p>	<p>إصدار بدون حقوق التفضيلية للاكتتاب وسعر إصدار قريب من السعر السوقي للسهم. وفي بعض الحالات الخاصة يتم القيام بعملية رفع رأس المال لفائدة جهات معينة.</p>	مستثمرين جدد

المصدر: Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», Finance d'entreprise, 9<sup>eme</sup> édition – DALLOZ- Paris 2011, p 626.

#### 2-4-5- مزايا استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب في التمويل الجديد:

تمنح الحقوق التفضيلية للاكتتاب لحاملها من قدمات المساهمين كل من حق أولوية التملك من خلال تنفيذها و حق الاستفاداة من عائد نقدي في حالة بيعها في السوق المالي. حيث يسمح لهم الحق الأول بالمحافظة على حصصهم النسبية في أرباح الشركة والتحكم فيها، في حين يمكنهم الحق الثاني من الحصول على تعويض نقدي عن انتقال ثروتهم إلى المساهمين الجدد، بمناسبة الإصدار الجديد. وهذه التقنية بدورها تفيد الشركة أيضاً لأنها عندما تعرض الإصدارات الجديدة على مساهميها الحاليين عن طريق الحقوق التفضيلية للاكتتاب، فإنها تزيد من احتمال إقبال هؤلاء المساهمين على شراء الأسهم

الجديدة دون قيام الشركة بمجهودات تسويقية كبيرة. كما أن استعمال هذه الحقوق يسهل على الشركة المصدرة الحصول على ضمان الاكتتاب في الأسهم المطروحة للبيع، من طرف بنوك الاستثمار. ولا يتوقف الأمر عند هذا الحد، بل يؤدي استخدام هذه الحقوق إلى تخفيض تكلفة الإصدار لاسيما فيما يخص عمولة ضمان التصريف الكامل التي تمنح لبنك أو بنوك الاستثمار التي تتعهد بضمان تصريف الإصدار بالكامل أو شراء الأسهم المتبقية في حالة عدم تمكنها من تصريفه بالكامل<sup>1</sup>.

وفي الدول التي تسمح ببيع الأوراق المالية هن طريق الائتمان، يستطيع مساهمو الشركة الحاليين أن يشتروا الأسهم الإضافية المعروضة باستخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب، عن طريق الاقتراض. وتكون نسبة القسط النقدي اللازمة عند شراء الأسهم الجديدة (من خلال ممارسة حقوق الاكتتاب) أقل بكثير من نسبة القسط النقدي المفروضة في باقي الأوراق المالية<sup>2</sup>.

كما تجدر الإشارة أيضاً إلى أن إقران الأسهم العادية المصدرة بالحقوق التفضيلية للاكتتاب يعتبر إشارة إيجابية عن أفق مالي واعد بالنسبة للشركة، فالمستثمرين في الأسواق ينظرون إلى ذلك على أنه رغبة من طرف المساهمين الحاليين في شراء الإصدار الجديد ومن تم يعتبر ذلك إشارة مالية بأن سعر الإصدار موات وأن القيمة السوقية للسهم غير مغال فيها.

وبوجه عام، نجد أن إصدارات الأسهم العادية الجديدة المقرونة بحقوق الاكتتاب مرغوبة جداً من المساهمين والمستثمرين في السوق. ولهذا تعتبر هذه الطريقة أحد طرق التمويل المغرية والمستعملة بكثرة من طرف الشركات.

#### 2-4-6- استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب وسعر إصدار السهم:

لقد أثبتت الأبحاث والدراسات العلمية بأن نسبة الحقوق التفضيلية للاكتتاب التي يهمل المساهمون ممارستها أو بيعها قليلة جداً وفي حدود 1,5% من إجمالي الحقوق التفضيلية التي تمنحها الشركة لمساهميها<sup>3</sup>، مما يعني أن لجوء إدارة الشركة إلى استخدام هذه التقنية في عملية رفع رأسمال الشركة بحصة نقدية سوف يكون ذو تأثير كبير على كل من سعر إصدار السهم الجديد والسعر السوقي للسهم القديم. في هذا الصدد تشير المعطيات المأخوذة من واقع ما يحدث في الأسواق المالية بأن الخصم *décote* في أسعار الأسهم الجديدة يتراوح على العموم بين 15 و 30 %، كما وصل في سنة 2009 إلى

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص ص 38-40.

<sup>2</sup> - سمير محمد عبد العزيز، المرجع السابق، ص 44.

<sup>3</sup> - سمير محمد عبد العزيز، المرجع السابق، ص 42.

مستويات قياسية تراوحت بين 40 و 50%<sup>1</sup>. و أن بنوك الاستثمار التي تتعهد عمليات رفع رأس المال من خلال إصدار أسهم عادية جديدة وطرحها في السوق، لا تقبل بضمان تصريف الأسهم التي يتم إصدارها بسعر يقترب من سعرها السوقي وذلك بسبب ارتفاع مخاطر انخفاض أسعار هذه الأسهم.

هذا وتكمن أهمية استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب، فبالإضافة إلى تجنب قدمات المساهمين مخاطر تمييع رأس المال ومخاطر تمييع ربح السهم، التي تنتج عن دخول مساهمين جدد في رأسمال الشركة، فهي تقدم حلاً خلافاً لإشكالية الانتقال المعتبر في الثروة من المساهمين القدامى إلى الجدد، الذي يمكن أن يحدث نتيجة الخصومات الكبيرة على أسعار الأسهم الجديدة من جهة، وعدم تمكن أو عدم رغبة قدمات المساهمين في الاكتتاب في الإصدار الجديد بالكامل وبنفس نسبة ملكيتهم في رأسمال الشركة قبل الإصدار، من جهة أخرى. حيث تمتاز هذه الحقوق بإمكانية فصلها عن الورقة المالية الأصلية (السهم العادي)، كما تتداول بكل حرية في السوق المالي، مما يسمح لحملتها من قدمات المساهمين بالقيام ببيعها والحصول على تعويض نظير فقدانهم للثروة بمناسبة الخصومات الكبيرة التي استفاد منها المساهمين الجدد، وبالتالي تصبح عملية رفع رأسمال الشركة حيادية من حيث المساس بثروة قدمات المساهمين.

وعلى النقيض من كل ذلك، ففي إطار عمليات رفع رأسمال الشركة بحصة نقدية دون اللجوء إلى استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب، يتم تحديد سعر إصدار يتضمن خصم ضعيف يتراوح بين 03 و 05%<sup>2</sup>، بحيث يكون هذا السعر قريب جداً من سعر سهم الشركة في السوق، و ذلك بما لا يسمح بحدوث انتقال معتبر في الثروة من قدمات المساهمين إلى المساهمين الجدد، بمناسبة عملية رفع رأس المال، مادام أن أغلب الأسهم الجديدة من المحتمل أن يتم شرائها من طرف مساهمين جدد.

#### 2-4-7- استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب و السعر السوقي للسهم:

عادة ما تؤدي الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية إلى انخفاض السعر السوقي لهذه الأسهم، وقد يقف وراء هذا الاتجاه النزولي للأسعار العديد من العوامل منها، آلية العرض والطلب، المحتوى المعلوماتي لقرار الإصدار والإشارات المالية التي يرسلها هذا القرار إلى السوق، الخصم الذي يطبق على أسعار الأسهم الجديدة المصدرة... إلخ. لكن من الأمور التي تساعد على التقليل من حدة هذا الانخفاض في الأسعار، نجد استعمال الحقوق التفضيلية للاكتتاب، حيث يقدم إقران هذه الحقوق بالأسهم العادية الجديدة ضمانات كافية للمستثمرين في الأسواق بأن عملية رفع رأس المال بحصة نقدية ليس نتاج

<sup>1</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», **Finance d'entreprise**, 9<sup>ème</sup> édition, op., cit, p 626 .

<sup>2</sup> - ibid, p 630 .

صعوبات مالية تعيشها الشركة ولا رغبة من الإدارة في استغلال المساهمين الجدد لصالح قدماء المساهمين. بل هي عبارة عن انعكاس لأفاق نمو الشركة وتوسعها.

هذا فيما يخص تأثير استخدام الحقوق التفضيلية الاكتتاب على السعر السوقي للسهم في فترة الإصدار، أما فيما يتعلق بالتأثير المعاكس. أي تأثير السعر السوقي للسهم على القيمة السوقية لهذه الحقوق، فإن هناك علاقة طردية بين الاثنين.

### المطلب الثالث: الهندسة المالية.

الهندسة المالية Ingénierie Financière هي إحدى فروع علوم تخمين المخاطر (بالإنجليزية: Actuarial science) أو علم قياس المخاطر، ظهرت للوجود في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة في منتصف الثمانينات بهدف تقديم العون وخدمة مؤسسات الأعمال والمستثمرون في الأسواق المالية في مواجهة المخاطر و التخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق وبيئة المؤسسات. وكانت البدايات الأولى للهندسة المالية في العاصمة البريطانية لندن وذلك من خلال قيام البنوك باستحداث إدارات متخصصة في مساعدة زبائنها من مؤسسات الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملائها وتقديم الحلول لذلك من خلال ابتكار العديد من المنتجات المالية.

### 1- مفهوم الهندسة المالية:

الهندسة المالية هي إحدى الأنشطة المبتكرة التي تتداخل فيها العديد من الجوانب المالية، القانونية، التقنية، الجبائية والتنظيمية، من أجل سد حاجيات كل من مؤسسات الأعمال، أسواق رأس المال والمستثمرون، وتستخدم في مجالين هما:

- دراسة، تطوير وتقديم الحلول في سوق المال (البورصة والسوق النقدي)؛

- دراسة، تطوير وتقديم الحلول فيما يخص التوازن المالي للشركات؛

### 1-1- تعريف الهندسة المالية:

بسبب التداخلات العديدة، التعقيدات المتزايدة والاستخدامات المتعددة لهذا النشاط من طرف العديد من الجهات (مؤسسات، بنوك ومستثمرون)، تتعدد وتتنابن التعاريف المقدمة له، وفي ما يلي نورد التعاريف التالية:

### 1-1-1- تعريف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (IAFE):

تتضمن الهندسة المالية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية. فالهندسة المالية ليست أداة، بل هي المهنة التي

تستعمل الأدوات. علماً أن الهندسة المالية تختلف عن التحليل المالي، فمصطلح "تحليل" يعني تشتيت الشيء لفهمه أما مصطلح «هندسة» تقصد به بنية<sup>1</sup>.

### 1-1-2- تعريف قانون البنوك الفرنسي لسنة 1984:

يعرف قانون البنوك الفرنسي لسنة 1984 الهندسة المالية على أنها نشاط مرتبط بعمليات البنوك ويدخل ضمن نطاقها تقديم الاستشارات والمساعدة في مجال التحليل المالي، ويعتبر هذا القانون أنه يدخل ضمن نطاق الهندسة المالية كل الخدمات الموجهة لتسهيل إنشاء وتنمية المؤسسات<sup>2</sup>.

1-1-3- تعريف فاسور Vasseur: حيث يرى أن الهندسة المالية عبارة عن نشاط بنكي يستخدم في ميادين مختلفة كالتشخيص، التجارة الدولية، التسيير المالي للمؤسسات (تسيير الخزينة، التغطية ضد مخاطر معدل الفائدة ومخاطر الصرف، العجز عن السداد) تمويل وهيكل ملكية المؤسسات<sup>3</sup>.

1-1-4- تعريف كوريت وفوجيرات Couret et fougerat: من خلال قيامهما بتوسيع عدد ونوعية المتدخلين في حقل الهندسة المالية قام هذان الباحثان بتقديم تعريف يحدد مجالات تدخل الهندسة المالية في<sup>4</sup>: تسيير الخزينة، المبادلات المالية الدولية، الاقتراض السندي و عمليات السيطرة والتنازل عن المؤسسات.

هذه التعاريف تنظر إلى نشاط الهندسة المالية من وجهة نظر المؤسسات وإدارتها المالية، أما من وجهة نظر الأسواق المالية فإن مصطلح الهندسة المالية يُستعمل لوصف تحليل البيانات المحصّلة من السوق المالية بطريقة علمية. يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية. وتستخدم الهندسة المالية كثيراً في السوق المالية، خاصة في تجارة العملات وتسعير الخيارات وأسهم المستقبلات. و يسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للسوق المالية، وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق، وبعد هذا مهما جداً بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - Jack Marshall, (2006), «What Is Financial Engineering», (www.fenews.com/what-is-fe/)26-01-

<sup>2</sup> - Philippe Desbrières, ingénierie financière, Litec, Paris 1995, p. 01.

<sup>3</sup> - Vasseur, M., «l'ingénierie financière», Banque, n. 501, janvier 1990. P 7-14.

<sup>4</sup> - Alain Couret, Jaque Fougerat, ingénierie financière des cessions acquisitions d'entreprises, Edition liaisons, Paris 1991, p 215.

<sup>5</sup> - Liew Soon Bin, (2000), «Hierarchical Volume Visualization for Financial Data, School of Computer Engineering», Singapore (www.cs.usyd.edu.au/~vip2000/poster/bin\_vis.doc)-16-02-2006.



لكن التعريف الأكثر ملائمة لإطار التحليل في دراستنا فهو ذلك التعريف الذي يقدم الهندسة المالية على أنها «تمثل مجموعة الوسائل المالية التي يضعها عون اقتصادي ما في الخدمة من أجل الحفاظ أو الاستحواذ على السلطة في شركة وذلك بأقل مساهمة ممكنة في رؤوس أموالها الخاصة»<sup>1</sup>. وبذلك تُعرف الهندسة المالية في أبجديات علم التمويل المعاصر، بأنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، وتكوين مجموعة حلول إبداعية لمشاكل التمويل في الشركات، ومن التعاريف السابق، يتبين أن الهندسة المالية، من وجهة نظر الشركات، تشتمل على ثلاثة أنشطة هي:

- ✓ تصميم أدوات مالية مبتكرة، مثل بطاقة الائتمان وأنواع جديدة من السندات والأسهم، وتصميم عقود تحوط مبتكرة؛
- ✓ تطوير الأدوات المالية، أي تلبية هذه الأدوات المبتكرة لحاجات تمويلية جديدة، أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها فيما يخص المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد؛
- ✓ تنفيذ الأدوات المالية المبتكرة، أي ابتكار إجراءات تنفيذية مبتكرة من شأنها أن تكون منخفضة التكلفة ومرنة وعملية؛

والهندسة المالية بذلك تعتبر منهجاً لنظم التمويل المعاصرة، يهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية التي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة. وتكمن أهمية الهندسة المالية وخصوصاً في عالمنا المعاصر اليوم بأنها تقوم بالموازنة بين عدة أهداف ومن ثم تصميم أدوات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف معاً، وهذه المهمة ليست باليسيرة حيث تحتاج إلى تضافر جهود على شكل تنظيمي بين القانونيين والاقتصاديين والمصرفيين والمحاسبين للخروج بمبتكرات فعالة.

## 2- أهمية الهندسة المالية:

تكتسي الهندسة المالية أهميتها بالنسبة للشركات من خلال كونها تقدم الحلول المبتكرة للإشكاليات التي يمكن أن تواجهها وتؤثر على وجودها وإستمراريتها مثل غياب التفاهم في الهيئات الاجتماعية، عدم التناسق بين المساهمين والصراع بين الأغلبية والأقلية أو في حالة سيطرة المصالح الذاتية الفردية على المصلحة الجماعية فيها. ومن هنا يظهر الدور الأساسي الذي تلعبه الهندسة المالية في تحليل سلوك مختلف الأطراف والقوى الحاضرة في المؤسسة والإشكاليات التي تطرحها، ومن تم تقديم الحلول لهذه

<sup>1</sup> - Philippe Desbrières, op. cit., p. 2.

الإشكاليات، من خلال تصميم منتجات وتقنيات مبتكرة ومفصلة على مقياس كل طرف، و هذه المنتجات والتقنيات يمكن أن تكون ذات طبيعة مالية، قانونية، ضريبية و تنظيمية.

### 3- مجالات الهندسة المالية:

يتمثل مجال الهندسة المالية في جميع العمليات التي تمس من قريب أو بعيد، رأس المال، كيفية تنظيمه، هيكلته، تحويل ملكيته وإنشاءه. وعلى هذا الأساس تتمحور مهام الهندسة المالية فيما يلي:

- ✓ جمع كل المعلومات الضرورية لتحديد سياق العملية المراد القيام بها؛
- ✓ تحليل المعلومات المحصل عليها؛
- ✓ إعداد تشخيص للوضع؛
- ✓ إجراء عملية تقييم للشركة المعنية أو أحد عناصرها، وذلك كإجراء أولي يسبق أي عملية هندسة؛
- ✓ تصميم التركيبة الملائمة للعملية المراد القيام بها (اندماج، تحويل ملكية، إعادة توزيع رأس المال، إعادة تنظيم التدفقات المالية للمؤسسة... إلخ)؛

### 4- التركيبات العائدة للهندسة المالية:

يتطلب الوصول إلى الهدف الذي تستخدم منتجات وتقنيات الهندسة المالية من أجل تحقيقه، والمتمثل في الحفاظ أو الاستحواذ على السلطة في شركة ما والتمتع بمقدراتها بأقل مساهمة ممكنة في رؤوس أموالها الخاصة، استعمال ومزج العديد من التركيبات المالية وغير المالية، وهي كالاتي:

- الأدوات المالية: الأسهم، السندات، السندات القابلة للتحويل، الخيارات، عقود المبادلة.
- الأدوات القانونية: الشركات القابضة، العهود بين المساهمين.
- الأدوات الضريبية: النظام الضريبي الشركة الأم- الفروع، الاندماج الضريبي.

## خلاصة الفصل:

تناول الفصل الأول الذي خصص لتقديم الإطار النظري لبعض المفاهيم المرتبطة بالمؤسسة الاقتصادية، مصادر التمويل والعلاقة بين الشركات المسعرة والأسواق المالية، لاسيما من خلال عمليات طرح الأسهم العادية الجديدة في السوق المالي في إطار تقنية العرض العام للادخار. بعد ذلك تم التطرق إلى خصائص عملية رفع رأس المال بحصة نقدية في السوق المالي وذلك بصفته إحدى القرارات المالية المصيرية التي تُحدث انعكاسات عميقة على موازين توزيع الأرباح والسلطة في الشركات. كما قمنا بعرض وتحليل الأسهم العادية من حيث الخصائص، الحقوق والواجبات.

بعد ذلك عرّجت الدراسة على الإطار النظري الذي يوفر الإطار العام لفهم علاقات التمويل في المؤسسة بصفة عامة، و كيفية استخدام الهندسة المالية في الشركات من أجل السيطرة على القرار فيها والإبقاء على هذه السيطرة بصورة خاصة. وتمثل هذا الإطار في النظريات التعاقدية للمنظمة، التي ظهرت بناء على المقاربة المؤسساتية الجديدة، حيث تم التطرق بإسهاب إلى كل من نظرية تكاليف المعاملات، نظرية الوكالة، نظرية عدم تماثل المعلومات، نظرية الإشارة ونظرية التجذر.

## الفصل الثاني

الاستراتيجيات الهجومية للهندسة المالية

## تمهيد:

تعد قرارات الاندماج والاستحواذ واحدة من القرارات المصيرية في الشركة، حيث أن المبادرة بهذا النوع من القرارات ينجر عنه العديد من التبعات ذات الأثر الجوهري، ليس فقط على صعيد الحجم، التكاليف، التنافسية، الهيكل المالي... إلخ، وإنما أيضاً على مستوى العديد من المتغيرات الأخرى ذات العلاقة بالتحكم في الشركة، إذ أنه وبالنظر إلى كون هذه العمليات تؤدي في غالب الأحيان إلى اختفاء كيانات اقتصادية وخلق أخرى أو على الأقل تغيير الخصائص الجوهرية للكيانات الداخلة فيها، فإنها تؤثر تأثيراً كبيراً على متغيرات من قبيل هيكل ملكية وجغرافية رأسمال الشركات الداخلة في العملية ونمط حوكمتها.

وعلى هذا الأساس سوف يتطرق هذا الفصل إلى عرض ماهية وخصائص عمليات الاندماج - الاستحواذ، نمط تمويلها أشكالها القانونية والتركيبات المالية المستخدمة في إطارها. كما سيتم التطرق بإسهاب إلى تأثيرها على كل من هيكل ملكية، جغرافية رأسمال وحوكمة كل من الشركة المبادرة والشركة المستهدفة. كذلك يهدف هذا الفصل إلى محاولة توضيح جوانب ابتكارات الهندسة المالية في إطار هذه العمليات، لاسيما عمليات شراء الشركة باستعمال أثر الرفع.

## المبحث الأول: الإطار العام لعمليات الاندماج- استحواذ.

تعتبر عمليات اندماج-استحواذ من المعاملات المصيرية التي تقوم بها الشركات، فهي تنطوي على العديد من الرهانات والمخاطر، التي تتبع من كونها مجالاً تلتقي فيه كل من الإستراتيجية، المالية والإدارة. ولقد أدت عوامل من قبيل تحرير حركة رؤوس الأموال على المستوى العالمي، تطور الأسواق المالية وزيادة دورها في التأثير على الحياة الاقتصادية، تبسيط القواعد المنظمة للوساطة المالية، إلى نمو غير مسبوق في رقم أعمال عمليات التوسع الخارجي *croissance externe* ولاسيما عمليات الاندماج والاستحواذ، إذ وعلى سبيل المثال بلغت قيمة صفقات هذا النوع من المعاملات، على المستوى العالمي، ما قيمته 4500 مليار دولار سنة 2007، أي بمعدل نمو يقدر بـ25% مقارنة بقيمة الصفقات التي أجريت سنة 2006<sup>1</sup>. و مست هذه العمليات كل من المجموعات الاقتصادية العملاقة المسعرة في البورصة وساعدتها في تطبيق إستراتيجيتها المتوجهة نحو التركيز في النشاط ودعم أنشطتها على المستوى العالمي، والمؤسسات الأقل حجماً وغير المسعرة في البورصة التي تواجه مشاكل تمويل النمو وإعداد مخططات الاستخلاف.

وفي العقود الأخيرة أصبحت عمليات الاندماج-استحواذ واحدة من الأنماط الرئيسية للنمو التي تتوفر للكيانات الاقتصادية من أجل تحسين وضعيتها الإستراتيجية في ظل بيئة كثيرة التقلبات، وأحد الوسائل المرتبطة بسياسات النمو الخارجي وإستراتيجيات التخصص، الاندماج والتتويج. والجدول رقم (1-1) يقدم بعض عمليات الاندماج-استحواذ التي حدثت في الولايات المتحدة وأوروبا في السنوات الأخيرة. الجدول رقم (1-2): بعض عمليات الاندماج-استحواذ التي حدثت في الولايات المتحدة وأوروبا في السنوات الأخيرة.

القطاع	الشركة المشتريّة	الشركة الهدف	قيمة الصفقة (مليار دولار)
الاتصالات	فودافون (المملكة المتحدة)	مانيسمان (ألمانيا)	203,00
الصناعة الصيدلانية	صانوفي (فرنسا)	أفنتيس (فرنسا/ألمانيا)	64,00
الصناعة الصيدلانية	بفايزر (و م أ)	فارماسيا (و م أ)	59,50
البنوك	جي بي مورجان شيز (و م أ)	بنك وان (و م أ)	58,00
الإستهلاك الواسع	بروكتر أند جامبل (و م أ)	جيلات (و م أ)	57,00
البنوك	بنك أو أميركا (و م أ)	فليت بوسطن فايننشال كورب (و م أ)	49,30
الاتصالات	سينقيلار وايرلس (و م أ)	أي تي أند تي وايرلس	41,10

<sup>1</sup> - Jonathan Berk, Peter De Marzo, **Finance d'entreprise**, Pearson Education - Paris 2008, P 899.

	سرفيس (و م أ)		
الصحة	أنتهام (و م أ)	والبونت هيلت ناتورك (و م أ)	16,40
إعلام	جنرال إلكتريك (و م أ)	فيفيندي اينيفرسال أنترتيمنت	-

المصدر: 8<sup>ème</sup> édition, PEARSON Education, paris 2006 p 948

Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, principes de gestion financières, 8<sup>ème</sup> édition, PEARSON Education, paris 2006 p 948

هذا، وإن كان الجدول أعلاه يشير إلى أن عمليات الاندماج- استحواذ تحدث بين شركتين أو شركات تنتمي إلى نفس القطاع، فإنها يمكن أن تحدث بين شركتين أو شركات تنتمي إلى قطاعات مختلفة، مثلما كان عليه الحال في سنوات الستينات والسبعينات، التي عرفت بعمليات الاندماج والاستحواذ التكتلية، حيث تم تشكيل العديد من التكتلات Les Conglomerats، لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن أهم هذه التكتلات شركة أي تي تي (ITT)، التي كانت تنشط في 38 قطاع مختلف، وشركة تينيكو (Tenneco) التي كانت تدير 28 نشاط تنتمي إلى قطاعات مختلفة<sup>1</sup>. كما لم تستثني عمليات الاندماج - استحواذ قطاعات الطاقة، صناعة السيارات، صناعة الصلب والتعدين و النقل الجوي، إذ تم تجسيد العديد من عمليات التقارب بين الشركات التي تنشط في هذه القطاعات، وفي هذا الصدد يمكن ذكر اندماج كل من إكسون Exxon وموبيل Mobil في قطاع الطاقة في الولايات المتحدة الأمريكية، اندماج الشركة الألمانية ديلمر بنز Dylmer Benz مع الشركة الأمريكية كريسلر Chrysler، في صناعة السيارات، اندماج العملاق الهندي لصناعة الصلب والتعدين Mittal-Steel مع الشركة رقم واحد في أوروبا في نفس القطاع Arcelor وذلك مقابل 22 مليار دولار في سنة 2006، واندماج شركة الطيران الفرنسية Air France مع شركة الطيران كا آل أم KLM<sup>2</sup>.

#### المطلب الأول: ماهية عمليات الاندماج والاستحواذ.

تندرج عمليات الاندماج-استحواذ على العموم ضمن مجال إستراتيجية النمو الخارجي التي يمكن أن تتبعها الكيانات الاقتصادية من أجل تعزيز موقعها التنافسي ضمن الصناعة (القطاع) التي تنتمي إليها، تحسين بعض المؤشرات المرتبطة بنشاطها أو لاستغلال فرصة متاحة ما. وهناك العديد من التعاريف التي قدمت لهذه العمليات ونذكر منها مايلي:

<sup>1</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, principes de gestion financières, 8<sup>ème</sup> édition, PEARSON Education, paris 2006, p. 995.

<sup>2</sup> - ibid, p. 948.

**1- التعريف الأول:** عمليات الاندماج-استحواذ « عبارة عن عمليات تجميع أو سيطرة على المؤسسات، بواسطة شراء أو استبدال أسهمها من طرف كيانات اقتصادية أخرى»<sup>1</sup>، وهذا التعريف يركز على كفاءات حدوث عملية الاندماج أو الاستحواذ، حيث يشير إلى كل من العمليات التي تتضمن تعويض المساهمين في الشركة المستهدفة نقداً في إطار ما يعرف بالعرض العام للشراء (OPA) والعمليات التي تنطوي على تملكهم لأسهم في الكيان الجديد ضمن عملية العرض العام للتبادل (OPE). لكن هذا التعريف يعاني من قصور واضح في الإلمام بجميع عمليات الاندماج والاستحواذ فهو لم يتطرق لعملية الشراء المباشر لأصول الشركة المستهدفة.

**2- التعريف الثاني:** حسب معيار إعداد التقارير المالية الدولية رقم 03 (IFRS 03)، «عمليات الاندماج والاستحواذ هي عبارة عن تجميع كيانات أو أنشطة متميزة ضمن كيان واحد له صلاحية إعداد وتقديم كشوف مالية. وفي الغالبية العظمى من عمليات اندماج الشركات، يقوم كيان يسمى الشركة الدامجة L'acquéreur بالسيطرة على واحد أو العديد من الأنشطة تسمى الشركة أو الشركات المدمجة L'entreprise acquise(s). وفي حالة قيام كيان ما بالسيطرة على واحدة أو مجموعة من الكيانات التي لا تشكل أنشطة فذلك لا يعتبر عملية اندماج شركات»<sup>2</sup>

كما يضيف المعيار المذكور أعلاه، أن عملية اندماج الشركات يمكن أن تهيك بطرق عديدة وذلك خدمة لأهداف ذات طبيعة قانونية، ضريبية، مالية... إلخ، فيمكن أن تكون من خلال قيام شركة بشراء رؤوس الأموال الخاصة بشركة أو شركات أخرى، شراء كامل أصولها الصافية، تحمل جميع خصومها أو شراء بعض أصولها الصافية، شرط أن تشكل هذه عناصر الأصول والخصوم مع بعضها البعض نشاط مستمر في إطار مؤسسة.

يشير هذا المعيار كذلك إلى أنه قد ينتج عن عمليات الاندماج والاستحواذ بين كيانين اقتصاديين علاقة شركة أم- فرع société mère-filiale، وهذا بالإضافة إلى إمكانية حدوث عملية الاندماج بين الشركة الأم وفروعها.

**3- التعريف الثالث:** يغطي مصطلح الاندماج والاستحواذ مختلف عمليات إعادة شراء رأسمال، أقسام وأصول الشركات، من طرف شركات أخرى، التي يترتب عنها معاملات مالية تمس في الغالب حصص كبيرة وتؤدي إلى إحداث تغييرات في حقوق ملكية الشركات المستهدفة. وهذا ما يميزها عن انتقال

<sup>1</sup> - Olivier Meier, Guillaume Schier , **Fusions Acquisitions**, 3<sup>ème</sup> édition, Dunod, paris 2009, p 8.

<sup>2</sup> - IFRS 03.



حصص صغيرة من رأس المال من مساهم إلى آخر دون إحداث تغييرات ملحوظة في هيكل ملكيتها وحوكمتها، ومما يلاحظ على هذا التعريف أنه قدم إطاراً شاملاً لعمليات الاندماج والاستحواذ، وهذا بالإضافة إلى تمييزها عن عمليات الاستثمار في القيم المنقولة \_ سواء كان محظي أو غير محظي \_ الذي تهدف إلى تحقيق فوائض القيمة والأرباح الموزعة وليس إلى ممارسة السلطة التي تخولها ملكية الأسهم، مثل ما هو عليه الحال بالنسبة لعمليات الاندماج والاستحواذ.

و يشهد التاريخ الاقتصادي أن عمليات التقارب بين الشركات تعود إلى عشرات السنين وتحدث في شكل موجات دورية اختلفت من حيث أهدافها، أساليبها ونتائجها، إذ سجلت بعض الفترات الزمنية توسعاً كبيراً في رقم أعمال هذه العمليات، تم لا تلبث أن تتلوها فترات هدوء، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين العديد من موجات عمليات الاندماج و الاستحواذ كمايلي<sup>1</sup>:

✓ **موجة الستينات:** وهدفت عمليات الاندماج في هذه الفترة إلى تشكيل مجتمعات اقتصادية Les Conglomerats، وذلك من خلال اندماج شركات تنتمي إلى قطاعات مختلفة، وأستندت هذه العمليات أنداك إلى فلسفة مفادها أن تنويع النشاط مفيد للشركات من الناحية المالية.

✓ **موجة الثمانينات:** وتميزت باتجاه معاكس تماماً لما كان عليه الحال في سنوات الستينات، حيث حدثت العديد من عمليات السيطرة (الشراء) العدوانية، التي هدفت إلى تجزئة الشركات المستهدفة وإعادة بيعها في شكل أجزاء، وذلك بناء على الفلسفة القائلة بأن مجموع قيم أجزاء الشركة أعلى من قيمتها مجتمعة وهي الفلسفة التي بنيت على أساس معطى انخفاض القيمة السوقية للشركات القابضة والمجتمعات الاقتصادية الكبيرة.

✓ **موجة التسعينات:** وتميزت بعمليات ذات بعد إستراتيجي وشامل وفي الغالب كانت هذه العمليات ذات طابع ودي شاركت فيه شركات تنشط في قطاعات متقاربة أو متماثلة. ونتج عن هذه الموجة ظهور الشركات متعددة الجنسيات التي أصبحت بعد ذلك حاضرة في أغلب الأسواق العالمية. وفي أوروبا سمحت هذه الموجة بتشكيل شركات وطنية أو أوروبية رائدة في قطاعات حساسة مثل الدفاع، الطاقة، والاتصالات.

### المطلب الثاني: خصائص عمليات الاندماج والاستحواذ:

تمتاز عمليات الاندماج والاستحواذ بالعديد من الخصائص، وهي كمايلي:

<sup>1</sup> - Jonathan Berk, Peter De Marzo, op., cit, pp 901-902.

**1- ارتفاع معدلات الفشل:** حيث وبسبب ارتفاع التكاليف المرتبطة بهذا النوع من العمليات، من جهة وصعوبة الرجوع فيها، من جهة أخرى، تشير أرقام الإحصائيات إلى أن أكثر من نصف هذه العمليات ينتهي إلى الفشل من وجهة نظر واحد من الأطراف المعنية بها (الشركة الدامجة، الشركة المدمجة)<sup>1</sup>. غير أن الخاسر الأكبر في مثل هذه العمليات هو الشركة الدامجة في أغلب الحالات، والتي تدفع في بعض الأحيان مبالغ طائلة من أجل إتمام عملية السيطرة، في حين تنتهي هذه الأخيرة إلى الفشل، و من الأمثلة على العديد من حالات الفشل التي آلت إليها نسبة معتبرة من عمليات الاندماج-استحواذ، يمكن ذكر عملية استحواذ أن سي آر NCR على أي تي تي AT&T بتكلفة بلغت 75 مليار دولار، وكذلك عملية استحواذ كونفارس Converse على أباكس وان Apex One والتي أدت إلى إقفال الشركة الهدف وخسارة الشركة المستحوذة لمبلغ 40 مليون دولار في مدة 85 يوم<sup>2</sup>. ولهذا يعتبر التوسع الخارجي من أصعب الخيارات الإستراتيجية من حيث التقييم والتثمين، لاسيما عندما تكون قيمة الشركات المستهدفة مرتبطة إلى حد كبير برأسمالها البشري.

**2- عمليات الاندماج والاستحواذ هي عمليات ذات طابع إستراتيجي:** أي أنها عمليات يمكن أن تحدث في حياة الشركة بصفة استثنائية وتُحدث تأثيرات جوهرية طويلة المدى فيها، لاسيما أنها في الغالب تؤثر على نشاطها أو رأسمالها أو الاثنين معاً<sup>3</sup>.

**3- صعوبة التعلم وعدم القابلية للتراجع:** وذلك نظراً للضغوطات التي تواجهها الأطراف المعنية بالعملية، الالتزامات القانونية المرتبطة بها، المجهودات المبذولة والموارد المخصصة لها، فإن قرار الدخول في عمليات من هذا النوع يعتبر قراراً مصيرياً نادر الحدوث في حياة الشركة، وبالتالي فمن الصعب الاستفادة من التجارب السابقة فيما يخصه، سواء على مستوى الشركة أو مثيلاتها التي سبق وأن كانت طرفاً في واحدة من هذه العمليات. يضاف إلى هذا عدم قابلية قرارات الاندماج والاستحواذ للتراجع، ماعدا في الحالات التي تكون فيها محل عدم موافقة السلطات، فمذ اللحظة التي تقرر فيها شركة ما الاندماج أو الاستحواذ على شركة أخرى تحدث تغيرات جوهرية على العديد من الأصعدة تجعل عملية التراجع أمراً صعباً و مكلفاً، فعلى سبيل المثال بمجرد الإعلان عن عرض الاندماج أو الاستحواذ يقفز سعر سهم الشركة المستهدفة إلى مستويات مرتفعة مقارنة بالسعر الذي كان عليه قبل الإعلان عن

<sup>1</sup> - Olivier Meier, Guillaume Schier, op., cit, pp. 08-10.

<sup>2</sup> - Mark Maremount, « **How Converse Got its laces All Tangled** », Business Week (4 septembre 1995), p 37.

<sup>3</sup> - Marie Hélène, Pinard Fabro, **Audit fiscal**, Editions Francis Lefebvre, Paris 2008, p 507.

العرض، ومن تم يصعب على الشركة الدامجة إعلان تخليها عن عرض الشراء وإعادة بيع الأسهم التي اشترتها ماعدا إذا كانت مستعدة لتحمل خسائر معتبرة.

**4- السرعة في تنفيذ القرار:** حيث أنه وبسبب كون الهدف من عمليات الاندماج والاستحواذ هو اقتناص الفرص والاستفادة من مقدرات شركات تتصف سواء بضعف أدائها، تسعيرها بأقل من قيمتها، حيازتها على سيولة معتبرة أو امتلاكها لأصول قيمة، لا بد أن تنفذ هذه العمليات بنوع من السرعة التي تسمح بالاستفادة من الفرصة القائمة قبل ضياعها. لكن هذا قد يؤدي إلى فتح المجال أمام ظهور مخاطر التسرع ونقص المعلومات، لاسيما في حالة عمليات السيطرة العدوانية التي تتم على شركات تدير أنشطة عديدة وموزعة جغرافياً ضمن أقاليم العديد من الدول، وتزداد المخاطر إذا كانت هذه الدول غير معروفة من طرف الشركة الدامجة أو تمتاز بارتفاع مستويات المخاطر السياسية فيها.

**5- ضغوطات المنافسين والأحداث:** إذ يمكن أن تواجه الأطراف المبادرة بهذه العمليات ضغوطات عديدة وأحداث غير مرغوبة، قد تؤدي إلى جعل هذه العمليات مكلفة، صعبة أو حتى مستحيلة. ومن بين هذه الضغوطات نجد كل من العروض العامة المنافسة، العروض العامة المضادة، الإستراتيجيات الدفاعية التي تعتمد عليها الشركات المستهدفة...إلخ. وتكمن الأحداث غير المرغوبة في الظروف الاقتصادية غير المواتية مثل التغيرات الفجائية والمعتبرة في سعر الصرف، حركة أسعار الأسهم في البورصة، معدلات التضخم والفائدة...إلخ.

**6- التغطية الإعلامية:** نظراً للأهمية القصوى التي تحضى بها عمليات الاندماج والاستحواذ، من جهة وحدوث أغلبها في شكل معارك على مستوى البورصات، من جهة أخرى. نجد أنها تُواكب بتغطية إعلامية كبيرة من تاريخ الإعلان عنها إلى غاية تاريخ إتمامها وتوقيع العقود. هذه الخاصية لها انعكاسات سلبية لاسيما فيما يتعلق بتسليط الضوء على رهانات وتطلعات الشركة الدامجة التي ترغب في إبقائها سراً وجعلها واضحة للأطراف الأخرى، مما قد يؤدي إلى قيامهم بممارسات قد تؤدي إلى جعل العملية مكلفة أو إفشالها. كما قد يتوافق هذا الوضوح في مساعي وأهداف الشركة الدامجة مع متطلبات الشفافية التي تفرضها الهيئات المشرفة على أسواق رأس المال وهو المعطى الذي يزيد من صعوبة إدارة هذه العمليات و يقتضي إلزامية الموازنة بين متطلبات الشفافية من جهة وضرورات السرية و التحفظ تجاه المنافسين من جهة أخرى.

7- درجة الرقابة والتقنين: عمليات الاندماج والاستحواذ تؤدي في الغالب إلى تجميع الكيانات الاقتصادية وخلق حالات من الاحتكار والمساس بالمنافسة، وذلك ما جعلها محط أنظار هيئات الضبط الاقتصادي والإشراف على المنافسة في الأسواق، حيث قامت العديد من الدول بسن قوانين مكافحة الاحتكار، ابتداءً من قانون كلايتون لسنة 1914<sup>1</sup> (Clayton Act)، الذي ينص على منع كل عملية اندماج أو استحواذ تتم في أي قطاع وفي أي مكان في الولايات المتحدة الأمريكية، إذا كانت قد تؤدي إلى مساس جوهرى بظروف المنافسة. وحدت اللجنة الأوروبية حدو الولايات المتحدة في الاتجاه نحو مكافحة الاحتكار وضمان المنافسة، ووضعت قد التنفيذ مجموعة من الآليات المضادة للاحتكار، وهو ما سمح، على سبيل المثال، بممارسة حق النقض في مواجهة عملية اندماج شنايدر Schneider مع لوجراند<sup>2</sup> Legrand التي كانت سوف تؤدي إلى احتكار الكيان الجديد لسوق التجهيزات الكهربائية في أوروبا.

8- صعوبة وتعقيد إدارة الكيانات: فبالإضافة إلى الإشكاليات التقليدية والمواقف العادية التي تواجهها إدارة الكيان الجديد (الشركة الدامجة)، عليها التعامل أيضاً مع العديد من الإشكاليات الخصوصية المرتبطة بالاختلافات الجوهرية بين مكونات الشركتين المندمجتين، لاسيما فيما يتعلق بالتباين، الذي يمكن أن يكون كبيراً، على مستوى ثقافة المؤسسة، التكنولوجيا، طرق الإنتاج وأنماط الإدارة. كذلك الإدارة في هذه الكيانات مدعوة إلى مكافحة العديد من المظاهر السلبية التي تطفوا إلى السطح بمناسبة انتقال السلطة في إطار هذه العمليات، ومنها: التعسف في استخدام السلطة، التنافس والإحباط، كما أنها مطالبة أيضاً بالتحكم في بعض ردود الأفعال على انتقال الملكية، من جانب مستخدمي الشركة المدمجة، والتي تكون عادة في شكل قلق وتصرفات عدوانية تجاه كل ما يرمز إلى الشركة الدامجة، ويتجسد ذلك في نقص الولاء، غياب الالتزام ومقاومة التغيير.

و تشير الدراسات إلى صعوبة الاندماج الثقافي والإداري بين الفرق الإدارية والمستخدمين في الشركتين، إذ يتطلب ذلك في الغالب من 03 إلى 05 سنوات، وهي مدة طويلة نسبياً خاصة بالنسبة لعمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع التي تهدف إلى شراء الشركات التي تعاني من ضعف الأداء، إعادة هيكلتها وتنظيمها تم إعادة بيعها في أفق 07 سنوات من تاريخ تملكها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - Richard Breal, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p. 964.

<sup>2</sup> - ibid, p 964.

<sup>3</sup> - Hervé Hutin, op., cit, p.757.

هذا وتعتبر موافقة كل من حملة الأسهم ( الجمعية العمومية للمساهمين) و مجالس الإدارة في الشركات المعنية بعمليات التقارب، من المسائل الجوهرية في تحديد طبيعة، نوع ومدى سلمية أو عدوانية العملية. وذلك إضافة إلى طبيعة الآليات المستعملة في التقارب (شراء أسهم، شراء أصول...إلخ)، شكل وتسمية الكيان الجديد بعد إتمام عملية التقارب (بقاء شركة واختفاء الشركة أو الشركات الأخرى أو اختفاء جميع الشركات المتقاربة وظهور شركة جديدة) وعلاقة الشركة المستهدفة بالأطراف المبادرة بعملية التقارب.

### المطلب الثالث: تصنيفات عمليات الاندماج والاستحواذ.

لقد كانت عمليات الاندماج والاستحواذ موضوع العديد من التصنيفات على أساس معايير عديدة ومتنوعة، قانونية، إستراتيجية، مالية، اقتصادية، ومن ضمن هذه التصنيفات نذكر مايلي:

**1- حسب معيار الإطار القانوني:** في هذا الصدد يستخدم مستوى (حجم) ملكية حصص الشركة المدمجة من طرف الشركة الدامجة (أقل من 20%، من 20% - 50%، 51%، 70% أو 100%)، طبيعة السيطرة التي تمارسها الثانية على الأولى (سيطرة كلية، تأثير ملحوظ)، وكذلك من هم كبار المساهمين في الشركة المدمجة (مساهم عائلي، مساهم صناعي، مؤسسة مالية...إلخ) ومستوى تركيز ملكية الأسهم بين أيديهم.

**2- حسب معيار هدف التقارب بين الشركتين:** ويتمثل في السبب الرئيسي للتقارب بين الشركة المبادرة والشركة المستهدفة (أسباب إستراتيجية هجومية، أسباب دفاعية، دواعي انتهازية، رهانات سياسية أو شخصية...إلخ).

**3- درجة التفاهم بين الشركتين حول مسألة التقارب بينهما:** وهنا تلعب طبيعة العلاقة بين الفرق الإدارية في كل في الشركتين قبل عملية الشراء (ودية، غير ودية، عدوانية)، وكذلك الطريقة التي تستعملها الشركة المبادرة في استهداف الشركة المراد السيطرة عليها (مواجهة، التفاف، تعاون). وفي هذا الإطار نميز بين:

**1-3 - السيطرة السلمية Friendly Takeover** وتتمثل في قيام الشركة الراغبة في السيطرة بتقديم عرض لإدارة الشركة المستهدفة، لشراء أصولها، إما في مقابل نقدية أو في مقابل حصة في أسهم الشركة التي ترغب في السيطرة. وهنا تأخذ السيطرة أحد صورتين هما<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> - ibid , p 760.

**3-1-1-1-الاندماج- امتصاص: Fusion-absorption** وهي الحالة التي تذوب فيها الشركة المندمجة في الشركة الدامجة، بمعنى أن تختفي الأولى تماماً بانتقال أصولها وخصومها إلى الشركة الثانية، ويتم تعويضهم من خلال منحهم أسهم في الشركة الدامجة.

**3-1-2-الاندماج- إتحاد: Fusion-Réunion** في هذه الحالة تختفي الشركتين وتظهر شركة جديدة تضم أصولهما وخصومهما معاً وتتوزع أسهمها على المساهمين فيهما، ومن ثم ليس هناك داعي لمعرفة أي الشركتين استحوذت على مقدرات الشركة الأخرى.

وعلى الرغم من أن السيطرة السلمية تكون إما بشراء أصول الشركة المستهدفة أو بشراء أسهمها، فإن الاتجاه الغالب في هذا النوع من السيطرة هو شراء الأصول، حيث يتماشى ذلك مع خاصية موافقة كل من الإدارة والمساهمين في الشركتين على العملية، وفي السيطرة بشراء الأصول تنتقل ملكية الأصول كلها أو جزء منها إلى الشركة الدامجة<sup>1</sup>.

**3-2-السيطرة العدوانية:** يعتبر أسلوب السيطرة العدوانية الخيار البديل المطروح أمام الجهات الراغبة في السيطرة، في حالة فشلها في إقناع الإدارة في الشركة المستهدفة بقبول عرض السيطرة السلمي، ومن ثم يتم التوجه إلى المساهمين مباشرة من أجل تنفيذ عملية السيطرة، وللسيطرة العدوانية سبيلين هما<sup>2</sup>:

**3-2-1- السيطرة العدوانية من خلال آلية التصويت:** وتتمثل في قيام مجموعة من المساهمين الذين يودون السيطرة على القرار في الشركة actionnaires de contrôle، باستغلال حالة التذمر التي يوجد عليها حملة الأسهم نتيجة ضعف أداء الإدارة في الشركة، ودعوتهم إلى اجتماع طارئ للجمعية العمومية للمساهمين وذلك للتصويت لاستبدال الإدارة القائمة، التي توصف بعدم الكفاءة، بإدارة جديدة قادرة على تحسين وتطوير مستوى الأداء. يتم ذلك من خلال سعي تلك المجموعة للحصول على تفويض من حملة الأسهم الآخرين Proxy Contest، لتتولى نيابة عنهم التصويت لإزاحة الإدارة القائمة Proxy Fight. ولا يقتصر استخدام هذه الآلية على حملة أسهم الشركة المستهدفة، بل يمكن لشركة أخرى سبق وأن فشلت في محاولة السيطرة عليها بطريقة سلمية، السعي للحصول على تفويض بالتصويت على استبدال الإدارة القديمة بإدارة أخرى جديدة لا تعارض الاندماج بين الشركتين.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2005، ص 426-427.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 324-325.

3-2-2- السيطرة من خلال عرض شراء الأسهم مباشرة من حملتها: وظهر هذا النوع من السيطرة نتيجة جهود المهندسين الماليين الذين نجحوا في تطوير سبل السيطرة من غير آليات التصويت، يتمثل في قيام الشركة الراغبة في السيطرة بتقديم عرض لشراء الأسهم من حملتها مباشرة دون المرور عبر الإدارة، بسعر مرتفع عادة ما يكون أعلى بكثير من القيمة السوقية لها، وذلك لدفعهم إلى التنازل على أسهمهم قبل شروع إدارة الشركة في تبني تكتيكات دفاعية قد تؤدي إلى فشل عملية السيطرة. و يتم تقديم العرض من خلال الإعلان عنه في وسائل الإعلام أو بواسطة مراسلة حملة الأسهم بالبريد.

على الرغم من المزايا التي ينطوي عليها هذا الأسلوب في تفعيل السيطرة العدوانية على الشركات، إذ يسمح للشركة الراغبة في السيطرة بالحصول عليها دون انتظار موافقة الإدارة في الشركة المستهدفة. إلا أنه يعاني من بعض المثالب، لاسيما فيما يخص ماطلة هذه الأخيرة في إعطاء عناوين المساهمين مما قد يؤدي إلى إطالة مدة العملية وربما إفشالها بسبب دخول منافسين جدد.

4- تصنيف اللجنة الفيدرالية للتجارة في الولايات المتحدة: وهو التصنيف الأكثر شيوعاً في على المستوى العالمي، ويرتكز على تحليل عمليات التقارب وتصنيفها على أساس درجة القرب بين أنشطة ومهن الشركات المندمجة، كما يأخذ بعين الاعتبار الوضعية التي تبحت عنها إدارة الشركة الدامجة من وراء مبادرتها بعملية الاندماج. وتسمح هذه المقاربة في تصنيف عمليات الاندماج بالتمييز بين أربع أنواع كمايلي<sup>1</sup>:

#### 4-1- عمليات الاندماج والاستحواذ الأفقية: Les fusions- acquisitions horisontales

وهي تلك العمليات التي تتم بين شركات متنافسة تعمل في نفس مجال النشاط أو في مجالات متقاربة، وتهدف على العموم إلى التخصص والسيطرة على حصة معتبرة في السوق، هذا النوع من عمليات الاندماج والاستحواذ هو الأكثر انتشاراً ويمثل أزيد من نصف عدد عمليات السيطرة التي تحدث في الأسواق الأمريكية والأوروبية، ومن أمثله اندماج العملاق الألماني لصناعة السيارات Dymler-Benz مع شركة كرايسلر Chrysler الأمريكية لصناعة السيارات وكذلك اندماج كارفور Carrefour مع بروموديس Promodès.

<sup>1</sup> - Olivier Meier, Guillaume Schier , op., cit, pp.14-15.

**4-1 - عمليات الاندماج والاستحواذ العمودية: Les fusions- acquisitions verticales**

ويتعلق الأمر هنا بعمليات اندماج-استحواذ بين شركات تمارس أنشطة métiers تنتمي إلى مراحل مختلفة ضمن مسار إنتاجي واحد، وقد تكون هذه العمليات بين شركة وأحد مورديها (تكامل نحو المصعد Intégration en amont)، مثل ما هو الأمر في حالات الاندماج بين شركات توزيع الغاز وتمييعه (GDF-TCIN)، أو بين شركة وأحد زبائنها (تكامل نحو المهبط Intégration en aval) مثلما يحدث بين الشركات المالكة لشبكات التوزيع و تلك المالكة للقنوات التلفزيونية (Walt Disney-ABC).

وتهدف الشركات الداخلة في هذا النوع من العمليات من وراء ذلك إلى محاولة تكريس تحكمها على سلسلة إنتاج كاملة من المادة الأولية إلى المستهلك النهائي، وذلك في إطار إستراتيجية السيطرة على فرع إنتاجي معين.

**4-2 - عمليات الاندماج والاستحواذ التركيزية: Les fusions- acquisitions concentriques**

وتخص عمليات تجميع الشركات التي تمارس أنشطة تكمل بعضها البعض، وتهدف الشركة الدامجة من وراء ذلك إلى توسيع مجموعة المنتجات التي تعرضها وكذلك قاعدة زبائنها، كما تتدرج هذه العمليات في إطار إستراتيجية التنويع المبني على التركيز التي تتبناها الشركات والمبنية على منطق التكامل بين الشركات من خلال تداخل المنتجات، المعارف، الزبائن... إلخ. من بين عمليات الاندماج التي تتدرج ضمن هذا الصنف نجد عملية شراء أورونجينا Orangina من طرف مجموعة بيرنود ريكارد Pirnod Ricard وكذلك عملية صفقة استحواذ كاب جيميني Cap Gemini على بوسارد كونسيلتانت Bossard Consultants.

**4-3 - عمليات الاندماج والاستحواذ التكتلية: Les fusions- acquisitions conglomerales**

وتتمثل في عمليات الاندماج-استحواذ، التي تتم بين شركات ليس هناك أي علاقة بينها من حيث طبيعة النشاط، وإنما تهدف الشركات من ورائها إلى ضمان استقرار تدفقاتها النقدية من خلال تنويع مصادر هذه التدفقات، توزيع المخاطر الناتجة عن سوء الظروف الاقتصادية. لكن يتسم هذا الصنف من عمليات الاندماج-استحواذ بارتفاع مخاطره وانخفاض مزايا أثر التلاحم الناتجة عنه نتيجة غياب التلاحم بين الأنشطة الأصلية والنشاط الجديد.

هذا وتجدر الإشارة إلى أن تحليل التطور التاريخي لعمليات النمو الخارجي للشركات عبر مختلف الفترات الزمنية التي واكبت موجات صعود وأقول أشكال معينة من عمليات الاندماج والاستحواذ، قد أثبتت سيطرة عمليات التوسع الخارجي من الشكل الأفقي على باقي الأشكال الأخرى (العمودي، التركيزي)



والتكتلي)، حيث مثلت ما نسبته من 40% إلى 70% من إجمالي عمليات التوسع الخارجي حسب الفترات، وزادت العمليات من هذا الشكل في السنوات الأخيرة حتى أصبحت تمثل حوالي ثلثي (2/3) العمليات المسجلة في الفترة من 1986 إلى غاية 1990<sup>1</sup>.

وعلى العكس من ذلك تم تسجيل تراجع كبير في عمليات التوسع الخارجي من النوع التكتلي، بحيث انخفضت نسبته من الربع (1/4) في نهاية الستينات إلى مقدار العشر (1/10) في سنوات التسعينات، وذلك تحت ضغط زيادة دور الأسواق المالية وتكفل المستثمرين بتتويج محافظهم الاستثمارية بأنفسهم<sup>2</sup>، وفي هذا الصدد يوضح الجدول رقم (2-2) تطور الأشكال الأربعة للتوسع الخارجي عبر الزمن.

الجدول رقم (2-2): تطور الأشكال الأربعة للتوسع الخارجي عبر الزمن.

1990-1986	1985 -1973	1972-1960	الفترات
			العمليات
69%	44%	49%	أفقية
10%	25%	24%	عمودية
12%	31%	24%	تكتلية
09%	-	-	تركزية

المصدر: Olivier Meier, Gillaume Schier , op., cit, p. 42.

#### المطلب الرابع: دوافع عمليات الاندماج-استحواذ.

يقف وراء عمليات الاندماج-استحواذ العديد من الدوافع ذات طبيعة متباينة، منها ما هو دو طابع إستراتيجي تنافسي ومنها ما هو دو طابع تكتيكي انتهازي. وتتمثل هذه الدوافع فيمايلي:

##### 1- زيادة حجم المبيعات:

من المحتمل أن تؤدي عمليات الاندماج-استحواذ إلى زيادة حصة الشركة المعنية في السوق، فقد يؤدي ذلك إلى سد النقص في تشكيلة المنتجات واستهداف شرائح سوقية جديدة، إدخال تكنولوجيا متقدمة من شأنها أن تحقق تطوير جوهري في المنتج، مما يؤدي إلى رفع جودته وزيادة إقبال المستهلكين عليه. كما أن الدخول في هذه العمليات يساعد على التمتع في أسواق واعدة جديدة أو توسيع نشاطها في

<sup>1</sup> - ibid, p 42.

<sup>2</sup> - idem.

مناطق جغرافية جديدة. وبذلك تشكل عمليات التوسع الخارجي وسيلة فعالة وسريعة للحصول على حصص سوقية أو المنافسة في مناطق جغرافية، بما يسمح للشركة بمواصلة نموها وتطويرها<sup>1</sup>. وعلى الخصوص تتجسد خاصية زيادة حجم المبيعات في عمليات الاندماج الرأسي (العمودي)<sup>2</sup>.

## 2- تحقيق مزايا اقتصاديات الحجم:

ينتج عن عمليات الاندماج-استحواذ العديد من الوفورات التي ترتبط على العموم بخاصية الإنتاج بحجم كبير، إذ عادة ما يسفر الاندماج عن وفورات في التكاليف، ويكون ذلك من خلال أثر الإنتاج بحجم كبير وما ينجر عنه من توزيع التكاليف الثابتة على عدد كبير من الوحدات ومن ثم انخفاض التكلفة الثابتة للوحدة. يضاف إلى ذلك الوفورات الناتجة عن حذف الأنشطة المتكررة في الاستغلال، التمويل، التسويق، الإدارة وغير ذلك<sup>3</sup>. وعلى سبيل المثال بلغت قيمة هذه الوفورات في صفقة استحواذ بنك كريدي أجريكول Crédit Agricole على بنك القرض اللبوني Crédit Lyonnais، ما قيمته 750 مليون أورو في السنة الواحدة<sup>4</sup>. ويبرز هذا النوع من المزايا خصوصاً في عمليات الاندماج الأفقي التي تتم بين شركات تنتمي إلى نفس القطاع<sup>5</sup>.

## 3- إتاحة الفرصة لتحسين الأداء:

قد يكمن الدافع وراء محاولة امتلاك شركة أخرى، في اعتقاد إدارة الشركة الراغبة في السيطرة أن أداء الشركة المستهدفة أقل مما ينبغي أن يكون عليه وأن أسهمها مسعرة في السوق بأقل من قيمتها، وأن من شأن عملية السيطرة عليها أن تؤدي إلى تحسين أدائها والاستفادة من الإمكانيات غير المستغلة على مستواها. وفي هذا الصدد تشير دراسة لي مارتن وماكونال Martin & McConnell لعينة من الشركات كانت محل عمليات اندماج، أن أسهم الشركات المستهدفة في عينة الدراسة، كانت خلال الأربع سنوات التي سبقت العملية، أقل بـ 15% من مثيلاتها وأن هذه الشركات تم إعادة هيكلتها وتحسين أدائها بعد عملية السيطرة عليها<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> - ibid, p 24.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 474.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 473.

<sup>4</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p 950.

<sup>5</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005، ص 474.

<sup>6</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p. 953.

غير أن هذا الدافع قد يفقد أهميته، إذ أن وصول معلومات إلى السوق تشير بوجود شركة ترغب في السيطرة على الشركة المستهدفة، يؤدي إلى رفع سعر السهم وقد يصل إلى مستوى قد يجعل عملية السيطرة مكلفة، غير مجدية وتعود بالسلب على ثروة ملاك الشركة الراغبة في السيطرة.

#### 4-تحقيق مزايا ضريبية:

تسمح التشريعات الضريبية في أغلب دول العالم للشركات المعنية بعمليات الاندماج-استحواذ، بالاستفادة من مزايا ضريبية معتبرة، خاصة في حالة كون أرباح الشركة الدامجة (الراغبة في السيطرة) كبيرة وتقع ضمن شريحة ضريبية عالية، حيث يصبح من مصلحتها الاندماج مع شركة أخرى حققت خسائر و تحميل هذه الأخيرة على الأرباح ومن تم تجنب دفع الضرائب وتحقيق وفورات ضريبية كبيرة. بالإضافة إلى ذلك تسعى الشركات الخاسرة أيضاً إلى الاندماج مع شركات مستهدفة أخرى رابحة، وذلك من أجل تحميل خسائرها على أرباح هذه الشركة المستهدفة وعدم انتظار ترحيل هذه الخسائر إلى سنوات لاحقة<sup>1</sup>.

كذلك قد تؤدي عمليات الاندماج-استحواذ إلى زيادة مقدرة الشركة على الاستفادة من المزيد من الوفورات الضريبية، إذ أن هذه العمليات عادة ما تسفر عن زيادة حجم الشركة الراغبة في السيطرة، مضاعفة أصولها، تخفيض نسبة الرفع المالي لديها وتخفيض حجم المخاطر التي تتطوي عليها عملياتها، مما يزيد من طاقتها الاقتراضية ومن تم الاستفادة من وفورات ضريبية أكبر.

هذا بالإضافة إلى المزايا التي تتمتع بها الشركة الدامجة في حالة كونها شركة قابضة، حيث تسمح لها التشريعات الضريبية بخصم فوائد القروض التي تعاقدت عليها لإتمام عملية السيطرة، من توزيعات الأرباح التي تحصل عليها من وراء الأسهم (الحصص) التي تمتلكها في الشركة التابعة (الفرع)، وكذلك إمكانية استفادتها من نظام الشركة الأم- الشركة التابعة ونظام الاندماج الضريبي اللذان يتيحان لها العديد من المزايا الضريبية<sup>2</sup>.

#### 5- تخفيض تكلفة التمويل:

عمليات الاندماج-استحواذ هي عمليات توسع خارجي تؤدي إلى زيادة حجم الشركة الدامجة ومن تم زيادة حجم عملياتها في مجال التمويل، مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل وتوزيعها على عدد كبير من الصكوك المصدرة، وذلك على اعتبار أن الجانب الأكبر من تكاليف الإصدار هي من النوع الثابت.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 476.

<sup>2</sup> - Jaques Teulie, Patrick Topsacalian, Finance, 4<sup>ème</sup> édition, Vuibert, paris, 2005.p.677-680.

أما فيما يخص التعاقد على القروض مع البنوك والمؤسسات المالية، فمن المفروض أن يحصل الكيان الجديد بعد عملية الاندماج على القروض بمعدل فائدة أقل وذلك بسبب تقديمه ضمانات أكبر. هذا ناهيك أن الاندماج قد يترتب عنه تنويع يؤدي إلى استقرار التدفقات النقدية، مما يعني انخفاض المخاطر ومن تم الحصول على الأموال المقترضة بتكلفة أقل<sup>1</sup>.

## 6- التنويع:

قد تهدف عمليات الاندماج-استحواذ إلى تنويع استثمارات الشركة الدامجة، فبالإضافة إلى كون التنويع هو مصدر استقرار في ربحية الشركة وانخفاض المخاطر غير المنتظمة التي تنطوي عليها عملياتها. فهو كذلك يسمح للشركة بإدارة خطوط إنتاج عديدة وغير مرتبطة\*، ينتمي العاملون فيها إلى نقابات عمالية مختلفة. وفي ظل اختلاف تواريخ تفاوض الشركة مع هذه النقابات، يصبح من السهل عليها فرض منطقتها على كل نقابة على حدا، دون الخوف من أثار إضرابات واسعة النطاق وتأثر كبير للتدفقات النقدية<sup>2</sup>.

كما قد يكون اتجاه الشركة نحو التنويع مدفوعاً بمحاولة استغلال الفرص الموجودة في القطاع الواعد الذي تنتمي إليه الشركة المستهدفة، لاسيما إذا كان القطاع الذي تنشط فيه قد وصل إلى حالة الركود<sup>3</sup>.

لكن وعلى الرغم من المزايا العديدة للتنويع، إلا أنه ليس ذو جدوى بالنسبة للمستثمرين في الأسواق المالية، ما دام أنهم قادرين على تنويع محافظهم الاستثمارية بأنفسهم وبطريقة أحسن بكثير من تلك التي تقوم بها الشركات. غير أن هذا ينطبق فقط على المستثمرين في الأسواق المالية التي تتسم بالكفاءة، وهي خاصة غير متوفرة في أغلب الأسواق المالية ولاسيما أسواق الدول الناشئة.

## 7- تحسين استخدام النقدية المتاحة:

قد يتمثل الباعث الأساسي على دخول شركة ما في عملية اندماج-استحواذ، هو امتلاكها لنقدية فائضة، لا تسمح لها مقتضيات سياسة التوزيع و/أو التشريعات الضريبية بتوزيعها سواء نقداً أو في شكل إعادة شراء الشركة لأسهمها، بحيث يبقى الملاذ الوحيد لاستخدام هذه النقدية هو شراء أسهم شركة أخرى.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 477-478.

\* تتجسد هذه الخاصية في الاندماجات المختلطة، التي تحدث بين شركات غير مرتبطة من حيث طبيعة نشاطها، ويهدف فقط من وراء العملية إلى تنويع أنشطة الشركة الدامجة وتخفيض المخاطر المرتبطة بتدفقاتها النقدية.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 476-477.

<sup>3</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p 955.

وفي هذا الإطار عادة ما تكون الشركة الدامجة عبارة عن شركة تعمل في قطاع وصل مرحلة النضج و يدر النشاط فيه تدفقات نقدية معتبرة لكن هناك صعوبات كبيرة في إيجاد فرص مواتية لإعادة استثمار هذه النقدية، في حين تنتمي الشركة المستهدفة إلى قطاع ينمو بسرعة وتتوفر فيه فرص استثمارية كبيرة<sup>1</sup>. ومما يزيد من جاذبية هذا البديل أن بعض الأنظمة الضريبية، يعفي دخل الشركة الدامجة من الضريبة على 70% من التوزيعات التي تحصل عليها من مساهمتها في الشركة المستهدفة<sup>2</sup>.

يضاف إلى ذلك أن عدم قيام الشركة بتخصيص الفائض النقدي المتوفر على مستواها واستغلاله في شراء شركة أخرى، فإنها سوف تكون محل أطماع شركات أخرى تستهدف السيطرة عليها و استغلال هذا الفائض. وأفضل مثال على ذلك هو ما حدث للشركات البترولية خلال الأزمة البترولية التي عرفتها بداية ثمانينات القرن الماضي، حيث كانت العديد منها محل تهديدات سيطرة هدفها الاستحواذ على السيولة التي تتوفر عليها والتي لم يكن بإمكانها إعادة استثمارها في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سلبية، بسبب الأزمة و تراجع أسعار البترول<sup>3</sup>.

#### 8- احتكار السوق:

قد تهدف الشركات من وراء الدخول في عمليات الاندماج-استحواذ، إلى إضعاف المنافسة والسيطرة على السوق، وذلك من خلال الحصول على القدرات الاقتصادية الكافية لتقوية سلطة الشركة الدامجة في مواجهة الفواعل الأخرى في السوق (منافسين، زبائن، موردين... إلخ)، ومن تم تغيير قواعد اللعبة في السوق لمصلحتها. حيث يسمح لها حجمها بعد إتمام عملية الاندماج بالاستفادة من وضع المحتكر، وهو ما يتيح لها التحكم في العديد من المتغيرات الأساسية في السوق (تحديد الكميات المباعة، تحديد الأسعار، وضع الممارسات وتحديد المعايير، تقوية وضعيتها التعاقدية مع الموردين والزبائن).

لكن لما للاحتكار وغياب المنافسة من أثر سلبي على كل من الأفراد، الشركات، الاقتصاد والمجتمع على حد سواء، فلقد سارعت العديد من الدول وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية والإتحاد الأوروبي إلى سن تشريعات تمنع عمليات الاندماج-استحواذ التي تؤدي أو تهدف إلى خلق وضعية احتكارية. وفي هذا الصدد نشير إلى قانون مكافحة الاحتكار الذي سن في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1914 ويعرف باسم قانون كلايتون Clayton act والتوجيهات الأوروبية في مجال محاربة التكتلات

<sup>1</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p 952.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 476.

<sup>3</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p. 952.

الاقتصادية المؤدية إلى الاحتكار\* . هذا على مستوى التشريعات، أما على مستوى الوقائع فقد شهد تاريخ عمليات الاندماج-استحواذ العديد من حالات تدخل سلطات الضبط والإشراف لمنع العديد من هذه العمليات وذلك تحت مبرر أنها تؤدي إلى الاحتكار وإضعاف المنافسة، و نذكر منها تدخل المفوضية الأوروبية لمنع إندماج سكانيا Skania وفولفو Volvo السويديتين<sup>1</sup>، شنايدر إلكترونيك Schneider Electric ولوجراند Legrand في فرنسا<sup>2</sup>.

### 9-زيادة سيولة الأسهم:

قد يكمن الدافع وراء اندماج الشركات، في التخلص من ضعف سيولة الأسهم الذي تعاني منه الشركات الصغيرة المملوكة لعدد محدود من حملة الأسهم، حيث أنه من المفروض أن يترتب عن اندماج شركتين صغيرتين تحسين في سيولة أسهمهما، كما أن اندماج شركة صغيرة مع شركة كبيرة عادة ما يؤدي إلى تحسن كبير في سيولة سوق أسهمها. هذا ويرتبط ارتفاع مستوى سيولة أسهم شركة ما بمزايا عديدة، خاصة فيما يتعلق بسهولة تبادل هذه الأسهم وانخفاض المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها، وهو الأمر الذي يترك أثر إيجابي على قيمة هذه الأسهم، إذ أثبت العديد من الدراسات أن هناك علاقة طردية بين سيولة السهم وقيمه السوقية ومن تم قيمة الشركة ككل<sup>3</sup>.

### 10- الدوافع الذاتية للمديرين:

في ضل سيطرة المدراء على مقاليد الأمور في الشركات، من الطبيعي أن تصبح مصالحهم الذاتية، التي يمكن أن تتعارض مع مصالح حملة الأسهم، هي المعيار الأوحد الذي تتخذ على أساسه القرارات ولاسيما قرارات الاستثمار والتمويل. ومن صور ذلك قيام الإدارة في الشركة بعمليات اندماج-استحواذ، لا تؤدي إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم وقد يترتب عنها إضرار كبير بمصالحهم، فالكثير من هذه العمليات يبقى الهدف منها هو فقط إشباع الدوافع والرغبات الذاتية للمديرين.

فسعي بعض مدراء الشركات لإشباع دوافع القوة والسيطرة وحاجة الاعتراف التي ترتبط بالمركز الاجتماعي، وهي مزايا غالباً ما ترتبط بإدارة شركة عملاقة تمتلك علاقات واسعة مع النافدين في السلطة.

\* حسب المفوضية الأوروبية، تعتبر شركة في وضعية محتكر في الحالة التي تصبح فيها تنتصرف في السوق دون الأخذ في الحبان لرد فعل

المنافسين، الموردين والزبائن (للمزيد حول هذا الموضوع، أنظر le règlement n° 4064/89 sur les concentrations notamment les (articles 8 (3) et 8(4).

<sup>1</sup> - Gérard Garibaldi, **l'analyse stratégique**, 3<sup>ème</sup> édition, édition d'organisation, Paris,2003, p. 05.

<sup>2</sup> - Olivier Meier, Guillaume Schier , opt., cit, p 22.

<sup>33</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 478.

وهناك دافع الأمان، الذي يتحقق نتيجة الاندماج بين شركات تعمل في قطاعات مختلفة، في إطار عمليات الاندماج المختلط، بحيث ينتج عن ذلك كيان اقتصادي ينشط في العديد من القطاعات، مما يعني استقرار تدفقاته النقدية وضعف تأثيرها بظروف قطاع واحد، وهو الأمر الذي يحد من مخاطر الإفلاس التي تتعرض لها الكيانات الاقتصادية التي تركز نشاطاتها في قطاع واحد، ويزيد بالتالي من فرص بقاء المدراء في مناصبهم.

يضاف إلى ذلك سعي الإدارات في الشركات إلى تعظيم مكاسبها المالية من وراء الدخول في عمليات الاندماج-استحواذ، حيث أن الأجور والحوافز الأخرى التي يحصلون عليها ترتبط في جزء كبير منها بحجم الشركة التي يديرونها وبالتالي فإن الاندماج يؤدي بالضرورة إلى رفع هذه الأجور والحوافز.

### 11- الاستفادة من مزايا بيع الشركة في أجزاء:

في الحالات التي تكون فيها القيمة المجزئة للشركة Breakup Value، أعلى من باقي القيم الأخرى المتعارف عليها (القيمة الاقتصادية، القيمة السوقية، القيمة الاحلالية... إلخ)، يصبح من المفيد لحملة أسهمها بيعها مجزأة، بدلاً من بيعها كوحدة واحدة. ويكون ذلك في إطار عملية انفصال-اجتماع Scission-Fusion، بحيث يتم توزيع ذمة الشركة المنحلة على العديد من الشركات الأخرى الموجودة مسبقاً، في حين يصبح حملة أسهمها مساهمين في هذه الشركات<sup>1</sup>.

ويتمشى هذا الدافع مع الشركات التي ليس هناك تآزر بين أصولها ويؤدي وجود هذه الأصول في حالة نشاط في إطار شركة واحدة إلى خلق فارق اقتناء سلبي Badwill، مما يعني أن قيمة هذه الأصول ومنفردة أعلى من قيمتها وهي مجتمعة.

### 12- مواجهة محاولات السيطرة العدوانية:

قد تلجأ إدارة الشركة المستهدفة للسيطرة إلى استخدام تكتيك دفاعي، يتمثل في إبرام صفقة اندماج مع شركة أخرى، وبالتالي يصبح حجم الشركة المستهدفة أكبر مما يصعب على شركة أخرى امتلاكها<sup>2</sup>. كما يمكن لها في هذا الصدد استخدام إستراتيجية الفارس الطاهر أو الدخول في تحالفات مع شركات أخرى من أجل صد محاولة السيطرة التي تتعرض لها الشركة التي تديرها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - Hervé Hutin, op., cit, p 768.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 477.

<sup>3</sup> - Hervé Hutin, op., cit, p 777.

### المطلب الخامس: عمليات الاندماج-استحواذ وخلق الثروة.

عمليات الاندماج-استحواذ هي قرارات مالية إستراتيجية تُتخذ على مستوى الشركة المعتدية وتمتد انعكاساتها إلى الشركة المستهدفة، حيث تؤدي في غالب الأحيان إلى خلق الثروة أو تدميرها على مستوى كلا أو واحدة من الشركتين الداخلتين في العملية، ولهذا يعتبر مدى مساهمة هذه العمليات في خلق الثروة وتوزيعها على جميع الأطراف المعنية (مساهمين الشركة المعتدية، مساهمين الشركة المستهدفة، الإدارة، الدائنين، الأجراء... إلخ) من المسائل الجوهرية التي حظيت بالعديد من الدراسات. وعلى العموم توصلت هذه الدراسات، التي أجري أغلبها في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى أن خلق الثروة يترافق مع الإعلان عن عمليات الاندماج-استحواذ، وأن ذلك يتجسد في تسجيل أسهم الشركات المعنية لمعدلات مردودية غير عادية. لكن هذه الثروة التي يتم خلقها بمناسبة الإعلان عن هذه العمليات تصب بالكامل في مصلحة مساهمي الشركة المستهدفة في حين تم تسجيل معدلات مردودية غير عادية قريبة من الصفر أو سالبة بالنسبة لحملة أسهم الشركة المعتدية، والجدول رقم (2-3) يوضح متوسط معدلات المردودية غير العادية في سوق رأس المال الأمريكي.

الجدول رقم(2-3):متوسط معدلات المردودية غير العادية في السوق الأمريكي.

الشركات	1979-1973	1989-1980	1998-1990
الشركة المستهدفة	%16	%16	%15,90
الشركة المعتدية	%-0,30	%-0,40	%-1,00
الشركة المستهدفة+ الشركة المعتدية	%1,50	%2,60	%1,40

المصدر: Grégor Andrade, Mark Mitchell et Eric Stafford (2001), « New evidence and perspectives on mergers », Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, n°2.

كذلك توصل جنسن Jensen و روباك Ruback سنة 1983<sup>1</sup>، إلى ملاحظة مهمة مفادها أنه يمكن أن يختلف خلق القيمة لمساهمي الشركة المعتدية، وذلك على أساس التفريق بين عمليات الاندماج وعمليات الاستحواذ، وكذلك على أساس كيفية تعويض حملة أسهم الشركة المستهدفة، وفي هذا الصدد خلصت دراستهما إلى أن عمليات الاستحواذ الممولة نقداً هي الوحيدة التي تسمح لهم باستمالة جزء بسيط من الثروة التي تخلقها هذه العمليات، وعلى العكس من ذلك لا تسمح عمليات الاندماج وعمليات

<sup>1</sup> - JENSEN M.C. et RUBACK R.S, « Ther market for corporate control, the scientific evidence », Journal of Financial Economics, n 11, 1983, p5-50.



الاستحواذ الممولة بإصدار الأسهم بإجتداب أي قدر من الثروة التي يتم خلقها. والجدول التالي يوضح هذه النتائج:

الجدول رقم(2-4):متوسط معدلات المردودية غير العادية في السوق الأمريكي.

اندماج	استحواذ	نمط عملية التوسع الخارجي
%20	%30	الشركة المستهدفة
%0,0	%04	الشركة المعتدية

المصدر: (Jensen et Ruback (1983)

وفيما يخص حجم الخسائر التي تحملها مساهمي الشركات المعتدية، أثبتت دراسات أخرى أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية، حول عمليات الاندماج-استحواذ التي حدثت في الفترة من 1980 إلى غاية 2001، أنه من أصل حوالي 1200 عملية أنجزت في هذه الفترة، تكبد مساهمي الشركات المعتدية ما قيمته 218 مليار دولار من الخسائر<sup>1</sup>.

في الأخير لابد من الإشارة إلى أنه، وعلى الرغم من الدوافع العديدة التي قدمت كأسباب لقيام شركة ما بالاندماج أو الاستحواذ مع/على شركة أخرى. وفي ضل الأرقام و المعطيات التي قدمتها الدراسات المذكورة أعلاه، يمكن القول أن الدوافع الحقيقية التي تقف وراء قيام الشركات بهذا النوع من عمليات التوسع الخارجي، لا ترتبط في أغلب الأحيان لا بالأداء ولا بالأهداف الأخرى ذات الطابع المالي، وإنما تتعلق بتحقيق أهداف السيطرة والتجدر التي تسعى إليها الإدارة أو التحالف الحاكم في الشركة. وفي هذا الصدد أجريت دراسة رائدة سنة 1990 من طرف مورك Morck، شلايفر Shleifer وفيشني Vishny، بهدف تحديد الأسباب التي تقف وراء قيام الشركات بعمليات اندماج-استحواذ تعود سلباً على المساهمين فيها، وكانت النتائج المتوصل إليها من خلال دراسة عينة تتكون من 327 عملية، تشير إلى أن الطموحات الشخصية للمدراء والمتمثلة في زيادة مبلغ الحوافز التي يحصلون عليها وتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها، تدفعهم إلى زيادة حجم الشركات التي يديرونها وتنويع أنشطتها من خلال اللجوء عمليات الاندماج والاستحواذ<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - Olivier Meier, Gillaume Schier , op., cit, p. 57.

<sup>2</sup> - Randhal Morck, Andrei Shleifer, Andrei.W Vishny,(1990) « Do managerial Objectives Drive bad Acquisitions? », Journal of Finance, 45(1), , p.31-48.

المبحث الثاني: الأشكال القانونية والتركيبات المالية لعمليات الاندماج-استحواذ.

إن ملاحظة عمليات الاندماج-استحواذ المنجزة في العقود الأخيرة تبين الطبيعة المتعددة الجوانب لهذا النوع من عمليات التوسع، وكذلك اختلاف الممارسات والكيفيات التي تتم بها هذه العمليات، فهناك عمليات الاستحواذ، الاندماج، العروض العامة للشراء، العروض العامة للتبادل، السيطرة على حصص أغلبية... إلخ، وهو الأمر الذي يجعل من الصعب حصر مختلف أبعادها والعوامل المؤثرة فيها.

**المطلب الأول: العوامل المؤثرة في اختيار الأشكال القانونية والتركيبات المالية لعمليات الاندماج-استحواذ.**

من أهم العوامل الأكثر تأثيراً في اختيار الشكل القانوني و التركيبية المالية المستخدمين في عمليات الاندماج-استحواذ، نجد مايلي:

### 1- أنماط تمويل عمليات الاستحواذ.

يعتبر تحديد نمط تمويل عملية التوسع الخارجي من المسائل الجوهرية التي تشكل خياراً مهماً في إطار سياسة مالية متعددة الأبعاد، لاسيما فيما يخص أبعاد من قبيل التوازن المالي، توفر السيولة قبل وبعد العملية وجغرافية رأسمال الشركة الراغبة في السيطرة والشركة الهدف. ويمكن لإدارة الشركة الراغبة في السيطرة الاختيار بين ثلاث أنماط لتمويل عملية الاندماج-استحواذ، وتتمثل هذه الأنماط في التمويل بالسيولة، التمويل بالأسهم و التمويل المختلط.

لكن اختيار نمط معين من أنماط التمويل المذكورة أعلاه، يفرض على الشركة خيارات أخرى فيما يخص تدبير الأموال التي تستخدم لإتمام عملية التوسع الخارجي، والتي يمكن أن تكون عبارة عن تمويل ذاتي، قروض أو نتاج إصدار أسهم عادية جديدة. غير أن لجوء الشركة إلى تدبير الأموال المستخدمة في هذه العملية من هذه المصادر تكتفه الكثير من المخاطر، فضلاً عن كونه مرتبط بالعديد من العوامل.

### 2- العوامل المؤثرة في تحديد نمط تمويل عمليات الاندماج-استحواذ:

تتمثل العوامل التي تتحكم في اختيار نمط التمويل في مايلي<sup>1</sup>:

**1-2- سعر سهم الشركة الراغبة في السيطرة في تاريخ العملية:** حيث كلما كان سعر سهم الشركة الراغبة في السيطرة مرتفع في السوق، كان من مصلحتها تمويل عملية التوسع الخارجي بإصدار أسهم عادية جديدة. وكلما كان سعر سهمها منخفض في السوق، كان من مصلحتها تمويل عملية التوسع من السيولة المتوفرة لديها.

<sup>1</sup> - Olivier Meier, Guillaume Schier, op. cit., p 42.

2-2- توفر السيولة لدى الشركة الراغبة في السيطرة: يلعب هذا العامل دوره كاملاً في حالة عدم التخطيط لعملية التوسع الخارجي وكونها تهدف فقط لاستغلال فرصة توفرت للشركة في السيطرة، حيث لم تقم هذه الأخيرة بوضع أي مخطط تمويل مسبق و/أو لا تتوفر لا على الأموال اللازمة ولا تملك القدرة الكافية على الاستدانة.

2-3- حجم الشركة الهدف: أي أنه كلما كانت الشركة الهدف كبيرة، كان من الصعوبة بما كان تمويل عملية السيطرة عليها من خلال الخزينة، وكلما كان حجمها صغير نسبياً أمكن القيام بذلك من خلال إصدار أسهم عادية جديدة.

2-4- حصة رأس المال المملوكة من طرف الإدارة: نظراً لكون تمويل عملية التوسع الخارجي من خلال إصدار الأسهم العادية، سوف يؤدي حتماً إلى تمييع سلطة المساهمين المرجعيين في الشركة الراغبة في السيطرة، فإنه من الطبيعي أن تسعى الإدارة التي تملك قسط من رأسمال، إلى التوجه نحو تمويل العملية من خزينة الشركة وتجنب إصدار أسهم عادية جديدة، قد تؤدي إلى إضعاف استقرار جغرافية رأسمال الشركة بعد عملية الاندماج-استحواذ. غير أنه وبسبب تراجع دور الإدارات التنفيذية في الشركات لمصلحة المساهمين، لاسيما المؤسساتيين منهم، شهدت السنوات الأخيرة موجه من توجه الشركات نحو تمويل عمليات التوسع الخارجي التي تقوم بها من خلال إصدار الأسهم، وترافق ذلك مع موجه من عمليات الاندماج-استحواذ بتبادل الأسهم (OPE). والجدول رقم (2-4) التالي يوضح تطور توزيع عمليات التوسع الخارجي في الولايات المتحدة على أساس نمط التمويل.

والجدول رقم (2-5): تطور توزيع عمليات التوسع الخارجي في الولايات المتحدة على أساس نمط التمويل.

نمط الدفع	1973-1979	1980-1989	1990-1998
سيولة	38%	45%	27%
أسهم	37%	33%	58%
مختلط	25%	22%	15%

المصدر: Gregor Andrade., Mark Mitchell., Eric Stafford., (2001), « New evidence and perspectives on mergers », Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, n°2.

2-5- الطابع العدواني أو الودي لعملية الاندماج- استحواذ: تتمثل عمليات التوسع الخارجي ذات الطابع العدواني في تلك العمليات التي يتم اقتراح شروطها وكيفياتها مباشرة على المساهمين، دون المرور عبر إدارة الشركة المستهدفة، وهي غالباً ما تتصف باستخدام كثيف لأثر الرفع المالي، أي اللجوء إلى

الاستدانة على حساب التمويل بإصدار الأسهم العادية أو استخدام السيولة المتوفرة في الخزينة. ومن بين عمليات الاندماج-استحواذ التي اتصفت بهذه الخاصية، نجد العروض العامة للشراء التي عرفت في الولايات المتحدة الأمريكية في سنوات الثمانينات. لكن وعلى عكس الاعتقاد السائد، بأن أغلب عمليات التوسع الخارجي هي عمليات عدوانية، يشهد تاريخ عمليات الاندماج-استحواذ، سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو في فرنسا والدول الأخرى، أن أغلب العمليات كانت ذات طابع ودي، ففي دراسة أجراها جنسن Jensen سنة 1992 تم التوصل إلى أنه من أصل 35.000 عملية اندماج-استحواذ، حدثت في الفترة 1976-1990، بلغ عدد العمليات العدوانية 364 عملية<sup>1</sup>، كما توصل أندراد Andrade، ميتشال Mitchell وستافورد Stafford سنة 2001، إلى نتائج مماثلة فيما يخص السياق الأمريكي<sup>2</sup>.

وفيما يخص علاقة طابع عملية الاندماج-استحواذ مع خصائص الشركة المستهدفة، أثبتت العديد من الدراسات، أن الشركات المستهدفة في العمليات العدوانية هي شركات قديمة، ذات أداء أقل من المتوسط ومعدل نمو ضعيف، في حين تتمثل الشركات المستهدفة في العمليات ذات الطابع الودي، في شركات جديدة وذات أداء أعلى من المتوسط. كما تم التوصل أيضاً إلى أن الشركات التي تدار من طرف مدراء ينتمون إلى العائلة المؤسّسة أقل تعرضاً لعمليات الاندماج-استحواذ<sup>3</sup>.

وعلى العموم، تتدرج عمليات الاندماج-استحواذ ذات الطابع العدواني، ضمن آلية سوق رأس المال لحوكمة الشركات، وذلك كونها تسمح بتغيير هيكل الملكية وما قد يترتب عنها من ترتيبات جديدة، لاسيما فيما يخص إقالة الإدارة القائمة واستبدالها بواحدة جديدة أكثر كفاءة. وعلى هذا الأساس تم تسجيل وجود علاقة عكسية بين معدل دوران المدراء في الشركة واحتمال تعرضها لمحاولة سيطرة عدوانية<sup>4</sup>.

### المطلب الثاني: عمليات الاستحواذ: Les opérations d'acquisitions

على أساس كيفية تعويض المساهمين في الشركة المستهدفة، يمكن تقسيم عمليات الاستحواذ إلى:

#### 1- الاستحواذ بشراء الأسهم: Les acquisitions par l'achat d'actions

تتمثل هذه العمليات في نقل ملكية أسهم الشركة المستهدفة من مساهميها إلى الشركة المعتدية، بحيث يقوم المساهمين في الشركة المستهدفة الذين يقبلون بالدخول في العملية بالتنازل عن أسهمهم مقابل

<sup>1</sup> - JENSEN M.C., « Market for Corporate Control », in The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, 11-13, 1992, p.657-666.

<sup>2</sup> - Gregor Andrade., Mark Mitchell., Eric Stafford., op., cit.

<sup>3</sup> - Olivier Meier, Gillaume Schier , op., cit, p 41.

<sup>4</sup> - idem.

الحصول على نقدية حاضرة أو آجلة. هذا الانتقال في الملكية يتم في إطار عمليات شراء عادية للأسهم أو الحصص، كما يمكن أن يكون من طرف شخص طبيعي.

ويعتبر عدد الأسهم المستحوذ عليها هو المعيار الأساسي الذي يتم من خلاله الحكم على طبيعة العملية، ففي الحالات التي تتضمن استحواذ الطرف المعتدي (شخص معنوي أو طبيعي) على أكثر من 50% من الأسهم (الأصوات) يعتبر ذلك عملية سيطرة، في حين يشكل الاستحواذ على أقل من ذلك مجرد حصول على حصة أقلية prise de participation minoritaire.

### 1-1- تمويل عمليات الاستحواذ بشراء الأسهم:

قد يترتب عن عمليات الاستحواذ بشراء الأسهم، قيام الإدارة في الشركة المعتدية بتسديد مبالغ كبيرة، لاسيما في حالة كون الشركة المستهدفة كبيرة أو منح علاوة سيطرة معتبرة للمساهمين في الشركة المستهدفة، وهو الأمر الذي يتطلب كذلك قيام الإدارة في هذه الشركة بإعادة بلورة سياستها المالية، وذلك من أجل تدبير الموارد المالية اللازمة لإتمام عملية شراء الأسهم المطلوبة للسيطرة، من جهة و الحفاظ على مؤشرات أدائها السوقي من جهة أخرى. وعلى العموم تتمثل مصادر أموال المستخدمة في تمويل هذه العمليات في مايلي<sup>1</sup>:

- التمويل الذاتي، في حالة امتلاك الشركة المعتدية لاحتياطات خزينة متراكمة؛

\_ الاقتراض عندما تمتلك الشركة المعتدية قدرات إضافية على الاقتراض؛

\_ إصدار أسهم عادية جديدة في إطار عملية رفع رأس المال؛

### 1-2- كفاءات تنفيذ عمليات الاستحواذ بشراء الأسهم والحالة الخاصة بالعروض العامة للشراء:

ترتبط كفاءات الاستحواذ على شركة ما بتسعيرها في البورصة من عدمه وكذلك بطبيعة هيكل ملكيتها، وعلى هذا الأساس يوجد أمام الشركات التي تود السيطرة على شركات أخرى الطريقتين التاليتين:

○ الاستحواذ الكلي أو الجزئي على شركة غير مسعرة في البورصة: وذلك بما يسمح بحدوث عملية تقارب بطريقة ودية، فطبيعة هذا النمط من الاستحواذ وتركز ملكية الشركات غير المسعرة، يجعل منه عملية يجب أن تتم بموافقة المساهمين والإدارة في الشركة المستهدفة.

<sup>1</sup> - ibid. p 41.

○ الاستحواذ الكلي أو الجزئي على شركة مسعرة في البورصة: وفي هذه الحالة تتم عملية التقارب سواء بطريقة ودية أو عدوانية، وهنا يمكن التمييز بين من الإجراءات المنظمة التي يمكن إتباعها وهي:

### 1-2-1- جمع الأسهم (حقوق التصويت) في البورصة: Le ramassage en bourse

تتمثل هذه التقنية في شراء الأسهم في السوق المالي بطريقة تصاعدية، حيث يسمح ذلك للشركة التي تود السيطرة ببلوغ أو الاقتراب من عتبات معينة (05%، 10%، 20%، 25%، 33,33%)، تسمح لها بممارسة نوع من الرقابة أو السيطرة على الشركة المصدرة لهذه الأسهم. ونظراً للأهمية و الخطورة التي تكتسبها هذه الطريقة خاصة وأنها قد تؤدي إلى بلوغ نسبة الأسهم (حقوق التصويت) المملوكة للشركة التي تود السيطرة في رأسمال الشركة المستهدفة، عتبة 33,33%، وهو الأمر الذي يستدعي ضرورة مباشرة الشركة التي تود السيطرة لعرض عام للشراء يهدف إلى شراء كامل أسهم الشركة المستهدفة، وقد لا تتوفر لها السيولة الكافية لإتمام هذه العملية. لذلك دأبت التشريعات في العديد من الدول على تقنين عملية جمع الأسهم في البورصة، حيث يلزم القانون الفرنسي كل شركة تود السيطرة على شركة أخرى بضرورة إعلانها هي وهيئة الأسواق المالية (AMF: Autorité des Marchés Financiers) ببلوغها إحدى العتبات المذكورة أعلاه، كما تصبح كذلك ملزمة بتقديم إعلان نوايا *déclaration d'intention* يوضح أهدافها في حالة تجاوزها عتبتى 10% و 20%<sup>1</sup>.

### 1-2-2- التفاوض على حصة مهمة (كتلة سيطرة bloc de controle):

هي عبارة عن عملية استحواذ ذات طابع ودي، تتم من خلال التفاوض خارج البورصة بين الشركة التي ترغب في السيطرة وأحد المساهمين المرجعيين، تقضي بتنازل هذا الأخير عن كل أو جزء من أسهمه (حقوق التصويت)، بحيث يؤدي ذلك إلى حصول الشركة التي ترغب في السيطرة، دفعة واحدة، على حصة رأسمال (نسبة حقوق تصويت) تسمح لها بممارسة الرقابة على الشركة المصدرة للأسهم وغالباً ما تكون هذه الحصة حصة أغلبية *participation majoritaire*.

ونظراً لكون هذه الآلية تؤدي إلى تغير جوهري في هيكل ملكية وجغرافية رأسمال الشركة المستهدفة، حيث أنها تنطوي على انتقال ملكية حصة أغلبية الأسهم (حقوق التصويت) من يد إلى أخرى، مما يضع مصالح بعض الأطراف ذات العلاقة في الشركة في خطر ويتطلب ضرورة توفر

<sup>1</sup> - ibid. p 41.

ضمانات كافية من طرف الشركة المسيطرة، حول عدم مساسها بمصالح هذه الأطراف، وفي الغالب يكون ذلك في شكل إصدار بروتوكول يتضمن مايلي<sup>1</sup>:

- شروط ضمان الأصول والخصوم؛
- وضع المدراء بعد عملية التنازل عن الأسهم؛
- شروط عدم المنافسة؛
- ضمان الزبائن؛

لكن التحدي الأساسي في هذا النوع من العمليات يكمن في حتمية السماح بإمكانية خروج أقلية المساهمين من رأسمال الشركة المسيطر عليها، مما يعني أن الشركة المسيطرة ملزمة بتطبيق إجراءات ضمان السعر *procédure de garantie de cours*، وما يترتب عنها من التزامها بشراء كل سهم يقدمه صاحبه بسعر محدد، ويكون هذا السعر على العموم قريب من سعر السهم قبل العملية.

### 1-2-3-1- العروض العامة للشراء: Les Offres Publiques d'Achat

العروض العامة للشراء تمثل واحدة من أهم أشكال السيطرة على الشركات المسعرة في البورصة، وهي عبارة عن آلية لنقل ملكية هذه الشركات، كما أنها ذات تأثيرات عميقة على هيكل ملكيتها وجغرافية رأسمالها.

### 1-2-3-1- مفهوم وأهمية عمليات العروض العامة للشراء:

تشكل هذه العمليات الشكل العادي للاستحواذ على شركة مسعرة في البورصة، وهي في الغالب عمليات ذات طبيعة عدوانية تتنافى مع مصلحة الإدارة والمساهمين المرجعيين في الشركة المستهدفة، وعلى العكس من ذلك تتماشى بصورة جيدة مع مصلحة أقلية المساهمين، وتتمثل في «الإجراء الذي يسمح لشخص طبيعي أو معنوي، يتصرف وحده أو باتفاق، بإعلام جمهور المساهمين في شركة مسعرة بأنه مستعد لشراء الأسهم التي يمتلكونها بسعر محدد يزيد عن السعر السوقي لها»<sup>2</sup>. وذلك بهدف السيطرة الكلية على مَقدرات الشركة المستهدفة، إذ تهدف الشركات المبادرة بالعروض العامة للشراء في الغالب إلى الاستحواذ على 100% من إجمالي الأسهم (حقوق التصويت). كما يعرفها دوبلان Depallens وجوبارد Jobard « بأنها جميع العمليات المنظمة والرسمية لجمع أسهم الشركات المسعرة في البورصة والتي يتفاوض عليها خارج السوق الرسمي»، وبذلك فهي تغطي جميع العمليات الملائمة للاستعمال من طرف،

<sup>1</sup> - Hervé Hutin, op., cit, p. 769.

<sup>2</sup> - Jacques Teulie, Patrick Toposcalian, op., cit, p 687.

مستثمر أو مجموعة من المستثمرين، من أجل اقتناء أسهم موزعة على الجمهور. وعلى هذا الأساس، تعتبر الشركات التي تنتم بتشتت ملكيتها في يد عدد كبير من صغار المساهمين هي الأفضل كهدف لعمليات العروض العامة للشراء<sup>1</sup>.

هذا وتكتسي هذه الآلية أهمية قصوى سواء بالنسبة للشركات، سوق رأس المال والاقتصاد، فهي واحدة من الآليات الأكثر استخداماً في نقل ملكية وإعادة هيكلة الشركات المسعرة في البورصة، خاصة منها التي تنتم بضعف أداء إدارتها وانخفاض أدائها المالي. و على صعيد سوق رأس المال تمثل عمليات العروض العامة مصدراً مهماً للحركية التي يتطلبها هذا السوق لاسيما فيما يتعلق بتوفير معايير السعة، السيولة والكفاءة.

أما من حيث دورها على المستوى الاقتصادي الكلي، فذلك يختلف باختلاف نمط حوكمة الاقتصاد (اقتصاد مضاربي، اقتصاد تشاركي)، مستوى تدخل الدولة في إدارة الاقتصاد، نمط تمويل الاقتصاد ودرجة تقنين هذه العمليات، وعلى هذا الأساس نجد أن تواتر حدوث هذه العمليات هو كمايلي<sup>2</sup>:

○ كثيرة الحدوث في العالم الأنجلوسكسوني ( و م أ، المملكة المتحدة، كندا... إلخ)، أين يصل عدد العمليات في السنة إلى المئات، كما تنتم صفقاتها بالضخامة والمبالغ الكبيرة التي تجاوزت مبلغ 25 مليار دولار في بعض الحالات.

○ كثيرة الحدوث نسبياً في بلدان أوروبا اللاتينية (فرنسا، إسبانيا، إيطاليا... إلخ)، التي تتبع نموذج اقتصادي هجين يقف في وسط الطريق بين النموذج الانجلوسكسوني والنموذج الريئاني، حيث يسجل في هذه البلدان عشرات العمليات سنوياً.

○ نادرة الحدوث أو شبه مستحيلة في ألمانيا، اليابان وأوروبا الإسكندنافية، وذلك بسبب ثقافة التسيير التشاركي السائدة في هذه البلدان، من جهة و إغلاق رأسمال الشركات verrouillage de capital ، من جهة أخرى، اللتان تمنعان حدوث هذا النوع من انتقال الملكية.

حيث يتضح أن اقتصاديات الرأسمالية المضاربية تستخدم العروض العامة للشراء كآلية لإعادة تخصيص الموارد في الاقتصاد، وذلك من خلال سحبها من الأعوان الأقل كفاءة وتوجيهها نحو الأعوان الأكثر كفاءة، أما القائمين على تنظيم وضبط الشركات في اقتصاديات الرأسمالية التشاركية فيسعون إلى ضمان استقرار هذه الأخيرة، وذلك من خلال العمل على ضمان استقرار هيكل ملكيتها وتوازن جغرافية

<sup>1</sup> - Georges Depallens, Jean Pierre Jobard, **Gestion financière de l'entreprise**, 11<sup>ème</sup> édition, Editions DALLOZ, Paris, 1997. p 760.

<sup>2</sup>- Hervé Hutin, op., cit, pp 770-771.



رأسمالها. ولهذا السبب نجد أن المساهمين في الشركات المنتمية للفضاء الأنجلوسكسوني هم عبارة عن مساهمين أفراد ومؤسساتيين (صناديق معاشات) تتوزع ملكية الشركة على عدد كبير منهم وذلك في إطار تشتت الملكية *l'actionnariat dispersé*، في حين نجد أن المساهمين في الشركات في أوروبا القارية واليابان هم أسر، بنوك ومؤسسات اقتصادية يمتلكون نسب معتبرة في هيكل ملكية كل شركة، في إطار تركيز الملكية *la concentration de l'actionnariat*.

### 1-2-3-2-1- تنظيم وصيرورة العروض العامة للشراء في فرنسا:

من أجل ضمان احترام المبادئ العامة التي تحكم تبادل الأسهم في الأسواق المالية والمتمثلة في الشفافية، المعاملة المتكافئة للمساهمين وحماية حقوق الأقلية، المنافسة الشريفة، النزاهة والصدق في المعاملات، تم إحاطة العروض العامة للشراء بقدر كبير من التنظيم، بحيث تسهر هيئة الأسواق المالية (AMF) على وضع وحسن تنفيذ القواعد المنظمة لهذه الآلية، وذلك كما يلي:

**1-2-3-2-1- مرحلة الإعداد:** وفي هذه المرحلة تعهد الشركة الراغبة في السيطرة إلى أحد بنوك الاستثمار المتخصصة في تقديم الاستشارة في هذا النوع من العمليات، بالقيام بالإجراءات الضرورية (تقييم، دراسة الجدوى، تدبير مصادر التمويل، الاتصال بالأطراف المعنية... إلخ)، كما يقوم بنك الاستثمار كذلك بضمان الشركة لدى هيئة الأسواق المالية (AMF).

**1-2-3-2-1- مرحلة الانطلاق:** تتجسد هذه المرحلة في قيام الشركة الراغبة في السيطرة بوضع مشروع العرض العام للشراء لدى هيئة الأسواق المالية، وهذا العرض يتضمن وثيقتين أساسيتين هما: رسالة النوايا والمذكرة الإعلامية.

❖ **رسالة النوايا: lettre d'intentions** وهي عبارة عن وثيقة تعدها الشركة الراغبة في السيطرة وتوجهها إلى هيئة الأسواق المالية (AMF)، بحيث تساعد هذه الأخيرة على تقييم أهداف ونوايا الشركة الراغبة في السيطرة. وتتضمن وجوباً المعلومات التالية:

- أهداف ونوايا الشركة الراغبة في السيطرة؛
- عدد وطبيعة الأسهم التي تمتلكها، وحدها أو بالاتفاق، في رأسمال الشركة المستهدفة قبل العرض؛
- تاريخ وشروط إنجاز عملية الاستحواذ؛
- سعر شراء أسهم الشركة المستهدفة من حاملها والعناصر التي أخذت بعين الاعتبار في تحديد هذا السعر وكذلك شروط الدفع؛

- شروط إعلان نجاح العرض (نسبة من إجمالي الأسهم أو حقوق التصويت)؛

❖ **المذكرة الإعلامية: la note d'information** هي عبارة عن وثيقة تعدها الشركة الراغبة في السيطرة

تحت إشراف بنك الاستثمار المتعهد للعملية، وتسلمها لكل من هيئة الأسواق المالية (AMF) والشركة المستهدفة، بحيث يعتبر نشر هذه الوثيقة أيداناً بانطلاق العملية و يسمح بإعلام جميع الأطراف المعنية بخصائص العرض العام للشراء. وفي الغالب تتضمن المذكرة الإعلامية مايلي:

- وصف لهوية الشركة الراغبة في السيطرة، نشاطها، وضعيتها المحاسبية والمالية؛
- معلومات دقيقة حول نواياها تجاه الشركة المستهدفة في 12 شهر التي تلي العملية؛
- مضمون العرض ( السعر المقترح، عدد الأسهم المراد الاستحواذ عليها، عدد الأسهم المملوكة مسبقاً، شروط تمويل العملية وانعكاساتها)؛
- الاتفاقيات المرتبطة بالعرض؛
- الرأي المدعم للهيئات الاجتماعية (مجلس الإدارة، مجلس المراقبة) المخولة باتخاذ القرار فيما يخص العرض، أهميته ونتائجه على الشركة الراغبة في السيطرة؛
- ظروف التصويت على قرار العرض؛
- السياسة المالية والصناعية المزمع تبنيها على مستوى الشركة المستهدفة؛
- توجهات الشركة الراغبة في السيطرة فيما يخص العمالة؛
- طبيعة المستثمرين الذين يساهمون في العملية في إطار الاتفاق مع الشركة الراغبة في السيطرة؛

كما تجدر الإشارة إلى أنه بالإضافة إلى عمليات الإعلام التي تقوم بها هيئة الأسواق المالية (AMF)، تعتبر الشركة الراغبة في السيطرة ومنذ وضع مشروعها لدى هذه الهيئة، ملزمة بإعلان نشرة إخبارية تتضمن الخصائص الرئيسية للعرض.

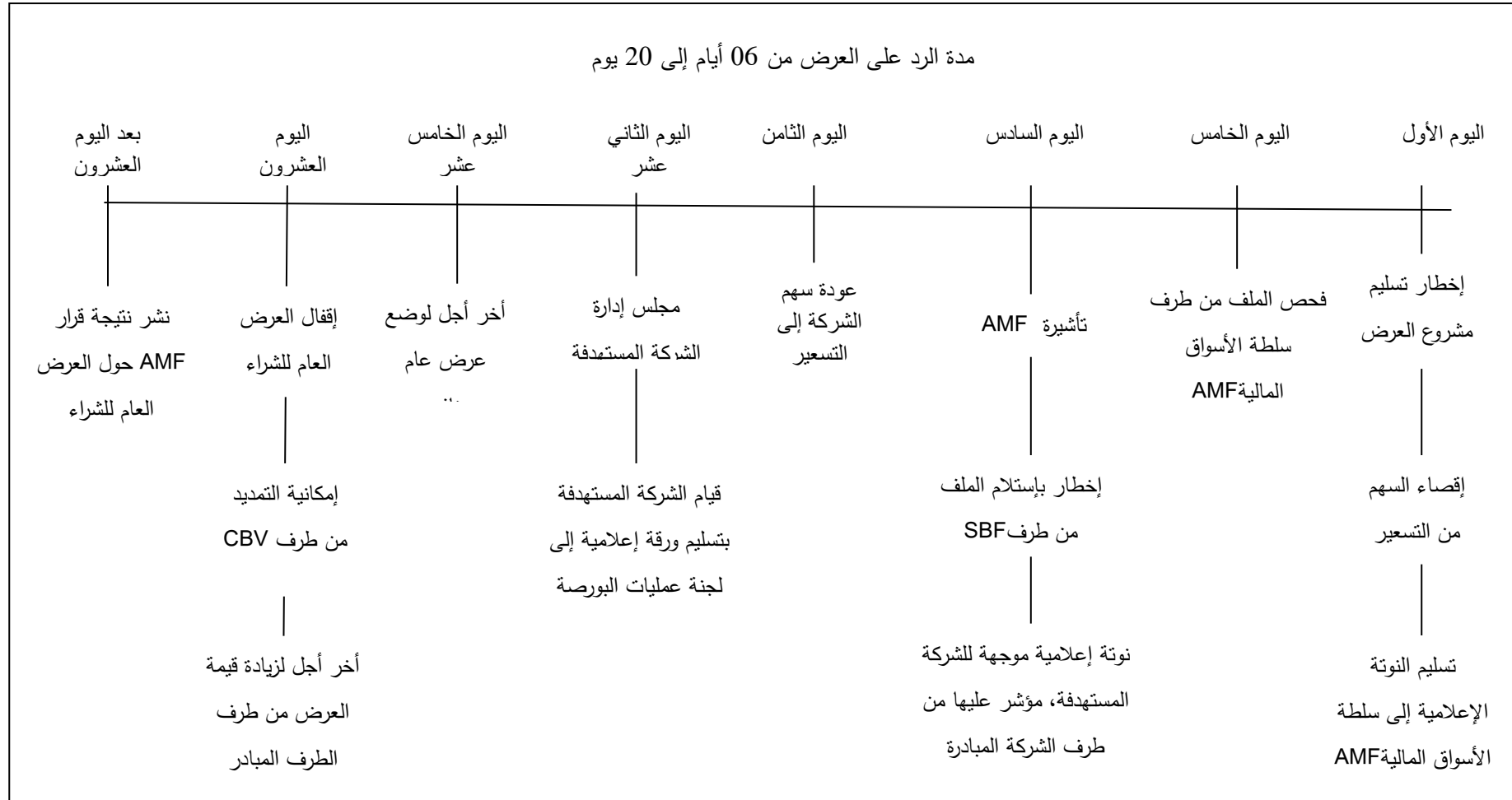
**1-2-3-2-3- مرحلة اختبار المطابقة:** في هذه المرحلة تخضع العروض العامة للشراء لاختبار مدى تطابقها مع المعايير المطلوبة في مثل هكذا عمليات، وفي هذا الصدد تقوم لجنة الأسواق المالية (AMF) بالتأكد من مدى مطابقة هذه العروض فيما يخص مايلي:

- أهداف ونوايا الشركة الراغبة في السيطرة؛
- طبيعة، خصائص وتسعير الأسهم المعنية بالاستحواذ؛

- الشروط التي وضعتها الشركة الراغبة في السيطرة ( نسبة الأسهم أو حقوق التصويت المستهدفة)؛
  - المعلومات الظاهرة في المذكرة الإعلامية؛
- بعد انتهاء عملية الاختبار تقوم هيئة الأسواق المالية (AMF) بإعلان نتائج اختبارات المطابقة التي أجرتها، و يمكن أن تقر بأن العرض مطابق وتؤشر عليه، كما قد تتخذ قرار رفضه بسبب عدم مطابقته. عملية الاختبار هذه يمكن أن تركز على تقرير خبير مستقل يقوم بتقييم الشروط المالية للعرض في الحالة التي يمكن أن يؤدي فيها هذا الأخير إلى تعارض المصالح بين أطراف معينة.
- 1-2-3-4- مرحلة التنفيذ وإتمام العملية:** تأتي هذه المرحلة بعد إتمام مرحلة اختبار المطابقة وإصدار هيئة الأسواق المالية (AMF) لإعلان مطابقة العملية مع المبادئ العامة لتداول القيم المنقولة في الأسواق المالية والمعايير القانونية التي تنص عليها لوائح تنظيم هذه الأسواق، وفي هذا الإطار تقوم هيئة الأسواق المالية بمايلي:
- أ- **وضع رزنامة للعملية:** وذلك بالأخذ بعين الاعتبار تاريخ نشر المذكرة الإعلامية أو مذكرة القبول، وتتراوح مدة هذه الرزنامة بين 25 يوم في حالة العمليات ذات الطابع الودي و35 يوم فيما يخص العمليات غير الودية.
  - ب- **إقصاء سهم الشركة المستهدفة من التسعير في البورصة:** ويسمح هذا الإجراء بتجنب التحركات ذات الطابع المضاربي، التي يمكن أن تحدث لسعر السهم بسبب عدم اكتمال المعلومات، عدم تماثلها وتوزيعها بشكل غير عادل.
  - ج- **الحصول على مذكرة إجابة:** note de réponse وذلك في شكل وثيقة تعدها الشركة المستهدفة وترسل إلى هيئة الأسواق المالية، قبل تاريخ أقصاه 05 أيام عمل بورصة بعد الإعلان عن مطابقة العملية أو حتى إلى غاية 20 يوم بعد تاريخ وضع مشروع العرض العام للشراء (في حالة تدخل خبير: تضارب المصالح)، وتتضمن هذه المذكرة على العموم مايلي:
- الرأي المدعم لمجلس إدارة الشركة المستهدفة حول العرض؛
  - هيكل ملكية وجغرافية رأسمال الشركة المستهدفة؛
  - الاتفاقيات بين المساهمين التي يمكن أن تحد من سهولة التنازل عن الأسهم واستخدام حقوق التصويت؛

- اتفاقيات التي أبرمتها الشركة المستهدفة مع الغير والتي يمكن أن تلغى أو تعدل بسبب تغير السيطرة والرقابة عليها؛

الشكل رقم (2-4): رزنامة العروض العامة للشراء في فرنسا ( أيام عمل بورصة).



المصدر: Georges Depallens, jean Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 11<sup>ème</sup> édition, Editions DALLOZ, Paris, 1997.

**1-3- عمليات الاستحواذ بشراء الأسهم وجغرافية رأسمال الشركة المستهدفة:**

من الواضح أن عمليات الاستحواذ بشراء الأسهم هي عمليات تهدف إلى السيطرة وممارسة الرقابة على مقدرات الشركة المستهدفة، إذ ينم نمط تمويلها وكيفية تعويض حملة أسهم هذه الأخيرة من خلال السيولة بدلاً من إصدار أسهم جديدة، بأن الأمر يتعلق بإستراتيجية طويلة الأمد يدخل في إطارها حوكمة الشركة المستهدفة وجعلها في خدمة المساهمين المرجعيين في الشركة المعتدية.

لكن السيطرة الفعلية على شركة ما وإن كانت ترتبط بنسبة الأسهم المستحوذ عليها في رأسمالها، إلا أنها كذلك ترتبط بجغرافية رأسمالها، ففي الأحيان لايسمح امتلاك 50% من الأسهم (حقوق التصويت) بممارسة السيطرة، وذلك بسبب وجود مساهمين مرجعيين آخرين يمتلكون حصص كبيرة قد تمكنهم من ممارسة دور الأقلية المعطلة *minorité de blocage* ومن تم منع الشركة المعتدية من السيطرة على الجمعية العمومية الاستثنائية للمساهمين، وهي الهيئة الوحيدة المخولة باتخاذ القرارات المصيرية، لاسيما تلك المتعلقة بقرارات إعادة الهيكلة.

على هذا الأساس وفي ضل الحقيقة القائلة بأن الأطراف المبادرة بعمليات الاندماج-استحواذ، تهدف من وراء أغلب العمليات التي تقوم بها إلى السيطرة على الشركات من أجل إعادة هيكلتها وتصحيح الأوضاع فيها ( التخلي عن بعض الأنشطة أو الفروع، الاتجاه نحو إستراتيجية التركيز... إلخ)، تصبح هذه العمليات غير ذات جدوى في حالة كون جغرافية رأسمال الشركة المستهدفة غير ملائمة.

**1-4- عمليات الاستحواذ بشراء الأسهم وجغرافية رأسمال الشركة المعتدية:**

على الرغم من أن عمليات الاستحواذ بشراء الأسهم تنطوي على شرائها من مساهمي الشركة المستهدفة نقداً، إلا أن تمويل هذه العمليات من خلال إصدار أسهم عادية جديدة، بدلاً من تمويلها من القروض أو الخزينة، قد يؤدي إلى إحداث تغيرات في جغرافية رأسمال الشركة المعتدية. وفي هذا الصدد نميز بين حالتين:

**1-4-1- حالة شراء الأسهم المصدرة من طرف مساهمين خارجيين:** وما يترتب عن ذلك من تراجع نسبة ملكية (حقوق التصويت) جميع المساهمين القدامى، ويرتبط حجم هذا التراجع بمقدار نسبة الإصدار الجديد إلى إجمالي رؤوس الأموال قبل عملية الإصدار، كما يعني ذلك حدوث تغيرات في جغرافية رأسمال الشركة الدامجة وتراجع سلطة المساهمين المرجعيين عليها لمصلحة المساهمين الجدد.

**1-4-2- حالة شراء الأسهم المصدرة من طرف قدامى المساهمين:** وتتماشى هذه الحالة مع عمليات الإصدار التي تتضمن منح قدامى المساهمين حقوق تفضيلية للاكتتاب (DPS)، وفي هذا الصدد يمكن أن يقوم كل المساهمين القدامى بتنفيذ حقوقهم وشراء الأسهم الجديدة وفقاً لنسبة ملكيتهم في رأس المال قبل الإصدار، بحيث لا يؤدي ذلك إلى أي تغيير في هيكل ملكية ولا في جغرافية رأسمال الشركة، كما يمكن أن يقوم بعض المساهمين بالتنازل عن حقوقهم التفضيلية لصالح مساهمين مرجعيين ومن تم تزداد نسبة ملكية (حقوق تصويت) هذه الفئة الأخيرة على حساب الفئة الأولى، مما يعني حدوث تغيير في توزيع السلطة بين مختلف فئات المساهمين.

## 2- الاستحواذ بتبادل الأسهم:

عرفت عمليات الاستحواذ الممولة بالأسهم في السنوات الأخيرة تطوراً كبيراً، خاصة في قطاعات المؤسسات ذات معدلات النمو المرتفعة ولاسيما تلك التي تنشط في قطاع التكنولوجيات الجديدة.

## 2-1- ماهية عمليات الاستحواذ بتبادل الأسهم: Les acquisitions par échange d'actions

عمليات الاستحواذ بتبادل الأسهم هي عبارة عن عمليات سيطرة (الحصول على حصة أغلبية) تقوم بها شركات رغبة في السيطرة على شركات ذات أسهم، وذلك من خلال قيام الأولى بتقديم عرض إلى حملة أسهم هذه الأخيرة، ويتضمن هذا العرض مبادلة أسهم الشركة المستهدفة بأسهم الشركة الراغبة في السيطرة. من أجل إتمام العملية وتعويض المساهمين في الشركة المستهدفة الذين دخلوا في العملية، تقوم الشركة الراغبة في السيطرة برفع رأسمالها من خلال إصدار أسهم جديدة تستخدم في عملية التبادل مقابل أسهم الشركة المستهدفة، وعلى هذا الأساس يصبح المساهمين في هذه الأخيرة مساهمين في الشركة الراغبة في السيطرة، في حين تتحول شركتهم إلى فرع تابع للأولى (الشركة الأم). في الواقع العملي يمكن أن تشكل هذه العمليات مقدمة لعمليات اندماج فعلية بين الشركتين، وهو الأمر الذي يستدعي ضرورة انسحاب الشركة المستهدفة (الفرع) من البورصة، في حالة كونها شركة مسعرة قبل عملية الاندماج.

وهذه العمليات، على خلاف عمليات الاندماج، لا تتطلب دمج أصول وخصوم الشركتين المعنيتين ولا ينجر عنها تأثيرات كبيرة على الأصعدة المحاسبية، الضريبية والاجتماعية، فهي لا تؤدي إلى اختفاء الشركة المستهدفة.

## 2-2- مزيا عمليات الاستحواذ بتبادل الأسهم:

تكمّن مزيا هذه العمليات في أنها تسمح للشركات الراغبة في السيطرة بتحقيق مايلي:

- السيطرة الفعلية على شركة ما دون التسبب في حدوث تدفقات نقدية خارجة؛
- الاستفادة من النظام الخاص بالاندماج وحقوق التسجيل؛

- تجنب عمليات التوحيد والمطابقة على المستويات المحاسبية، الضريبية والاجتماعية، التي يمكن أن تضطر إلى القيام بها في حالة عمليات الاندماج بالطرق الأخرى، والتي يمكن أن تخلق صعوبات عديدة، لاسيما فيما يخص التسيير الاجتماعي للاندماج؛

## 2-3- عمليات الاستحواذ بتبادل الأسهم ومعدل التبادل: Les acquisitions par échange d'actions et la parité d'échange

نظراً للاختلافات الكبيرة بين الشركات على مستوى كل من طبيعة أصولها، المعايير المحاسبية التي تطبقها، الأنظمة الضريبية التي تحكمها، كفاءة الأسواق التي تنشط فيها... إلخ. يكمن المشكل الرئيسي في عمليات الاستحواذ التي تمول بتبادل الأسهم، في تحديد معدل تبادل parité d'échange يأخذ بعين الاعتبار علاوة الاستحواذ prime d'acquisition ويمتاز بالخاصيتين التاليتين:

- أن يوضع بشكل محفز للمساهمين في الشركة المستهدفة وذلك بما يسمح بدفعهم إلى الدخول في العملية ومبادلة أسهمهم؛

- أن لا يكون مستواه مضر بمصالح مساهمي الشركة الراغبة في السيطرة؛

ومعدل التبادل هو عبارة عن « عدد أسهم الشركة المبادرة بالسيطرة الذي يحصل عليه مساهم في الشركة الهدف مقابل كل سهم يمتلكه في رأسمالها ويتنازل عليه في إطار عملية الاستحواذ بمبادلة الأسهم»<sup>1</sup>. يعكس هذا المعدل العلاقة بين القيمة الاقتصادية النسبية للشركتين مضافاً إليها علاوة سيطرة، ويسمح حساب هذا المعدل بتحديد العدد النظري للأسهم التي أن يجب تقوم الشركة الراغبة في السيطرة بإصداره، في حين يتحدد العدد النهائي لهذه الأسهم على أساس نسبة المساهمين في الشركة المستهدفة الذين يودون الدخول في العملية ومبادلة أسهمهم. وفي بعض الحالات يتم إكمال معدل التبادل من خلال منح مبالغ نقدية، زيادة عن الأسهم، لحملة أسهم الشركة المدمجة عن كل سهم يمتلكونه فيها قبل عملية الاندماج<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - Olivier Meier, Gillaume Schier, op., cit, p 75.

<sup>2</sup> - ibid, p 84.



كما أن تحديد معدل التبادل، يتم على أساس العديد من المعايير ذات العلاقة بالقيمة النسبية للشركتين المعنيتين، وهذه المعايير كمايلي<sup>1</sup>:

- سعر أسهم الشركتين في البورصة؛
- مؤشرات المردودية والاستدانة (ربح السهم BPA، معدل الرسملة السوقي PER)؛
- الأصول المحاسبية الصافية ANC؛
- التوقعات المخصصة للتدفقات النقدية المستقبلية؛

وبالتالي هناك علاقة وطيدة بين معدل التبادل وتأثير عملية الاستحواذ بتبادل الأسهم على هيكل ملكية وجغرافية رأسمال الشركة الراغبة في السيطرة بعد إتمام العملية، ففي حالة اعتماد معدل تبادل مرتفع، فإن ذلك يعني حصول المساهمين في الشركة المستهدفة على عدد مرتفع من أسهم الشركة الراغبة في السيطرة بعد العملية، وقد يصل الأمر إلى حصولهم على أغلبية الأسهم (حقوق التصويت) مما يعني قدرتهم على السيطرة على القرار فيها سواء من خلال التحكم الإيجابي في قرارات الجمعية العمومية العادية للمساهمين أو من خلال التحكم السلبي في مداوات الجمعية العمومية الاستثنائية للمساهمين.

#### 2-4- العروض العامة للتبادل: (OPE) Les offres publiques d'échange

تشكل العروض العامة للتبادل (OPE) الإطار التنظيمي لعمليات الاستحواذ بتبادل الأسهم التي تستهدف شركات مسعرة في البورصة. وهي عمليات مشابهة كثيراً من الناحية الإجرائية للعروض العامة للشراء (OPA)، وتتمثل في مبادلة أسهم الشركة المستهدفة مع أسهم الشركة المعتدية. هذه الأخيرة يتم تدبيرها من خلال القيام بعملية رفع رأس المال خصيصاً لهذه العملية. كما أنه وفي إطار صيغة متقدمة من صيغ الهندسة المالية، يمكن أن تتطوي العروض العامة للتبادل على استبدال أسهم الشركة المستهدفة مع صكوك هجينة على غرار الصكوك التي تعطي لحاملها الحق في الدخول اللاحق في رأسمال الشركة المعتدية بعد العملية (السندات القابلة للتحويل إلى أسهم)، وهذا ما يمنح المساهمين المرجعيين في هذه الأخيرة خيارات أكبر فيما يخص إدارة جغرافية رأسمالها<sup>2</sup>.

#### 2-5- عمليات الاستحواذ بتبادل الأسهم وجغرافية رأسمال الشركة المعتدية:

على الرغم من المزايا العديدة، التي تمتاز بها العروض العامة للتبادل، إلا أنها تعاني من عيوب جوهرية، لاسيما فيما يخص تأثيرها البالغ الأهمية على جغرافية رأسمال الشركة المعتدية، حيث تؤدي هذه

<sup>1</sup> - ibid, p 84.

<sup>2</sup>- ibid, p 78.

العمليات إلى إحداث تغييرات مهمة على مستوى توزيع حقوق التصويت ومن تم توزيع السلطة Dilution de controle بين مختلف فئات المساهمين (مساهمين قدامى، مساهمين جدد). فإذا سلمنا أن هذا النوع من العروض العامة يقع في أغلب الأحيان بين شركات متساوية أو متقاربة القيمة<sup>1</sup>، فإنه من الطبيعي حينئذ القول أن هذه العمليات يمكن أن تؤدي إلى فقدان قدامى المساهمين لقدرة كبير من الرقابة والسلطة على الشركة، وقد يصل بهم الأمر إلى فقدان الأغلبية البسيطة التي تسمح لهم بالتحكم في التسيير العادي لها.

لكن الطابع الودي الذي تمتاز به أغلب عمليات الاستحواذ بتبادل الأسهم، يؤدي إلى تخفيف أثرها على جغرافية رأسمال الشركة المعتدية بعد العملية على كل من حوكمتها وإدارتها، حيث يؤدي ذلك إلى إتمام عملية الاستحواذ في إطار تقاهمات وترتيبات تسمح ببقاء الإدارة القائمة وفي أقصى الأحوال تدعيمها بأطر من إدارة الشركة المستهدفة.

## 2-5- عمليات الاستحواذ بتبادل الأسهم وأثر تمييع ربح السهم:

بالإضافة إلى التغييرات الجوهرية التي يمكن أن تحدثها عمليات الاستحواذ بتبادل الأسهم على مستوى جغرافية رأسمال الشركة المعتدية، يمكن أن تؤدي كذلك إلى إحداث تأثير سلبي على إحدى أهم المؤشرات التي يستخدمها المستثمرين في الأسواق من أجل معرفة الأداء المالي لها ومن تم تسعير سهمها في السوق، ويتعلق الأمر هنا بنسبة ربح السهم إلى قيمته (BPA). حيث يؤدي تمويل هذه العمليات من خلال إصدار أسهم عادية جديدة إلى زيادة عدد الأسهم المكونة لرأسمال الشركة المعتدية، وفي ظل عدم كفاية النتيجة المدمجة للمجموع الجديد (نتيجة الشركة المعتدية وفرعها الجديد) لتعويض النقص في هذه النسبة الناتج عن ارتفاع عدد الأسهم، تنخفض هذه النسبة معلنةً تعرض قدامى المساهمين إلى أثر تمييع ربح السهم l'effet de dilution de bénéfice par action. هذه الظاهرة يمكن تجنبها أو تأجيل حدوثها من خلال استعمال منتجات الهندسة المالية التي تعطي الحق في الدخول اللاحق في رأسمال الشركة المعتدية.

كما لا يجب أن ننسى أن تمويل عمليات الاستحواذ بتبادل الأسهم يقتصر فقط على رفع رأس المال، وهو مصدر تمويل عال التكلفة رغم مخاطره المنخفضة، مقارنة بالاستدانة التي تتسم بانخفاض تكلفتها وارتفاع مستوى مخاطرها.

<sup>1</sup> - ibid, p 79.

## 3- شراء الشركات باستعمال أثر الرفع: Leveraged Buy Out

ظهرت عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع (LBO) في الولايات المتحدة الأمريكية في سنوات السبعينات<sup>1</sup>، عرفت ازدهاراً كبيراً في سنوات الثمانينات<sup>2</sup> وأصبحت في السنوات الأخيرة من الوسائل الواسعة الاستعمال لتحويل الشركات المساهمة إلى شركات خاصة وإعادة هيكلتها على المستويين الصناعي والمالي. ففي فرنسا عرفت هذه التقنية نمواً كبيراً في سنوات التسعينات، إذ تشير الإحصائيات أن قيمة المبالغ المستثمرة في هذه العمليات في الفترة من 1990 إلى 2007 قد وصلت إلى 140 مليار أورو<sup>3</sup>، في حين وصل رقم أعمال هذا النوع من عمليات إعادة هيكلة الشركات على المستوى العالمي في سنة 2005 وحدها إلى 117 مليار دولار<sup>4</sup>. وفيما يلي يقدم الجدول رقم (2-5) أكبر عشرة عمليات لشراء الشركات باستعمال أثر الرفع على المستوى العالمي في العقود الأخيرة.

<sup>1</sup> - Jean-Etienne Palard, Céline Barredy et Nicolas Bedu, « **LBO, structure de propriété familiale et fonds d'investissement Quel impact sur l'évaluation et la performance des cibles post-LBO ?** », *Finance Contrôle Stratégie* 16(3), 2013, pp 192-211.

<sup>2</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p 984.

<sup>3</sup> - Jean-Etienne Palard, Céline Barredy , Nicolas Bedu, opt cit, pp 192-211.

<sup>4</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p 984.

الجدول رقم(2-6): أكبر عشر عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع في الثلاث عقود الأخيرة.

الشركة الراغبة في السيطرة	الشركة الهدف	القطاع	السنة	سعر الشراء (ملايين الدولارات أو اليوروات)
كي كي أر	أر جي أر نابيسكو	صناعة الأغذية، صناعة التبغ	1989	24.720
مجموعة كارليل ووالش، كارسون أندرسون وستو	كوست داكس		2002	7.050
كي كي أر	بياتريس	الصناعات الغذائية	1986	6.250
مجموعة بلاكستون	تي أر دبليو أوتوماتيف القابضة	تجهيزات السيارات	2002	4.700
كي كي أر	بان أم سات	الاقمار الصناعية	2004	4.380
كي كي أر	سايفواي	المساحات الكبرى	1986	4.240
نكساس باسيفيك جروب، بان كابيتال وجولدمان ساكس	بورقر كينغ	الإطعام السريع	2002	2.260
جي سي فلاور	أن أي بي كابيتال	رأسمال مال المخاطرة	2005	2.100 أورو
كي كي أر و بريميرا	أس بي أس برودكاستينج	البت التلفزيوني	2005	2.000

المصدر: Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, principes de gestion financières, 8<sup>eme</sup> édition,

PEARSON Education, paris 2006, p 984.

### 3-1- ماهية عمليات شراء شركة باستعمال أثر الرفع:

يقصد بعملية شراء شركة مساهمة باستعمال أثر الرفع، قيام عدد محدود من الأفراد الطبيعيين و/أو المعنويين، قد يكونوا من حملة أسهم تلك الشركة أو غيرهم، بالسيطرة على الشركة من خلال شراء

كل أو أغلب أسهمها وتحويلها من شركة عامة إلى شركة خاصة مملوكة لعدد محدود من الأشخاص<sup>1</sup>، ففي الغالب تصبح الشركة محل عملية الشراء شركة غير مسعرة والقسط غير المشتري من رأسمالها تمتلكه مجموعة صغيرة من المستثمرين المؤسسيين. و يتم تمويل الجزء الأكبر من العملية من خلال القروض<sup>2</sup>.

وتختلف عمليات شراء الشركات المساهمة المسعرة في البورصات باستعمال أثر الرفع عن عمليات السيطرة والاستحواذ الكلاسيكية، حيث أنها تمول في جانب كبير منها من أموال مقترضة، مما يعني استعمالها لآلية الرفع المالي، ففي سنة 1988 وصل متوسط استعمال الأموال المقترضة في تمويل هذه العمليات إلى ما نسبته 90% من إجمالي الأموال المستعملة في تمويلها<sup>3</sup>.

وبعد إتمام عملية تحويل الشركة إلى شركة خاصة، يمكن لها أن تواصل نشاطها، كما يمكن أن يقرر ملاكها الجدد إعادة بيعها بالكامل أو جزء منها. و إذا استمرت الشركة في ممارسة نشاطها فقد يعاد بيعها إلى مجموعة أخرى من المستثمرين، أو يتم طرح أسهمها للجمهور لتتحول مرة أخرى إلى شركة مساهمة مسعرة في البورصة وذلك في إطار إستراتيجية التخارج أو تصفية الاستثمار. ويشكل شراء وإعادة بيع الشركات المحولة نشاطاً مربحاً للمستثمرين المؤسسيين الذين يشتغلون في هذا المجال، إذ لا يعني إعادة بيع الشركات المحولة أنها تواجه صعوبات مالية، بل تهدف العملية إلى تحقيق أرباح غير عادية من وراء عملية التحول وإعادة الهيكلة، التي تصاحبها عمليات تصحيح لأوضاع الشركة مما يؤدي إلى ارتفاع أدائها وزيادة قيمتها، إذ تشير بعض الدراسات أن معدلات العائد التي يجنيها المستثمرون من وراء هذه العمليات تتراوح بين 20 و 50%<sup>4</sup>. فمن المعروف أن عمليات تحويل الشركات تؤدي إلى إحداث تغييرات جوهرية على مستوى كل من محفظة الأنشطة و الإستراتيجية المتبعة وهيكل رأس المال<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص 154.

<sup>2</sup> - Jacques Teulie, Patrick Toposcalian, op., cit, p 680.

<sup>3</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p 984.

<sup>4</sup> - Hervé Hutin, op., cit, p. 777.

<sup>5</sup> - Jacques Teulie, Patrick Toposcalian, op., cit., p 681.

## 3-2- الظروف الاقتصادية والتشريعية المساعدة:

يشهد التاريخ الاقتصادي أن عمليات السيطرة وإعادة هيكلة الشركات تأتي عبر الزمن على مراحل وفي شكل موجات، مما يعني أن كل موجة يقف وراء ظهورها مجموعة من العوامل المالية، الاقتصادية والتشريعية، حيث تتمدد وتزدهر هذه العمليات في ضل توفر هذه الظروف وتتحسر وتراجع بزوالها. ولقد بدأت الموجة الأخيرة في سنوات الثمانينات من القرن العشرين، إذ شهدت تلك الفترة نمواً كبيراً في عمليات الاندماج وإعادة الهيكلة بشتى صورها، لاسيما فيما يخص النموذج الجديد الذي أُدخل (أستحدث) في الولايات المتحدة الأمريكية في سنوات السبعينات والمعروف بتحويل الشركات المساهمة إلى شركات خاصة باستعمال أثر الرفع (LBO). ومن أبرز المتغيرات (العوامل) البيئية التي تسببت في هذه الموجة، نذكر مايلي:

## 3-2-1- تزايد معدلات التضخم وانخفاض الرسملة السوقية للشركات المسعرة:

بسبب العلاقة الطردية بين معدلات التضخم السائدة في الاقتصاد ومعدلات الفائدة في السوق، من جهة. والعلاقة العكسية بين معدلات الفائدة السائدة في السوق وأسعار الأصول المالية المتداولة، أدت موجات التضخم بمعدلات متزايدة في سنوات الستينيات والسبعينيات وكذلك أوائل الثمانينيات، إلى انخفاض نسبة رأس المال السوقي إلى القيمة الاحلالية للأصول، وهي النسبة التي تعرف بنسبة كيو (q Ratio)، إلى أقل من الواحد الصحيح في الكثير من الشركات المسعرة في البورصة، ففي الفترة بين عامي 1965 و 1981 سجل انخفاض تلك النسبة من 1,3 إلى 0,5 وبقيت كذلك حتى عام 1982<sup>1</sup>. ويعني انخفاض هذه النسبة تحت الواحد الصحيح أن الرسملة السوقية للشركة أقل من القيمة الحقيقية لمجموع أصولها وأنه من الأحسن تملك شركة قائمة مسعرة في سوق مالي يُقيّمها بأقل من قيمتها، بدلاً من تأسيس واحدة جديدة. ففي هذا السياق أصبح لإستراتيجيات السيطرة من اندماج وتملك جدوى كبيرة وراجت سوق هذه العمليات، لا سيما عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع. ونظراً لكون عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع تمول في جزء كبير جداً منها من الأموال المقترضة. وبسبب كون الاقتراض تترتب عنه تدفقات مالية مستقبلية خارجة (أصل الدين والفوائد) ذات قيم محددة مسبقاً ولا تتأثر بالقيمة الزمنية للنقود، فإن ارتفاع معدلات التضخم في الاقتصاد تجعل الاستدانة أكثر جدوى وتؤدي إلى تخفيض التكلفة الفعلية للاقتراض وتمنح المعاملات التي تستخدم الرفع

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص 182.

المالي العديد من المزايا، وعمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع من تقنيات الهندسة المالية التي تستعمل الرفع المالي بكثافة عالية.

### 3-2-2- ظهور بواذر تحسن الأداء الاقتصادي:

على الرغم من التراجع الكبير في أداء الأسواق المالية وانخفاض الرساميل السوقية للشركات في الفترة من بداية الستينيات إلى بداية الثمانينيات، قد شكل أنداك حافزاً قوياً لانطلاق موجة من عمليات إعادة هيكلة الشركات باستعمال أثر الرفع. أدى ظهور بواذر تحسن الأداء الاقتصادي في الولايات المتحدة والعالم مع بداية الثمانينات واستمراره إلى نهاية القرن العشرين، وهو التحسن في الأداء الذي يشهد عليه ارتفاع عدد نقاط مؤشر داوجونز (Dow Jones) من 3.000 نقطة في بداية التسعينات إلى 11.000 نقطة في نهايتها<sup>1</sup>، إلى انطلاق موجة جديدة غير مسبوقه من عمليات إعادة هيكلة الشركات وتحويلها من شركات عامة إلى شركات خاصة<sup>2</sup>.

وكانت هذه الموجة مدفوعة في غالب الأحيان بتوقعات المستثمرين فيما يخص زيادة الرسملة السوقية للشركات في المستقبل وارتفاع مبالغ التدفقات النقدية المستقبلية وهي توقعات عادة ما تصاحب بواذر التحسن في أداء الاقتصاد وتبنى على أساسها أغلب قرارات الاندماج والاستحواذ، ففيما يخص قرار شراء شركة باستعمال أثر الرفع، التي تستعمل الأموال المقترضة بكثافة عالية، فهي تعتمد على هذه التدفقات في تسديد مبالغ أصول وفوائد القروض التي تم التعاقد عليها من أجل إتمام عملية الشراء، وهو ما لا يمكن حدوثه إلا في حالة تحسن أداء الاقتصاد وارتفاع التدفقات النقدية للشركة المحولة (المشترأة). كذلك تشير الإحصاءات أن هذه المرحلة شهدت تحقيق المستثمرين في عمليات تحويل الشركات لمكاسب مرتفعة، بلغت حسب فينرتي Finnerty سنة 1988 ما مقداره 30% من قيمة الشركة قبل التحويل<sup>3</sup>.

### 3-2-3- رواج سوق السندات منخفضة الجودة:

بناء على ملاحظة أساسية مفادها أن الفرق بين عائد السندات الرديئة وعائد السندات الجيدة التصنيف (السندات المصنفة كسندات استثمار فما فوق) كبير إلى درجة لا يمكن تفسيرها بمقدار الفرق في المخاطر المتحملة نتيجة الاستثمار في النوعين، أي أن التباين في حجم مخاطر التوقف عن السداد

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 183.

<sup>2</sup> - Hervé Hutin, op., cit, p. 759.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص 184.

Default Risk للشركات المصدرة لكل نوع، لا يبرر ذلك الفرق بين العائد المطلوب على الاستثمار في السندات الرديئة والعائد على الاستثمار في السندات الجيدة<sup>1</sup>.

وفي ضل اعتماد قاعدة العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطر، التي تقول أن المستثمرين في الأسواق المالية يقبلون بتحمل مخاطر أعلى مقابل عائد أكبر، توصل ميشال ميلكن Michael Milkin إلى خلاصة بأن المستثمرين في الأسواق يمكن أن يحققوا أرباحاً من الاستثمار في السندات الرديئة تزيد عن حجم المخاطر التي يمكن أن يواجهوها وأن العائد المعدل بالمخاطر لهذه السندات أعلى من مثيله بالنسبة للسندات عالية التصنيف.

وبعد تبني هذه الفكرة الخلاقة من طرف مؤسسة دركسل برنهام لامبرت Drexel Burnham Lambert، واستقطابها لميشال ملكن للعمل معها، تلاحمت (تآزرت) الفكرة الخلاقة مع كل من الإمكانيات اللوجيستية والمالية وشبكة الاتصالات، وتم خلق سوق نشط للسندات منخفضة الجودة. وشكل جانب الطلب في هذا السوق المؤسسات المالية كشرركات التأمين، صناديق المعاشات، البنوك، صناديق الاستثمار في السندات... إلخ، التي تنظر إلى السندات بصفقتها أداة استثمار تتماشى مع سياساتها الاستثمارية. في حين تمثل جانب العرض في الشركات الراغبة في الحصول على موارد مالية لتنفيذ عمليات اندماج أو استحواذ أو شراء شركة ما باستعمال أثر الرفع<sup>2</sup>.

### 3-2-4- تعديلات في التشريع الضريبي:

في إطار استخدام التشريعات الضريبية كأداة للتنظيم الاقتصادي علاوة عن كونها مصدراً لتجميع الموارد المالية للدولة لضمان تسديد النفقات العامة. جاء قانون استرداد عافية الاقتصاد Economic Recovery Tax act (ERTA)، الذي صدر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1981 وسمح للشركات بمرونة أكبر فيما يخص بعض المعاملات ذات العلاقة المباشرة باحتساب مبلغ الضريبة على أرباح الشركات. وتعلقت تلك المعاملات بإعادة تقييم الأصول لأغراض حساب الاهتلاك ونمط حساب قسط الاهتلاك المتبع، إذ وفقاً لنصوص القانون الجديد أصبح يمكن لأي شركة تشتري أصول شركة أخرى أن تعيد تقييم تلك الأصول لأغراض حساب قسط الاهتلاك<sup>3</sup>، وفي غالب الأحيان تؤدي عملية إعادة التقييم هاته إلى فارق إعادة تقييم إيجابي مما يعني قسط اهتلاك أكبر ومن تم استفادة الشركة المشتريّة من

<sup>1</sup> - Skinner Ross, Robert Westerfield, James Jaffe, **Corporate Finance**, 6<sup>eme</sup> édition, Mac Graw Hill, USA 2003, p 574.

<sup>2</sup> - idem.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، مرجع سبق ذكره، ص 187.



وفورات ضريبية أعلى، لاسيما في ضل معطى أساسي هو أن أغلب الشركات المشتريّة هي عبارة عن شركات قابضة Holding تنشأ لهذا الغرض<sup>1</sup>.

كذلك سمح هذا القانون للشركات بتطبيق أسلوب الاهتلاك المتناقص وهو ذلك الأسلوب الذي يسمح لها باحتساب إقساط مرتفعة ومن تم تحقيق وفورات ضريبية كبيرة في السنوات الأولى التي تلي عملية شراء الشركة باستعمال أثر الرفع<sup>2</sup>. فوفقاً لمفهوم القيمة الزمنية للنقود يعتبر تطبيق أسلوب الاهتلاك المتناقص ذو فائدة كبيرة للشركات التي تود استرجاع أصولها من خلال احتساب أقساط الاهتلاك.

أما من وجهة نظر نظرية الإشارة، وعلى أساس أن أغلب عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع وتحويلها من شركات عامة إلى شركات خاصة، تليها عمليات إعادة بيع هذه الشركات سواء إلى مستثمرين آخرين أو إعادة طرح أسهمها في البورصة للجمهور، يعتبر تطبيق أسلوب الاهتلاك المتناقص لا يتماشى مع رغبة الشركة المشتريّة إرسال إشارة جيدة إلى المستثمرين في السوق وأن أرباح الشركة المستهدفة قد ارتفعت بعد عملية التحويل، مما يجعلها أعلى قيمة وأكثر جاذبية في نظر المشتريين المحتملين. وذلك لأن تطبيق أسلوب الاهتلاك المتناقص يؤدي إلى تخفيض الربح المحاسبي في السنوات الأولى التي تلي عملية السيطرة، أكثر من أساليب الاهتلاك الأخرى، ويزداد تأثيره كلما كان حجم أصول الشركة المستهدفة أكبر. لكن في هذا السياق لا تفوتنا الإشارة إلى أن أثر استخدام أسلوب الاهتلاك المتناقص سوف ينعكس ليصبح يتماشى مع فقه نظرية الإشارة إذا افترضنا أن المستثمرين في الأسواق المالية يأخذون في الحسبان صافي التدفقات النقدية للشركات وليس أرباحها المحاسبية.

يدخل كذلك ضمن التشريعات الضريبية التي ساهمت في بعث موجة عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع، التشريع الضريبي الذي أصدر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنوات الثمانينات لتشجيع خطط تملك العاملين<sup>3</sup> (ESOP: Employee Stock Ownership Plan) في هذا البلد، والذي نص على مايلي:

- معاملة التوزيعات على الأسهم المملوكة للعاملين بالشركة معاملة الفوائد على القروض، مما يعني خصمها من النتيجة قبل الضريبة ومن تم استفادة الشركة من ورائها بوفورات ضريبية؛

<sup>1</sup> - Jacques Teulie, Patrick Toposcalian, op., cit, p 680.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، مرجع سبق ذكره، ص 187.

<sup>3</sup> - Barbara R. Bartkus, (1997), «Employee ownership as catalyst of organizational change», Journal of Organizational Change Management, Vol. 10 Iss 4 pp. 331 – 344.

- إعفاء الشركة من دفع الضرائب على أرباح الشركات على الجزء من الأرباح الذي تساهم به في تمويل صندوق إقراض العاملين لشراء أسهمها.

وتكمن العلاقة بين تشريع تملك العاملين وموجة عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع في كون المستثمرين في مجال السيطرة على الشركات غالباً ما يلجؤون إلى الاستعانة بالإدارة والأجراء في الشركات المستهدفة من أجل تسهيل عمليات السيطرة، كل ذلك في إطار ما يعرف بالانجليزية بـ (LMBO: Leverage Management By Out) بالنسبة لإشراك الإدارة و (RES: Reprise d'une Entreprise par ces salariés)، فيما يخص تملك العاملين.

### 3-3- مصادر تمويل عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع:

يصاحب تركيز ملكية الشركات المحولة باستعمال تقنية أثر الرفع تركيز المخاطر حول عدد محدود من الأشخاص \_ الطبيعيين و/أو الاعتباريين \_ ونظراً لارتفاع مستويات المخاطر التي يواجهها هذا العدد المحدود من المستثمرين والتي كان يتقاسمها عدد كبير من المساهمين في البورصة، يصعب على المستثمرين الذين يعملون في مجال تحويل الشركات، الحصول على مصادر تمويل تقليدية بأسعار منخفضة. ولا يبقى أمامهم سوى اللجوء إلى مصادر تمويل مبتكرة، تمتاز في الغالب بمخاطرها المرتفعة ومردوديتها العالية، إذ يطلب أصحابها معدل عائد على الاستثمار مرتفع نظير المخاطر الكبيرة التي يتحملونها. وعلى العموم تتمثل هذه المصادر فيما يلي:

### 3-3-1- السندات منخفضة الجودة: Junk Bonds

وهي عبارة عن السندات التي تقدم لحملتها مردودية مرتفعة High Yield Bonds لأنها تطرح في السوق من طرف مصدرين يمثلون خطر معتبر بسبب العديد من الخصائص التي يمتازون بها كالوضعية المالية الحرجة، حجم الأصول غير الكافي، خطورة القطاع الذي يشتغلون فيه، السياق الاقتصادي غير المواتي... إلخ، مما يجعلهم ذوي قدرات محدودة في مواجهة مخاطر عدم السداد.

ويمكن تمييز السندات الرديئة من مثيلاتها الجيدة من خلال نشرات التقييم المالي The Rating التي تصدرها وكالات التصنيف الائتماني، فهي السندات التي تحمل التصنيف BB أو أقل في سلم ستاندارد أند بور (S&P) أو Ba أو أقل في تصنيف موديز (Moody's). ويقع فوقها مباشرة ضمن سلم

- التصنيف الإئتماني، سندات الاستثمار التي تمتاز بمستوى مخاطر أقل. وتمتاز السندات المنخفضة الجودة في الأسواق المالية الأوروبية بالخصائص التالية<sup>1</sup>:
- يقدر مبلغها بحوالي 200 مليون أورو؛
  - نسبة الديون إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب خسائر القيمة والإهتلاكات (EBITDA) للكليات المصدرة لها، تتراوح بين 4 و 6؛
  - تتراوح المدة بين تواريخ إصدارها وتواريخ استحقاقها بين 08 و 10؛
  - معدل كوبون اسمي يتراوح بين 10 و 12%؛

كما تجدر الإشارة إلا أن السندات منخفضة الجودة أقل تكلفة من الأموال المتوسطة، التي تستخدم أيضاً في تمويل عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع. ومن تم دأب المستثمرين الناشطين في مجال السيطرة على الشركات المساهمة وتحويلها إلى شركات خاصة، على القيام بعرض عام للادخار في السندات الرديئة و استعمال الأموال المحصلة في شراء أسهم الشركات المستهدفة من حاملها. وواقع الحال أنهم يقومون في بادئ الأمر بالبحث عن الشركات ذات الرسملة السوقية المنخفضة مقارنة بالقيمة السوقية لصافي أصولها بعد طرح الخصوم. وتتمثل الخطوة الثانية في البحث عن مجموعة من الشركاء ( مستثمرون أفراد ومؤسستيون، بنوك استثمار ) الذين يرغبون في تنفيذ عملية السيطرة والتحول. بعد ذلك تأتي الخطوة الثالثة المتمثلة في إنشاء شركة لغرض السيطرة \_ عادة ما تكون شركة قابضة \_ تقوم بإصدار سندات منخفضة الجودة، يتم تسويقها بسرعة، حيث يقتنيها في غالب الأحيان المستثمرين المؤسستيين الذين يملكون تقنيات متقدمة لتخفيض المخاطر من خلال إستراتيجية التنويع. وفي الأخير تأتي الخطوة الرابعة والتي تتمثل في شراء كل أو أغلب أسهم الشركة المستهدفة، وبذلك يتم التخلص من غالبية المساهمين وتصبح الشركة مملوكة لعدد محدود من المستثمرين.

هذا و يؤدي التخلص من الغالبية العظمى من صغار المساهمين في الشركة المستهدفة، باستعمال السندات الرديئة إلى جعلها مشبعة بالديون إلى أبعد الحدود، مما يجعلها أكثر عرضة لمخاطر التوقف عن السداد والإفلاس، وهو الأمر الذي يحتم على ملاكها الجدد ومن خلفهم الإدارة، العمل من أجل تحقيقها لتدفقات نقدية مستقبلية كبيرة و كافية ليس فقط لخدمة الديون المالية وفوائدها، بل تحقيق أرباح و دفع أجور وحوافز مرتفعة للإدارة.

<sup>1</sup> - Jacques Teulie, Patrick Toposcalian, op., cit, p 683.

## 3-3-2- الطرح الخاص للسندات:

بسبب المتطلبات التي تفرضها الهيئات التي تشرف على إدارة ورقابة البورصات والأسواق المالية، و رغبة بعض مصدري السندات في عدم الإفصاح عن بعض المعلومات التي تخص أدائهم، وهي معلومات مطلوبة في عمليات العرض العام للدخار في الأسواق المنظمة. وكذلك من أجل تسريع عملية الإصدار. تلجأ كل من الشركات الجديدة التي ليس لها سمعة في السوق والشركات التي تصنف ضمن فئة المخاطر المرتفعة بما لا يشجع صغار المستثمرين على الاستثمار في السندات التي تصدرها، إلى طرح إصدارتها من السندات خارج الأسواق المنظمة وتوجيهها إلى المستثمرين المؤسساتيين فقط، الذين بمقدرتهم وحدهم تحمل مخاطر هذا النوع من الاستثمار الذي يمتاز بمايلي:

- غياب سوق ثانوي منظم لهذه السندات وبالتالي ضعف سيولتها؛
  - ارتفاع المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها لاسيما فيما يخص مخاطر عدم القدرة على السداد؛
  - ارتفاع معدل الكوبون على تلك الإصدارات؛
- وهنا لا بد من الإشارة إلى كل من السندات الرديئة وسندات الطرح الخاص، التي تستخدم في عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع، تتوفر فيها خصائص واحدة من المصادر الأخرى التي تستخدم في تمويل هذا النوع من العمليات، ألا وهي الأموال المتوسطة Mezzanine Money. وذلك على أساس أن معدل الفائدة عليها يتساوى مع معدل هذه الأخيرة، وهو معدل يزيد بصفة معتبرة عن معدل القروض البنكية الكلاسيكية و يقل عن معدل الاستثمار في حقوق الملكية.

## 3-3-3- القروض المتوسطة: Dette Mezzanine

القروض المتوسطة هي عبارة عن شكل من أشكال التمويل، تمتاز من حيث مردوديتها ومخاطرها بوقوعها في الوسط\* بين نمطين من أنماط التمويل، القروض الكلاسيكية منخفضة المخاطر والتكلفة، و رؤوس الأموال الخاصة التي تتصف بارتفاع تكلفتها وكذلك العائد المطلوب على الاستثمار فيها. وهي بذلك نمط من الأنماط الخصوصية للتمويل التي تجمع بين خصائص نمطي التمويل بالقروض البنكية والأسهم في نفس الوقت. وهي في الغالب تصدر في شكل قروض ملحقة Dette junior ou subordonnés يأتي تسديدها من حيث الأولوية بعد القروض البنكية الكلاسيكية Dette senior، وتمتاز بالخصائص التالية<sup>1</sup>:

\* يعود مصطلح القروض (التمويلات) المتوسطة إلى أصول إيطالية وهو مشتق من الكلمة الإيطالية Mezzano والتي تعني في وسط (أنظر (Philippe Desbrières, ingénierie financière, Litec, Paris 1995, pp 57.

<sup>1</sup> - Jacques Teulie, Patrick Toposcalian, op., cit, pp. 682-683.

- لا يمكن سدادها قبل سداد القروض البنكية الكلاسيكية التي ألحقت بها وبذلك تتراوح مدتها في الغالب بين 07 و 15 سنة؛
  - ارتفاع مخاطر عدم السداد التي يواجهها المستثمرين في هذا النوع من التمويل ومطالبة المستثمرين فيه بمعدل عائد مرتفع وعادة ما تزيد معدلات الفائدة له عن معدل الفائدة للقروض البنكية الكلاسيكية بـ 01 أو 02% (EURIBOR + 1à 2)؛
  - إضافة إلى العائد المرتفع الذي يستفيد منه المقرضون يتم منحهم وصولات الاكتتاب في الأسهم (BSA) أو إعطائهم إمكانية تحويل سنداتهم إلى أسهم Convertibles Obligations؛
  - يساهم هذا النمط من التمويل في تحسين المردودية المالية للشركة وذلك من خلال أثر الرفع المالي الذي يحدثه؛
  - يتماشى هذا النمط من التمويل مع مبدأ القيمة الزمنية للنقود، لأنه يسمح بتسديد أصول القروض وفوائدها في فترات لاحقة؛
- هذا وعادة ما تستخدم الأموال المتوسطة في عمليات شراء الشركات المساهمة باستعمال أثر الرفع المالي وتحويلها إلى شركات خاصة وذلك من خلال استخدام منتج آخر من منتجات الهندسة المالية كالسندات القابلة للتحويل (OCA) أو السندات بوصول اكتتاب الأسهم (OBSA).

### 3-3-4- تمويل المعبر : Bridge Financing

يتمثل تمويل المعبر في القروض التي تمنحها بنوك الاستثمار لتمويل عمليات شراء الشركات باستعمال الرفع التي من المفروض أن تمول من مصادر لا يمكن تدبيرها قبل إتمام العملية، وذلك كمساعدة مالية عاجلة، عادة ما تكون قصيرة الأجل، إلى أن يتم تدبير مصادر تمويل طويلة الأجل واستبداله بها<sup>1</sup>. من حيث الشروط العامة تتشابه شروطه مع تلك الخاصة بالقروض البنكية الكلاسيكية، كما أنها تتصف بقصر مدتها التي لا تتجاوز عادة 06 أشهر<sup>2</sup>.

هذا ويمثل هذا المصدر التمويلي في حد ذاته هندسة مالية متقدمة في خدمة عمليات السيطرة وتحويل شركات المساهمة، وذلك من خلال توفير مصادر تمويل لهذه العمليات في أصعب مرحلة فيها وهي مرحلة البداية، التي تتسم بتردد المستثمرين في تقديم التمويلات اللازمة. كما تتجلى الهندسة المالية

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، مرجع سبق ذكره، ص 194.

<sup>2</sup> - Jacques Teulie, Patrick Toposcalian, op., cit, p 683.

الخاصة بهذا النوع من التمويل في غياب الضمانات و طبيعة المصادر التي تعتمد في سداده، إذ غالباً ما يتم الاعتماد في ذلك على النقدية المتولدة من عمليات الشركة المستهدفة أو بيع بعض أصولها<sup>1</sup>. وكذلك من بين تجليات الهندسة المالية في هذه الأداة التمويلية الجديدة، أنها تمنح على وجه السرعة، بحد أدنى من الإجراءات ودون إعطاء معياري العائد والضمانات أهمية كبيرة \_ مثلما هو الحال في القروض الكلاسيكية التي تقدمها البنوك التجارية\_ فالهدف من القرض ليس الفوائد المتولدة عنه، بل مصادر الدخل الأخرى، التي يمكن أن يجنيها بنك الاستثمار في حالة إتمام العملية كأتعاب الاستشارة، عمولات إصدار الأوراق المالية وفوائض القيمة في حالة دخوله طرفاً فيها مع مجموعة المستثمرين.

### 3-3-5- القروض الملحقة: Les dettes subordonnées

وتتمثل في قروض ملحقة بقروض بنكية كلاسيكية، يمنحها مقرضون لهم القدرة على تحمل المخاطر بحثاً عن العوائد المرتفعة، تمنح لمدة ثمان سنوات وتسد على دفعة واحدة بعد تسديد القروض التي ألحقت بها<sup>2</sup>. و تصنف ضمن المستوى الثاني للقروض، بعد القروض الكلاسيكية، التي تتطلبها عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع، حيث تهدف الجهات الراغبة في السيطرة إلى استعمال نسبة كبيرة من الرفع ولا يتأتى لها ذلك سوى من خلال الاستعانة بمستويات مختلفة من الديون.

### 3-3-6- قرض البائع: Crédit-vendeur

هو عبارة عن قرض ملحق بقروض بنكية كلاسيكية أو ديون متوسطة يقدمه الطرف المتنازل عن الشركة Cédant كعربون ثقة للجهة الراغبة في السيطرة. وكذلك كإشارة مالية منه بأن الصفقة مجدية بالنسبة للجهات الراغبة في السيطرة وبأنه مطمئن تماماً عن القرض الممنوح نتيجة معرفته بقدرة الشركة المتنازل عنها عن توليد تدفقات نقدية مستقبلية كافية لدفع الديون. تتراوح مدته بين 03 و 04 سنوات ويسدد على دفعة واحدة أو عدة دفعات، كما يمتاز أيضاً بتفاوت مردوديته من (01%، 05% أو 07%) وعدم تطلبه لضمانات<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> -ibid, p 683.

<sup>2</sup> - Jacques Teulie, Patrick Toposcalian, op., cit, p 683.

<sup>3</sup> - idem.

## 3-3-7- رأس المال المخاطر: Venture Capital

ظهر نشاط رأسمال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية<sup>1</sup> وواكب الطفرة الكبيرة التي عرفها الاقتصاد الأمريكي لاسيما فيما يخص المساعدة في تكوين المؤسسات التي تنتمي إلى القطاعات عالية المخاطر و تحويلها و توسعها في الخارج<sup>2</sup>. وسجل أول ظهور له في فرنسا في سنوات الستينات خاصة مع تأسيس الشركة المالية لضمان رأسمال المخاطر (SOFARIS) وتكوين الصناديق المشتركة للتوظيف بالمخاطر (FCPR)<sup>3</sup>. وشكل هذا النمط الخصوصي من التمويل في السنوات الأخيرة واحداً من أهم أدوات الرفع في مجال خلق المؤسسات ودعم الابتكار في كل من الولايات المتحدة وأوروبا، فعلى سبيل المثال بلغت قيمة الاستثمارات في هذا القطاع في أوروبا سنة 2000 ما مقداره 34,98 مليار أورو وذلك بنسبة نمو جد معتبرة مقارنة بسنة 1999 قدرت بـ 39%<sup>4</sup>.

## 3-3-7-1- ماهية رأس المال المخاطر:

ويتمثل رأسمال المخاطر في مصدر من مصادر التمويل الموجهة للمؤسسات الجديدة التي لا يمكنها الحصول على التمويل البنكي، أي تلك التي تتصف بأفاق النمو الواعدة والمخاطر المرتفعة، في نفس الوقت. ويعتبر من التمويلات التي تدخل ضمن رؤوس الأموال الخاصة، التي تعتمد في إستراتيجيتها على امتلاك حصص أقلية بصفة مؤقتة في رأسمال المؤسسات الجديدة، لاسيما منها تلك التي تشتغل في قطاعات التكنولوجيا العالية، التكنولوجيا الحيوية و التكنولوجيا الصديقة للبيئة.

تختلف طبيعة ممارسات ومفهوم هذا النمط الخصوصي من التمويل من بلد إلى آخر وذلك باختلاف السياق الاقتصادي العام، اللوائح والتشريعات، التحفيزات الجبائية، الإطار المؤسسي ودور البنوك، قدرة المستثمرين على تحمل المخاطر... إلخ، بين البلدان، ففي الوقت الذي يطغى على نشاط رأسمال المخاطر طابع المخاطرة والمغامرة في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة ولهذا يرتبط اسمه باللغة الإنجليزية بمصطلح Venture الذي يعني المغامرة، يتجه في بلدان أوروبا القارية إلى تمويل مشاريع أقل

<sup>1</sup> - Jean Lechman, « Capital risque », Encyclopédie de gestion, 2<sup>ème</sup> Edition, (collection dirigé par Yves Simon et Patrick Joffre), ECONOMICA, Paris 1997, PP.

<sup>2</sup> - Joshua Aizenman Jake Kendall, (2012), « The internationalization of venture capital », Journal of Economic Studies, Vol. 39 Iss 5 pp. 488 – 511.

<sup>3</sup> - Hervé Hutin, op., cit, pp.754-755.

<sup>4</sup> - Eric Stéphane, La relation capital-risque/ PME : fondements et pratiques, 1<sup>er</sup> édition, de boeck, Bruxelles 2003, p 07.

خطورة<sup>1</sup> ويطلق عليه في غالب الأحيان رأسمال الاستثمار Le capital investissement. إلا أنه على العموم عبارة عن نمط تمويل خصوصي يمتاز بالخصائص التالية<sup>2</sup>:

- تقديم مساهمة أقلية، في شكل رؤوس أموال خاصة أو مايمثلها، في رأسمال المؤسسات المتوسطة والصغيرة غير المسعرة في البورصة والتي تمتلك إمكانيات نمو معتبرة؛
- فترة المساهمة في رأسمال المؤسسة تكون محدودة على العموم وتقترن بأفاق نجاح المشروع المراد تمويله، إذ عادة ما تتراوح مدة بقاء رأسمال المخاطرة في رأسمال المؤسسة الممولة بين 3 و 7 سنوات. وذلك على الرغم من أن تاريخ وكيفية خروجه يبقيان غير معروفين في تاريخ الدخول؛

- متابعة نشطة وفعالة للحصص المقدمة في رأسمال المؤسسات ومساهمة في خلق الثروة فيها؛
- ممارسة رقابة على إدارات المؤسسات الممولة وذلك من خلال عقود ضمنية و/أو صريحة؛
- تحقيق عوائد للمستثمرين، لاسيما من خلال إعادة بيع الحصص وتحقيق فوائض قيمة غالباً ما تكون معتبرة؛

عرف رأسمال المخاطر من طرف الجمعية الأمريكية لرأسمال المخاطرة (EVCA,1990) بأنه « كل رأسمال مستثمر من طرف وسيط مالي في رأسمال شركة أو مشاريع خصوصية ذات إمكانيات نمو كبيرة»<sup>3</sup>.

ويعرفه القانون الفرنسي لشركات رأسمال المخاطر الصادر في جويلية سنة 1985 على أساس أنه « كل استثمار في رؤوس الأموال الخاصة أو أشباه رؤوس الأموال الخاصة، التي تصدرها الشركات غير المسعرة في البورصة، بما في ذلك عمليات خلق وتحويل المؤسسات»<sup>4</sup>.

كما يعرف المستثمرون في هذا القطاع في فرنسا نشاطهم على أنه « التمويل والمساعدة في الإدارة»، مما يجعلهم شركاء فاعلين في الشركة التي يمولونها وذلك على العكس من المساهمين الذين يوصفون بأنهم شركاء سلبيين (غير فاعلين) Sleeping Partners ، حيث يتمتع المستثمرون في هذا النشاط بمعارف ومهارات عالية في ميادين المالية، الأسواق المالية، تقييم المشاريع وتطوير المؤسسات.

<sup>1</sup> - ibid, p 19.

<sup>2</sup> - ibid, p 11.

<sup>3</sup> - Jean Lechman, « Capital risque », op., cit, pp. 1997.

<sup>4</sup> - Eric Stéphane, op., cit, p 09.

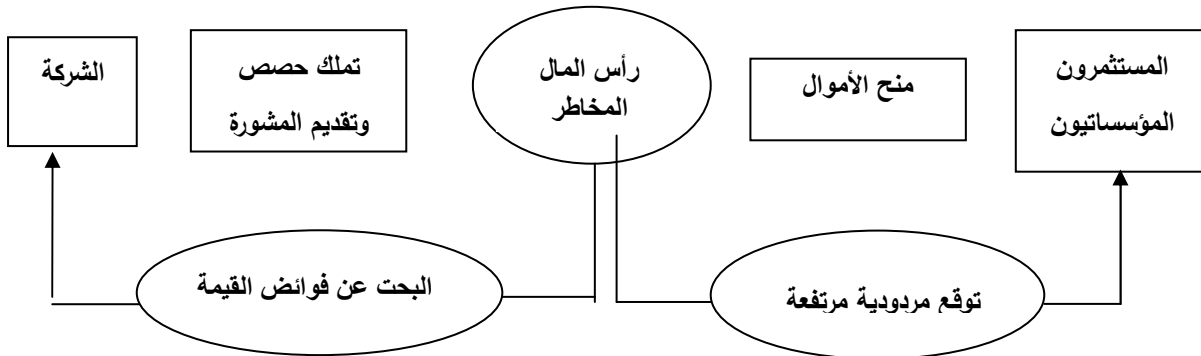


وبذلك يقع المستثمر في مجال رأسمال المخاطر في قلب شبكة من العلاقات التي يشرف على تحريكها وتنشيطها.

يقدم هذا النوع من التمويل شركات يطلق عليها شركات رأسمال المخاطر وهي تعمل كما يوضح

الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): آليات عمل هيئات رأس المال المخاطر.



المصدر: jean Lechman, « Capital risque », op., cit, pp 286-305.

### 3-3-7-2- نشاطات رأس المال المخاطر:

يتم تقسيم أنشطة رأسمال المخاطر حسب مرحلة تطور المؤسسة الممولة، إلى أربع (04) فئات

رئيسية كمايلي<sup>1</sup>:

\_ رأسمال الجدوى «Seed capital» ويمول المراحل الأولى في حياة المؤسسة (البحث والتطوير، التقييم، توضيح النموذج).

\_ رأسمال الإنشاء «Le capital création» في هذه المرحلة يقدم رأس مال المخاطر الموارد المالية لتمويل تطوير منتج وتسويقه.

\_ رأسمال التطوير: «Le capital developpement» وهو معد خصيصاً للمؤسسات التي تجاوزت عتبة مردوديتها، حيث تستعمل الأموال المقدمة من طرفه في تمويل قدرات إنتاجية جديدة أو عمليات نمو داخلي أو خارجي. ويتعلق الأمر هنا بالمؤسسات ذات رقم أعمال معتبر وشهرة محل مُثبتة.

<sup>1</sup> - Hervé hutin, op., cit, p. 752.

\_ رأسمال التحويل: «Le capital transmission» ويساهم في تمويل عمليات السيطرة على شركات مساهمة قائمة، باستعمال أثر الرفع وتحويلها إلى شركات خاصة مملوكة من طرف مسيريهها (MBO)، من طرف مستثمرين خارجيين (MBI) أو من طرف الأجراء فيها (RES).

### 3-3-7-3- رأس المال المخاطر وإشكالية حوكمة الشركة:

بسبب الخصوصية التي تتمتع بها شركات رأسمال المخاطر (OCR) من حيث رغبتها وقدرتها على متابعة الحصص التي تقدمها في رؤوس أموال الشركات التي يقع عليها اختيارها و عدم وضوح الأفاق المرتبطة بالخروج من رأسمال الشركات الممولة، من جهة. ونظراً للمستوى المرتفع من المخاطر الذي تواجهه هذه الشركات بسبب طبيعة المؤسسات والعمليات التي تمولها، من جهة أخرى. وذلك على العكس من المساهمين الذين تمتاز تصرفاتهم تجاه المؤسسة التي يحملون أسهمها بالسلبية من حيث المتابعة، الرقابة والإشراف.

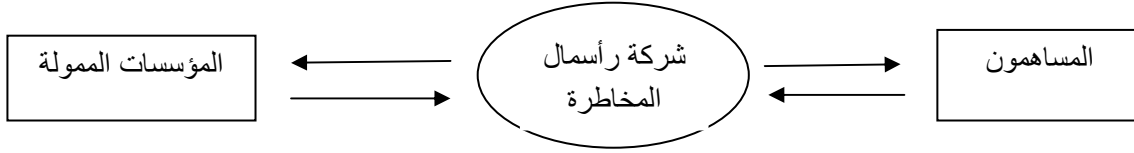
يقدم هذا النمط من التمويل حلاً عملياً لمشاكل الوكالة والحوكمة التي تصاحب انفصال الإدارة عن الملكية في الشركات، إذ يتميز عن باقي أنماط التمويل الأخرى المتخصصة في توفير رؤوس الأموال الخاصة للشركات، بأنه لا يقدم الأموال فقط إلى الإدارات في الشركات وإنما يعمل على تطوير علاقة شراكة بينه وبين هذه الإدارات بما يسمح له بتجاوز المشاكل المرتبطة بعدم تماثل المعلومات والمتمثلة في الخطر المعنوي والاختيار المعاكس والقيام بمتابعة فعالة لكل ما يتعلق بالحصص المقدمة. وفي هذا السياق يمكن تبويب ممارسات شركات رأسمال المخاطر في إطار ثلاث اتجاهات رئيسية كمايلي<sup>1</sup>:

- متابعة الحصص دون أي تدخل في إدارة المؤسسة الممولة (Hands off)؛
- تقديم النصح والمساعدة لأصحاب المشروع (Hands on) وذلك مجالات (أنماط التسيير، تقييم المشاريع، الإستراتيجية التجارية، المسائل القانونية، المسائل العلاقاتية... إلخ) وهذا الاتجاه هو الذي تفضله الإدارات في المؤسسات التي تتعامل مع رأسمال المخاطر؛
- التدخل المباشر أو غير المباشر في إدارة المؤسسات الممولة (Hands in) وقد يصل الأمر برأسمال المخاطر إلى حد المطالبة بمقاعد في مجلس إدارة المؤسسة. ويسود هذا الاتجاه في الولايات المتحدة الأمريكية؛

<sup>1</sup> - Hervé hutin,op., cit, p 757.

وفي هذا الإطار تكمن الخصوصية الرئيسية لشركات رأسمال المخاطرة في (OCR) في وقوعها في قلب علاقة تعاقدية مضاعفة<sup>1</sup>:

- العلاقة بين شركة رأسمال المخاطر (OCR) وإدارة الشركة الممولة؛
  - العلاقة بين المستثمرون وشركة رأسمال المخاطر والتي يعتبر فهمها أساسيا لتفسير وفهم سياسة الاستثمار واقتناء التي تتبعها شركة رأسمال المخاطر؛
- والشكل التالي يوضح تنظيم هذه العلاقة التعاقدية المضاعفة بين المتدخلين في هذا النمط من التمويل. الشكل رقم (2-3): رأس المال المخاطر وحوكمة الشركات.



المصدر: Eric Stéphane, op., cit, p 16.

وهي شركات متخصصة في تمويل عمليات على درجة عالية من المخاطر والعائد، ومنها تمويل عمليات تحويل الشركات من شركات مساهمة مملوكة لعدد كبير من المساهمين إلى شركات خاصة مملوكة لعدد محدود من المستثمرين، منهم شركات رأسمال المخاطر، ففي دراسات أجرتها الجمعية الفرنسية للمستثمرين في رأسمال المخاطرة (AFIC) أتضح أن 33% من استثمارات شركات رأسمال المخاطرة وجهت إلى عمليات تحويل الشركات<sup>2</sup>. ونظراً للمرونة الكبيرة التي تتمتع بها هذه الأخيرة في الاستثمار، نجد أن صور تدخلها في تمويل عمليات السيطرة باستعمال أثر الرفع يمكن أن يأخذ أحد الأشكال التالية<sup>3</sup>:

- المشاركة في رأس المال من خلال الاكتتاب في أسهم ممتازة مصحوبة بصكوك حق شراء أسهم عادية؛
- الاستثمار في سندات الطرح الخاص والسندات منخفضة الجودة التي يصدرها فريق السيطرة بمناسبة عملية السيطرة؛
- تقديم النصح والمشورة لفريق السيطرة؛

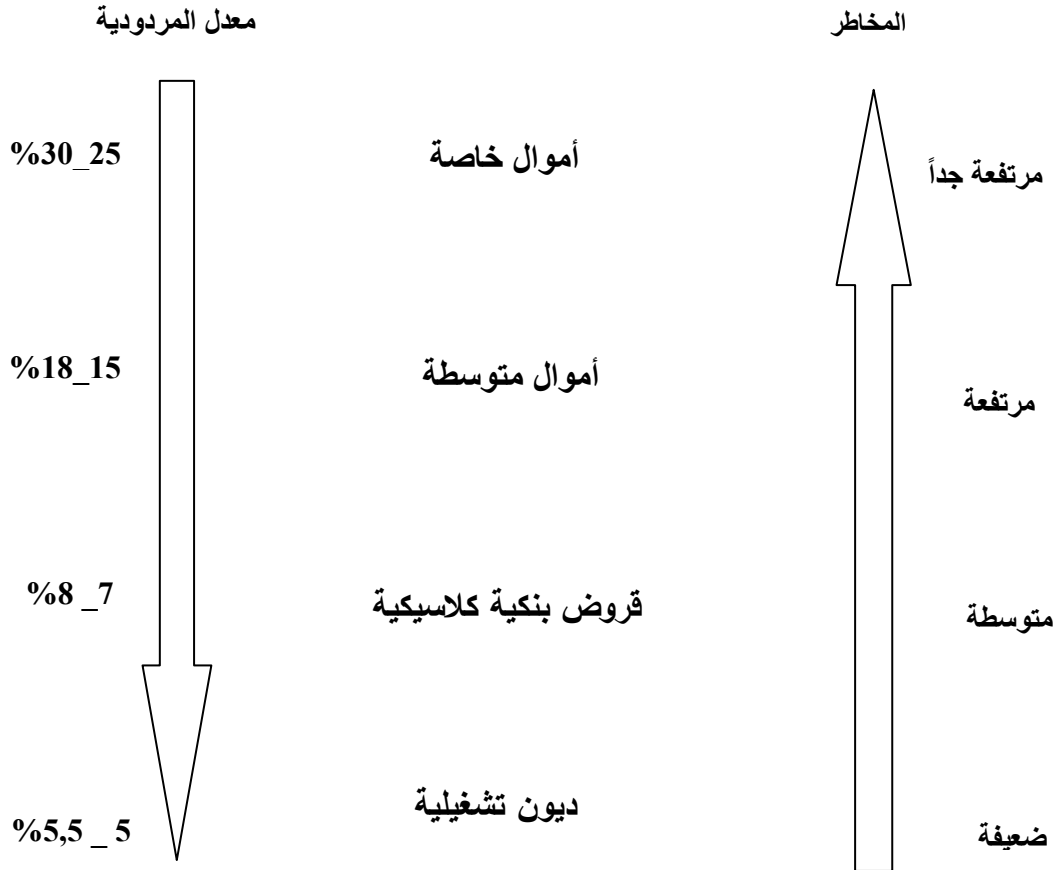
<sup>1</sup> - Eric Stéphane, op., ccit, p 09.

<sup>22</sup> - Hervé hutin, op., cit, p 756.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث الإسكندرية 2014،

هذا ويمكن لشركات رأسمال المخاطر أن تكون لها في نفس الوقت صفة المالك المشارك في العملية مع فريق السيطرة وصفة المقرض الذي يقدم قروض غير مضمونة

الشكل رقم (2-3): تصنيف مصادر تمويل عمليات الشراء باستعمال اثر الرفع



المصدر: Standard and Poor's

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى ما توصل إليه إدوارد ألتمان Edward I Altman من أن 60% من مصادر تمويل عمليات التحول تتمثل في قروض مضمونة تقدمها البنوك وشركات التأمين وأن ما بين 25 إلى 30% من تلك المصادر يتمثل في سندات منخفضة الجودة وما يشابهها، و فقط ما بين 10 و 15% من تلك المصادر يتمثل في رؤوس أموال خاصة يقدمها الفريق الراغب في السيطرة. وتشير دراسة ألتمان إلى أن نسبة القروض إلى رؤوس أموال الخاصة في هيكل تمويل عمليات شراء الشركات باستعمال اثر الرفع، قد بلغت 6 إلى 1. وأنه في عمليات التحويل التي تتولاها شركات متخصصة في

هذا النوع من العمليات لم تزد نسبة رؤوس أموال الخاصة عن 02%<sup>1</sup>. ويبرز من خلال هذه الأرقام المدى الذي وصل إليه فريق السيطرة في استغلال الأموال المقرضة بشتى مستوياتها، غياب الضمانات الكافية لتغطية هذه الأموال المقرضة ومستوى المخاطر المحتملة وحجم العائد المتوقع الحصول عليه. كل هذا نتاج استخدام ابتكارات الهندسة المالية في تمويل عمليات السيطرة، فالمصدر الوحيد الذي يعول عليه الملاك الجدد للشركة المسيطر عليها لتسديد جزء من ديونها والفوائد المترتبة عنها، هو التدفقات النقدية المستقبلية المتوقع أن تحققها الشركة بعد عملية التحول، وعلى هذا الأساس ينظر إلى عمليات شراء الشركات باستخدام أثر الرفع على أنها شراء شركات في الوقت الحاضر بمواردها المستقبلية<sup>2</sup>.

وتكمن العوامل التي تقف وراء تحسن مستوى التدفقات النقدية المستقبلية للشركة بعد التحويل في زيادة حوافز الفريق الإداري الجديد\_ عادة من الملاك الجدد\_ واستخدامه لموارد الشركة بفعالية أكثر من ذي قبل، اختفاء تكاليف الوكالة التي كانت تتجم عن انفصال الإدارة عن الملكية، إذ أن الشركات التي يتم تحويلها تصبح تدار مباشرة من طرف ملاكها.

### 3-4- حالة واقعية لعملية شراء شركة باستعمال أثر الرفع:

في 28 أكتوبر من سنة 1988 قام مجلس إدارة شركة RJR Nabisco\* بإخطار المساهمين في هذه الأخيرة أن الرئيس التنفيذي للشركة ومجموعة من المستثمرين الخارجيين الآخرين على استعداد لتقديم عرض لشراء كل أسهم الشركة نقداً وبعلاوة استحواذ تقدر بـ 19 دولار، حيث أن العرض المقدم من طرفهم يتضمن شراء السهم من حامله مقابل 75 دولار على الرغم من أن السعر السوقي لسهم الشركة في آخر نشرة أسعار قبل تقديم العرض لم يتجاوز 56 دولار. بعد ذلك توالى العروض على المساهمين في الشركة من أجل التنازل عن أسهمهم، ومن أهمها ذلك العرض الذي قدم من طرف صندوق الاستثمار كي كي آر KKR\*\* والذي يتضمن شراء سهم الشركة مقابل 90 دولار، 79 منها تدفع نقداً والباقي في شكل سهم ممتاز قيمته 11 دولار.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، مرجع سبق ذكره، ص 196.

<sup>2</sup> - Jacques Teulie, Patrick Toposcalian, op., cit., p 682.

\* RJR-Nabisco عبارة عن شركة أمريكية كبيرة مسعرة في البورصة، كانت تتبع إستراتيجية التنوع التجميعي Conglomerat، (أنظر - Jean - Claude Papillon, économie d'entreprise, 2<sup>ème</sup> édition, éditions management, Paris 2000, pp 55-57.

\*\* KKR عبارة عن صندوق استثمار أمريكي، متخصص في عمليات السيطرة على الشركات بإستعمال تقنية شراء الشركات بإستعمال أثر الرفع (LBO)، وإعادة هيكلتها، أسس سنة 1975 من طرف كل من Jerome Kolberg، Ray Kravis و George Robert. ( للمزيد حول هذا الموضوع أنظر - Jean - Claude Papillon, économie d'entreprise, 2<sup>ème</sup> édition, éditions management, Paris 2000, pp 55-57.

صندوق KKR وفي ضل العروض المتتالية على الشركة من طرف العديد من الجهات واقتناعاً منه بجدوى عملية شراء شركة RJR Nabisco على جميع الأصعدة، قام بتقديم عرض آخر يقدر بـ 109 دولار للسهم. مجموعة المستثمرين التي يمثلها الرئيس التنفيذي للشركة المستهدفة بدورها لم تستسلم أمام العروض الموازية المغرية الذي قدمها صندوق KKR، وقدمت عرض خيالي يزيد عن عرض الشركة المنافسة بـ 03 دولارات لكل سهم بحيث أصبح سعر شراء السهم 112 دولار (81 دولار نقداً، حوالي 10 دولارات ديون ملحقة قابلة للتحويل و18 دولار في شكل أسهم ممتازة).

وفي خضم العروض والعروض المضادة كان لزاماً على إدارة شركة RJR Nabisco استغلال الفرصة وتحقيق مصالح حملة الأسهم، لاسيما أن علاوة الاندماج المقترحة جد معتبرة في بالنسبة لكلا العرضين، ووصلت في العرض الأخير المقدم من طرف مجموعة المستثمرين الذين يمثلهم الرئيس التنفيذي للشركة، إلى 100%. ولكن ذلك يجب أن يتم دون إهمال الاعتبارات المالية خاصة منها تلك المتعلقة بتتبع الشركة بالديون بعد إتمام عملية السيطرة

يشهد تاريخ عمليات شراء الشركات المسعرة في البورصة باستعمال أثر الرفع، أن عملية شراء الشركة الأمريكية آر جي آر نابسكو RJR Nabisco، المتخصصة في الصناعات الغذائية وصناعة التبغ، من طرف صندوق الاستثمار الأمريكي كي كي آر KKR، هي أكبر وأشهر عملية لشراء الشركات باستعمال أثر الرفع وتجسدت فيها كل مظاهر خصائص هذه التقنية من تقنيات السيطرة على الشركات، وذلك من خلال مايلي<sup>1</sup>:

- الاستخدام المفرط للرفع المالي، خاصة من خلال اللجوء إلى السندات منخفضة الجودة؛
- تركيز نشاط الشركة وتخفيض استثماراتها، لاسيما من خلال التخلي عن الأصول غير الضرورية للنشاط الرئيسي؛
- زيادة مردودية الشركة وذلك من خلال خفض المصاريف التشغيلية والإدارية؛

<sup>1</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p 986.

## المطلب الثالث: عمليات الاندماج: Les operations de Fusions

وهي عبارة عن عمليات تقارب بين الشركات، تتم بين شركتين أو أكثر وتؤدي إلى اختلاط (إدماج) ذمة كل منها على مستوى شخصية معنوية واحدة<sup>1</sup>، وبذلك يترتب عنها العديد من النتائج على المستويات المحاسبية، الضريبية والاجتماعية. كما أنها عمليات بالغة التأثير على وضع الأطراف المعنية بها، لاسيما فيما يخص حوكمة وإدارة الكيان الجديد بعد عملية الاندماج.

هذا بالإضافة إلى كون قرار الاندماج يتمتع بخاصية عدم القابلية للرجوع l'irréversibilité ويقتضي اختفاء واحدة على الأقل من الشركات المعنية بالعملية مما يتطلب عمليات تقييم عالية الدقة، لمعرفة قيمة كل شركة على حدة، قبل عملية الاندماج، وذلك بما يسمح بتحديد نسبة ملكية مساهمي كل واحدة في الكيان الجديد.

## 1- أشكال عمليات الاندماج:

يمكن تصنيف عمليات الاندماج على أساس النتائج القانونية المترتبة عنها، حيث يمكن أن تؤدي هذه العمليات إلى اختفاء الشركتين أو الشركات المعنية وتشكيل كيان قانوني جديد، أو إلى اختفاء شركة واحدة فقط ونقل كامل ذمتها إلى الشركة الأخرى، وفي هذا الصدد يتم التمييز بين مايلي:

## 1-1- الاندماج-امتصاص: La Fusion-absorption

هي عبارة عن عملية اندماج بين شركتين، يترتب عليها اختفاء الشركة الممتصة société absorbée ونقل كامل أصولها وخصومها إلى الشركة الماصة<sup>2</sup> société absorbante. ويتم تعويض المساهمين في الشركة الأولى من خلال منحهم أسهم في رأسمال الشركة الثانية بعد العملية<sup>3</sup>. من الناحية الإجرائية تتطلب عمليات الاندماج-امتصاص، القيام بالعمليات التالية<sup>4</sup>:

- رفع رأسمال الشركة الماصة؛
- مبادلة أسهم الشركة الممتصة بأسهم الشركة الماصة؛
- التحويل الكامل لذمة الشركة الممتصة إلى ذمة الشركة الماصة؛
- حل الشركة الممتصة؛

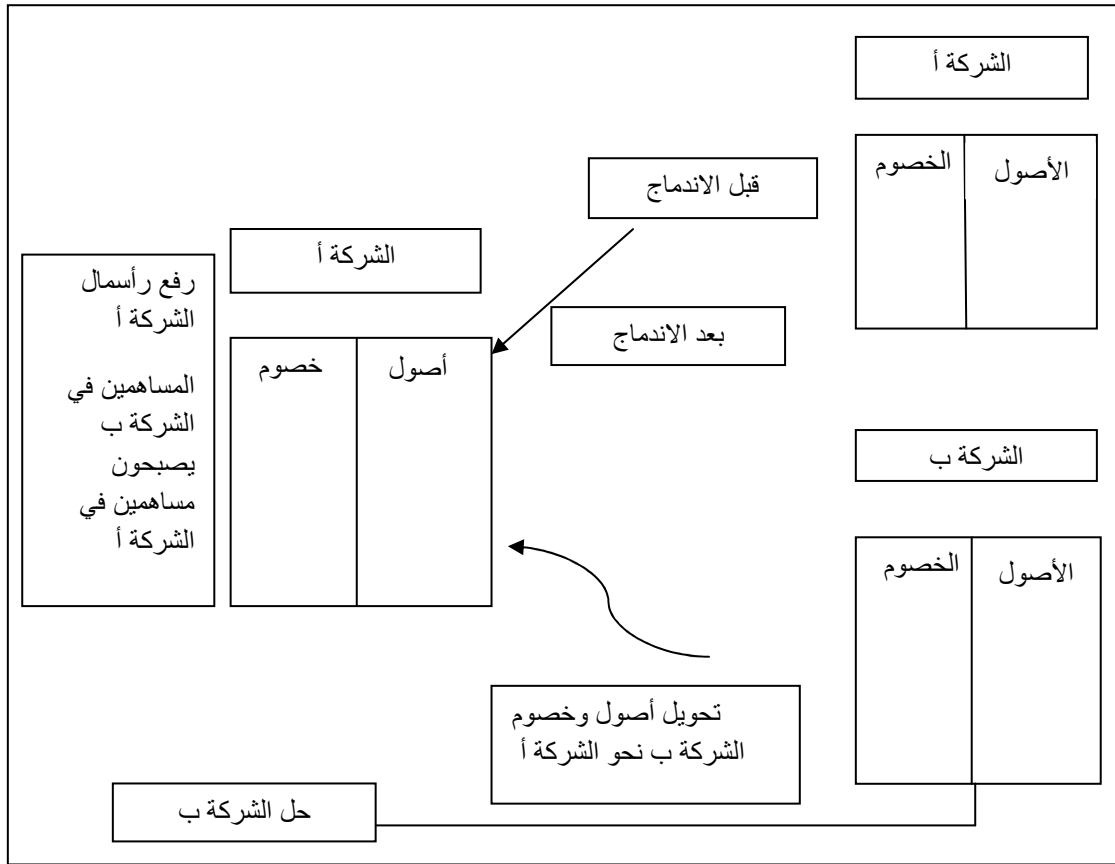
<sup>1</sup> - Hervé Hutin, op., cit, p 760.

<sup>2</sup> - Olivier Meier, Gillaume Schier, op., cit, p 81.

<sup>3</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur, **Finance d'entreprise**, «Vernimmen», 9<sup>ème</sup> édition, op., cit, p 1014.

<sup>4</sup> - Olivier Meier, Gillaume Schier, op., cit, p 81.

الشكل رقم (2-5): عملية الاندماج من خلال امتصاص شركة أخرى.



المصدر: Olivier Meier, Gillaume Schier , Fusions Acquisitions, 3<sup>ème</sup> édition, Dunod, paris 2009, p 81

## 1-2- عمليات الاندماج-امتصاص وجغرافية رأسمال الشركة الماصة:

تؤدي عمليات الاندماج-امتصاص إلى إحداث تغييرات عديدة على العديد من الأطراف ذوي العلاقة، سواء في الشركة الممتصة أو الشركة الماصة، إلا أن التغير الأكثر أهمية يحدث على مستوى جغرافية رأسمال الشركة الماصة بعد العملية. حيث تتطوي هذه العمليات على تعويض المساهمين في الشركة الممتصة من خلال تحويلهم إلى مساهمين في الشركة الماصة. وعكس الاعتقاد السائد بان هذه التغيرات سوف تكون طفيفة وليست ذات تأثير كبير على من يملك سلطة الرقابة على الشركة الماصة، وذلك بسبب كون الشركة الماصة دوماً أكبر حجماً من الشركة الممتصة، إلا أن الاختلاف في طبيعة جغرافية رأسمال الشركتين قبل العملية، لاسيما في حالة كون جغرافية رأسمال الشركة الماصة تتسم بالتشتت وجغرافية رأسمال الشركة الممتصة تنصّف بالتركز، قد يؤدي في النهاية إلى تحكم مساهمي الشركة الثانية في الرقابة على الكيان الجديد وأن يصبحوا هم المساهمين المرجعيين فيه.



كذلك يؤدي حل الشركة الممتصة وتقلص عدد مناصب المدراء إلى إثارة مشكل آخر متعلق بأحد جوانب جغرافية رأس المال وتوزيع السلطة بين مختلف الفئات، ألا وهو مشكل توزيع سلطة الإدارة بين فريقين إداريين يمكن أن يكونا مختلفين من حيث الكفاءة، القدرات، الثقافة المؤسسية، التوجهات والولاء.

### 1-3- عمليات الاندماج من خلال تكوين شركة جديدة: La Fusion par création d'une société nouvelle

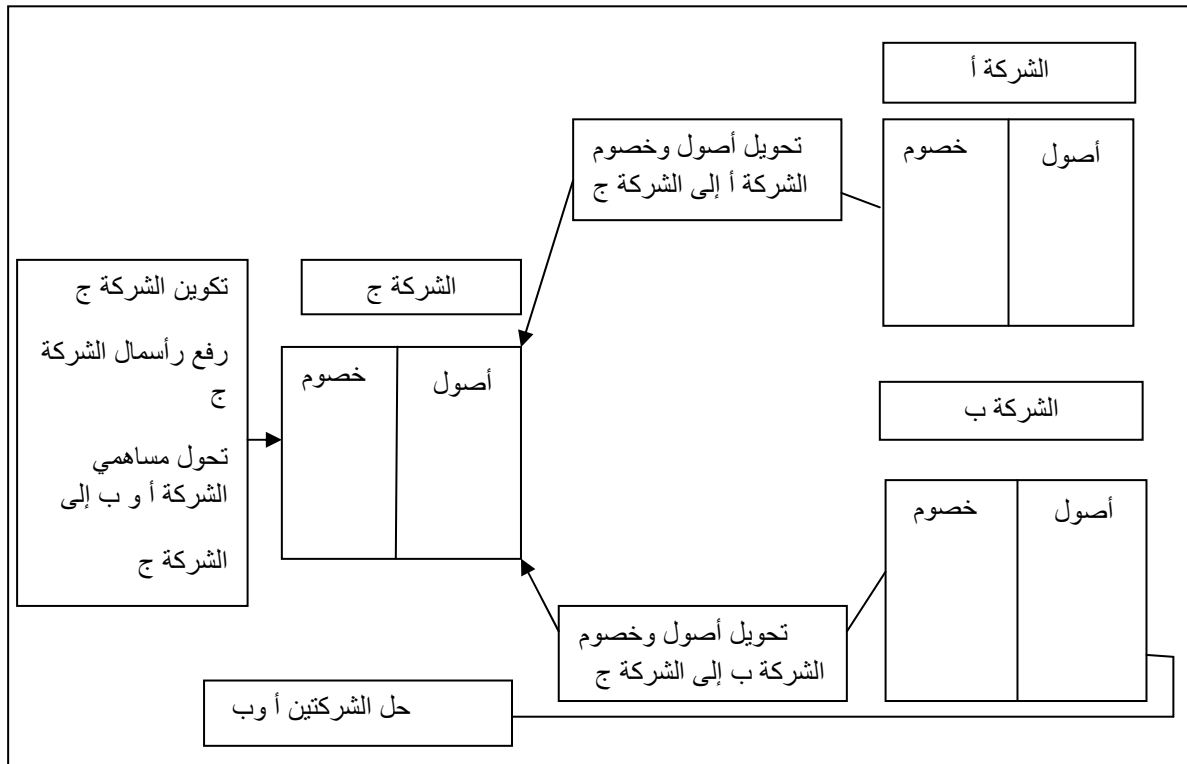
عمليات الاندماج من خلال تكوين شركة جديدة، عبارة عن تقنية من تقنيات الاندماج التي تؤدي إلى اختفاء كلتا الشركتين الداخلتين في العملية، وذلك لحساب شركة ثالثة يتم تأسيسها لهذا الغرض. وفي هذه الحالة لا يتم التمييز بين الشركة الماصة والشركة الممتصة، إذ تعتبر كلتا الشركتان الداخلتان في العملية شركتان ممتصتان، في حين تأخذ الشركة المؤسسة حديثاً موقع الشركة الماصة. وفيما يخض آليات التقارب بين الشركتين في إطار هذه التقنية، فهي نفسها تقريباً التي تستخدم في عمليات الاندماج-امتصاص، حيث أن عمليات الاندماج من خلال تكوين شركة جديدة تتطلب القيام بالخطوات التالية<sup>1</sup>:

- تأسيس شركة جديدة؛
- قيام الشركة الجديدة بعملية أولى لرفع رأسمالها؛
- تبادل أسهم الشركة أ في مقابل أسهم الشركة الجديدة ج؛
- قيام الشركة الجديدة بعملية ثانية لرفع رأسمالها،
- تبادل أسهم الشركة ب في مقابل أسهم الشركة الجديدة ج؛
- حل الشركتين أ و ب؛

الشكل رقم (2-4) يوضح الخطوات المذكورة أعلاه.

<sup>1</sup> - Olivier Meier, Gillaume Schier, op., cit, pp 87-88.

الشكل رقم (2-6): عملية الاندماج من خلال تكوين شركة جديدة.



المصدر : Olivier Meier, Gillaume Schier , Fusions Acquisitions, 3<sup>eme</sup> édition, Dunod, paris 2009,p

## خلاصة الفصل:

عمليات الاندماج-استحواذ، بالإضافة إلى المزايا العديدة التي يمكن أن تسعى إلى تحقيقها على الأصعدة الإستراتيجية، المالية والإدارية، فهي أيضاً تمثل واحدة من الوسائل التي تستخدم ضمن إطار تقنيات الهندسة المالية الهادفة إلى السيطرة على الشركات بأقل قدر من الموارد المالية، حيث تستعمل هذه العمليات ليس في خدمة الشركة ومساهمتها وإنما في خدمة أغراض السيطرة التي تسعى لتحقيقها أطراف متخصصة في السيطرة على الشركات.

وعلى الرغم من تعدد التصنيفات وتعدد الأشكال القانونية والتركيبات المالية التي تتم في إطارها هذه العمليات، فإنها تنتسم بآثارها البالغة الأهمية على كل من هيكل ملكية وجغرافية رأسمال كل من الشركة المبادرة والشركة الهدف. وواقع الحال أن مهما كانت هذه العمليات عبارة عن عمليات اندماج أو استحواذ، عروض عامة للشراء أو للتبادل، مموله بالقروض أو بالأموال الخاصة، فهي يمكن أن تدرج ضمن الإستراتيجيات الهجومية للهندسة المالية.

كما أن الجانب الأكبر من الهندسة المالية لهذه العمليات، يكمن في ابتكار مصادر تمويل غير تقليدية، تتماشى مع متطلبات الأطراف التي تسعى إلى السيطرة على الشركات بأقل قدر من الموارد المالية، ولكن دائماً في ضل قاعدة العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطر.

## الفصل الثالث

### الهندسة المالية: السياسات الدفاعية

## تمهيد:

مثلاً وفرت تقنيات ومنتجات الهندسة المالية للمستثمرين الحلول التي سمحت لهم بالسيطرة على مُقدّرات الشركات بأقل قدر ممكن من الموارد المالية، فهي كذلك تتطوي على العديد من المنتجات و التقنيات المبتكرة، التي تسمح لهم أيضاً بالحفاظ والإبقاء على هذه السيطرة والاحتواء من جميع محاولات السيطرة العدوانية التي تستهدف شركتهم. حيث لا تعد السيطرة على الشركات هدفاً في حد ذاته، بل تسعى الأطراف بعد تمكنها من بسط سيطرتها على الشركة إلى محاولة ضمان المحافظة على هذه السيطرة والاستفادة قدر الإمكان من مُقدّرات الكيانات الاقتصادية المسيطر عليها، وبالتالي فمن الطبيعي جداً أن تستخدم في سبيل تحقيق هذا الهدف العديد من السياسات الدفاعية المختلفة.

هذه السياسات الدفاعية وعلى اختلاف طبيعتها، تهدف في الأساس إلى تقديم حلول ابتكارية لمشاكل قد تواجه المساهمين المرجعيين في سعيهم إلى الإبقاء على سيطرتهم على الشركة، وهنا يكمن دور ما يعرف بالهندسة المالية بتقنياتها ومنتجاتها العديدة.

وفي هذا الصدد سوف يتناول الفصل الثالث مختلف الوسائل التي يلجأ إليها المساهمين المرجعيين في الشركات، بهدف ضمان الإبقاء على السيطرة عليها في حوزتهم، حيث يتناول المبحث الأول منه الوسائل ذات الطابع التعاقدية، ويتطرق المبحث الثاني إلى الوسائل المرتبطة بالشكل القانوني الذي تنشط الشركة في إطاره، فيما ينصب المبحث الثالث على دراسة كفاءات استخدام الخيارات المالية والأموال الخاصة الاختيارية، وفي الفصل الرابع من هذا الفصل سوف يتم التطرق إلى الإستراتيجيات العائدة للسياسة المالية، أما المبحث الخامس فيعنى بالإستراتيجيات الدفاعية ذات الطابع القانوني الأساسي، وفي الأخير خصص المبحث السادس لدراسة وتحليل السياسات الدفاعية المستخدمة في الشركات التي تشكل الدولة فيها مساهم مرجعي.

**المبحث الأول: الوسائل ذات الطابع التعاقدية.**

الترتيبات التعاقدية التي تتم بين المساهمين في الشركة أو التي تبرمها الشركة مع الغير، يمكن أن لا تهدف فقط إلى تنظيم الحياة الاجتماعية داخل الشركة أو ضمان ديمومة تزويدها بعوامل الإنتاج. وإنما قد تهدف إلى دعم المساهمين المرجعيين في الشركة في مساعهم الرامي إلى الحفاظ على السيطرة على الشركة بين أيديهم.

**المطلب الأول: الاتفاقيات بين المساهمين والغير.**

يمكن أن تتضمن عقود الشركة مع مختلف المتعاملين معها من موردين، دائنين، بنوك... إلخ، ترتيبات تعاقدية تتمثل في شروط ملحقة بالعقود التجارية والمالية التي تبرمها معهم، وتهدف هذه الشروط في غالب الأحيان، إلى توفير الحماية للمساهمين المرجعيين فيها. ويمكن أن تنص هذه العقود على مايلي<sup>1</sup>:

- ✓ التزام موردي الشركة بتوقيف التمويل في حالة انتقال التحكم والرقابة على مُقدرات المؤسسة إلى غير المساهمين المرجعيين وقت إبرام العقد.
- ✓ مطالبة المؤسسات المقرضة للشركة بأموالها حالاً في حالة تغير ملحوظ في شكل الملكية في المؤسسة.

**المطلب الثاني: العهود بين المساهمين. Les pactes d'actionnaires**

على الرغم من الاعتقاد السائد بأن العلاقة فيما بين المساهمين وبينهم والشركة تحكمها ترتيبات القانون الأساسي للشركة، إلا أن مبدأ الحرية التعاقدية المتبنى في هذا المجال يسمح للمساهمين بتنظيم العلاقات فيما بينهم وفيما بينهم والشركة من خلال إبرام ما يعرف العهود بين المساهمين.

**1- مفهوم العهود بين المساهمين:**

العهود بين المساهمين هي عبارة عن وثائق قانونية تدخل ضمن أو تكمل ترتيبات القانون الأساسي للشركة، توقع من طرف العديد من المساهمين لتسيير وضبط العلاقة بينهم لمدة طويلة. على العموم تأخذ طابع سري ماعدا في الشركات المسعرة في البورصة التي يلزمها القانون بالإفصاح عن هذه الاتفاقيات للهيئة المشرفة على تنظيم وعمل الأسواق المالية. كما يمكن أن توصف هذه العهود بأنها تدخل ضمن الأنشطة التي تتم بالاتفاق (بالتشاور) بين المساهمين actions de concert من أجل شراء

<sup>1</sup> - Ronald Gillet, Jean Pierre Jobard, Patrick Navette, Philippe Raimbourg, **Finance**, 2<sup>ème</sup> édition- DALLOZ - Paris-2003, pp 187-188.

الأسهم واستخدام حقوق التصويت أو التنازل عن الأسهم وحقوق التصويت، وهو ما يجعل هذه العهود ذات أهمية كبيرة في إطار التحكم في جغرافية رأسمال الشركة.

هذه العهود نصادفها في جميع أنواع الشركات و عادة ما تكون أكثر انتشارا في الشركات ذات الأسهم، لاسيما شركة المساهمة المبسطة SAS وشركة التوصية بالأسهم SCA، وذلك على خلاف شركات الأشخاص التي تؤسس بين عدد محدود من الشركاء، عادة ما توجد بينهم علاقات قوية قبل دخولهم في الشركة، بحيث لا يحتاجون إلى إبرام مثل هذه العقود.

كما تمتاز هذه العقود بمرونة وليونة كبيرتين فيما يخص مواعمتها مع متطلبات إدارة العلاقة بين المساهمين أو بينهم والشركة، حيث تُوضع، تُراجع أو تُلغى بكل سهولة، وذلك على العكس من ترتيبات القانون الأساسي التي تشكل دستور الشركة ويتطلب تغييرها ضرورة المرور بالجمعية العمومية الاستثنائية للمساهمين.

## 2- أهداف وأهمية العهود بين المساهمين:

على العموم تكمن الأهداف التي يبتغيها المساهمين في الشركة من وراء دخولهم في هذه العقود فيما يلي:

- ضمان استقرار رأس المال وهيكل الملكية؛
- الرقابة والسيطرة على مُقدرات الشركة من خلال التحكم في التغييرات في هيكل ملكيتها وجغرافية رأسمالها؛
- التحكم في كفاءات انتقال ملكية وإدارة الشركة؛
- كما يمكن أن يُهدف من وراء إبرام هذه العهود إلى تحقيق الأهداف الفرعية التالية:
- ضبط وتنظيم عملية معينة في إطار زمني محدد؛
- إعداد وتهيئة قواعد خصوصية لتتلاءم مع خصوصيات بعض الشركاء؛
- مقارنة مصالح الشركاء بصفة مؤقتة؛
- المساهمة في وضع إستراتيجية مشتركة من طرف العديد من الشركاء، ذوي مصالح وأهداف متباينة؛

وفي الواقع العملي تلعب هذه العهود دوراً أساسياً في تنظيم العلاقات بين المساهمين في البلدان الأوروبية، وتشكل إضافة إلى القانون الأساسي، مجموعة من الترتيبات الضرورية للسير الحسن للشركة.

هذا وتكمن الأهمية القصوى لهذه العهود في ضمان حماية حقوق أقلية المساهمين من التجاوزات التي يمكن أن يرتكبها كل من الإدارة و/أو أغلبية المساهمين في حقهم، لاسيما في البلدان التي لا تتمتع بإطار تشريعي كاف لحماية هذه الفئة الهشة من المساهمين. وذلك من خلال توفيرها لآلية تسمح لهم بالخروج من الشركة دون تعريضها لمخاطر التصفية.

لكن وعلى النقيض من ذلك، أصبحت هذه العقود تستخدم من طرف المساهمين المرجعيين في الشركات من أجل تقوية مراكزهم ضمن جغرافية رأسمال الشركة ومن تم فرض منطقهم على عملية اتخاذ القرار فيها، وكذلك ضمان أن لا تؤدي عمليات خروج بعض الشركاء منها وبيعهم لأسهمهم، إلى تراجع سيطرتهم أو إلى تعرض شركتهم إلى العروض العامة للشراء.

### 3- أشكال العهود بين المساهمين:

تتعدد أشكال العهود بين المساهمين بتعدد الأهداف التي تسعى إليها الأطراف الداخلة في هذه العهود ، وعلى العموم يمكن التمييز بين العهود بين المساهمين كمايلي:

### 3-1- العهود المرتبطة بالتحكم في تطور هيكل الملكية. Les clauses relatives à l'évolution de l'actionariat

وتتمثل في مجموعة العهود التي تسمح للمساهمين المرجعيين في الشركة بالتحكم في هيكل ملكيتها دون حرمان مساهم ما من حقه في مغادرة الشركة إذا أراد ذلك، وهي تشمل مايلي:

#### 3-1-1- الشروط التي تؤدي إلى تبلور المساهمات:

تتضمن هذه الفئة مجموعة الشروط التي تهدف إلى إحداث تبلور في هيكل ملكية الشركة وإبعاد كل تغير فيها من شأنه أن يؤدي إلى المساس بالتوازنات القائمة. و حسب الحالة، قد تهدف هذه الشروط إلى منع أي تنازل أو اقتناء للأسهم أو التنبؤ بأي تجاوز أو تراجع في عدد الأسهم المملوكة مقارنة بمستوى معين. ومن بين هذه الشروط نجد مايلي:

#### 3-1-1-1- شرط عدم قابلية التصرف Clause d'inaliénabilité

هو عبارة عن عهد يبرم بين مساهم صاحب أغلبية ومساهم ذو أقلية، يهدف إلى منع التنازل عن الأسهم محل العقد. من خلال هذا العهد يلتزم الأول للثاني بعدم التنازل عن أسهمه مادام المساهم صاحب الأقلية مازال مساهماً في الشركة، وأن أي عملية تنازل عن الأسهم يقوم بها المساهم صاحب



الأغلبية يجب أن تخضع لموافقة مسبقة من طرف المساهم دو الأقلية، هذا العهد يمكن أن يقع على كامل أسهم صاحب الأغلبية أو جزء منها وهو ترتيب دو طابع مؤقت تتراوح مدته من سنتين إلى 05 سنوات. وعلى الرغم من أن إبرام هذه العقود يصب في أغلب الأحيان في مصلحة أقلية المساهمين الذين يودون وجود مساهمين مرجعيين في الشركة التي يستثمرون فيها أموالهم، فوجود مساهم مرجعي في هيكل ملكية شركة ما هو أفضل ضمان لجعل الإدارة فيها تعمل على تحقيق هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم ومن تم خدمة أهداف أقلية المساهمين، إلا أن اعتماد هذا الشرط في وثائق الشركة يعتبر خروجاً صريحاً عن مبدأ حرية تداول الأسهم، وهو مبدأ جوهرى تؤكد عليه كل من اللوائح والتشريعات المنظمة لعمل الأسواق المالية وقواعد حوكمة الشركات. وبالتالي ومن الواضح أن هذا المبدأ لا يتماشى كثيراً مع الشركات المسعرة في البورصة الملزمة بضمان حرية تداول أسهمها، ويلعب دوره كاملاً فقط في الشركات غير المسعرة، تلك المسجلة في بعض الأسواق فقط أو تلك التي تقوم بطرح صكوكها على نطاق ضيق.

### 3-1-1-2- شرط عدم الاستحواذ (الاعتداء) : Clause de non-acquisition (agression)

وهو عبارة عن شرط يلتزم من خلاله أحد المساهمين - عادة ما يكون من أغلبية المساهمين - بعدم اقتناء أسهم إضافية، ويهدف من خلاله إلى تجنب قيام أحد المساهمين ذوي الأغلبية برفع حصته بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. هذه العهود، وإن كانت تتخذ من جانب واحد، إلا أنه يمكن أن توضع بطريقة متبادلة بحيث يتعهد كل المساهمين ذوي الأغلبية بعدم اقتناء أسهم إضافية.

### 3-1-1-3- شرط عدم التمييع : Clause anti-dilution

هو عبارة عن شرط يسمح لأقلية المساهمين بالحفاظ على نسبة ملكيتهم في رأسمال الشركة، في حالة رفع رأسمالها أو في حالة اندماجها، حيث ينطوي هذا الشرط على قيام الأطراف الأخرى بالالتزام بالتخلي عن عدد الأسهم اللازم لذلك وبسعر مساوي لسعر الإصدار الجديد. من الناحية القانونية يعتبر هذا الالتزام عبارة عن وعد من جانب واحد ويرتبط بقيام الشركة بعملية رفع رأس المال بحصة نقدية أو قيامها بعملية اندماج.

### 3-1-2- الشروط التي تضمن التحكم في المساهمات:

على خلاف مجموعة العهود التي تؤدي إلى تبلور المساهمات، لا تهدف الشروط التي تضمن التحكم في المساهمات، إلى إحداث والحفاظ على حالة الجمود في توزيع رأسمال الشركة بين المساهمين، بل تمنح لهم حرية في التنازل عن أسهمهم، وفي مقابل ذلك تهدف إلى التحكم في دخول مساهمين جدد وإعطاء الأولوية لعمليات التنازل الداخلي بين المساهمين القدامى. يدخل ضمن هذه الشروط كل من:

## 3-1-2-1 - شرط الموافقة: Clause d'agrément

هو عبارة عن شرط يخص عملية التنازل عن الأسهم في الشركة، وتكمن الفلسفة التي يقوم عليها في ربط عملية التنازل عن الأسهم بموافقة بقية المساهمين، حيث يسمح لهم ذلك بالرقابة على دخول مساهمين جدد في رأسمال الشركة ومن تم منع دخول المساهمين غير المرغوب فيهم<sup>1</sup>. من الناحية الإجرائية هو عبارة عن ترتيب تعاقدى يلزم المساهم الذي يود التنازل عن أسهمه بعرض قراره على إدارة الشركة أولاً وفي حالة الرفض من طرفها، تقوم هذه الأخيرة بشراء هذه الأسهم بسعر متفق عليه أو يتم تحديده من طرف خبير<sup>2</sup>.

ويمس هذا الشرط إضافة إلى الأسهم العادية، جميع القيم المنقولة التي تعطي لحاملها الحق في الدخول في رأسمال الشركة، وهو الأمر الذي يؤكد على أهمية هذا النوع من العهود في التحكم في هيكل ملكية الشركة وجغرافية رأسمالها. كما أنه لا يطبق فقط في حق المساهمين الخارجيين الذين يودون الدخول في رأسمال الشركة، بل يمكن أن يطبق على المساهمين الحاليين غير المرغوب فيهم، مما يعني إمكانية استعمال هذا الحق في منع هذه الفئة من رفع نسبة ملكيتها في رأسمال الشركة بمناسبة خروج أي مساهم، وهو الأمر الذي يؤدي بالضرورة إلى زيادة نسبة ملكية وحقوق التصويت العادة إلى المساهمين المرجعيين في الشركة والذين عادة ما تبرم هذه العهود لمصلحتهم.

وفيما يخص مدى انتشار هذا النوع من الترتيبات التعاقدية أو القانونية الأساسية، نجد أنها تنتشر بصورة كبيرة في الشركات التي تتسم بتوازن هش بين المساهمين، بصفة عامة والشركات العائلية بصورة خاصة<sup>3</sup>.

هذا ولا بد من الإشارة إلا أن هذا الشرط لا يتماشى مع منطوق حرية وسيولة تداول الأسهم السائد في شركات المساهمة المسعرة في البورصة، حيث لا تسمح الهيئات المنظمة للتداول في البورصات في العديد من الدول بولوج الشركات التي تتضمن نصوص قوانينها الأساسية أو النصوص التعاقدية الملحقة بها، هذه العهود. هذا بالإضافة إلى أنه يمس بصورة سافرة بحرية التنازل عن الأسهم التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية. وكذلك من بين أوجه القصور التي تعترى هذا النوع من الترتيبات التعاقدية هو أن هذا الشرط لا يمكن أن يطبق في حالات التنازل عن الأسهم بين قدماء المساهمين أو بين المساهم الذي يود التنازل عن أسهمه لزوج، أصوله وفروعه.

<sup>1</sup> - Georges Depallens, op., cit, p 773.

<sup>2</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur , op., cit, p 937.

<sup>3</sup> - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, op., cit, p 773.

إلا أن كل هذه القيود التي وضعت من أجل الحد من لجوء الشركات إلى الوسيلة الدفاعية، لم تمنع الكثير من الشركات من استعمال هذه الوسيلة في إغلاق رأسمال الشركة في وجه المساهمين غير المرغوب فيهم.

### 3-1-2-2- حق الشفعة: Clause de préemption

وهو عبارة عن شرط تعاقدى يمنح لكل المساهمين في الشركة أو لمجموعة منهم، حق الأولوية<sup>1</sup> في شراء أسهم الشريك الذي يود بيع حصته، ويسمح هذا الحق للمساهمين الحاليين في رأسمال الشركة بالحفاظ على مستوى نسبة مساهمتهم أو رفعها وبالتالي هو وسيلة للحفاظ على التوازنات الداخلية فيما يخص توزيع السلطة بين مختلف فئات المساهمين.

من الناحية التقنية، يعتبر حق الشفعة مماثل لحق الموافقة، لاسيما من حيث أنه يسمح بمنع دخول مساهمين جدد غير مرغوب فيهم وكذلك من حيث عدم إمكانية تطبيقه في حالات التنازل عن الأسهم بين المساهم الذي يود التنازل عن أسهمه وزوجه، أصوله وفروعه.

وعلى العموم، يشكل كل من حق الموافقة وحق الشفعة في الشركة وسيلة في يد المساهمين المرجعيين للرقابة على تطور هيكل الملكية، كما يمكن أن يشكل هذين الشرطين أداة دفاع جد فعالة لمنع دخول مساهمين غير مرغوب فيهم، إذا طبقت على جميع المساهمين.

### 3-1-3- العهود المتعلقة بشروط التنازل عن الحصص:

على النقيض من الشروط التي تضمن التحكم في المساهمات والتي تهدف إلى ضمان التحكم في رأسمال الشركة، تسعى العهود المتعلقة بشروط التنازل عن الحصص، إلى تحديد كميّات تنازل بعض الشركاء - خاصة غير المرغوب فيهم - عن الأسهم التي يمتلكونها في رأسمال الشركة. و تتمثل هذه العهود فيمايلي:

### 3-1-3-1- حق الإقصاء: Clause d'exclusion

يسمح هذا الحق للأطراف المستفيدة منه بطرد مساهم ما غير مرغوب فيه من الشركة وذلك من خلال إلزامه على التنازل عن الأسهم التي يمتلكها في رأسمالها وشراء هذه الأسهم. وتلجأ الشركة عادة إلى استعمال هذا الحق عادة في حالة تدمير بقية المساهمين من تصرفات مساهم ما أو في حالة حدوث انسداد في عملية اتخاذ القرار فيها.

<sup>1</sup> - Philippe DESBRIERES, « nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise », ECNOMICA, Paris 1997, P 303- 327 .

ونظراً لكون عملية إقصاء مساهم كامل الحقوق والواجبات من رأسمال الشركة تعد مساساً بالحقوق الأساسية له التي تركزها كل من قوانين الشركات التجارية والقوانين الأساسية للشركات في كل دول العالم، ألا وهي الحق في البقاء كمساهم في رأسمال الشركة والمعاملة المتكافئة للمساهمين، يجب أن تقف وراء هذه العملية مبررات على درجة كبيرة من الموضوعية والمشروعية، وفي الغالب تكمن هذه المبررات في إخلال هذا المساهم بأحد واجباته كعدم احترام القانون الأساسي للشركة، القيام بفعل مضر بمصالح الشركة، فقدان بقية المساهمين لثقتهم فيه، فقدانه لأحد الصفات المهمة له كمساهم.

### 3-1-3-2- حق الانسحاب: Clause de retrait

يمنح هذا الحق للمساهم المستفيد منه إمكانية الانسحاب من رأسمال الشركة وذلك في حالة حدوث بعض الأمور فيها، ومن بين أهم العوامل التي تؤدي إلى تفعيل هذا الحق نجد حدوث تغير في هوية و طبيعة الجهة التي تسيطر على الشركة. وتتم عملية الانسحاب من رأسمال الشركة من خلال قيام المساهم الذي يود الانسحاب بالتنازل عن الأسهم التي يمتلكها، سواء لأحد الأطراف الخارجيين وإذا تعذر ذلك، يتم شرائها من طرف الشركة وتلغى فيما بعد أو يتم أو يتم التخلي عنها لأحد المساهمين الحاليين. وبالتالي من الواضح أن لهذا الحق تأثيراً مهماً على هيكل ملكية وجغرافية رأسمال الشركة، خاصة في الحالة التي يتم التنازل فيها عن الأسهم لصالح مساهم داخلي - عادة ما يكون من المساهمين المرجعيين- وكذلك في حالة إعادة شراء الشركة لأسهمها من أجل إلغائها، وهو إجراء يؤدي إلى تخفيض عدد الأسهم المكونة لرأس المال ومن تم زيادة نسبة ملكية وسلطة المساهمين الذين لم يقوموا بعملية التنازل.

لكن هذا الحق وإن كان ذو فائدة كبيرة في مجال تنظيم عمليات الخروج من رأسمال الشركة بما يخدم مصالح قدامى المساهمين المرجعيين فيها، إلا أنه يتعارض مع نية المشاركة التي تبنى عليها الشركة.

### 3-3-1-3 شرط التنازل المنسق: Cession cordonnée

يتم إصدار هذا النوع من العهود لمواجهة الأوقات الحرجة التي يمكن أن تعيشها الشركة فيما يخص جغرافية رأسمالها، مثل انسحاب أحد المساهمين المرجعيين من رأسمالها أو نهاية مرحلة من التعاون والتنسيق بين مجموعة من المساهمين. وتهدف هذه العهود على العموم إلى التهيئة المسبقة

لمواجهة التداعيات المرتبطة بخروج المساهم المرجعي من رأسمال الشركة ومواجهة حالة الأزمة على مستوى رأسمال الشركة وجغرافية رأسمالها. وتتمثل هذه العهود فيما يلي:

### 3-1-3-3-1 - شرط الخروج المشترك: Clause de sortie conjointe

هو عبارة عن التزام يقدمه المساهم صاحب أغلبية الأسهم في الشركة، يضمن فيه أنه في حالة قيامه ببيع أسهمه إلى طرف آخر ومغادرة الشركة، أن يقوم هذا الطرف بشراء الأسهم التي يمتلكها بقية المساهمين المستفيدين من هذا العهد، وذلك في ضل نفس الشروط المالية الخاصة بعملية التنازل التي قام بها. وفي هذا الصدد يعتبر المساهم صاحب الأغلبية ملزم بإخطار المستفيدين من العهد بنيته التنازل عن الأسهم التي يمتلكها، هوية المشتري، عدد الأسهم المعنية، السعر، كيفية التنازل. في حين يبقى أقلية المساهمين أحرار في التنازل عن أسهمهم وفق هذه الشروط من عدمه.

هذا وبالإضافة إلى حماية حقوق أقلية المساهمين التي يوفرها هذا الشرط من خلال السماح لهم بترك الشركة في حالة مغادرة المساهم المرجعي الذي كان يحمي حقوقهم، هناك فائدة كبيرة له بالنسبة لكل من المساهم المرجعي صاحب الأغلبية وأقلية المساهمين، وذلك من خلال زيادة القدرة التفاوضية والحصول على علاوة استحواذ معتبرة في حالة التفاوض على كتلة من الأسهم بالنسبة للطرف لأول وتجنب انخفاض سعر الأسهم بالنسبة للطرف الثاني.

هذه الشروط وإن كانت مفيدة جداً في ضمان استقرار هيكل ملكية الشركة و تكريس تحكم المساهمين المرجعيين على مقدراتها، إلا أنها تتنافى مع بعض المبادئ الأساسية.

### 3-1-3-3-2 - شروط الانفكاك: La Clause de déblocage

وتتمثل في مجموعة الشروط التي تهدف إلى تجنب حالات عدم والتفاهم والقطيعة بين المساهمين، لاسيما في الشركات التي تتصف بتوازن حرج بين مختلف المساهمين، وتنقسم هذه الشروط إلى مايلي:

#### أ- شرط العرض البديل: La Clause d'offre alternative

وهو ذلك العهد الذي يمكن من خلاله لأحد المساهمين أن يعرض على مساهم آخر أن يتنازل له عن الأسهم التي يمتلكها، بسعر محدد، وفي حالة رفض هذا الأخير أن يشتري الأسهم المعروضة عليه، يصبح ملزماً ببيع التي يملكها بنفس السعر المعروض عليه. لكن هذا العهد بهذا الشكل لا يمكن أن يمثل أي إلزام للطرف المتلقي للعرض، إلا إذا تمت صياغته بطريقة ملزمة، بحيث يصبح من الناحية القانونية

عبارة عن وعدين من جانب واحد، وذلك في شكل وعد بالبيع بالنسبة لمن يرفض العرض ووعد بالشراء بالنسبة للطرف المبادر.

ويعتبر تحديد سعر العرض من الأمور الجوهرية في هذا النوع من العهود بين المساهمين، إذ لا يجب أن تترك هذه المسألة لإرادة الطرف المبادر ومن الأفضل أن يحدد السعر بناء على مرجعية بعيدة كل البعد عن هذه الإرادة.

### ب- شرط القطيعة: La Clause d'impasse

ويهدف هذا الشرط إلى التنظيم المسبق لعملية انقراط عقد الشراكة بين الشركاء (المساهمين) في المؤسسات المشاركة والفروع المشتركة التي تنشأها الشركات القائمة بصيغة (50%/50%) ، والتي تفرضها حالة القطيعة بين المساهمين التي يمكن أن تصادفها الشركة بسبب الخلافات بين مساهميها. حيث يسمح هذا الشرط بتحديد كفيات اقتسام الأصول المشتركة والمنجزة في إطار الكيان المشترك.

### 3-2-العهد المرتبطة بتنظيم التحكم في الشركة: Les Clauses relatives à l'organisation du pouvoir

وتتشكل هذه المجموعة من العهود التي يبرمها المساهمين بين بعضهم البعض، من أجل تقوية سلطتهم في الشركة وذلك من أجل ضمان تمثيلهم في الهيئات الاجتماعية للشركة. ويدخل ضمن هذه المجموعة مايلي:

### 3-2-1- إتفاقيات التصويت: Les Conventions de vote

تُعرف إتفاقيات التصويت بكونها ذلك الالتزام الذي يضطلع به مساهم ما في الشركة، من أجل التصويت في اتجاه معين وذلك بالاتفاق مع مساهمين آخرين، كما يمكن أن تشمل هذه الإتفاقيات على تحديد الكفيات الخاصة بالتصويت، لاسيما فيما يتعلق بالقرارات المهمة التي يمكن أن تكون محل ترتيبات معينة مثل الإجماع، الأغلبية المدعمة أو التخلي الظرفي عن حق التصويت. وتهدف هذه الإتفاقيات على العموم إلى الالتفاف حول عدم ليونة القوانين فيما يخص الأغلبية المطلوبة لاتخاذ قرار معين في الشركة<sup>1</sup>.

وعلى الرغم من أن وجود هذه الإتفاقيات، سواء ضمن القانون الأساسي أو في إطار عقد مستقل، يعتبر مخالفة صريحة لمبدأ حرية التصويت التي تعتبر من الخصائص الرئيسية لملكية الأسهم العادية

<sup>1</sup> - Philippe Desbrière, ingénierie Financière, op., cit, p36.

(الحصص) في الشركات، إلا أن هذه الاتفاقيات أصبحت تستعمل بكثرة في تنظيم عملية التحكم في الشركات.

### 3-2-2- العهود المرتبطة بتعيين وإقالة الإدارة: ويندرج ضمن هذه المجموعة الشروط التالية<sup>1</sup>:

\_ الشروط التي تهدف إلى الحد من هامش مناورة وافد جديد إلى الشركة إذا كان غير مرغوب فيه، وذلك من خلال منعه من الحصول على عضوية مجلس الإدارة في الشركة، ويستخدم في هذا الصدد أحد الشرطين التاليين:

3-2-2-1 شرط الموافقة: وهو عبارة عن ترتيب تعاقدى يتبناه المساهمين، ينص على ضرورة حصول أي مترشح لعضوية مجلس الإدارة على موافقة هذا المجلس.

3-2-2-2 شرط توفر بعض الخصائص في المترشح: وذلك من قبيل شرط الجنسية، الكفاءة، الأقدمية وعدم مراكمة العهدة.

3-2-2-3 الشروط التي تؤثر اتخاذ القرار في مجلس الإدارة: وتهدف إلى تميع سلطة الطرف المبادر بعملية السيطرة، لاسيما فيما يخص تعيين وإقالة رئيس مجلس الإدارة والمدراء العامين، وتتمثل هذه الشروط فيمايلي:

3-2-2-3-1 التوزيع (المحاصصة) الفئوي للعضوية في مجلس الإدارة: بحيث يسمح ذلك بتشكيل مجلس إدارة يتكون من ممثلين لجميع فئات المساهمين بغض النظر عن نسبة المساهمات التي يمتلكونها، مما يؤدي إلى خلق وضع يصعب معه على الجهات المبادرة بالسيطرة، أن تتحكم في مجلس الإدارة، إلى إذا حصلت على أغلبية مطلقة من الأسهم وحقوق التصويت، وهو الأمر الذي يجعل عملية السيطرة أكثر صعوبة وأعلى تكلفة.

3-2-2-3-2 المطالبة بأغلبية ساحقة في اتخاذ القرار: حيث تسمح قوانين الشركات في الكثير من الدول - في فرنسا مثلاً- للتحالف الحاكم في الشركة بإبرام نص تعاقدى يتضمن رفع مستوى الأغلبية المطلوبة لاتخاذ بعض القرارات المهمة في الشركة، وخاصة منها التي يمكن أن تؤثر على وضع هذا

<sup>1</sup> - ibid, p34.

التحالف، وذلك بما يسمح لهذا الأخير بالاحتواء من أي مساهم - أو مجموعة من المساهمين - الجدد الذي يود قرارات قد تؤدي إلى إضعاف سيطرته على الشركة أو إبطالها<sup>1</sup>.

#### 4- تقييم الوسائل الدفاعية ذات الطابع التعاقدية:

الوسائل الدفاعية ذات الطابع التعاقدية، سواء كانت في شكل اتفاقيات بين المساهمين أو بين المساهمين والغير، هي عبارة عن ترتيبات تعاقدية يتم الاتفاق عليها خارج القوانين الأساسية للشركات\*. تهدف هذه الوسائل إلى ضمان بقاء السيطرة على الشركات في يد التحالف الحاكم فيها، وهي تعتمد في تحقيق هذا الهدف على إستراتيجية الرقابة على التغيرات في هيكل الملكية *Contrôle de changement de l'actionnariat*. لكن هذه الرقابة على التغيرات في هيكل الملكية قد تنطوي على مساس صريح بالحقوق الأساسية للمساهمين، إذ أن الكثير من العهود بين المساهمين تمس بحق المساهم في التنازل عن أسهمه في السوق الثانوي بكل حرية.

وفي الأخير لا بد من الإشارة أنه وعلى الرغم من السهولة التي يتميز بها وضع الوسائل الدفاعية ذات الطابع التعاقدية في الخدمة، إلا أنها تتميز أيضاً بفعالية نسبية، إذ أنها تؤدي في أحسن الأحوال إلى جعل عمليات الاستحواذ على الشركة مكلفة ولا يمكن لها بأي حال من الأحوال أن تجعل منها مستحيلة. وواقع الحال أن فعالية هذه الترتيبات تكمن في كون عدم الالتزام بها تترتب عنه تبعات مالية على الطرف الذي نقضها، حيث يمكن مثلاً للمساهم المرجعي الذي سبق وأن أمضى عهد من هذه العهود مع أقلية المساهمين، أن يطالب بتعويضه عن الضرر الذي لحق به من جراء عدم احترامهم للعهد التي كانوا طرفاً فيها وقيامهم ببيع أسهمهم إلى جهات تود السيطرة على الشركة وتحييد المساهم المرجعي.

<sup>1</sup> - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, op., cit, p 778.

\* هناك العديد من الترتيبات المشابهة للوسائل الدفاعية ذات الطابع التعاقدية، يتم تضمينها في القوانين الأساسية للشركات، وبهذا فهي تشكل ترتيبات قانونية أساسية *Dispositions Statutaires*.



**المبحث الثاني: الوسائل المرتبطة بالشكل القانوني للشركة.**

تتقسم الوسائل المرتبطة بالشكل القانوني إلى مايلي:

**المطلب الأول: الشكل القانوني للشركات القابضة.**

تلعب الشركات القابضة دورا محوريا في الحياة الاقتصادية للبلدان التي تعرف وجود مثل هذه الشركات، بالنظر إلى إمكانياتها الاستثمارية الهائلة، والتي ترجع إلى قدرتها على تعبئة مقادير ضخمة من الأموال وتوظيفها في مشاريع كبرى تتطلب رؤوس أموال كبيرة (المشاريع الصناعية ومشاريع البنية التحتية).

وتشكل الشركات القابضة واحدة من أهم مظاهر الرأسمالية المالية، حيث وبسبب المنافع العديدة التي يقدمها هذا الشكل التنظيمي، لاسيما فيما يخص توفر الدعم المالي وانخفاض تكلفته، المساعدة على الولوج إلى أسواق أكثر اتساعا وأهمية، ضمان التنسيق بين العديد من الشركات... إلخ، إذ لا يخلوا أي اقتصاد مهما كان مستوى تطوره ونمط حوكمته من كيانات اقتصادية تتبنى نموذج الشركة القابضة كشكل تنظيمي، ففي فرنسا توصلت دراسة أنجزت سنة 1993 إلى أنه من بين 606 شركة مسعرة في البورصة هناك 208 شركة قابضة، وهو ما يزيد عن الثلث<sup>1</sup>.

### **1- مفهوم الشركة القابضة:**

تعد الشركة القابضة من الأشكال التنظيمية الجديدة في المعاملات الاقتصادية، وهي عبارة عن شركة يقوم نشاطها على امتلاك حصص (أسهم) معتبرة في شركات أخرى بما يسمح لها بممارسة سيطرة عليها<sup>2</sup>، حيث تسمى الأولى شركة قابضة Holding أو شركة أم Société mère والثانية شركة تابعة أو فرع Filiale. وتتأش الشركة القابضة روابط دائمة مع الشركات التابعة لها على عكس التوظيف البسيط في شراء الأسهم الذي يهدف إلى تحقيق فوائض مالية في المدى القصير<sup>3</sup>.

هذا وتمارس الشركة القابضة سيطرة إدارية ومالية على الشركات التابعة لها، وإن كانت هذه الشركات تظل تتمتع باستقلاليتها من الناحية القانونية. وتحترك الشركة القابضة سلطة اتخاذ القرارات الإستراتيجية وتحديد التوجهات الكبرى لشركاتها التابعة، بينما تترك القرارات ذات الصبغة التنفيذية أو الإجرائية لمجالس إدارة هذه الشركات.

<sup>1</sup> - Christine Belin-Munier, op., cit, pp. 87-103.

<sup>2</sup> - idem.

<sup>3</sup> - ميشال جرمان، المطول في القانون التجاري: الشركات التجارية، الطبعة 18، ترجمة منصور القاضي وسليم حداد، مجد، بيروت 2008، ص

كما تحتفظ الشركة القابضة بسلطة رسم معالم السياسة المالية التي يجب إتباعها من طرف الشركات التابعة، والتي تتعلق مثلا بطرق تمويل استثماراتها (اللجوء إلى القروض المصرفية أم إلى سوق الأوراق المالية) أو كيفية توزيع الأرباح (ما مقدار الاحتياطي الذي تحتفظ به الشركة ولا يتم توزيعه) أو توظيف فوائض الخزينة إذا وجدت (إيداعها في حسابات مصرفية مقابل فوائد أم تشغيلها في البورصة). من حيث مدى تحكم الشركة القابضة في الشركة المستهدفة، يوجد مستويين من الهيمنة وهما مرتبطان بنسبة مساهمة الشركة القابضة في رأسمال الشركة المستهدفة و/أو نسبة حقوق التصويت التي تتحكم فيها في جمعياتها العامة، و يتمثلان في:

- **السيطرة الكلية:** Le contrôle ويعني امتلاك الشركة القابضة لسلطة إدارة السياسات المالية والتشغيلية للشركة التابعة لها وذلك من أجل الحصول على مزايا من نشاطها<sup>1</sup>.
- **التأثير الملحوظ:** l'influence notable ويتمثل في امتلاك سلطة المشاركة في وضع القرارات المالية والتشغيلية للشركة التابعة وذلك دون ممارسة سيطرة تامة أو سيطرة مشتركة على هذه الشركات<sup>2</sup>.

## 2-تقنيات تأسيس الشركات القابضة:

هناك العديد من التقنيات لتكوين (تأسيس) الشركات القابضة، نذكر منها:

- ✓ قيام شركة باكتساب حصص أو أسهم أصدرتها شركة أخرى؛
- ✓ عندما تكون الشركة المستهدفة مسعرة في البورصة يتم الاستحواذ عليها لتشكيل شركة قابضة كمايلي:

✓ من خلال تجميع عدد كاف من الأسهم يسمح بالوصول إلى العتبة القانونية ومن ممارسة

السيطرة على الشركة المستهدفة؛

✓ بواسطة التقنية الخاصة المعروفة بالعرض العام للشراء؛

✓ قيام مجموعة من الشركاء في شركة موجودة بإنشاء شركة جديدة بواسطة الرساميل التي

يمتلكونها، وتتضمن هذه التقنية طريقتين كما يلي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> - IAS 27 : états financiers consolidés et individuels.

<sup>2</sup> - IAS 27 : participations dans les entreprises associées.

<sup>3</sup> - ميشال جرمان، مرجع سبق ذكره، ص 909.

✓ إنشاء شركة قابضة « من الأسفل » بحيث تصبح الشركة القديمة هي الشركة القابضة والشركة الجديدة هي الشركة التابعة؛

✓ إنشاء شركة قابضة « من الأعلى » بحيث تصبح الشركة الجديدة هي الشركة القابضة والشركة القديمة هي الشركة التابعة؛

### 3- معايير الاعتراف بالهيمنة في الشركات القابضة:

في غالب الأحيان تؤسس الشركات القابضة من أجل ممارسة السيطرة (الهيمنة) على شركة أو شركات أخرى وذلك من أجل تحقيق منافع من وراء التحكم في سياساتها المالية والتشغيلية، ويعتبر امتلاك جزء من رأسمال الشركة المستهدفة مؤشراً رئيسياً على وجود الهيمنة إلى جانب مؤشرات أخرى مساعدة.

حيث يضع كل من قانون الشركات الفرنسي لسنة 1966 ومعايير المحاسبة الدولية (IAS/IFRS) هذا المعيار على رأس المعايير التي يتم الاحتكام إليها من أجل الحكم على وجود كل من السيطرة الكلية والتأثير الملحوظ من عدمهما، وفيما يلي نورد قائمة المعايير لكل من هذين المرجعين:

**3-1- قانون الشركات الفرنسي لسنة 1966:** يتبنى هذا القانون مقارنة «المظهر القانوني» كأساس لتصنيف المعاملات بين الكيانات الاقتصادية في هذا المجال، ولذلك فهو يعتد بصفة رئيسية بواقعة ملكية الأسهم وحقوق التصويت، وتتمثل ترتيباته فيما يلي<sup>1</sup>:

✓ عندما تمتلك الشركة بصفة مباشرة أو بصفة غير مباشرة جزءاً من رأس المال يعطيها أكثرية حقوق التصويت في الجمعيات العامة لشركة أخرى؛

✓ عندما يتوفر للشركة وحدها أكثرية حقوق التصويت في شركة أخرى بموجب اتفاق معقود مع شركاء آخرين أو مساهمين وليس ضد مصلحة الشركة؛

✓ عندما تحسم الشركة في الواقع، القرارات في الجمعيات العامة لشركة أخرى، بواسطة حقوق التصويت التي تتوفر لها (الرقابة الواقعية)، وهذه الحالة تتعلق بالوضع الذي يكون فيه شريك قادر على توجيه شركة بفضل توزيع الأسهم على عدد كبير من الأشخاص \_ الطبيعيين والاعتباريين \_ مع أنه لا يتمتع بأكثرية حقوق التصويت. يفترض وجود هذه الرقابة الواقعية عندما تتوفر لشركة ما، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، جزء من حقوق التصويت أعلى من 40% ولا يمتلك شريك آخر نسبة أعلى أو تساوي النسبة المذكورة.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 909.

كما يوضح قانون الشركات الفرنسي العلاقة بين الشركة القابضة و الشركات المستهدفة كمايلي:

- ✓ تعتبر الشركة فرعاً تابعاً لشركة أخرى عندما تمتلك هذه الأخيرة أكثر من نصف رأسمالها؛
- ✓ عندما تمتلك شركة جزءاً من رأسمال شركة أخرى يتراوح بين 10 و 50% تعتبر الأولى مشاركة في الثانية *entreprise associée*؛

**3-2- معايير المحاسبة الدولية (IAS/IFRS):** تركز هذه المعايير على مقارنة الجوهر الاقتصادي في الحكم على المعاملات في مجال تملك الحصص والأسهم فيما بين الكيانات الاقتصادية، حيث ينصب اهتمامها أكثر على الممارسة الفعلية للهيمنة، وعلى هذا الأساس قدم المعيار المحاسبي الدولي رقم 27: الكشوف المالية المدمجة والفردية (IAS 27) مجموعة من المعايير فيما يخص السيطرة الكلية، وهي كالاتي<sup>1</sup>:

✓ السيطرة بصورة مباشرة أو غير مباشرة على أكثر من نصف حقوق التصويت في الشركة المستهدفة؛

- ✓ السيطرة على أكثر من نصف حقوق التصويت بناء على اتفاقيات وعقود مع مستثمرين آخرين؛
- ✓ القدرة على إدارة السياسات المالية والعملياتية للشركة المستهدفة بناء على نص تنظيمي أو عقد ما؛
- ✓ امتلاك سلطة تعيين وإقالة أغلبية أعضاء مجلس الإدارة أو في الهيئة المخولة بإدارة الشركة المستهدفة؛

✓ امتلاك القدرة على جمع حقوق التصويت في اجتماعات مجلس الإدارة أو في اجتماعات الهيئة المخولة بالإدارة والإشراف على الشركة المستهدفة؛

هذا فيما يخص السيطرة الكلية، أما فيما يتعلق بالتأثير الملحوظ فقد تطرق المعيار المحاسبي الدولي رقم 28: المساهمات في المؤسسات المشاركة (IAS 27) إلى أهم المؤشرات التي تدل على وجوده، وهي كمايلي<sup>2</sup>:

- فيما عدا إثبات العكس، يكون التأثير الملحوظ في حالة امتلاك شركة ما، بصفة مباشرة أو غير مباشرة (مثلاً من خلال فرع تابع) لـ 20% أو أكثر من حقوق التصويت في المؤسسة المستهدفة؛
- في حالة امتلاك شركة لأقل من 20% من حقوق التصويت في المؤسسة المستهدفة من المفروض أن لا يكون هناك تأثير ملحوظ، إلا في حالة إثبات وجوده بصورة واضحة؛

<sup>1</sup> - code IFRS : Normes et interprétations, 3<sup>ème</sup> EDITION, Groupe Revue Fiduciaire, Paris 2007, pp 285-286.

<sup>2</sup> - ibid, pp. 295.

➤ وجود مساهمة مهمة أو حصة أغلبية مملوكة لشركة أخرى لا يفي بالضرورة أن الشركة تحوز على تأثير ملحوظ، وذلك لأن التأثير الملحوظ يعني المشاركة في وضع السياسات المالية والتشغيلية وليس التحكم الكلي في المؤسسة المستهدفة.

➤ وجود التأثير الملحوظ يتجسد في العادة من خلال واحد أو أكثر من المؤشرات التالية:

✓ التمثيل في مجلس إدارة الشركة المستهدفة أو في الهيئة المخولة بالإدارة؛

✓ المشاركة في عملية إعداد السياسات، لاسيما المشاركة في اتخاذ القرارات المتعلقة

بتوزيعات الأرباح والتوزيعات الأخرى؛

✓ وجود معاملات ذات معنوية بين الشركة والشركة المستهدفة؛

✓ تبادل المستخدمين بين الشركة والشركة المستهدفة؛

✓ تبادل المعلومات التقنية الأساسية بين الشركتين؛

#### 4- معايير اختيار الشكل القانوني للشركة القابضة المستخدمة كإستراتيجية دفاعية:

الشركة القابضة يمكن لها منذ بداية نشاطها أو في تاريخ لاحق بتكوينها، أن تكون شركة تجارية (شركة أشخاص، شركة أموال أو شركة ذات مسؤولية محدودة)، كما يمكن أن تكون شركة مدنية على اعتبار أن تملك الحصص أو الأسهم يمكن أن يكون نشاطاً مدنياً<sup>1</sup>.

هذا ويتم المفاضلة بين مختلف الأشكال القانونية المتوفرة على أساس العديد من المعايير و التي

تتمثل فيمايلي:

✓ الدور الذي من المفروض أن تلعبه الشركة القابضة والهدف من تكوينها ومن تم استعمالها في

اقتناء أسهم (حصص) الشركة المستهدفة (السيطرة أم الأرباح الموزعة وفوائض القيمة)؛

✓ عدد المساهمين ذوي العلاقة، فمن المعروف أن لكل شكل قانوني حدود معينة يفرضها القانون

فيما يخص عدد الشركاء، وبالتالي فمن الطبيعي جداً أن يتم اختيار الشكل القانوني للشركة

القابضة بالأخذ بعين الاعتبار عدد المساهمين (الشركاء) الذين يودون المشاركة في رأسمالها

✓ الحرية القانونية التي يمنحها المشرع للمساهمين المرجعيين لتنظيم سيطرتهم على الحوكمة

والإدارة في الشركة القابضة.

✓ مدى سهولة الاستعانة بمستثمرين خارجيين، إذ وبسبب نقص سيولة الحصص (الأسهم) في

إطار الشركات المدنية، شركات الأشخاص والشركة ذات المسؤولية المحدودة، فنجد أنها غير

<sup>1</sup> - Jaques Teulie, Patrick Topscalian, **Finance**, op., cit, p. 676.

جذابة بالنسبة للمستثمرين المؤسسيين، الذين يفضلون الاستثمار في الشركات التي تأخذ الشكل القانوني الذي يسمح بتداول الأسهم بكل حرية، وعلى هذا الأساس نجد أنهم يوجهون استثماراتهم نحو شركات الأموال لاسيما منها شركات المساهمة.

✓ القيام بمناداة الادخار العام، إذ لا يسمح لجميع الأشكال القانونية للشركات بالقيام بعمليات العرض العام للادخار، فالشركة وحتى تدخل إلى البورصة وتقوم بالعرض الأولي للادخار IPO، يجب أن تكون قد تبنت شكلاً قانونياً يسمح بتداول أسهمها بكل حرية في سوق رأس المال، وهذه الخاصية تتجسد بدرجة كبيرة في الشركات المغفلة (SA) وبدرجة أقل في شركة التوصية بالأسهم (SCA) وشركة المساهمة المبسطة (SAS).

✓ النظام الضريبي المستحب ومدى إمكانية استفادة الشركة القابضة من الوفورات الضريبية الناتجة عن تبني شكل قانوني ما، ففي حين تعتبر شركات الأشخاص غير موجودة من الناحية الضريبية، توفر شركات الأموال أشكالاً قانونية تسمح بالاستفادة من مزايا نظام الشركة الأم \_ frouc régime de l'intégration fiscale ونظام الإدماج الضريبي régime société mère filiales.

بالإضافة إلى ذلك نجد أن الشركات القابضة تسعى إلى تبني أحد الأشكال القانونية في إطار شركات الأموال ولاسيما شركة المساهمة، وذلك للأسباب التالية:

✓ الاستفادة من خاصية حرية تداول الأسهم و جعل الشركة ذات جاذبية كبيرة بالنسبة للمستثمرين الخارجيين؛

✓ الحد من رسوم التسجيل المصاحبة لإعادة بيع الأسهم؛

✓ القدرة على إصدار صكوك هجينة وقيم منقولة مركبة مثل (شهادات الاستثمار، السندات القابلة للتحويل، والسندات بوصل اكتابة... إلخ)؛

##### 5- آليات استعمال الشركات القابضة في السيطرة على الشركات:

يكتسي الشكل التنظيمي للشركات القابضة جاذبية كبيرة في مجال السيطرة على الشركات، لاسيما فيما يتعلق بعمليات السيطرة باستعمال أثر الرفع، حيث يستخدم في رفع قدرات السيطرة بالنسبة للجهات التي تود الإبقاء على مقدرات شركة تجارية أو صناعية ما بين أيديها، وذلك باستعمال نوعين متميزين من الرفع: هما الرفع القانوني والرفع المالي، وذلك كمايلي:

**5-1-1- الشركة القابضة والرفع القانوني:**

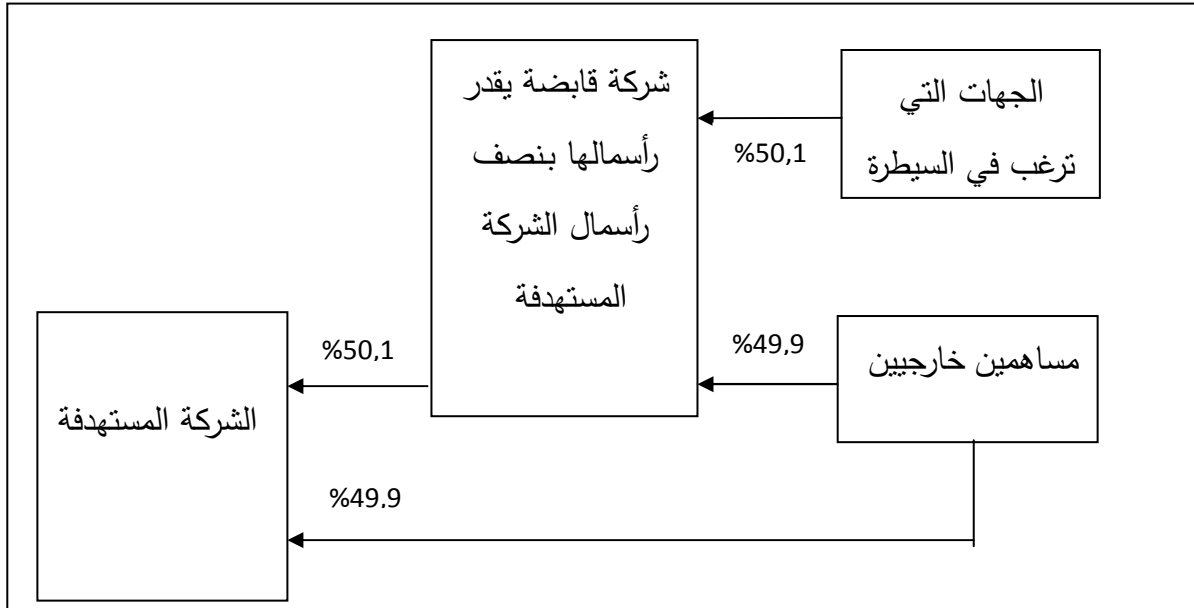
يتمثل الرفع القانوني في الخيارات القانونية المتعلقة بتحديد البنية، الهيكل والتركيب القانوني التي تسمح للمساهمين المرجعيين بالإبقاء على السيطرة على شركة ما بين أيديهم وذلك بأقل مساهمة في رؤوس الأموال الخاصة لهذه الأخيرة، وفي هذا الصدد يتوفر لهم العديد من الميكانيزمات كمايلي:

**5-1-1- الامتلاك المباشر لأغلبية أسهم الشركة المستهدفة:** وذلك من خلال قيام الجهات التي تود الإبقاء أو الاستحواذ على السيطرة في الشركة المستهدفة، بالاستحواذ على أغلبية الأسهم (حقوق التصويت) في رأسمالها وفتح رأس المال المتبقي أمام المستثمرين الخارجيين مثل: البنوك، شركات رأسمال المخاطر، أصدقاء، صناديق الاستثمار...إلخ. تسمح هذه الآلية بالتحكم في الشركة المستهدفة باستخدام تركيبة مالية بسيطة تنتج رفع قانوني من الدرجة الأولى (استعمال وحدة نقدية واحدة في السيطرة على وحدتين).

**5-1-2- امتلاك أغلبية أسهم الشركة المستهدفة من خلال شركة قابضة:** بهدف السيطرة على القرار في شركة صناعية أو تجارية، يقوم المساهمين المرجعيين باستخدام شركة قابضة \_موجودة أو أسست لهذا الغرض\_ تقع في منبع en amont الشركة المستهدفة، وذلك بما يسمح لهم بتضخيم الرفع القانوني وإتمام سيطرتهم على الشركة المستهدفة بأقل قدر ممكن من الأموال الخاصة، حيث يقومون بالاككتاب في أغلبية أسهم الشركة القابضة وهذه الأخيرة بدورها تمتلك أغلبية أسهم الشركة المستهدفة، أما بقية أسهم الشركة القابضة فيتم الاككتاب فيها من طرف المستثمرين الخارجيين. في هذه الحالة يمارس المستثمرين المرجعيين رقابة غير مباشرة و بقدر ضئيل من الأموال الخاصة، أي ما يعادل نصف (1/2) ما هو مطلوب منهم في حالة الامتلاك المباشر لأغلبية أسهم الشركة المستهدفة وربع (1/4) الأموال التي يجب توفيرها من أجل امتلاكها بالكامل.

و هذه الآلية تسمح بالتحكم في الشركة باستعمال تركيبة مالية معقدة تنتج رفع قانوني من الدرجة الثانية (استعمال وحدة نقدية واحدة في السيطرة على أربع وحدات)، و الشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (3-1): استخدام الشركة القابضة في السيطرة والرفع القانوني.



المصدر: Philippe Desbrières, ingénierie financière, Litec, Paris 1995, p 11.

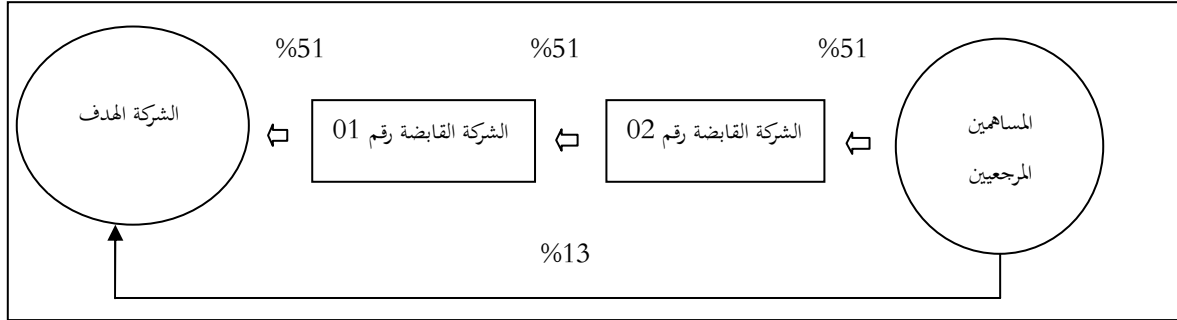
يتضح من الشكل أعلاه أن المساهمين المرجعيين وبالرغم من قيامهم بتقليص الأموال الخاصة التي يقدمونها إلى النصف مقارنة بما كانوا يقدمونه في حالة عدم وجود الشركة القابضة، إلا أنهم حافظوا على وضعية المساهم صاحب الأغلبية (50,1%)، في حين بقي المساهمين الخارجيين يمثلون أقلية المساهمين سواء في الشركة المستهدفة أو في الشركة القابضة (49,9%).

كذلك ومن خلال تأسيس العديد من الشركات القابضة، بحيث تقع الثانية في منبع الأولى، يمكن مضاعفة الرفع القانوني ومن تم السماح للمساهمين المرجعيين بالتحكم في الشركة المستهدفة دون تقديم الأغلبية في رأسمالها وحتى دون تقديم الثلث أو الربع، ففي حالة استخدام تركيبة قانونية مشكلة من شركتين قابضتين يمكن لهم السيطرة على الشركة بأموال خاصة لا تتجاوز 12,5% من رأسمالها (أي استعمال وحدة نقدية واحدة في السيطرة على مساحة مالية تقدر 8 وحدات نقدية).

في الواقع العملي يستخدم المساهمون الذين يودون التحكم في الشركات أثر المخفف للشركة القابضة L'effet démultiplicateur de holding، وهو عبارة عن آلية مالية قانونية تسمح لهم بالسيطرة على الشركة دون امتلاك الأغلبية فيها. وذلك من خلال قيامهم بتأسيس عدد من الشركات القابضة في منبع الشركة الهدف، بحيث أنه كلما كان عدد الشركات القابضة المؤسسة أكبر كانت الحصة اللازمة للتحكم في الشركة الهدف أصغر. والشكل التالي يقدم مثلاً في هذا الإطار:



الشكل رقم (3-2): تركيبة مالية باستعمال أثر المخفف للشركة القابضة



المصدر: من إعداد الباحث.

على ضوء الشكل أعلاه، يتضح أنه إذا أراد مجموعة من المساهمين يمتلكون س% من أسهم شركة ما وكانت هذه النسبة لا تمكنهم من السيطرة على القرار فيها، فإنهم مدعوون إلى تشكيل شركة قابضة أو مجموعة من الشركات القابضة في منبع الشركة الهدف والاحتساب في رأسمالها بنسبة 51%، وعلى سبيل المثال إذا كان عدد الشركات القابضة المؤسس هو 2، فإن مساهمي الرقابة يحتاجون إلى امتلاك ما نسبته 13% ( $13\% = 51\% \times 51\% \times 51\%$ ) فقط في رأسمال الشركة الهدف<sup>1</sup>.

وقد أستخدمت هذه التقنية في فرنسا من طرف العديد من كبار أصحاب رؤوس الأموال على غرار جون لوك لاغاردار Jean Luc Lagardère، فانسن بولوري Vincent Bolloré، برنار أرنولت Bernard Arnault... إلخ، وذلك في ترسيخ و تطوير سيطرتهم وتحكمهم في كيانات اقتصادية ضخمة باستعمال قدر بسيط من الأموال<sup>2</sup>.

### 5-2- عيوب استخدام تقنية الرفع القانوني للشركة القابضة في السيطرة على الشركات:

يكتنف استعمال تقنية الرفع القانوني للشركات القابضة في السيطرة على الشركات، عيبين أساسيين هما<sup>3</sup>:

5-2-1- صعوبة إيجاد مستثمرين ماليين يقبلون بوضعية أقلية المساهمين: حيث أنه ليس من السهل أن يجد المساهمين المرجعيين الذين يودون السيطرة على شركة من خلال تقنية الرفع القانوني، مستثمرين ماليين يقبلون بأن يكونوا في وضع أقلية المساهمين، لاسيما إذا أخذنا بعين الاعتبار خاصية نقص السيولة التي تمتاز بها أسهم الشركات القابضة مما يصعب على أقلية المساهمين التخلص من

<sup>1</sup> - Christine Belin-Munier, op., cit, pp. 87-103.

<sup>2</sup> - Philippe Desbrières, *ingénierie financière*, op., cit, p 23.

<sup>3</sup> - idem.

أسهمهم بسهولة، وهو ما يقتضي قيام المساهمين المرجعيين بشراء هذه الأسهم في حالة عرضها للبيع. لكن هذا الإجراء من طرف المساهمين المرجعيين يمكن أن يؤدي إلى إضعاف الرفع القانوني أو إلغاءه بصفة تامة وذلك نظراً لأن شراء أي سهم إضافي بعد امتلاك (50%+ سهم) دون الوصول إلى شراء الأغلبية المطلقة (2/3+سهم) \*، تعتبر غير ذات معنى فيما يتعلق بالسيطرة على الشركة.

**5-2-2- تسعير الشركات القابضة:** إذ أن تسعير العديد من الشركات القابضة التي تنتمي إلى نفس المجموعة يمكن أن يطرح العديد من المشاكل فيما يخص القيمة الحقيقية لأسهم كل واحدة من الشركات القابضة والمجموعة.

**5-2-3- المشاكل المتعلقة بحقوق أقلية المساهمين:** والتي تطفوا إلى السطح في حالة كون الشركة القابضة تدير بصورة مباشرة، نشاطاً صناعياً أو تجارياً إلى جانب نشاطها الرئيسي \*\*، المتمثل في تملك حصص كبيرة في رأسمال شركات أخرى من أجل السيطرة عليها. و يرجع السبب في ذلك إلى حدود انتقال غير مشروع للثروة من أقلية إلى أغلبية المساهمين وهو الأمر الذي يضاعف من تعارض المصالح بين فروع الشركات القابضة.

### 5-3- الشركة القابضة والرفع المالي:

ضمن إطار التحليل القائم على تعريف الهندسة المالية بأنها « تمثل مجموعة الوسائل المالية التي يضعها عون اقتصادي ما في الخدمة من أجل الحفاظ أو الاستحواذ على السلطة في شركة وذلك بأقل مساهمة ممكنة في رؤوس أموالها الخاصة». يعرف الرفع المالي بأنه كل قرض يؤدي إلى تخفيض حجم الأموال الخاصة الضرورية للسيطرة على شركة<sup>1</sup>، وبالتالي إذا كان الرفع القانوني يتمثل في الخيارات

\* بسبب شيوع ظاهرة غياب التناسب بين عدد الأسهم المملوكة وعدد الأصوات المتحكم فيها من طرف كل مساهم والتي تعزى إلى قيام الشركات بإصدار أوراق مالية (أموال خاصة) جديدة مثل: الأسهم بحق التصويت المضاعف ADVD، السهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق تصويت ADPSDV... إلخ. أصبحت السيطرة على الشركات تتطلب التحكم في أغلبية الأصوات وليس التحكم في أغلبية رأس المال، حيث أن عتبة الأغلبية البسيطة هي (50%+ صوت)، في حين عتبة الأغلبية المطلقة فهي (2/3+صوت) بدلاً من التعبير عنها في شكل نسب ملكية (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر كل من: Philippe Desbrières, « nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise », ECNOMICA, (collection dirigée par Gérard Charreaux), P 303- 327., Xavier Boucobza, « la loi de la majorité dans les sociétés de capitaux », revue Mélanges AEDBF- France III : droit bancaire et financier-3<sup>ème</sup> édition - la Revue Banque Editeur- 45-55.

\*\* هناك العديد من الشركات التي تمارس إلى جانب نشاطها الرئيسي المتمثل في تملك حصص كبيرة في رأسمال شركات أخرى، نشاطات صناعية وتجارية بصورة مباشرة وفي هذه الحالة تسمى شركة أم Société Mère، أما في الحالة التي يقتصر نشاطها على تملك الفروع فتسمى شركة قابضة. Société Holding.

<sup>1</sup> - Philippe Desbrières, **ingénierie financière**, op., cit, p 52.

القانونية (التركيبية القانونية) التي تسمح للمساهمين المرجعيين بالتحكم في شركة مستهدفة دون امتلاك أغلبية رأسمالها وذلك باستعمال مجموعة من الوسائل ذات الطابع القانوني، فإن الرفع المالي للهندسة المالية يرتبط باختيار مستوى الاقتراض في إطار هذه التركيبية.

كما يجب التمييز بين الرفع المالي *levier financier* الذي يسمح بممارسة السيطرة والتحكم في الشركات و أثر الرفع المالي *effet de levier* بصفته استخدام مصادر التمويل المقترضة (المنخفضة التكلفة) في تحسين مردودية الأموال الخاصة). وتختلف الآليات التي يستعملها المساهمين المرجعيين في إطار تقنية الرفع المالي، من أجل الإبقاء أو الاستحواذ على السيطرة في شركة ما، وذلك كمايلي:

### 5-3-1- الامتلاك المباشر لأغلبية أسهم الشركة المستهدفة:

تستخدم هذه الآلية في ظل عدم كفاية الأموال الخاصة المتاحة لدى الجهات المبادرة بعملية السيطرة وكذا في حالة عدم رغبتهم أو عدم تمكنهم من إقناع مستثمرين خارجيين بالاشتراك في العملية، حيث تقوم هذه الأطراف بالحصول على قرض (قرض بنكي، قرض من مؤسسة مالية، قرض البائع... إلخ)، تستخدمه في تمويل عملية شراء باقي الأسهم، مما يسمح لهم بالسيطرة على مساحة مالية تقدر بضعف مبلغ الأموال الخاصة التي قدموها وبالتالي خلق رفع مالي درجته 2 إلى 1.

### 5-3-2- الامتلاك المباشر لأقلية أسهم الشركة المستهدفة مع الاستعانة بكل من القروض والمستثمرين خارجيين:

وذلك من خلال قيام المساهمين المرجعيين بامتلاك حصة أقلية (25%+ صوت مثلاً)، فتح رأسمال الشركة للمستثمرين الخارجيين وللجوء إلى التمويل بالاقتراض في إطار الحدود المسموح بها، حيث يتم إضافة الرفع المرتبط بفتح رأس المال إلى الرفع المالي الناتج عن الاقتراض، مما يؤدي إلى مضاعفة الرفع إلى 1 ل4 (استعمال وحدة نقدية واحدة للتحكم في 04 وحدات نقدية).

### 5-3-3- الشركة القابضة المقترضة والتوليف بين الرفع القانوني والرفع المالي:

يؤدي لجوء شركة قابضة سواء كانت موجودة مسبقاً أو أسست خصيصاً لتستخدم في عملية السيطرة، إلى الاقتراض من أجل إتمام العملية والتحكم في القرار في الشركة المستهدفة، إلى التوليف بين الرفع القانوني الناتج عن استعمال النمط التنظيمي للشركة القابضة والرفع المالي المرتبط باستخدام القروض في رأسمال الشركة القابضة، ومن تم تضخيم الرفع الذي يستفيد المساهمين المرجعيين في السيطرة على الشركة بأقل قدر من رؤوس الأموال الخاصة. حجم هذا الرفع يتحكم فيه عاملان هما<sup>1</sup>:

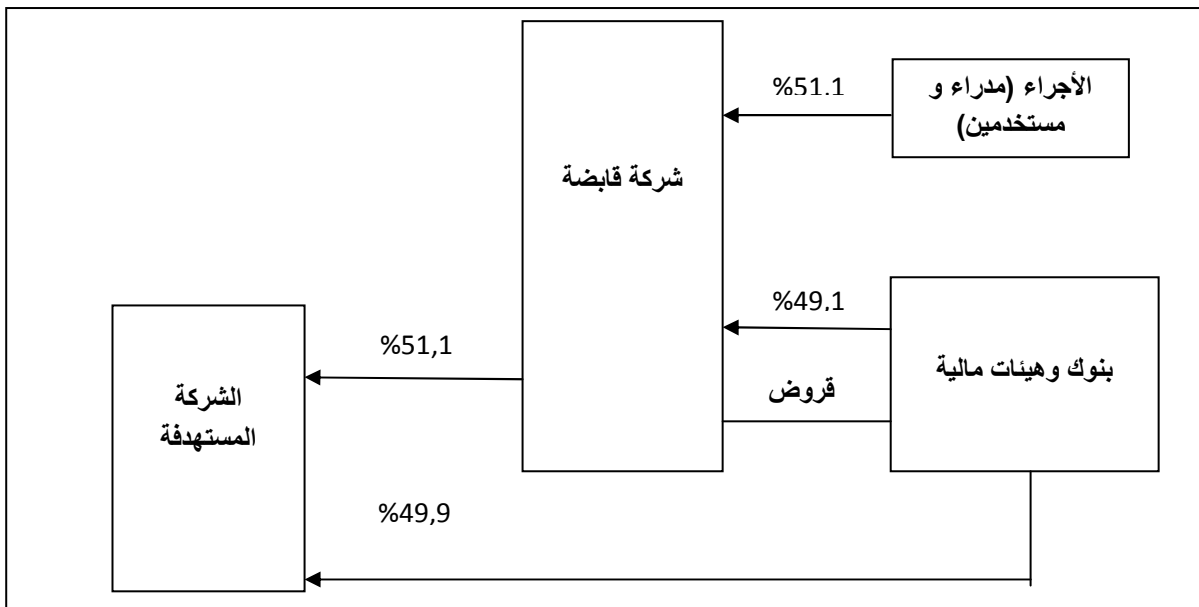
<sup>1</sup> - ibid, pp 54-55.

✓ زيادة أو خفض مستوى استنادة الشركة القابضة، فعلى سبيل المثال وفي ضل استعمال شركة قابضة واحدة في عملية السيطرة، يؤدي استنادة هذه الأخيرة بنسبة 75% إلى خلق رفع مقداره 16 (استعمال وحدة نقدية واحدة في السيطرة على مساحة مالية قدرها 16 وحدة نقدية)، في حين لا يتجاوز هذا الرفع 8 في حالة كون نسبة اقتراض الشركة القابضة هي 50%.

✓ عدد الشركات القابضة المكونة في منبع الشركة المستهدفة، إذ كلما كان عدد هذه الشركات القابضة كبير كان بالإمكان السيطرة على الأغلبية في الشركة المستهدفة بأقل قدر من رؤوس الأموال الخاصة.

هذا وبالإضافة إلى الرفع المالي المتولد عن عملية الاقتراض التي تقوم بها الشركة القابضة كشخص معنوي، يمكن للأطراف الراغبة في السيطرة (الأجراء مثلاً) أن يقوموا بالاقتراض بصفة شخصية ومضاعفة الرفع المالي الذي يستفيدون منه. لكن دون الاستفادة من المزايا المرتبطة بخصم فوائد هذه القروض من أرباح الشركة المستهدفة الخاضعة للضريبة، و الشكل رقم (3-3) يوضح تركيبة مالية باستعمال الشركة قابضة والاقتراض.

الشكل رقم (3-3): تركيبة مالية باستخدام شركة قابضة والاقتراض.



المصدر: Philippe Desbrières, *ingénierie financière*, Litec, Paris 1995, p 54.

#### 5-4- الحالة الخاصة بشراء الشركات من طرف أجراءها (RES):

يعتبر استخدام الشركات القابضة في عمليات شراء الشركات من طرف أجراءها le rachat des entreprises par ces salariés من آليات السيطرة التي ظهرت في الولايات المتحدة في سنوات السبعينات<sup>1</sup> تم أنتقلت إلى فرنسا في منتصف الثمانينات<sup>2</sup>، وذلك من أجل ضمان استقرار وديمومة الشركات التي كانت أنداك تعاني مشاكل استخلاف. من حيث الجوهر هي عبارة عن عمليات شراء باستعمال أثر الرفع، تتمثل خصوصيتها في مايلي<sup>3</sup>:

✓ الأطراف التي تود السيطرة Les repreneurs على الشركة المستهدفة هم الأجراء فيها، أي كل شخص يحمل عقد عمل معها أو مع أحد فروعها التي تمتلك فيها أكثر من 50% فيها. على هذا الأساس يمكن أن يدخل في هذه العملية، إضافة إلى الأجراء العاديين، أعضاء الإدارة العليا والإدارة التنفيذية (الرئيس المدير العام، رئيس المديرية، المدراء العاميين... إلخ)، ويتضح هذا بصورة تامة في التسمية الأنجلوسكسونية الأصلية لهذه الآلية (leverage : LMBO management by out) حيث يبرز بما لا يدع مجال للخلط دور إدارة الشركة المستهدفة في العملية.

✓ إلزامية استعمال شركة قابضة والاستفادة من الرفع القانوني الذي توفره؛

5-4-1- الشركات القابضة لعمليات شراء الشركات من طرف أجراءها وإصدار الصكوك المستحدثة: تضخيم الرفع القانوني.

على الرغم من أن قانون الشركات التجارية في فرنسا أشرتط على شركات الأموال مدة سنتين من الوجود (النشاط) حتى تتمكن من إصدار قيم منقولة هجينة، إلا أن النظام القانوني للشركات القابضة المشكلة في إطار عمليات شراء الشركات من طرف أجراءها، خالف القانون المشترك وسمح للشركات القابضة التي تأخذ شكل شركة ذات أسهم (شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم) بإصدار مايلي:

✓ السندات بوصل اكتتاب الأسهم؛

✓ السندات القابلة للتحويل؛

✓ الأسهم بحق التصويت المضاعف؛

<sup>1</sup> - Richard Breal, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p 1984.

<sup>2</sup> - Philippe Desbrières, **ingénierie financière**, op., cit, p 13.

<sup>3</sup>-ibid, pp 13-15.

هذا ويمكن النظر إلى مخالفة القانون المشترك والسماح بإصدار هذه الصكوك الهجينة على أنه رفع قانوني إضافي ممنوح للأجراء في إطار سعيهم إلى السيطرة الشركة التي يعملون فيها أو يديرونها، حيث أن امتلاك إمكانية إصدار أسهم بحق التصويت المضاعف يؤدي إلى تخفيض الأموال الخاصة الواجب عليهم توفيرها من أجل الوصول إلى عدد الأصوات الذي يسمح بالسيطرة على الشركة، كما أنه يمكن لهم الاحتماء من العروض العامة للشراء من خلال إصدار كل من السندات بوصول اكتتاب الأسهم و السندات القابلة للتحويل ووضعها بين أيدي مستثمرين أصدقاء من المفروض أن يقوموا بتفعيل خيار التحويل الذي تتضمنه وتحويلها إلى أسهم مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم الممثلة لرأس المال ومن تم تمييع (تخفيف) نسبة ملكية الأطراف التي تود السيطرة على الشركة، وهو أمر يؤدي في الغالب إلى إفشال العروض العامة للشراء.

كما تجدر الإشارة هنا إلى نقطة مهمة، تتمثل في عدم سماح القانون للشركات القابضة المؤسسة في إطار عمليات الشراء الشركات من طرف أجراءها، بإصدار الأسهم ذات الأولوية في الأرباح دون حق تصويت (ADPSDV)، وهو ترتيب يتماشى مع الفلسفة التي تقوم عليها عمليات شراء الشركات باستعمال اثر الرفع، إذ أنه في هذا النوع من عمليات السيطرة يتم تسديد أصول وفوائد القروض المتعاقد عليها لإتمام العملية من خلال الأرباح التي تحققها الشركة المستهدفة، وإصدار الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة ودون حق التصويت، قد يؤدي إلى استهلاك جزء كبير من هذه القدرة الربحية وذلك بسبب كون حاملي هذه الصكوك يطالبون بمعدل عائد مرتفع نظير حرمانهم من حقوق التصويت ويحصلون عليه في شتى الأحوال (التراكم وفي سنوات الخسارة).

#### 5-4-2- الشروط المرتبطة بآلية شراء الشركة من طرف أجراءها:

بسبب الامتيازات الضريبية العديدة التي تستفيد منها الأطراف الراغبة في السيطرة على الشركة المستهدفة، من جهة. التأثير الجوهري على الذي تحدته هذه الآلية على كل من الشركة المستهدفة، أقلية المساهمين فيها، وضع الأجراء غير المنخرطين في العملية، من جهة أخرى. أحيطت هذه الآلية بمجموعة من القيود كمايلي:

✓ ضرورة أن تكون الشركة القابضة المستخدمة في عملية السيطرة جديدة وأسست لهذا الغرض وأن أي شركة قابضة موجودة مسبقاً لا يمكنها الدخول في مثل هكذا عمليات، حتى لو لم تقم بأي نشاط منذ تاريخ إنشائها. و يهدف هذا القيد إلى منع الشركات القابضة من القيام بعمليات سيطرة عديدة واقتصار نشاطها على شراء أسهم الشركة المستهدفة وإدارتها فقط؛

- ✓ أن تكون الشركة القابضة خاضعة إلى الضريبة على أرباح الشركات منذ تأسيسها؛
- ✓ ضرورة امتلاك الشركة القابضة لـ أكثر من 50% من حقوق التصويت في الشركة المستهدفة؛
- ✓ ضرورة امتلاك الأجراء الراغبون في السيطرة أكثر من ثلث (1/3) حقوق التصويت في الشركة القابضة.

- ✓ عدد الأجراء في الشركة المستهدفة المعنيين بعملية السيطرة، لا يجب أن يكون أقل من 05 أو من 10% من إجمالي تعداد العمال في الشركات التي لا يزيد تعداد عمالها عن 500 (تنخفض هذه النسبة إلى 05% في الشركات التي يتجاوز تعداد عمالها 500).

### 5-5- الشركة القابضة والرفع الضريبي: la société Holding et levier fiscal

إضافة إلى كل من الرفع القانوني والرفع المالي اللذان يوفرهما الشكل التنظيمي «الشركة القابضة» للمساهمين المرجعيين في الشركة، يقدم كذلك مزايا ضريبية مهمة يطلق عليها الرفع الضريبي، وهي عبارة عن تلك الوفورات الضريبية (الإعفاء من دفع الضريبة) التي تستفيد منها الشركة القابضة بمناسبة سيطرتها على الشركة المستهدفة، وتتأتى هذه الوفورات بالأساس من استفادتها من نظامي الشركة الأم- الفروع والإدماج الضريبي:

### 5-5-1- نظام الشركة الأم \_ الفروع (Le régime société mère filiales): وهو نظام ضريبي يخص

الكيانات الاقتصادية المنظمة في شكل مجموعات، ويتطلب تطبيقه ضرورة توفر الشروط التالية<sup>1</sup>:

- ✓ صكوك الملكية (الأسهم) المملوكة في الفروع يجب أن تكون اسمية أو يجب أن توضع عند هيئة ضمان معتمدة؛

- ✓ مساهمة الشركة القابضة في رأسمال الفروع لا يجب أن تقل عن 05%؛

- ✓ صكوك الملكية يجب أن تكون مملوكة بصفة كلية للشركة القابضة؛

- ✓ ملكية الشركة القابضة لأسهم الفروع منذ تاريخ إصدارها وفي حالة عدم توفر هذا الشرط يجب

أن تقدم تعهداً بالمحافظة على ملكيتها لمدة لا تقل عن سنتين؛

يسمح هذا النظام بإعفاء منتوجات الحصص أو الأسهم ( فوائض القيمة والأرباح الموزعة) المملوكة للشركات القابضة من الضرائب، وذلك من خلال خصمها من الأرباح الخاضعة للضريبة في الشركة القابضة.

<sup>1</sup> - Jacques Teulie, Patrick Toposcalian, op., cit, p 677.

هذا ومن أجل الاستفادة من النظام الضريبي الشركة الأم \_ الفروع تقوم الشركات القابضة باستخدام التقنيات التالية:

✓ استخدام شركة قابضة غير صرفة Holding impur بما يسمح بخصم فوائد القروض من الإيرادات الخاضعة للضريبة التي تنأتى من النشاطات الأخرى (الصناعية و/أو التجارية) التي تقوم بها،

✓ الاندماج السريع بين الشركة القابضة والشركة المستهدفة وما يترتب عنه من تحميل خسائر الشركة القابضة الصرفة على أرباح الشركة المستهدفة وهو إجراء تتحقق منه وفورات ضريبية يمكن أن تكون كبيرة؛

✓ الاندماج الضريبي؛

✓ استعمال هياكل قانونية مناسبة؛

لكن تحقيق هذه الشروط قد يكون على حساب متطلبات أخرى لا تقل أهمية عنها، فاستخدام شركة قابضة غير صرفة لا يتناسب مع عمليات شراء الشركات من طرف أجراءها، لأن هذه العمليات تتطلب ضرورة استخدام شركة قابضة جديدة تنشأ فقط لهذا الغرض. أما تقنية الاندماج السريع بين الشركة القابضة والشركة المسيطر عليها، التي تهدف إلى استخدام القدرات المالية لهذه الأخيرة في تسديد القروض التي تعاقدت عليها الشركة القابضة من أجل تمويل عملية السيطرة، فيمكن أن تواجه بمعارضة الإدارة الضريبية تحت مبرر التعسف في استعمال القانون l'abus de droit أو الفعل المخالف للتسيير l'acte anormal de gestion<sup>1</sup>.

### 5-5-2- الاندماج الضريبي: L'intégration fiscale

تم إدخال هذا المفهوم في النظام الضريبي الفرنسي بمناسبة صدور قانون المالية الفرنسي لسنة 1988، و ينص على أنه في حالة امتلاك شركة قابضة لأكثر من 95% من أسهم فرع تابع لها، تعتبر الشركتين مجموعة ضريبية مدمجة un groupe intégré fiscalement ، مما يعني أن الشركة القابضة هي المكلف الوحيد فيما يخص المبلغ الكلي للضرائب على كل من نتيجتها ونتيجة الفرع التابع لها. كذلك يتطلب الإندماج الضريبي ضرورة توفر الشروط التالية<sup>2</sup>:

✓ ضرورة خضوع الشركة الأم وفروعها إلى الضريبة على أرباح الشركات؛

<sup>1</sup> - Marie Hélène, Pinard Fabro, **Audit fiscal**, op., cit, p 529.

<sup>2</sup> - Jacques Teulie, Patrick Toposcalian, op., cit, p 679.



✓ الفروع يجب أن تكون مملوكة بصورة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الشركة الأم بنسبة لا تقل عن 95% من إجمالي رأسمالها؛

✓ الشركة الأم لا يجب أن تكون مملوكة بنسبة 95%، لشركة أخرى خاضعة للضريبة على أرباح الشركات؛

✓ المساهمين الذين يسيطرون بصورة مباشرة أو غير مباشرة على الشركة القابضة، لا يجب أن يكونوا هم أنفسهم البائعون ذوي الأغلبية في الشركة المستهدفة؛

#### 5-7- القيد القانونية المؤثرة على الاقتراض في الشركة القابضة:

هناك العديد من المخاطر والقيد القانونية التي تؤثر بشدة على خيارات الأطراف التي ترغب في السيطرة، وذلك فيما يخص كل من شكل التمويل بالقروض الذي يتم اللجوء إليه والمستوى الذي يتم بلوغه في الاستفادة من الرفع المالي لهذه القروض.

#### 5-7-1- القيد الخاصة باختيار تركيبة الاقتراض للشركة القابضة:

يكن المشكل الرئيسي في هذا الصدد في إصدار السندات \_ سواء في إطار عرض خاص أو عرض عام للإدخار \_ حيث تم ربط هذه العملية بقيدين هما:

**5-7-1-1- قيد الأقدمية والمصادقة على الحسابات:** حيث أن بعض عمليات استخدام الشركات القابضة في شراء الشركات تتطلب تكوين شركة قابضة جديدة، وهذه الأخيرة لا يسمح لها القانون بإصدار سندات بسبب كونها لا تتوفر على الشروط المطلوبة في هذا النوع من الإصدارات والتي تتمثل في ضرورة إثبات سنتان من الوجود (النشاط) وتقديم كشوف مالية لسنتين متتاليتين مصادق عليها من طرف هيئة المساهمين.

ويترتب عن هذا القيد انعكاسات جوهرية فيما يخص تركيبة ديون الشركات القابضة المستخدمة في عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع، وتتمثل هذه الانعكاسات فيما يلي:

✓ الشركات القابضة المؤسسة لغرض استخدامها كأداة رفع قانوني للسيطرة على شركة مستهدفة، لا يمكنها إصدار سندات؛

✓ في حالة كون عملية السيطرة تتطلب إصدار قرض سندي، يجب اللجوء إلى شركة قابضة موجودة مسبقاً لاستخدامها في عملية شراء الشركة؛

✓ لا يمكن استخدام القروض السندية في تمويل عمليات شراء الشركات من طرف أجراءها؛

لكن وبالإضافة إلى الرخصة القانونية التي تتمتع بها عمليات شراء الشركات من طرف مستخدميها والتي تمكنها من إصدار سندات قابلة للتحويل وسندات بوصول اكتتاب الأسهم على الرغم من أن القانون المشترك لا يسمح بذلك، هناك العديد من الحالات التي تعفى فيها الشركة القابضة من توفير شرط أقدمية السنتين والمصادقة على الحسابات من طرف هيئة المساهمين، للسماح لها بإصدار السندات، وهذه الحالات هي<sup>1</sup>:

✓ حالة ضمان عملية إصدار السندات من طرف ( الدولة أو الجماعات العمومية أو شركة يتوفر فيها شرطا الأقدمية والمصادقة)؛

✓ حالة ضمان عملية إصدار السندات بصكوك مديونية على ( الدولة أو الجماعات العمومية أو شركة)؛

#### 5-7-1-2- قيد تحرير رأس المال بالكامل:

وينص هذا القيد على أن الشركة القابضة التي تخطط للقيام بعملية إصدار سندي يجب أن تحرر رأسمالها بالكامل، ماعدا في حالة كون الأسهم غير المحررة مكتتب فيها من طرف المستخدمين في إطار مخططات تمليكهم أو في حالة توجيه حصيلة الإصدار إليهم.

في حالة عدم توفر شروط إصدار السندات في الشركة القابضة من أجل تمويل شراء جزء من رأسمال الشركة المستهدفة، لا يتبقى أمامها سوى إمكانية التفاوض مع البنوك والمؤسسات المالية على قروض بنكية كلاسيكية.

#### 5-7-2- القيود المرتبطة بمستوى تشبع الشركات القابضة بالقروض:

بالإضافة إلى غياب الضمانات في أغلب القروض التي تتعاقد عليها الشركات القابضة من أجل استخدامها في عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع، يؤدي كذلك اعتماد الشركات القابضة على الأرباح الموزعة التي تحصلها من الشركة المستهدفة في تسديد أصول القروض وفوائدها، إلى خلق العديد من المشاكل المرتبطة بالإفراط في الاقتراض، وذلك كمايلي:

✓ قيام الشركة المسيطر عليها وتحت ضغط المساهم المرجعي (الشركة القابضة) بإجراء توزيعات أرباح مبالغ فيها ولا تتماشى مع مصلحتها. كما يمكن أن تتعارض هذه السياسة مع مصالح أقلية المساهمين، مما يجعلها تدخل ضمن نطاق التعسف في استعمال الأغلبية L'abus de majorité ؛

<sup>1</sup> - Philippe Desbrières, ingénierie financière, op., cit, p. 57.

✓ قيام الإدارة في الشركة المسيطر عليها وتوجيهه من المساهم المرجعي، بالإشراف على عمليات تلاعب محاسبي تهدف إلى زيادة أو خلق أرباح وتوزيعات صورية، وهو ما يعتبر سوء استخدام لأصول الشركة L'abus des biens sociaux؛

وبالتالي، من الواضح أن مستوى الاقتراض الذي يمكن أن تصله إليه الشركة القابضة لا يتعلق بمقدراتها هي وإنما بقدرة الشركة المستهدفة على خلق الأرباح وتوزيعها، فالشركات القابضة المستخدمة في عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع هي في الغالب شركات قابضة صرفة société Holding pur أسست لهذا الغرض ولإسيما فيما يخص عمليات شراء الشركة من طرف أجراءها، في حين أن الشركة المستهدفة يمكن أن تعرف نمواً كبيراً بعد عملية التصحيح وإعادة الهيكلة التي تتبع عملية السيطرة، مما يسمح لها بتحقيق أرباح كافية لتمويل مخططات تطويرها، من جهة وتسديد أصول وفوائد القروض التي استخدمت في السيطرة عليها، من جهة أخرى.

### 5-7-3- العوامل المفتاحية لنجاح عمليات الشراء باستعمال اثر الرفع:

تعتبر عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع من العمليات الأكثر خطورة وتعقيداً، فهي تنطوي على تركيز كل من الملكية والمخاطر على مستوى عدد محدود من الأشخاص، من جهة و تستخدم القروض بنسبة كبيرة، من جهة أخرى، ولهذا فإنها تدخل ضمن القرارات المصيرية التي تؤدي إلى خلق/ تدمير الثروة، سواء بالنسبة لمجموعة المستثمرين التي ترغب في السيطرة، الشركة القابضة والشركة المستهدفة.

وعلى العموم يتم اتخاذ قرار مباشرة العملية من طرف مجموعة المستثمرين الراغبين في السيطرة على الشركة المستهدفة بعدد القيام بعملية المراجعة بين العوائد والمخاطر المرتبطة بالتركيب المالية لها، حيث من المفروض أن يكون مقدار الثروة التي تخلقها أكبر بكثير من تكاليف الأموال المقترضة لإتمامها، أي أن مردودية الأصول الاقتصادية أعلى من تكفله الاقتراض.

كما أنه وبسبب كون هذا النوع من عمليات السيطرة يقتضي تسديد أصول القروض وفوائدها من أرباح الشركة المستهدفة، فإن القائمين على هذه العمليات مطالبون بأخذ بعين الاعتبار مجموعة من الشروط الاقتصادية والمالية التي تؤثر في قدرة الشركة المستهدفة على تحقيق الأرباح وتوزيعها، بحيث تشكل هذه الشروط العوامل المفتاحية لنجاح أو فشل هذه العمليات، وهي كمايلي:

✓ التأكد من قدرة الشركة المستهدفة على خلق أرباح قابلة للتوزيع بصورة منتظمة؛

✓ التأكد من أن مخطط الاستثمار للشركة المستهدفة يتطلب تمويلات تتماشى مع حجم وتوقيت الثروة التي يتم خلقها، من جهة ومع مقتضات التوزيع التي يفرضها تشبع الشركة القابضة بالديون، من جهة أخرى؛

✓ عدم هشاشة خزينة الشركة المستهدفة؛

ومن أجل التأكد من توفر هذه الشروط، يجب أن لا يتوقف التقييم على هذه الجوانب المالية في الشركة المستهدفة، بل يجب أن يتعداه إلى تحليل إستراتيجية أعمالها وقدرتها التنافسية، وذلك على أساس أن لهذه الأخيرة تأثير جوهري على المؤشرات المالية لها. وتتمثل العوامل التي يجب أن يتم أخذها بعين الاعتبار في مايلي:

❖ **مدى استقرار أسواق الشركة المستهدفة:** إذ من الأفضل أن تكون الأسواق التي تخدمها بطيئة النمو وتتطلب استثمارات ضئيلة وموارد مالية محدودة، وهذا ما يتماشى مع سياسة توزيع سخية بما يسمح للشركة القابضة بتحصيل الأموال الضرورية لسداد أصول القروض وفوائدها.

❖ **مستوى تطور سوق الشركة المستهدفة:** التأكد من أن الشركة المستهدفة تنشط في سوق تقليدي لا يتعرض لتقلبات كبيرة، مما يعني استقرارا رقم أعمالها أو نموه بمعدل ثابت ومن تم استقرار كل من التدفقات النقدية والتوزيعات من الأرباح، وهي وضعية تخدم بالدرجة الأولى الشركة القابضة التي تتطلع إلى تحصيل أرباح مقبولة وبصورة منتظمة مما يسمح لها ببرمجة عملية تسديد قروضها بمستوى أكادة معقول.

كما أنه من الأفضل أن تتمتع الشركة المستهدفة بوضعية القائد في سوق غير تنافسي، بما يسمح لها بخلق هوامش ربح معتبرة تسمح للشركة القابضة بتسديد أصول وفوائدها بأريحية.

❖ **نسبة القروض في هيكل رأسمال الشركة المستهدفة:** حيث يفضل أن تكون هذه النسبة منخفضة بما يقلل من حجم المبالغ التي تقتطع من التدفقات النقدية في شكل أقساط لتسديد قروضها، و من تم تخصيص جزء كبير من هذه التدفقات لدفع أقساط قروض الشركة القابضة. لكن وفي حالة عدم امتلاك هذه الشركة من طرف الشركة القابضة بالكامل (100%)، يمكن أن يتعارض هذا الشرط مع حقوق الأقلية، إذ قد يؤدي إلى الإضرار بمصالحهم لاسيما فيما يتعلق بحرمانهم من الاستفادة من أثر الرفع المالي الذي كان يمكن أن يستفيدوا منه في حالة استمرار شركتهم في الاقتراض حتى تتعادل كل من مزايا وعيوب الاقتراض وعدم التوقف عن الاقتراض بناء على متطلبات إجراء توزيعات سخية للشركة القابضة المشبعة بالديون.

❖ **معدل نمو نشاط الشركة المستهدفة:** إذ يفضل أن يكون هذا المعدل ضعيف ولا يتطلب تخصيص مبالغ مالية كبيرة لخدمة احتياجات النمو من خلال إتباع سياسة احتجاز قصوى، قد تكون على حساب توزيعات الأرباح اللازمة لخدمة ديون الشركة القابضة. لكن في المقابل يشكل ضعف النمو تحدياً آخر للشركة القابضة في السنوات اللاحقة لعملية السيطرة، فضعف معدلات النمو في السنوات التي تسبق عملية السيطرة يعني بالضرورة انخفاض مقدار التدفقات النقدية في السنوات التالية، وهو أمر قد ينجر عنه عدم قدرة الشركة القابضة على سداد أقساط ديونها مما قد يؤدي بها إلى اتخاذ قرارات صعبة قد تصل إلى حد التوقف عن السداد وإعلان إفلاسها.

❖ **طبيعة أصول الشركة المستهدفة:** وفي هذا الصدد من الأفضل أن تمتاز أصول الشركة بكونها أصول ملموسة وقليلة التعرض لخسارة القيمة، بحيث لا يتطلب استبدالها مبالغ مالية كبيرة قد تقطع من الأرباح ومن تم تؤثر سلباً على استخدام التدفقات النقدية في إجراء توزيعات الأرباح. وكذلك يستحسن أن تمتلك الشركة أصول غير ذات طابع إستراتيجي ويمكن التنازل عنها دون أن يتأثر النشاط، وذلك من أجل سد العجز الذي يمكن أن يحدث في التدفقات النقدية نتيجة تراجع الظروف الاقتصادية.

#### المطلب الثاني: الشكل القانوني لشركة التوصية بالأسهم:

شركة التوصية بالأسهم عبارة عن شركة ذات طبيعة مختلطة، فهي عبارة عن شركة مساهمة بالنسبة للشركاء الموصون وشركة تضامن بالنسبة للشركاء المتضامنون، حيث يتضمن هذا النمط التنظيمي نوعين من الشركاء<sup>1</sup>:

- **الشركاء المتضامنون (Commandité(s)):** ويتحملون بصفة تضامنية مسؤولية غير محدودة عن قرارات والتزامات الشركة وذلك في مقابل تحكمهم وسيطرتهم على القرار فيها، حيث أن أعضاء الإدارة يختارون حصرياً من بينهم ويتم ذكرهم في القانون الأساسي ولا يمكن إقالتهم إلا عن طريق القضاء.

- **الشركاء الموصون (Commanditaires):** ويحملون صفة المساهم في شركة مساهمة، إذ يتحملون مسؤولية محدودة في حدود مساهمتهم في رأسمال الشركة.

#### 1 \_ خصائص شركة التوصية بالأسهم:

تمتاز شركة التوصية بالأسهم بالخصائص التالية<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> - Philippe Merle, droit commercial : sociétés commerciales, 5 édition, DALLOZ, Paris, p597.

**1\_1\_ من حيث نمط التنظيم: Organisation** يتم الإشراف على الشركة من طرف مجلس مراقبة (un conseil de surveillance)، يتكون فقط من الشركاء الموصون وينتخب فقط من طرفهم. يقوم هذا المجلس بممارسة رقابة دائمة على الإدارة التنفيذية في الشركة وعلى هذا الأساس يتمتع بحقوق عديدة في الوصول إلى المعلومة التي تخص تسيير وحوكمة الشركة وله نفس صلاحيات محافظ الحسابات. فيما يخص سلطة اتخاذ القرارات الإستراتيجية وممارسة وظيفة التسيير فهي موزعة بطريقة حرة بين مجلس الشركاء الموصون، مجلس المراقبة، الشركاء المنتضامنون، المدراء، إذ أن القانون الأساسي للشركة يعطي مساحة كبيرة من الحرية التعاقدية في تنظيم الشركة بما يسمح للشركاء المتضامنون بترتيب المسائل المتعلقة بممارسة الرقابة الفعلية عليها ومن أمثلة ذلك سماح القانون الأساسي لهذا الشكل القانوني بإمتلاك جهات معينة في الشركة لحق النقض Le droit de Veto وعادة ما تكون الجهات المستفيدة من هذا الحق هم الشركاء المتضامنون.

**1\_2\_ تعيين المسيرين: Désignation des gérants** يمكن إدارة الشركة من طرف مسير واحد أو مجموعة من المسيرين، الذي (الذين) يمكن أن يكونوا أشخاص طبيعيين أو إعتباريين كما يمكن أن يكونوا من الشركاء أو غير الشركاء، حيث يمنح القانون للشركة في هذا الإطار حرية كاملة لاسيما فيما يخص مايلي:

- اختيار الهيئة التي تمتلك صلاحية اقتراح، تعيين و/أو إقالة المسيرين؛
- الأغلبية المطلوبة لاتخاذ هذه القرارات؛

لكن المتعارف عليه في هذا النوع من الشركات، أن الشركاء المتضامنون هم اللذين يقومون بتعيين وإقالة المسيرين كما يمكنهم تفويض هذه الصلاحية إلى جهات أخرى كآلاتي:

- مجلس المراقبة، الذي يتصرف في هذا الخصوص بناء على اقتراحهم؛
- جمعية الشركاء الموصون، التي تتداول في الأمر بأغلبية كبيرة une majorité renforcé؛

و في هذا الصدد تبرز الحرية القانونية الأساسية التي تسمح بها قوانين الشركات التجارية لهذا الشكل القانوني من الشركات، ففي أشكال قانونية أخرى من الشركات (الشركة المغفلة مثلاً) من المستحيل أن تمنح حرية للشركاء فيما يخص إختيار الهيئة المخولة بتعيين وإقالة الإدارة وكذلك فيما يتعلق بتحديد عتبات الأغلبية اللازمة، وهذه الأمور محسومة وموضحة بدقة في قوانين الشركات التجارية.

<sup>1</sup> - Philippe Desbrières, ingénierie financière, op., cit, p 23.

**1\_3\_ القرارات الجماعية: décisions collectives** على العموم كل من القرارات المصيرية (الاستثنائية)، التي تقتضي تعديل القانون الأساسي ( رفع رأس المال، خفض رأس المال، الدخول إلى البورصة والخروج منها، الاندماج والاستحواذ،... إلخ) والقرارات الروتينية العادية (المصادقة على الحسابات، تخصيص النتائج، تعيين محافظ الحسابات والمصادقة على أتعابه... إلخ)، تتطلب موافقة الشركاء المتضامنون والشركاء الموصون. أما فيما يخص كفاءات اتخاذ القرارات ومستوى الإجماع المطلوب، فبالنسبة للشركاء الموصون يتطلب الأمر توفر الإجماع (l'unanimité)، في حين تخضع جمعيات الشركاء المساهمين إلى نفس القواعد التي تحكم مداوات الجمعيات العامة للمساهمين في شركات المساهمة، وذلك إذا لم يكن هناك شرط (بند) مخالف في القانون الأساسي.

وبذلك يمكن أن تكون هناك ترتيبات قانونية أساسية أو ترتيبات تعاقدية تقتضي غير الإجماع بين الشركاء الموصون وتسمح بالخروج عن القواعد العائدة لشركات المساهمة بالنسبة لمداوات جمعية المساهمين.

**1\_4\_ حقوق الشركاء: Droits des associés** يقسم رأسمال شركة التوصية بالأسهم إلى مجموعة من الأسهم، لها نفس خصائص الأسهم التي تصدرها الشركات المغفلة، كما يمكن لهذه شركات إصدار نفس القيم المنقولة التي تصدرها الشركات المغفلة، أي أنه يمكنها إصدار كل من شهادات الاستثمار CI، الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق تصويت، السندات القابلة للتحويل... إلخ. فيما يخص التنازل عن الحصص، ففي حين تمتاز أسهم الشركاء الموصون بسيولة تامة ودون أية قيود وذلك بسبب إمتلاكهم لصفة المساهم المحدود المسؤولية في شركات الأموال، يتطلب التنازل عن حصص الشركاء المتضامنون ضرورة موافقة باقي الشركاء المتضامنون وبالإجماع وهو ما تتطلبه المسؤولية التضامنية التي يتحملونها.

## 2\_ العوامل التي تدفع بالمؤسسات إلى تبني شكل شركة التوصية بالأسهم:

يقف وراء تبني الكيانات الإقتصادية للشكل القانوني لشركة التوصية بالأسهم، العديد من الاعتبارات، والتي نقدم أبرزها فيما يلي<sup>1</sup>:

- تقليل حجم رؤوس الأموال الخاصة التي يقدمها الشركاء المتضامنون (الشركاء الذين يودون السيطرة على الشركة)، حيث يتم السماح بالاكتمال في أغلب الأسهم من طرف مساهمين

<sup>1</sup> - ibid, p 23.

خارجيين وبهذا يكتسبون صفة الشريك المساهم و صاحب الدور السلبي في مجال حوكمة الشركة، في حين يقومون هم \_أي الشركاء المؤسسون\_ بإمتلاك حصص صغيرة في رأس مال الشركة، لكنها جد مؤثرة وتسمح لهم بالسيطرة الكلية على الشركة سواء بطريقة مباشرة (باستعمال الرفع القانوني لشركة التوصية بالأسهم فقط) أو بطريقة غير مباشرة من خلال تكوين شركة قابضة في شكل شركة توصية بالأسهم (باستعمال من كل الرفع القانوني لشركة التوصية بالأسهم والرفع القانوني للشركة القابضة). ومن الشركات التي لجأت إلى هذه التقنية خدمة لهذا الهدف نجد كل من (كازينو Casino، ميشلان Michelin، أورونتير Euronature... إلخ)<sup>1</sup>.

- يسمح تبني الشركة لهذا النمط التنظيمي، للمسيرين باختيار من يخلفونهم في مناصبهم، وذلك ما يجعل هناك استمرارية في عمل الإدارة، ومن الشركات التي أستعملت هذه التقنية في ذلك نجد (كاستوراما Castorama، كازينو Casino، ميشلان Michelin، ماترا هاشات Matra-Hachette، ديناسبرينغ... إلخ).

- إحداه توازن بين المهنيين و المستثمرين الماليين، الفئة الأولى وعلى الرغم من عدم إمتلاكها لحصص معتبرة في الشركة أو عدم إمتلاكها بالمرة، فهي تجد نفسها محمية بترتيبات قانونية أساسية في ضل هذا النمط التنظيمي الذي يكرس انفصال الإدارة عن الملكية، أما فئة المستثمرين الماليين، الذين غالباً ما يمتلكون أغلبية أسهم الشركة بصفتهم شركاء مساهمين فلا يمكن لهم استعمال هذا الأفضلية في السيطرة على الشركة وإنما يمتلكون فقط حق الرقابة من خلال سيطرتهم على العضوية في مجلس المراقبة. ومن الشركات التي دأبت على استخدام تقنية شركة التوصية بالأسهم في ضمن هذا المسعى نذكر (شامبني سيريال Champagne Céréales، ماترا هاشات Matra-، في أل أن ULN، جي اس سي GSI...).

- تأسيس ثقافة مؤسسة مبنية على روح التشارك « *l'affectio societatis* » في كل شيء إذ تدفع المسؤولية غير المحدودة التي يتحملها قطاع من الشركاء إلى توريطهم بشكل أكبر في حياة الشركة.

- الاحتماء من العروض العامة للشراء (anti-OPA)، حيث تجعل قواعد تنظيم و عمل الشركات ذات التوصية بالأسهم من هذه الأخيرة سلاح فعال في مواجهة العروض العامة للشراء، فرغم

<sup>1</sup> - Roland Gillet et al, **Finance : Finance d'entreprise, Finance de marché et Diagnostic Financier**, EDITIONS DALLOZ, Paris 2003, p 233.



كون جزء من رأسمالها في شكل أسهم تتداول بكل حرية في سوق رأس المال ويمكن أن تتركز في يد جهة ترغب في السيطرة على الشركة، إلا أن ذلك ينطبق عليها فقط ولا ينطبق على الحصص المملوكة للشركاء المتضامنون التي لا يمكن تداولها بحرية، وكنيجة لذلك لا يمكن لأي جهة راغبة في السيطرة سوى أن تصبح شريك مساهم فقط، مما يمنعها من إقالة الإدارة.

### 3 \_ شركة التوصية بالأسهم والرفع القانوني:

شركة التوصية بالأسهم عبارة عن شكل قانوني ذو طبيعة مختلطة يتضمن نوعين من الشركاء، يسمح من خلاله بتنظيم الفصل بين الإدارة والملكية لمصلحة الشركاء المؤسسين (الشركاء المتضامنون) وإغلاق الشركة في وجه الشركاء غير المرغوب فيهم.

ومنه يتضح بصورة جلية أن المشرع وضع جميع الصلاحيات المتعلقة باتخاذ القرار في هذا النوع من الشركات، في يد الشركاء المتضامنون تعويضاً لهم عن المسؤولية غير المحدودة التي يتحملوها في شركة أموال. في حين حرم الشركاء المساهمون من أي صلاحية لاتخاذ القرار في الهيئات الاجتماعية للشركة وذلك نظير تمتعهم بالمسؤولية المحدودة. و من خلال تبني هذا النمط التنظيمي يمكن للشركاء المؤسسين اتخاذ صفة الشركاء المتضامنون ومنح صفة الشريك المساهم (الموصي) لباقي الشركاء، وبهذا تبقى أدوات السيطرة على الشركة بين أيديهم حتى وإن كانت نسبة ملكيتهم في رأس المال ضعيفة.

هذا وعلى الرغم من الخدمات الثمينة التي يقدمها هذا الشكل القانوني إلى المساهمين الذين يودون الحفاظ على التحكم في الشركة التي يستثمرون فيها دون ضخ أموال إضافية. إلا أنها تعاني من بعض العيوب، حيث أن الشركات التي تتبنى هذا الشكل القانوني ممنوعة من التسجيل في أسواق رأس المال المنظمة في العديد من الدول كفرنسا مثلاً، كما تعاني من ضعف الأداء و نقص فاعلية أجهزة التسيير فيها، وذلك بسبب كون أعضاء هذه الأجهزة محميين بالقوانين الأساسية ولا يمكن أن تقع تحت طائلة منطوق سوق رأس المال وسوق المدراء في تهذيب سلوك الإدارة.

كذلك ومن خلال الاستفادة من الرفع القانوني الذي يوفره هذا الشكل القانوني من أجل الالتفاف حول مشكل المسؤولية غير المحدودة بالنسبة للشركاء المتضامنون، نجد أنهم يقومون بتأسيس شركة أموال (شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة مساهمة) (شخص معنوي) تدخل كشريك في رأس مال الشركة ذات التوصية بالأسهم، وبالتالي يتم التخلص من المسؤولية غير المحدودة واستبدالها بمسؤولية محدودة.

#### 4\_ شركة التوصية بالأسهم وحل مشاكل الوكالة:

شركة التوصية بالأسهم هي الشكل القانوني الوحيد الذي تتعايش فيه فئتين من الشركاء: فئة من المساهمين الذين يتمتعون بمسؤولية محدودة وذلك على شاكلة المساهمين في الشركات المغفلة، فئة من الشركاء أصحاب الحصص في رأسمال الشركة يتحملون مسؤولية غير محدودة في مقابل سيطرتهم على الإدارة فيها. فضلاً عن هذا التقسيم يوفر هذا النمط التنظيمي إطاراً قانونياً واضحاً لفصل رقابة الشركة عن إدارتها، حيث أن كل وظيفة تقع ضمن صلاحيات فئة دون أخرى، و حسب وريتز (2005) <sup>1</sup> Wirtz هذه الخاصية تعتبر من المتطلبات التي تسعى الكثير من قوانين الشركات التجارية ومعايير حوكمة الشركات إلى تجسيدها في الكيانات الاقتصادية من أجل جعل وظيفه الرقابة أكثر فعالية والجدول التالي يوضح كيف تتنافى أدوار ومسؤوليات كل فئة من فئات الشركاء في شركة التوصية بالأسهم:

الجدول رقم (3-1): أدوار ومسؤوليات فئات الشركاء في شركة التوصية بالأسهم

الشركاء المتضامنون	الشركاء المساهمون	
إمكانية تقديم حصص غير قابلة للتداول بحرية	تقديم أغلب رؤوس الأموال الخاصة	المساهمات
شريك متضامن أو من خارج الشركة (مهني)	تتافى	المسير
تعيين - إقالة		
مسؤولية غير محدودة	مسؤولية محدودة	المسؤوليات
تتافى	انتخاب أعضاء مجلس المراقبة	مجلس المراقبة
المصادقة على الحسابات تحديد أجور وحوافز المسيرين		سلطات مجلس المراقبة

المصدر : Patrice Charlier, « La société en commandite par actions: un outil de transmission pour l'entreprise familiale cotée », *Finance Contrôle Stratégie* [En ligne], 17-3 | 2014, mis en ligne le 29 octobre 2014, consulté le 15 juin 2016. URL : <http://fcs.revues.org/1508>.

<sup>1</sup> - Patrice Charlier, « La société en commandite par actions: un outil de transmission pour l'entreprise familiale cotée », *Finance Contrôle Stratégie* [En ligne], 17-3 | 2014, mis en ligne le 29 octobre 2014, consulté le 15 juin 2016. URL : <http://fcs.revues.org/1508>

عدم تجانس فئات الملاك، من جهة وتكريس انفصال الرقابة عن الإدارة في هذا الشكل القانوني من الشركات، من جهة أخرى، يؤثر بشكل كبير على طبيعة، حجم ومستوى مشاكل الوكالة التي تعاني منها الشركة التي تختار هذا النمط التنظيمي، فبالنسبة لصراع المصالح من النوع الأول والذي هو صراع بين المساهمين والإدارة في الشركة فنجد أنه وبسبب وجود نوعين من الشركاء، أصبح بدوره ينقسم إلى نوعين فرعيين، صراع مصالح بين الشركاء المتضامنون والإدارة وصراع مصالح آخر بين الشركاء المساهمون والإدارة.

ونظراً لكون الشركاء المتضامنون هم الشركاء المرجعيين في الشركة فإنهم يمتلكون كل من الرغبة والقدرة على القيام بمراقبة تصرفات الإدارة والحد من تصرفاتها الانتهازية وهو ما يؤدي إلى ضعف مستوى صراع المصالح بينهم وبين الإدارة، أما صراع المصالح بين الشركاء المساهمون والإدارة فيبقى مرتفع المستوى وذلك بسبب عدم امتلاك الشركاء المساهمون لأي سلطة فيما يخص تعيين وإقالة الإدارة حتى وإن كانوا يمتلكون أغلبية رأس المال في الشركة<sup>1</sup>.

فيما يخص صراع المصالح من النوع الثاني، الذي هو صراع بين الملاك أنفسهم، إذ وبسبب سيطرة الشركاء المتضامنون على مقدرات شركة التوصية بالأسهم وإغلاق هذه الأخيرة في وجه الشركاء المساهمون وذلك باستعمال مجموعة من الترتيبات القانونية الأساسية في إطار الحرية الكاملة التي تسمح بها قوانين الشركات التجارية في البلدان التي تعترف بهذا النوع من الشركات، يزداد مستوى صراع المصالح بين هاتين الفئتين غير المتجانستين من الشركاء، إذ تمنح للشركاء المساهمون صفة أقلية المساهمين حتى ولو مثلوا أغلبية رأسمال الشركة. هذا بالإضافة إلى إمكانية قيام الشركاء المتضامنون بالحصول على أسهم الشركة واكتساب صفة الشريك المساهم علاوة عن صفة الشريك المتضامن، ومن تم السيطرة على جمعية المساهمين والتحكم في مداولاتها وكذلك في تعيين أعضاء مجلس المراقبة، حيث يؤدي ذلك إلى إفقاد الشركاء المساهمين الخارجيين الوسيلة الوحيدة التي كانت متاحة لهم من أجل ممارسة الرقابة على الشركة التي يساهمون فيها، ألا وهي الجمعية العامة للشركاء المساهمين وهي هيئة

<sup>1</sup> - Patrice Charlier, opt cit, p

\* هذا التقسيم قدم من طرف فيلافونا وأميت Villalonga et Amit سنة 2006؛ حيث قاما بتقسيم تنازع المصالح الذي يمكن أن يحدث في الشركة بسبب انفصال الإدارة عن الملكية إلى نزاع مصالح من النوع الأول وهو ذلك النزاع التقليدي الذي يحدث بين الملاك والإدارة و نزاع مصالح بين الملاك، عندما يكونون منقسمين إلى فئات غير متجانسة ذات أهداف مختلفة وأغلب الأحيان متعارضة. (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر Villalonga B. et Amit R. (2006), « How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? », *Journal of Financial Economics*, vol. 80, n° 2, p. 385-417.

مهمة جداً تتمتع بصلاحيات كبيرة لاسيما فيما يخص المصادقة على الحسابات، تحديد الأجر غير النظامي للإدارة، تخصيص النتائج... إلخ، مما يؤهلها لممارسة دور السلطة المضادة في مواجهة الإدارة التي عادة ما تكون من الشركاء المتضامنون أو في خدمتهم. وذلك من خلال رفض المصادقة على الحسابات مثلاً.

في الأخير لابد من الإشارة إلى أن الخصائص المميزة لشركة التوصية بالأسهم، لاسيما فيما يخص عدم تجانس فئات الملاك واختلاف وضعهم في الشركة، الحرية القانونية الأساسية التي تتمتع بها وتكريس خاصية إنفصال وظائف الملكية، الإدارة والرقابة فيها. و الجدول رقم (2-3) يوضح خصوصيات نزاع الوكالة في هذه الشركة:

الجدول رقم (2-3): خصوصيات نزاع الوكالة في شركة التوصية بالأسهم (SCA)

شركاء مساهمون		شركاء موصون		نزاع الوكالة
أقلية	أغلبية	أقلية	أغلبية	
جد قوي	قوي	ضعيف	ضعيف	الإدارة
الانتخاب	السيطرة			مجلس المراقبة
	السيطرة	يطلب موافقتهم في بعض المسائل	السيطرة	الجمعية العامة

المصدر Patrice Charlier, « La société en commandite par actions: un outil de transmission pour l'entreprise familiale cotée », *Finance Contrôle Stratégie* [En ligne], 17-3 | 2014, mis en ligne le 29 octobre 2014, consulté le 15 juin 2016. URL : <http://fcs.revues.org/1508t>

يوضح من الجدول أعلاه العديد من المؤشرات المهمة فيما يخص العلاقة بين طبيعة الشركاء ومستوى نزاع الوكالة وتتجلى هذه المؤشرات كمايلي:

- نزاع الوكالة من النوع الأول ليس مرتبط بنسبة الملكية وإنما مرتبط بطبيعة الملكية (شريك متضامن، شريك مساهم)؛
- نزاع الوكالة من النوع الثاني مرتبط بنسبة الملكية خاصة بالنسبة للشركاء المساهمون وهو أقل ارتباطاً بها بالنسبة للشركاء المتضامنون؛

المبحث الثالث: عقود الخيارات المالية و الأموال الخاصة الاختيارية.

المطلب الأول: عقود الخيارات المالية.

لقد أدى تفاقم المخاطر المرتبطة بتداول الأصول المالية في الأسواق المالية، من جهة. وتطور تقنيات التعامل في هذه الأسواق، من جهة أخرى. إلى ابتكار العديد من المنتجات (العقود) المشتقة بداية من السنوات الأولى لعقد السبعينات، حيث بدأ كل من الشركات و المتعاملون في الأسواق يستخدمون هذه العقود في التحوط من مختلف المخاطر. ويدخل ضمن هذه العقود ما يعرف بعقود الخيارات Les options، التي أصبحت في السنوات الأخيرة من بين الأصول المالية الأكثر تداولاً في الأسواق، حيث قدر بنك التسويات الدولية سنة 2006 حجم التداول في هذه العقود بـ 100.000 مليار دولار<sup>1</sup>.

### 1- مفهوم عقد الخيار:

عقود الخيار هي عبارة عن عقود تربط طرفين مشتري ومحرر تمنح لحاملها الحق \_ وليس الإلزام\_ في شراء أو بيع عدد محدد من الأصول إلى المحرر، بسعر محدد يُتفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التنفيذ ( الخيار الأوروبي) أو خلال فترة محددة مسبقاً ( الخيار الأمريكي)<sup>2</sup>. وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كانت أسعار التنفيذ في غير صالحه وذلك في مقابل تعويض يدفعه إلى المحرر يطلق عليه علاوة Prime، تدفع عند التعاقد وهي غير قابلة للاسترداد<sup>3</sup>. و تستعمل عقود الخيارات من أجل التغطية من المخاطر أو من أجل المضاربة على التغيرات في سعر الأصول محل عقود الخيار، وهذه الأصول يمكن أن تكون أصول مالية (أسهم، سندات، مؤشرات بورصية، عقود أجلية، عملات أجنبية، سندات خزينة... إلخ) أو أصول حقيقية (مواد أولية زراعية أو معدنية)<sup>4</sup>.

### 2- أنواع عقد الخيار: في الواقع هناك نوعين من عقود الخيارات<sup>5</sup>:

1-2- خيار الشراء: option d'achat (call) هو عبارة عن عقد خيار يمنح لحامله الحق \_ وليس الإلزام\_ في شراء أصل مالي، بسعر محدد مسبقاً يسمى سعر التنفيذ. وذلك خلال فترة زمنية معينة إذا كان خيار الشراء هذا من النوع الأمريكي أو في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) إذا كان هذا الخيار

<sup>1</sup> - Jonathan Berk, Peter De Marzo, **finance d'entreprise**, op., cit, p 685.

<sup>2</sup> - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, **gestion financière de l'entreprise**, op., cit, pp 157-158.

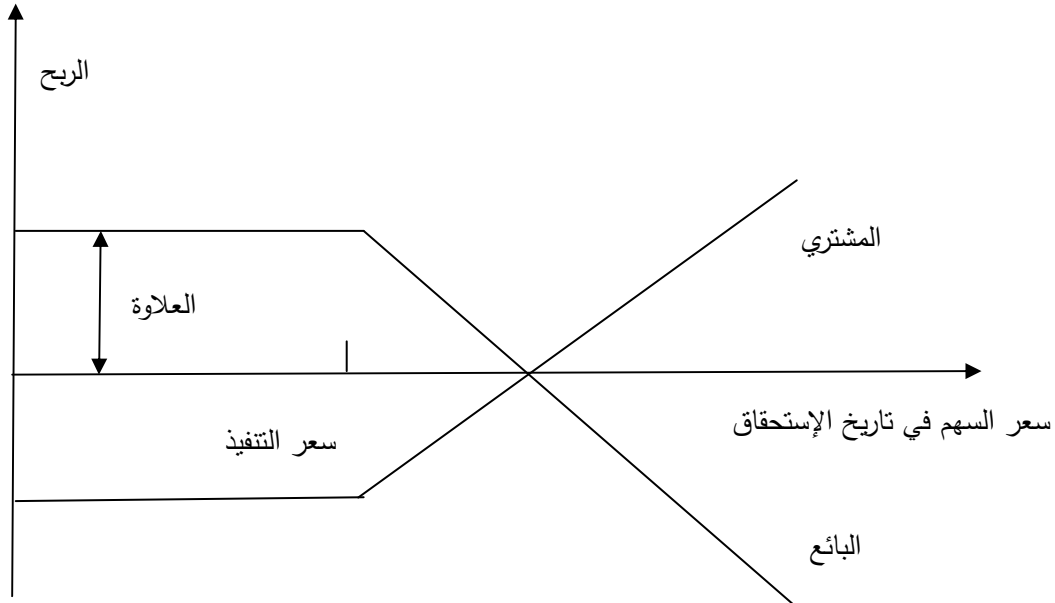
<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر: عقود الخيارات، الطبعة الأولى، المكتب العربي الحديث الإسكندرية 2014، ص ص 5-6.

<sup>4</sup> - Pscal Quiry, Yann Le Fur , **opt cit**, p 568.

<sup>5</sup> - Hervé Hutin, op., cit, pp 543-544.

أوروبي. ومن الناحية القانونية، يمكن النظر إلى خيار الشراء على أنه وعد بالبيع (التزام بالبيع) مقدم من طرف بائع الخيار إلى مشتري الخيار<sup>1</sup>. والشكل أسفله يوضح وضعية كل من حامل خيار الشراء ومصدره في تاريخ الاستحقاق.

الشكل رقم (3-4): وضعية كل من حامل خيار الشراء ومصدره في تاريخ الاستحقاق.



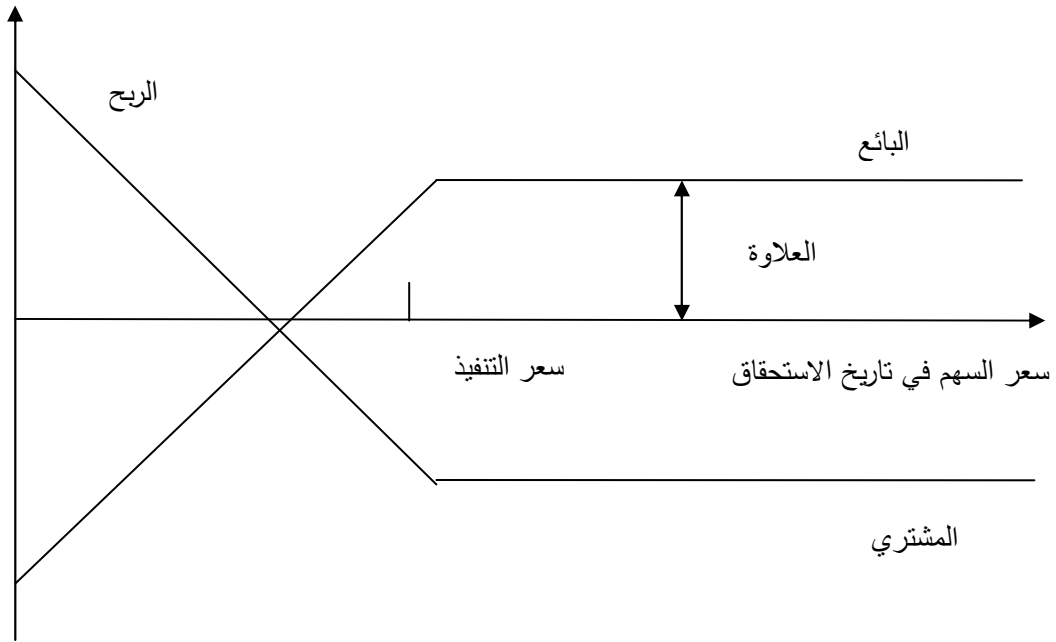
المصدر : Georges Depallens, Jean Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 11<sup>ème</sup> édition, Editions : DALLOZ, Paris, 1997, p 164.

**2-2- خيار البيع (put option)** و هو عبارة عن عقد خيار يمنح لحامله الحق\_ وليس الإلزام\_ في بيع أصل مالي، بسعر محدد مسبقاً يسمى سعر التنفيذ، وذلك خلال فترة زمنية معينة إذا كان خيار الشراء هذا من النوع الأمريكي أو في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) إذا كان هذا الخيار أوروبي. و من الناحية القانونية، يمكن النظر إلى خيار البيع على أنه وعد بالشراء (التزام بالشراء) مقدم من طرف بائع الخيار إلى مشتري الخيار<sup>2</sup>. والشكل أسفله يوضح وضعية كل من حامل خيار الشراء ومصدره في تاريخ الاستحقاق.

<sup>1</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur, Finance d'entreprise, «Vernimmen», opt., cit, p. 568.

<sup>2</sup> - idem, p 568.

الشكل رقم (3-5): وضعية كل من حامل خيار البيع ومصدره في تاريخ الاستحقاق.



المصدر : Georges Depallens, Jean Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 11<sup>ème</sup> édition, Editions : DALLOZ, Paris, 1997, p 164.

3- أطراف عقد الخيار: يبرم عقد الخيار بين طرفين هما:

3-1- الطرف الأول: وهو مشتري عقد الخيار The buyer ويسمى كذلك حامل الخيار أو صاحب

المركز الطويل Long Position، مما يعطيه الحق فيمالي:

- شراء أو بيع كمية محدودة من أصل محدد في عقد الخيار؛
- شراء أو بيع هذه الكمية بسعر محدد مسبقاً يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ؛
- شراء أو بيع هذه الكمية في تاريخ محدد أو قبل تاريخ محدد يختاره هو وذلك حسب شكل عقد الخيار أكان أوروبياً أو أمريكياً؛

3-2- الطرف الثاني: وهو بائع أو محرر عقد الخيار The Seller، أو كما يطلق عليه أيضاً صاحب

المركز القصير Short Position. و هذا الطرف يكون ملزماً ببيع أو شراء الأصل موضوع التعاقد وبسعر التنفيذ المتفق عليه، وذلك مقابل حصوله على علاوة يدفعها مشتري الخيار.

وبما أن المتعامل في سوق الخيارات يمكن أن يكون مشترياً أو بائعاً (مصدراً أو مشترياً، صاحب مركز طويل أو صاحب مركز قصير) في سوق الخيارات، فإنه يمكن التمييز بين الإمكانيات التالية<sup>1</sup>:

- شراء خيار شراء؛
- بيع خيار شراء؛
- شراء خيار بيع؛
- بيع خيار بيع؛

يلاحظ مما سبق أن المخاطر التي يواجهها الطرف الثاني غير محدودة في حين أن مكاسبه محدودة بمقدار العلاوة المضمونة التي يحصل عليها من الطرف الأول. أما هذا الأخير فيواجه مخاطر محدودة تتمثل في عدم ملائمة ظروف السوق لتنفيذ الخيار الذي دفع مقابل الحصول عليه علاوة غير قابلة للاسترداد، في حين تعتبر مكاسبه غير محدودة وتتزايد كلما اتجهت أسعار السوق حسب توقعاته. والسؤال الذي يطرح نفسه هنا لماذا يوافق الطرف الثاني (محرر عقد الخيار) على تحمل هذه المخاطر غير المحدودة مقابل مكاسب محدودة؟ السبب هنا يكمن في اختلاف التوقعات بينه وبين المشتري، من جهة، ومدى استعداده لتحقيق عائد قليل مضمون مقابل مخاطر كبيرة محتملة (غير مؤكدة).

كذلك وبما أننا في مجال المالية أين يسود المثل القائل بأنه لا يوجد شيء بدون تكلفة، مما يعني أن مكاسب طرف ما هي بالضرورة خسائر للطرف الآخر، فإن أرباح مشتري الخيار هي خسائر للمحرر والعكس صحيح، إذ لا يقدم الطرف الأول على تنفيذ عقد الخيار إلى إذا كان السعر السوقي للأصل أعلى من سعر التنفيذ مضافاً إليه قيمة العلاوة المدفوعة إلى المحرر وهي الحالة التي يسجل فيها هذا الأخير خسائر ابتداء من اللحظة التي يتجاوز فيها السعر السوقي سعر التنفيذ مضافاً إليه قيمة العلاوة\*.

#### 4- أشكال عقود الخيار:

على أساس المرونة الممنوحة لحامل الخيار فيما يخص توقيت تنفيذ الخيار، يمكن التمييز بين:

**4-1- الخيار الأمريكي: option américaine** وهو ذلك الشكل من عقود الخيار الذي يمكن لحامله تنفيذه في أي لحظة ابتداء من تاريخ إصداره إلى غاية تاريخ استحقاقه.

<sup>1</sup> - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, gestion financière de l'entreprise, op., cit, p 159.

\* هذا فيما يخض خيارات الشراء، أما بالنسبة لخيارات البيع فيقدم مشتري خيار البيع على تنفيذ خياره في الحالة التي يكون فيها السعر السوقي للأصل محل عقد الخيار قد انخفض إلى ما دون سعر التنفيذ. ويبدأ محرر خيار البيع في تسجيل الخسائر من اللحظة التي ينزل فيها سعر السوق إلى أقل من سعر التنفيذ مطروحاً منه قيمة العلاوة.

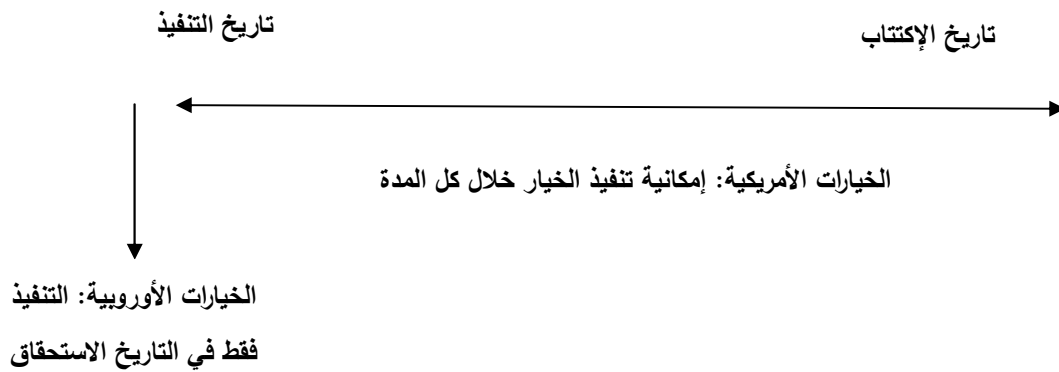


4-2- الخيار الأوروبي: option européen وهو ذلك النوع من الخيارات الذي يمكن لحامله تنفيذه في توقيت معين فقط، وهذا التوقيت هو تاريخ الاستحقاق.

4-3- خيار برمودا: وهو عبارة عن شكل هجين بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي، حيث أن حامل هذا الخيار يستطيع تنفيذه في أوقات محددة ومعينة سلفاً خلال الفترة الممتدة بين تاريخ إصداره وتاريخ انتهاء صلاحيته.

والشكل رقم (3-6)، الظاهر أسفله يوضح الفرق، فيما يخص توقيت التنفيذ، بين الخيار من النوع الأمريكي والخيار من النوع الأوروبي:

الشكل رقم (3-6): الفرق بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي.



المصدر: Georges Depallens, jean Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, 11<sup>eme</sup> édition, Editions DALLOZ, Paris, 1997, p 159.

من خلال الفروقات بين الشكلين الأمريكي والأوروبي، لاسيما فيما يخص المرونة الممنوحة لحامل الخيار الأمريكي من حيث تمتعه بمجال زمني للتنفيذ بدلاً من تاريخ محدد فيما يخص الخيار الأوروبي، مما يمنح أفضلية كبيرة للخيارات الأمريكية والأسواق التي تتعامل فيها عن نظيرتها التي تتعامل في الخيارات الأوروبية، يزداد اهتمام المستثمرين والمضاربين بهذا الشكل أكثر من غيره، كما أن علاوته تكون أكبر من علاوة باقي الأشكال الأخرى وذلك نظير الفرص التي يمنحها لحامله. وعلى هذا الأساس نجد أن أغلبية الخيارات المسعرة في البورصات العالمية هي خيارات من الشكل الأمريكي، في حين تسود الخيارات من النوع الأوروبي في الأسواق غير المنظمة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur, Finance d'entreprise, «Vernimmen», opt., cit, p 568.

## 5- خصائص عقود الخيارات:

تمتاز الخيارات التي تتداول في الأسواق المنظمة بكونها عقود نمطية ذات مواصفات محددة مسبقاً و لا يخضع تحديدها لرغبات طرفي العقد. حيث يمس التتميط في عقود الخيارات كل الجوانب المتعلقة بتاريخ و أسعار التنفيذ، حجم العقد، قيود التنفيذ المراكز وأنظمة الهامش والتسوية. وذلك كمايلي:

**5-1- حجم العقد:** بغض النظر عن ماهية الأصل محل عقد الخيار، فإن كافة الأسواق المنظمة التي تتعامل في هذا النوع من العقود المشتقة تحدد حجم العقد Contract Size ، أي تحدد عدد الوحدات التي يتضمنها العقد الواحد، فمثلاً بالنسبة لعقود خيارات الأسهم فهي تشتمل على 100 سهم<sup>1</sup>. وفي عقود الخيارات على العملات يختلف حجم العقد باختلاف العملة موضوع العقد، فعقد الخيار على الجنيه الإسترليني يتضمن ما قيمته 62.500 جنيه، بينما يتضمن العقد على اليورو 125.000 وحدة يورو<sup>2</sup> و يبلغ فيما يخص الدولار الكندي 100.000 دولار<sup>3</sup>.

**5-2- تاريخ التنفيذ:** يتحدد تاريخ التنفيذ Expiration date، أي التاريخ الذي ببلوغه تنتهي صلاحية عقد الخيار، على أساس دورة أو سلسلة قوامها ثلاث شهور، ومن أكثر الدورات شيوعاً هي<sup>4</sup>:

- جانفي، أفريل، جويلية وأكتوبر؛

- فيفري، ماي، أوت ونوفمبر؛

- مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر؛

هذا فيما يخص الشهور، أما فيما يخص اليوم من الشهر الذي تنتهي فيه صلاحية التنفيذ، فهو يوم السبت التالي لثالث يوم جمعة من شهر التنفيذ. وفي الدول التي يصادف فيها يوم السبت يوم عطلة، فإن آخر يوم للتعامل في عقد الخيار هو نهاية يوم العمل في البورصة في ثالث يوم جمعة في شهر التنفيذ. وهكذا فإن عقد الخيار الذي تنتهي صلاحيته في جانفي، يمكن التعامل فيه في ثالث جمعة من هذا الشهر، والعقد الذي تنتهي صلاحيته في شهر أفريل، يمكن التعامل فيه حتى ثالث جمعة من شهر أفريل...إلخ، وأنه في أي لحظة زمنية عادة يتم تداول ثلاثة عقود وبتواريخ تنفيذ متتالية.

<sup>1</sup> - <http://www.investopedia.com/terms/c/contractsize.asp> (14/06/ 2016 ,16 : 20 GMT)

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر: عقود الخيارات الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص ص 5-6.

<sup>3</sup> - <http://www.investopedia.com/terms/c/contractsize.asp> (يوم 14/06/ 2016 ,16 : 20 GMT)

<sup>4</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث- الإسكندرية، 2015، ص ص

**3-5- سعر التنفيذ:** يقصد بسعر التنفيذ السعر الذي تنفذ على أساسه الصفقة، وفي محاولة لتنميط سعر التنفيذ قامت بورصة شيكاغو بإصدار عقود خيارات بثلاث أسعار تنفيذ وفي بعض الأحيان بخمسة أسعار تنفيذ، بحيث يكون هناك هامش هو عبارة عن الفرق بين كل سعر والسعر الأعلى أو الأقل منه، ويقدر هذا الهامش بـ 2,5 دولار بالنسبة للأسهم التي تتداول بسعر أقل من 25 دولار، 5 دولارات للأسهم التي تتداول بسعر يتراوح ما بين 25 و 200 دولار للسهم و 10 دولار للأسهم التي تتداول بسعر يزيد عن 200 دولار. كما يمكن أن يكون سعر التنفيذ للخيار هو سعر السهم في السوق في تاريخ التعاقد<sup>1</sup>.

#### 4-5- القيمة الذاتية والقيمة الزمنية لعقد الخيار:

تلعب قيمة عقد الخيار في تاريخ (مدة) تنفيذه، دوراً أساسياً في مدى اتجاه حامله إلى تنفيذه من عدمه، وبالتالي يصبح من الضروري تحديد قيمة عقد الخيار. ويمكن التمييز في هذا الصدد بين القيمة الذاتية *valeur intrinsèque* والقيمة الزمنية *valeur temps* لعقد الخيار. و نظراً لكون حامل خيار الشراء يضارب على ارتفاع أسعار الأصول محل العقد، في حين يضارب حامل خيار البيع على انخفاضها، فإن القيمة الذاتية لعقد خيار الشراء تتمثل في الفرق الإيجابي بين سعر الأصل محل عقد الخيار وسعر تنفيذ هذا الأخير. وعلى العكس من ذلك، تتمثل القيمة الحقيقية لعقد خيار البيع في الفرق الموجب بين سعر التنفيذ والسعر السوقي للأصل محل العقد<sup>2</sup>.

من خلال هذا التعريف للقيمة الذاتية، يظهر أن هذه القيمة لا يمكن أن تكون سلبية، وهي ايجابية دوماً أو معدومة في أسوأ الأحوال، ويرجع ذلك إلى أن حامل الخيار يملك الخيار - وليس الإلزام - في تنفيذ عقده.

ومن الناحية التقنية وبناء على الفرق بين السعر السوقي للأصل محل خيار الشراء وسعر تنفيذ الخيار، يمكن أن يكون هذا الأخير في إحدى الوضعيات التالية<sup>3</sup>:

**\_ خارج النقود: (out of the money) en dehors de la monnaie**، وذلك في حالة كون سعر السوق للأصل محل عقد خيار الشراء، أقل من سعر التنفيذ، وفي هذه الحالة تكون القيمة الذاتية للخيار معدومة.

**\_ مع النقود: (at the money) à la monnaie**، وذلك في حالة تساوي سعر السوق للأصل مع سعر التنفيذ، وبذلك تكون القيمة الذاتية للخيار معدومة.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية: الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص ص: 564 - 564.

<sup>2</sup> - Georges Depallens, **Jean-Pierre Jobard, gestion financière de l'entreprise**, 11<sup>ème</sup> édition, EDITION DALLOZ, Paris 1997, p 167.

<sup>3</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur, **Finance d'entreprise**, «Vernimmen», opt., cit, p 573.

\_ **في النقود: (in the money) dans la monnaie**، في حالة كون سعر السوق للأصل أكبر من سعر التنفيذ، وبذلك تكون القيمة الذاتية للخيار موجبة.

وكذلك بناء على الفرق بين سعر تنفيذ خيار البيع والسعر السوقي للأصل الذي يقع عليه الخيار، يمكن أن يكون خيار البيع في إحدى الوضعيات التالية<sup>1</sup>:

\_ **خارج النقود: (out of the money) en dehors de la monnaie**، وذلك في حالة كون سعر السوق للأصل محل عقد خيار الشراء، أكبر من سعر التنفيذ، وفي هذه الحالة تكون القيمة الذاتية للخيار معدومة.

\_ **مع النقود: (at the money) à la monnaie**، وذلك في حالة تساوي سعر السوق للأصل مع سعر التنفيذ، وبذلك تكون القيمة الذاتية للخيار معدومة.

\_ **في النقود: (in the money) dans la monnaie**، في حالة كون سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق للأصل محل عقد الخيار، وبذلك تكون القيمة الذاتية للخيار موجبة.

وفي ظل وجود احتمال قائم بأن سعر الأصل محل عقد الخيار سوف يرتفع (ينخفض) بما يجعل تنفيذ عقد خيار الشراء (البيع) أكثر أهمية في المستقبل من الوقت الحالي، فإن القيمة الذاتية للخيار لا تمثل سوى قيمة دنيا *valeur plancher*، تضاف إليها القيمة الزمنية والمتمثلة في توقع قيمة ذاتية أعلى مما هي عليه في الوقت الحالي. وعلى هذا الأساس تصبح قيمة الخيار كمايلي<sup>2</sup>:

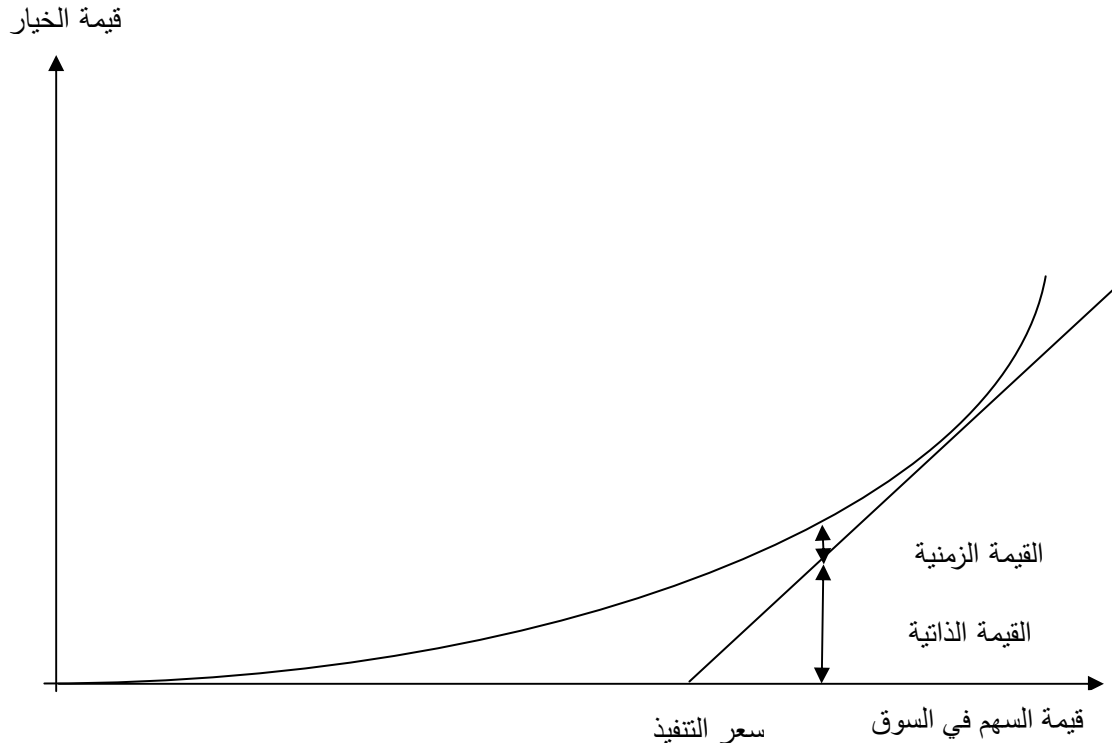
$$\text{قيمة الخيار} = \text{القيمة الذاتية} + \text{القيمة الزمنية}.$$

والشكل رقم (3-7) أسفله يوضح العلاقة بين كل من قيمة خيار الشراء، سعر التنفيذ، قيمة الأصل محل عقد الخيار، القيمة الذاتية والقيمة الزمنية.

<sup>1</sup> - ibid, p 573.

<sup>2</sup> - idem.

الشكل رقم (3-7): قيمة خيار الشراء.



المصدر : Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», **Finance d'entreprise**, 9<sup>ème</sup> édition – DALLOZ- Paris : 2011.p 574.

#### 6- العوامل المؤثرة في تحديد مبلغ العلاوة:

يقف وراء تحديد قيمة عقد الخيار أو ما يعرف بعلاوة الخيار مجموعة من العوامل، التي ترتبط في مجملها بالأصل موضوع العقد أو بخصائص هذا الأخير في حد ذاته أو تتعلق بالسوق المالي. وفيما يلي نقدم هذه العوامل:

**6-1- القيمة السوقية للسهم:** ويعد هذا العامل إحدى العوامل الأساسية لتحديد سعر الخيار، وهنا يتم التمييز بين الأثر الذي تحدثه هذه القيمة في كل من خيار الشراء وخيار البيع. إذ من الواضح أن هناك علاقة طردية بين التوقعات فيما يخص القيمة السوقية للأصل محل عقد الخيار (السهم) والعلاوة التي يقدمها مشتري عقد الخيار إلى محرره، بالنسبة لخيارات الشراء التي يضارب مشتريها على ارتفاع الأسعار، بينما هناك علاقة عكسية بين التوقعات فيما يتعلق بالقيمة السوقية للأصل محل عقد خيار البيع و العلاوة الممنوحة لمحرره، لأن مشتري عقد الخيار في هذه الحالة يراهن على انخفاض الأسعار. هذا

فيما يتعلق بالتوقعات، أما بالنسبة للقيمة السائدة للأصل محل عقد الخيار فإن قيمة عقد خيار الشراء تزداد بارتفاع هذه القيمة، في حين تنخفض قيمة عقد خيار البيع، والعكس صحيح<sup>1</sup>.

**6-2- تقلب سعر السهم:** يعتبر تقلب سعر السهم محل العقد عاملاً أساسياً في تحديد سعر العقد، فالتقلبات الكبيرة في سعر السهم تعني فرص أكبر لتنفيذ العقد وتحقيق مشتري العقد لأرباح غير محدودة على حساب المحرر، مما يعني بالتبعية مطالبة المحرر بمكافأة أكبر على العقود التي تبرم على مثل هذه الأسهم وذلك لتعويضه على المخاطر ( الخسائر) التي يمكن أن يواجهها نتيجة وجود فرص أكبر لانخفاض سعر السهم في حالة خيار البيع أو ارتفاعه في حالة خيار الشراء وهو ما يعني ظروف مواتية لتنفيذ العقد من طرف المشتري. حيث أنه حتى لو كانت القيمة السوقية للسهم في تاريخ إبرام العقد أقل من سعر التنفيذ (حالة عقد الشراء) وأكبر منه (حالة خيار البيع) فسيظل المحرر عرضة بدرجة أكبر للخسائر بالنسبة للأسهم التي تتعرض قيمتها السوقية لتقلبات شديدة.

**6-3- تاريخ التنفيذ:** في خيارات الشراء كما في خيارات البيع، كلما أبتعد تاريخ الاستحقاق، زاد احتمال تطور سعر الأصل محل عقد الخيار في اتجاه مصلحة مشتري الخيار، ونتيجة ذلك كلما طالت المدة بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء صلاحيته، أرتفع مقدار العلاوة والعكس صحيح، وذلك لأنه مع طول المدة تزداد فرص تغير الأسعار في غير مصلحة مصدر عقد الخيار، فيطلب مقابل ذلك علاوة أكبر لتعويضه عن المخاطر التي يواجهها<sup>2</sup>.

ولما كانت العلاوة هي المبلغ الذي يحصل عليه محرر عقد الخيار سواء كان خيار بيع أو خيار شراء، من مشتري الخيار وذلك مقابل أن يكون لهذا الأخير الخيار \_ وليس الإلزام \_ في تنفيذ الخيار من عدمه وتعتمد قيمة هذه العلاوة على مجموعة من العوامل هي:

**6-3-1- معدلات الفائدة بدون مخاطرة:** تسمح عقود الخيار بالاستفادة من التغيرات في أسعار الأصول دون شراء أو بيع هذه الأخيرة، إذ أن شراء خيار شراء يمكن النظر إليه على أنه اقتناء مؤجل للأصل محل عقد خيار الشراء، حيث يسمح الشراء المؤجل للأصل، عن طريق عقد الخيار، للمشتري باقتناء مبلغ من المال يقدر بالفرق بين السعر السوقي للأصل و مبلغ العلاوة المدفوعة لاقتناء خيار الشراء، ومن ثم يمكن له توظيف هذا المبلغ والحصول على فوائد إلى غاية تاريخ استحقاق عقد الخيار.

<sup>1</sup> - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, gestion financière de l'entreprise, op., cit, p. 166.

<sup>2</sup> - ibid, p. 168.

وعلى هذا الأساس هناك علاقة طردية بين معدل الفائدة بدون مخاطرة السائد في السوق وعلاوة عقد خيار الشراء، وتكون هذه العلاقة أقوى كلما كان تاريخ الاستحقاق أبعد<sup>1</sup>.

وعلى العكس من ذلك، يمكن النظر إلى شراء خيار البيع على أنه بيع مؤجل للأصل محل عقد البيع، بحيث لا يتمكن مشتري هذا الخيار من تحصيل الفرق بين سعر البيع المتفق عليه و مبلغ علاوة المدفوعة، وبالتالي لا يستطيع توظيف هذا المبلغ بمعدل الفائدة بدون مخاطرة السائد في السوق. وعلى هذا الأساس هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة بدون مخاطرة السائد في السوق وعلاوة خيار البيع<sup>2</sup>.

كما تجدر الإشارة هنا أيضاً إلى أن عامل سعر الفائدة هو العامل الأقل تأثيراً على قيمة علاوة الخيار من بين العوامل الستة المؤثرة على قيمة هذه العلاوة<sup>3</sup>.

**6-3-2- الأرباح الموزعة والكوبونات:** نظراً لكون توزيعات الأرباح على الأسهم ودفع الكوبونات على السندات، تُقطع من قيمة كل من الأسهم والسندات على الترتيب، وتؤثر على القيمة السوقية لهذين الصكين في حالة إذا لم يتبع ذلك بتسوية شروط عقد الخيار. فإن قيمة عقود الخيارات التي يكون الأصل محل عقد الخيار عبارة عن سهم أو سند، تتأثر سلباً بهذه التوزيعات والكوبونات<sup>4</sup>. ولهذا بالضبط يقوم بعض المستثمرون في الأسواق المالية والحاملين لعقود خيار من النوع الأمريكي، ببيع هذه الأخيرة قبل قيام الشركات المصدرة للأسهم أو السندات بدفع الأرباح الموزعة أو الكوبونات<sup>5</sup>.

**المطلب الثاني: الأموال الخاصة الاختيارية والشرطية. Les fonds propres optionnels et conditionnels**

ظهر هذا النوع من الأموال الخاصة والذي يسمى أيضاً بالصكوك الهجينة أو أشباه الأموال الخاصة، في الأسواق المالية الأمريكية في بداية النصف الثاني من القرن العشرين، ثم انتقل بعد ذلك إلى أوروبا في سنوات الثمانينات، وذلك في إطار موجات الابتكار المالي التي اجتاحت الأسواق المالية للدول المتقدمة آنذاك. وجاءت هذه الابتكارات في إطار استخدام كل من الشركات المصدرة والمستثمرون الماليون للهندسة المالية في التغلب على المشاكل المرتبطة بالتمويل و صعوبات الاستثمار في الأوراق المالية، لاسيما فيما يخص التكلفة، العائد والمخاطر.

<sup>1</sup> - ibid, p 167.

<sup>2</sup> - idem..

<sup>3</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», op., cit, p 578.

<sup>4</sup> - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, **gestion financière de l'entreprise**, op., cit, p 168.

<sup>5</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur, **Finance d'entreprise**, «Vernimmen», op., cit, p 578.

من الناحية التقنية يمكن تقسيم الصكوك الاختيارية والشرطية إلى أربع فئات كمايلي<sup>1</sup>:

- القيم المنقولة الملحقة بوصل الاكتتاب؛
- القيم المنقولة الملحقة بحق التحويل؛
- القيم المنقولة فوق المركبة surcomposées ( فوق المعقدة sur complexes)؛
- الوصولات المستقلة.

ومن الناحية القانونية، يجب أن تتضمن هذه الصكوك الخصائص التالية<sup>2</sup>:

- صك أولي؛
- عملية تسمح لحامل الصك بامتلاك صك يمثل جزء من رأسمال الشركة، وذلك من خلال التحويل، التبادل، الاسترداد، الاستظهار أو بأي طريقة أخرى؛
- صك نهائي،

كذلك وبالنظر إلى تنوع الصكوك والمهارة التي أصبحت تتسم بها الشركات في إصدار عدد معتبر من الصكوك المركبة، حيث وصل بها الأمر إلى إصدار صكوك فوق مركبة، تتضمن العديد من الحقوق الاختيارية و/أو الشرطية، كان لزاماً على الهيئات المنظمة لعمل الأسواق المالية إقرار بعض القواعد والمحددات تحكم إصدار هذا النوع من الصكوك. وتتمثل هذه القواعد فيمايلي<sup>3</sup>:

- ✓ إمكانية تحويل السندات إلى أسهم واستحالة تحويل الأسهم إلى سندات، وتهدف هذه القاعدة إلى حماية حقوق الدائنين؛
- ✓ بما أن إصدار هذا النوع من الصكوك يعتبر عملية رفع رأسمال مؤجلة، فإن ذلك يتطلب ضرورة تنازل قداماء المساهمين عن حقوقهم التفضيلية في الاكتتاب في أي إصدار جديد، وتتم عملية التنازل، سواء بصفة فردية أو بقرار من الجمعية العامة الاستثنائية؛
- ✓ وحدها الشركات التي تمثل فروع لشركات أخرى (الشركات التابعة)، يمكن لها إصدار قيم منقولة مركبة أو فوق مركبة، تمنح لحاملها الحق في الاكتتاب في الصكوك التقليدية التي تصدرها الشركة الأم، في حين لا يمكن للشركات الأم القيام بنفس العملية؛
- ✓ في حالة قيام الشركة المصدرة برفع رأسمالها يتم حفظ حقوق حملة القيم المنقولة المركبة الذين قاموا بتنفيذ خيار الاكتتاب أو التحويل؛

<sup>1</sup> - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, **gestion financière de l'entreprise**, op., cit, p 857.

<sup>2</sup> - Philippe Desbrières, **ingénierie financière**, op., cit, p 66.

<sup>3</sup> - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, **gestion financière de l'entreprise**, op., cit, pp 857-858.



✓ في الحالة التي يوجد فيها حملة قيم منقولة مركبة، تعطي لحاملها الحق في تملك الأسهم العادية، الأسهم بدون حقوق التصويت ذات الأولوية في الأرباح الموزعة أو شهادات الاستثمار، لا يمكن للشركة المصدرة القيام بالعمليات التالية<sup>1</sup>:

- إهلاك رأس المال؛
- خفض رأس المال عن طريق إعادة شراء الأسهم (إعادة تسديد الحصص)؛
- التعديل في توزيعات الأرباح؛

وفي مايلي وقبل التطرق إلى دراسة وتحليل الصكوك المالية المركبة، والتي تتطوي في الغالب، سواء على وصل اكتتاب أو حق تحويل، سوف نتطرق بالتحليل والدراسة لوصولات الاكتتاب ومقارنتها مع منتجات مالية أخرى تقترب منها من حيث الشكل أو الدور الذي تلعبه.

### 1- وصولات الاكتتاب: Les bons de souscription

تعتبر وصولات الاكتتاب من المنتجات المستحدثة المستخدمة بكثرة في تمويل الشركات، لاسيما في إطار عمليات رفع رأس المال.

#### 1-1- ماهية وصولات الاكتتاب:

وصولات الاكتتاب عبارة عن صكوك مالية تسمح لحاملها بالاكتتاب، خلال مدة معينة ويسعر محدد مسبقاً، في صك مالي آخر (سهم، سند أو وصل آخر... إلخ). وهي من حيث الجوهر عبارة عن خيارات شراء، إذ بمجرد إصدار القيم المنقولة التي تتضمن هذه الوصولات، يتم التفريق بينها وبين الأسهم أو السندات المرافقة لها، بحيث تتداول هذه الأخيرة منفصلة بصفقتها صكوك مالية كلاسيكية، في حين تكتسب الوصولات حياة خاصة بها، وتسعر بصفة منفصلة بعد الإصدار.

وفي أغلب الأحيان يتم إلحاق هذه الوصولات بالإصدارات من الأسهم والسندات، كما يمكن توزيعها على قداماء المساهمين، والجدول رقم (3-1) أسفله يوضح بعض عمليات إصدار هذه الوصولات من طرف الشركات الفرنسية.

<sup>1</sup> - ibid, p. 858.

## الجدول رقم (3-3): إصدارات ABSA و ABSAR في فرنسا سنة 2005.

Émetteur	Date	Émission De BSA/BSAR	Taille (€m)	Produits d'exercice des BSA/BSAR (€m)	Maturité Du BSA/BSAR	Prix d'exercice du BSA/BSAR €	Cours du titre €	Avec/sans DPS
Cesar	23-mar-10	BSAR	5,5	7,4	5ans	0,6	0,6	Avec
Quantel	31-juil-08	BSA	3,9	2,0	22mois	10,0	5,4	Avec
Team Partners	30-mai-08	BSA	13,0	9,5	5ans	1,9	1,9	Avec
Bois et scieries de la Manche	28-aout-08	BSA	10,7	9,3	4,5ans	5,8	7,8	Avec
Ares	15-oct-07	BSA	10,0	20,0	13,5mois	3,6	4,5	Avec
Oxymetal	03-juil-07	BSA	4,8	2,2	24 mois	10,8	8,0	Avec
Geci International	29-juin-07	BSA	20,1	17,9	17mois	7,5	5,3	Avec
Bac Majestic	08-fevr-07	BSA	6,5	5,1	24 mois	1,5	1,1	Avec
Ares	14-nov-06	BSA	5,4	10,9	24 mois	2,2	2,6	Avec
Egide	21-juil-06	BSA	5,0	7,1	3ans	30,0	27,5	Avec
Dane Elec Memory	08-juin-06	BSAR	8,0	5,2	7ans	5,1	4,1	Avec
PCAS	15-juin-05	BSAR	20,2	18,0	84mois	9,0	10,0	Avec
ESR Groupe	28-janv-05	BSA	5,2	2,9	16mois	10,0	10,4	Avec
Naturex	28-janv-05	BSA	9,3	6,1	3ans	34,0	27,0	Sans

Source : AMF (Autorité des Marchés Financiers)\*

وذلك لكي تستعمل كبديل للحقوق التفضيلية للاكتتاب في إطار عمليات رفع رأسمال الشركات. وعلى هذا الأساس تمتلك هذه الوصولات نفس الخصائص التي تتمتع بها الحقوق التفضيلية للاكتتاب. ويكمن الفرق الوحيد بين هذين المنتجين الذين قدمتهما الهندسة المالية، في كون الحقوق التفضيلية للاكتتاب لا تتجاوز مدة صلاحيتها أيام معدودة، في حين تتراوح مدة حياة وصولات الاكتتاب بين سنتين و03 سنوات<sup>1</sup>.

## 1-2- قيمة وصل الاكتتاب:

وصل الاكتتاب عبارة عن صك مالي مماثل لخيار شراء، تصدره الشركات على الأسهم العادية التي تصدرها، حيث يتمثل سعر تنفيذ هذا الخيار في السعر الذي يُمكن حامل الوصل من شراء الأصل المالي (السهم العادي) المرتبط به، أما تاريخ التنفيذ فهو تاريخ استحقاق الوصل. وعلى هذا الأساس

\*الهيئة التي تراقب السوق المالية في فرنسا.

<sup>1</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur, **Finance d'entreprise**, «Vernimmen», op., cit., p 595.

تتمثل قيمة وصل الاكتتاب في مجموع القيمة الذاتية له، التي تتمثل في الفرق بين السعر الحالي للسهم وسعر تنفيذ الوصل والقيمة الزمنية له<sup>1</sup>.

ومع ذلك يتصف تقييم وصولات الاكتتاب ببعض الخصوصيات كمايلي<sup>2</sup>:

- ✓ طول مدة حياة وصل الاكتتاب (2-3) سنوات، مما يجعل القيمة الزمنية له كبيرة؛
- ✓ في حالة كون الأصل موضوع الوصل عبارة عن سهم عادي، فإن إجراء أي توزيعات للأرباح يؤدي إلى انخفاض قيمة السهم ومن تم انخفاض قيمة الوصل، وعموماً كل عملية تقوم بها الشركة وتؤثر على قيمة السهم فهي تؤثر كذلك على قيمة وصولات الاكتتاب التي أصدرتها؛
- ✓ أثر التمميع المرتبط بتنفيذ وصولات الاكتتاب من طرف حملتها، يؤدي إلى تغير في سعر الأصل، وفي الحالة التي يكون فيها أثر التمميع مهماً، يجب أن يؤخذ ذلك بعين الاعتبار في تقييم الوصل؛

### 1-3-3- القيم المنقولة المقرونة بوصولات الاكتتاب:

دأبت الشركات في السنوات الأخيرة على إلحاق إصداراتها من الأسهم والسندات بوصولات اكتتاب (BS)، تسمح للمكتتبين فيها بالاستفادة من مزايا استخدام هذه الوصولات في الاكتتاب في أسهم أو سندات قابلة للتحويل، كما تسمح للشركات المصدرة لها بتخفيض تكلفة التمويل، ومن بين القيم المنقولة المقرونة بوصولات الاكتتاب نذكر مايلي:

#### 1-3-3-1- الأسهم بوصل اكتتاب الأسهم : Les Actions à Bons de Souscription d'Actions (ABSA)

هذا النوع من المنتجات المستحدثة يتمثل في سهم يرفق عند إصداره بوصل اكتتاب اختياري يتمتع به حامل السهم للاكتتاب في سهم أو مجموعة من الأسهم العادية للشركة المصدرة، وذلك بشروط محددة مسبقاً في عقد الإصدار (لاسيما سعر ومدة التنفيذ). وتتم عملية إصدار هذا النوع من الصكوك المركبة مع أو بدون وجود الحقوق التفضيلية للاكتتاب (DPS) وبعد عملية الإصدار يسعر وصل الاكتتاب بصفة منفصلة عن السهم.

ويسمح إصدار الأسهم بوصل اكتتاب الأسهم للشركات المصدرة بالقيام بعدة عمليات لرفع رأسمالها في مرة واحدة، مما يعني اقتصاد في التكلفة وريح للموارد، بالإضافة إلى ضمان تصريف الإصدار.

<sup>1</sup> -ibid, p 595.

<sup>2</sup> - idem.

ونظراً لتمتع المكتتب في هذا النوع من الأسهم بهذا الخيار، فإن سعر إصدار الأسهم بوصل اكتتاب الأسهم يكون مرتفعاً نوعاً ما بالمقارنة مع سعر الأسهم العادية التقليدية، مما يؤدي إلى رفع حصة الإصدار وتخفيض تكلفة التمويل بالتبعية، هذا بالإضافة إلى تعويض قداماء المساهمين عن أثر التميع الذي قد يمسه بسبب زيادة عدد الأسهم المشكلة لرأس المال، كما يؤدي إلى تحسين التوازن المالي للمؤسسة<sup>1</sup>.

### 1-3-2- الأسهام بوصل اكتتاب السندات القابلة للتحويل: Les Actions à Bons de Souscriptions d'Obligations Convertibles (ABSOC)

يتمثل هذا المنتج المالي فوق المركب في سهم عادي مرفوق بوصل اكتتاب، يسمح لحامله بالاكتتاب في سند قابل للتحويل إلى سهم (أسهم) عادي للشركة المصدرة. ويُمكن هذا المنتج الشركة من توزيع إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عبر الزمن، كما قد يؤدي إلى إحداث عمليتين لرفع رأسمال الشركة المصدرة، بحيث تكون العملية الأولى حالية وأكيدة، في حين تكون العملية الثانية محتملة ومؤجلة، إذ أنها ترتبط بتنفيذ الوصولات من عدمه، وبعد ذلك بممارسة خيار تحويل السند إلى سهم من التخلي عنه.

وتتداول وصولات الاكتتاب في السندات القابلة للتحويل بصورة مستقلة عن السهم العادي، شأنها في ذلك شأن وصولات الاكتتاب في الأسهم، كما يطبق عليها النظام الضريبي للقيم المنقولة<sup>2</sup>.

### 1-3-3- السندات بوصل اكتتاب الأسهم: Les Obligations à Bons de Souscriptions d'Actions (OBSA)

هي عبارة عن سندات مرتبطة بوصل أو وصولات اكتتاب تعطي لحاملها حق خيار الاكتتاب في أسهم المؤسسة بسعر محدد يسمى "سعر التنفيذ". ويمكن النظر إلى وصل الاكتتاب على أساس أنه خيار شراء يمكن تنفيذه في مدة معينة عادة ما تكون أقل من مدة السند الأصلي.

ومن بين الخصائص المميزة لهذا النوع من السندات المستحدثة انفصال وصل الاكتتاب عن السند، إذ يتداول كل من السند ووصل الاكتتاب مستقلاً عن الآخر في السوق المالي، وهذه الخاصية هي التي تميز السندات بوصل الاكتتاب عن السندات القابلة للتحويل.

<sup>1</sup> - Hervé Hutin, op., cit , p 744 .

<sup>2</sup> - ibid, p 743.

هذا وتقدم السندات بوصول اكتتاب الأسهم مزايا عديدة للشركات المصدرة لها، فضلاً عن كونها تسمح باقتصاد تكاليف الإصدار، تُمكن ومن خلال عملية واحدة، بإنجاز عملية قرض سندي بتكلفة منخفضة، وفي نفس الوقت توفير الشروط الملائمة لعمليات آجلة لرفع رأسمال الشركات المصدرة لها، وذلك من خلال احتمال قيام حملة وصولات اكتتاب الأسهم بتنفيذ خيارات الشراء التي بحوزتهم.

#### 1-4-4- القيم المنقولة المقرونة بوصول الاكتتاب وإدارة تنازع المصالح في الشركة:

في إطار تحليل دور وصولات الاكتتاب وحقوق التحويل، قدمت نظرية الوكالة مدخلاً بسيكولوجياً للصكوك الهجينة التي تتضمن هذه الخيارات، حيث تشكل هذه الأخيرة وفقاً للنظرية المذكورة، وسيلة مفضلة لحل الصراع بين الفئات الثلاث المتمثلة في: المساهمين، الدائنين والمدراء. وذلك كمايلي:

**1-4-1- بالنسبة للمدراء:** وذلك من خلال الاستفادة من المرونة التي يتيحها استخدام الصكوك المركبة المتضمنة لهذه الوصولات في تحديد خصائص ( فترة الاكتتاب، مبلغ الأموال المطلوبة، سعر وعلاوة الإصدار... إلخ) إحدى القرارات المالية المصيرية، ألا وهو قرار رفع رأسمال الشركة. حيث من المفروض أن يؤدي رفع رأسمال الشركة من خلال تنفيذ حملة الصكوك للوصولات التي تسمح لهم بالاكتتاب في أسهم الشركة المصدرة، إلى حفظ حقوق جميع الأطراف (مساهمين، دائنين) ولاسيما منع أي انتقال للثروة من المساهمين إلى الدائنين.

وفي حالة سعي إدارة الشركة إلى رفع رأسمال الشركة ودفع حملة هذه الصكوك إلى تنفيذها، فإنها تقوم بتحديد سعر تنفيذ مرتفع قليلاً أو حتى منخفض عن القيمة السوقية للسهم، كما يمكن لها أيضاً في هذا الصدد أن تقوم بتقديم بداية فترة الاكتتاب<sup>1</sup>.

#### 1-4-2- بالنسبة للدائنين:

يسمح وصل الاكتتاب في الأسهم (حق التحويل) لحملة الصكوك الاختيارية بالحصول على صفتي الدائن السندي (حامل السندات) والمساهم المحتمل في نفس الوقت، لذلك من الطبيعي أن تنخفض المخاطر التي يتعرض لها حملة هذه الصكوك، كما يصبح غير معني بصراع المصالح الذي عادة ما يحدث بين الدائنين والمساهمين، والنتيجة عن القرارات المالية التي تؤدي إلى انتقال غير مشروع للثروة من فئة إلى أخرى أو العكس.

وعلى العكس من ذلك يعاني حملة هذه الصكوك الأمرين في حالة ارتفاع معدلات الفائدة وهبوط سعر سهم الشركة المصدرة.

<sup>1</sup>- Pascal Quiry, Yann Le Fur, Finance d'entreprise, «Vernimmen», op., cit, p 596.

## 1-4-3- بالنسبة لقدماء المساهمين:

يسمح إصدار القيم المركبة لقدماء المساهمين (المساهمين المرجعيين)، بالحفاظ ظاهرياً على حصتهم في رأسمال الشركة وبالتالي الحفاظ على وزنهم التصويتي في الجمعية العامة لها، إذ أن هذه الصكوك المركبة تسمح لهم بتنظيم أثر التمييع الذي يتعرضون له من وراء القيام بعملية رفع رأس المال بصورة تصاعدية عبر الزمن والإبقاء على تحكمهم في الرقابة على الشركة من خلال امتلاك قسط صغير فقط من رأسمالها.

كما تجدر الإشارة إلى أن الصكوك التي يملك صاحبها الخيار بين الإبقاء عليها في شكل سند تقليدي أو تحويلها إلى سهم عادي، يمكن أن تساعد في حل صراع المصالح الذي قد ينشب بين المساهمين - المدراء والمساهمين الخارجيين، حيث يمكن أن يشكل اكتتاب هذه الفئة الثانية في الصكوك الاختيارية عامل ردع أمام قيام المساهمين - المدراء بمحاولة القيام بتحويل مقدرات الشركة لمصلحتهم الذاتية على حساب باقي المساهمين، وذلك نظراً لكون المساهمين - المدراء يعلمون أن هذه الممارسات الانتهازية قد تدفع حملة هذه الصكوك إلى استردادها في شكل نقدي وليس في شكل أسهم عادية، وهو الأمر الذي قد يؤدي بالشركة إلى مواجهة وضعية مالية صعبة، لاسيما في حالة تشبعها بالديون، وما قد يترتب عن ذلك من احتمال فقدان التحالف الحاكم في الشركة لمواقعه.

## 2- السندات القابلة للاستبدال: Les obligations échangeable

السندات القابلة للاستبدال هي عبارة عن سندات تصدرها مؤسسة ما وقابلة للاستبدال بالأسهم العادية لمؤسسة أخرى، وذلك بناء على سعر استبدال ومعدل استبدال محدد في تاريخ الإصدار<sup>1</sup>. ويتميز هذا النوع من السندات بانخفاض معدل الفائدة له مقارنة بالسند غير القابل للاستبدال، وهذا يرجع إلى الميزات التالية<sup>2</sup>:

- ميزة خيار الاستبدال التي يتمتع بها المستثمر؛
- المؤسسات التي تصدر هذا النوع من السندات عادة ما تتميز بمركز مالي قوي، مما يُنقص من مستوى المخاطر التي تتعرض لها هذه السندات؛
- ميزة التنويع وذلك في حالة انتماء المؤسسات إلى صناعتين مختلفتين، وبالتالي فإن انخفاض أداء المؤسسة المصدرة للسند لا يترتب عليه بالضرورة انخفاض في القيمة السوقية للسهم؛

## 3- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: Les obligations convertible

تعتبر السندات القابلة للتحويل إلى أسهم من المنتجات المالية الهجينة التي شاع استخدامها في العقود الأخيرة، خاصة في أوقات تراجع الثقة في الأسواق المالية، حيث ازدادت وثيرة إصدار هذه الصكوك في أوقات الأزمات المالية لسنوات (2001-2003) و (2007-2009).

### 3-1- مفهوم السندات القابلة للتحويل:

يقصد بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم تلك السندات التي يمكن تحويلها إلى سهم أو أسهم عادية للمؤسسة المصدرة للسند، وعادة ما تكون السندات القابلة للتحويل قابلة للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية، ومن أهم ما يتميز به هذا النوع من السندات مايلي<sup>3</sup>:

- ✓ تتسم بانخفاض المخاطر التي تتطوي عليها.
- ✓ تساهم في تخفيض تكلفة التمويل للمؤسسات التي تصدرها، حيث أنها تتميز بكونها قابلة للتحويل، لذا فمعدل الكوبون لها منخفض نظرا لامتتع حاملها بهذه الميزة.

<sup>1</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur, **Finance d'entreprise**, «Vernimmen», op., cit, p 833.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، مرجع سبق ذكره، ص 62.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 60.

✓ هي عبارة عن منتج مالي يتسم بمرونة عالية، حيث أن معدل فائدة عليه يمكن أن يكون) ثابت، متغير، عائم، مؤشر، قابل للمراجعة... إلخ) <sup>1</sup>.

### 3-2-2- خصائص السندات القابلة للتحويل:

يمكن النظر إلى السندات القابلة للتحويل من خلال الخصائص الرئيسية التالية:

#### 3-2-1-1- فترة التحويل: La période de conversion

وهي تلك المدة التي يمكن فيها لحامل السند القابل للتحويل، تحويل سنده إلى سهم عادي للشركة المصدرة، وعادة ما تبدأ هذه المدة من تاريخ الإصدار أو تاريخ لاحق له وتنتهي في تاريخ الاستحقاق. ويتم تحديد هذه المدة في عقد إصدار هذه الصكوك، كما يمكن للشركة المصدرة لها استدعاءها قبل تاريخ الاستحقاق وذلك كإجراء لدفع حملتها إلى تحويلها إلى أسهم، إذا كان من مصلحة الشركة ذلك.

#### 3-2-2- قاعدة التحويل: La base de conversion

السند القابل للتحويل، يمكن أن يتضمن حق تحويله إلى سهم عادي (سند مقابل سهم) أو مجموعة من الأسهم (سند مقابل مجموعة من الأسهم). هذه النسبة يطلق عليها قاعدة التحويل وتحدد في تاريخ الإصدار، كما تعدل بمناسبة قيام الشركة المصدرة ببعض العمليات التي تمس مبلغ رأسمالها، مثل رفع رأس المال، خفض رأس المال، الاندماج، توزيع الأصول، توزيع أرباح استثنائية، توزيع الأسهم مجاناً. وذلك من أجل الحفاظ على حقوق حملة السندات القابلة للتحويل.

#### 3-2-3- علاوة التحويل: La prime de conversion

تتمثل علاوة التحويل في التكلفة الإضافية التي يدفعها المستثمر نظير حصوله على سهم من خلال شراء سند قابل للتحويل وتحويله حالاً إلى سهم عادي، وقد تصل هذه العلاوة في بعض الحالات إلى 35% من قيمة السهم العادي للشركة المصدرة للسند القابل للتحويل.

#### 3-3- قيمة السند القابل للتحويل:

تتمثل قيمة السند القابل للتحويل في مجموع قيمة كل من السند التقليدي وخيار شراء السهم المرتبط به، بحيث أن سعر تنفيذ هذا الأخير في سعر التحويل، ومدته في مدة القرض السندي، وذلك وفقاً للعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{قيمة السند القابل للتحويل} = \text{قيمة السند التقليدي} + \text{خيار شراء الأسهم}$$

<sup>1</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur, **Finance d'entreprise**, «Vernimmen», op., cit, p. 826.

<sup>2</sup> - Ibid , p 826.



وهناك أيضاً ما يعرف بالقيمة المجردة للسند القابل للتحويل والتي تتمثل في القيمة الحسابية الدنيا  $plancher\ actuariel$ ، والتي تحسب من خلال خصم (تحيين) التدفقات المستقبلية المرتبطة به، بمعدل سوقي.

وعلى هذا الأساس تبقى قيمة السند القابل للتحويل أعلى دائماً من قيمة السند التقليدي، وذلك بسبب وجود حق التحويل (خيار الشراء)، كما تشكل القيمة المجردة له، تلك القيمة الدنيا التي يمكن أن ينزل سعره إليها في حالة الانخفاض المحسوس في سعر سهم الشركة المصدرة. وفيما يخص سلوك السند القابل للتحويل بصفته صك هجين، فإنه يتحدد بناء على الفرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمة الاسترداد، وذلك كمايلي<sup>1</sup>:

- ✓ في حالة كون السعر السوقي للسهم أكبر بكثير من قيمة الاسترداد، فإن السند القابل للتحويل يسلك سلوك السهم، حيث أن احتمال تحويله إلى سهم قوي جداً؛
- ✓ وفي حالة كون قيمة الاسترداد أكبر بكثير من السعر السوقي للسهم (المنطقة السندية)، فإن السند القابل للتحويل يسلك سلوك السند، حيث أن احتمال تحويله إلى سهم ضعيف جداً، كما تقترب قيمته من القيمة الحسابية الدنيا.
- ✓ في المنطقة المختلطة، تتأثر قيمة السند القابل للتحويل بكل من معدل الفائدة وقيمة السهم؛

هذا وتشير الدراسات، أنه في تاريخ الإصدار، يشكل السند المجرد ما بين 85 إلى 95% من قيمة السند القابل للتحويل، في حين يمثل خيار الشراء ما بين 05 إلى 15% من قيمته. كما أنه كلما كانت علاوة التحويل ضعيفة أقرب السند القابل للتحويل من السهم وأنخفض الكوبون الخاص به، وذلك بسبب زيادة احتمال التحويل. وعلى العكس من ذلك، كلما كانت علاوة التحويل أعلى أقرب السند القابل للتحويل من السند التقليدي وطالب حامله بمعدل مردودية مرتفع<sup>2</sup>.

وهنا تجدر الإشارة إلى أنه بناء على هذه الخصائص، من جهة والهدف الذي تسعى إليه الإدارة المالية في الشركة من وراء إصدار هذه الصكوك (تخفيض التكلفة أو مواجهة مخاطر التميع)، من جهة أخرى، يمكن للمدير المالي تكييف الإصدارات من هذه الصكوك مع كل من تدفقات الخزينة و توجهات المساهمين المرجعيين فيما يخص التميع.

<sup>1</sup> - Ibid ، pp 600-601.

<sup>2</sup> - Ibid ، p 595.

## 3-4- السندات القابلة للتحويل وإدارة تنازع المصالح في الشركة:

على العكس من نظرية الأسواق المتوازنة، التي لا تقدم أي مساعدة في مجال تفسير وجود السندات القابلة للتحويل، تساهم نظريتي الوكالة والإشارة في فهم جدوى إصدار هذه الصكوك من طرف الشركات. فحسب نظرية الوكالة، ينظر إلى السندات القابلة للتحويل على أنها نمط (طريقة) لحل صراع المصالح بين المساهمين والدائنين والنتائج عن قيام الإدارة في الشركة بمحاولة تعظيم ثروة المساهمين على حساب الدائنين، وذلك من خلال المبادرة بمشاريع استثمارية عالية المخاطر وتؤدي إلى رفع المخاطر التي يتعرض لها الدائنين. و هذه الحالة يرفض الدائنين تقديم التمويل اللازم للشركة ماعدا في شكل سندات قابلة للتحويل، حيث توفر لهم هذه الصكوك الاختيارية الحماية من مخاطر انتقال الثروة وتسمح لهم بالتحويل إلى مساهمين في الحالة التي يعتقدون أن انتقالا غير مشروع للثروة سوف يحدث من الدائنين نحو المساهمين. كما تشكل هذه الصكوك ملاذاً للشركات المشبعة بالديون، لاسيما في الحالات التي تكون فيها مجبرة على التخلي عن مشاريع استثمارية جد مربحة، نتيجة عدم قبول البنوك بإقراضها<sup>1</sup>. ومن ناحية أخرى تساعد هذه الصكوك في حل صراع المصالح بين المساهمين المدراء والمساهمين غير المدراء، وتدفع الفئة الأولى إلى التوقف عن اقتطاع جزء من ثروة الشركة لمصلحتهم الذاتية وعلى الفئة الثانية، وذلك تحت ضغط الخوف من قيام هذه الأخيرة باسترداد حقوقها في شكل سيولة وليس في شكل أسهم. وفي الحالة التي تكون في الشركة قد وصلت إلى مستويات مرتفعة من الاقتراض، يمكن أن يؤدي تسديد هذه الديون نقدا إلى وضع الإدارة التنفيذية في وضعية صعبة وقد يصل الأمر إلى فقدانها مناصبها.

وحسب نظرية الإشارة، تعتبر السندات القابلة للتحويل المصدر التمويلي الأخير الذي تلجأ إليه الشركات التي تمتاز بمعدلات نمو مرتفعة أو بمراد مالية محدودة، حيث أن تدبب تدفقاتها النقدية أو نقص المعلومات عنها في السوق، يؤديان إلى ارتفاع معدل الفائدة على القروض التي تحصل عليها، من جهة. كما تؤدي عوامل من قبيل انخفاض قيمة أسهمها في السوق والإشارة السلبية التي يمكن أن يشكلها إصدار أسهم عادية، إلى إجماعها عن إصدار أسهم عادية جديدة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - Ibid \_ p 602.

<sup>2</sup> - Ibid \_ p603.

## 4- السندات الواجبة التسديد بالأسهم:

هي عبارة عن صكوك مالية مركبة، تصدرها عادةً الشركات الكبيرة المسعرة في البورصة. وهي من الناحية التقنية تتبع نفس المنطق الذي تقوم عليه السندات القابلة للتحويل، ما عدا فيما يخص أنها تختلف عنها في كون حامل السند القابل للتحويل يملك حق الاختيار بين تحويل سنده إلى سهم (أو أسهم)، في حين يجب على حامل هذه الصك أن يقوم باسترداد قيمته في تاريخ الاستحقاق في شكل سهم (أو أسهم) عادية للشركة المصدرة<sup>1</sup>.

وبالنسبة للمزايا التي تعود على الشركة المصدرة من وراء إصدار هذا الصك، فهي نفسها التي تجنيها من وراء إصدار السندات القابلة للتحويل وباقي الصكوك المشتقة من السند التقليدي. وتتمثل هذه المزايا على العموم في تخفيض تكلفة الاستدانة وتأجيل أثر التمييز، بالإضافة إلى إمكانية استخدامه كدرع واقى من في فترات العروض العامة للشراء وذلك من خلال الاكتتاب فيه من طرف مساهمين (مستثمرين) أصدقاء.

وبالطبع لا بد من الإشارة إلى أن السندات الواجبة التسديد في شكل أسهم، تقدم مزايا عديدة للمكتتبين فيها، حيث أنها تسمح لهم بالرهان على ازدهار الشركة ومن تم الاستفادة من الأرباح الموزعة وفوائض القيمة، وفي انتظار ذلك يستفيدون من الفوائد المضمونة.

## 5- مزايا وصولات الاكتتاب والقيم المنقولة المرتبطة بها:

تهدف الشركة من وراء إصدار هذا النوع من الصكوك الاختيارية إلى تحقيق العديد من المزايا، وهي كمايلي<sup>2</sup>:

**5-1- تحسين سيولة السندات والأسهم الممتازة:** يسمح إرفاق السندات و الأسهم الممتازة بهذا الصك إلى زيادة جاذبيتها لدى المستثمرين المحتملين. فهي، من جهة، تعطيهم الأمان بصفتهم حملة سندات أو أصحاب أسهم ممتازة، يتقاضون عائد ثابت ويتقدمون على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس والتصفية، كما تسمح لهم بالتحول إلى مساهمين في حالات ازدهار ونمو الشركة و ذلك من خلال تنفيذ خيار الشراء الذي ينطوي عليه الصك، ومن تم تحقيق عوائد رأسمالية من وراء ارتفاع القيمة السوقية للأسهم عن سعر التنفيذ المحدد مسبقاً وعوائد إيرادية نتيجة الأرباح الموزعة.

<sup>1</sup> - Hervé Hutin, op., cit, pp. 733-734.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص ص 363-364.

**5-2- تخفيض تكلفة التمويل:** وذلك نتيجة قبول المستثمرين للاكتتاب في السندات والأسهم الممتازة التي تتضمن هذا الصك، بمعدل كوبون منخفض، لا سيما بالنسبة للشركات الصغيرة ذات الأفاق الواعدة والمخاطر المرتفعة والمُلزمة برفع معدل الكوبون على سنداتها في حالة عدم تقديم ضمانات إضافية، وإرفاق السندات بهذه الصكوك يمكن اعتباره نوع من الضمانات المقدمة من طرف الشركة المصدرة.

**5-3- توفير الأموال عند الحاجة وبرمجتها وفقاً لمتطلبات النمو:** وفي هذه الخاصية يتجلى الابتكار الذي قدمته الهندسة المالية في إطار تقديمها لهذا المنتج. إذ من المنطقي أن لا يقوم حملة السندات و الأسهم الممتازة المتضمنة لهذه الصكوك بتنفيذها إلا إذا كانت القيم السوقية للأسهم العادية أعلى بمقدار كاف من سعر التنفيذ المحدد مسبقاً وهي الحالة التي تتماشى مع حالة الازدهار والنمو في الشركة واحتياجها للتمويل. أما في حالة غياب النمو في الشركة فهي في هذه الحالة لا تحتاج إلى تمويل إضافي فلا يضرها عدم إقدام حملة الصكوك على تنفيذها وشراء أسهم جديدة.

**5-4- تجنب تكاليف الإصدار:** إذ يسمح الإصدار المسبق للسندات والأسهم الممتازة التي تتضمن صكوك الشراء اللاحق لأسهم الشركة، بتجنب تكاليف الإصدار التي تشكل إحدى المحددات الأساسية في قرار اللجوء إلى صيغة التمويل بالعرض العام للادخار. ففي هذه الحالة يتم الحصول على التمويل من مستثمرين مستعدين مسبقاً لشراء أسهم الشركة ولا داعي للجوء إلى بنكير الاستثمار لتصريف الإصدار. وما دمننا بصدد منتجات الهندسة المالية، التي يجب أن تتوفر فيها خاصية تقديم مزايا غير عادية \_ للشركة المصدرة والمستثمرين في الأسواق\_ لابد أن تتطوي هذه المنتجات على مزايا عديدة للمستثمر، فضلاً عن تلك المقدمة للشركة المصدرة، وتكمن هذه المزايا في:

✓ الصكوك المرافقة للسندات أو الأسهم الممتازة تعطي لحاملها ميزات الاستفادة من ارتفاع قيمة السهم العادي للشركة المصدرة لها، وذلك دون المساس بتمتعه أيضاً بالمزايا التقليدية المرتبطة بحياتها. والأهم في ذلك هو عدم تعرضه إلى مخاطر انتقال الثروة من الدائنين إلى المساهمين، الذي يمكن أن تحدثه بعض القرارات المالية.

✓ في حالة قابلية الصكوك للتداول بصورة مستقلة، يسمح ببيع الصك لوحده لحامله بتحقيق عائد مرتفع نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للسهم مقارنة بسعر التنفيذ.

وكذلك من المزايا الإبداعية المرتبطة بهذا المنتج المبتكر أنه وعلى عكس عقود الخيارات، يُمكن الشركة المصدرة له من دفع حملة الصكوك إلى تنفيذها في الوقت الذي يناسبها ودون انتظار تاريخ التنفيذ، وذلك باستخدام الآليات الثلاث التالية:

- ✓ اعتماد سياسة توزيع سخية تمكن من رفع مستوى التوزيعات ومن تم ترغيب حملة الصكوك في تنفيذها والاستفادة من التوزيعات؛
- ✓ تضمين الصك، حق الشركة المصدرة في رفع سعر التنفيذ؛
- ✓ تعديل فترة التنفيذ وجعلها أقصر بما لا يسمح لحملة الصكوك بالانتظار بغية تحقيق عوائد إضافية؛

#### 6- الأموال الخاصة الاختيارية وأثر التمييز:

تعتبر الأموال الخاصة الاختيارية وسيلة جد فعالة تسمح للتحالف الحاكم في الشركة (المساهمين المرجعيين والإدارة) بتحقيق هدفين مهمين في نفس الوقت، وعلى صلة وثيقة بالتحكم والسيطرة على الشركة. فمن جهة يسمح إصدار هذه الصكوك بتأجيل أو حتى إلغاء أثر تمييع الرقابة الذي يمكن أن يتعرض له هذا التحالف من جراء عمليات رفع رأسمال الشركة، إذ أن المرونة التي تسمح بها الهندسة المالية والمهارة التي أصبح يتمتع بها المهندسون الماليون على مستوى الشركات، ساعدا ليس فقط في تأجيل وبرمجة أثر تمييع الرقابة ولكن في إلغاء هذا الأثر وعدم السماح بحدوثه، وذلك من خلال إمكانية استرداد (تحويل) هذه الصكوك الاختيارية إلى شهادات استثمار (CI) أو إلى أسهم ممتازة لاسيما في شكل أسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة بدون حق تصويت (ADP)، بحيث تصدر هذه الصكوك في الوهلة الأولى في شكل سندات قابلة للتحويل إلى أحد هذين الصكين المحرومين من حق التصويت (ORCI, ORADP) \*.

ومن جهة أخرى، تعتبر هذه الصكوك واحدة من الترتيبات التي تستعمل كوسيلة دفاع فعالة ضد محاولات السيطرة العدوانية، وذلك من خلال منح هذه الصكوك التي تتضمن خيارات (التحويل، الاستبدال، الاسترداد) في شكل أسهم عادية، لمستثمرين «أصدقاء» من المحتمل أن يقوموا بتنفيذ خياراتهم في حالة تعرض الشركة لمحاولة سيطرة عدوانية، ومن تم زيادة عدد الأسهم في هيكل الملكية وإغراق نصيب الطرف المعتدي من حقوق التصويت وبالتالي إفشال محاولة السيطرة.

\* على سبيل المثال، هذا الحل المبتكر تم اللجوء إليه من طرف روتشيلد وسي Rothschild et Cie، من أجل إعداد التركيبة المالية للسيطرة على شركة جرافوجراف Gravograph. (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر: Philippe Desbrières, *ingénierie financière*, op., cit, p. 68).

## المبحث الرابع: الإستراتيجيات العائدة للسياسة المالية.

الإدارة المالية في الشركة ومن وراءها المساهمين المرجعيين، يمكن أن يقوموا باستخدام بعض الإستراتيجيات المالية التي من المفروض أن تستخدم فقط في تحقيق هدف تعظيم ثروة المساهمين، في الاحتماء من محاولات السيطرة العدوانية التي يمكن أن تتعرض لها الشركة، وذلك حتى وإن كانت هذه الأخيرة تعود بالفائدة على المساهمين وتؤدي إلى زيادة ثروتهم. وتكمن هذه الإستراتيجيات المالية فيما يلي:

**المطلب الأول: تخفيض رأس المال وإعادة شراء الشركة لأسهمها.**

يعتبر تخفيض رأس المال من العمليات على رأس المال التي تقوم بها الشركات لأسباب عديدة أهمها:

- تحميل الخسائر؛

- إجراء توزيعات استثنائية على المساهمين؛

- إعادة شراء الشركة لأسهمها؛

ومهما كانت الدوافع التي تقف وراء قيام الشركة بتخفيض رأسمالها، فإن هذه العملية تؤدي إلى جعل رأسمال الشركة أقل من ذي قبل، أي تتطلب إحداث تغيير في القانون الأساسي للشركة، وهو الأمر الذي يتطلب وجوباً ضرورة اتخاذ هذا القرار على مستوى الجمعية العامة الاستثنائية للمساهمين.

هذا ويمكن أن يتم استعمال عملية خفض رأسمال الشركة من خلال تقنية إعادة شراء الشركة لأسهمها، وذلك من أجل تقوية مركز (سيطرة) المساهمين المرجعيين في الشركة، ويكفي في هذه الحالة أن تتقدم الشركة بعرض عام لإعادة شراء أسهمها (OPRA) من حامليها و إلغائها\*، حيث وبعد إتمام العملية، يجد المساهمين الذين لم يشاركوا في العملية أن حصصهم النسبية في رأسمال الشركة (وزنهم التصويبي) قد تدعت، في حين تراجعت الحصص النسبية (الوزن التصويبي) للمساهمين الذين شاركوا في عملية إعادة شراء الشركة لأسهمها وباعوا أسهمهم، وعلى سبيل المثال قامت شركة برنود ريكارد Pernod Ricard سنة 1987، بإعادة شراء 05% من أسهمها، مما سمح برفع حصة المساهمين العائليين

\* يمكن أن تقوم الشركة بالاحتفاظ بالأسهم المشتراة في إطار عملية تخفيض رأس المال، وذلك من أجل استخدامها في مواجهة متطلبات مخططات تملك العاملين (ESOP)، تحويل خيارات شراء الأسهم stock-option وتحويل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم (OC). ( أنظر:

(Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», op., cit., p890 .

فيها من 40% إلى 42,1%<sup>1</sup>، كما تستعمل شركات مثل بيجو Peugeot وبيك Bic هذه التقنية بطريقة منتظمة من أجل تدعيم سيطرة المساهمين العائليين على هيكل ملكيتها<sup>2</sup>.

لكن ومن أجل عدم المساس بمبدأ المعاملة المتكافئة للمساهمين، يجب أن يشمل العرض جميع المساهمين وأن تمنح لهم نفس الفرص من أجل المشاركة في عملية إعادة شراء الشركة لأسهمها، كما أن هذه التقنية غير مسموح بها بالنسبة للشركات التي سبق لها وأن أصدرت وصولات اكتتاب (BS)، سندات قابلة للتحويل (OC)، سندات قابلة للتداول أو للاسترداد في شكل أسهم.

كما تجدر الإشارة إلا أنه لا يجب الخلط بين تخفيض رأس المال Reduction de Capital وإهلاك رأس المال Amortissement de Capital، ففي حين يؤدي خفض رأسمال الشركة إلى جعل رأسمالها أقل مما كان عليه سابقاً، يقتطع قسط إهلاك رأس المال من الأرباح المحتجزة والاحتياطيات المتوفرة وليس من رأس المال الاجتماعي.

#### المطلب الثاني: رفع رأس المال المخصص لفئة معينة: L'augmentation du capital réservé

تسمح قوانين الشركات والقوانين الأساسية لها، بأن تقوم بعمليات رفع رأس المال مخصصة لفئة معينة من المساهمين، وذلك من أجل تقوية (تدعيم) سيطرة هذه الفئة على تركيبة ملكيتها وجغرافية رأسمالها. لكن هذه التقنية يجب أن تستخدم في ضل احترام الشروط التالية<sup>3</sup>:

- ضرورة اتخاذ القرار من طرف الجمعية العامة الاستثنائية للمساهمين، بحضور ثلثي (2/3) الأصوات الممثلة؛
- ضرورة تخلي المساهمين الحاليين على الحقوق التفضيلية للاكتتاب (DPS) التي من المقروض أن تمنح لهم بموجب حقهم في أولوية التملك؛
- يجب أن يقدم محافظ حسابات الشركة رأيه في هذه العملية وفي سعر إصدار الأسهم العادية الجديدة، وذلك بصفته الجهة المخولة قانوناً بحماية حقوق المساهمين؛
- يجب أن يكون سعر الإصدار أعلى من سعر سهم الشركة في السوق؛

ولقد أحيطت هذه العملية بهذه الشروط الخاصة، لأنها يمكن أن تستخدم من طرف المساهمين المرجعيين في تمييع رأسمال أقلية المساهمين مثلما يحدث في بعض الدول مثل هولاندا، والتي تجري فيها هذه العمليات في ظروف توصف بأنها مضرّة بمصالح أقلية المساهمين. ويهدف إحاطة هذه التقنية بهذه

<sup>1</sup> - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, op cit, p 774.

<sup>2</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», op., cit, p939.

<sup>3</sup> - ibid, p938.

الشروط إلى ضمان المعاملة المتكافئة للمساهمين وحماية حقوق الأقلية منهم، وذلك من خلال عدم السماح بانتقال الثروة بدون وجه حق من قدام المساهمين إلى الجدد.

ومن الأمثلة على استخدام هذه التقنية من طرف الشركات في تدعيم مركز فئة معينة من المساهمين على حساب الفئات الأخرى التي تود السيطرة على الشركة، تجد ما قامت به شركة جوتشي Gucci أثناء تعرضها لمحاولة سيطرة عدوانية من طرف LVMH، من خلال تخصيص عملية رفع رأس المال على مستواها لشركة بي بي آر PPR، مما أدى إلى تجميع دو معنوية في حصة LVMH، وهو الأمر الذي أدى في الأخير إلى إفشال محاولة السيطرة<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: الاندماج La Fusion

علاوة عن الأهداف الإستراتيجية والصناعية، التي يمكن أن تسعى إليها الشركات من وراء الدخول في عمليات الاندماج، يمكن أن تؤدي هذه الأخيرة إلى خلق نفس الأثر الذي تخلقه عمليات رفع رأس المال المخصصة لفئات معينة، حيث أنها تسمح بدخول أو تدعيم مجموعة معينة من المساهمين. لكن هذه التقنية تنطوي على درجة عالية من الخطورة، إذ أن المساهمين الوافدين الجدد في إطار عملية الاندماج قد ينقلبون على التحالف القائم في الشركة ويسعون إلى السيطرة والتحكم فيها بصفة منفردة<sup>2</sup>، ويحدث ذلك عادة في الحالات التي يتمكن فيها هؤلاء من اكتساب وزن تصويتي للتحكم في قرارات الجمعية العامة للمساهمين.

### المطلب الرابع: تملك العاملين وإشراكهم في النتائج.

بعد النجاح الذي حققته مخططات تملك العاملين (ESOP (Employee Stock Ownership plan)، التي أُعتمدت في الولايات المتحدة في ثمانينات القرن الماضي<sup>3</sup>. قامت بلدان أوروبا الغربية و المملكة المتحدة ببنّي تشريعات توطر وتشجع الشركات على طرح مخططات المشاركة المالية للعاملين<sup>4</sup>. و عرف ماتوري Martory و كروزي Crozet سنة 1989 هذه العملية بأنها « مجموعة الوسائل التي تضع في متناول العمال في الشركة من أجل التأثير في قراراتها والاستفادة من الفائض الذي تحققه»<sup>5</sup>. وعلى هذا

<sup>1</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», op., cit., p939.

<sup>2</sup> - ibid., p938.

<sup>3</sup> - Barbara R. Bartkus, op., cit., pp. 331 – 344.

<sup>4</sup> - Jonathan Michie, Christine Oughton, (2001), «Employee share-ownership trusts and corporate governance», Corporate Governance: The international journal of business in society, Vol. 1 Iss 3 pp. 4 – 8.

<sup>5</sup> - Philippe Desbrières, (1997), « La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise », (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA – Paris 361.



الأساس يدخل ضمن هذا الإطار كل من مخططات ادخار العاملين، مخططات خيارات شراء الأسهم الممنوحة للعاملين، مخططات تملك العاملين.

ويكمن الابتكار المالي (الهندسة المالية) لهذه المخططات في الترتيبات المبتكرة و غير التقليدية التي أتى بها التشريع الضريبي المؤسس لها، حيث نص هذا التشريع على مايلي<sup>1</sup>:

- خصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة؛

- إعفاء المؤسسة التي تمنح قرضا لصندوق العاملين - المخصص لتمويل شراء تلك

الأسهم - من دفع الضريبة على 50 % من الأرباح السنوية التي تحققها؛

أما فيما يتعلق بأهداف هذه المخططات، ففي الوهلة الأولى استخدمت كوسيلة لرفع الأداء من خلال ربط الحوافز التي يحصل عليها العمال بأداء الشركة<sup>2</sup> ومن تم ربط أهدافهم بأهداف الإدارة والمساهمين<sup>3</sup>. تم أصبحت تستخدم من طرف المساهمين المرجعيين (المساهمين الداخليين) لتدعيم سيطرتهم على القرار فيها، حيث تشكل الأسهم المملوكة للعمال عامل استقرار في هيكل ملكية الشركة، إذ من المفروض أن يتحالف العمال مع الإدارة و المساهمين المرجعيين في أوقات تعرض الشركة إلى محاولات سيطرة عدوانية و عروض عامة للشراء، قد تزيحهم من هيئات التحكم فيها، وذلك من خلال استخدام حقوق التصويت التي امتلكوها في إطار هذه المخططات. كذلك وبالإضافة إلى مساهمتها في تجدر التحالف الحاكم في الشركة، تسمح المشاركة المالية للعمال بتنفيذ حوكمة باقي الأطراف ذوي العلاقة، لاسيما من خلال تزويدهم بالمعلومات الضرورية لممارسة هذه الحوكمة.

و فيما يخص المدى الذي وصلت إليه هذه المشاركة، فهي تتراوح بين حصص جد ضعيفة مثلما

هو الحال في شركات فرنس تيليكوم 3,7% France Télécom و سانت كوبان 7,8% Saint- Gobain ،

و حصص معتبرة كما في ستيريا 17% Steria و إيفاج 24% Eiffage<sup>4</sup>.

وعلى العموم تهدف الإستراتيجيات الدفاعية العائدة للسياسة المالية، سواء كانت في شكل إعادة

شراء الشركة لأسهمها، رفع رأسمال الشركة المخصص لفئة معينة، عمليات اندماج أو في شكل تملك

للعاملين، إلى تقوية وضعية المساهمين الأوفياء في الشركة Renforcement des actionnaires fidèles .

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر 2005، ص 37.

<sup>2</sup> - Philippe DESBRIÈRES, « le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise », (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA, Paris 1997, P412-423.

<sup>3</sup> - Philippe Desbrières, « Les actionnaires salariés », Revue française de gestion, 2002/5 no 141, p. 255-281.

<sup>4</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur « Vernimmen », op., cit, p 930.

لكن لجوء الشركات إلى تبني هذه الإستراتيجيات، قد يمس في الكثير من الأحيان بمصالح المساهمين و يؤثر سلباً على مدى احترام مبدأي المعاملة المتكافئة للمساهمين وحماية حقوق الأقلية منهم، وهما مبدأان أساسيان في حوكمة الشركات.

### المبحث الخامس: الإستراتيجيات الدفاعية ذات الطابع القانوني الأساسي. Les stratégies d'ordres statutaires

تسمح قوانين الشركات التجارية في الكثير من الدول للمساهمين بوضع ترتيبات قانونية أساسية، تُمكن المساهمين المرجعيين في الشركات من استغلال حقوق التصويت العائدة للأسهم ليس فقط كحق سياسي لحملة الأسهم وإنما كوسيلة لـ *l'instrumentalisation de droit de vote* دفاعية ضد محاولات السيطرة العدوانية، ويتجسد هذا الاستغلال من خلال مايلي:

#### المطلب الأول: الأسهم بحق التصويت المتعدد (المضاعف).

خروجاً على المبدأ القانوني الذي ينص على وجوب تناسب عدد الأصوات المرتبطة بالأسهم المملوكة مع الحصة في رأس المال ( لكل سهم صوت في الجمعية العمومية للمساهمين )، ظهرت الأسهم بحق التصويت المتعدد في الكثير من الدول منها ألمانيا، البرازيل، كندا، إيطاليا، كوريا الجنوبية، الدول الإسكندنافية<sup>1</sup>.

أما في فرنسا فتم السماح للشركات بإصدار الأسهم بحق التصويت المضاعف والتي تصدرها المؤسسات في إطار نظامي معين، حيث أنه<sup>2</sup>:

✓ لا يمكن إصدار أسهم بحق التصويت المضاعف إلا إذا نص على ذلك النظام الداخلي للمؤسسة أو بعد مداوات الجمعية العمومية الاستثنائية بحضور ثلثي أعضائها.

✓ يجب أن تكون الأسهم بحق التصويت المضاعف اسمية ولا تتداول بحرية إلا في حدود ضيقة. وبذلك يضمن المساهمين المرجعيين من خلال اكتتابهم في هذا النوع من الأسهم استمرار سيطرتهم وتحكمهم في صناعة القرار في المؤسسة دون حاجتهم إلى استثمار أموال إضافية فيها.

#### المطلب الثاني: الأسهم التي لها الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق التصويت. (ADPSDV)

على العكس من الأسهم بحق التصويت المضاعف التي تمنح للمكاتب فيها حقا مضاعفا للتصويت في الجمعية العمومية، فالأسهم التي لها الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق التصويت مسلوية من هذا

<sup>1</sup> - Jonathan Berk et Peter De Marzo, op., cit, pp 952-953.

<sup>2</sup> - Ronald Gillet, Jean Pierre Jobard, Patrick Navette, Philippe Raimbourg, op., cit, p188.

الحق كما يدل على ذلك اسمها. وجاء إصدار هذا النوع من الصكوك في إطار ما تسمح به القوانين في بعض الدول كفرنسا مثلاً، إذ يُسمح للشركات بإصدار هذا النوع من الأسهم الممتازة الذي لا يعطي لحامله الحق في التعبير عن رغبته فيما يخص تسيير المؤسسة. وتتم عملية إصدار هذا النوع من الأسهم باحترام الشروط التالية<sup>1</sup>:

- ✓ مبلغ الأسهم التي لها الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق التصويت المصدرة، يجب أن يكون أقل من 25 % من الرأسمال الاجتماعي للمؤسسة بعد الإصدار المتضمن هذا النوع من الأسهم ( أو أقل من 33 % من رأس المال الاجتماعي بعد الإصدار)؛
  - ✓ رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والمدراء العامون ليس لهم الحق في الاكتتاب في هذا النوع من الأسهم؛
  - ✓ يجب أن تكون المؤسسة المصدر لهذا النوع من الأسهم قد حققت أرباحاً موزعة خلال السنتين السابقتين لهذا الإصدار؛
  - ✓ في حالة وقوع المؤسسة في أزمة مالية والتي قد ينتج عنها عجزها عن دفع الأرباح لمستحقيها وبالتالي يصبح من حملة هذه الأسهم التمتع بحق التصويت، وإذا حدث ذلك فإنه يمكن أن يؤثر على جغرافية رأسمال الشركة ومن تم ميزان القوى داخل الجمعية العمومية ومجلس الإدارة؛
- هذا وتشكل الأسهم الممتازة بدون حق تصويت نمط تمويل بالأموال الخاصة، تلجأ إليه الشركات التي يسعى التحالف الحاكم فيها إلى تجنب تميع الرقابة (السيطرة) الذي يمكن أن يترتب عن إصدار أسهم عادية جديدة. وواقع الحال أن هذه الصكوك تستخدم في إطار التركيبات المالية (الشركات القابضة مثلاً) المستعملة في عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع وذلك من أجل تضخيم الرفع القانوني للشركة القابضة وجعل المساهمين المرجعيين يتمتعون بعدد من حقوق التصويت أكبر من مساهمتهم في رأسمال الشركة القابضة.

### المطلب الثالث: شهادات الاستثمار. Les Certificats d'Investissement (CI)

بناء على تقنية تجزئة الأسهم Démembrement des actions، التي سمحت بفصل مكونات السهم العادي إلى عنصرين متميزين، أولهما عبارة عن شهادة استثمار (CI) تُمثل مجموع الحقوق المالية المرتبطة بامتلاك السهم العادي (الحق في الأرباح الموزعة، الحق في الاحتياطات، الحق في ناتج التصفية)، و ثانيهما عبارة عن شهادة حق التصويت (CDV) التي تجسد مجموع الحقوق السياسية العائدة

<sup>1</sup> - Philippe Desbrières, (1997) « nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise », (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA, p 303- 327.

لحامل السهم العادي، لاسيما حق التصويت<sup>1</sup>. أصبح بإمكان الشركات الحصول على الأموال من خلال إصدار شهادات استثمار يكتتب فيها مستثمرين خارجيين في حين توزع شهادات حقوق التصويت المقابلة لها على قدماء المساهمين، بحيث يسمح ذلك للمساهمين المرجعيين بالحصول على أموال إضافية دون التعرض لمخاطر التمييع، كما يمكن أن تكون هذه التقنية ذات فائدة كبيرة عند الاستعانة بها في التركيبات المالية- القانونية المستخدمة في عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع.

ونظراً للتأثير الملحوظ الذي يمكن أن يحدثه الاستخدام الواسع لتقنية تجزئة الأسهم وإصدار شهادات الاستثمار على جغرافية رأسمال الشركات، أحيطت هذه التقنية بالعديد من القيود، التي نوجزها فيمايلي:

- ✓ يسمح باستخدام هذه التقنية للشركات التي تتخذ أحد الشكلين القانونيين لشركة المساهمة (SA) أو شركة التوصية بالأسهم (SCA)؛
- ✓ مبلغ شهادات الاستثمار المصدرة لا يمكن أن يتجاوز ربع 1/4 رأسمال الاجتماعي للشركة؛
- ✓ لا يمكن إصدار شهادات الاستثمار في مرحلة تكوين الشركة؛
- ✓ جمع كل شهادات الاستثمار وشهادات حقوق التصويت في يد واحدة، يؤدي آلياً إلى إعادة تشكيل الأسهم من جديد؛
- ✓ يمكن إنشاء شهادات الاستثمار سواء من خلال رفع رأسمال الشركة أو من خلال تجزئة الأسهم المصدرة مسبقاً؛
- وتعتبر هذه القيود ذات أثر جوهري على طبيعة التركيبة القانونية- المالية المستعملة في الحفاظ على السيطرة على شركة، حيث أنها تؤدي إلى مايلي:
- ✓ عدم إمكانية استخدام شهادات الاستثمار لزيادة الرفع القانوني للتركيبات القانونية- المالية المستعملة في عمليات شراء الشركات من طرف أجراءها (RES)؛
- ✓ من الضروري استخدام شركة قابضة موجودة مسبقاً للقيام بعملية تجزئة الأسهم؛

<sup>1</sup> - Philippe Desbrières, « nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise », op., cit, p. 303- 327.

## المطلب الرابع: تسقيف حقوق التصويت.

تسمح قوانين الشركات التجارية في بعض الدول مثل فرنسا، للشركات بأن يتضمن قانونها الأساسي ترتيبات تنص على عدم إمكانية أن يحوز أحد الشركاء (المساهمين) على ما يفوق نسبة معينة من حقوق التصويت في الجمعية العمومية<sup>1</sup>.

هذه الترتيبات التي تسمح بالحد من تأثير كبار حملة الأسهم (خاصة من المستثمرين المؤسسيين) على قرارات الجمعية العامة للمساهمين، تُبقي الباب مفتوحاً أمام القائمين على وضع وتعديل القوانين الأساسية للشركات، في تحديد عدد (10، 50، 100...) أو نسبة (5%، 15%، 30%...) حقوق التصويت المسموح بها للمساهمين، مهما كانت نسبة مساهماتهم في رأسمال الشركة. كما يمكن أن يكون تسقيف حقوق التصويت في شكل منح حقوق تصويت في شكل متناقص بصورة نسبية (مثلاً: لكل سهم حق تصويت بالنسبة لـ 100 سهم الأولى، بعد ذلك حق تصويت واحد لكل 10 أسهم... إلخ)<sup>2</sup>.

وغالبا ما تستعمل هذه الترتيبات كبديل أو كمكمل للأموال الخاصة الاختيارية التي عادة ما تستخدم كدرع واقٍ في أوقات تعرض الشركة للعروض العامة للشراء وذلك من خلال منحها عادة لمستثمرين أصدقاء<sup>3</sup>. وتمتاز هذه الوسيلة بدرجة عالية من الفعالية، حيث تمنع الأطراف التي تود السيطرة على الشركة من خلال امتلاك حصة أقلية في رأسمالها (20% أو 30%) من تحقيق هدفها وتدفعها - إذا كانت فعلاً تود السيطرة على الشركة - إلى القيام بعرض عام لشراء كل أسهم الشركة. ومن الشركات التي لجأت إلى استخدام هذه التقنية يمكن ذكر كل من شركة دانون Danone التي ينص قانونها الداخلي أنه لا يمكن لأي من المساهمين أن يتجاوز نصيبه 6% من حقوق التصويت العادية و12% من حقوق التصويت المضاعفة<sup>4</sup>، وشركة برنود ريكارد Pernod Ricard التي ينص قانونها الأساسي على ضرورة أن لا يتجاوز الوزن التصويتي لأي مساهم 30%، وذلك مهما تكن نسبة ملكيته في رأس المال<sup>5</sup>.

أما فيما يخص انتشار هذه التقنية ومدى استخدامها من طرف الشركات، فقد أظهرت الدراسات أنها تقنية شائعة في العديد من البلدان الأوروبية مثل: فرنسا، بولونيا، بلجيكا، هولندا وإسبانيا<sup>6</sup>. وعلى

<sup>1</sup> - Pascal QUIRY, Yann LE FUR, «Vernimmen», **Finance d'entreprise**, 5<sup>ème</sup> édition, opt cit, p 816.

<sup>2</sup> - Philippe Desbrières, **ingénierie financière**, op., cit, p 30.

<sup>3</sup> - ibid, p 32.

<sup>4</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur, «Vernimmen», **Finance d'entreprise**, 5<sup>ème</sup> édition, op., cit, p 816.

<sup>5</sup> - Philippe Desbrières, **ingénierie financière**, op., cit., pp 29-30.

<sup>6</sup> - Pascal Quiry, Yann Le Fur, «Vernimmen», **Finance d'entreprise**, 9<sup>ème</sup> édition, op., cit., p 941.

العموم تعتبر الإستراتيجيات الدفاعية المبنية على أساس الخروج عن مبدأ « لكل سهم حق تصويت » أكثر إنتشاراً في بلدان أوروبا القارية أكثر من بلدان الفضاء الأنجلوسكسوني.

هذا وترمي الإستراتيجيات الدفاعية ذات الطابع القانوني الأساسي إلى إحداث حالة من عدم التطابق بين رأس المال المملوك لمساهم ما ووزنه التصويتي، بحيث يؤدي اكتتاب المساهمين المرجعيين في الأسهم بحق التصويت المضاعف و اكتتاب المساهمين الخارجيين في الأسهم الممتازة بدون حق تصويت وشهادات الاستثمار، إلى ترسيخ وضع من انفصال السلطة على الملكية Séparation pouvoir capital، وعادة ما يكون هذا الوضع في خدمة أهداف الحفاظ على السيطرة بأقل قدر من المساهمات في رأس المال، التي يسعى إليها التحالف الحاكم في الشركة.

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أنه من الواضح الإستراتيجيات الدفاعية ذات الطابع القانوني الأساسي، تمس بشكل صريح بمبادئ أساسية راسخة في مجال حوكمة الشركات، قانون الشركات التجارية واللوائح المنظمة لسوق رأس المال، فحصول فئة من المساهمين على أسهم بحق التصويت المضاعف أو المتعدد، في حين يحصل مساهمين آخرين على أسهم بدون حق تصويت أو على شهادات استثمار، تعتبر مساساً صريحاً بمبدأي المعاملة المتكافئة للمساهمين وحماية حقوق أقلية المساهمين. كما أن هذه الترتيبات تؤدي إلى الخروج عن المبدأ التقليدي الراسخ في مجال جغرافية رأسمال الشركات، ألا وهو مبدأ « لكل سهم حق تصويت une action un droit de vote ».

**المبحث السادس: الوسائل الدفاعية المستخدمة في الشركات التي تشكل الدولة فيها مساهم مرجعي.**

بالإضافة إلى الوسائل الدفاعية المذكورة أعلاه والتي تصلح للاستخدام في جميع أنواع الشركات مهما كانت طبيعة الجهة التي تسيطر عليها ( مساهم عائلي، صناعي، مؤسساتي، الدولة... إلخ)، هناك العديد من الوسائل الدفاعية التي يقتصر استخدامها على الشركات التي تمتلك فيها الدولة كتلة رقابة bloc de controle أو تلك التي تنشط في قطاعات إستراتيجية مثل (الطاقة، الدفاع الوطني، الاتصالات، الصحافة... إلخ)، وعلى العموم تتمثل هذه الوسائل فيما يلي:

**المطلب الأول:التنظيمات الخاصة ببعض القطاعات. Les réglementations particulières**

تخضع التغييرات في شكل الملكية في بعض القطاعات، لا سيما في أوروبا، إلى ترتيبات وتنظيمات خاصة تسهر على تطبيقها الدولة أو بعض الهيئات التي تتوب عنها و تمتلك حق النقض ( Veto )، ونذكر منها مايلي:

- 1\_ في مجال الصحافة: السيطرة على الجمعية العمومية لمجلة أو جريدة يومية يجب أن يمر عبر موافقة مجلس الإدارة فيها، إي استبعاد تعرض الشركات العاملة في هذا القطاع لمحاولات السيطرة العدوانية؛
- 2- المؤسسات المالية: تخضع جميع مشاريع العروض العامة لشراء مؤسسة مالية للرقابة المسبقة للجنة مؤسسات القرض ومؤسسات الاستثمار، ونفس الشيء بالنسبة لمؤسسات التأمين، إذ يجب إعلام لجنة رقابة مؤسسات التأمين؛
- 3- النشاطات المرتبطة بالدفاع الوطني: أي تغيير في شكل الملكية في الشركات التي تشتغل في الصناعات الدفاعية أو صناعات مرتبطة بها، يمكن أن يتعرض إلى التجديد من طرف الدولة باسم الأمن الوطني؛
- المطلب الثاني: الأسهم الخصوصية.

في إطار التحكم في الشركات التي تنشط في القطاعات الإستراتيجية (الطاقة مثلاً)، تمتلك الدولة سهم خصوصي، أو كما يسمى في الإنجليزية golden shares، يسمح لها بامتلاك نسبة معينة من رأسمالها (حقوق التصويت فيها). وفي الغالب نجد هذا النوع من الترتيبات القانونية منتشر في شركات قطاع الطاقة في أوروبا ولاسيما في فرنسا، حيث تقضي المادة (67 - 111 L) من قانون الطاقة الفرنسي بأن مساهمة الدولة في شركات قطاع الطاقة لا يجب أن تنزل تحت 70%<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: الصكوك التشاركية والصكوك الملحقمة. Les titres participatifs et les titres subordonnés

تشكل كل من الصكوك التشاركية والصكوك الملحقمة قيم منقولة جديدة تقترب في العديد من الجوانب منها، من الأموال الخاصة، حيث تمتاز بأنه لا يمكن لحملتها المطالبة بقيمتها إلى بعد دفع حقوق باقي الفئات الأخرى. وفي الغالب يهدف إصدار هذا النوع من أشباه رؤوس الأموال الخاصة إلى مايلي<sup>2</sup>:

✓ التقليل من لجوء شركات القطاع العام إلى القرض السندي أو إلى ميزانية الدولة؛

✓ عدم المساس بتحكم الدولة في الشركات التي تمثل مساهماً مرجعياً فيها؛

✓ محاولة تحفيز الإدارات في الشركات المسعرة على رفع أدائها؛

ومنه يعتبر واضحاً أن هذين النوعين من الصكوك التي أنتجتها الهندسة المالية يسمحان لشركات القطاع العام بالحصول على التمويل اللازم دون المساس بمدى تحكم الدولة في هذه الشركات، فعلى سبيل المثال تمتاز الصكوك التشاركية (TP) بخصائص جد ثمينة بالنسبة للشركة المصدرة، حيث أنه لا يحق لحملتها

<sup>1</sup> - Document de référence, Rapport Financier Annuel EDF, p 311.

<sup>2</sup> - Hervé Hutin, opt cit, p 745.

المطالبة باسترداد قيمتها كما لا يمكن لهم التمتع بحقوق التصويت. وفيما يخص الصكوك الملحقة (TS)، فحملتها محرومين من حق التصويت وتسديدها مقرون بضرورة تسديد الشركة للحقوق الأخرى، كما قد يصل ميعاد تسديدها إلى 15 سنة.

#### المطلب الرابع: المقاربة الجزائرية في التحكم في جغرافية رأسمال الشركات.

في الجزائر وبعد سنوات من الانفتاح على رأس المال الأجنبي، الذي صاحب موجه الإصلاحات الاقتصادية والسياسية التي عرفها البلد في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات. وبسبب الممارسات المضرة بالاقتصاد الوطني التي قامت بها شركات أجنبية (تهريب العملة، تحويل مبالغ كبيرة في شكل أرباح وفوائض القيمة... إلخ)\*، وهي ممارسات ما كانت لتحدث في ضل وجود شريك وطني قوي في الشركات المختلطة الجزائرية- الأجنبية، بإمكانه ممارسة نوع من الرقابة (سواء كانت سلبية أو إيجابية) على قرارات الهيئات الاجتماعية لهذه الكيانات المشتركة، بحيث يقوم بالمبادرة بالقرارات التي تخدم الاقتصاد الوطني وفي نفس الوقت يعطل القرارات التي تنعكس سلباً عليه. قامت الحكومة الجزائرية باعتماد القاعدة 49/51 كإطار تنظيمي يسمح لها بالتحكم في هيكل ملكية وجغرافية رأسمال الشركات الجزائرية المختلطة الجزائرية- الأجنبية، بحيث لايسمح بأن تتجاوز مساهمة الشريك (الشركاء) الأجنبي نسبة 49%، وهو ما يجعل منه غير قادر على التحكم الإيجابي\* في القرارات التي تتخذ على مستوى الشركة.

كما قامت الجزائر بتأطير الشراكة بين القطاعين الوطنيين العام والخاص (ppp) من خلال تبني القاعدة 34/66، التي تنص على ضرورة أن لا تتعدى نسبة مساهمة القطاع الوطني الخاص في المؤسسات العمومية 34%.

\* في هذا الصدد يمكن ذكر ماقامت به الشركة المصرية أوراسكوم تيليكوم القابضة (OTH)، التي قامت ببيع مصنع إسمنت بالمسيلة إلى الشركة الفرنسية لافارج Lafarge، هذا المصنع استفاد منه المجمع المصري في إطار معاملة تفضيلية من أجل توسيع استثماراته في الجزائر وليس من أجل إعادة بيعه وتحصيل فوائض قيمة كبيرة على حساب الاقتصاد الوطني (المزيد حول هذا الموضوع أنظر Guira Amor, Ider Mened, « la règle 51/49, géographie de capital des sociétés pétrolière de droit algérien et IDE dans le secteur pétrolier, L'Année de l'Énergie en Algérie, 9<sup>èmes</sup> JOURNEES SCIENTIFIQUES ET TECHNIQUES, 08 au 10 avril 2013, Centre des Conventions d'Oran, Algérie

\* ولكنه يبقى قادر على التحكم السلبي في القرارات (المزيد حول هذا الموضوع أنظر Guira Amor, Djebbar Mahfoud, « augmentation de capital, risque de dilution et ingénierie financière\_ étude comparative », Revue administration et développement pour les recherches et les études, volume (1), N10, décembre 2016, pp 08-23.



## خلاصة الفصل:

الإستراتيجيات الدفاعية العائدة للهندسة المالية، وإن كانت تهدف إلى تحقيق هدف واحد وهو توفير الحماية للتحالف الحاكم في الشركة، وذلك سواء من خلال مقارنة وقائية تمنع تعرض الشركة لمحاولات السيطرة العدوانية، أو من خلال مقارنة علاجية تهدف إلى إفشال هذه المحاولات في حالة وقوعها. فهي ذات طبيعة مختلفة، فمنها ما هو عبارة عن وسائل ذات طابع قانوني أساسي، وما هو مرتبط بالشكل القانوني للشركة، كما يعود بعضها للسياسة المالية المتبعة على مستوى الشركة ومدى ميلها إلى استخدام الصكوك المالية الخيارية، هذا ناهيك عن الوسائل ذات الطابع التعاقدية.

ومما يلفت الانتباه في استخدام هذه الإستراتيجيات هو سياسة التوليف فيما بينها، المتبعة من طرف التحالفات الحاكمة في الشركات، وذلك من أجل الوصول إلى التركيبة المثلى التي تؤدي إلى تخفيض مخاطر التمييع إلى أقل مستوى بأقل قدر من الموارد المالية، حيث أن الجهات القائمة على وضع هذه الإستراتيجيات موضع التنفيذ قد دأبت على استخدام الشكل التنظيمي للشركات القابضة مع سياسة تمليك الأجراء، المزوجة بين الرفع القانوني والرفع المالي في إطار الشركات القابضة، استخدام الوسائل ذات الطابع التعاقدية في الإطار الشكل القانوني لشركة التوصية بالأسهم، هذا فضلاً عن التوليف الواسع الانتشار في استخدام كل من الصكوك المالية بدون حق تصويت وتلك ذات حقوق التصويت المتعددة.

كما يؤدي وضع هذه الإستراتيجيات المبتكرة في الخدمة على مستوى الشركات، إلى خلق وضع جديد يتسم بمخالفة بعض المبادئ والخروج عن مبادئ أخرى على الرغم من أنها تعتبر من المبادئ الراسخة في مجالات قانون الشركات و لوائح الأسواق المالية... إلخ، حيث أدى تبني هذه الإستراتيجيات إلى الخروج عن مبدأ التناسب « لكل سهم حق تصويت » والمساس بكل من مبدأي المعاملة المتكافئة للمساهمين وحماية حقوق الأقلية منهم، اللذان يعتبران من المبادئ الجوهرية التي يناهز بها مفهوم حوكمة الشركات. وعلى هذا الأساس أحيط استخدام هذه الإستراتيجيات بمجموعة من القيود التي تجعل تبنيها لا يتنافى مع متطلبات حوكمة الشركات.

## الفصل الرابع

جغرافية رأس المال و حوكمة الشركات

## تمهيد:

منذ مطلع الألفية زاد الاهتمام بمفهوم الحوكمة، لاسيما بعد الأزمة المالية التي ضربت أسواق الاقتصاديات الناشئة في صيف 1997 والتي تُعزى حسب الكثيرين إلى نقص الشفافية وغياب الحوكمة والكفاءة في هذه الاقتصاديات، لتأتي بعد ذلك موجة الإفلاسات البورصية الكبرى، التي وقعت في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 2001 والتي مست اثنين من كبريات الشركات المسعرة في بورصة نيويورك (WorldCom\*\*، Enron\*). إضافة إلى الدور الذي أصبحت الأسواق المالية تلعبه على مستوى الاقتصاديات من جهة، والخصائص التي تتميز بها الشركات المعاصرة من انفصال الإدارة عن الملكية وسيادة منطق المضاربة على منطق الاستثمار، من جهة أخرى.

ومما زاد الوضع تعقيداً النمو المذهل لقوى العولمة والتي تتلخص في مجملها في إزالة الحواجز أمام تدفق الرأسمال عبر الحدود وكذلك إلغاء القواعد المنظمة لمهنة الوساطة المالية، حيث أصبح متاحاً للجميع القيام بهذه الوظيفة، مما أنتج مناخاً من سيادة منطق السوق وغياب الضوابط وطففت إلى السطح العديد من الفقاعات المالية سرعان ما اختفت مخلفة وراءها العديد من الآثار السلبية على اقتصاديات الدول والاقتصاد العالمي ككل.

ومن هنا بدأ الاهتمام أكثر بمفهوم الحوكمة من خلال محاولة تنظيم وضبط النشاط في أسواق رأس المال ووضع أنظمة أكثر صرامة لحوكمة الأسواق والشركات على حد سواء. و كذلك من خلال إصلاح الأنظمة المحاسبية ومعايير الإفصاح المحاسبي ووضع معايير جديدة، موحدة وتساعد على حوكمة أفضل للشركات والأسواق ومن ثم الاقتصاد.

\* شركة إنرون Enron شركة أمريكية عملاقة تأسست سنة 1985 نتيجة إدماج الشركتين الأمريكيتين Houston Natural Gas و Internorish، كانت مسعرة في بورصة نيويورك للأوراق المالية وتنشط في قطاع توزيع الغاز الطبيعي في الولايات المتحدة الأمريكية، انهارت سنة 2001 في أعقاب اختلاس مالي واسع النطاق وفضيحة محاسبية مدوية. وخلف انهيار هذه الشركة أثار سلبية عديدة لاسيما فيما يخص فقدان المساهمين في الشركة لثرواتهم التي كانت تقدر قبل أشهر من إعلان إفلاسها بـ 68 مليار دولار، وفقدان الأجراء فيها ليس لمناصب عملهم فقط وإنما لمخصصات تقاعدهم التي كانت بدورها مستثمرة في أسهم الشركة (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر: Bertrand Richard, Dominique Miellet, la dynamique du gouvernement d'entreprise, Editions d'Organisation, Paris 2003, pp02-03. \*\* شركة WorldCom شركة أمريكية تنشط في قطاع التكنولوجيات الجديدة للإعلام والاتصال، تم إعلان إفلاسها في سنة 2001، بعدما كانت قيمتها السوقية قبل ذلك بأشهر تصل إلى 120 مليار دولار، وبهذا شكل إفلاسها أكبر قضية إفلاس في التاريخ: (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر (Jonathan Berk, Peter De Marzo, finance d'entreprise, Pearson Education - Paris 2008, pp 932.

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات.

أدى ظهور نظرية الوكالة *théorie d'agence* وما صاحبها من إلقاء الضوء على المشاكل التي تنشأ نتيجة تعارض المصالح بين أعضاء الإدارة في الشركات وبين المساهمين فيها، إلى زيادة الاهتمام و التفكير في ضرورة وجود مجموعة من القوانين واللوائح التي تعمل على حماية حقوق المساهمين والحد من التلاعب المالي والإداري الذي يقوم به أعضاء الإدارة بهدف تعظيم مصالحهم الذاتية على حساب مصلحة المساهمين، وذلك باعتبارهم الجهة المسيطرة على مقدرات الشركة، لاسيما في ظل سيادة خاصة انفصال الإدارة عن الملكية في المؤسسات الكبيرة والشركات المساهمة وتوزيع المستثمرين في الأسواق المالية لمحافظة الاستثمارية<sup>1</sup>.

## المطلب الأول: الجذور التاريخية لحوكمة الشركات.

تعود الجذور التاريخية لحوكمة الشركات إلى البوادر الأولى لظهور حالات انفصال الإدارة عن الملكية، إذ أنه منذ عهد التجارة البرية عن طريق القوافل و التجارة البحرية عن بواسطة تجهيز السفن، ساد الانفصال بين أصحاب حقوق الملكية والمتعاملين بها. حيث أنه وبسبب عوامل طول الوقت المطلوب لإتمام هذه العمليات، ارتفاع المخاطر المرتبطة بها و ضخامة الأموال المسخرة فيها، كان المسؤول عن الشحنة في الغالب لا يملك لا البضاعة المشحونة ولا وسيلة الشحن.

هذا وأدت ممارسة هذان الشكلان من التجارة في الأثناء البعيدة إلى ظهور العديد من الإشكاليات التي ترتبط في مجملها بانفصال الإدارة عن الملكية وتطوير العديد من القواعد والمبادئ في إطار قانون القوافل والقانون التجاري البحري، ومن أحسن الأمثلة على الاهتمام بحوكمة الشركات في ذلك العصر الشركة الإنجليزية للهند الغربية التي تبننت منذ سنة 1915 نظاماً داخلياً مبني على أساس انفصال الإدارة عن الملكية، كمايلي<sup>2</sup>:

- مجلس ملاك يتمتع بصلاحيات إشرافية وتوجيهية؛
- مجلس مديرين يتكون من أعضاء منتخبين من طرف مجلس الملاك ويمارس مهام إدارية تنفيذية؛

<sup>1</sup> - Robert Merton, Zvi Bodie, **Finance**, Pearson Education- paris 2001- pp 11-13 .

<sup>2</sup> - Roland Pérez, **la gouvernance de l'entreprise**, éditions la découverte, Paris 2003, p 10.

كذلك شكلت العلاقة بين أصحاب الأراضي الزراعية من جهة وأصحاب المشاريع الزراعية والأطراف الأخرى، وما نجم عنها من إشكاليات مرتبطة بالحوكمة واقتسام الغلة مجالاً خصباً لتطور القانون الزراعي وقواعد وآليات ممارسة الحوكمة في شركات القطاع الزراعي.

لكن الطفرة النوعية التي عرفتها حوكمة الشركات، كانت مع نهاية القرن الثامن عشر وبداية القرن التاسع عشر وما صاحب هذه الفترة من ثورات صناعية متعاقبة شكلت عاملاً أساسياً في تطور الرأسمالية الغربية وتبلور مبادئها القائمة حتى يومنا هذا. ففي هذه المرحلة زادت حاجة المؤسسات إلى رؤوس الأموال، ولم تكن البنوك وحدها قادرة على تلبية هذه الاحتياجات المتزايدة، بل تطلب الوضع اللجوء إلى البورصات وفتح رأسمال المؤسسات للجمهور، وهو ما ترتب عنه بداية تكريس مبدأ انفصال الإدارة عن الملكية في شركات الأموال وما يتبعه من إشكاليات حوكمة الشركات.

هذا على مستوى واقع الشركات التجارية، أما على المستوى الأكاديمي فيعتبر الاقتصاديان الأمريكيان الشهيران أدولف بارل A.Berle وجارديني مينز G.Means هما أول من أشار سنة 1932 إلى خاصية انفصال الإدارة عن الملكية في الشركات الأمريكية الكبيرة والتي تمتاز بخاصية تشتت الملكية، وهي الخصائص التي جعلت من هذه الشركات أرضاً خصبة لنمو رأسمالية إدارية لا يهتما سوى تحقيق مكاسب شخصية لأعضاء الفرق الإدارية لهذه الشركات، حتى ولو كان ذلك على حساب مصالح المساهمين.

لكن الإطار النظري المتكامل لحوكمة الشركات لم يرى النور إلا مع ظهور نظرية الوكالة من طرف جنسن Djensen و ميكلينج Meckling سنة 1976، حيث اقترحت هذه النظرية مجموعة من الآليات التي تسمح بالتقليل من تكاليف الوكالة الناتجة عن صراع المصالح بين المدراء والمساهمين، والتي يتمثل سببها بالأساس في انفصال الإدارة عن الملكية. وتتمحور هذه الآليات حول كفاءات التحفيز و/أو الرقابة على الإدارات في الشركات من أجل دفعها إلى تحقيق هدف تعظيم ثروة المساهمين الذي أنتدبت من أجله.

المطلب الثاني: مفاهيم حوكمة الشركات.

يعود أصل مفهوم حوكمة الشركات إلى ما أُصطلح عليه بالإنجليزية لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية بـ Corporate Governance، وهو مصطلح تتشابه فيه العديد من الأمور التنظيمية، القانونية، الاقتصادية، المحاسبية والمالية.

**1- تعريف حوكمة الشركات:** قدمت العديد من التعاريف لحوكمة الشركات من طرف مصادر مختلفة، نذكر منها:

✓ تقرير Cadbury، الصادر عام 1992، والذي يصف حوكمة الشركات كمايلي: « يعتمد إقتصاد أي دولة ما على ريادة وكفاءة الشركات، وهكذا فإن الفاعلية التي تؤدي بها مجالس الإدارات لمسؤولياتها تحدد الوضع التنافسي للدولة، وهذا هو جوهر أي نظام لحوكمة الشركات». هذا وقد أختصرت لجنة Cadbury عملية حوكمة الشركات في جملة شهيرة، بسيطة ومحكمة كمايلي: « حوكمة الشركات هو نظام بمقتضاه تدار الشركات وتراقب»<sup>1</sup>.

« Corporate Governance is the System by which Companies are Directed and Controlled »

✓ تعريف مؤسسة التمويل الدولية IFC، تعرف الحوكمة بأنها « هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها»<sup>2</sup>.

✓ تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) « مجموعة قواعد اللعبة التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل وقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين الذين ربما يكونون معزولين تماماً عن إدارة الشركة»<sup>3</sup>. وبالتالي فإن حوكمة الشركات وفقاً لهذا المفهوم، عبارة عن مجموعة من القواعد التي توجه سلوك الشركات وحاملي الأسهم، ومدراء الشركات، وكذلك الإجراءات الحكومية التي ترمي إلى تعزيز فرص تطبيق تلك القواعد.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، « حوكمة الشركات: المفاهيم - المبادئ - التجارب »، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر 2005، ص 09.

<sup>2</sup> مهند محمد العبيني وآخرون، « مدى الاتصال بين التدقيق الخارجي والمكلفين بالحوكمة للحد من الفساد الإداري والمالي»، المؤتمر العلمي المحكم الثالث لكلية إدارة الأعمال، جامعة عجلون الوطنية\_ عجلون \_ الأردن - 18 - 19/11/2014، ص ص 380-412.

<sup>3</sup> ربيحة قوادرية، «أثر رأس المال البشري على حوكمة الشركات»، المؤتمر العلمي المحكم الثالث لكلية إدارة الأعمال، جامعة عجلون الوطنية\_ عجلون \_ الأردن - 18 - 19/11/2014، ص ص 697-714.

✓ وهناك من يعرف حوكمة الشركات بأنها « مجموعة قواعد اللعبة التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين». ويمكن تعريف الحوكمة بأنها «الإجراءات المستخدمة بواسطة ممثلي أصحاب المصلحة في المنظمة ( مثلاً المساهمين...إلخ ) لتوفير إشراف على المخاطر التي تقوم بها الإدارة»<sup>1</sup>. كما يلاحظ أن لفظ الحوكمة مشابه لكلمة الرقابة ( السيطرة ) Controlling، وهو مستمد من الحكومة، وهو ما يعني الانضباط والسيطرة<sup>2</sup>.

## 2- أهداف حوكمة الشركات:

إن حوكمة الشركات تهدف إلى ضبط وتوجيه الممارسات الإدارية، المحاسبية، المالية والفنية واحترام الضوابط والسياسات المرسومة وذلك من خلال<sup>3</sup>:

- ✓ التأكيد على الالتزام باحترام القانون والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي ووجود هياكل إدارية وإشرافية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين مع تكوين لجنة مراجعة من الأعضاء المستقلين (غير التنفيذيين) في مجلس الإدارة، تكون لها مهام واختصاصات وصلاحيات عديدة تمكنها من القيام برقابة تتميز بالحياد والاستقلالية؛
- ✓ تدعيم عنصر الشفافية في كافة معاملات وعمليات الشركة وإجراءات المحاسبة والمراجعة المالية وبالشكل الذي يمكن من ضبط عناصر الفساد؛
- ✓ تحسين كفاءة استخدام موارد الشركة وتعظيم قيمتها بالأسواق والقدرة على جذب مصادر التمويل المحلية والعالمية اللازمة للتوسع والنمو، وذلك من خلال استغلال الثقة التي يخلقها وجود نظام حوكمة جيد، فالشركة أو المؤسسة التي تطبق قواعد الحوكمة ومعاييرها تكون أكثر قدرة على جذب التمويل لما توفره من ثقة، مصداقية وأمان للمستثمرين فيها؛
- ✓ ضمان التعامل بطريقة عادلة بالنسبة لجميع الأطراف ذوي المصلحة في حالة تعرض الشركة للإفلاس؛

<sup>1</sup> - محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد الإداري والمالي، الدار الجامعية - الإسكندرية - 2006 . ص ص 15-16.

<sup>2</sup> - Guy Hermet, Ali Kazancigil, Jean-Francois Paud'homme, la gouvernance : un concept et ces applications, Editinos KARTHALA-paris 2005- p 08.

<sup>3</sup> - ربيحة قوادرية، مرجع سبق ذكره ص ص 697-714.

- ✓ زيادة الثقة في الاقتصاد الوطني، تفعيل وتعميق دور سوق المال في زيادة قدرته على تنمية المدخرات وتحويلها من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات صاحبة العجز، مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات الاستثمار ودعم القدرة التنافسية للاقتصاد؛
  - ✓ الإشراف على مدى اضطلاع الشركة بالمسؤولية الاجتماعية وذلك عن طريق إجراءات مناسبة لنشاطاتها في إطار خدمة البيئة والمجتمع؛
  - ✓ خفض تكلفة تمويل الشركة وضمان إستمراريتها، حيث تساعد الحوكمة على الحد من هروب رأس المال ومكافحة الفساد الإداري والمالي اللذان يقفان عثرة في طريق التنمية؛
  - ✓ تحقيق إمكانية المنافسة في الأجل الطويل والعمل على الابتعاد عن النظرة قصيرة الأجل Courtermisme، وهذا يؤدي إلى خلق حوافز للتطوير وتبني التكنولوجيا، ورفع درجة الوعي عند المستثمرين حتى تتمكن الشركة من الصمود أمام المنافسة القوية؛
- وعلى هذا الأساس تسمح حوكمة الشركات بخلق مناخ الثقة بين المتعاملين في زمن الاختلاسات المالية والفضائح المحاسبية وتحد من وقوع الانهيارات في الأسواق وفقدان الثقة فيها.

### 3- ركائز حوكمة الشركات:

- ترتكز حوكمة الشركات على إختلاف مقارباتها وطرق تطبيقها من دولة إلى أخرى على ثلاث ركائز هي:
- 3-1 السلوك الأخلاقي: أي ضمان الالتزام السلوكي من خلال الالتزام بالأخلاقيات وقواعد السلوك المهني الرشيد والتوازن في تحقيق مصالح كافة الأطراف ذات العلاقة بالشركة parties prenants، والشفافية عند عرض المعلومات المالية.
  - 3-2 تفعيل أدوار أصحاب المصلحة: مثل المساهمين، الهيئات الإشرافية العامة والأطراف المباشرة للإشراف والرقابة والأطراف الأخرى المرتبطة بالشركة.
  - 3-3 إدارة المخاطر: وتتمثل في إدارة مخاطر انحراف الإدارة في الشركات عن القيام بالدور الذي أنتدبت من أجله.



## 4- مبادئ حوكمة الشركات:

يقصد بمبادئ حوكمة الشركات بأنها مجموعة القواعد، النظم والإجراءات التي تحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح مديري الشركة والمساهمين فيها وأصحاب المصالح الأخرى المرتبطة بها. ونظراً للدور المهم تؤديه حوكمة الشركات فقد بدلت المنظمات والهيئات الدولية جهودات حثيثة فيما يتعلق بتطوير مبادئ الحوكمة، وعلى رأس هذه المنظمات نجد منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE)، التي قامت بإصدار مبادئ الحوكمة سنة 1999 وذلك بالتعاون مع صندوق النقد الدولي (FMI) والبنك العالمي (BM)، والتي هدفت منها إلى مساعدة الحكومات والشركات في تعزيز جهودها في تطوير الأطر التشريعية والمؤسسية للحوكمة، وإلى وضع الخطوط الإرشادية للأسواق المالية والمستثمرين والأطراف المعنية. وغطت هذه المبادئ العديد من الجوانب المالية والإدارية، وقد تم تعديل هذه المبادئ وتحديثها عام 2004، لتتناسب ليس فقط مع اقتصاديات الدول المنضوية تحت هذه المنظمة وإنما تتعداها إلى الدول غير الأعضاء ولتشكل لها إطاراً تصورياً من أجل تحسين الأنظمة القانونية والأطر المؤسسية والتنظيمية الخاصة بحوكمة الشركات، وفيما يلي موجز عن هذه المبادئ<sup>1</sup>:

## 4-1- توافر إطار فعال لحوكمة الشركات:

يجب أن يعمل هيكل حوكمة الشركات على رفع مستوى الشفافية وكفاءة الأسواق المالية، وأن يتوافق مع أحكام القانون ويحدد بوضوح تقسيم المسؤوليات بين الهيئات الاجتماعية المختلفة المسؤولة عن الإشراف Supervision، الرقابة Surveillance، الإدارة Administration والإدارة التنفيذية Direction. وهذا يعني تداخل قواعد حوكمة الشركات مع العديد من القوانين، مثل قوانين الشركات، قوانين أسواق المال، قوانين البنوك، وقوانين المحاسبة والتدقيق وغيرها من القوانين والتشريعات التي توضح حقوق المساهمين وواجباتهم مثل حق التصويت وحق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، حيث أنه دون توافر إطار محكم

<sup>1</sup> - وائل محمد جبريل، «الإطار التنظيمي وعلاقته بمدى تطبيق مبادئ الحوكمة بالمصارف التجارية الليبية: دراسة ميدانية على عينة من

العاملين بالمصارف التجارية الليبية العاملة بمدينة درنة»، المؤتمر العلمي المحكم الثالث لكلية إدارة الأعمال، جامعة عجلون الوطنية \_ عجلون \_

الأردن - 18 - 2014/11/19، ص ص 413-475.

ومعايير محددة تسيير آليات وقواعد العمل تبقى حوكمة الشركات مجرد إطار نظري بعيد عن متطلبات التطبيق العملي.

#### 4-2- حفظ حقوق المساهمين:

ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات حماية حقوق المساهمين في كثير من النواحي، وتشمل حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، حق الحصول على المعلومات، حق حصول على توزيعات الأرباح، حق نقل ملكية الأسهم، المشاركة في أرباح الشركة، تدقيق الكشوف المالية للشركة وحق المساهمين في حضور اجتماعات الجمعية العامة.

#### 4-3- المعاملة المتساوية للمساهمين:

يجب أن يكفل إطار حوكمة الشركات أساليب ممارسة سلطات الإدارة في الشركات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين ومن بينهم صغار المساهمين والمساهمين الأجانب، ونعني هنا المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية، والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، وكذلك حمايتهم من أي عمليات سيطرة أو دمج مشكوك فيها، أو من الاتجار في المعلومات الداخلية. كما يجب أن تتاح لكافة المساهمين فرصاً للحصول على تعويض فعلي في حالة انتهاك حقوقهم، وأن يتم محاسبة كل من قام بانتهاك هذه الحقوق أو التلاعب أو خداع المساهمين.

#### 4-4- دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات:

يجب على إطار حوكمة الشركات أن يعترف بحقوق أصحاب المصالح التي ينشئها القانون، أو تنشأ نتيجة الاتفاقيات المتبادلة، وأن يعمل على تشجيع التعاون النشط بين الشركات وأصحاب المصالح في خلق الثروة وتأمين فرص العمل وتحقيق الاستدامة للمؤسسات القائمة على أسس مالية سليمة. فوفقاً لـ Zingales، فإن الأشكال المختلفة للعقود بين الشركة من جهة والأطراف ذوي العلاقة من جهة أخرى، بمثابة حجر الأساس لتنظيم العلاقات التعاقدية بالقدر الذي يعمل على ضمان حقوق الطرفين. ويتمثل دور أصحاب المصالح في التأكد من أن أساليب ممارسة سلطات الإدارة بالشركة تشمل احترام حقوقهم القانونية، التعويض عن كل انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة، وحصولهم على المعلومات المطلوبة. ويقصد هنا بأصحاب المصالح كل الأطراف ذوي العلاقة

بنشاط المؤسسة \_ سواء كانوا داخليين أو خارجيين\_ مثل البنوك، حملة السندات، الموردين، العملاء و العمال.

#### 4-5- الإفصاح والشفافية:

وتتناول الإفصاح عن المعلومات الهامة ودور مدقق الحسابات والإفصاح عن هوية كبار المساهمين، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين. ويتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة وشفافة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب ودون تأخير.

#### 4-6- مسؤوليات مجلس الإدارة:

يجب أن يتيح إطار حوكمة الشركات الخطوط الإرشادية والإستراتيجية كما يجب أن يكفل المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من طرف مجلس الإدارة وأن يضمن مساءلة مجلس الإدارة من قبل الشركة والمساهمين. وهناك العديد من الدراسات التي اهتمت بالعلاقة بين الحوكمة من خلال مجلس الإدارة والأداء الناجح، حيث وجدت أن الشركات التي تتمتع بمجالس إدارة نشطة ومستقلة هي التي حققت الأداء الأعلى.

#### 4-7- المسؤولية الاجتماعية:

يعني أن تكون للمؤسسة رسالة أخلاقية يجب أن تؤديها في المجتمع الذي تشتغل بمقدراته، وأن تعترف الإدارة في الشركة بأن عليها واجبات تجاه البيئة والمجتمع وذلك من خلال تجاوز النظرة النيوكلاسيكية التي ترى أن الدور الوحيد المنوط بالمؤسسة هو استخدام الموارد بأكبر كفاءة ممكنة ومن تم تحقيق أحسن النتائج ودفع ضرائب أعلى، و التضحية بجزء من أرباحها لتوفير العديد من المتطلبات للمجتمع من قبيل الرعاية الصحية لمستخدميها، حماية البيئة، تقديم خدمات ذات جودة عالية للعملاء والمساهمة في تهيئة الإقليم الذي تعمل فيه.

#### 5- خصائص حوكمة الشركات:

على العموم تتمثل خصائص حوكمة الشركات في مجموعة من الصفات الواجب توفرها في أنظمة الإدارة والرقابة في الشركة وكذلك في نشاطها وهي كمايلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 23.

- 5-1- الانضباط: **Discipline** أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح؛
- 5-2- الشفافية: **Transparency**، أي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث؛
- 5-3- الاستقلالية: **Independence** ، أي لا توجد تأثيرات غير لازمة نتيجة ضغوط؛
- 5-4- المساءلة: **Accountability**، إمكانية تقييم وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية ( مجلس المديرية)؛
- 5-5- المسؤولية: **Responsibility** ، المسؤولية أمام جميع الأطراف ذات العلاقة بالشركة؛
- 5-6- العدالة: **Faimess** ، أي وجوب إحترام حقوق مختلف المجموعات أصحاب المصلحة في الشركة؛
- 5-7- المسؤولية الاجتماعية: **Social Responsibility** ، النظر إلى الشركة كمواطن جيد؛
- 6- الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات:

هناك أربع أطراف رئيسية تتأثر وتتوثر في التطبيق السليم لقواعد و ميكانيزمات حوكمة الشركات، وتحدد بدرجة كبيرة مدى النجاح أو الفشل في تطبيق هذه القواعد، وتتمثل هذه الأطراف في<sup>1</sup>:

- 6-1- المساهمين **Shareholders**: وهم أصحاب المصلحة الرئيسية في الشركة من خلال تقديمهم لرأسمالها، مقابل امتلاكهم لأسهمها، التي تمنحهم الحق في الحصول على الأرباح الموزعة، حقوق التصويت و المعلومات الخاصة بها، كما لهم الحق في اختيار كل أو أغلبية أعضاء مجلس الإدارة فيها.
- 6-2- مجلس الإدارة **Conseil d'Administration**: وهو عبارة عن هيئة رقابية تتكون من أعضاء يختارون من طرف المساهمين والأطراف ذوي العلاقة الآخرون، ومجلس الإدارة يقوم باختيار المديرين التنفيذيين الذين توكل لهم مهمة الإدارة التنفيذية لأعمال الشركة، في حين يتكفل هو بوظيفتي الرقابة والإشراف على عمل الإدارة التنفيذية، من خلال رسم السياسات العامة للشركة وضمان احترام حقوق المساهمين والأطراف الأخرى.

- 6-3- الإدارة التنفيذية **Direction**: وهي المسؤولة عن الإدارة الفعلية للشركة وتقديم التقارير الخاصة بالأداء إلى مجلس الإدارة، وتعتبر إدارة الشركة هي المسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها،

<sup>1</sup> - محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 17-18.

بالإضافة إلى مسؤوليتها في إعلام المساهمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة بالمعلومات التي تخص الشركة من خلال الإفصاح بصورة وافية وعادلة عن حقيقة ما يحدث في الشركة.

**4-6- أصحاب المصالح parties prenantes:** وهم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة مثل الدائنين، الموردين، الزبائن، الدولة، مصلحة الضرائب والجمهور.

#### 7- محددات حوكمة الشركات:

يتطلب تطبيق حوكمة الشركات ضرورة توفر مجموعة من المحددات تضمن التطبيق السليم والصارم لمبادئ الحوكمة، والتي يمكن تبويبها إلى مستويين، مستوى جزئي داخلي ومستوى كلي خارجي، وذلك كما يلي<sup>1</sup>:

#### 7-1- المحددات الخارجية:

تشير المحددات الخارجية إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة ويشمل القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي الذي تعمل في إطاره الشركات، وقد يختلف من دولة إلى أخرى باختلاف أساليب تمويل الاقتصاد وأنماط حوكمته، وهي عبارة عن:

- ✓ القوانين واللوائح التي تنظم العمل بالأسواق، مثل قوانين الشركات، قوانين سوق المال، القوانين المتعلقة بالإفلاس، المنافسة ومنع الاحتكار؛
- ✓ وجود نظام مالي جيد، يضمن توافر التمويل اللازم للمؤسسات بالشكل والقدر المناسب الذي يشجعها على التوسع والنمو؛
- ✓ كفاءة الهيئات والأجهزة الرقابية، مثل هيئات الرقابة على سوق المال، وذلك من خلال إحكام الرقابة على الشركات والتحقق من دقة، سلامة وموثوقية البيانات والمعلومات التي تنشرها وأيضاً لوضع العقوبات والسهر على تطبيقها في حالة عدم التزام الشركات؛
- ✓ المنظمات غير الحكومية ودورها في وضع المعايير والقواعد السلوكية وضمن التزام أعضائها بالمعايير المهنية، الأخلاقية والسلوكية، التي تضمن خلق الثقة وعمل الأسواق بكفاءة، وتشمل

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 23.

هذه المؤسسات، المنظمات المهنية للمحاسبين والمدققين، نقابات المحامين بالإضافة إلى مؤسسات التصنيف الائتماني والاستشارات المالية؛

**7-2- المحددات الداخلية:** وتشتمل القواعد والأساليب التي تطبق داخل الشركات، وتتضمن وضع هياكل إدارية سليمة توضح كيفية اتخاذ القرارات داخل الشركة وتوزيع مناسب للسلطات والواجبات بين الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم مثل مجلس الإدارة، الإدارة التنفيذية، المساهمين وأصحاب المصالح، وذلك بالشكل الذي يؤدي إلى عدم وجود تعارض في المصالح بين هذه الأطراف بل يؤدي إلى تحقيق مصالح المستثمرين في المدى الطويل.

**المطلب الثالث: نماذج حوكمة الشركات.**

هناك العديد من تجارب الدول في حوكمة وإدارة الشركات، تختلف من دولة إلى أخرى باختلاف الثقافة التنظيمية السائدة في الشركات، التشريعات والتنظيمات المعمول بها وطبيعة سوق رأس المال ودرجة تأثيره في المشهد الاقتصادي للبلد. وهنا نقوم بإستعراض العديد من نماذج حوكمة الشركات في العديد من الدول:

**1- النموذج الأمريكي لحوكمة الشركات:**

يمكن النظر إلى التجربة الأمريكية في مجال حوكمة الشركات على أساس مرحلتين، مرحلة ما قبل سنة 2001 ( أي قبل ظهور فضائح الاختلاسات المالية الكبرى « السرقات البورصية الكبرى » Scandales Boursières ، حيث كان منطوق سوق رأس المال هو السائد، مما كرس الابتعاد عن السلوك الأخلاقي الرشيد للكثير من الفرق الإدارية في الشركات من خلال الصراع الكبير حول المصالح، حيث تميز عقد التسعينيات من القرن الماضي وبداية القرن الجديد بمايلي<sup>1</sup>:

✓ قيام الشركات بربط حوافز الإدارة بقيمة الأسهم من خلال منح مجلس الإدارة والتنفيذية حوافزها في صورة أسهم وخيارات الأسهم Stock Option، يمكن ممارستها على الفور أو لاحقاً. ولذلك أصبح الشغل الشاغل للإدارة هو محاولة رفع القيمة السوقية للسهم، ثارة بعمليات حقيقية وتارة أخرى عن طريق عمليات صورية ( الغش والتلاعب في التقارير المالية لاسيما من خلال

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص 04.

إستخدام الخيارات المتاحة للمحاسبين بسبب المرونة الممنوحة في الاختيار بين السياسات المحاسبية البديلة).

✓ زيادة قيمة أتعاب الخدمات الاستشارية التي يتقاضاها المدقق الخارجي ووصولها إلى نحو ثلاثة مرات أتعاب التدقيق القانوني في بعض الحالات وهو الأمر الذي أدى في كثير من الحالات إلى سكوت المراجع ( المدقق ) وعدم إثارة مشاكل مع الإدارة حتى لا يتم إسناد هذه الخدمات إلى جهات أخرى ( مثلاً: تواطؤ مكتب دراسات التدقيق Arthur Anderson مع الإدارة في شركة إنرون ENRON).

كل هذه العوامل وعوامل أخرى من قبيل المساءلة المحدودة وغياب الكفاءة العالية، أدت إلى تكريس نظام حوكمة جعل مديري الشركات خاضعين للمحاسبة بدرجة أكبر من جانب المساهمين دون بقية الأطراف الأخرى ذات العلاقة، وبالتالي جعل منهم سريعي الإستجابة للسوق بدرجة كبيرة بما تحمله هذه الخاصية من مزايا تتمثل في بدل أقصى الجهود لرفع القيمة السوقية للأسهم العادية وعيوب تتجسد في محاولة رفع القيمة السوقية للسهم من خلال عمليات صورية باستعمال الغش، التلاعب والتضليل.

أما بعد صدور قانون ساربان أوكسلي Sarbanes Oxley Act سنة 2002، وهو عبارة عن قانون لحوكمة الشركات تبنته الولايات المتحدة الأمريكية بعد الفضائح المدوية لكل من (World Com, ENRON. ...ect) ، وهذا القانون يحتم على جميع الشركات المسعرة في البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية- سواء كانت أمريكية أو غير أمريكية\* - تقديم حسابات تحمل شهادة شخصية من المسيرين إلى اللجنة الأمريكية للرقابة على عمليات البورصة (SEC). وكذلك وفقاً لهذا القانون أصبح المدراء يتحملون مسئولية جزائية عن الحسابات التي تنشرها الشركة، كما يضمن هذا القانون أيضاً إستقلالية المدققين في مواجهة الضغوطات التي يمكن أن يمارسها عليهم المديرين التنفيذيين في الشركات.

\* يقبل التشريع الأمريكي بتسعير الشركات غير الأمريكية التي تلتزم بالمعايير واللوائح الأمريكية المنظمة لسوق رأس المال وقواعد الإفصاح المالي والمحاسبي المتعارف عليها في هذا البلد، في البورصات الأمريكية، وعلى سبيل المثال هناك حوالي 5000 شركة مسعرة في بورصة نيويورك للأوراق المالي، 1300 منها غير أمريكية (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر Finance d'entreprise, Pascal Quiry, Yan Le Fur, 5<sup>ème</sup> édition, op., cit «Vernimmen»).

كما يجب الإشارة إلى أن هذا القانون جاء بناء على تقرير القاضي الفدرالي Breeden Richard القاضي الذي تكفل في الولايات المتحدة الأمريكية بمتابعة ملف الإفلاس الاحتياالي لشركة World Com، وشغل قبل ذلك منصب رئيس لجنة مراقبة عمليات البورصة الأمريكية (SEC). وبناء على إطلاعه على حيثيات قضية الإفلاس الخاصة بشركة World Com ومعرفته الواسعة بميدان عمليات البورصة قام بإعداد تقرير من 149 صفحة تم نشره في ماي 2003، ويتضمن هذا التقرير 78 توصية، وبهذا أصبح هذا التقرير قاعدة لإصلاح نظام حوكمة الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية، وأصبحت التوصيات والإقتراحات التي قدمت في هذا التقرير تطبق من طرف كبريات الشركات والمؤسسات المتوسطة في الولايات المتحدة والعالم، وتهدف هذه التوصيات إلى تفعيل حوكمة الشركات خاصة من خلال ضمان الإستقلالية التامة بين أعضاء مجلس الإدارة وأعضاء مجلس المديرية في الشركة، ونذكر من هذه التوصيات مايلي<sup>1</sup>:

- ✓ منع الجمع بين وظيفتي المدير التنفيذي الرئيسي CEO ورئيس مجلس الإدارة؛
- ✓ وضع سقف للأجور ( الحوافز) الممنوحة لأعضاء مجلس الإدارة مثلاً في MCI ( الاسم الجديد لشركة World Com سابقاً) \$35000 - \$150000 أمريكي مع وجوب تخصيص 25% من مداخيل أعضاء مجلس الإدارة لشراء أسهم المؤسسة التي هم أعضاء في مجلس إدارتها؛
- ✓ منع أعضاء مجلس الإدارة من العضوية في مجلس إدارتين شركتين مسعرتين في البورصة؛
- ✓ التزام مجلس الإدارة بالاجتماع على الأقل 08 مرات في السنة؛
- ✓ التزام أعضاء مجلس الإدارة بزيارة مواقع، مصانع ومنشآت المؤسسة؛
- ✓ إلزام أعضاء مجلس الإدارة بتلقي كل سنة تكوين خاص من أجل فهمهم الجيد للمؤسسة والقطاع الذي تعمل فيه؛
- ✓ منع عضو مجلس الإدارة من الحفاظ على منصبه لمدة أكثر من 10 سنوات؛

1- طارق عيد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-21.



✓ إلزام الشركات بتعويض عضو مجلس إدارة واحد كل سنة، من أجل تجنب دخول المجلس في السلبية بسبب نسج الأعضاء فيه لعلاقات صداقة ومصالح فيما بينهم أو مع أعضاء مجلس المديرية مما يضر بالدور الرقابي للمجلس؛

✓ منع منح أجور المديرين Les Dirigeants في شكل خيارات شراء الأسهم Stock Option

✓ وضع سقف لأجور المديرين، وهذا السقف لا يمكن تجاوزه إلا من خلال التصويت من طرف المساهمين، ويكون تجاوز هذا السقف بصفة مناسبة فقط ( بالنسبة لـ MCI \$ 10.000.000 للرئيس التنفيذي Chairman و \$ 5.000.000 للمدراء التنفيذيين الرئيسيين )؛

✓ تقوية وتدعيم الديمقراطية المباشرة الممنوحة للمساهمين في القاعدة ( في MCI : تم ذلك من خلال إنشاء موقع أنترنات مخصص للمساهمين الذين يرغبون في إعلام أعضاء مجلس الإدارة والمساهمين الآخرين بإنشغلاتهم، مع إقرار إمكانية التصويت على بعض القرارات من طرف المساهمين دون المرور على الجمعية العمومية؛

✓ تأسيس علاقات (روابط) تتركز على تقارب المصالح بين المساهمين والأجراء؛

## 2- نموذج المملكة المتحدة لحوكمة الشركات:

يتمثل إطار حوكمة الشركات في المملكة المتحدة في العديد من المبادئ التي نص عليها كل من تقرير Cadbury وتقارير اللجان الأخرى مثل مجموعات عمل Nolan، Rutteman ، Greenbury، نذكر منها مايلي<sup>1</sup>:

✓ ينبغي على مجلس الإدارة أن يجتمع بانتظام وأن يحافظ بصفة دائمة على رقابة فعالة على الشركة و أن يتابع أعمال الإدارة التنفيذية؛

✓ لا بد من وجود تقسيم واضح ومقبول للمسئوليات بما يضمن توازي القوى والسلطة، وذلك حتى لا ينفرد شخص واحد بالسلطة في اتخاذ القرار؛

<sup>1</sup> - Gérard Charreaux, «Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise», op., cit, pp 141-164.

- ✓ يجب أن يضم مجلس الإدارة أعضاء غير تنفيذيين بشكل كافي بالمقارنة مع عدد الأعضاء التنفيذيين بشكل يجعل لأرائهم وأصواتهم وزن مهم في مداوات مجلس الإدارة؛
- ✓ لا بد أن يكون لمجلس الإدارة جدولاً رسمياً للمسائل المخصصة له بصفة خاصة لإتخاذ القرارات ولضمان أن توجهات رقابة الشركة في يده بشكل مؤكد؛
- ✓ لا بد من وجود إجراء متفق عليه بالنسبة لأعضاء المجلس في تقرير واجباتهم للحصول على مشورة مهنية مستقلة عند الضرورة على حساب الشركة؛
- ✓ ينبغي أن يكون لأعضاء لجنة المراجعة (من غير الادارة التنفيذية) حكم مستقل مسموع حول المسائل الخاصة بالإستراتيجية، الأداء و الموارد، بما في ذلك التعيينات الأساسية و معايير السلوك؛
- ✓ يجب أن يكون أعضاء لجنة المراجعة مستقلين عن الإدارة و أن لا يكون لأعضاء هذه اللجنة أي أعمال أو ارتباطات أخرى تؤثر جوهريا على طبيعة عملهم الرقابي أو تتنافى مع ممارسة عملهم بكل استقلالية ونزاهة؛
- ✓ يجب أن يتم تعيين أعضاء لجنة المراقبة لمدة معينة ولا يكون إعادة تعيينهم تلقائياً؛
- ✓ يجب اختيار لجنة المراقبة من خلال عملية رسمية وهذه العملية وما يتعلق بها من تعيينات يجب أن تكون أمراً معروضاً على المجلس ككل.
- ✓ يجب أن لا تتجاوز عقود خدمة المديرين ثلاث سنوات وفي حالة العكس يجب الحصول على موافقة الجمعية العمومية للمساهمين؛
- ✓ يجب الإفصاح الكامل عن كل ما يتقاضاه أعضاء ورئيس مجلس الإدارة؛
- ✓ الحوافز المدفوعة للمديرين التنفيذيين يجب أن تخضع لتوصيات لجنة الأجور المكونة كلها أو بصفة رئيسية من أعضاء لجنة المراجعة؛
- ✓ يقع على عاتق مجلس الادارة تقديم تقديرا متوازنا ومفهوما لوضع الشركة؛
- ✓ لا بد أن يضمن المجلس المحافظة على علاقة موضوعية و مهنية مع المدققين؛
- ✓ على المجلس أن يضمن وجود لجنة مراجعة تتكون من ثلاث أعضاء على الأقل، مع وضع أحكام مكتوبة كمرجعية تتناول بوضوح سلطاتهم وواجباتهم؛

- ✓ ينبغي على الأعضاء أن يوضحوا مسؤولياتهم عن إعداد التقارير المالية في الشركة؛
- ✓ يجب على المديرين وضع تقرير عن مدى فاعلية نظام الرقابة المالية المتبع في الشركة؛
- ✓ على أعضاء مجلس الإدارة تقديم تقرير عن مدى استمرارية نشاط الشركة و المخاطر وحالات عدم الأكادة التي يمكن أن يواجهها هذا النشاط؛

### 3- النموذج الكندي في حوكمة الشركات :

تم وضع إطار لحوكمة الشركات في كندا من خلال ترتيبات التي جاء بها تقرير Dey الصادر في سنة 1994 وظهرت نسخة معدلة لهذا التقرير في 2001 ، فالى جانب التوافق و الالتزام، فإنه تم الاهتمام بثقافة الحوكمة من جانب المعهد الكندي للمحاسبين للقانونيين و بورصة تورنتو للأوراق المالية، و قد ركز هذا التقرير على مسائل عديدة نذكر منها<sup>1</sup> :

✓ ما هي الإجراءات التي يجب اتخاذها لتقوية سلطات مجلس الادارة وقدراته على الالتزام بعلاقة بناءة مع الإدارة التنفيذية، وهذا الأمر يقوم على الفهم المشترك لدور كل منهما وقدرة المجلس على العمل في استقلالية للوفاء بمسؤولياته؛

✓ الدور الحاسم الذي لا بد أن يلعبه المجلس في مراقبة أعمال المديرين التنفيذيين ومدى التزامهم بتحقيق الأهداف المطلوبة؛

✓ كفاءات تدعيم دور الأعضاء المستقلين ( الأعضاء غير التنفيذيين ) وضمان تواجدهم وبقوة في الشركات التي تضم مساهمين هامين؛

### 4- النموذج الفرنسي لحوكمة الشركات:

يكتسي نظام حوكمة الشركات في فرنسا طابعاً خاصاً، حيث يقع في وسط المسافة بين النموذج الألماني والنموذج الأنجلوسكسوني، فترتيبات قانون 1966 والتعديلات التي طرأت عليها بموجب قانون التنظيمات الاقتصادية الجديدة (NRE) الصادر في 15 ماي 2001، جعلت النموذج الفرنسي يأخذ عن كلا النموذجين. ومن أهم مظاهر هذه التوأمة بين النموذجين هو اعتراف النظام القانوني الفرنسي بنوعين من هياكل مجلس الإدارة في الشركات الخاضعة للقانون الفرنسي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>2</sup> - Bertrand Richard, Dominique Miellet, op. cit., p 9.

- ✓ البنية الأحادية La structure moniste لمجلس الإدارة حيث تدار الشركة وتراقب من طرف مجلس إدارة واحد يتضمن نوعين من الأعضاء (تنفيذيين وغير تنفيذيين)، وهنا أخذ النظام الفرنسي من النموذج الأنجلوسكسوني؛
- ✓ البنية الثنائية La structure dualiste لمجلس الإدارة، حيث تراقب الشركة من طرف مجلس مراقبة Conseil de Surveillance وتدار من طرف مجلس مديرية Directoire، وهي بنية مستوحاة من النموذج الألماني لحوكمة الشركات؛
- هذا وانصبت توصيات اللجان (Venot1, Venot1...) التي شكّلت من أجل إصلاح نظام حوكمة الشركات في فرنسا على مايلي<sup>1</sup>:
- ✓ التوضيح الدقيق لمهام وأدوار مجلس الإدارة في الشركات؛
- ✓ الحد من عدد عهديات أعضاء مجلس الإدارة في الشركات؛
- ✓ إدخال أعضاء مستقلين في مجلس إدارة؛
- ✓ تكوين لجان في إطار مجلس الإدارة (لجنة التدقيق، لجنة المكافآت و لجنة التعيينات)؛
- ✓ ضرورة تحرير ميثاق لعضو مجلس الإدارة يحدد حقوقه وواجباته؛
- ✓ إمكانية الفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير العام؛
- ✓ ضرورة الإفصاح عن المكافآت التي يحصل عليها أعضاء الإدارة؛
- من الواضح أن نظام حوكمة الشركات يمكن النظر إليه على أنه مجموعة الآليات والإجراءات التي تؤطر قرارات خلق وتوزيع الثروة في الشركة، وهو يختص بالمجالات الأربعة التالية: حقوق المساهمين، شفافية المعلومات، الهيئات الإدارية والرقابية وتأطير عملية منح الأجور الحوافز في الشركة. وعلى هذا الأساس يمكن القول أن نظام حوكمة الشركة يمكن أن يختلف حسب الشركة، هيكل ملكيتها وجنسيته، بحيث يأخذ نظام الحوكمة المتبع في شركة ما خصوصياته من واقع هذه الأخيرة فيما يتعلق بعوامل عديدة.

<sup>1</sup> - Bertrand Richard, Dominique Miellet, op., cit, pp. 11-15.

### المبحث الثاني: آليات حوكمة الشركات.

بسبب الطبيعة المتعددة الأبعاد لحوكمة الشركات، هناك آليات عديدة ذات طبيعة مختلفة يؤدي وضعها في الخدمة إلى تحقيق حوكمة أفضل للشركات، إذ هناك من هذه الآليات ما هو ذو طابع جزئي مرتبط بالترتيبات الداخلية للشركة، وما هو ذو طابع كلي متعلق بقوى تنشيط على مستوى الاقتصاد ككل. وعلى هذا الأساس يتم تقسيم هذه الآليات كمايلي:

#### المطلب الأول: الآليات الداخلية لحوكمة الشركات:

تتصب الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على أنشطة وفعاليات الشركة و الترتيبات التنظيمية السائدة على مستواها، وكذا على اتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف الشركة، ويدخل ضمن هذا الصنف من الآليات مايلي:

#### 1- مجلس الإدارة: Conseil d'administration

على الرغم من اختلاف الشركات على العديد من الأصعدة (الملكية، الحجم، تعداد العمال، طبيعة النشاط... إلخ)، إلا أن العامل المشترك بينها هو وجود مجلس الإدارة في قمة هرم السلطة على مستوى هذه الشركات، فيا ترى ماهية هذا المجلس؟ ماهو دوره؟ ماهي تركيبته؟ ماهو الحجم الملائم له وما أثره على أداء الشركة؟

#### 1-1- مفهوم مجلس الإدارة:

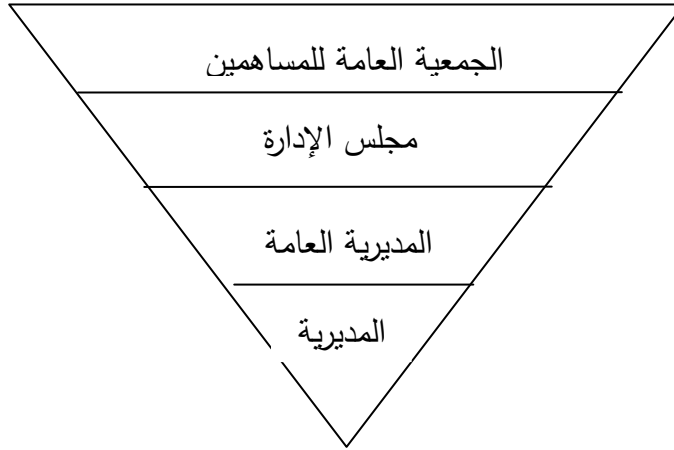
يعتبر مجلس الإدارة في الشركة واحداً من الهيئات الاجتماعية organes sociaux الثلاث، إلى جانب كل من الجمعية العامة للمساهمين والإدارة التنفيذية، التي تشرف على الشركة وتتحكم فيها. وهو عبارة عن هيئة للتداول في المسائل المتعلقة بالإشراف والرقابة على إدارة الشركة. يضم مجموعة من الأشخاص الطبيعيين والمعنويين يتم انتخابهم من طرف الجمعية العامة للمساهمين\*، وفي الحالة التي يكون فيها العضو عبارة عن شخصية معنوية يقوم هذا الأخير بتعيين شخص طبيعي لكي يمثله في اجتماعات المجلس.

\* في ألمانيا نصف أعضاء مجلس المراقبة Conseil de Surveillance، يتم انتخابهم من طرف الشركاء الاجتماعيين في الشركة (الأجراء، المسيرين والنقابات) (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر (Richard Breal, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p. 1018).

وفي الواقع العملي يسود شكلين من مجالس الإدارات في الشركات، حيث يتم التمييز بين النموذج دو البنية الأحادية structure moniste لمجلس الإدارة، الذي تنطوي على مجلس إدارة يتكون من أعضاء تنفيذيين (غير مستقلين) وأعضاء غير تنفيذيين (مستقلين)، والنموذج دو البنية الثنائية structure dualiste، الذي يتكون من طبقتين و يسمح بالفصل التام بين سلطات الإدارة التنفيذية الممثلة في مجلس المديرية Directoire وسلطات الإشراف والرقابة التي تسند في إطار هذا النموذج إلى مجلس المراقبة .Conseil de surveillance

هذا ويمتلك مجلس الإدارة في العديد من الأنظمة القانونية، سلطات واسعة من أجل التحرك باسم الشركة في جميع الظروف و الحالات، حيث أنه فضلاً عن كونه الهيئة الاجتماعية التي تسهر على حماية حقوق المساهمين و/ أو الأطراف ذوي العلاقة بالشركة\*، يقع في المرتبة الثانية في قمة هرم السلطة فيها، فحسب الشكل الموضح أسفله يأتي تصنيف مجلس الإدارة في الشركة على أساس السلطات المخولة له في الإشراف والرقابة، في المرتبة الثانية بعد الجمعية العامة للمساهمين، متبوعاً بالإدارة التنفيذية.

الشكل رقم (4-1): مكانة مجلس الإدارة ضمن هرم السلطة في شركة المساهمة.



المصدر: Bertrand Richard, Dominique Miellet, la dynamique du gouvernement d'entreprise, Editions d'Organisation, Paris 2003, p 57

\* هناك خلافات كبيرة بين المختصين في مجال حوكمة الشركات ودور مجالس الإدارات فيها، بين من يرى أن مجلس الإدارة يمثل فقط المساهمين في الشركة ويسهر على حماية حقوقهم فيها، ومن يعتقد أن مجلس الإدارة يجب أن يضمن حماية جميع حقوق ومصالح الأطراف ذات العلاقة بالشركة (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر، Richard Breal, Stewart Myers, Franklin Allen, opt cit, p. 1018)

. وفيما يخص كفاءات عمل مجلس الإدارة في الشركات، فهو يمارس دوره من خلال اللجان التي تُشكل من أعضائه وتُمارس مهامها في دراسة وتحضير المواضيع التي يتداول فيها ويصادق عليها، وهي بذلك لا تملك أي صلاحية لأخذ القرار محله.

### 1-2- مسؤوليات مجلس الإدارة:

يجب أن يتيح إطار ممارسة الحوكمة الخطوط الإرشادية الإستراتيجية لتوجيه الشركات، كما يهدف إلى تحقيق المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية ومساءلتها من قبل مجلس الإدارة وأن يضمن هذا الإطار، مساءلة مجلس الإدارة من قبل المؤسسين والمساهمين . كذلك يجب أن يعمل أعضاء مجلس الإدارة على أساس توفر كل المعلومات وكذا على أساس توفر النية الحسنة وسلامة القواعد المطبقة، كما يناط به أن يعمل على تحقيق مصالح الشركة والمساهمين ويسهر على حماية حقوق المساهمين و المعاملة المتكافئة لمختلف فئاتهم، وذلك في ضل التوافق مع القوانين السارية واحترام حقوق جميع الأطراف ذوي العلاقة. وعلى هذا الأساس يقوم مجلس الإدارة في الشركة بمجموعة من الوظائف كمايلي<sup>1</sup>:

- مراجعة وتوجيه إستراتيجية المؤسسة، خطط العمل وسياسة المخاطر، الموازنات السنوية، خطط النشاط، وضع الأهداف ومتابعة تنفيذها، كما يتولى الإشراف على الإنفاق الرأسمالي وعلى عمليات الاندماج والاستحواذ وبيع الأصول؛
- اختيار المسؤولين التنفيذيين الرئيسيين وتقرير الأجور والمزايا الممنوحة لهم ومتابعة إحلالهم حينما يتطلب الأمر ذلك؛
- مراجعة مستويات مرتبات ومزايا المدراء التنفيذيين وضمان الطابع الرسمي لها، وتوفير الشفافية لعملية ترشيح المدراء التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة؛
- متابعة وإدارة تعارض المصالح المختلفة بين الإدارة التنفيذية، مجلس الإدارة والمساهمين، لاسيما فيما يخص إساءة استخدام أصول وإجراء تعاملات مع أطراف ذات صلة؛

<sup>1</sup>- موفق البياي، « فصل السلطات وصلاحيات مجلس الإدارة والشركات العالمية »، بحوث وأوراق عمل مؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية، ماي 2007، ص ص 155-157.

- ضمان سلامة التقارير المحاسبية والمالية للشركة خاصة من خلال ضمان استقلالية المدقق القانوني،
  - إيجاد نظم الرقابة الملائمة ونظم متابعة المخاطر والإشراف عليها، الرقابة المالية والالتزام بأحكام القوانين؛
  - متابعة فعالية أساليب ممارسة الحوكمة التي يعمل المجلس في ظلها وإجراء التغييرات المطلوبة إذا تطلب الأمر ذلك؛
  - الإشراف على عملية الإفصاح والاتصال المالي؛
  - يجب أن يتمكن مجلس الإدارة من التقييم الموضوعي لشؤون الشركة، وأن يقوم بذلك -بصفة خاصة - على نحو مستقل عن الإدارة التنفيذية؛
  - يتعين أن ينظر مجلس الإدارة في تعيين عدد كاف من الأعضاء غير التنفيذيين (المستقلين) الذين يتصفون بالقدرة على التقييم المستقل للإعمال حينما تكون هناك إمكانية لتعارض المصالح، ومن أمثلة تلك المسؤوليات الرئيسية: التقارير المالية، ترشيح المسؤولين التنفيذيين، وتقرير مكافآت أعضاء مجلس الإدارة؛
  - يجب أن يخصص أعضاء الإدارة وقتاً كافياً لمباشرة مهامهم؛
- كما تجدر الإشارة إلى أنه، حتى يضطلع مجلس الإدارة بهذه المسؤوليات ويقوم بهذه الوظائف، يجب أن تتوفر له المعلومات الكافية حول أنشطة الشركة، وهذا أمر من الصعب تحقيقه، لاسيما في ظل سعي بعض الإدارات التنفيذية في الشركات إلى حجب المعلومات عن الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة. كما أنه وحتى في حالة حصول هؤلاء الأعضاء على هذه المعلومات فمن الممكن أن لا يتم فهمها بالشكل الصحيح أو يتطلب ذلك وقتاً طويلاً.
- 1-3- حجم مجلس الإدارة في الشركة:**

في ظل المسؤوليات الجسام والوظائف العديدة التي يمارسها هذا المجلس على مستوى كل من: حماية حقوق المساهمين و/أو الأطراف ذوي العلاقة، الرقابة على الإدارة التنفيذية في الشركة والإدارة الإستراتيجية لها. وفي ظل البيئة المتقلبة التي يعمل فيها، والتي تتسم بتنازع المصالح، الانتهازية



والعلاقات المتشابكة بين مختلف الأطراف الفاعلة في الشركة (المساهمين، الأطراف ذوي العلاقة، الإدارة التنفيذية)، يجب أن يسمح حجم وتركيبية هذا المجلس له بالقيام بالمهام المسندة له على أحسن وجه. و فيما يخص حجم مجلس الإدارة، لا يوجد هناك اتفاق عام حول عدد أعضاء هذا المجلس، حيث يختلف هذا العدد من شركة إلى أخرى في نفس البلد، ومن بلد إلى آخر، وذلك تبعاً لاختلاف الأطر التشريعية و المؤسسية وأهمية الدور الذي يلعبه في حوكمة الشركات، ففي حين يتراوح عدد أعضاءه في فرنسا بين 3 و 18 عضو<sup>1</sup>، ينحصر في اليابان بين 40 و 50 عضو<sup>2</sup>. ونفس الشيء، لا يوجد اتفاق بين الباحثين حول الحجم الأمثل لمجلس الإدارة في الشركة، ففي الولايات المتحدة الأمريكية توصلت الأبحاث إلى نتائج متعارضة، حيث يشير جنسن (Jensen 1993) إلى أن مجالس الإدارة التي تتضمن عدد كبير من الأعضاء تعاني من الانقسامات، مما يساعد الإدارة التنفيذية على بسط سيطرتها على مقدرات الشركة، كما يفضل يرماك (Yermack, 1996) مجالس الإدارات التي تتضمن عدد قليل من الأعضاء<sup>3</sup>، وعلى العكس من ذلك توصلت دراسات بيرس Pearce و زهرة Zahra إلى أن مجالس الإدارات التي تتضمن أعداد كبيرة من الأعضاء هي الأكثر قدرة على لعب دورها كاملاً<sup>4</sup>، وذلك بسبب إحتوائها على كفاءات متعددة. أما في فرنسا فقد توصل جودارد سنة 2002 Godard، إلى نتيجة مفادها أنه ليس هناك أثر ذو معنوية لحجم مجلس الإدارة على أداء الشركة<sup>5</sup>. وهذه النتيجة تتماشى مع ما تم التوصل إليه سنة 1987 من طرف شارو Charreaux وبيتول بيلن Pitol-Belin<sup>6</sup>. وهذا ما يفسر إغفال مجموعات العمل التي أعدت التقارير المرجعية الثلاث في مجال حوكمة الشركات في فرنسا لقضية حجم مجلس الإدارة.

<sup>1</sup> - Laurence Godard , Alain Schatt , « **Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français. Un état des lieux**», *Revue française de gestion* 5/2005 (n° 158) , p. 69-87.

<sup>2</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, opt cit, p 1015.

<sup>3</sup> - David Yermack., « **Higher market valuation of companies with a small board of director** », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n° 2,1996, p. 185-211.

<sup>4</sup> - Pearce J. A., Zahra S. A., « **Board composition from a strategic contingency perspective**», *Journal of Management Studies*, vol. 29, n° 4,1992, p. 411-438.

<sup>5</sup> - Laurence Godard., « **La taille du conseil d'administration : déterminants et impact sur la performance** », *Revue sciences de gestion*, 33,2002, p. 125-148.

<sup>6</sup> - Gérard Charreaux., Pitol-Belin J.-P., « **Enquête nationale sur le conseil d'administration des entreprises françaises : son rôle, sa composition, son fonctionnement** », Peat-Marwick, 1987.

## 1-4- استقلالية مجلس الإدارة في الشركة:

فيما يتعلق بتركيبة مجلس الإدارة ووزن الأعضاء المستقلين (غير التنفيذيين) فيه. فعلى الرغم من عدم وجود إي إلزام ضمن الأطر التشريعية للدول، بضرورة أن تتضمن مجالس الإدارة في الشركات عدد معيناً من الأعضاء المستقلين، إلا أن جميع التقارير الصادرة عن لجان العمل التي أوكلت إليها مهمة إصلاح أنظمة حوكمة الشركات في كل من المملكة المتحدة، فرنسا والولايات المتحدة الأمريكية\*، أكدت على ضرورة أن يتضمن مجلس الإدارة في الشركة عدداً كافياً من الأعضاء المستقلين يسمح له بممارسة دوره الرقابي بعيداً عن التأثيرات التي يمكن أن تمارسها الإدارة التنفيذية. وفي هذا الصدد، ينص كل من تقرير فينو Vénot رقم 02 وتقرير بوتون Bouton، على أن مجلس الإدارة في الشركات الفرنسية، لا بد من أن يتضمن على الأقل 1/3 من أعضائه من المستقلين بالنسبة للأول و 50 بالنسبة للثاني. ومن جهتها أيضاً، أكدت اللجان المختلفة في المملكة المتحدة وعلى رأسها لجنتي كادبيري Cadbury وهامبل Hambel على ضرورة استقلالية مجلس الإدارة واحتوائه على عدد كافي من الأعضاء غير التنفيذيين<sup>1</sup>. وكذلك نفس الشيء في الولايات المتحدة الأمريكية، أين ألحت كل من توصيات القاضي ريتشارد بريدين Richard Briden وقانون ساربان أوكسلي Sarbanes-Oxley، على استقلال مجلس الإدارة في الشركات وغلبة الأعضاء المستقلين فيه. وجاء تقديم هذه التوصيات بتقوية دور الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، بناءً على معطى مفاده أن حالات عدم كفاءة مجالس الإدارة في الشركات، يعود بصفة رئيسية إلى ضعف استقلالية أعضائها عن الإدارة التنفيذية<sup>2</sup>.

هذا وتدعم الدراسات الميدانية العديدة هذا الطرح، والتي أجريت من أجل تأكيد الفرضية القائلة بأن وجود عدد كبير من الأعضاء المستقلين في مجلس إدارة الشركة يزيد من فعالية الرقابة والإشراف عليها من طرف هذا المجلس، حيث توصلت هذه الدراسات إلى أن احتمال تسريح الإدارة التنفيذية في الشركة

\* هنا تجدر الإشارة إلى خصوصية تركيبة مجلس الإدارة في النموذجين الألماني والياباني لحوكمة الشركات، إذ تسمح القوانين للبنوك، العمال، المسيرين والنقابات بالعضوية في مجلس إدارة الشركة، بالنسبة للنموذج الأول. كما تسمح للبنوك بهذه العضوية في النموذج الثاني ( للمزيد حول هذا الموضوع أنظر: (Mehdi Nekhili, *la discipline par les banques*, op., cit, pp 331-360).

<sup>1</sup> - Bertrand Richard, Dominique Mielle, op., cit, pp 4-23.

<sup>2</sup> - Laurence Godard, Alain Schatt, « *Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français. Un état des lieux*», *Revue française de gestion* 5/2005 (n° 158), p. 69-87.

في حالة سوء النتائج يرتبط بعلاقة طردية مع عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة<sup>1</sup>، في حين ينخفض عدد مرات دخول الشركة في عمليات اندماج-استحواذ قد تؤثر سلباً على ثروة المساهمين<sup>2</sup> ويزيد ميل الإدارة في الشركة نحو التصرف في اتجاه تحقيق مصلحة حملة الأسهم في حالة وقوع الشركة كهدف لعمليات سيطرة، كلما كان زاد عدد الأعضاء المستقلين في هذا المجلس<sup>3</sup>. كما يؤدي زيادة هذا العدد إلى رفع قسط الحوافز المادية الممنوحة للإدارة التنفيذية في شكل أسهم وخيارات شراء الأسهم-Stock Options<sup>4</sup>. هذا بالإضافة إلى ارتفاع سعر سهم الشركة عند التحاق عضو مستقل بمجلس إدارتها، مما يعني أن الإعلان عن هذا الحدث يعتبر إشارة إيجابية تجاه السوق.

### 1-5- مجلس الإدارة وأداء الشركة:

مجلس الإدارة في الشركة وباعتباره هيئة اجتماعية ممثلة للمساهمين ومكلفة بحماية مصالحهم من جميع محاولات الانتهازية أو التقصير، التي يمكن أن تسعى إليها الإدارة التنفيذية في الشركة، من المفروض أن يكون لخصائصه في مجال الحجم والتركيبية، تأثير إيجابي على أداء هذه الشركة وخلق الثروة للمساهمين فيها. هذه الفرضية كانت منطلقاً لإجراء العديد من الدراسات في الولايات المتحدة الأمريكية ودول أخرى، وركزت هذه الدراسات على تحديد طبيعة العلاقة بين نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس إدارة الشركات وأدائها. وفي هذا الشأن توصلت دراسات كل من بايسينجر Baysinger و باتلر Butler سنة 1985، روسونشتاين Rosenstein و وايات Wyatt سنة 1990 و سكوت Scott وكلايدون Kleidon سنة 1994، إلى وجود أثر إيجابي بين نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس إدارة الشركة وأدائها. كما تم كذلك إثبات هذه العلاقة الموجبة من طرف بيرس Pearce وزهرة Zahra سنة 1992 انطلاقاً من نموذج إستراتيجي لشرح تركيبة مجلس الإدارة. من جانبها هيرمالين Hermalin

<sup>1</sup> - Michael S Weisbach (1088), «**Outside Directors and CEO Turnver**», Journal of Financial Economics, 20(1-2), pp. 431-460.

<sup>2</sup> - James F Cotter, Anil Shivdasani et Marc Zenner (1997), «**Do Indipendent Directors Enhance Target shareholder Wealth During tender Offers?**», Journal of Financial Economics, 43(2), pp. 195-218.

<sup>3</sup> - J. Byrd , K. Hickman (1992), «**Do Outside Directors Monitor Manager? Evidence from Tender Offer Bid**», Journal of Financial Economics, 32(2), pp. 195-207.

<sup>4</sup> - H. Rayan , R . Wiggins (2004), «**How is in Whose pocket ? directors Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring**», Journal of Financial Economics, 73, pp. 497-525.

ووايباخ Weisbach سنة 1991 أثبتنا أن الشركات التي تعاني من تراجع الأداء تميل نحو زيادة وزن الأعضاء المستقلين في مجالس إدارتها<sup>1</sup>.

وفي فرنسا توصل شارو Charreaux سنة 1991، في دراسة للعلاقة بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في الشركات وأدائها، وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار آليات الرقابة الأخرى ( لاسيما تلك العائدة للأسواق المالية)، إلى وجود أثر إيجابي ودو معنوية لنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين على أداء الشركات التسييرية sociétés manageriales والشركات المراقبة sociétés controlées، في حين لا يلعب هذا المتغير أي دور دو معنوية على مستوى الشركات العائلية. وهذه النتائج تتوافق تماماً مع فقه نظرية الوكالة القائل بأن مجلس الإدارة عبارة عن واحدة من الآليات المتوفرة للمساهمين في الشركات، التي تتسم بانفصال الإدارة عن الملكية، من أجل الرقابة على عمل الإدارة في هذه الشركات وجعل تصرفاتها تتماشى مع مصالحه.

كذلك وفي إطار طريقة أخرى من طرق فهم تأثير مجلس الإدارة على الأداء في الشركة، ومن خلال اللجوء إلى استخدام عامل نوعية المجلس (على عكس الدراسات السابقة التي اهتمت بعامل حجم المجلس وتركيبته)، وبناء على تقسيم مجالس الإدارات في الشركات المدروسة على أساس بعدين هما: سلطة المجلس على الإدارة التنفيذية ونشاطه، توصل بيرس Pearce وزهرة Zahra سنة 1991، إلى التمييز بين أربع أنواع من مجالس الإدارة في الشركات وهي: شكلي، مراقب، مسيطر وتشاركي. وأن مجالس الإدارات المسيطرة والتشاركية هي التي تؤدي إلى أحسن أداء في الشركة. والشكل التالي يوضح نوعية مجالس الإدارات في الشركات على أساس كل من سلطة المجلس على الإدارة التنفيذية ونشاطه.

<sup>1</sup> - Gérard Charreaux, «Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise», op., cit, pp 141-164.

الشكل رقم (4-2): أنواع مجلس الإدارة.

مسيطر	مراقب	قوي سلطه مجلس الإدارة على
تشاركي	شكلي	

ضعيف      نشاط المجلس (تورط المجلس      قوي  
في إعداد الإستراتيجية).

Gérard Charreaux,(1997), «Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise», (collection : المصدر :  
dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA, Paris 1997,p 141-164.

### 1-6- مجلس الإدارة وحوكمة الشركات:

نظرياً يقع مجلس الإدارة في الشركة في قلب العلاقة بين المساهمين والأطراف الأخرى، من جهة والإدارة التنفيذية، من جهة أخرى. فهو من خلال كونه منتخب من طرف المساهمين والأطراف الأخرى دوي العلاقة، يمثل آلية داخلية في الشركة لحماية مصالح المساهمين وهذه الأطراف، ومن المفروض يتمثل دوره الأسمى في الإشراف والرقابة على أداء الإدارة التنفيذية. ويملك في ذلك العديد من الوسائل، لعل أهمها الإقالة والأجور.

وهنا يمكن القول أنه في إطار استعمال نظام الأجور في الشركة كرافعة لتحسين والرقابة على أداء الإدارة التنفيذية، دأبت مجالس الإدارة في الشركات - بصفتها من يملك صلاحية تحديد أجور الإدارة التنفيذية- على وضع هيكل نظام للأجور يحفز الإدارة التنفيذية على العمل على تحقيق أهداف المساهمين، وفي هذا الصدد توصل ميلر Miller و شولز Scholes سنة 1982، سميت Smith ووات Watts

سنة 1983، إلى نتيجة مفادها أن أجور المدراء التنفيذيين في الشركات تتكون من ثلاث أجزاء رئيسية هي:

- جزء مستقل عن الأداء المحقق ويتمثل في الأجر، منح التقاعد والتأمين على الحياة؛
- جزء مرتبط بالأداء السوقي (البورصي) لسعر سهم الشركة وذلك في شكل أسهم وخيارات شراء الأسهم stock-options؛
- جزء مرتبط بالموشرات المحاسبية لأداء الشركة مثل العلاوات Bonus والإنتفاعات intéressements؛

لكن الدراسات العديدة التي أجريت في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا وفرنسا، لم تتوصل إلى إثبات علاقة قوية بين هيكل أجور وحوافز الإدارة التنفيذية وأداء الشركة، حيث توصل جنسن Jensen و مورفي Murphy سنة 1990، في الولايات المتحدة، إلى وجود علاقة ضعيفة بين هذين المتغيرين وخلصت دراستهما إلى أن نظام الأجر هو مصدر تحفيز ضعيف للأداء<sup>1</sup>، كما توصل فيتزروي Fitzroy و شوالباخ Schwalbach في ألمانيا إلى وجود معامل ارتباط ضعيف بين أجور المدراء والأداء. وفي فرنسا وعلى الرغم من المشوار الطويل الذي قطعه الشركات الفرنسية في منح أجور مدرائها في شكل متغير (علاوات وإنتفاعات، أسهم وخيارات شراء الأسهم)<sup>2</sup>، توصلت دراسات هويت Hewitt سنة 1988 و مونكس Monks التي أجريت على أساس المؤشرات ذات الطابع المحاسبي، إلى أن نظام الأجر المتبع في الشركات الفرنسية ذو أثر ضعيف على أداءها وهو ليس ذو معنوية ماعدا فيما يخص الجزء المتغير منه. وبالتالي من الواضح أن هذه النتائج تتعارض مع ما تقول به نظرية الوكالة، التي ترى أن الأجر والحوافز الممنوحة لأعضاء الإدارة العليا في الشركة، يمكن أن تشكل أداة لمقاربة أهدافهم مع أهداف المساهمين.

كذلك وفيما يخص استعمال آلية الإقالة، من المفروض أن يشكل تخوف الإدارة التنفيذية في الشركات من قيام مجلس الإدارة بممارسة إحدى مهامه الرئيسية، بصفته الحارس على تحقيق مصالح المساهمين، وإقالتها في حالة تراجع أداء الشركة ومن تم فقدانها للمزايا العديدة المرتبطة بالمنصب، ناهيك عن تراجع قيمتها في سوق العمل بسبب الإشارة السلبية التي تحملها هذه الإقالة في طياتها، مصدراً لتقويم

<sup>1</sup> - Michael C Jensen, Kevin J Murphy, « Performance Pay and Top-Management Incentive », The Journal of Political Economy, Vol. 98, N. 2 (April., 1990), 225-264.

<sup>2</sup> - Gérard Charreaux, « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise », op., cit, pp 141-164.

وتهذيب سلوكها discipline في مجال خدمة مصالح المساهمين وتحسين أداء الشركة. ويرتكز ذلك بصفة كبيرة على فاعلية مجلس الإدارة، التي تركز بدورها على الخصائص التي يتمتع بها في مجال الاستقلالية بالدرجة الأولى والحجم بدرجة أقل.

هذا وخلصت غالبية الدراسات العديدة التي أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى أن انخفاض الأداء في الشركات يزيد من احتمال استبدال الإدارة القائمة بواحدة جديدة، ويمكن توقع رحيل هذه الأخيرة مسبقاً في حالة سوء الأداء لاسيما في الشركات التي تمتاز بوجود مجلس إدارة يسيطر عليه الأعضاء المستقلين، حيث توصل وايباخ Weisbach سنة 1988 إلى إثبات وجود ارتباط قوي بين ضعف الأداء في الشركات التي تسود فيها مجالس إدارة يسيطر عليها أعضاء مستقلين وميلها نحو استبدال الإدارة التنفيذية. وضمن هذا الإطار يجادل مورك Morck، شلايفر Shleifer وفيشني Vishny (1989) بأن مجالس الإدارة تأخذ في الحسبان وضعية القطاع الذي تنشط فيه الشركة من أجل تقييم أداء الإدارة التنفيذية، بحيث تقتصر عملية معاقبة الإدارة من خلال إقالتها على حالات تراجع الأداء التي تتسبب فيها فقط ولا يمتد ذلك إلى الحالات التي كان مصدرها تراجع نمو الصناعة أو تدبب الظروف الاقتصادية بشكل عام.

لكن فيما يخص الشركات الفرنسية، سمحت النتائج التي توصل إليها بيجي Pigé سنة 1993، بإثبات وجود رابط ضعيف فقط بين الأداء في هذه الشركات ومعدل دوران المدراء فيها، إذ بناء على دراسة تضمنت سبر آراء الرؤساء المديرين العامين (PDG) لـ 588 شركة فرنسية مسعرة في البورصة، وعينة تتكون من 1612 رئيس شركة، وذلك في الفترة الممتدة من 1966 إلى غاية 1990، توصل بيجي إلى النتائج التالية<sup>1</sup>:

- المدة المتوسطة لعهدات المدراء تبلغ 07 سنوات في الشركات المراقبة من طرف شركات أخرى،
- 11 سنة بالنسبة للشركات العائلية و 13 سنة بالنسبة للشركات التسييرية (الشركات المراقبة من

<sup>1</sup> -Benoit Pigé (1993), «Le pouvoir de révocation du Conseil d'Administration et l'incitation à la performance des dirigeants», C.R.E.G.O. Working Paper, n°9306, pages 21.

- طرف الإدارة). وهذه النتائج تتماشى تماماً مع الطروحات التي قدمها كل من مورك Morck، شلايفر Shleifer وفيشني Vishny في إطار نظرية التجدر؛
- خلال الفترة (1985-1989)، تراوح معدل دوران المدراء في 222 شركة فرنسية مسعرة بين 10% و 15%، وهو ما يعني أن متوسط مدة العهديات في هذه الشركات يتراوح بين 07 و 10 سنوات؛
  - هناك إرتباط سالب ودو معنوية بين الأداء السوقي لسهم شركات العينة وسن تقاعد المدراء و كذلك مدة ممارستهم لوظيفتهم فيها. ونفس الشيء تم التوصل إلى وجود ارتباط موجب و دو معنوية بين أداء سهم هذه الشركات في البورصة ومعدل دوران المدراء، كما لوحظ أن معدل دوران الرؤساء المديرين العامين قد تضاعف (انتقل من 09% إلى 18%) عند الانتقال من فئة الشركات الأقل أداء إلى الأحسن أداء، مما يعني أن الأداء لا يفسر دوران المدراء إلى في حدود ضيقة.
  - كلما كانت نسبة رأس المال المملوكة لمساهمين معروفين (كلما كان هناك تركيز أكبر في الملكية) كان معدل دوران المدراء أكبر، أي أن وجود مساهمين مرجعيين في الشركة يعمل ضد تجدر الإدارة فيها؛
- وفي الأخير لا بد من الإشارة إلى أنه وعلى الرغم من الاهتمام الكبير الذي حصل عليه مجلس الإدارة في الشركات، سواء من لدن قوانين الشركات التجارية، اللوائح المنظمة لسوق رأس المال، قواعد إصلاح حوكمة الشركات، أو من طرف المختصين والمنظرين في مجال النظريات التعاقدية للمنظمة، يطبع عمله نوع من السلبية إلى حد أنه يوصف من طرف العديد من المختصين بكونه مجرد علبة تسجيل *boite d'enregistrement*. حيث يرى الكثير من الباحثين في مجال حوكمة الشركات، أن عوامل من قبيل تعقيد العمل الإداري في الشركات وعدم تماثل المعلومات بين الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة، ساهمت في إضعاف الدور الرقابي والإشرافي لهذا الأخير وجعلت الإدارات التنفيذية تسيطر على القرار في الشركات و مقدراتها وتستغل أموال المساهمين لمصلحتها الذاتية. ومن الحلول التي أوصي بها في هذا المجال نجد زيادة وزن الأعضاء المستقلين فيه (خاصة من المدراء السابقين والمدراء الحاليين في الشركات الأخرى) وتقليص عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركات والفصل بين المدير التنفيذي في الشركة ورئيس مجلس



الإدارة\*. كما تجدر الإضافة هنا أن مجلس الإدارة في الشركة هو واحد من آليات الحوكمة، يمارس نشاطه في ضل بيئة تشريعية، مؤسسية وتنظيمية وإلى جانب مجموعة من الآليات الأخرى مثل: هيكل الملكية، آلية سوق رأس المال والاستيلاء على الشركات، آلية شوق السلع والخدمات، آلية التدقيق الخارجي وآلية سوق المدراء.

## 2- لجان المراجعة: Audit Committee

تعتبر لجان المراجعة من الآليات الحديثة لحوكمة الشركات، التي تحضى باهتمام العديد من الجهات الحكومية وغير الحكومية في العديد من الدول، وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، المملكة المتحدة، أستراليا، فرنسا، ألمانيا وغيرها من الدول التي تسعى إلى تفعيل حوكمة الشركات على مستواها، كما توصي العديد من المنظمات المهنية بتشكيلها نظراً للدور الذي تلعبه في مراقبة عمليات التقرير والإفصاح الماليين وإعلام حملة الأسهم والتأكد من مصداقية التقارير المالية وموثوقيتها.

ويرجع هذا الاهتمام للدور الذي يمكن أن تلعبه لجنة المراجعة كأداة من أدوات حوكمة الشركات في زيادة الثقة والشفافية في المعلومات المالية التي تفصح عنها الشركات، وذلك من خلال دورها في إعداد التقارير المالية وإشرافها على وظيفة التدقيق الداخلي في الشركات، وكذلك دورها في دعم هيئات التدقيق الخارجي وزيادة استقلاليتها. الأمر الذي دفع الكثير من الدول إلى إصدار التشريعات الملزمة لوجود هذه اللجنة داخل مجالس الإدارات التي تشرف على شركات المساهمة، لاسيما تلك المسجلة في البورصة وذلك حفاظاً على مصالح المساهمين ودعماً للثقة الواجب توفرها في الأسواق المالية\*.

## 2-1- ظهور لجان المراجعة:

ظهرت فكرة تكوين لجان المراجعة في الولايات المتحدة الأمريكية لأول مرة، وذلك بعد الهزات المالية والفضائح المحاسبية الناتجة عن التلاعب في التقارير المالية للشركات، فبعد التلاعب الذي مس

\* أغلب لجان العمل التي نصبت في كل من الولايات المتحدة الأمريكية (توصيات القاضي ريتشارد بريدن Richard Briden)، في المملكة

المتحدة (لجنة كاديبيري Cadbury، لجنة هلمبل Hambel، لجنة جرينبيري Greenbury... إلخ) وفي فرنسا (لجنة فينو 01 Viénot، لجنة فينو 02 Viénot ولجنة بوتون Bouton) أوصت بتطبيق هذه المبادئ. (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر Bertrand Richard, Dominique (Miellet, op., cit, pp 04-29).

\* في الولايات المتحدة الأمريكية، وحتى قبل سنة 1991، كان هناك إلزام قانوني بضرورة وجود لجنة مراجعة على مستوى مجالس إدارة الشركات المسعرة في البورصة. وتتكون هذه اللجنة من الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة (من غير المدراء التنفيذيين) (أنظر Gérard Charreaux, op., cit, pp 141-164).

التقارير المالية لشركة McKesson & Robbins التي استدعت قيام كل من بورصة نيويورك (NYSE) ولجنة تداول الأوراق المالية (SEC) بالتوصية بضرورة تشكيل لجنة مكونة من الأعضاء غير التنفيذيين لمجلس الإدارة، تكون مهمتها تعيين مدقق قانوني خارجي (مدقق قانوني) وتحديد أتعابه<sup>1</sup>. و كان الهدف من ذلك زيادة استقلاله في إبداء الرأي في التقارير المالية التي تصدرها الشركات. كذلك استمرت الجهود تبدل والتوصيات تأتي من اللجان والهيئات المختلفة والتي كانت تصب في مجملها في ضرورة قيام الشركات العامة (الشركات التي تقوم بالعرض العام للاذخار) بتشكيل لجان مراجعة مكونة بالكامل من أعضاء مستقلين من غير التنفيذيين. لكن الإلزام القانوني للشركات العامة في الولايات المتحدة الأمريكية بتشكيل لجان المراجعة جاء مع قانون سارينس أوكسلي (Sarbanes Oxley (SOX)، الذي أُصدر في سنة 2002 بعد الاختلاسات المالية الكبرى و الفضائح المحاسبية التي رافقتها، و التي كانت تنم عن قصور كبير في أنظمة التدقيق في الشركات وعدم فعالية آليات اكتشاف الغش والتلاعب فيها.

أما تشكيل لجان التدقيق في المملكة المتحدة فيرجع إلى عام 1992 عندما تم تشكيل لجنة كادبوري Cadbury التي أوصت بتشكيل لجان مراجعة في الشركات المساهمة في المملكة، وبهذا جاء تقرير سميث Smith Report في سنة 2003، الذي تضمن العديد من التوصيات الخاصة بدور ومسؤوليات لجنة التدقيق وكيفية الإفصاح عن هذه المسؤوليات في التقارير السنوية للشركات<sup>2</sup>، وكانت هذه الجهود نتيجة لموجات إفلاس مماثلة لتلك التي ضربت الولايات المتحدة الأمريكية<sup>3</sup> فيما بعد\*. وفي فرنسا جاءت أولى التوصيات التي تتادي بتكوين اللجان في إطار مجلس الإدارة، لاسيما لجان المراجعة، ضمن توصيات تقرير فينو<sup>4</sup> 2 rapport Vienot. وتوجد هذه اللجنة ضمن ترتيبات حوكمة الشركات في

<sup>1</sup> - منى حسب الرسول محمد، « دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على الحد من الفساد المالي والإداري»، المؤتمر العلمي المحكم الثالث لكلية إدارة الأعمال، جامعة عجلون الوطنية\_ عجلون \_الأردن - 18 - 19/11/2014، ص ص 380-412.

<sup>2</sup> - زين الدين بروش، دهيمي جابر، « دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري»، الملتقى الوطني الأول حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، يومي 06-07 ماي 2012.

<sup>3</sup> - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 23.

\* تعرض اقتصاد المملكة المتحدة قبل سنة 1992 إلى موجة من عمليات الإفلاس الاحتياطي، ضربت الشركات المسعرة في بورصة لندن (Maxwell, Tayco...) وأدت إلى زعزعة الثقة داخل مجتمع الأعمال بأسره في هذا البلد (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر: طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 08).

بلدان أخرى مثل كندا، ألمانيا، ماليزيا سنغافورة... إلخ، وأصبحت من الأمور المتعارف عليها في مجال آليات حوكمة الشركات في العديد من الدول.

2-2- ماهية لجان المراجعة: بسبب الاهتمام الكبير الذي ناله هذا المفهوم، أعطيت له العديد من التعاريف من طرف المنظمات المهنية والأكاديميين على حد سواء، وتذكر منها ما يلي:

✓ فوقاً لمعهد المحاسبين القانونيين بكندا (CICA) « تعرف لجنة المراجعة بأنها لجنة مكونة من مديرين غير تنفيذيين مسؤولة عن تقييم أداء مجلس الإدارة والتأكد من القرارات التنفيذية لم يتم اتخاذها بشكل فردي، وإجراء تقييم دوري لنظام المراجعة الداخلية والمساهمة في تحديد المهام والمسؤوليات لكل من المراجعة الداخلية والخارجية»<sup>1</sup>.

✓ و عرفها قانون الأوراق المالية الأمريكي وفقاً لتعديلات قانون سارينز أوكسلي (SOX) بأنها « لجنة يكونها مجلس إدارة الشركة من بين أعضائه من أجل الإشراف على عملية إعداد التقارير المالية والمحاسبة ومراجعة القوانين المالية للشركة»<sup>2</sup>.

✓ كما عرفها ميخائيل أشرف حنا بأنها « لجنة منبثقة عن مجلس الإدارة، تتكون من عدد من الأعضاء غير التنفيذيين، ويحضر اجتماعات هذه اللجنة المدققين الداخليين والخارجيين إذا اقتضى الأمر ذلك، وتفوض هذه اللجنة صلاحيات العمل طبقاً للأحكام التي يقرها مجلس الإدارة، وترفع تقاريرها الدورية إلى رئيس هذا المجلس»<sup>3</sup>.

وعلى هذا الأساس يمكن القول أن لجنة المراجعة في الشركة المساهمة هي:

- لجنة ليس لها كيان قانوني مستقل، يشكلها مجلس الإدارة لمساعدته في القيام بمهامه الرقابية، وبالتالي فهي لا يمكن بأي حال من الأحوال أن تتوب عنه في المداولات ويبقى هو الوحيد المخول بالقيام بالتداول فيما توصلت إليه من توصيات؛

- لجنة مكونة من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين، الذي لا يجب أن يقل عددهم عن ثلاثة؛

<sup>1</sup> - منى حسب الرسول محمد، « دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على الحد من الفساد المالي والإداري»، المؤتمر العلمي المحكم الثالث لكلية إدارة الأعمال، جامعة عجلون الوطنية\_ عجلون \_الأردن - 18- 2014/11/19. ص ص 380-412.

<sup>2</sup> - منى حسب الرسول محمد، المرجع السابق، ص ص 380-412.

<sup>3</sup> - زين الدين بروش، جابر دهيمي، مرجع سبق ذكره.

- تتمثل مهمتها الأساسية في الإشراف عن عملية إعداد التقارير المالية والمحاسبية، وتقييم نظام الرقابة الداخلية ومتابعة أعمال المراجعة الداخلية والخارجية، ومراجعة مدى الالتزام بتطبيق قواعد الحوكمة؛

### 2-3- ضوابط تشكيل لجنة المراجعة:

لجنة المراجعة واحدة من اللجان الرئيسية التي تشكل في إطار مجلس الإدارة، وهي تشكل حلقة وصل بين المجلس والمدققين، كما تكون أداء للرقابة على أداء إدارة الشركة. لذلك يحكم تشكيلها العديد من الضوابط، لاسيما فيما يخص الصفات التي يتمتع بها أعضائها وعلاقتها مع الفاعلين الآخرين في نظام حوكمة الشركة، وفيما يلي يتم ذكر هذه الضوابط<sup>1</sup>:

**2-3-1- الاستقلالية:** بناء على طبيعة مهام التدقيق والرقابة المسندة للجنة المراجعة، يجب أن تعمل هذه اللجنة في جو من الاستقلالية و الحياد، ولا يتأتى لها ذلك إلا إذا كانت مكونة من أعضاء مستقلين عن الإدارة التنفيذية، إذ ليس من المنطقي أن يتم إشراك الإدارة التنفيذية في تدقيق أدائها. وعلى هذا الأساس نجد أن لجنة المراجعة يمكن أن تضم أعضاء مستقلين، مساهمين، إدارات عليا في الشركة أو حتى أشخاص من خارج الشركة، في حين لا يسمح لأعضاء الإدارة التنفيذية بالدخول ضمن تشكيلة هذه اللجنة.

**2-3-2- الخبرة والدراية:** توافر الاستقلالية في عضو لجنة المراجعة لا يعتبر ضمان كافي للتأكد من قدرة أعضاء لجنة المراجعة على القيام بوظائفهم، فلا يفيد كثيراً أن يكون العضو مستقلاً ولكن تنقصه الخبرة والدراية في مجالات عمل اللجنة، بل يشترط أيضاً أن تتوافر في عضو اللجنة الخبرة الكافية في مجالات المحاسبة، التدقيق والمالية. وذلك نظراً لطبيعة عمل اللجنة من الإشراف على عملية إعداد الكشوف المالية واختيار المبادئ والمعايير المحاسبية التي تطبق في إعداد هذه الكشوف، وهي مهام تتطلب مستوى عالٍ من الخبرة والدراية، تفوق مستويات الأشخاص العاملين في أقسام المالية والمحاسبة في الشركة.

<sup>1</sup> - Bertrand Richard, Dominique Miellet, op., cit, p 175.

**2-3-3- حجم لجنة المراجعة:** في الواقع هناك حرية تامة في تحديد عدد أعضاء اللجان التي تعمل في إطار مجالس إدارات الشركات، وفيما يخص لجنة المراجعة يمكن أن تختلف من شركة إلى أخرى، وذلك وفقاً لحجم مجلس الإدارة وحجم الشركة. وفي جميع الأحوال يجب أن يكون حجم لجنة المراجعة متفق مع المسؤوليات الواجب القيام بها وطبيعة ظروف الشركة. وفي الغالب تتشكل لجان المراجعة في الشركات من 03 أعضاء مستقلين ( غير تنفيذيين).

**2-3-4- التفرغ وعدد مرات اجتماع لجنة المراجعة:** في ظل المسؤوليات العديدة والسلطات الواسعة الممنوحة للجنة المراجعة في الإشراف على الإعلام المالي والرقابة على الممارسات المحاسبية في الشركة، يجب أن يتفرغ أعضاء هذه اللجنة لممارسة المهام المسندة إليهم ومتابعة نشاط كل من المدقق الخارجي، المدقق الداخلي قسم المحاسبة والمالية، قسم مراقبة التسيير، والتنسيق بين هذه الأنشطة. وفي هذا الصدد يقوم أعضاء لجنة المراجعة بعقد ثلاث اجتماعات في السنة (اجتماعين مخصصين للحسابات وواحد للرقابة). ويحضر هذه الاجتماعات كل من مدراء المحاسبة، التدقيق، مراقبة التسيير والمدقق الخارجي، وذلك في غياب الإدارة التنفيذية للشركة. كما يمكن للجنة المراجعة طلب دراسات خصوصية من محافظ الحسابات أو من أي طرف خارجي آخر، إذا قدرت أن ذلك ضرورياً.

#### **2-4- مسؤوليات لجنة المراجعة:**

تضطلع لجنة المراجعة في الشركات بالعديد من المسؤوليات، لاسيما فيما يخص حوكمة وظيفتي المحاسبة والمالية وإدارة العلاقة بين مختلف الفواعل في مجال المحاسبة والتدقيق. هذا ويلعب قيام لجنة المراجعة بهذه المسؤوليات على أحسن وجه، دوراً مهماً في تحسين جودة عمليتي التدقيق والإفصاح الماليين وبالتالي زيادة فاعلية حوكمة الشركة، ولذلك دأبت الشركات على زيادة سلطات وصلاحيات هذه اللجان والعمل على التوضيح الدقيق لمسؤوليات أعضاء لجنة المراجعة بما يرفع من مستوى الوعي لدى أعضائها وطبيعة مسؤولياتهم، من جهة. و إبراز هذه المسؤوليات إلى الأطراف الأخرى التي تتعامل معها اللجنة مثل إدارة الشركة، المدقق القانوني، المدققين الداخليين، بالشكل الذي يؤدي إلى عدم تداخل هذه المسؤوليات بين الأطراف المختلفة، ومن أهم هذه المسؤوليات نذكر مايلي<sup>1</sup>:

1 - Bertrand Richard, Dominique Miellet, *op. cit.*, pp 175-176.

- تدقيق الكشوف المالية، سواء كانت سنوية، نصف سنوية أو ربع سنوية؛
- مراجعة جميع السياسات المحاسبية التي تقوم الشركة بتطبيقها؛
- فحص نظم الرقابة الداخلية بالشركة؛
- إعداد التوصيات الخاصة باختيار المدقق القانوني وتحديد أتعابه؛
- العمل على حل المشاكل التي يمكن أن تنشأ بين إدارة الشركة والمدقق القانونين؛
- التأكد من استقلالية المدقق القانوني وتوفير الظروف لذلك،
- إعداد التوصيات الخاصة بتعيين رئيس قسم التدقيق الداخلي والمدققين المساعدين له؛
- التأكد من التزام إدارة الشركة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات؛

## 2-5- دور لجنة المراجعة في تحسين فعالية الحوكمة في الشركات:

من خلال كون لجان المراجعة في الشركات المساهمة تعمل كحلقة وصل بين مجلس الإدارة، الذي يعتبر الضامن الأساسي لمصالح المساهمين، وكل من المدقق الداخلي والخارجي. وكذلك من خلال دورها المحوري في تحسين جودة التقارير والكشوف المالية و ضمان شفافيتها، مساعدة مجلس الإدارة في تنفيذ ومراقبة ممارسات الحوكمة الجيدة، تقييم مدى فعالية نظام الرقابة الداخلية. فهي تساهم في تفعيل الحوكمة في الشركات، لاسيما من خلال ما يلي:

- تعمل لجنة المراجعة على تفعيل كل من مبدأ حماية حقوق المساهمين ومبدأ المعاملة المتكافئة للمساهمين، وذلك من خلال إتاحة المعلومات الكافية لهم عن أعمال الشركة والتصدي لأي ممارسات غير أخلاقية قد تتم من قبل الإدارة.
- تساعد لجنة المراجعة على حماية حقوق أصحاب المصالح Stakeholder عن طريق التصدي لحالات الغش والإحتيال والتضليل في الكشوف المالية، والتي قد تؤدي إلى إهدار حقوق أصحاب المصالح، كما تعمل لجنة المراجعة على إتاحة المعلومات الكافية للمستثمرين لاتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة.
- تعمل لجنة المراجعة على تفعيل مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة من خلال مساعدة المجلس على الوفاء بمسؤولياته تجاه المساهمين والشركة، التي تتعلق بوضع أنظمة الرقابة الداخلية

والإشراف عليها وذلك بالتحقق من سلامة الأنظمة المالية والمحاسبية وكذلك التحقق من كفاءة وملائمة نظم وإجراءات الرقابة الداخلية بالشركة.

- تعمل لجنة المراجعة على تفعيل مبدأ الإفصاح والشفافية من خلال وظيفتها الرقابية على الكشوف والتقارير المالية وذلك يضمن تحقيق مصداقية وجودة المعلومات المتاحة في تلك الكشوف والتقارير.

### 3- لجنة المكافآت: Le Comité de Rémunérations

تتفق أغلب تقارير اللجان والجهات المهتمة بحوكمة الشركات، على ضرورة تشكيل لجان مكافآت comité de rémunération، ضمن مجالس إدارات الشركات، وأن تتكون هذه اللجان من الأعضاء غير التنفيذيين فقط. ومن المفروض أن تلعب هذه اللجان دوراً محورياً في تحديد مكافآت أعضاء الإدارة العليا في الشركات، لاسيما في شقها المتغير، حيث يدخل ضمن نطاق صلاحيتها تحديد القواعد التي تمنح على أساسها هذه المكافآت، وذلك بالتماشي مع جودة الأداء والمحقق والإستراتيجية المتبعة. وعلى العموم تتمحور واجبات لجنة المكافآت حول مايلي<sup>1</sup>:

- تحديد المكافآت والمزايا الأخرى للإدارة العليا وأعضاء مجلس الإدارة، ومراجعتها والتوصية لمجلس الإدارة بالمصادقة عليها؛
- وضع سياسات لإدارة برامج مكافآت الإدارة العليا ومراجعة هذه السياسات بشكل دوري؛
- اتخاذ الخطوات لتعديل برامج مكافآت الإدارة العليا التي ينتج عنها دفعات لا ترتبط بشكل معقول بأداء عضو الإدارة العليا؛
- وضع سياسات لمزايا الإدارة ومراجعتها باستمرار؛

### 4- لجنة التعيينات: Le Comité de Nominations

تقترن مناصب الإدارة التنفيذية العليا وعضوية مجالس الإدارة في الشركات بمكافآت وحوافز مادية ومعنوية مغرية، من جهة. كما يجب أن تتوفر في الشاغلين لهذه المنصب مهارات عالية وخبرات كبيرة، من جهة أخرى. لذلك يصبح من الضروري ضمان الشفافية في عملية اختيار من توكل إليهم مهمة تولي

<sup>1</sup>- زين الدين بروش، جابر دهيمي، مرجع سبق ذكره.

المناصب العليا في الشركة، ومن أجل ضمان الشفافية والموضوعية في عملية الاختيار أوصت جميع اللجان المختصة في مجال حوكمة الشركات بتشكيل لجنة تعيينات على مستوى مجالس الإدارة في الشركات، وتضطلع هذه اللجنة بالمهام التالية<sup>1</sup>:

- تقوم لجنة التعيينات بالتعاون مع مجلس الإدارة في الشركة بوضع المهارات والخبرات المطلوب توافرها لدى عضو مجلس الإدارة وكبار الموظفين التنفيذيين في الشركة؛
- وضع آليات شفافة للتعيين، بما يضمن الحصول على أفضل المرشحين المؤهلين؛
- تقوم اللجنة مع بقية أعضاء مجلس الإدارة بتقويم المهارات المطلوبة للشركة باستمرار؛
- يجب أن تقوم اللجنة بالإعلان عن الوظيفة المطلوب شُغلها، ودعوة المؤهلين لتقديم طلباتهم للتعيين؛
- على اللجنة أن تتوخى الموضوعية، وذلك بمقارنة مؤهلات ومهارات المتقدم مع المواصفات الموضوعية من طرف الشركة؛

هذا وتلعب لجنة التعيينات دوراً أساسياً في رسم مستقبل الشركة، وذلك نظراً لكونها مسؤولة عن تركيبة وإعداد مخططات الاستخلاف فيها.

### 1-5- آلية التدقيق الداخلي:

تلعب وظيفة التدقيق الداخلي دوراً مهماً في عملية الحوكمة على مستوى الشركات، إذ أنها تسند وتدعم هذه العملية، وذلك من خلال زيادة قدرة الأطراف ذوي العلاقة في الوصول إلى معلومات صادقة وعادلة ومن تم زيادة قدرتهم على مساءلة الإدارة في الشركة، حيث يقوم المدققين الداخليين من خلال الأنشطة التي ينفذونها بزيادة مستوى مصداقية وعدالة الحسابات وكذا تحسين سلوك الموظفين العاملين في الشركات وتقليل مخاطر الفساد الإداري والمالي. وفي هذا السياق يرى Archambault ، أن كل من التدقيق الداخلي والخارجي يعد آلية مهمة من آليات حوكمة الشركات، وبشكل خاص فيما يتصل بضمان دقة ونزاهة التقارير المالية ومنع واكتشاف حالات الغش والتزوير<sup>2</sup>. وقد اعترفت اللجان التي أوكلت إليها

<sup>1</sup> - Bertrand Richard, Dominique Miellet, op., cit, pp 176-177.

<sup>2</sup> - زين الدين بروش، جابر دهيمي، مرجع سبق ذكره.



مهمة وضع التوصيات في مجال حوكمة الشركات بأهمية التدقيق الداخلي في عملية الحوكمة، فقد أكدت لجنة كادبيري Cadbury Committee على أهمية مسؤولية المدقق الداخلي في اكتشاف ومنع الغش والتزوير، كما أنه ومن أجل تحقيق هذه الوظيفة لأهدافها يجب أن تكون مستقلة وتنظم بشكل جيد و تستند إلى تشريع خاص بها.

وفي إطار زيادة هذه الاستقلالية، أكدت لجان العمل المختصة والمنظمات المهنية على ضرورة تقوية استقلالية هذه الوظيفة، لاسيما من خلال جعلها ترفع تقاريرها مباشرة إلى لجنة المراجعة وليس إلى الإدارة.

### المطلب الثاني: الآليات الخارجية.

يندرج ضمن الآليات الخارجية لحوكمة الشركات كل من عمليات الرقابة التي يمارسها أصحاب المصالح الخارجيين على الشركة والضغوط التي تمارسها المنظمات الدولية، سواء كانت حكومية أو غير حكومية، التي تعنى بتطبيق حوكمة الشركات، حيث يشكل هذا النوع من الآليات أحد أقوى عوامل الضبط من أجل حمل الشركات على تطبيق قواعد الحوكمة، ومن الأمثلة على هذه الآليات مايلي:

#### 1- منافسة سوق المنتجات (الخدمات) وسوق العمل الإداري:

تعد منافسة سوق المنتجات (أو الخدمات) أحد الآليات المهمة لحوكمة الشركات، ويؤكد على هذه الأهمية كل من هيس وإمبافيدو Hess & Impavido، وذلك من خلال أنه « إذا لم تقم الإدارة بواجباتها بالشكل الصحيح (أو أنها غير مؤهلة)، فسوف تفشل في منافسة الشركات التي تعمل في نفس القطاع وبالتالي سوف تتعرض للإفلاس». إذا فإن المنافسة في سوق المنتجات والخدمات تهدب سلوك الإدارة، وخاصة إذا كانت هناك سوق كفاءة للعمل الإداري، أين يتم انتداب الفرق الإدارية لإدارة الشركات على أساس كفاءتها وأدائها في الشركات التي سبق وأن قامت بإدارتها، وهذا يعني أن جر الشركة إلى صعوبات مالية أو إلى الإفلاس سوف يكون له تأثير سيئ على مستقبل المدير وأعضاء مجلس الإدارة، إذ غالباً ما تحدد اختبارات الملائمة للتعيين أنه لا يتم إشغال مواقع المسؤولية من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين الذين سبق وأن قادوا شركاتهم إلى الإفلاس والتصفية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - جمعة هوام، جوجودو رضا، أمينة فداوري، « مدى احترام مبادئ الحوكمة في المؤسسات الجزائرية»، مجلة جامعة القدس المفتوحة، ص ص

## 2- الاندماج والاستحواذ وآلية سوق رأس المال:

من المؤكد أن سعي الإدارة التنفيذية في الشركة إلى الخروج عن الهدف التقليدي الذي أنتدبت من أجله والمتمثل في تعظيم قيمة الشركة ( ثروة المساهمين) والاتجاه نحو خدمة مصالحها الذاتية، سوف يؤدي بالضرورة إلى قيام المساهمين بردود أفعال عديدة. ومن أهم ردود الفعل هذه، قيامهم بالتخلص من الأسهم التي يمتلكونها في رأسمال الشركة ومن تم زيادة المعروض منها في سوق رأس المال وبالتالي انخفاض سعرها بالتبعية. هذه الوضعية تزيد من احتمالات تعرض الشركة لمحاولات من جهات أخرى تستهدف تملك الشركة واستبدال الإدارة القائمة غير الكفؤة أو غير النزيهة بإدارة جديدة أكثر كفاءة ونزاهة. ومما لاشك فيه أن عمليات الاندماج- استحواذ تعد من الأدوات التقليدية لإعادة الهيكلة في قطاع الشركات في أنحاء العالم، ويشير في هذا الصدد كل من جون وكيديا John & Kedia إلى وجود العديد من الأدبيات والأدلة التي تدعم وجهة النظر التي ترى أن الاندماج-استحواذ آلية مهمة من آليات الحوكمة، خاصة في البلدان التي تتسم بتشتت ملكية الشركات مثل الولايات المتحدة الأمريكية. وبدون هذا النوع من الآليات لا يمكن السيطرة على سلوك الإدارة بشكل فعال، حيث غالباً ما يتم الاستغناء عن الإدارات ذات الأداء المنخفض عندما تحصل عمليات الاندماج-استحواذ. أما في الشركات المملوكة للدولة فتشير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) إلى أن الحكومة الصينية على سبيل المثال قد استفادت من هذه الآلية، وذلك بعد إعطاء الشركات هامش من الاستقلالية في اتخاذ القرارات ومنها قرارات الاندماج والاستحواذ، ولكن تبقى الدولة في حاجة إلى التأكد من بحقوقها كمالك للأسهم جراء مثل هذه القرارات المهمة التي تتخذها الإدارات<sup>1</sup>.

## 3- آلية التدقيق الخارجي:

يكتسي التدقيق الخارجي، لاسمياً الإلزامي منه، أهمية قصوى في إطار حوكمة الشركات. فوفقاً لنظرية الوكالة، يعتبر المدقق القانوني في الشركة حكماً بين الإدارة التنفيذية وجمهور المساهمين والأطراف الآخرين ذوي العلاقة، فالمدقق القانوني هو الشخص الوحيد المؤهل لتقديم رأيه الفني المحايد حول مدى عدالة المعلومات المحاسبية والمالية التي يعدها المحاسبون في الشركات تحت مسؤولية

<sup>1</sup> - المرجع السابق.

الإدارة، والتي تعتبر أداة الاتصال الوحيدة بين المساهمين أصحاب المصلحة الرئيسية في الشركة والإدارة التنفيذية، وذلك خاصة في ظل تشتت المساهمين وانفصال الإدارة عن الملكية في الشركات. وتسمح هذه المعلومات المدققة للمساهمين والأطراف الأخرى بتقييم أداء الإدارة المهنية التي أكلوها مهمة استثمار أموالهم وتحقيق عائد يغطي المخاطر التي تحملوها نظير تقديم أموالهم بصورة دائمة للشركة.

بالإضافة إلى ذلك وعلاوة عن مهمة فحص الحسابات (الكشوف المالية) التي يقوم بها المدقق القانوني في الشركات، يقوم هذا الأخير وفي الإطار ما يعرف بالفحوصات الخصوصية vérifications spécifiques، بالتأكد من بعض المعاملات التي تقوم بها الشركة مع بعض الأطراف التي ترتبط معها أو مع كبار مديريها أو كبار أعضاء مجلس الإدارة فيها بروابط رأسمالية، وتتمثل هذه الفحوصات الخصوصية فيما يلي<sup>1</sup>:

- فحص مدى التناسق بين الحسابات (الكشوف المالية) والمعلومات المالية الأخرى التي تقدمها الإدارة إلى المساهمين (تقرير التسيير، جداول الوضعيات الوسيطة ومختلف الوثائق الأخرى المسلمة إلى المساهمين).
- الإطلاع على الوضعية المالية القصيرة الأجل وعلى المعلومات المالية التنبؤية في إطار القانون والتي تخص الاحتياط ومن الصعوبات التي يمكن أن تواجهها المؤسسة (جدول الحسابات التنبؤي، مخطط التمويل التنبؤي، جدول التمويل، وضعية الخزينة... إلخ).
- فحص مدى شفافية العمليات (قرض، تنازل عن الأصول، بيع، شراء فوتره... إلخ) التي تجريها المؤسسة بصورة مباشرة أو غير مباشرة مع أعضاء إدارتها أو مع أحد المساهمين من الذين يمتلكون أكثر من 05% من حقوق التصويت في الجمعية العمومية، وإعلام المساهمين بمختلف العمليات (المعاملات) التي تجري الشركة وأعضاء الإدارة، وكذلك المعاملات التي تجريها الشركة مع أطراف أخرى لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة مع أعضاء الإدارة. وتسمى هذه المعاملات بالاتفاقيات المنظمة conventions réglementées.

<sup>1</sup> - Hervé Hutin, toute la finance d'entreprise en pratique, op., cit, pp 209-210.

- فحص بعض المعلومات الأخرى كما ينص على ذلك القانون مثل ( كشف الأجور الممنوحة إلى 10 أو 05 أشخاص الأعلى أجراً في الشركة).

وعلى العموم يقوم المدقق القانوني في هذا الإطار بالتأكد من احترام مبدأ المساواة بين المساهمين ( منح المزايا الخاصة، توزيع أرباح غير متوافقة مع ترتيبات النظام الداخلي ( القانون الأساسي) وحماية حقوق أقلية المساهمين.

هذا ويتمتع المدقق القانوني -وفقاً لبعض التشريعات- بحق دعوة الجمعية العامة للمساهمين للانعقاد، وذلك إذا وجد بصفته - وكيلاً عن المساهمين وحارساً على مصالحهم ورقبياً على الإدارة- أن هناك ظروفاً تستدعي توجيه مثل هذه الدعوة مثل مخالفة الإدارة التنفيذية للقانون أو القانون الأساسي للشركة لاسيما فيما يخص عدم احترام مبدأي المعاملة المتكافئة للمساهمين وحماية حقوق الأقلية منهم، أو اتخاذ بعض التصرفات التي تسيء إلى الوضعية المالية للشركة، أو إذا أغفل مجلس الإدارة دعوة هذه الجمعية للانعقاد<sup>1</sup>.

#### 4-التشريع والقوانين:

غالباً ما تؤثر هذه الآليات على التفاعلات التي تجري بين الفاعلين الذين يشتركون بشكل مباشر في عملية الحوكمة، فقد أثرت بعض التشريعات على الفاعلين الأساسيين في عملية الحوكمة، ليس فقط فيما يتصل بدورهم ووظيفتهم، بل على كيفية تفاعلهم مع بعضهم البعض، فعلى سبيل المثال قد فرض قانون Sarbanes-Oxly Act متطلبات جديدة على الشركات المساهمة العامة، تتمثل في زيادة وزن أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، وتقوية إشراف لجنة المراجعة على عملية إعداد التقارير المالية، وإلزام المدير التنفيذي (CEO) ومدير الشؤون المالية (CFO) بالشهادة على صحة التقارير المالية وجودة نظام الرقابة الداخلية، ووضع خطوط اتصال فعالة بين المدقق القانوني ولجنة المراجعة. كما ألزم هذا القانون الشركة بالتصريح بالمعاملات التي تقوم بها مع كبار أعضاء الإدارة فيها وكبار مساهميها. وفي فرنسا أدخلت كل من قوانين التنظيمات الاقتصادية الجديدة (NRE) لسنة 2001 وقانون أمن المعاملات

<sup>1</sup> - حازم هاشم الألوسي، الطريق إلى علم المراجعة والتدقيق، الجزء الأول: المراجعة نظرياً، الطبعة الأولى، الجامعة المفتوحة، طرابلس- ليبيا-

المالية\* لسنة 2003، ترتيبات جديدة فيما يخص تفعيل حوكمة الشركات من ضمنها السماح للشركات بتبني البنية الثنائية لمجلس الإدارة.

### المطلب الثالث: آليات حوكمة خارجية أخرى.

علاوة على ما تم ذكره، هناك آليات حوكمة خارجية أخرى تؤثر على فاعلية الحوكمة بشكل أو بآخر وتكمل عمل الآليات الأخرى في حماية أصحاب المصالح في الشركة، ويذكر كوهن وآخرون Cohen & al أنها تتضمن ( ولكن لا تقتصر على) المنظمين، المحللين الماليين وبعض المنظمات الدولية. فعلى سبيل المثال تمارس منظمة شفافية دولية ضغوطاً كبيرة على الحكومات والدول من أجل محاربة الفساد المالي والإداري، وتضغط منظمة التجارة العالمية من أجل تحسين الأنظمة المالية والمحاسبية، وفي قطاع البنوك تمارس لجنة بازل ضغوطاً من أجل تحسين ممارسة الحوكمة على مستواها<sup>1</sup>.

وفي الأخير لابد من الإشارة إلى أن آليات الحوكمة، وعلى تنوعها واختلاف طبيعتها، تسعى إلى تحقيق مبادئ الحوكمة، ولاسيما تلك المتعلقة بالشفافية، المعاملة المتكافئة للمساهمين وحماية حقوق أقلية المساهمين.

\* La Loi de la Sécurité Financière.

<sup>1</sup> - زين الدين بروش، دهمي جابر، مرجع سبق ذكره.

### المبحث الثالث: فعاليات أقلية المساهمين وحوكمة الشركات.

تشكل مبادئ الشفافية، المعاملة المتكافئة للمساهمين وحماية حقوق أقلية المساهمين، مبادئ توجيهية تسعى أنظمة وآليات حوكمة الشركات إلى تحقيقها. وذلك من خلال تأطير وتوفير الظروف المواتية لنشاط مجموعة من الفعاليات الهادفة إلى السهر على تطبيق هذه المبادئ ومحاولة منع وقوع الممارسات الإدارية التي تخل بها.

### المطلب الأول: فعاليات المساهمين وحوكمة الشركات.

على العكس من الإعتقاد السائد بأن صغار المساهمين الذين يشكلون في الغالب ما يعرف بأقلية المساهمين، لا يهتمون بمصير الشركات التي يستثمرون فيها أموالهم ولا يستخدمون حقوق التصويت التي تمنح لهم من أجل التعبير عن إرادتهم في تكوين الإرادة الجماعية في الشركة، أنتشر في العقود الأخيرة ما يعرف بنشاط أقلية المساهمين *L'activisme des minoritaires* وزاد اتجاههم نحو القيام بمجموعة من الفعاليات من أجل حوكمة الشركات التي يساهمون فيها، لاسيما من خلال معارضة ومحاولة إبطال كل القرارات التي يمكن أن تؤثر سلباً على مصالحهم و الدفع نحو اتخاذ القرارات التي تخدمهم.

### 1- أنواع أقليات المساهمين: *la typologie des actionnaires minoritaires*

من أجل فهم أهم الأسباب التي تقف وراء دخول أقلية المساهمين *actionnaires minoritaires* في معارك جمع التفويضات من أجل استبدال المدراء (*batailles des procurations* Proxy Fights)، يصبح من الضروري معرفة مختلف فئات أقلية المساهمين وفهم تطلعاتهم، التي تشكل المحرك الأساسي لمعارك التفويضات، وعلى العموم هناك ثلاث فئات رئيسية وكل فئة لها تطلعاتها الخاصة كمايلي:

**1-1- المساهمين الأفراد: *Les actionnaires individuelles*** وهم المستثمرون الذين يملكون محفظة من الأسهم في رؤوس الشركات المسعرة في البورصة، وذلك بهدف الحصول على دخل إضافي في شكل فوائض قيمة وأرباح موزعة. وهذا النوع من المساهمين يمتاز بعدم تنوع محافظهم الاستثمارية مما يجعلهم أكثر تأثراً بتراجع أسعار الأسهم وانخفاض مبالغ الأرباح الموزعة.

**1-2- المساهمين الأجراء: *Les actionnaires salariées*** وهم عبارة عن فئة من أقلية المساهمين ظهرت في هيكل ملكية الشركات نتيجة قيامها بتطبيق العديد من مخططات تمليك العاملين بغية تحفيزهم من جهة، وضمان استقرار هيكل الملكية من أخرى.

وهذا النوع من المساهمين أكثر ارتباطاً بمستقبل المؤسسة التي يعملون فيها، نتيجة استثمارهم لكل من رأسمالهم المالي والبشري فيها، مما يجعلهم أكثر ميلاً إلى محاولة إبقاء الظروف على حالها و العمل على بقاء الإدارة في مناصبها، وبذلك فهم يشكلون أداة في يد الإدارة في مواجهة مختلف محاولات السيطرة العدوانية والعروض العامة للشراء.

**1-3- المساهمين الصناعيين: Les actionnaires industriels** وهذا النوع من أقلية المساهمين عبارة مؤسسات صناعية أو تجارية تمتلك مساهمات في رأسمال مؤسسات أخرى، وذلك من أجل تطوير علاقات أعمال (زبائن، موردين) مع هذه الأخيرة، كما تمكنها هذه المساهمات من ممارسة تأثير في الخيارات الإستراتيجية التي تتخذها الإدارات في الشركات المساهم فيها.

وعلى هذا الأساس تتمحور أغلب تطلعات هذه الفئة حول تعظيم دخلها الإجمالي في شكل فوائض قيمة، أرباح موزعة و عوائد المعاملات التجارية مع المؤسسات التي يساهمون في رأسمالها.

**1-4- المساهمين المؤسساتيين: Les actionnaires institutionnels** وتمثل صناديق التوظيف نموذج لهذا النوع من أقلية المساهمين، حيث ونظراً للمبالغ التي تديرها وإستراتيجيات التنوع القطاعي والجغرافي التي تتبعها تعتبر صناديق التوظيف مساهم الأقلية الأكثر تأثيراً في حياة الشركات المسعرة في البورصة. وبدورها صناديق التوظيف تنقسم إلى ثلاث أنواع، كمايلي:

**1-4-1- صناديق التوظيف الكلاسيكية Les fonds mutuels classiques** ومن ضمنها صناديق المعاشات وصناديق التأمين على الحياة التابعة لشركات التأمين أو البنوك، والتي يتمثل هدفها من وراء الاستثمار في رؤوس أموال الشركات المسعرة في البورصة، في تحقيق فوائض قيمة وأرباح موزعة و التي تستخدم بدورها في خدمة المستثمر النهائي (أصحاب الصناديق).

**1-4-2- صناديق التوظيف ذات الهدف الاجتماعي: Les fonds mutuels à objectif social** وتسمى أيضاً الصناديق المسؤولة اجتماعياً، وهي عبارة عن صناديق تبحث عن تثمين أصولها في ضل قيد عدم الاستثمار في الأسهم التي تصدرها الشركات التي يشكل نشاطها أثراً سلبياً على الفرد والمجتمع مثل (المؤسسات الملوثة، مؤسسات صناعة الأسلحة، شركات صناعة التبغ، الشركات التي تستغل العمالة منخفضة التكلفة...إلخ). وحسب مكلارن Mc Laren (2004) و دي بريتو De Brito (2006). هذه الصناديق تمتاز بأنها تعبر بصورة جيدة عن تطلعات الأطراف ذوي العلاقة Les parties prenantes .

1-4-3- صناديق المراجعة (صناديق التحوط) (les fonds d'arbitrage (hedge funds) والتي تمتاز بأنها تستثمر مدخراتها من خلال محفظة أقل تنوعاً وفي رأسمال عدد محدود من الشركات ولكن من خلال امتلاك حصص معتبرة في رأسمال الشركات المستثمر فيها مما يسمح لها بالتأثير في خياراتها الإستراتيجية.

## 2- أشكال فعاليات أقلية المساهمين:

هناك العديد من الطرق التي تسمح لأقلية المساهمين في الشركة بالتعبير عن عدم رضاهم عن أداء الإدارة فيها وممارسة ضغط على هذه الإدارة حتى تضطلع على أحسن وجه بتحقيق الهدف الذي أنتدبت من أجله، وهذه الطرق تتمثل فيمايلي:

### 1-2- التنازل عن أسهم الشركة:

يمثل التنازل عن أسهم الشركة، سواء في السوق أو لفائدة إحدى الجهات التي تود السيطرة عليها، طلاقاً بين أقلية المساهمين غير الراضين عن الأداء فيها وإدارتها. ويشكل هذا التصرف مصدر خطر لإدارة الشركة، إذ أنه قد يؤدي إلى:

✓ انخفاض أسعار أسهم الشركة في السوق وهو ما يترتب عنه تراجع ثروة الإدارة فيها، خاصة في ذلك الجزء منها الذي يرتبط بالأداء السوقي لسهم الشركة (انخفاض قيمة الأسهم وخيارات شراء الأسهم stock-options التي يمتلكونها)، وهذا بالإضافة إلى أن انخفاض أسعار أسهم الشركة يجعلها أكثر جاذبية للجهات التي تود السيطرة عليها مما يعني زيادة مخاطر تعرضها لمحاولات السيطرة العدوانية.

✓ خطر فقدان مناصبها إذ أن زيادة ميل أقلية المساهمين إلى التنازل عن أسهمهم لصالح إحدى الجهات التي ترغب في السيطرة على الشركة، خاصة في ضل علاوات السيطرة المجزية التي تدفعها هذه الجهات في الغالب، قد يؤدي إلى إحداث تغيير جوهري في هيكل ملكية وجغرافية رأسمال الشركة، وهو الأمر الذي يترتب عنه عادة إستبدال الإدارة القديمة بأخرى جديدة، خاصة أن الأولى توصف بعدم الكفاءة. ويترتب عن فقدان الإدارة لمناصبها بهذه الطريقة، إشارة سلبية عن عدم كفاءتها ومن تم فقدان قيمتها في سوق المدراء، فضلاً عن خسارتها للمزايا المالية الكبيرة التي كانت تتمتع بها.



## 2-2- التفاوض على مقعد في مجلس الإدارة:

وذلك من خلال التفاوض مع الإدارة في الشركة حول الحصول على مقعد في مجلس الإدارة، ويتطلب ذلك امتلاك عدد من الأسهم (حقوق التصويت) كافي لضمان التصويت على ممثل الأقلية في اجتماع الجمعية العامة للمساهمين، وهو الأمر الذي يسمح بمساهمة هذه الأقلية في إعداد وتوجيه إستراتيجية الشركة أو على الأقل احترام حقوق الأقلية. لكن وحتى تتمكن فئة معينة من أقلية المساهمين من تركيز أسهمها في شركة ما بما يسمح لها بممارسة هذا التأثير يجب أن تتبع إستراتيجية استثمارية أقل تنوعاً مثلما هو الأمر في صناديق التحوط Hedge Funds.

## 2-3- الدعاوي القضائية:

يمكن لأغلبية المساهمين مباشرة دعاوي قضائية أمام المحاكم من أجل إبطال القرارات التي يتخذها التحالف الحاكم في الشركة، وذلك إذا ما تبين لهم أن حقوقهم ومصالحهم في الشركة لم يتم احترامها كما يجب. ومن الأمثلة على القرارات التي عادة ما تواجه من طرف أغلبية المساهمين بالدعاوي القضائية، قرار سحب أسهم الشركة من التداول واستبعاد أقلية المساهمين من هيكل ملكيتها دون منحهم سعر تنازل يحمل علاوة سيطرة معتبرة.

و يعتري هذا الشكل من أشكال الفعاليات التي يقوم بها أقلية المساهمين من أجل إسماع صوتهم في الشركة، العديد من العيوب، لاسيما فيما يخص طول مدة إصدار الأحكام في الدعاوي القضائية وارتفاع تكلفة رفع هذه الدعاوي مقارنة بالمبالغ المستثمرة في الشركة محل النزاع. هذا ناهيك عن استعمال إدارة الشركة لأموال المساهمين في الدفاع عن القرارات محل النزاع أمام القضاء وبالتالي يمكن وصف هذه الدعاوي القضائية بأنها معركة قضائية ممولة من الجانبين بأموال المساهمين.

لكن الحل لإشكاليات ارتفاع التكاليف ونقص الحافز لدي المساهمين في مباشرة هذه الدعاوي، أتى من جمعيات الدفاع عن حقوق أقلية المساهمين، التي أصبحت تتكفل نيابة عنهم في رفع الدعاوي القضائية ومتابعتها، كل ذلك ضمن إطار مؤسساتي لحماية حقوق المساهمين خاصة الأقلية منهم والنضج الكبير الذي أصبح المساهمين يتمتعون به.

## 4-2- معارك التفويض : Les batailles de procuration

تتمثل معارك التصويت في قيام المساهمين الغير راضين على قرارات الإدارة في الشركة، بالتماس أصوات مساهمين آخرين، من أجل التصويت لصالح مشروع معين في الجمعية العامة للمساهمين أو ضد قرارات مقترحة من طرف الإدارة. ويتم ذلك عادة من خلال قيام الفئة المعترضة على قرارات الإدارة بجمع التفويضات بالتصويت من باقي أقلية المساهمين. وهي بالأساس تقنية ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية تم انتشارها في باقي بلدان العالم الأنجلوسكسوني وبلدان أوروبا الغربية.

### المطلب الثاني: معارك التفويض، حقوق أقلية المساهمين وحوكمة الشركات.

يرتبط نجاح معارك التفويض في حماية حقوق أقلية المساهمين وحوكمة الشركات بمجموعة من العوامل تتمثل بصورة عامة في طبيعة نظام التصويت المعتمد و بعض العوامل المحفزة على الدخول في هذه الفعالية.

### 1- أنظمة التصويت ومعارك التفويض:

معارك التفويض ونظراً لكونها فعالية من فعاليات المساهمين التي تجرى على مستوى الجمعية العامة للمساهمين، فإن العامل الرئيسي لنجاح مسعاها هو مدى امتلاك الجهات المبادرة بها لوزن معتبر من حقوق التصويت في مواجهة التحالف الحاكم في الشركة.

يعتبر حق التصويت واحد من أهم الحقوق السياسية\* التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية في الشركات ذات الأسهم، ويكتسي هذا الحق أهميته من خلال كونه يسمح للمساهم بتسيير، حماية وتأمين جزء من ثروته الشخصية، عن طريق الرقابة على وتوجيه تصرفات من أوكلت لهم مهمة إدارة هذه الثروة. وكذا نظراً لكونه يسمح له بالمشاركة في تسيير الشركة وتكوين الإرادة الجماعية اللازمة لوضع السياسات (الاستثمار، التمويل...إلخ) التي تسمح بإنماء ثروته.

ويتم ممارسة هذا الحق في إطار الجمعية العامة للمساهمين، التي أصبحت في العقود الأخيرة وبسبب زيادة نشاط أقلية المساهمين L'activisme des actionnaires minoritaires، الهيئة الاجتماعية

\* يتمتع حملة الأسهم العادية بنوعين من الحقوق، حقوق مالية (الحق في الأرباح الموزعة، الحق في فوائض القيمة والحق في ناتج التصفية) وحقوق سياسية ( الحق في التصويت، الحق في أولوية التملك الحق في المعلومة، حق حضور الجمعيات العامة، الحق في تدقيق وفحص دفاتر الشركة). (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص15-16).

التي تتخذ فيها القرارات المهمة. وفي الواقع هناك نوعين من أنظمة التصويت المتبعة في الشركات، وهذان النظامان هما<sup>1</sup>:

### 1-1 - نظام تصويت الأغلبية: Majority Voting System

في ظل استخدام هذا النظام في عمليات تصويت الجمعية العمومية للمساهمين، يكون لكل مساهم صوت واحد عن كل سهم يمتلكه. فإذا أخذنا حالة التصويت على انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، يسمح هذا النظام بإعطاء صوت لكل عضو وذلك في حدود عدد أعضاء مجلس الإدارة المطلوب انتخابهم، بمعنى أن لكل سهم حق التصويت لعدد المرشحين الذين يرغب حامل السهم في انتخابهم. ومن أبرز عيوب هذا النظام هو أنه يؤدي إلى هضم حقوق الأقلية وعدم تمكينها من أن يكون لها أي تأثير، إذ أن تمرير أي قرار (نجاح العضو - أو الأعضاء - الذي يمثلها)، يحتاج في الواقع إلى أصوات عددها 50% من الأصوات زائد صوت في أحسن الأحوال. وبالتالي فإن الفريق الذي يملك هذه الأغلبية يمكنه أن يمرر جميع القرارات التي تناسبه (اختيار كل أعضاء المجلس) وذلك دون الأخذ بعين الاعتبار تفضيلات الأقلية، التي لا يبقى لها سوى ممارسة الرقابة السلبية Le contrôle par le négative في حالة تحكمها في الأقلية المعطلة (الثالث المعطل في العديد من الدول). ويضاف إلى ذلك أثر انتشار عملية تفويض التصويت التي عادة ما تصب في اتجاه زيادة الوزن التصويتي للإدارة التنفيذية و المساهمين المرجعيين، مما يعني أن يصبح لهذا التحالف الحاكم في الشركة اليد الطولى والكلمة العليا في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، الذين من المفروض أن يقومون بالإشراف والرقابة على هذه الإدارة التنفيذية، و هو الأمر الذي يجعل هذه الأخيرة أقوى من مجلس الإدارة بحد ذاته. وفي هذا الصدد يشير برادلي وكيم (Bradley and Kim (1985 أن سيطرة الإدارة التنفيذية على أكثر من 20% من حقوق التصويت في الشركات، يجعل من إمكانية قيام جهة داخلية أو خارجية بتقديم عروض شراء أسهم tender offers هذه الشركات أمراً نادراً، فما بالك بنجاح هذا العرض.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 431.

**1-2- نظام التصويت المجمع: Cumulative Voting System**

وهو نظام التصويت الذي يسمح لحامل السهم بتجميع الأصوات التي يمتلكها ويعطيها كيفما شاء لواحد أو أكثر من المترشحين وليس بالضرورة لجميع المترشحين المطلوب انتخابهم. ومن مزايا هذا النظام أنه يتيح الفرصة لأقلية المساهمين من خلال السماح لهم بتجميع الأصوات واختيار عضو أو أكثر من أعضاء مجلس الإدارة.

لكن فاعلية استخدام نظام التصويت المجمع في إيصال صوت الأقلية في الهيئات الاجتماعية، ليس مضمونة تماماً، إذ يمكن أن تستخدم الإدارة التفويضات الممنوحة لها والأصوات العائدة لها أصلاً بفعل ملكيتها لأقساط معتبرة في رأسمال الشركات التي تديرها، للتصويت على تخفيض عدد أعضاء مجلس الإدارة وهو إجراء يجعل من الصعب على أقلية المساهمين توفير عدد الأصوات الكافية لاختيار عضو في مجلس الإدارة.

وهناك وسيلة أخرى لإفشال محاولة أقلية المساهمين في ولوج مجلس الإدارة، وتتمثل هذه الوسيلة في استغلال الإدارة التفويضات وحقوق التصويت التي تحوزها في إقرار إجراء ينص على استبدال أعضاء مجلس الإدارة على دفعات وليس دفعة واحدة، وهو ما يجعل عدد الأصوات اللازمة لانتخاب عضو معين أكبر بكثير، ومن ثم يصبح من الصعب جداً على أقلية المساهمين ضمان دخول ممثلهم إلى مجلس إدارة الشركة.

**2- الدوافع المحفزة لمعارك التفويض:**

يهدف أقلية المساهمين في الشركات من وراء الدخول في معارك تصويت إلى إزاحة الإدارة القائمة واستبدالها بإدارة جديدة، أو على الأقل إسقاط بعض القرارات التي تقترحها الإدارة وتمرير قرارات أخرى أكثر تماشياً مع مصالحهم. ولذلك من الطبيعي جداً أن تقاوم الإدارات في الشركات ومن خلفها المساهمين المرجعيين، هذه الفعاليات وتحاول إفشال مساعي أقلية المساهمين. وحتى يكتب النجاح لمعارك التصويت يجب على الأطراف المبادرة بها، أخذ العوامل المفتاحية التالية بعين الاعتبار:

**1-2-1 هيكل ملكية الشركة وجغرافية رأسمالها:**

يشكل هيكل ملكية وجغرافية رأسمال الشركة كيفية (نمط) توزيع رأسمالها وحقوق التصويت فيها على مختلف فئات المساهمين، أي من هم أصحاب حقوق التصويت في الشركة وهل يمكن أن يتم

الحصول على تفويضات التصويت منهم بسهولة، أنهم يفضلون ممارسة حقهم في التصويت بأنفسهم أو أنهم لا يكثرنون لمصير الشركة التي يستثمرون فيها أموالهم. وحتى يمكن معرفة ميولات المساهمين في الشركة في هذا الشأن، هناك مؤشران أساسيان هما:

### 2-1-1 - تركيز الملكية: La concentration de l'actionnariat

تشير دراسات عديدة أجريت في سياقات اقتصادية مختلفة، أن تركيز ملكية الشركة في يد عدد محدود من الأشخاص الطبيعيين و/أو الاعتباريين، يشكل عائقاً كبيراً أمام مباشرة ونجاح معارك التصويت التي يقوم بها أقلية المساهمين في الشركات من أجل الدفاع عن مصالحهم. وذلك مثلما هو الشأن بالنسبة لعمليات السيطرة بصفة عامة والعروض العامة للشراء بصفة خاصة<sup>1</sup>. إذ توصلت هذه الدراسات عموماً، أن معارك التصويت تتعدد في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، أين يسود نموذج تشتت الملكية، وتقل في بلدان أوروبا الغربية التي تنتم بتركيز ملكية الشركات العاملة على مستواها. ففي دراسة قام بها جيرارد Girard سنة 2001، والتي تركزت حول نشاط أقلية المساهمين في كل من المملكة المتحدة وفرنسا، حيث قام هذا الباحث بتحليل ومقارنة الفعاليات التي قام بها أقلية المساهمين في 79 شركة فرنسية خلال الفترة من 1989 إلى غاية 2000، و في 57 شركة بريطانية خلال الفترة من 1992 إلى غاية 2000. وتوصل إلى أن الفعاليات التي يقوم بها أقلية المساهمين في الشركات البريطانية تختلف عن تلك السائدة في فرنسا، ففي حين يميل أقلية المساهمين في المملكة المتحدة إلى تفضيل معارك التصويت، تعتمد هذه الفئة على التفاوض، القضاء والإعلام، بصفة أكبر في فرنسا<sup>2</sup>، وهناك أمثلة عديدة في الصدد نذكر منها حالات شركات فاليو Valéo ، أتوس أوريجين Atos Origin ، سانت جوبان Saint-Gobain ، أكور Accor و كارفور Carrefour<sup>3</sup>.

هذا الاختلاف، بين البلدين، في مدى اتجاه أقلية المساهمين نحو اللجوء إلى معارك التصويت من أجل حماية حقوقهم، يمكن تفسيره من خلال النتائج التي توصل إليها فاسيو Faccio ولانغ Lang سنة 2008 فيما يخص مدى تركيز (تشتت) الملكية في بلدان أوروبا الغربية، إذ لاحظ هذان الباحثان أنه في

<sup>1</sup> - Hervé Hutin, op., cit, pp. 770-772.

<sup>2</sup> - Carine Girard, « **une typologie des actionnaires minoritaires en france**», *Finance Contrôle Stratégie*, Volume 4, N° 3, septembre 2001, p. 123 – 146.

<sup>3</sup> - Michel Albouy, Alain Schatt « **Activisme et Proxy Fight**», *Revue française de gestion*, Éditeur Lavoisier, (n° 198-199).

نهاية سنوات التسعينيات، أن هيكل ملكية ثلثي (2/3) الشركات البريطانية لا ينطوي على مساهم مرجعي يمتلك أكثر من 20% من الأسهم (حقوق التصويت)، في حين تشكل الشركات الفرنسية التي يمتلك فيها مساهم عائلي أكثر من 20% من الأسهم (حقوق التصويت) ثلثي (2/3) العينة المدروسة<sup>1</sup>.

ولا تفوتنا هنا الإشارة إلى أن نتائج مماثلة تم التوصل إليها فيما يخص باقي بلدان أوروبا الغربية (ألمانيا، إيطاليا، إسبانيا... إلخ)، وهي البلدان التي تمتاز أيضاً بدرجة كبيرة من تركيز ملكية الشركات واستخدام الهياكل الهرمية من طرف المساهمين المرجعيين من أجل التحكم فيها<sup>2</sup>.

بالإضافة إلى ذلك ساهمت مخالفة الشركات الفرنسية لمبدأ « سهم واحد حق تصويت واحد » « une action, une voix » عبر لجوءها إلى استخدام إستراتيجيات دفاعية من قبيل الأسهم الذهبية، الهياكل الهرمية، العهود بين المساهمين، تحديد سقف لحقوق التصويت، الأسهم بحق التصويت المضاعف، الأسهم بدون حق تصويت... إلخ، في تكريس ظاهرة تركيز الملكية وتقوية وضعية المساهمين المرجعيين في مواجهة أقلية المساهمين. حيث أدت آليات الاحتماء من السيطرة العدوانية، التي تخالف مبدأ المساواة بين المساهمين، في هذا البلد، إلى تركيز القوى التصويتية لدى المساهمين المرجعيين ومن تم القضاء على أغلب فرص نجاح أقلية المساهمين في الاعتراض على القرارات في الجمعية العامة للشركة وكذلك في مجلس إدارتها. وفي هذا الشأن تشير أيضاً دراسة أجريت من طرف شيرمان Shearman و ستيرلينغ Sterling لحساب المفوضية الأوروبية، أن 85% من الشركات الفرنسية خالفت مبدأ « سهم واحد حق تصويت واحد »، في حين لم تتجاوز نسبة الشركات البريطانية المخالفة لهذا المبدأ الـ 18%<sup>3</sup>.

## 2-1-2 - طبيعة المساهمين : La nature des actionnaires

في الواقع العملي تؤثر طبيعة (هوية) حملة الأسهم العادية للشركة (مساهمين أفراد، مساهمين أجراء، مساهمين صناعيين، مستثمرين مؤسساتيين... إلخ)، على كل من قدرتهم على الرقابة على إدارة

<sup>1</sup> - Mara Faccio, Larry H.P Lang, «The ultimate ownership of Western European corporations», *Journal of Financial Economics*, Volume 65, Issue 3, September 2002, Pages 365-395.

<sup>2</sup> - Richard Breal, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p. 1019.

<sup>3</sup> - Report on the Proportionality Principle in the European Union, « **Proportionality Between Ownership and Control in UE listed Companies External Study Commissioned by the European Commission** » Shearman and Sterling.

الشركة، الأهداف التي يودون تحقيقها من وراء الاستثمار في أسهمها، السلوكيات تجاه الأطراف الأخرى لاسيما الإدارة، القدرة على تحمل المخاطر. وبالتالي يجب على فئات أقلية المساهمين الذين يودون الدخول في معركة تفويضات ضد التحالف القائم في الشركة، أن يأخذوا بعين الاعتبار مختلف فئات المساهمين التي تشكل هيكل ملكيتها، ومدى إمكانية الحصول على تفويضات من هذه الفئات.

هذا وينصح بعدم بناء حسابات الأطراف المبادرة بمعركة التصويت على أساس انضمام المساهمين الأجراء والمساهمين الصناعيين إلى جهة أقلية المساهمين. بل يقول المنطق أن هاتان الفئتان سوف تدعمان الإدارة حفاظاً على مصالحهم، وذلك بصفتهن أعضاء في التحالف الحاكم في الشركة La coalition en place، لاسيما في ضل قيام إدارة الشركة مسبقاً بوضع مخططات لتمليك الأجراء ونسج علاقات عمل (زبائن، موردين) مع المساهمين الصناعيين. وبذلك يصبح مصير المساهمين الأجراء، مرتبط باستقرار الشركة أكثر من مصير الإدارة في حد ذاتها، وذلك على أساس أن هذه الفئة تستثمر كل من رأسمالها المادي ورأسمالها البشري في الشركة. ونفس الشيء بالنسبة للمساهمين الصناعيين الذين يخشون أن تؤدي معركة التصويت إلى استبدال الإدارة القائمة، التي سبق وأن نسجوا معها علاقات عمل، مما يعني احتمال فسخ هذه العلاقات وفقدانهم لمزايا مالية قد تكون كبيرة.

## 2-2- توفير الموارد المالية اللازمة لإنجاح معركة التصويت:

معارك التصويت تشبه إلى حد كبير الحملات الانتخابية التي يقوم بها المترشحون في الأنظمة السياسية عبر الدول، إذ تنطوي على حصول الأطراف المبادرة بها على عدد معتبر من الأصوات والتفويضات بالتصويت من مساهمين عديدين منتشرين في مناطق جغرافية متباعدة. و يتطلب ذلك تخصيص موارد مالية كبيرة، تستخدم في جمع عدد الأصوات الكافي، سواء لإسقاط القرارات غير المرغوبة من طرفهم أو تمرير تلك التي تصب في مصلحتهم. وتستخدم هذه الموارد المالية عادة فيما يلي:

### 2-2-1- مصاريف الإعلام: Les couts de communication

يرتكز نجاح معارك التصويت منن عدمه في جانب كبير منه، على مدى قدرة الأطراف المبادرة بهذه المعارك على جمع الأصوات العائدة للمساهمين الآخرين. ويتطلب ذلك عموماً نشاطات وجهود جبارة في مجال الإعلام، الاتصال وإذاعة النزاع بين أقلية المساهمين وإدارة الشركة، حيث تؤدي هذه الجهود إلى جلب أكبر عدد ممكن من المساهمين غير الراضين على أداء إدارة الشركة.

وعلى الرغم من الإسهامات الكبيرة التي قدمتها التقنيات الجديدة للإعلام والاتصال (NTIC)، التي سمحت بتخفيض تكلفة الاتصال بالمساهمين وإسماع صوت الأقلية عبر وسائل الإعلام وما يشكله من وسيلة ضغط يمكن أن تؤتي تمارها قبل الوصول إلى معركة التصويت في الجمعية العامة. ومن الأمثلة الحية في هذا الصدد، يمكن ذكر ما قام به المواطن الأمريكي إيريك جاكسون Eric Jackson، الذي لم يكن يملك سوى 45 سهم في رأسمال شركة ياهو Yahoo الأمريكية. و بعد قيامه بمعركة تصويت باستعمال شبكتي التواصل الاجتماعي ماي سبايس Myspace و فليكر Flickr عبر الأنترنت، تمكن من إقناع العديد من صغار المساهمين بتفويضه للتصويت نيابة عنهم في الجمعية العامة، وبذلك توصل إلى جمع حقوق التصويت المقابلة لـ 911666 سهم دون أن يدفع ولو سنتاً واحداً<sup>1</sup>، في حين تشير أرقام الواقع العملي أن معركة التصويت تتكلف في حدود 250.000 دولار على أقل تقدير<sup>2</sup> وقد تصل إلى ملايين الدولارات<sup>3</sup>.

لكن ومع هذا، مازالت مصاريف الإعلام تمثل عاملاً مهماً في نجاح أو فشل معركة التصويت، خاصة في ضل قيام الإدارة بإجراءات مضادة مُستعملة في ذلك أموال المساهمين، بالإضافة إلى رفضها إعطاء عناوين حملة الأسهم لأقلية المساهمين من أجل الاتصال بهم في إطار معركة التصويت<sup>4</sup>.

## 2-2-2- تكلفة الأسهم المقتناة في إطار العملية:

حتى تنجح معركة التصويت، يجب على المساهمين المبادرين بمعركة التصويت، تقديم أدلة على جدية مسعاهم، و إرسال إشارات مالية إيجابية حول ارتفاع قيمة أسهم الشركة، وهما الأمران اللذان يؤديان إلى زيادة ثقة باقي المساهمين فيهم ومن تم انضمامهم إلى مسعاهم. ولا يتأتى ذلك إلا من خلال قيامهم باقتناء عدد معتبر من أسهم الشركة. وهو كذلك الإجراء الذي يسمح لهم بزيادة عدد حقوق التصويت العائدة لهم و التي سوف تستخدم في قلب التوازنات في الجمعية العامة. وفي هذا الشأن يشير ألبوي Albouy وشات Schatt في دراسة أجريت حول معركة التصويت التي تمت على مستوى مجموعة أندري André، أن المساهمان المبادران بمعركة التصويت كانا يمتلكان قبل ذلك 05% و 10% من أسهمها على

<sup>1</sup> - « Yahoo face au proxy fight », 5 mars 2007, [http:// www. blast-blog. Fr](http://www.blast-blog.fr)

<sup>2</sup> - Michel Albouy, Alain Schatt « Activisme et Proxy Fight », Revue française de gestion, Éditeur Lavoisier, (n° 198-199).

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 431.

<sup>4</sup> - المرجع السابق، ص 431.



الترتيب، وفي تاريخ الجمعية العامة أصبحا يمتلكان حوالي ثلث (1/3) الأسهم، ويعني ذلك أنهما استثمرا الكثير من الأموال في شراء أسهم المجموعة عن طريق التجميع في البورصة، وقدرت هذه الأموال بحوالي 450 مليون أورو<sup>1</sup>.

ومن هنا يتضح أن عامل توفر الموارد المالية اللازمة لمعركة التصويت يعد عاملاً ضرورياً جداً لإنجاح هذه الفعاليات، خاصة إذا كان الطرف المنافس تحالف حاكم في الشركة، يتشكل من إدارة تنفيذية متجذرة ومساهمين مرجعيين يمتلكون نسب معتبرة في هيكل ملكيتها.

### 2-3 - الأداء المالي للشركة: La performance des sociétés

يشهد تاريخ معارك التصويت، أن هذه الفعاليات تثار نتيجة ضعف خلق الثروة للمساهم وعدم قيام الإدارة بدورها في تعظيم قيمة السهم، سوء التسيير المالي للشركة (عدم كفاية المردودية، ارتفاع مخاطر الإفلاس، تراجع قيمة السهم في السوق... إلخ) أو بسبب تصرفات الإدارة التي تعتبرها أقلية المساهمين تصرفات سالبة لثرواتهم (تقديم تنازلات بأسعار منخفضة، اعتماد إستراتيجيات الأقراص المسمومة... إلخ). حيث أنه وبعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والتي تكبد فيها المساهمين في الشركات الكثير من الخسائر، نشهد في السنوات الأخيرة زيادة يقظتهم وميولهم نحو إسماع صوتهم أكثر فأكثر والاعتراض على كل القرارات التي يرون أنها تمس بحقوقهم، وذلك حتى وإن كانت هذه القرارات مصدرها الدولة، كمساهم مرجعي لا يهتم كثيراً بالأداء المالي مثلما يهتم بالحفاظ على مناصب الشغل واستقرار الشركات<sup>2</sup>.

وضمن هذا الإطار، أثبتت العديد من الدراسات التي أجريت في، السياق الأنجلوسكسوني بهدف البحث حول عوامل إثارة معارك التصويت، أن سوء الأداء المالي للشركة هو ليس فقط مصدر امتعاض صغار المساهمين فيها بل هو كذلك سبب نجاح هذه المعارك. ففي دراسة قام بها دي أنجلو De Angelo و دي أنجلو De Angelo حول 86 معركة تصويت حدثت في الولايات المتحدة الأمريكية بين سنتي 1970 و1983، تم التوصل إلى أن سوء نتائج الشركة يعد سبباً لقيام أقلية المساهمين بالدخول في معركة

<sup>1</sup> - Michael Albouy, Alain Schatt, « Les prises de contrôle par les actionnaires contestataires : le cas André », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 2, 2004, p. 33-65.

<sup>2</sup> - Michel Albouy, Alain Schatt « Activisme et Proxy Fight », op., cit., pp. 198-199.

تصويت ضد الإدارة، في 71% من الحالات. وأن الشركات التي حدثت فيها هذه الفعاليات هي تلك التي تمتاز بضعف أداءها مقارنة بالمتوسط العام<sup>1</sup>.

بالإضافة إلى ذلك برهنت دراسة أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية من طرف كاربوف وباحثين آخرين Karpoff et al، أهمية الدور الذي يلعبه الأداء المالي للشركة في قرارات المساهمين، وذلك على أساس دراسة حوالي 500 اقتراح تقدم به المساهمين في الجمعيات العامة في الفترة من 1986 إلى غاية 1990<sup>2</sup>.

هذا ولم يختلف الوضع في فرنسا عما هو سائد في الولايات المتحدة الأمريكية، فيما يخص دور سوء الأداء المالي للشركات كدافع لقيام أقلية المساهمين فيها بمعارك تصويت، حيث أثبتت دراسة قام بها كليمنت Clément سنة 2006، والتي أجريت على 35 معركة تصويت حدثت في هذا البلد بين 1991 و2004. أن الهدف الرئيسي الذي سعى إليه المبادرون بهذه المعارك كان يتمثل في إقالة الإدارة، وأن الدافع وراء ذلك يكمن في سوء أداء هذه الإدارة، يليه دوافع أخرى تتمثل في عمليات رفع رأس المال والإجراءات المضادة للعروض العامة للشراء، وأن الأجور والحوافز التي يحصل عليها المدراء لم تكن يوماً ما دافعاً وراء إثارة هذه المعارك<sup>3</sup>.

### 3- تقييم فعالية معارك التفويض :

بالنظر إلى الصعوبات التي تعترض أقلية المساهمين في طريقهم إلى تشكيل تحالف قادر على قلب التوازنات في الهيئات الاجتماعية للشركة وإزاحة الإدارة القائمة. يصبح هذا الهدف الأخير صعب المنال حتى في الدول التي تتسم بخاصية تشتت الملكية مثل دول العالم الأنجلوسكسوني، ففي دراسة أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية، لاحظ دود Dodd و وارنر Warner سنة 1983، أن أقلية المساهمين لم يتمكنوا من إزاحة الإدارة القائمة سوى في 18 حالة من أصل 96 معركة قضائية<sup>4</sup>. ونفس

<sup>1</sup> - De Angelo H. et De Angelo L., « Proxy contests and the governance of publicly held corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 23, n° 1, 1989, p. 29-59.

<sup>2</sup> - Jonathan Karpoff M., Paul Malesta. et Ralph A Walking., « Corporate governance and shareholder initiatives : empirical evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 42, n° 3, 1996, p. 365-395.

<sup>3</sup> - Jean.-Charles Clément, « Le rôle des batailles de procurations au sein du gouvernement des entreprises », Thèse de doctorat, Université de Grenoble 2, novembre 2006.

<sup>4</sup> - Peter Dodd, Jerold Warner, « On corporate governance: a study of proxy contests », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, n° 1-4, 1983, p. 401-438.

الشيء تم تسجيله في فرنسا، حيث توصل كليمنت Clément إلى أن معدل فشل أقلية المساهمين في الوصول إلى تحقيق مطالبهم من خلال معارك التصويت وصل إلى 63%. وبصورة أدق، من أصل 44 معركة تصويت، نجح أقلية المساهمين في إزاحة الإدارة القائمة في 06 حالات من 10، في حين تمكنوا من إبطال إجراءات الاحتماء من العروض العامة للشراء في 03 حالات من 09، أما فيما يخص عمليات رفع رأس المال فقد تمكنوا من إجهاض 04 محاولات من أصل 11 محاولة. لكن الفشل الدريع تم تسجيله على مستوى الحصول على مقاعد في مجالس إدارات الشركات الـ 35 المكونة لعينة دراسة كليمنت Clément.

لكن ورغم أن هذه النتائج التي تعتبر غير مشجعة فيما يخص معدل نجاح هذه المعارك في تحقيق أهدافها المنشودة، إلا أن سماحها بإذاعة الخلاف بين المساهمين والإدارة على نطاق واسع، يؤدي في غالب الأحيان إلى زيادة الضغط على هذه الأخيرة ومن تم تحسين أدائها في خدمة المساهمين، فظلاً عن التحسن الذي يطرأ على القيمة السوقية للشركة من جراء هذه المعارك.

#### 4- معارك التفويض والأداء المالي للشركات:

من المتفق عليه أن سوء الأداء المالي للشركة يعتبر واحداً من الدوافع الرئيسية لإثارة أقلية المساهمين لمعركة تصويت على مستواها. كما يعتبر تحسين الأداء هدفاً منشوداً في مثل هذه الفعاليات. ولذلك من الطبيعي جداً أن يؤثر الإعلان عن معارك التصويت على مستوى الشركات على أدائها المالي وثروة المساهمين فيها. وفي هذا الصدد أجريت العديد من الدراسات في كل من الولايات المتحدة وفرنسا، حيث أثبتت تلك التي أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية، أن للإعلان عن معارك التصويت أثر إيجابي على ثروة المساهمين، ففي دراسة لـ دود Dodd و وارنر Warner أجريت سنة 1983، تم التوصل إلى أن المردوديات غير العادية المتراكمة (RAC) *rentabilités anormales cumulées* خلال فترة سنتين (60) يوم التي سبقت الإعلان عن معركة التصويت، كانت إيجابية بصورة ذات معنوية (11,9%)<sup>1</sup>. وقد تم تدعيم هذه النتيجة من خلال دراسات كل من دي أنجلو De Angelo و دي أنجلو De Angelo<sup>2</sup>، إيكينبيري Ikenberry ولاكونيشوك<sup>3</sup> Lakonishok، التي أجريت أيضاً في الولايات المتحدة الأمريكية،

<sup>1</sup> - Peter Dodd, Jerold Warner, op., cit, p. 401-438.

<sup>2</sup> - De Angelo H. et De Angelo L, op., cit, p. 29-59.

<sup>3</sup> - David Ikenberry, Josef Lakonishok, «Corporate governance through the proxy contest : evidence and implications», *Journal of Business*, vol. 66, n° 3, 1993, p. 405-435.

وتوصلت إلى معدلات مردودية غير عادية متراكمة تصل إلى 18,7% و 10,0% على الترتيب. ومن جانبها بولسن Poulsen وميلهورن<sup>1</sup> Mulherin، توصلا إلى ملاحظة مردوديات غير عادية متراكمة تقدر بـ 08%، وذلك خلال الفترة الممتدة من 20 يوم قبل الإعلان عن معركة التصويت إلى غاية 05 أيام بعد هذا الإعلان، كما لاحظا أن نجاح هذه المعارك في إزاحة الإدارة القائمة، يعتبر عاملاً محدداً في خلق وتعظيم الثروة للمساهمين، لاسيما في الشركات التي تعاني من سوء أداء الإدارة فيها.

وفي فرنسا لم يختلف الوضع، لكنه كان أقل حدة مما كان عليه الأمر في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث توصل كليمنت Clément من خلال دراسة لعينة مكونة من 47 شركة فرنسية كانت موضوع معارك تصويت في الفترة من 1991-2004، إلى تحقيق أسهم هذه الشركات لمردوديات غير عادية متراكمة إيجابية<sup>2</sup>. كما يضيف شات Schatt وألبوي Albouy، أن نجاح معركة التصويت التي قام بها أقلية المساهمين على مستوى مجموعة أندري André، سمح بخلق الثروة في هذه المجموعة على المدى البعيد، حيث تحسن الأداء التشغيلي وتطور أداء أسهمها في السوق المالي<sup>3</sup>. أما التحسن المذهل في مردودية السهم نتيجة معركة تصويت أدت إلى إقالة الإدارة وإعادة هيكلة الشركة، فقد كان على مستوى شركة روديا Rhodia، أين تم تسجيل مردوديات غير عادية متراكمة إيجابية وصلت إلى 46,6%<sup>4</sup>.

#### 5- معارك التفويض وحوكمة الشركات:

على الرغم من أنه عادة، لا تهدف معارك التصويت في الشركات إلى التحكم المباشر فيها، بل يسعى القائمون - أقلية المساهمين - على هذه الفعاليات إلى الحصول على وزن تصويتي كافي في كل من الجمعية العمومية للمساهمين و مجلس الإدارة، من أجل التأثير على القرارات، أي معارضة بعض القرارات واقتراح أخرى، وذلك على أساس مدى تأثيرها على مصالحهم ووضعهم في الشركة، وكذا على أساس مدى احترامها لمبادئ حوكمة الشركات، خاصة فيما يتعلق بمبدأي المعاملة المتكافئة للمساهمين

<sup>1</sup> - Harold J Mulherin, Annette B Poulsen A, « Proxy contests and corporate change : implications for shareholder wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 47, n° 3, 1998, p. 279-313.

<sup>2</sup> - Jean.-Charles Clément, « Le rôle des batailles de procurations au sein du gouvernement des entreprises », Thèse de doctorat, Université de Grenoble 2, novembre 2006. pp.236-241.

<sup>3</sup> - Michael Albouy, Alain Schatt, « Les prises de contrôle par les actionnaires contestataires : le cas André », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 2, 2004, p. 33-65.

<sup>4</sup> - Jean.-Charles Clément, op., cit, pp.236-241.

وحماية حقوق الأقلية. وفي هذا الصدد تشير دراسة أجريت في فرنسا على أشغال الجمعيات العامة للشركات المشكلة لمؤشري كاك 40 (CAC 40) و أس بي أف 250 (SBF 250) سنة 2008، أن الجدل في الجمعيات العامة لهذه الشركات يتركز بالخصوص حول مواضيع أجور وحوافز الإدارة، أمام كل من تعيين وتجديد عهدة أعضاء مجلس الإدارة، التصاريح المالية و الإجراءات المضادة لمحاولات السيطرة، إذ شكلت هذه المواضيع مجمل القضايا الحساسة التي كانت محل عمليات جمع التفويضات من طرف المساهمين من أجل معارضة قرارات الإدارة.

كما أثبتت هذه الدراسة أيضاً أن مسألة الأجور والحوافز التي تمنح لأعضاء الإدارة لم تشكل موضوعاً للاعتراض من طرف المساهمين وأن أغلب اقتراحات الإدارات في هذا الإطار قد تم تمريرها من طرف الجمعيات العامة، وذلك في حدود 92%. وأن المساهمين في الشركات لا يهتمهم مبلغ هذه الأجور والحوافز بقدر ما تهتمهم الإدارة الجيدة لشركتهم واحترام حقوقهم كمساهمين.

كذلك توصلت هذه الدراسة أيضاً أن أكثر القرارات التي تعرضت للإسقاط في الجمعيات العامة هي تلك المتعلقة بتبني الشركة لإجراءات ضد محاولات السيطرة وخاصة منها وصولات بروتون Bons Bretons، وتلك المتعلقة برفع رأس المال في إطار خطط تمليك العاملين. و هنا لا بد من الإشارة إلى مستوى النضج والوعي الذي وصل إليه المساهمين وأخذهم لزام الأمور في الشركات التي يساهمون فيها، حيث أصبحوا يركزون على القضايا (القرارات) التي تؤثر على حقوقهم السياسية والمالية (الحق في الرقابة على الشركة) وليس فقط على حقوقهم المالية.

### المطلب الثالث: جمعيات الدفاع عن حقوق المساهمين وفعالية الدعاوى القضائية.

ظهرت جمعيات الدفاع عن حقوق أقلية المساهمين، نتيجة تعرض هذه الفئة في الشركات إلى عمليات سطو على حقوقها من طرف أغلبية المساهمين، من جهة. وعدم قدرة صغار المساهمين على الدفاع على مصالحهم بسبب ارتفاع تكلفة الدعاوى القضائية، من جهة أخرى. وقد أصبحت في السنوات الأخيرة وفي ضل تصاعد حدة فعاليات حملة الأسهم في الدفاع L'activisme actionnariale عن مصالحهم واحدة، من الآليات الأساسية لحوكمة الشركات.

**1- ماهية جمعيات الدفاع عن حقوق المساهمين:** هي عبارة عن جمعيات (كيانات قانونية)، تتكون من أقلية المساهمين في الشركات، سواء كانوا من صغار حملة الأسهم أو كبار المستثمرين، وذلك بهدف

الدفاع عن مصالحهم المشتركة، حيث تتكفل نيابة عنهم بالدفاع عن مصالحهم من خلال رفع دعاوي قضائية ضد الإدارات في الشركات في حالة إخلالها بمبدأي المعاملة المتكافئة للمساهمين وحماية حقوق الأقلية. ويرتكز نشاط هذه الجمعيات حول تجميع أقلية المساهمين الغير راضون على ممارسات الإدارات في الشركات التي يستثمرون فيها أموالهم ويودون الدخول في معركة قضائية مع إدارة الشركة، لكن تتقصصهم الإمكانيات لذلك.

## 2- تقييم عمل جمعيات الدفاع عن حقوق المساهمين:

تتدخل جمعيات الدفاع عن حقوق المساهمين في العديد من الحالات كبديل عن الفعاليات الأخرى- في حالة عدم تمكن أقلية المساهمين من القيام بها- وذلك من أجل محاولة تفعيل مبدأ حماية حقوق أقلية المساهمين في الشركات.

وعلى العموم، غالباً ما تتحرك هذه الجمعيات من خلال دعاوي قضائية ضد الإدارات في الشركات، وذلك عندما يكون هناك انخفاض غير عادي في أسعار أسهم هذه الشركات أو عندما لا يتم احترام إحدى الحقوق الأساسية للمساهم من قبيل الحق في الحصول على المعلومات. وواقع الحال أن هناك العديد من المناسبات تؤدي فيها أخطاء الإدارة أو عدم نزاهتها إلى انخفاض غير عادي في أسعار أسهم الشركات، وفي كلتا الحالتين يقع الضرر على المساهمين ومن تم يصبح من حقهم المطالبة بتعويضات. ومن الأمثلة الحية على الممارسات التي يمكن أن تقوم بها الإدارة التنفيذية في الشركة والتي يمكن أن تكون مضرّة إلى حد كبير بمصالح أقلية المساهمين، نجد عمليات الاندماج والاستحواذ التي تبادر بها الإدارة في الشركة الراغبة في السيطرة من أجل تحقيق أهدافها الذاتية (النمو، تخفيض المخاطر، التجدر... إلخ) على الرغم من أن أغلب العوائد المرتبطة بعملية الاندماج تعود إلى مساهمي الشركة الهدف\*.

كما تجدر الإشارة إلى أن جمعيات حماية حقوق أقلية المساهمين، تدخل ضمن إجراءات التعويض المتبعة في الأسواق المالية، من أجل تعويض أقلية المساهمين عن الخسائر التي يمكن أن يتعرضوا لها نتيجة قيام كل من الإدارات في الشركات وأغلبية المساهمين بالتعسف في استخدام أصول

\* للمزيد حول هذا الموضوع عد إلى الصفحة 88 رقم من هذه الأطروحة.

الشركة أو التعسف في استخدام الأغلبية، فعلى سبيل المثال نجحت جمعية ADAM\* للدفاع عن حقوق أقلية المساهمين في فرنسا سنة 1991، في الحصول على مبلغ 84 مليون أورو لتعويضات لمنخرطيها الذين كانوا ضحايا إفلاس شركة الصرافة تيفيي Tuffier، كما قامت سنة 1998 برفع دعوى قضائية نيابة عن أقلية المساهمين في شركة هافاس Havas حول شروط وكيفيات الاستحواذ على هذه الأخيرة من طرف الشركة العامة للمياه (CGE) La Compagne Générale des Eaux، حصلت لهم على تعويض إضافي يقدر بـ مليار دولار. كذلك تدخلت جمعية ADAM في العديد من عمليات الاندماج-استحواذ، التي كانت إحدى أطرافها شركة فرنسية، على غرار عملية Vivendi-Havas سنة 1998، عملية Schneider- Legrand سنة 2001 و عملية Renault-Nissan في سنة 2002، وهي العمليات التي ارتأت أنها مست بمبدأي الشفافية وحقوق أقلية المساهمين.

كذلك وعلى الرغم من التشابه الكبير بين جمعيات الدفاع عن حقوق المساهمين والمنظمات غير الحكومية (ONG) التي تُعنى في إحدى جوانب نشاطها بفعاليات المساهمين مثل أمنستي أنترناسيونال Amnesty International، إلى أنه لا يجب الخلط بينهما ففي حين تتكفل الأولى بحماية حقوق المساهمين لاسيما عن طريق القضاء، تسعى الثانية إلى امتلاك أسهم في رأس مال الشركات المستهدفة من أجل توجيه قراراتها وجعلها أكثر اضطلاعا بالمسؤولية الاجتماعية وحماية البيئة. ففي الولايات المتحدة الأمريكية، أين يمكن للمساهم أن يشارك في اجتماعات الجمعية العامة من خلال امتلاك 2000 دولار فقط من الأسهم، حاولت أمنستي أنترناسيونال Amnesty International القيام بفعاليات في شركات ترى أن إدارتها لا تضطلع بالمسؤولية الاجتماعية وحماية البيئة بالقدر الكافي<sup>1</sup>.

وهذا النوع من الإجراءات مازال يتطلب المزيد من الدعم من جانب المشرعين والمنظمين في الأسواق المالية جهاز القضاء، حتى يصل إلى مستوى مرضي من الكفاءة في توفير الحماية لأقلية المساهمين، وهو يعمل في ضل توفر الإجراءات الاحترازية (هيئة الرقابة على البورصة مثلاً) التي تسهر على حسن سير المعاملات في الأسواق المالية.

\* ADAM، عبارة عن إختصار لجمعية الدفاع عن حقوق أقلية المساهمين في فرنسا Association de Défence des Actionnaires «Minoritaires»

1 - Jonathan Berk, Peter De Marzo, op., cit, pp 942-943.

**المطلب الرابع: المستثمرون المؤسسيون، فعاليات أقلية المساهمين وحوكمة الشركات.**

يعتبر بروز المساهمين المؤسسيين كإحدى سمات الرأسمالية المالية في العقود الأخيرة، و كلاعب رئيسي في هيكل ملكية وجغرافية رأسمال الشركات المسعرة في البورصات العالمية، من الأمور التي لفتت الكثير من الانتباه والعناية من طرف المنظمين الاقتصاديين والباحثين على حد سواء.

### 1- ماهية المستثمرون المؤسسيين:

ظهر مفهوم المستثمرين Investisseurs Institutionnels في ظل التحولات العميقة التي عرفتتها الرأسمالية وبالأخص في إطار تقوية سلطة المساهمين في الشركات المسعرة، وذلك بعد أن تم إهمالهم واستغلالهم لمدة طويلة في عهد الرأسمالية الإدارية Capitalisme Manageriale. وحسب برانكاتو Brancato « يقصد بمستثمر مؤسسي كل مستثمر يمتلك أموال تدار من طرف إدارات مهنية في إطار صندوق أو هيئة تعمل لحساب مجموعة من الأفراد أو لحساب هيئة أو مجموعة من الهيئات»<sup>1</sup>. ويندرج تحت هذا المفهوم الفئات الأربع التالية:

- صناديق المعاشات العمومية والخاصة؛

- شركات الاستثمار؛

- شركات التأمين؛

- البنوك وبالضبط أقسامها أو فروعها المتخصصة في الاستثمار في القيم المنقولة؛

في العقود الأخيرة زاد عدد وحجم المستثمرين المؤسسيين، لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية، التي تعتبر البلد السباق في هذا المجال، وكان ذلك سواء من خلال صناديق المعاشات العامة أو الخاصة التي أنشئت منذ مطلع أربعينيات القرن الماضي والتي نذكر منها صندوقا ولايتا كاليفورنيا (CalPERS) و ويسكنسون. حيث ساهم إصدار قانون تأمين اقتطاعات تقاعد المستخدمين\* (ERISA) في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1974، في زيادة نمو نشاط هذا النوع من المؤسسات المالية، إذ شكل هذا القانون إطاراً تشريعياً لحماية مدخرات الأسر لدى المستثمرين المؤسسيين على العموم وصناديق المعاشات على الخصوص، حيث أدى ذلك إلى تضاعف قيمة أصول هذه الكيانات ثلاث مرات في الفترة

<sup>1</sup> - Julienne Brabet, « la main visible des investisseurs institutionnels », revue française de gestion, n 141(2002/05), pp. 203-224.

\* Employee Retirement Income Security Act (ERISA).



من 1970 إلى 1980 وأربع مرات في الفترة من 1980 إلى 1998، لتصبح تمتلك في سنة 1998 ما نسبته 50% من قيمة الأسهم المسعرة في الأسواق الأمريكية، مما وضع الولايات المتحدة الأمريكية على رأس البلدان الأكثر امتلاكاً للأصول المالية على المستوى العالمي بنسبة ملكية تصل إلى 51,5% من إجمالي الأصول على مستوى العالم، متبوعة من طرف اليابان 13,7%، المملكة المتحدة 8,6، فرنسا 4,9% وألمانيا 4,5%<sup>1</sup>.

## 2- مفهوم صناديق الاستثمار:

تعد صناديق الاستثمار إحدى المؤسسات المالية التي تقوم بدور هام ومحرك في تنشيط الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم و السندات). لاسيما من خلال جمع المدخرات الصغيرة ومساعدة الأفراد الذين لا يملكون الخبرة والوقت الكافيين لاستثمار أموالهم وإدارة استثماراتهم. ظهرت هذه الصناديق أول مرة في المملكة المتحدة سنة 1870، تلتها الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1924، ثم ألمانيا عام 1950 وبعد ذلك انتشرت في بقية دول أوروبا واليابان. ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً، يعتبر صندوق Msahotes Investment Trust Fund هو أول صندوق استثماري أسس في هذا البلد وذلك ليعمل كأداة استثمارية لأساتذة جامعة هارفارد. بعد ذلك شهدت هذه الصناديق نمو وتطوراً مضطربين، سواء من حيث العدد، إستراتيجيات الاستثمار المتبعة ومبلغ الأصول التي تديرها<sup>2</sup>.

وعرفها هنري (Henri) على أساس « أنها تشكيلات من الأوراق المالية المختارة بدقة وعناية متناهية ليناسب كل منها أهداف فريق معين من المستثمرين المحتملين وجمهورها من الأفراد الذين لا تتوفر لديهم إمكانات مادية كبيرة تكفي لبناء محافظ استثمارية خاصة بهم أو ممن ليس لهم خبرة ودراية بعملية الاستثمار أو من كلا الصنفين السابقين».

أما روز (Rose) فعرفها بأنها « مجموعة إدارة الاستثمارات المحترفة التي تضم الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى التي تظهر الموازنة مع أهداف الصندوق المعلن عنها».

<sup>1</sup> - Julienne Brabet, op., cit, pp. 203-224.

<sup>2</sup> - علاء فرحان طالب وآخرون، إدارة المؤسسات المالية: مدخل فكري معاصر، دار الايان للنشر والتوزيع، عمان 2015، ص 221.

وهناك من ينظر إليها « كآلية لتجميع الأموال و الموارد من خلال إصدار وحدات للعامة واستثمار هذه الأموال في الأوراق المالية وفقاً لأهداف معينة».

وعلى هذا الأساس فإن صناديق الاستثمار هي مؤسسات مالية متخصصة مهمتها جمع مدخرات الأفراد والشركات واستثمارها في الأوراق المالية بدلاً عنهم، حيث تعطيهم مقابل ذلك وثائق استثمار تثبت ملكيتهم لحصص في تلك المحافظ التي تديرها هذه الصناديق.

و صناديق الاستثمار هي عبارة عن مؤسسات مالية متخصصة تقوم بجمع السيولة من الأفراد والمؤسسات واستثمارها لحسابهم وفق هدف محدد، وباستخدام إستراتيجيات استثمارية عديدة. وعلى هذا الأساس يتم التمييز بين الصناديق المشتركة Les fonds mutuels و صناديق التحوط Hedge Fund .

### 3- أنواع صناديق الاستثمار:

يمكن التمييز بين نوعين من صناديق الاستثمار كمايلي:

#### 3-1- الصناديق المشتركة: Les fonds mutuels

هي عبارة عن صناديق استثمار تقوم باستثمار الأموال التي تجمعها من صغار المستثمرين الذين تعوزهم الخبرة والدراية في مجال تنويع محافظهم الاستثمارية بالطريقة الصحيحة وبأقل قدر من تكاليف المعاملات، وبسبب هذه الخصائص التي تتميز بها عرفت هذه الصناديق نمواً كبيراً في حجم أصولها منذ الحرب العالمية الثانية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً وصل مبلغ الأصول الذي تتحكم فيها في سنة 2008 إلى 12.000 مليار دولار، حيث أن 50% من الأسر الأمريكية تمتلك حصص في هذه الصناديق<sup>1</sup>.

وتؤسس الصناديق المشتركة كمؤسسات متخصصة مستقلة لا تتبع لأي جهة مثل فيديليتي Fidelity، كفروع لبنوك على غرار تلك الصناديق التابعة لبنك جي بي مورجان شايز أند كو JP Morgan Chase & Co أو كفروع لشركات تأمين مثل ما هو عليه الحال بالنسبة لشركة التأمين الأمريكية ستايت فارم State Farm التي تمتلك العشرات من الصناديق المشتركة المفتوحة للاكتتاب أمام جميع أصناف

<sup>1</sup> - John Hull, gestion des risqué et institutions financiers, traduction et adaption en français, Christophe Godlewski, Maxime Merli, 3 édition, PERSON, Montreuil, France 2013, p 69.

المستثمرين الأمريكيين. أما من ناحية مجال التدخل تقوم لجنة الرقابة على عمليات SEC بتنظيم مجالات تدخل كل نوع من أنواع الصناديق المشتركة، كما يلي:

- الصناديق السندية التي تستثمر في السندات ذات معدل ثابت وأجل استحقاق أكبر من سنة؛
- صناديق الأسهم التي تستثمر في أسواق الأسهم؛
- الصناديق المختلطة التي تستثمر في نفس الوقت في الأسهم، في السندات وفي الصكوك الأخرى؛
- الصناديق النقدية التي تستثمر في الأدوات التي لا يتعدى أجل استحقاقها سنة؛
- الصناديق التي تتبع المؤشرات و التي تهدف إلى إعادة إنتاج أداء المؤشر من خلال تشكيل محفظة تتضمن نفس القيم المنقولة المتضمنة في المؤشر وبنفس الوزن، وهي في الغالب تتبنى إستراتيجيات سلبية فيما يخص التأثير على القرار في الشركات المصدرة للأسهم المتضمنة في المحفظة.

وفي فرنسا يطلق على الصناديق المشتركة للاستثمار اسم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM، وهي تعمل في إطار أحد الشكلين التنظيمي التاليين: شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير SICAV أو الصناديق المشتركة للتوظيف FCP.

### 3-2- صناديق التحوط<sup>1</sup>:

لقد أدى تنامي دور الأسواق المالية في تمويل الاقتصاد، تطور البيئة المالية وارتفاع معدلات التضخم وما نتج عن ذلك من أزمات مالية متعاقبة. و قيام الخبراء الماليين وصغار المدخرين، على حد سواء، بالبحث عن أمن الوسائل الاستثمارية والأدوات التي تضمن العوائد مع تقليل المخاطر المرافقة لها، إلى ظهور صناديق التحوط لأول مرة سنة 1949 في الولايات المتحدة الأمريكية على يد الصحفي المتخصص ألفريد وينسلو جونز Winslow Jones Alfred، حيث قام هذا الأخير بإنشاء صندوق استثمار A. W. Jones & Co، الذي أعتمد على إستراتيجية مبنية على دمج أسلوبين معروفين في مجال الاستثمار في الأوراق المالية هما الرافعة المالية والبيع القصير لتحقيق عوائد أعلى من تلك التي يحققها

<sup>1</sup> - Michel Albouy, Alain Schatt, «Activisme et Proxy Fight», op., cit, Pages 297 – 315.

السوق و المؤسسات المالية العادية. لكن تسمية صناديق التحوط Hedge Fund لم تظهر حتى إلى غاية سنة 1966.

وبالنظر للتطور والتشابك الذي يميز البيئة المالية وتشارك صناديق التحوط في الكثير من الصفات، الآليات والأساليب مع باقي المؤسسات المالية الأخرى، أصبح من الصعب تقديم مفهوم محدد يميز هذه الكيانات عن باقي المؤسسات المالية الأخرى وأدى ذلك أيضاً إلى تعدد التعاريف لهذا النوع من المستثمرين المؤسسيين. وفي هذا الإطار نجد ماك كراري Mc Crary يعرف صناديق التحوط على أنها « مؤسسات مالية استثمارية غير خاضعة للتشريعات القانونية أو ضعيفة التشريع تعمل على دفع أجور لإدارة محافظها من أجل تحقيق عوائد موجبة عبر الاستثمار في الأسهم والسندات غير المرتبطة»، في حين نجد أن البنك المركزي الأوروبي (BCE) يعرف صندوق التحوط على أنه « مؤسسة مالية غير منظمة بقانون أو منظمة بشكل جزئي، تعمل على استخدام إستراتيجيات استثمارية بصفة حرة، لتحقيق عوائد أعلى من باقي المؤسسات المالية الأخرى»، أما ستيفاني Stefano Stefanini فيعرفها بأنها « إدارة استثمارية تستخدم مجموعة من محافظ العائد والمخاطرة من أجل تحقيق عوائد أعلى من عوائد المحافظ التقليدية لباقي المؤسسات الاستثمارية».

### 3-2-1- خصائص صناديق التحوط:

من خلال التعاريف الموضحة أعلاه يمكن استنتاج بعض الخصائص المميزة لصناديق التحوط، وهي كمايلي:

**3-2-1-1- ضعف التنظيم القانوني:** هذا النوع من المؤسسات المالية لا يخضع للكثير من العوائق القانونية والتنظيمية (التسجيل لدى هيئات الإدارة والرقابة على البورصة... إلخ) في الكثير من الدول، وذلك ما يجعلها تتمتع بمرونة كبيرة في إدارة أموالها من خلال وضع إستراتيجيات استثمار أصلية، متطورة وغير تقليدية<sup>1</sup>، إذ أنه وعلى الرغم من النجاح الباهر الذي حققته هذه الصناديق، مما يستدعي تنظيم عملها وإحاطتها بمجموعة من القواعد واللوائح التي تقن عملها، إلا أنها بقيت ضعيفة التنظيم، حيث أن اللوائح المنظمة لأسواق المال، لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية، مازالت تعتبرها مستشار

<sup>1</sup> - John Hull, op., cit, p 77.

استثماري مسجل وتغفل الجانب الأكثر أهمية من نشاطها، ألا وهو نشاط التحوط والاستثمار وبذلك تبقى صناديق التحوط غير مسجلة فعلياً و ضعيفة التنظيم القانوني.

**3-2-1-2- ارتفاع مستوى العائد والمخاطرة:** نظراً لارتفاع مستوى المخاطر التي تواجهها صناديق التحوط مقارنة بتلك التي تتحملها صناديق الاستثمار والمؤسسات المالية الأخرى، من جهة. المرونة التي يتمتع بها مدراءها في تشكيل المحافظ الاستثمارية، من جهة أخرى. من الطبيعي جداً أن تتسم العوائد التي تحققها هذه الصناديق بالارتفاع، كما يجب أن تكون أعلى بشكل ملموس من عوائد السوق على العموم والعوائد التي يحققها باقي المستثمرين المؤسساتيين. فهذه الصناديق تعمل على رفع مستوى عوائدها في ظل العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطرة، إذ في مقابل المستوى المرتفع من المخاطر الذي يتحمله المستثمرين في هذه الصناديق، والتي يكمن مصدرها في ضعف التنويع، كبر عدد وقيمة الأسهم المستثمر فيها والمصدرة من طرف نفس الشركة و استعمال الرافعة المالية وما ينجم عنها من دفعات و مخاطر، يجب أن يتم تعويضهم عن ذلك بعائد مرتفع نسبياً مقارنة بالعوائد التي تحققها المؤسسات المالية التقليدية مثل البنوك وصناديق الاستثمار المشتركة.

**3-2-1-3- ربط حوافز الإدارة بالأداء:** تدار صناديق التحوط من طرف مدراء متخصصين، محترفون ولهم باع طويل في إدارة الاستثمارات ومما يزيد من سعيهم إلى خدمة المستثمرين في الصناديق التي يديرونها هو أنه في أغلب الحالات يشترط أن يقوم المدراء باستثمار جزء كبير من ثروتهم الشخصية في الصناديق التي يديرونها، وهو أمر يؤدي، من جهة، إلى التقليل من مشاكل الوكالة التي كثيراً ما تظهر بين المستثمرين و الإدارات التي يوكلون إليها مهمة إدارة استثماراتهم. ومن جهة أخرى إلى حرص المدراء على أموال المستثمرين وتنميتها. عوائد المدراء في هذه الصناديق تكون نسبة من العوائد التي تحققها هذه الأخيرة وذلك على العكس مما هو سائد في باقي المؤسسات المالية التي تدفع مرتبات لإدارتها، وهذا نمط يحفز الإدارة في تحقيق أعلى العوائد للمستثمرين ومن تم تحقيق أعلى الحوافز، لأن هذه الأخيرة مربوطة بأداء الصندوق ككل.

**3-2-1-4- محدودية العضوية:** تمتاز صناديق التحوط عن صناديق الاستثمار الأخرى التي تستقطب عدد كبير من صغار المستثمرين. أنها موجهة في الغالب إلى باقي المستثمرين المؤسساتيين وأصحاب الثروات الكبيرة، إذ هناك شروط عديدة للعضوية فيها مثلما هناك قيود على الانسحاب منها، حيث يجب

أن تتوفر في المستثمر شروط معينة مرتبطة في الغالب بقيمة المدخرات التي يضعها تحت تصرف الصندوق حتى تقبل عضويته في الصندوق، كما لا يمكن له الانسحاب من عضوية الصندوق إلا بعد مرور فترة زمنية معينة من تاريخ الالتحاق بعضوية الصندوق، كما يمكن أن ينجر عن ذلك دفعه لمبلغ مالي كبير تعويضاً للصندوق عن التبعات السلبية التي تترتب عن انسحابه والتي يمكن أن تتمثل في أن يؤدي تخفيض رأس المال المستثمر للصندوق إلى إشارة سلبية عن أداء الصندوق و تقليل عوائده.

**3-2-1-5-الاستخدام الكبير للرافعة المالية:** على خلاف صناديق التوظيف التقليدية، التي يمنعها القانون من استعمال الرفع المالي في الاستثمار في الأوراق المالية. يسمح لصناديق التحوط، نظراً لكونها ضعيفة التنظيم القانوني باللجوء إلى الاقتراض من أجل توفير الأموال اللازمة لشراء الأوراق المالية المشكلة لمحافظ الاستثمار. وفي هذا الصدد توصلت دراسة قامت بها مؤسسة فان FAN المتخصصة في الشؤون المالية الدولية أن ما لا يقل عن 70 % من صناديق التحوط تستخدم الرافعة المالية على نطاق واسع، حيث وصلت الأموال المستخدمة من طرفها في الاستثمار إلى أكثر من 70 مرة ضعف رأس المال الفعلي لهذه الصناديق<sup>1</sup>.

وتتماشى هذه الترتيبات مع نمط الاستثمار في الأوراق المالية الذي تتبعه هذه الصناديق، لاسيما فيما يخص الأسهم، إذ من المعروف أن إستراتيجية استثمار صناديق التحوط في الأسهم تركز على امتلاك حصص معتبرة في هيكل ملكية عدد قليل من الشركات، بما يسمح لها ممارسة نوع من التحكم والسيطرة على القرارات فيها. وعلى هذا الأساس أصبحت صناديق التحوط أحد الفاعلين الأساسيين في هيكل ملكية الشركات ومن تم أضحت تشكل متغيراً مهماً فيما يخص جغرافية رأسمال الشركات وحوكمتها. هذا وتختلف صناديق التحوط عن باقي المؤسسات المالية الأخرى وعن الصناديق المشتركة، من حيث أنه يديرها مسيرون محترفون يتقاضون أجور وحوافز ترتبط بالأداء، وهذا ما يجعلهم أكثر تحفيزاً نحو خلق مردودية إيجابية وتعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة التي يستثمرون فيها، من نظرائهم في المؤسسات المالية الأخرى لا سيما صناديق الاستثمار المشتركة.

بالإضافة إلى ذلك أثبتت العديد من الدراسات التي أجريت من طرف كل من، براتون Bratton سنة 2006، بريغس Briggs سنة 2007 وكاهان وروك Kahan & Rock سنة 2007 في العالم

<sup>1</sup> - علاء فرحان طالب وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 270.

الأنجلوسكسوني، أن هذه الصناديق وبسبب تقلص مجال تضارب المصالح بين مسيرتها وإدارة الشركة المستثمر فيها والنتائج من غياب علاقة الأعمال بين الطرفين، تعتبر أكثر فعالية في الرقابة على إدارة الشركة من باقي المستثمرون المؤسسيين<sup>1</sup>.

كما تعود قوة هذا النوع من المؤسسات المالية المتخصصة في حوكمة الشركات التي تستثمر فيها إلى العاملين الأساسيين التاليين<sup>2</sup>:

✓ استثمار أموالها في محفظة مالية أقل تنوعاً، تتكون فقط من بعض الحصص (المساهمات) الكبيرة في رؤوس أموال عدد قليل من الشركات وذلك بهدف الرقابة عليها، مستعملة في ذلك كل من أثر الرفع المالي والأدوات المالية المشتقة.

✓ قبول أصحابها (ملاكها) باستثمار أموالهم في رؤوس أموال المؤسسات لمدة طويلة مما يسمح لهذه الصناديق بممارسة نوع من الرقابة والسيطرة على هذه المؤسسات، وهذا عكس صناديق الاستثمار التقليدية التي تلزمها التشريعات في الكثير من الدول بإعادة بيع حصصها إلى مستثمرين آخرين في مدة قصيرة.

وبالتالي من الواضح أن صناديق التحوط تمتاز بأفق استثماري يختلف عن ذلك الخاص بباقي المستثمرين المؤسسيين، الذين نجدهم في غالب الأحيان يبحثون على العوائد النقدية في شكل أرباح موزعة وفوائض قيمة ومن تم امتلاك القيم المنقولة (الأسهم...) لمدة قصيرة وإعادة بيعها في السوق، في حين تهدف صناديق التحوط إلى امتلاك الأسهم لمدة طويلة والتأثير بصورة فعالة في إدارة الشركة.

### 3-2-2- صناديق التحوط وجغرافية رأس المال الشركات:

تعتبر زيادة نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين في هيكل ملكية الشركات المسعرة، في العديد من الدول، من العلامات اللافتة في مجال تطور الرأسمالية المالية، من رأسمالية تقوم، حسب بارل ومينز Berle & Means على الملكية المباشرة للأسهم من طرف الأسر وعلى سيطرة الفرق الإدارية المهنية على

<sup>1</sup> - William W Bratton, (2007) «Hedge Funds and Governance Targets», *Faculty Scholarship*. Paper 862, ([http://scholarship.law.upenn.edu/faculty\\_scholarship/862](http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/862)).

<sup>2</sup> - Michel Albouy, Alain Schatt « Activisme et Proxy Fight », op., cit, pp.198-199.

مُقدرات الشركات، إلى رأسمالية مبنية على وساطة مسيرين محترفين للمحافظ الاستثمارية ( المستثمرين المؤسساتيين). في هذا الإطار تشكل صناديق التحوط (صناديق المعاشات) المستثمر المؤسساتي الأكثر حضوراً والأعلى مساهمة في هيكل ملكية الشركات المسعرة في البورصة. فعلى سبيل المثال تمتلك هذه الصناديق ما يعادل 48% من إجمالي أصول الأسهم التي يمتلكها المستثمرين المؤسساتيين في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1998، وأن مبلغ هذه الأصول وصل في نفس السنة إلى 15.400 مليار دولار<sup>1</sup>.

نظراً للخصوصيات التي تتمتع بها صناديق التحوط، لاسيما تلك المتعلقة بكبر وعدم تنوع الحصص التي تمتلكها في رؤوس أموال الشركات المسعرة في البورصة، مساهمتها في تقديم الحلول لمشاكل الوكالة وتضارب المصالح التي تنتج عن انفصال الإدارة عن الملكية، حيث يوضح الجدول أسفله المدى الذي يمكن أن تصل إليه هذه الصناديق في تمويل رأسمال الشركات.

الجدول رقم:(1-4): دور صناديق التحوط في تمويل الشركات.

متوسط نسبة مساهمة الأطراف النشطة في رأس المال	نسبة مساهمة صناديق التحوط	رأسمال الشركات المستهدفة ( مليار دولار )
6,7%	13%	أكبر من 05
7,8%	26%	من 01 إلى 05
9,6%	61%	أقل من 01

المصدر : Michel Albouy, Alain Schatt « Activisme et Proxy Fight», *Revue française de gestion*, Éditeur :

Lavoisier, (n° 198-199),pp. 198-199.

توضح أرقام الجدول أعلاه أن صناديق التحوط وفي إطار سياستها الاستثمارية الطويلة المدى، يمكن أن تمتلك نسب معتبرة من رأسمال (حقوق التصويت) في الشركات، وذلك بما يسمح لها بممارسة نوع ما من أنواع السيطرة عليها (سيطرة كلية، تأثير ملحوظ). كما أن نسبة ملكيتها ترتبط بعلاقة عكسية مع حجم رأسمال الشركة، ففي حين تقدر بـ 13% في الشركات التي يزيد رأسمالها عن 05 مليار دولار، تصل إلى 61% في الشركات التي يقل رأسمالها عن مليار دولار.

<sup>1</sup> - Julienne Brabet, op., cit, PP 203-224.



وفي حالة قراءة هذه الأرقام على ضوء المعطيات القانونية المتعلقة بالاعتبات المطلوبة للسيطرة على اتخاذ القرار (سيطرة سلبية، سيطرة إيجابية) في شركة مساهمة والموضحة في الجدول رقم (4-1)، يمكن القول أن صناديق التحوط قادرة لوحدها على التحكم في القرار في الشركات الصغيرة وذلك من خلال امتلاكها للأغلبية البسيطة التي تسمح لها بممارسة سيطرة إيجابية في الجمعية العمومية العادية وعلى الأقل سيطرة سلبية على الجمعية العمومية الاستثنائية، كما يمكن لها ممارسة تأثير ما على مستوى الشركات المتوسطة الحجم وذلك من خلال التحالف مع مستثمرين آخرين أو الحصول على تفويض منهم لتجميع عدد الأصوات الذي يسمح بلعب دور الأقلية المعطلة minorité de blocage . أما فيما يخص الشركات الكبيرة فيجب على هذه الصناديق اللجوء إلى آلية معارك التفويض من أجل إسماع صوتها في اجتماعات مجلس الإدارة والجمعية العمومية للمساهمين.

### 3-2-3- صناديق التحوط ومعارك التفويض:

انطلاقاً من الخصائص التي تتميز بها صناديق التحوط والتي تضعها في طليعة الناشطين في مجال حماية حقوق أقلية المساهمين ومواجهة التصرفات الانتهازية للإدارة التنفيذية والمساهمين المرجعيين في الشركة. وكذلك تجعل منها (حسب براتون Bratton و آخرون) المستثمر الأكثر كفاءة من بين بقية المستثمرين المؤسسيين، في الرقابة على المدراء فيها. حيث تشير دراسة جيلان وستارك Gillan & Starks سنة 2007، أن العديد من معارك التصويت في الولايات المتحدة الأمريكية كان مصدر المبادرة بها هو صناديق التحوط<sup>1</sup>.

وعلى أساس السياسة الاستثمارية التي تتبعها هذه الصناديق والتي تتوجه نحو تحقيق أهداف طويلة المدى من قبيل السيطرة، الرقابة والنمو المستديم، نجد أنها توجه أموال المستثمرين فيها نحو رؤوس أموال شركات تتوفر فيها خصائص معينة من حيث مستوى النمو، سياسة التوزيع، سياسة الأجور سياسة الدفاع ضد العروض العامة للشراء ووجود مستثمرين مؤسسيين في رأسمال الشركة من عدمه، وفي هذا السياق توصلت دراسة براف Brav<sup>2</sup>، أجريت في الولايات المتحدة سنة 2008، على عينة تتضمن 882

<sup>1</sup> - Michel Albouy, Alain Schatt « **Activisme et Proxy Fight** », op., cit, pp.198-199.

<sup>2</sup> - Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy, Randhal Thomas, « **Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance** », The Journal of Finance, Vol L 13, n 4, 2008, p 1729-1775.

شركة مستهدفة شارك في السيطرة عليها 235 صندوق تحوط، وذلك في الفترة بين 2001 و 2006، إلى الخصائص التالية:

✓ شركات تنطوي على فرض نمو ضعيفة وفي نفس الوقت تتمتع بربحية ملائمة وقادرة على خلق تدفقات نقدية كافية؛

✓ تقوم بتوزيع قدر ضئيل من الأرباح المحققة، مقارنة بالشركات المماثلة لها؛

✓ تمنح للمدراء فيها حوافز مالية مرتفعة بصورة ملحوظة مقارنة مع الشركات من نفس المستوى؛

✓ قيام الإدارات فيها باعتماد حزمة من آليات الدفاع ضد العروض العامة للشراء؛

✓ يوجد ضمن المساهمين في رأسمالها مستثمرين مؤسسيين، وذلك من أجل ضمان سيولة أسهم الشركة، مما يسمح لصندوق التحوط بالدخول والخروج بسهولة في رأسمالها؛

بالإضافة إلى ذلك، حسب براتون (2006، Bratton)، تتمثل أغلب الشركات المستهدفة من طرف صناديق التحوط النشطة في مجال حوكمة الشركات، في شركات صغيرة ذات مبلغ رسملة سوقية أقل من مليار دولار، أي أنها تركز على الشركات الصغيرة التي يمكنها الاستحواذ على حصة معتبرة من رأسمالها (حقوق التصويت) بما يسمح لها بالتحكم في القرار فيها بمبلغ صغير نسبياً وفي نفس تنوع محفظتها الاستثمارية إلى حد ما.

### 3-2-4- صناديق التحوط وحوكمة الشركة:

من المعروف أنه بسبب كبر حجم استثمارات صناديق التحوط في كل شركة على حدا، من جهة و وضعف تنوع محافظها الاستثمارية، من جهة ثانية، نجد أن هذه الصناديق أكثر تورطاً في حياة الشركات التي تستثمر فيها.

فعلى العكس من باقي المستثمرين المؤسسيين<sup>1</sup> و المستثمرين الأفراد، الذين يتصرفون بالسلبية فيما يتعلق بالرقابة على الإدارات في الشركات التي يستثمرون فيها أموالهم، تشكل صناديق التحوط استثناء عن ذلك وتلعب دوراً كبيراً في حوكمة الشركات التي تمتلك في حصص معتبرة في رأسمالها. في هذا الإطار ووفقاً لوجهة نظر نظرية الوكالة، يؤدي وجود صناديق التحوط في هيكل ملكية الشركات

<sup>1</sup> - Jean Michel Sahut et Hidaya Othmani Gharbi, (2011), « **influence des actionnaires institutionnels français et étrangers sur la performance financière des firmes** », La Revue des Sciences de Gestion, n° 251, pp. 51-62.

المسعرة في البورصة إلى التخفيف من الآثار السلبية لانفصال الإدارة عن الملكية في هذه الشركات، ومن تم التقليل من أسباب تعارض المصالح بين المساهمين والإدارة وجعل هذه الأخيرة أكثر توجهاً نحو تحقيق الهدف التقليدي المتمثل في تعظيم ثروة المساهمين.

ولما كان جوهر مسألة حوكمة الشركات هو تركيبة و دور مجلس الإدارة وعلاقته بالإدارة التنفيذية، الأجور والحوافز التي تحصل عليها هذه الأخيرة في الشركات المسعرة في البورصة، فإنه من الطبيعي جداً أن تؤدي صناديق التحوط دوراً مهماً في هذا الصدد، لاسيما من خلال الفعاليات L'activisme actionnariale التي تقوم بها، والتي تصب في مجملها في جمع التفويضات بالتصويت (معارك التفويض) من أجل تجميع حقوق التصويت الكافية لتمرير القرارات التي تتماشى مع مصلحة أقلية المساهمين أو معارضة تلك التي تتنافى مع مصالحهم، حيث تشير العديد من الدراسات أن صناديق التحوط تمتاز بقدرتها على الرقابة على مدراء الشركات وأن الشركات التي يوجد ضمن ملاكها صندوق تحوط نشط، تتسم بارتفاع معدل استبدال المدراء فيها<sup>1</sup>.

### 3-2-5- صناديق التحوط وقيمة الشركة:

خلافاً للجدل القائم حول تأثير هيكل ملكية (جغرافية رأسمال) الشركة على قيمتها، هناك إجماع من طرف العديد من الباحثين، نذكر منهم بويسون وموراديان (2007) Boyson et Mooradian، كلاين و زور (2008) Klein et Zur، كليفور (2008) Clifford، باشت وآخرون (2009)، على أن وجود صندوق تحوط ضمن المساهمين في رأسمال الشركة يؤدي إلى ارتفاع قيمتها. فعلى سبيل المثال، في دراسة قام بها كليفور Clifford سنة 2008، أجريت على نشاطات 197 صندوق تحوط خلال الفترة من سنة 1988 إلى غاية 2005 وركزت على تلك التي كانت في شركات تمتلك فيها هذه الصناديق 05% من رأس المال على الأقل، وبعد تقسيم الصناديق على أساس رغبتها في التدخل في التسيير من عدمها، إلى صناديق فعالة وصناديق غير فعالة، تم التوصل إلى أن الأسواق المالية تتحرك بصورة إيجابية مع إعلان الصناديق النشطة عن رغبتها في مباشرة فعاليات على مستوى شركة معينة، كما يترافق ذلك مع تحسن في الأداء التشغيلي للشركة المستهدفة في السنوات المقبلة.

<sup>1</sup> - Michel Albouy, Alain Schatt « Activisme et Proxy Fight », op., cit, pp.198-199.

وعلى العموم، يعتبر دخول صندوق تحوط أو أكثر في رأسمال شركة ما وقيامه بأنشطة الدفاع عن حقوق أقلية المساهمين، مترادفاً لارتفاع القيمة السوقية لها، حيث توصلت بعض الدراسات أن أسهم الشركات التي يتم الإعلان عن وجود معارضة فيها من طرف صندوق التحوط المساهم في رأسمالها، تسجل مردودية غير عادية متراكمة (RAC) قد تصل إلى 07%.

هذا وتجدر الإشارة هنا إلى أن شعبية وجاذبية هذه الصناديق ما فتئت تتزايد من سنة إلى أخرى، إذ قدرت المبالغ المستثمرة فيها سنة 2008 بـ 1.000 مليار دولار، كما تذهب بعض التقديرات إلى أن من 40 إلى 50% من الأموال التي تتداول في بورصتي نيويورك ولندن، من 20 إلى 30% من المبادلات في مجال عقود التبادل SWAPS، 82% من إجمالي ديون المؤسسات المتعثرة مالياً، 33% من ديون المؤسسات التي تصنف ديونها ضمن فئة «مضاربة»، مملوكة لهذه الصناديق.

#### 4- البنوك الشاملة: Universal Banks

ظهرت البنوك الشاملة نتيجة زيادة حدة المنافسة في القطاع المصرفي وبشكل كبير مند بداية السبعينات. وذلك نتيجة مجموعة من المؤثرات المرتبطة بالعولمة المالية. حيث أدى زوال القواعد لمهنة الوساطة المالية *déréglementation financière* التمويل، من جهة. سيادة نمط المباشر على حساب الوساطة المالية *désintermédiation financière* من جهة أخرى. يضاف إلى ذلك زوال الحواجز أما تدفق الأموال بين الفضاءات المالية *décloisonnement financière* والتطور المذهل في التكنولوجيات الجديدة لإعلام والاتصال (NTIC)، إلى زيادة الضغوط التنافسية على البنوك التجارية (التقليدية) في مجال تخصصها المتمثل في جمع الودائع وتقديم القروض، ولاحت كذلك أمامها العديد من الفرص لولوج مجالات وأسواق جديدة، وبالتالي دفعها ذلك إلى اللجوء إلى توسيع نطاق عملها من خلال إضافة أنشطة مصرفية ومالية جديدة مثل تقديم خدمات الصيرفة الاستثمارية *Investment banking* المتمثلة في الاتجار والاكنتاب في الأوراق المالية بالإضافة إلى تقديم خدمات التأمين *Insurance*، ناهيك عن التنوع الجغرافي لفرعها وعملياتها.

و تقوم فلسفة البنوك الشاملة على إتباع إستراتيجية التنوع *La stratégie de diversification* والمزايا العائدة منها، لاسيما فيما يخص تقليل المخاطرة. فبعد ظهور أبحاث نظرية المحفظة لهاري ماركويتز (1952) وأبحاث وليام شارب (1964)، أصبح واضحاً جداً أن التنوع في الاستثمار \_ سواء

كان مالياً أو مادياً\_ يكتسي مزايا عديدة فيما يخص تقليل المخاطر وزيادة مصادر العائد، وهي الإستراتيجية التي لم يقتصر تطبيقها على البنوك التجارية وإنما انتهجتها باقي المؤسسات المالية والمصرفية مثل بنوك الاستثمار، شركات التأمين، بيوت السمسة وغيرها.

#### 5- صناديق المعاشات: Les fonds de pension

صناديق المعاشات عبارة عن هيئات مالية organismes financiers في شكل صناديق استثمار، متخصصة في تعبئة مدخرات التقاعد من خلال آلية الرسملة capitalisation، تقوم بجمع إدارات المستخدمين الموجهة إلى التقاعد وتوظيفها ضمن السوق المالي، حيث يتم جمع اشتراكات التقاعد التي يدفعها الأجراء و/أو مستخدميهم وتوظيفها في شراء القيم المنقولة التي تصدرها الشركات وفي مقابل ذلك يستفيد هؤلاء المشتركين من معاش عند نهاية حياتهم المهنية ويكون هذا المعاش في شكل ريع لمدى الحياة rente viagère أو في شكل دفعة واحدة. إدارة هذه الصناديق تتم في بعض الأحيان من طرف المؤسسات نفسها التي تستخدم مشركيها الأجراء، ففي ألمانيا مثلاً جزء كبير من الاشتراكات يتم استثماره في شراء أسهم الشركات المستخدمة، كما يمكن إدارتها من الخارج من طرف كيانات مالية متخصصة وتمتلك خبرة كبيرة في التعامل في الأسواق المالية.

كما تجدر الإشارة إلى التحدي الكبير الذي تواجهه صناديق الاستثمار من واحد من منتجات الهندسة المالية، ألا وهو أسهم المؤشرات Index shares ، و التي تعتبر أوراق مالية تعطي لحاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات السوق<sup>1</sup>، وهي بذلك توفر للمستثمرين نفس الخدمات التي توفرها صناديق الاستثمار وتتفوق عليها في الكثير من المزايا، نذكر منها<sup>2</sup>:

- السيولة الناتجة عن تداول هذه الأوراق في أسواق مالية عريقة مثل سوق نازداك NASDAQ؛
- حق المستثمر في هذه الأوراق في الحصول، في بعض الأحيان، على توزيعات نقدية وهو ما لا توفره صناديق الاستثمار؛
- الالتفاف على القواعد التي تنص على عدم إمكانية تسعير الورقة المالية في سوقين مختلفين؛

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، مرجع سبق ذكره ، ص 352.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، المرجع السابق ، ص 352.

## 6- تصرفات المستثمرين المؤسسيين و حوكمة الشركات:

بسبب التخصص والاحترافية التي يتمتعون بها، يمارس المستثمرون المؤسسيين تأثيراً مهماً على إدارات الشركات التي يستثمرون فيها أموالهم، بما يدفع هذه الإدارات إلى تعظيم ثروة المساهمين، وفي هذا الصدد يشير هيرشمان Hirschman إلى أنهم يتبعون في ذلك طريقتين هما<sup>1</sup>:

**6-1- الطريقة السلبية:** وتتمثل في قيام المستثمرين المؤسسيين الغير راضين عن أداء الإدارة في الشركة، بعرض الأسهم التي يمتلكونها في أسواقها للبيع في البورصة ومن تم زيادة المعروض منها، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار هذه الأسهم وقيمة الشركة بالتبعية، وهو الأمر الذي يجعل منها عرضة للعروض العامة للشراء والتي تستهدف السيطرة عليها وإزاحة الإدارة القائمة، التي توصف بعدم الكفاءة، وإحلال إدارة جديدة محلها تكون أكثر كفاءة في خدمة مصالح أقلية المساهمين.

**6-2- الطريقة الإيجابية:** في إطار هذه المقاربة يهدف المستثمرون المؤسسيين إلى الرقابة على تصرفات الإدارات في الشركات التي يمتلكون فيها أسهم (حصص)، وذلك بهدف التأكد أن هذه الإدارات لم تحيد عن المهمة التي أنتدبت من أجل القيام بها، ألا وهي مهمة تعظيم ثروة المساهمين. في سبيل تحقيق ذلك تمتلك هذه الهيئات المالية الآليات التالية<sup>2</sup>:

- إجراء مفاوضات مع إدارة الشركة من أجل الحصول على مقعد أو مقاعد في مجلس إدارة الشركة؛
- رفع دعاوي قضائية لإبطال القرارات التي تراها لا تتناسب مع مصالح أقلية المساهمين؛
- الدخول في معركة جمع التفويضات من أجل جمع عدد كافي من الأصوات من أجل معارضة قرار غير مرغوب أو من أجل تمرير قرار تراه من مصلحة أقلية المساهمين؛

لكن لا يجب أن يتبادر إلى الذهن، أن تصرفات المستثمرين المؤسسيين من حيث حوكمة الشركات التي يستثمرون أموالهم فيها متجانسة إلى حد تصنيفها إلى مجموعتين متجانستين على الشكل المذكور أعلاه، إذ تشير دراسات كل من برانكاتو Brancato، مونك Monks و مينو Minow ، إلى وجود أربع مستويات لتدخلهم في حوكمة هذه الشركات، وهي كمايلي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> - Julienne Brabet, op., cit, pp. 203-224.

<sup>2</sup> - Michel Albouy, Alain Schatt « **Activisme et Proxy Fight**», op., cit, pp.198-199.

<sup>3</sup> - Julienne Brabet, op., cit, pp. 203-224.

❖ **المستوى الأول:** ويتضمن المستثمرين المؤسسيين الأكثر فاعلية على صعيد حوكمة الشركات،

بحيث تمتاز إستراتيجيتهم الاستثمارية بالخصائص التالية:

- الاستثمار في عدد محدود من الشركات التي يتم اختيارها بعناية من بين تلك التي تمتلك القدرة على تعظيم قيمة الأسهم؛
- إستراتيجية استثمارية طويلة المدى؛
- عدم اعتماد محافظ المؤشرات كأساس لتشكيل المحفظة الخاصة بها؛
- توجيه الاستثمارات نحو المؤسسات المسعرة في السوق بأقل من قيمتها؛
- استهداف المؤسسات التي تعاني من عدم كفاءة الإدارة فيها؛
- استهداف المؤسسات التي تتمتع بفرص نمو كبيرة وغير مستغلة؛

بناء على هذه الخصائص، يتضح أن المستثمرين المؤسسيين الذين ينتمون إلى هذه الفئة، يهدفون إلى التورط الكامل في حوكمة الشركات التي يستثمرون فيها أموالهم، فالمعايير التي تتبعها هذه الصناديق لاختيار الشركات المستهدفة والإستراتيجية الاستثمارية طويلة المدى التي تتبناها، توحى بأن الهدف من وراء الاستثمار ليس الحصول على العوائد المالية (فوائض القيمة والأرباح الموزعة) وإنما إصلاح نظام الحوكمة في هذه الشركات و دفع الإدارة نحو تحسين أدائها ومن تم تحسين أداء الشركة بما يسمح بالاستفادة من فرص النمو المتوفرة، وهو الأمر الذي يؤدي بالضرورة إلى رفع القيمة السوقية لها في البورصة.

كما تجدر الإشارة إلى أن أغلب المستثمرين المؤسسيين ضمن هذه الفئة، عبارة عن صناديق معاشات وذلك نظراً للتفوق الذي تتمتع به هذه الصناديق في حوكمة الشركات التي تستثمر فيها مقارنة بباقي المستثمرين المؤسسيين. ومن بين الصناديق المعروفة التي تدخل ضمن هذه الفئة نذكر على سبيل المثال، لا على سبيل الحصر، كل من صندوق يوركشاير هاتواي Yorkshire Hattway الذي يمتلكه رجل الأعمال الأمريكي واران بوفيت Warren Buffet وصندوق المعاشات التابع لولاية وسكنسون.

❖ **المستوى الثاني:** ويضم المستثمرين المؤسسيين الذين يعتمدون في تشكيل محافظهم الاستثمارية

على تركيبة المؤشرات البورصية المعروفة (CAC 40, S&P 500). ولكن في نفس الوقت يتدخلون بصفة كبيرة في حوكمة الشركات المصدرة للأسهم المتضمنة في محفظتهم، ومن بين الصناديق المعروفة بهذا التوجه نجد صندوق معاشات ولاية كاليفورنيا CalPERS.

❖ **المستوى الثالث:** ويدخل ضمن هذه الفئة المستثمرين المؤسساتيين الذين يولون أهمية كبيرة لتركيبية محفظتهم الاستثمارية، حيث يهتمون ليس فقط بالعوائد المالية وإنما يطمحون إلى استغلال نشاط الاستثمار المالي الذي يمارسونه في توطيد علاقات أعمال مع إدارات الشركات التي يستثمرون في رؤوس أموالها. على هذا الأساس نجد أن هذه الفئة لا تحاول التدخل في حوكمة الشركات المعنية وذلك من أجل تجنب التأثير السلبي لهذا التدخل على علاقة الأعمال القائمة بين المستثمر المؤسساتي والشركة المستثمر فيها.

❖ **المستوى الرابع:** تتشكل هذه الفئة من المستثمرين المؤسساتيين الذين يسلكون سلوك تجار الأوراق المالية Traders ويمتازون بالسلبية التامة على صعيد حوكمة الشركات التي يمتلكون أسهمها، بحيث تتشابه تصرفاتهم الاستثمارية وميولاتهم فيما يخص ممارسة الرقابة على هذه الشركات مع ممارسات المستثمرين الأفراد في الأسواق المالية، والتي تتسم بالنظرة قصيرة المدى وبيع ما يمتلكونه من الأسهم مباشرة بعد ورود معلومات غير سارة عن أداء الشركات، وذلك دون محاولة ممارسة أي من نوع من الضغوط والرقابة من أجل تحسين أدائها. هذا النوع من المساهمين يمثل مشكلة كبيرة لكل من الإدارة في الشركة وأقلية المساهمين، فإذا كان تصرفه القائم على التخلص الفوري من الأسهم في حالات تراجع الأداء، يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية للأسهم ومن تم قيمة الشركة بالتبعية مما يجعلها أكثر عرضة لعمليات السيطرة العدوانية وما يمكن أن ينجر عنها من تغيير الإدارة القائمة، فهو كذلك يعتبر مساهماً سلبياً لا يمكن الاعتماد عليه في الفعاليات الخاصة بالضغط على الإدارة القائمة من أجل تحسين أداء الشركة.

أما فيما يخص هوية المستثمرين المؤسساتيين الذين يصنفون ضمن هذه الفئة، فنجد على رأسهم المحترفون (المستشارين)، الذين يعهد لهم المستثمرين المؤسساتيين بإدارة جزء من أموالهم. وفي الأخير لابد من الإشارة إلى أن صناديق الاستثمار ولاسيما صناديق التحوط، لعبت دوراً محورياً في العقود الأخيرة في تصاعد وثيرة عمليات الاندماج - استحواذ<sup>1</sup>، إذ شكلت هذه الصناديق القاطرة التي قادت هذه العمليات في الكثير من الأحيان، كما قدمت الإطار الأمثل لتوفير التقنيات و الكيفيات المستخدمة في مثل هكذا عمليات تتسم بالتعقيد، الخطورة والاستخدام المكثف لمنتجات وتقنيات الهندسة المالية.

<sup>1</sup> - Francis Lefebvre, **Audit fiscal**, Editions Francis Lefebvre, Paris 2008, p 13.



المبحث الرابع: العلاقة بين شكل الملكية وحوكمة الشركات<sup>1</sup>.

يمكن تصنيف الاقتصاديات على أساس نمط التمويل المتبع فيها إلى مجموعتين كبيرتين، مجموعة اقتصاديات الأسواق المالية Les économies des marchés financiers، التي تضم كل من الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، كندا، أستراليا، هولندا... إلخ، وهي الدول التي تحتل فيها الأسواق المالية مكانة هامة جداً، ليس فقط في توفير التمويل اللازم للشركات و إنما أيضاً في وضع معايير الإدارة، الرقابة والحوكمة. و مجموعة اقتصاديات المؤسسات المالية Les économies des institutions financières، التي تضم كل من بلدان أوروبا القارية، اليابان وباقي دول آسيا، أين تلعب المؤسسات المالية (البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد، الصناديق المشتركة للتوظيف... إلخ) دور مهم في تمويل الشركات.

## 1- نمط تمويل الاقتصاد وشكل الملكية.

يلعب نمط تمويل الاقتصاد دوراً حاسماً في تحديد شكل ملكية الشركات الناشطة في إطاره، حيث يؤثر النمط المتبع في تمويل الاقتصاد على متغيرات مهمة لها دور جوهري في تحديد هيكل ملكية الشركات. و لتحديد نمط تمويل الاقتصاد يتبنى المختصون بعدين أساسيين هما:

## 1-1 - معدل ممولة الاقتصاد : Le taux de financiarisation de l'économie

يقاس معدل ممولة الاقتصاد بناء على نسبة مبلغ كل من القروض البنكية، مجموع الرساميل البورصية وإصدارات الشركات من السندات، إلى الناتج الداخلي الخام (PIB)، حيث تعتبر الدول التي تتسم بنسب مرتفعة لكل من الإصدارات من الأسهم و السندات، إلى الناتج الداخلي الخام (PIB)، ضمن مجموعة اقتصاديات الأسواق المالية، في حين تدخل الدول التي تتصف بنسب مرتفعة للقروض البنكية و ضعف في نسب الإصدارات من الأسهم و السندات في إطار مجموعة اقتصاديات المؤسسات المالية. وواقع الحال أن الولايات المتحدة الأمريكية تمتلك نمط تمويل رائد مقارنة بباقي العالم، حيث يمتاز هذا النمط الموجه بالسوق، ليس فقط بارتفاع نسبة مبالغ الإصدارات من الأسهم والسندات، بل أيضاً بارتفاع نسبة مبالغ القروض البنكية إلى الناتج الداخلي الخام، كما تمتاز اقتصاديات كل من المملكة المتحدة و

<sup>1</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p.1008.

دول آسيا\* بارتفاع مبالغ الإصدارات من الأسهم مقارنة بالنتائج الداخلي الخام وسيادة نمط التمويل البنكي على حساب القروض السندية. وفي أوروبا واليابان يسود التمويل البنكي على حساب كل من التمويل بإصدار الأسهم والتمويل السندي، مما يعني تراجع مكانة الأسواق المالية لمصلحة المؤسسات المالية<sup>1</sup>.

### 1-2- كيفية توظيف الأسر لمدخراتهم:

يؤخذ معيار كيفية توظيف الأسر Ménages لمدخراتهم بين كل من، الودائع البنكية، اشتراكات التأمين شراء حصص في هيئات التوظيف الجماعية والتوظيف المباشر في أسهم الشركات، كمرجع لمعرفة نمط تمويل الاقتصاد. ففي الولايات المتحدة الأمريكية وبصورة أقل حدة في المملكة المتحدة، قسط معتبر من محفظة أصول الأسر يتكون من أسهم مباشرة في رؤوس أموال الشركات المسعرة في البورصة، في حين في أوروبا القارية واليابان وهي الفضاءات الاقتصادية التي توصف بكونها اقتصاديات المؤسسات المالية أو بالأحرى اقتصاديات الاستدانة، يشكل امتلاك الأسر بشكل مباشر لأسهم في رؤوس أموال الشركات نسبة محدودة في أوروبا ومهملة في اليابان<sup>2</sup>، حيث تشير الإحصائيات إلى أن الأسر الأمريكية تمتلك ما نسبته 327% من الناتج الداخلي الخام للولايات المتحدة، متبوعة بـ الأسر في المملكة المتحدة والتي تمتلك بدورها ما نسبته 306% من الناتج الداخلي الخام في هذا البلد، وأن قسط كبير، لاسيما بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية من هذه الأصول هو عبارة عن أسهم ملكية مباشرة في رأسمال الشركات المسعرة في البورصة في هذين البلدين. أما في اليابان وأوروبا فيصل مبلغ الأصول المملوكة للأسر إلى ما نسبته 267% و 192% على الترتيب.

لكن هذه المعطيات لا يجب أن تقدم انطباع بأن الأسر اليابانية والأوروبية أفقر من نظيرتها الأمريكية والبريطانية، بل يتعلق الأمر بمدى توجه الأسر والأفراد بتوظيف مدخراتهم في شكل أصول مالية أو في أشكال أخرى من الأصول مثل العقارات والحصص في أسهم الشركات غير المسعرة في البورصات، كما يؤدي عدم إحتساب أقساط المعاشات في بلدان أوروبا القارية إلى خفض قيمة الأصول المالية لصناديق المعاشات والمستثمرين المؤسساتيين<sup>3</sup>.

\* يقصد هنا بآسيا كل من هونغ كونغ، أندونيسيا، كوريا الجنوبية، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، تايوان وتايلاندا.

<sup>1</sup> - Franklin Allen, Michael K F Chui, Angel A Maddaloni, « **Financial systems in Europe, the US and Asia** », Oxford Review of Economic Policy, 20 (hiver 2004), pp. 490-508.

<sup>2</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, pp 1008-1011.

<sup>3</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p 1008.

وعلى هذا الأساس تختلف نماذج حوكمة الشركات من بلد على آخر، إذ يلعب المساهمون الأفراد دور أساسي في حوكمة الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية، في حين تلعب المؤسسات المالية والبنوك دور محوري في حوكمة الشركات في كل من المملكة المتحدة، أوروبا القارية واليابان.

## 2- حماية المستثمرين وتطور الأسواق المالية:

يعتبر فهم ماهية العوامل الملائمة لشرح الأهمية والدور الذي تلعبه الأسواق المالية في بعض الدول، في حين يتراجع هذا الأخير تاركاً المجال للبنوك والمؤسسات المالية لتسود في اقتصاديات دول أخرى، من المسائل الأساسية في فهم وإدراك أسباب النهوض بالأسواق المالية، من جهة. ومعرفة العوامل التي تقف وراء سيادة شكل ملكية معين، من جهة أخرى. ومن العوامل الرئيسية في هذا الصدد نجد ما يعرف بحماية المستثمرين في الأسواق المالية La protection des investisseurs، حيث من المفروض أن تنمو وتتطور الأسواق المالية في الدول التي تمنح حماية كافية للمستثمرين في الأسواق المالية، وفي هذا الصدد قام كل من لابورتا La Porta، لوباز دو سلاناس Lopez-de-Silanes، شلايفر Shleifer وفيشني Vishny، بتصنيف الدول على أساس مجموعة من المؤشرات الكمية التي تعكس درجة حماية المستثمرين في الأسواق، ومن المؤشرات المعتمدة نجد الحقوق الممنوحة لحملة الأسهم والسندات ودرجة احترام القانون في مختلف البلدان، وتوصل هؤلاء الباحثين إلى أن الدول التي تصنف في مراتب متأخرة من حيث متطلبات المؤشرين المذكورين أعلاه، تمتلك سمات مشتركة فيما يخص ضعف حجم الأسواق المالية فيها (نسبة إلى الناتج الداخلي الخام)، صغر عدد الشركات المسعرة في البورصة ونقص عدد عمليات الدخول إلى البورصة مقارنة بتعداد السكان<sup>1</sup>.

لكن السؤال الآخر الذي يطرح نفسه بالحاح هو لماذا تكون هذه الحماية قوية في بعض الدول وضعيفة في بلدان أخرى، وبالضبط لماذا تكون هذه الحماية قوية في بلدان العالم الأنجلوسكسوني (الولايات المتحدة والمملكة المتحدة)، ضعيفة نوعاً ما في بلدان أوروبا القارية وضعيفة وحتى غير موجودة في الإقتصاديات الناشئة والدول المتخلفة. وسعيًا للإجابة على هذا الإشكال توصل كل من لابورتا La Porta، لوباز دو سلاناس Lopez-de-Silanes، شلايفر Shleifer وفيشني Vishny، ومن خلال التمييز بين

<sup>1</sup> - Rafael La Porta, Florencio. Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert. Vishny « **Legal determinants of external finance**», Journal of Finance, 52(Juillet 1997),pp. 1131-1150.

أصل القوانين السائدة في هذه الدول، إلى أن المساهمين والدائنين يتوفرون على أكثر حماية في الدول التي يطبق فيها القانون العرفي common law، مقارنة بالدول التي يطبق فيها القانون المكتوب civil law<sup>1</sup>.

### 3- جغرافية رأس المال الرقابة وحوكمة الشركة.

تعتبر طبيعة حملة الأسهم (أفراد، مستثمرون مؤسساتيون، مساهمون عائليون، إجراء ) من بين العوامل المحددة لنموذج الرقابة والحوكمة المتبع في الشركة، فتركيبية مجلس الإدارة وطبيعة أعضائه هي في غالب الأحيان نتاج شكل الملكية وطبيعة المساهمين، إذ تختلف هذه النماذج باختلاف الوسائل المتوفرة لدى المساهمين من أجل الرقابة على الإدارة وحوكمة المؤسسة التي يستثمرون فيها أموالهم. فالشركات المملوكة لعدد كبير من المساهمين من الأفراد، المبعثرين والذين لا يعرفون بعضهم بعض وتنقصهم كل من الخبرة، الوسائل المطلوبة لإحداث رقابة فعالة على عمل الإدارة، كما تنقصهم الإرادة والحوافز الكافية بسبب العدد المحدود من الأسهم الذي يمتلكونه في المؤسسة والتنوع الجيد لمحافظهم الاستثمارية. تتكون مجالس الإدارات فيها من المساهمين فقط وهدف الإدارة في المؤسسة هو تعظيم ثروة المساهمين دون الالتفات إلى مقتضيات التنمية المستدامة ومتطلبات المسؤولية الاجتماعية<sup>2</sup>. أما إذا كانت المؤسسة مملوكة لعدد محدود من الأشخاص الطبيعيين و الاعتباريين ( العائلات و/ أو المؤسسات المالية)، مثلما هو الحال في أوروبا القارية (لاسيما ألمانيا، أين نجد ملكية البنوك لكتل معتبرة من الأسهم في رؤوس أموال المؤسسات الاقتصادية) واليابان، فإن مجلس الإدارة يتكون من ممثلي هذه المؤسسات المالية التي تملك حصص معتبرة رأس مال المؤسسة، هذا بالإضافة إلى إمتلاك هذه المؤسسات المالية لكل من الوسائل والخبرة في ضمان حماية حقوقها كمساهم.

<sup>1</sup> - Rafael La Porta, Florencio. Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer , Robert Vishny, «Law and Finance», Journal of Political Economy, 106 (décembre 1998), pp.1113-1155.

<sup>2</sup> - Charreaux Gérard, (1997) « structure de propriété, relation d'agence, et performance financière » (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA.

## 4- نماذج شكل الملكية وحوكمة الشركات على المستوى الدولي:

هناك تباينات شاسعة في شكل ملكية الشركات عبر الدول، فهناك دول تتسم بتشتت كبير في هيكل ملكية شركاتها، في حين يسود تركيز حاد في الملكية في دول أخرى. ويعود السبب وراء هذه التباينات، إلى الاختلافات بين الاقتصاديات على صعيد نمط التمويل ومستوى حماية المستثمرين في الأسواق المالية.

## 4-1- شكل الملكية وحوكمة الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية:

تلعب أسواق رأس المال في اقتصاد الولايات المتحدة دوراً أكبر بالمقارنة مع اقتصاد ألمانيا واقتصاد اليابان، فهناك أكثر من 9000 شركة مدرجة في البورصات الأمريكية الثلاث الكبرى (سوق بورصة نيويورك، البورصة الأمريكية، بورصة نازداك)<sup>1</sup>. و يعترف القانون في هذا البلد بأن الغاية الأساسية للشركات هي « تحقيق ربح للشركة ومكاسب للمساهمين » وأن تركيبة مجلس الإدارة تمثل المساهمين، كما يوفر القانون درجة عالية من الحماية للمستثمرين في الأسواق المالية سواء كانوا دائنين أو مساهمين. ومن الأدلة الشائعة في هذا الصدد الأحكام القضائية التي عادة ما تصدر في هذا البلد والتي تلزم الإدارات في الشركات بالتصرف وفق مصلحة المساهمين وتعويضهم في حالة تحملهم لخسائر نتيجة اتخاذها لقرارات متنافية مع مصالحهم، وعلى سبيل المثال هنا نذكر الدعوى القضائية التي ربحها أحد المساهمين في شركة فورد بعد تراجع مديرها هنري فورد Henry Ford عن مخطط توزيعات أرباح استثنائية وتحويل الأموال المخصصة لذلك إلى الأجراء<sup>2</sup>.

ومن التحولات الكبرى التي طرأت على أسواق رأس المال الأمريكية منذ سبعينات القرن العشرين ظهور المستثمر المؤسسي. ففيما بين سنة 1977 و عام 1996 زاد عدد الصناديق العامة المشتركة الأمريكية المسجلة من 427 (تمثل 45 مليار دولار في حسابات 8,5 مليون مساهم) إلى 5305 (تمثل 2600 مليار في حسابات 120 مليون مساهم تقريباً). تغطي مثل هذه الاستثمارات نصف إجمالي الأسهم في الشركات الأمريكية. ويعود النصيب الأكبر من استثمارات هذا الفئة من المستثمرين إلى

<sup>1</sup> - روبرت أي غروس، كلية نندر بيرد تبحر في إستراتيجية العولمة: الحاكمة المقارنة والإستراتيجية العالمية المشتركة، تعريب إبراهيم يحي

الشمهاني، مكتبة العبيكان، المملكة العربية السعودية، 2001، ص 176.

<sup>2</sup> -Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, p 1013.

صناديق المعاشات التي تمتلك منذ ذلك الحين أكثر من 25% من إجمالي الأسهم المسعرة في البورصات الأمريكية<sup>1</sup>.

هذه العوامل وأخرى من قبيل تشتت الملكية في الولايات المتحدة الأمريكية، دفعت في اتجاه اعتماد نموذج حوكمة شركات مبني على أساس آلية سوق رأس المال وتهذيب سلوك الإدارات في الشركات من خلال ضغوط عمليات الاندماج والاستحواذ لاسيما في ظل الدور المتصاعد الذي أصبحت صناديق المعاشات تلعبه في هيكل ملكية الشركات . وفي هذا الصدد، لدى الولايات المتحدة الأمريكية سوق واسعة لعمليات الاندماج والاستحواذ، إذ بلغ عدد الشركات المدمجة أو المستحوذ عليها في هذا البلد أكثر من نصف (1/2) أنشطة الاندماج والاستحواذ في العالم كله على صعيدي القيمة والحجم. وقد شهدت الولايات المتحدة الأمريكية منذ 1981 موجتي ضم ودمج كبيرتين: الأولى هي موجة تفكيك الشركات الكبرى في ثمانينات القرن العشرين، والثانية هي موجة بناء البور في تسعينات القرن الماضي، حيث شهدت الولايات المتحدة في هذين العقدین حوالي 82000 صفقة اندماج واستحواذ بلغت قيمتها 6000 مليار دولار أمريكي. ولم تشهد أنشطة الاندماج والاستحواذ في السنوات الأخيرة أي خمود. إضافة إلى ذلك شهدت ثمانينات القرن الماضي عدداً من عمليات الاستحواذ العدوانية وشراء كامل حصص الشركة من خلال صيغة شراء الشركات باستعمال أثر الرفع (LBO).

#### 4-2- شكل الملكية وحوكمة الشركات في اليابان:

إن السمة المميزة لنظام المؤسسات الصناعية اليابانية هي مجموعات أو شبكات الشركات ذات الحصص المستقرة والمتبادلة فيما بينها من الأسهم العادية، والمعروفة بـ « كيريتسو » وتعني كلمة كيريتسو « سلسلة منظمة من الأمور لتؤدي عملاً »<sup>2</sup>. وعلى الرغم من أن الشركات المتضمنة في الكيريتسو هي شركات مساهمة لها شخصية اعتبارية منفصلة، فإنها تميل أن يكون بينها عقود ضمنية تربطها فيما بينها في أمور الملكية، الحوكمة والمعاملات التجارية.

<sup>1</sup> - روبرت أي غروس، تعريب إبراهيم يحيى الشهابي، مرجع سبق ذكره، ص 178.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 176.

و يتمتع نمط تمويل المؤسسات الاقتصادية في اليابان بخصوصية واضحة في إطار المجمعات الاقتصادية، التي تعرف بالكيروتسات<sup>1</sup> Keiretsu والمتمثل في شبكة من المؤسسات منتظمة فيما بينها وحول بنك كبير وتوجد فيما بينها علاقات أعمال ذات تاريخ طويل، بحيث يمكن لنفس المؤسسة في نفس المجمع، أن تشتري جزء كبير من المواد الأولية أو تبيع جزء كبير من إنتاجها إلى مؤسسات أخرى في نفس المجموعة.

و بشكل عام فيما يخص ملكية أسهم المؤسسات الاقتصادية اليابانية، نجد أن الأفراد لا يمتلكون سوى حوالي 30% من أسهم الشركات المسعرة<sup>2</sup>، في حين أن البنوك والمؤسسات المالية تمتلك أغلب أسهم المؤسسات الاقتصادية المنتمية معها إلى نفس المجمع، إذ وعلى الرغم من أن القانون لا يسمح للبنوك اليابانية بامتلاك أكثر من 05% من أسهم شركة واحدة فإن مجموعة مكونة من أربع أو خمس بنوك يمكن أن تمتلك حوالي 20% إلى 25% من أسهم شركة ما<sup>3</sup>. والمؤسسات الاقتصادية بدورها يمكن أن تمتلك أسهم في هذه البنوك والمؤسسات المالية وكذلك في المؤسسات الاقتصادية الزميلة في نفس المجمع، وفيما يلي الجدول رقم (3-1) الحصص المتقاطعة les participations croisées للأسهم بين 06 مؤسسات تنتمي إلى مجمع Sumitomo.

<sup>1</sup> -Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, pp 1013-1015.

<sup>2</sup> - Mehdi Nekhili, « La discipline par les banques », (collection dirigée par Gérard Charreaux), op., cit, pp. 331-359.

<sup>3</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, pp 1016- 1017.

الجدول رقم (4-2): الحصة المتقاطعة بين المؤسسات التابعة لمجمع Sumitomo

نسبة الأسهم المملوكة						
المساهمين	سوميتومو بنك	سوميتومو ميتال للصناعة	سوميتومو كيميكال	سوميتومو ترست	سوميتومو كوربوريشن	NEC
سوميتومو بنك	–	3,4	4,7	2,2	4,4	3,0
سوميتومو ميتال للصناعة	–	–	–	–	–	–
سوميتومو كيميكال	–	–	–	–	–	–
سوميتومو ترست	2,2	6,8	5	–	4, 3	3,2
سوميتومو كوربوريشن	1,8	2,1	–	1,9	–	–
NEC	–	–	–	1,9	2,7	–
المؤسسات الأخرى للمجمع	7,5	4,3	7,8	3,8	9,5	6,8
الإجمالي	11,5	16,6	17,5	9,8	20,9	13

المصدر: Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, principes de gestion financière, 8<sup>ème</sup> édition, PEARSON Education, Paris 2006, p 1014 .

من الجدول نلاحظ أن سوميتومو بنك تمتلك 4,4 من أسهم سوميتومو كوربوريشن، التي تمتلك بدورها 1,8 من رأسمال البنك و بالموازاة مع ذلك يمتلك كل من البنك وسوميتومو كوربوريشن أسهم في سوميتومو ترست.



بالإضافة إلى روابط المساهمة المتقاطعة بين الكيانات الاقتصادية للمجمع، فإن هذه الأخيرة ترتبط فيما بينها بالعناصر الأخرى التالية<sup>1</sup> :

- ✓ الجانب الأكبر من التمويل بالقروض للمؤسسات الاقتصادية يأتي من بنك المجمع.
- ✓ إمكانية مشاركة أعضاء الإدارات العليا لمؤسسة داخل المجمع في الهيئات المديرة للمؤسسات الأخرى داخل نفس المجمع، حيث نجد على مستوى هذا الأخير مجلس للرؤساء conseil des présidents يتكون من الرؤساء المديرين العامين Les PDG لأهم مؤسسات المجمع ويجتمع هذا المجلس بصفة دورية منتظمة.
- ✓ توفر التمويل الداخلي ما بين مؤسسات المجمع.

وعلى هذا الأساس يمكن اعتبار الـ Keiretsu نظام حوكمة شركات فريد من نوعه، أين يتم توزيع السلطة بين البنك الرئيسي، المؤسسات الكبرى داخل المجمع والمجمع في مجمله، فضلاً عن توفير العديد من المزايا فيما يخص التمويل الداخلي وتجنيب المؤسسات اليابانية الوقوع تحت طائلة منق سوق رأس المال بما يحمله من مشاكل الوكالة، عدم تماثل المعلومات، الإشارات المالية السلبية وتكلفة المعاملات.

لكن في الأخير يجدر الإشارة إلى الاختلافات بين تركيبة ملكية المؤسسات ونموذج حوكمتها، السائد في كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، بسبب التباين الكبير في فيما بينهما في نمط التوجه التمويلي للاقتصاد ( اقتصاد متوجه نحو الأسواق المالية بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية، اقتصاد متوجه نحو البنوك والمؤسسات المالية الأخرى بالنسبة لليابان )، وتتمثل هذه الاختلافات في<sup>2</sup>:

- ✓ مدى حيابة المساهمين على السلطة فيما يخص تعيين وإقالة أعضاء الإدارة، حيث يعتبر ذلك سهلاً في اليابان على عكس ما هو سائد في الولايات المتحدة الأمريكية أين يعتبر من الصعب جداً في بعض الأحيان إقالة الإدارة بسبب تجدرها (نظرية تجدر الإدارة La théorie de l'enracinement des dirigeants<sup>3</sup>).

<sup>1</sup> - ibid, pp. 1013-1015.

<sup>2</sup> - idem.

<sup>3</sup> - Mathieu Paquerot, (1997), « stratégies d'enracinement des dirigeants performance de la firme et structure de control », (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA, Paris 1997, pp 105-138.

- ✓ دور المساهمين العاديين (الأفراد) في المؤسسة في ممارسة السلطة والرقابة، إذ نجد أنهم يتحكمون في نسبة أكبر من الأسهم و يمارسون دور أكبر في القرار و الرقابة على المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية، على عكس الحال في اليابان، أين يعلب طابع المساهمات المتقاطعة بين الكيانات الاقتصادية دوراً محورياً، بما لا يترك إلا جزء ضئيل من الأسهم للمساهمين الأفراد بحيث لا يتأتى لهم ممارسة السلطة من خلال ذلك.
- ✓ عدد أعضاء مجلس الإدارة ومدى استقلاليتهم، حيث يصل عدد أعضاء مجلس الإدارة في المؤسسات اليابانية إلى ما بين 40-50 عضو، و عدد قليل منهم من هم مستقلين عن الإدارة التي تسيطر في الغالب على التعيينات في هذا المجلس وتتمتع باليد الطولى في السيطرة الفعلية على المؤسسة، لاسيما في حالة تمتع هذه الأخيرة بنتائج وصحة مالية جيدة، أما المساهمين الخارجيون (مساهمين أفراد في الغالب) فليس لهم سوى تأثير ضئيل على القرار فيها. في حين ينحصر عدد أعضاء مجالس الإدارات في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية بين ( 03-18 ) من ضمنهم عدد معتبر من الأعضاء المستقلين يتجاوز النصف في بعض الأحيان، كما تسمح القوانين في بعض البلدان بتعيين أعضاء مجلس الإدارة من غير أعضاء الإدارة و كبار المساهمين.
- ✓ الأجور والحوافز الممنوحة لأعضاء مجلس الإدارة، إذ نجد أن ما يتقاضاه المدراء في المؤسسات اليابانية أقل بكثير مما يحصل عليه المدراء في المؤسسات الأمريكية والأوروبية، حيث أن الرؤساء المديرين العاميين في المؤسسات اليابانية يقعون في ديل الترتيب فيما يخص الأجور و الحوافز المختلفة التي يحصلون عليها خلف كل من نظرائهم من الولايات المتحدة، المملكة المتحدة، أوروبا، أستراليا وحتى من الصين والمكسيك ولا يتفوقون سوى على نظرائهم الهنود<sup>1</sup>.
- ✓ معدل توزيع الأرباح، إذ نظراً للدور الضعيف الذي يمكن أن يلعبه المساهمون الأفراد على مستوى التأثير على سعر السهم في البورصة، تمتاز المؤسسات اليابانية بالبخل من حيث الأرباح الموزعة، على عكس ما يحدث في الولايات المتحدة الأمريكية ذات التوجه الاقتصادي نحو أسواق أس المال ونمط تركيبة الملكية المشتتة بين عدد غير محدود من المساهمين dispersion des actionnaires، أين تلعب المعلومات حول الأرباح المحققة (Les bénéfices par action (BPA))

<sup>1</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, pp. 101 7-1041.

ولا سيما الأرباح الموزعة (Les dividendes par action (DPA)) دور كبير و أساسي في حركة الأسهم نحو الصعود والهبوط بما يجعل الإدارات في المؤسسات الأمريكية مفرطة الحساسية نحو تغيرات أسعار الأسهم في البورصة، مما يؤدي بها إلى رفع نسبة الأرباح الموزعة. و على الرغم من أن العدد الفعلي لشركات الكيريتسو يعد قليلاً بالنسبة للعدد الكلي للشركات المساهمة في اليابان، فإنها تمثل مجتمعة حوالي 25% من إجمالي المبيعات في القطاع الياباني المشترك، وحوالي 50% من قيمة الأسهم المسجلة في اليابان<sup>1</sup>. وعليه يمكن اعتبار الكيروتسات كأنظمة حوكمة سائدة في هذا البلد، حيث تسعى الإدارات في الشركات من أجل خدمة صالح مجموعة الشركات بأكملها وليس من أجل مصلحة شركة لوحدها أو مصلحة المساهمين فيها.

لذلك تعد سوق عمليات الاندماج-استحواذ في اليابان غير نشطة، كما هو الحال في ألمانيا. إذ بالكاد تجاوزت هذه العمليات 3% من إجمالي تمويل السوق في الفترة 1985-1989، إضافة إلى أن العمليات كانت كلها ودية وأول عملية سيطرة عدوانية وقعت على شركة يابانية من قبل شركة غير يابانية حصلت في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، كانت في سنة 1999. وعلى الرغم من حدوث حوالي 450 عملية دمج و/ أو استحواذ تشمل شركات يابانية سنوياً، فإن نصف هذه العمليات تقريباً كانت شركات يابانية تضم شركات غير يابانية، ومعظم ما تبقى كان يتمثل في صفقات صغيرة بين شركات يابانية صغيرة. وعلى هذا الأساس فنادرًا ما توجد ترتيبات للدفاع ضد العروض العامة للشراء ومحاولات السيطرة العدوانية مثل الأقراص المسمومة والمضلات الذهبية.

كما أنه لا بد من الإشارة في هذا الإطار إلى النفور الثقافي للمجتمع الياباني من عمليات السيطرة العدوانية، ويتجسد ذلك من خلال أن الكلمات اليابانية المستخدمة للدلالة على هذه العمليات هي (أن يبيع المرء جسده /Miurisuru)، (الرشوة /Baishu) و (إختطاف /Nottori) وكلها توحى بأمر غير جيدة<sup>2</sup>. هذا وفي ظل سيادة قوى العولمة المالية بدأ النموذج الياباني يقترب نوعاً في السنوات الأخيرة من النموذج الأمريكي، لا سيما من خلال قيام العديد من المؤسسات اليابانية بتغيير تركيبة ملكيتها من أجل

<sup>1</sup> - روبرت أي غروس، تعريب إبراهيم يحيى الشهابي، مرجع سبق ذكره، ص 178.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 178.

تقريبها من شكل الملكية السائد في الولايات المتحدة الأمريكية وكذلك تقليص عدد أعضاء مجلس الإدارة وتعيين أعضاء مستقلين.

#### 4-3- شكل الملكية وحوكمة الشركات في ألمانيا:

يوجد في ألمانيا حوالي نصف مليون مؤسسة وأكثر من 3200 شركة مساهمة، إلا أن أقل من 700 منها فقط مدرجة في البورصة، تغطي الشركات المسجلة 20% من عائدات القطاع المشترك وتميل الشركات غير المسجلة إلى تشكيل غالبية الصغيرة والمتوسطة الحجم<sup>1</sup>.

إن أهداف الشركات في ألمانيا محددة بوضوح في قانون الشركات الألماني الذي يقتضي أن هدف الشركة ودور مجلس الإدارة يتمثل فيما يلي « يقوم مجلس الإدارة على مسؤوليته الخاصة بإدارة المؤسسة لصالح المشروع وموظفيه والمصلحة العامة للمواطنين والدولة.» ولم يتطرق هذا القانون إلى دور و حقوق المساهمين إلى في السنوات الأخيرة، حيث أشار إلى أن حاملي الأسهم يشكلون جمهوراً هاماً ضمن الأطراف الأخرى ذوي العلاقة بنشاط الشركة.

تختلف بنية ملكية الأسهم في ألمانيا اختلافاً كبيراً عن تلك السائدة في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ أن حوالي 14% من الأسهم تمتلكها البنوك، وحوالي 40% تملكها شركات ألمانية أخرى (كلا الفئتين لا تمتلكان شيئاً من الناحية الفعلية في الولايات المتحدة)، و لا تتجاوز نسبة الملكية المباشرة للعائلات الألمانية 17% من الأسهم، في حين تصل هذه النسبة في الولايات المتحدة إلى 50%، وهي نسبة أخذت في التضاؤل منذ خمسينات القرن العشرين، حيث أخذت الملكية تتركز بشدة، فحوالي 25% من الشركات الألمانية المسعرة، فيها مساهم كبير على الأقل، و تمثل هذه الحصص الكبرى حوالي 65% من قيمة جميع الأسهم المسجلة<sup>2</sup>.

كما أن المتفحص لنمط الملكية السائد في ألمانيا يلاحظ من أول وهلة الاختلاف الكبير في تركيبة ملكية المؤسسات في ألمانيا عن ما هو سائد في الولايات المتحدة الأمريكية، ففي الوقت الذي يمتاز فيه النموذج الأمريكي بملكية المساهمين الأفراد العاديين لنسب معتبرة من أسهم المؤسسات، نلاحظ تركيز

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 176.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 178.

ملكية هذه الأخيرة في ألمانيا في يد عدد محدود من الأشخاص الاعتباريين (البنوك، المؤسسات المالية والمؤسسات الصناعية)، ويمتاز هذا النمط بالخصائص التالية:

✓ العدد الكبير من أسهم المؤسسات التي تملك البنوك حصص معتبرة في رأسمالها، فوفقاً لنظام البنوك الشاملة *banques universelles*، المتبع في ألمانيا، يسمح للبنوك بامتلاك أسهم المؤسسات، إضافة إلى حيازة تفويضات للتصويت نيابة عن الأسر التي تملك أسهم في رأس المال، مما يمنح هذه البنوك حقوق تصويت أكثر من نسبة ملكيتها في رأس المال، بما يسمح لها بلعب دور أكبر في الرقابة، السيطرة على القرار ومن تم الحوكمة في الشركة، فعلى سبيل المثال يملك دوتش بنك Deutsche bank 28% من حقوق التصويت في مؤسسة ديلمر بنز Daimler benz - و يحوز على تفويضات تصويت من الأسر تقدر بـ 14% من مجموع حقوق التصويت مما يمنحه إجمالي حقوق تصويت تقدر بـ 42% وهي نسبة غير بعيدة عن الأغلبية البسيطة. ويصل الأمر بين البنوك والمؤسسات الاقتصادية في ألمانيا إلى إبرام تحالفات طويلة الأجل، مما يسمح بمراقبة المؤسسات من طرف عون خارجي (بنك شامل) والتقليل من مشاكل الوكالة<sup>1</sup>.

✓ المساهمات المتقاطعة بين المؤسسات *Les détentions croisée* ودور الشركات القابضة المملوكة للعائلات *Les Holdings*، ففي دراسة أجراها Franks et Meyers على 171 مؤسسة ألمانية كبيرة سنة 1990، وجد أن 47 منها تملك فيها مؤسسات أخرى كتل أسهم *bloc d'actions*، 35 منها تملك فيها الشركات القابضة كتل أسهم فقط 26 منها لا تحتوي تركيبة ملكيتها على كتل جوهرية مملوكة لمؤسسة أخرى أو مؤسسة مالية<sup>2</sup>.

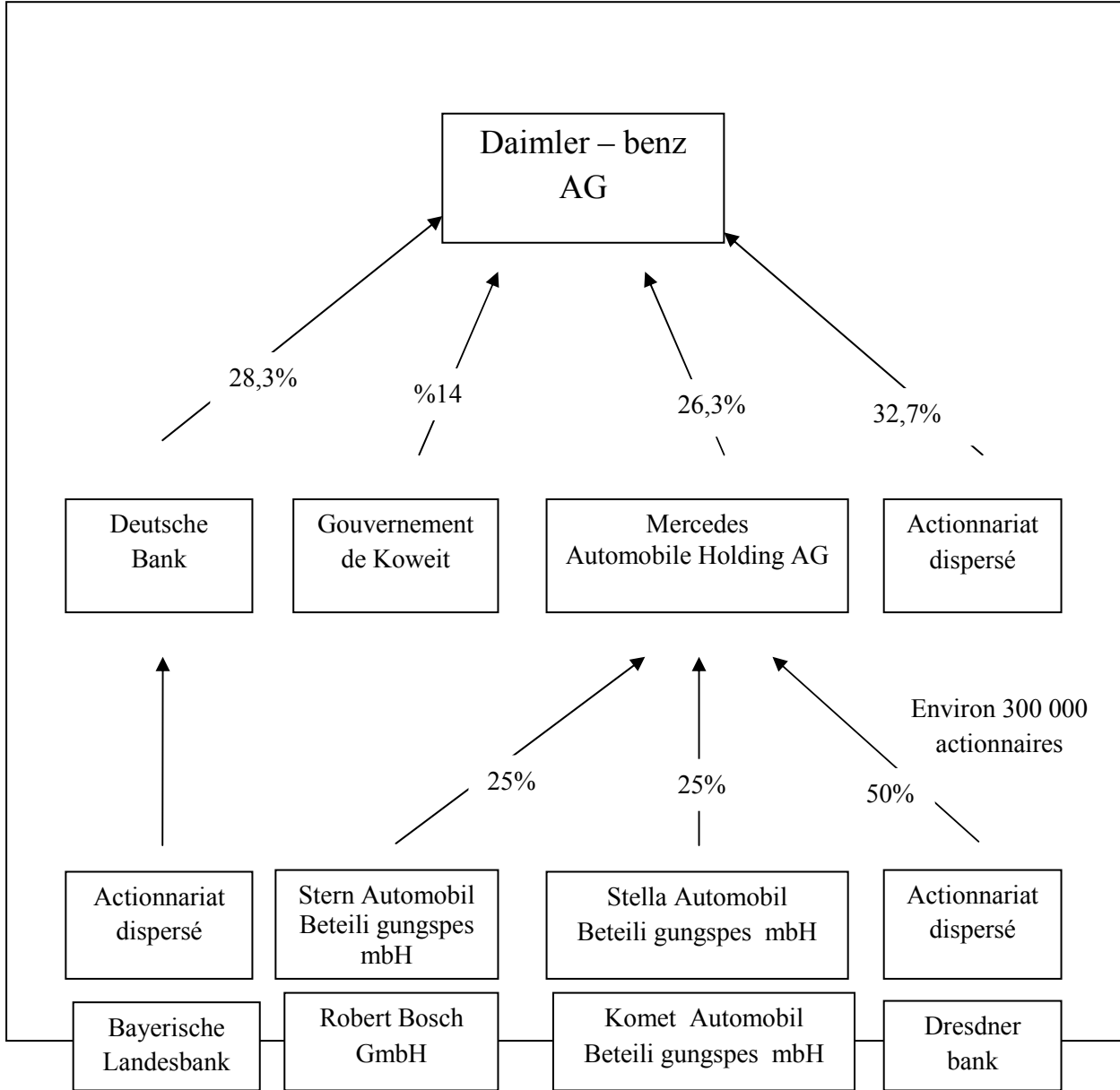
لذلك كان نمو سوق عمليات الاندماج والاستحواذ ضعيفاً، ولم ينخرط في عمليات الاندماج والاستحواذ في الفترة ما بين 1985 و 1989 سوى 2,3 من القيمة السوقية للأسهم المسجلة في بورصة فرانكفورت، بالمقارنة مع 40% في الولايات المتحدة. وفي الحالات التي حدثت فيها عمليات اندماج- استحواذ كان يغلب عليها الطابع الودي، فعلى سبيل المثال ذكر فرانكس Franks وماير Mayer في سنة 1993، أنه لم

<sup>1</sup> - Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, op., cit, pp 1016- 1017.

<sup>2</sup> - Julian Franks , Colin Mayer, « **The Ownership and Control of German Corporations**», Review of Financial Studies, 14 (hiver 2001) tableaux 1, p. 974.

تسجل سوى أربع عمليات سيطرة عدوانية في ألمانيا منذ الحرب العالمية الثانية<sup>1</sup>. وعلى هذا الأساس أنبنى نموذج حوكمة الشركات في ألمانيا على الدور الرائد للبنوك، شركات التأمين وأصحاب كتل الأسهم من العائلات والشركات القابضة، وليس على دور المساهمين العاديين (الأفراد) وآلية سوق رأس المال.

والشكل رقم (3-4): تركيبة الملكية لمؤسسة ديلمر بنز Daimler – benz الألمانية.



المصدر: Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, principes de gestion financières, 8<sup>eme</sup> édition, PEARSON Education, paris 2006, p 1016 .

PEARSON Education, paris 2006, p 1016 .

<sup>1</sup> - Julian Franks , Colin Mayer, opt., cit., , tableaux 1, p. 974.

يتجلى في الشكل أعلاه كل الخصائص المذكورة سابقاً و التي تميز تركيبة ملكية المؤسسات الألمانية، من المستويات المتعددة للملكية والمساهمات المتقاطعة ودور البنوك والمؤسسات المالية الأخرى في حوكمة المؤسسات وهذا ما يفسر قلة عدد عمليات العروض العامة في الاقتصاد الألماني<sup>1</sup>.

#### 4-4- شكل الملكية والحوكمة في فرنسا:

في ضل النتائج المتوصل إليها فيما يخص العلاقة بين نمط الحوكمة المعتمد في اقتصاد ما وشكل الملكية السائد فيه، حيث خلصت الدراسات إلى أنه في البلدان التي تنتشر فيها تشتت الملكية *dispersion de l'actionnariat*، مثلما هو الحال في الولايات المتحدة، يسود نمط الحوكمة المبني على السوق، في حين تسود أنماط الحوكمة التي تلعب فيها البنوك والمؤسسات المالية دوراً كبيراً، في الاقتصاديات التي تتسم بتركز الملكية *concentration de l'actionnariat* فيها، مثلما هو الحال بالنسبة لكل ألمانيا واليابان. يقع النموذج الفرنسي منتصف الطريق بين النموذجين الأمريكي والألماني-ياباني، حيث يقترب من النموذج الأمريكي بالنظر إلى تطور الأسواق المالية ودورها في الرقابة على الشركات، في حين يقترب من النموذج والألماني-ياباني، فيما يتعلق بهيكل ملكية الشركات والتي تتسم بالحضور اللافت للمؤسسات المالية وغير المالية<sup>2</sup>.

إذ أنه وعلى الرغم من عدم وجود أي حدود قانونية تمنع البنوك في تجاوز نسبة معينة من الملكية في رأسمال الشركات الفرنسية، فإن هذه النسبة تبقى ضعيفة ولا تتجاوز في المتوسط 5%<sup>3</sup>. وتقوم البنوك في فرنسا بممارسة الرقابة على الشركات من خلال تحكمها في شركات إدارة المحافظ الاستثمارية وبيوت الأسهم *Maison de titre* المتواجدة بكثرة في فرنسا<sup>4</sup>.

هذا ولقد أدى إمتلاك حصص معتبرة من أسهم الشركات الفرنسية المسعرة، من طرف البنوك وباقي المؤسسات المالية، إلى إعاقة تطور أسواق رؤوس الأموال في فرنسا وتحجيم دورها في حوكمة الشركات الفرنسية.

<sup>1</sup> - Hervé Hutin, op., cit, p. 771.

<sup>2</sup> - Mehdi Nekhili, op., cit, pp. 331-359.

<sup>3</sup> - idem.

<sup>4</sup> - idem.

لكن التواجد المعبر للمستثمرين المؤسسيين في رأسمال الشركات الفرنسية في السنوات الأخيرة ساهم في تحرير المؤسسات الفرنسية من قبضة البنوك والمؤسسات المالية وتفعيل دور سوق رأس المال في حوكمة الشركات، حيث نشطت سوق عمليات الاستحواذ في فرنسا في السنوات الأخيرة.

#### 4-5- شكل الملكية والحوكمة في دول أخرى:

الولايات المتحدة، اليابان وألمانيا هي من أكبر الاقتصاديات الصناعية الثلاثة في العالم، فإلى وقت قريب كان الناتج الوطني لهذه البلدان يصل إلى أكثر بقليل من نصف الناتج العالمي. كما أن أغلب المؤسسات الرائدة والشركات المتعددة الجنسيات ينتمي إلى هذه الدول أيضاً وهي تتنافس مع بعضها البعض في قطاعات عديدة على المستوى العالمي. و لقد أصبحت أساليب الحوكمة لدى هذه الشركات تلعب دوراً حاسماً في المنافسة العالمية، لدرجة أن طبيعة الحوكمة في الشركة أصبحت وثيقة الصلة بطبيعة المؤسسة الصناعية و بنية السوق.

و فضلاً عن ذلك، هناك التأثير الذي مارسه هذه الأنظمة وراء حدود البلدان الثلاث التي نشأت فيها. فهناك العديد من البلدان الأوروبية كالنمسا وبلجيكا والمجر ودرجة أقل فرنسا وسويسرا والكثير من بلدان أوروبا الشمالية قد طورت أنظمة الحوكمة لديها بما يتفق مع الخط الأنجلوسكسوني السائد أيضاً في كل من المملكة المتحدة، كندا، أستراليا ونيوزيلندا. كذلك الاقتصاديات المتحررة حديثاً في أوروبا الشرقية، التي يبدو أنها أتتبع النموذج الألماني. أما تأثير النموذج الياباني فهو واضح أكثر في آسيا حيث كانت الشركات اليابانية أكبر المستثمرين الأجانب بصورة مباشرة في العقود الأخيرة من القرن العشرين<sup>1</sup>.

وفي دراسة رائدة لـ لابورتا La Porta ، لوبيز دوسيلاناس Lopez-de-Silanes وشلايفر Shleifer، تمحورت حول تحديد شكل ملكية الشركات في 27 بلد صناعي، تم التوصل إلى أن النموذج القائم على تشتت الملكية والتداول الواسع للأسهم هو في الحقيقة نموذج نادر المصادفة، ونفس الشيء بالنسبة للنموذج الألماني المبني على الدور المحوري للبنوك وباقي المؤسسات المالية، فهو يعتبر أيضاً قليل الانتشار. وتشكل هياكل الملكية الأكثر انتشاراً في العالم تلك التي تمتلك فيها العائلات أو الدولة حصص معتبرة تسمح لها بممارسة سيطرة على الشركة، وغالباً ما تزوجت هذه الملكية مع ترتيبات أخرى معتمدة

<sup>1</sup> - روبرت أي غروس، تعريب إبراهيم يحيى الشهابي، مرجع سبق ذكره، 2001، ص 169.



تسمح لهذه الفئات من المساهمين بالتحكم في غالبية حقوق التصويت ومن تم السيطرة الفعلية على الشركات دون امتلاك غالبية رأسمالها<sup>1</sup>.

وواقع الحال أن سيطرة العائلات على جغرافية رأسمال الشركات هو أمر شائع في كل من آسيا وأوروبا. ففي دراسة كلاسنس Claessens، دجانكوف Djankov ولانج Lang تطرقت إلى هيكل ملكية 3000 شركة أسيوية سنة 1996، تم التوصل إلى أنه، وباستثناء اليابان، هناك نسبة كبيرة من مؤسسات العينة المدروسة مملوكة أو متحكم فيها من طرف عائلة. كذلك في هونغ كونغ العائلات العشرة الأغنى في البلد تتحكم في 32% من أصول الشركات المسعرة، وتصل هذه النسبة في تايلاندا إلى 46% و 58% في أندونيسيا<sup>2</sup>. والجدول رقم (4-4) يوضح المدى الذي وصلت إليه سيطرة العائلات على هيكل ملكية الشركات الأسيوية.

الجدول رقم (4-4): أهمية الملكية العائلية في المؤسسات الأسيوية.

الدولة	عدد شركات العينة	عائلية	حكومية	مساهمين مشتتين	نسبة الأصول المتحكم فيها من طرف العشر عائلات الأغنى
كوريا	345	48,4	1,6	43,2	36,8
هونغ كونغ	330	66,7	1,4	7,0	32,1
إندونيسيا	178	71,5	8,2	5,1	57,7
اليابان	1240	9,7	0,8	79,8	2,4
ماليزيا	238	67,2	13,4	10,3	24,8
الفلبين	120	44,6	2,1	19,2	52,5
سنغافورة	221	55,4	23,5	5,4	26,6
تايوان	141	48,2	2,8	26,2	18,4
تايلاندا	167	61,6	8,0	6,6	46,2

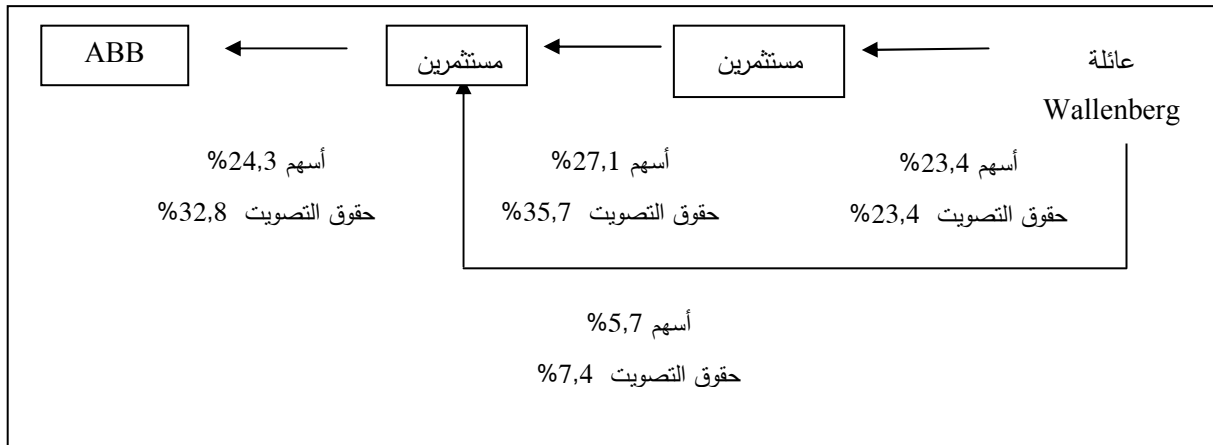
المصدر: Stijn Claessens, Smeon Djankov, Larry H P Lang, (2000), « The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations », Journal of Financial Economics, N 58, p 108.

<sup>1</sup> - Rafael La Porta, Florencio. Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, « Corporate Ownership around the world », Journal of Finance, 54(1999), pp 471-517.

<sup>2</sup> - Stijn Claessens, Smeon Djankov, Larry H P Lang, (2000), « The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations », Journal of Financial Economics, N 58, p 108.

كذلك تلعب البنى الهرمية Pyramides، المساهمات المتقاطعة والأسهم بحقوق التصويت المتعدد (المضاعف) دوراً كبيراً في حوكمة الشركات في كل من آسيا وأوروبا، وتسمح للمساهمين المرجعيين (العائلات في الغالب) بممارسة سيطرة أكبر بكثير من نسبة ملكيتهم في رأسمال هذه الشركات<sup>1</sup>. الشكل رقم (4-4) يوضح كيف تسيطر عائلة وولنبرج Wallenberg على شركة على شركة أبي بي ABB السويدية، من خلال البنى الهرمية و الأسهم بحق التصويت المضاعف.

الشكل رقم (4-4): استخدام البنى الهرمية وحقوق التصويت المتعددة في شركة أبي بي ABB



المصدر: Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, principes de gestion financières, 8<sup>eme</sup> édition, PEARSON Education, Paris 2006,p1021.

#### 4-6- هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة في الشركة:

تعتبر تركيبة ودور مجالس الإدارات في الشركات من الخصائص التي تشكل إحدى نقاط الالتقاء بين هيكل ملكية الشركة ونظام الحوكمة السائد فيها. فنظراً لكون مجلس الإدارة في الشركة هيئة اجتماعية يتم انتخابها من طرف المساهمين، فإنه من الطبيعي جداً أن يكون هناك تأثير جوهري لطبيعة هيكل ملكية الشركة على خصائص مجلس الإدارة فيها، فحسب دراسة قام بها شارو Charreaux وبيتول بيلن Pitol-Belin سنة 1990، بنيت على أساس اختبار الاختلافات في تركيبة مجلس الإدارة في ثلاث فئات من الشركات هي: الشركات العائلية، الشركات المتحكم فيها من طرف الإدارة والشركات المتحكم فيها من طرف شركات أخرى. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن دور مجلس الإدارة في الشركة يزداد أهمية كلما

<sup>1</sup> - L A Bebchuk, R Kraakman et G R Triantis, « Stock Pyramids, cross-ownership and dual class equity »,

تجسدت خاصية انفصال الإدارة عن الملكية فيها<sup>1</sup>، كما توصلت هذه الدراسة إلى العديد من المؤشرات المهمة لتأثير طبيعة هيكل الملكية، لاسيما فيما يخص تشتتها (تركزها)، على تركيبة مجلس الإدارة، وهذه المؤشرات هي كمايلي<sup>2</sup>:

- ✓ مجالس الإدارة في الشركات المتحكم فيها من طرف الإدارة، تتضمن نسبة معتبرة من الأعضاء غير المستقلين (غير التنفيذيين)؛
- ✓ في الشركات العائلية، المساهمين المدراء (أفراد العائلة) هم في نفس الوقت أعضاء مجلس الإدارة، ومن النادر أن نجد مدراء ليس لهم عضوية في مجلس الإدارة؛
- ✓ في الشركات المتحكم فيها من طرف شركات أخرى، ممثلي هذه الأخيرة يسيطرون على مجلس الإدارة وهم من يختارون المدراء في الشركة المتحكم فيها؛

<sup>1</sup> - Gérard Charreaux, Jean-pierre Pitol-Belin, op., cit, pp 165-185.

<sup>2</sup>- Laurence Godard, Alain Schatt , op., cit, p. 69-87.

## خلاصة الفصل:

حوكمة الشركات ومن خلال كونها ذلك النظام الذي بمقتضاه تدار الشركات وتراقب، هي مفهوم ذو علاقة وطيدة بكيفيات إدارة الشركات، من جهة. وآليات الرقابة عليها والتحكم فيها من جهة أخرى. ولذلك فهي تركز على ثلاث ركائز قاعدية تتمثل في السلوك الأخلاقي الذي يضمن الحياد والابتعاد عن التصرفات الإنتهازية للإدارة، تفعيل أدوار أصحاب المصلحة وخاصة المساهمين في الرقابة على الإدارة وإدارة المخاطر التي قد تنجم عن إدارة الشركة. كما تتبنى حوكمة الشركات العديد من المبادئ التي تتمحور في مجملها حول الشفافية، المعاملة المتكافئة للمساهمين وحماية حقوقهم.

ومن أجل تحقيق أهداف حوكمة الشركات، والمتمثلة في الإدارة الرشيدة للشركة لمصلحة جميع الأطراف ذوي العلاقة ولاسيما المساهمين فيها، تتطوي حوكمة الشركات على العديد من الآليات الداخلية والخارجية، والتي يؤدي وضعها في الخدمة إلى تفعيل الحوكمة في الشركة وتهذيب سلوك الإدارة التنفيذية فيها. من بين آليات الحوكمة الأكثر فعالية في هذا الصدد، نجد كل من آلية مجلس الإدارة ولجانه وآلية سوق رأس المال بما تتطوي عليه من عمليات اندماج وسيطرة.

ونظراً لكون مجلس الإدارة في الشركة يمثل - في الغالب - المساهمين فيها ويعتبر حارساً على أموالهم، كما أن الدور الذي أصبحت أسواق رؤوس الأموال تلعبه في حياة الشركات لاسيما فيما يخص دور عمليات الاندماج والاستحواذ في تهذيب سلوك الإدارات التنفيذية فيها. فإنه من الطبيعي جداً بروز التأثير الحاسم لشكل الملكية على المستوى الاقتصادي الكلي وهيكل ملكية الشركة وجغرافية رأسمالها على المستوى الاقتصادي الجزئي، في أنظمة الحوكمة السائدة. في هذا الإطار يتم التمييز بين تشتت الملكية وتركزها وطبيعة المساهمين وملاك الحصص من دولة إلى أخرى، وعلى الخصوص تم التوصل إلى التمييز بين ثلاث نماذج أساسية لشكل الملكية والحوكمة: نموذج المبني على السوق في الولايات المتحدة، نموذج الكيروتسات المساهمات المتقاطعة في اليابان ونموذج البنوك الشاملة في ألمانيا.

## الفصل الخامس

واقع إستخدام الهندسة المالية في شركات

مؤشر كاك 40

**تمهيد:**

بعدما تم التطرق في الجانب النظري من الدراسة إلى كل من الإطار النظري العام لمختلف المفاهيم المرتبطة بموضوع البحث والاستخدامات المختلفة لمنتجات وتقنيات الهندسة المالية في السيطرة على الشركات والحفاظ على هذه السيطرة، يأتي هذا الفصل التطبيقي كمحاولة لإسقاط ما تم التوصل إليه نظرياً على عينة من الشركات المتضمنة في مؤشر كاك 40 (CAC 40).

وعليه سوف يتناول هذا الفصل واقع استخدام منتجات وتقنيات الهندسة المالية، كإستراتيجيات هجومية وكسياسات دفاعية، من طرف المساهمين المرجعيين في شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40). وذلك بعد الإلمام بماهية المؤشرات البورصية على العموم ومؤشر كاك 40 (CAC 40) على الخصوص وكذلك تقديم عينة الدراسة والمنهج المتبع لإتمامها.

## المبحث الأول: المؤشرات البورصية ومؤشر كاك 40.

لقد أصبحت المؤشرات البورصية في العقود الأخيرة، واحدة من مظاهر الرأسمالية المالية وسيطرة الأسواق المالية على الحياة الاقتصادية في الكثير من الدول المتقدمة والنامية، وأضحت هذه المؤشرات هي المعيار الأساسي الذي يتم النظر إليه من أجل الحكم على أداء الأسواق المالية و الاقتصاديات.

**المطلب الأول: ماهية المؤشرات البورصية.**

في ظل اتساع الأسواق بصفة عامة والأسواق المالية بصفة خاصة، وتعدد المنتجات (الصكوك) المتداولة فيها، أصبح من الضروري إيجاد مقاييس موضوعية وعلى درجة كبيرة من التمثيل، كي تلعب دور المعايير التي يتم من خلالها الحكم على أداء هذه الأسواق.

**1- تعريف المؤشرات البورصية:**

المؤشرات البورصية عبارة عن مقاييس تُستعمل من طرف المستثمرين من أجل تحليل، مقارنة وتقييم اتجاه سوق ما أو قطاع نشاط ما، وذلك من خلال الأداء المتوسط لقيم المؤشر، وهي بذلك تسمح بقياس تطور أداء البورصات وإطلاع الجهات المعنية بمدى سلامة بورصة ما، قطاع ما أو منطقة جغرافية ما. ومن حيث طبيعتها، المؤشرات البورصية عبارة عن مؤشرات أسعار تمتاز بالخصائص التالية:

- تاريخ مرجعي، يتمثل في تاريخ إنشاء قاعدة المؤشر؛
- العينة، تتمثل في مجموع القيم الممثلة في المؤشر؛
- منهجية الحساب، تتمثل في وزن السهم في المؤشر؛

و قد تم تكوين هذه المؤشرات لأول مرة من طرف البورصات، وبعد ذلك دخلت المجمعات الصحفية المتخصصة على الخط، حيث نجد مثلاً أن صحيفة الفاينانشل تايمز Financial Times قامت بتأسيس مؤشر فوتسي Footsi في المملكة المتحدة. كما ساهمت البنوك ووكالات التقييم المالي في وضع مؤشرات بورصية معروفة جداً في مجال قياس أداء الأسواق المالية، وفي هذا الصدد يمكن الإشارة إلى مؤشر (S&P500) الذي وضعته وكالة التقييم الإئتماني ستاندارد أند بوير Standard & Poor's ومؤشر (MSCI) العائد لبنك مورجان ستانلي Morgan Stanley.

و في السنوات الأخيرة أصبحت هذه المؤشرات تستخدم كأداة استثمار مالي، لاسيما من طرف صناديق الاستثمار التي تبني محافظها الاستثمارية على أساس تركيبة المؤشرات البورصية، وذلك إدراكاً منها أن أفضل محفظة مالية هي تلك المحفظة التي تتشكل من قيم المؤشر.

## 2- كيفية حساب المؤشرات البورصية:

في حقيقة الأمر تتبع طريقة حساب المؤشر لمنهجية بناءه، من حيث كونه مرجح بأوزان الرساميل السوقية من عدمه. ففي المؤشرات التي تأخذ بعين الاعتبار الرسملة السوقية للشركات صاحبة القيم الداخلة فيه، تحتسب قيمة المؤشر من خلال ضرب متوسط أسعار القيم في مبلغ الرسملة السوقية العائمة\*. وعلى هذا الأساس كلما كان مبلغ الرسملة السوقية للشركة أكبر أدى التغير في سعر سهمها إلى أحداث تغير كبير في قيمة المؤشر.

أما فيما يخص المؤشرات البسيطة، فهي تحتسب من خلال المتوسط الحسابي لأسعار القيم الداخلة فيها، بحيث تعكس قيمة المؤشر أسعار الأسهم من دون ترجيحها بأوزان الرسملة السوقية للشركات الممثلة فيه.

وفي غالب الأحيان يتم حساب المؤشرات في شكل عدد من النقاط، بحيث يتم جمع النقاط الخاصة بالشركات المكونة للمؤشر وجلبها إلى قيمة ثابتة صحيحة (1000 مثلاً) لتشكل قاعدة المؤشر وعلى أساسها يتم معرفة اتجاه تطور أداء المؤشر صعوداً وهبوطاً.

وفيما يخص توقيت احتساب قيمة المؤشر، تشير الممارسات السائدة في أغلب البورصات أن هذه الأخيرة تقوم بحساب المؤشرات والإعلان عن قيمتها كل 30 ثانية خلال ساعات افتتاح المؤشر، فيما تخرج بعض المؤشرات عن هذه القاعدة وتقوم بحساب قيمتها لحظة بلحظة. و يشرف على عمل المؤشر مجلس علمي يتكون من خبراء مستقلين، وتتمثل مهمته الرئيسية في تسيير عينة المؤشر والرقابة على سلامته وتمثيله.

## 3- أنواع المؤشرات البورصية:

في الغالب يتم التمييز بين المؤشرات البورصية بناء على العديد من المعايير منها: منهجية حساب المؤشر و مدى شموليته.

\* يقصد بمبلغ الرسملة السوقية العائمة لشركة ما، عدد الصكوك القابلة للتداول مضموناً في قيمة الصك.



فبناءً على معيار منهجية الحساب يتم التفريق بين المؤشرات المرجحة بأوزان الرسملة السوقية للشركات المصدرة للقيم الداخلة في المؤشر، مثل ما هو الحال بالنسبة لمؤشر كاك 40 CAC 40 والمؤشرات البسيطة، من قبيل مؤشري داوجونز Dow Jones ونيكاي Nikkei.

أما على أساس معيار الشمولية، يتم التمييز بين المؤشرات الرئيسية التي تقيس الأداء الإجمالي للبورصة بالأخذ بعين الاعتبار غالبية الشركات أو الشركات الكبيرة المسجلة في البورصة التي يعبر عنها المؤشر، والمؤشرات القطاعية التي تقيس أداء مجموعات فرعية من الشركات التي تمتلك خصائص مشتركة (مثلاً شركات قطاع التكنولوجيا أو الشركات الصغيرة).

كما يتم التفريق على أساس معيار الامتداد الجغرافي، بين المؤشرات الوطنية التي تعبر عن تطور أداء سوق مالي وطني مثل مؤشر فوتسي FTSE100 الذي يعنى بقياس أداء سوق لندن للأوراق المالية. المؤشرات الجهوية التي عادة ما توضع من طرف هيئات مستقلة مثل وكالات التنقيط الائتماني والبنوك، بحيث لا تتعلق بسوق واحد بل تعكس تطور السوق المالية والنشاط الاقتصادي في منطقة معينة، وتتضمن شركات كبيرة مسعرة في العديد من البورصات في تلك المنطقة. والمؤشرات العالمية العالمية التي تحتوي على أكبر الشركات العالمية من حيث الرسملة السوقية المسعرة في بورصات الدول المتقدمة.

#### 4- المؤشرات الرئيسية في فرنسا والعالم:

تنتشر المؤشرات البورصية في العديد من الأسواق المالية مهما كان مستوى تطورها، اتساعها وعمقها، إلا أن المؤشرات الرائدة في مجال قياس أداء الأسواق المالية و الاقتصاديات توجد في أمريكا الشمالية، أوروبا الغربية واليابان. وفيمايلي سوف يتم تقديم أهم المؤشرات في كل من فرنسا والعالم:

#### 5- أهم المؤشرات البورصية على المستوى العالمي:

تعد كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان هما البلدان السباقان في ميدان إنشاء المؤشرات البورصية. الولايات المتحدة الأمريكية وبسبب نمط تمويل الاقتصاد السائد على مستواها والمبني على الدور الكبير الذي تلعبه أسواق رؤوس الأموال الخاصة في تمويل الشركات، كانت أول بلد ظهرت فيه هذه المؤشرات. أما بالنسبة لليابان، فقد أستدعى التطور الاقتصادي المتسارع الذي عاشه هذا البلد بعد الحرب العالمية الثانية، ضرورة تعبئة كامل المدخرات المتوفرة من أجل تلبية المتطلبات المالية لهذا التطور، وفي هذا الصدد لعبت بورصة طوكيو و مؤشرها Nikkei دوراً كبيراً وتموقعت في قلب النموذج

التموي الياباني إلى جانب نظام المجمعات البنكية-الصناعية المعروفة تحت اسم الكيروتسات. وفيما سيأتي سوف يتم تقديم أهم المؤشرات في كل من الولايات المتحدة واليابان:

### 1-5 - مؤشر داوجونز L'indice de Dow Jones

هو عبارة عن مؤشر بورصة نيويورك للأوراق المالية (NYSE) التي تمثل السوق المالي الأكبر في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم، وهو بدوره يشكل المؤشر الأقدم والأشهر من بين المؤشرات الرائدة على المستوى العالمي. أنشأ سنة 1928 بقاعدة نقاط قوامها أنداك 100 نقطة ويتضمن 30 شركة أغلبها شركات كبيرة تعمل في القطاع الصناعي في الولايات المتحدة الأمريكية. يقدر هذا المؤشر بطريقة بسيطة من خلال حساب المتوسط الحسابي لأسعار أسهم الشركات المتضمنة فيه، أي دون أخذ الرسمة السوقية للشركات الداخلة فيه بعين الاعتبار، ولذلك توجه له انتقادات فيما يخص عدم قدرته على توضيح تطور أداء السوق بصورة وفيه، هذا ناهيك عن ضعف عدد الشركات المتضمنة فيه.

### 2-5 - مؤشر ستاندرد أند بوورز 500: Le S&P 500 ( Standard & Poor's)

أسس هذا المؤشر من طرف وكالة التتقيط الائتماني ستاندرد أند بوورز Standard & Poor's سنة 1943، وبدأ عمله أنداك بقاعدة قدرها 10 نقاط. ويتضمن هذا المؤشر 500 شركة من بين الشركات المسعرة في بورصة نيويورك للأوراق المالية (NYSE) والناشطة في مختلف قطاعات الاقتصاد الأمريكي، وهو بذلك يمتلك قدرة كبيرة على التعبير عن تطور سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، هذا فضلاً عن كون الـ 500 سهم التي يمثلها تشكل حوالي 80% من الرساميل السوقية لبورصة نيويورك.

### 3-5 - مؤشر نازداك L'indice de Nasdaq

تأسس سوق الجمعية الوطنية لتجار الأوراق المالية عبر اللوح الإلكتروني (NASDAQ) سنة 1971، كإطار تنظيمي لتداول أسهم شركات قطاع التكنولوجيا (التكنولوجيات الجديدة للإعلام والاتصال، الإلكترونيات، الحواسيب والبرمجيات... إلخ)، وبعد الطفرة الكبيرة التي عرفت شركات الدوت كوم (.com) وارتفاع قيمة رساميلها البورصية إلى مستويات خيالية، أصبح هذا السوق المالي يمثل البورصة رقم 02 في الولايات المتحدة الأمريكية خلف بورصة نيويورك للأوراق المالية (NYSE). ويتضمن مؤشر هذا السوق قيم كل الشركات المسعرة فيه والمقدرة بحوالي 3000 شركة.

**4-5- مؤشر نيكاي L'indice de Nikkei**

يعتبر مؤشر نيكاي المؤشر الأقدم والأشهر في منطقة جنوب شرق آسيا، وهو واحد من المؤشرات المحسوبة بطريقة بسيطة من خلال متوسط حسابي لأسعار أسهم الشركات المتضمنة فيه، أي دون الأخذ في الحساب قيمة الرسملة السوقية للشركات الداخلة فيه. تأسس هذا المؤشر سنة 1949 انطلافاً من قاعدة نقاط مقدارها 100 نقطة، ويتكون من 225 سهم من أسهم الشركات المسعرة في بورصة طوكيو. عرف هذا المؤشر فترة ازدهار طويلة جعلت منه القبلية المفضلة للاذخار العالمي، حيث بلغ عدد نقاطه سنة 1989 حوالي 40000 نقطة، تم سجل تراجعاً حاداً ليصل سنة 1992 إلى 15000 نقطة، وواصل الهبوط بعد ذلك لاسيما مع طول أمد أزمة الركود التي عاشها الاقتصاد الياباني ومضاعفات انفجار الفقاعة المالية بين سنتي 2000 و2003، وهي الظروف التي زادت من حدة تفهقر قيمة هذا المؤشر. ولم يبدأ هذا الأخير في استرداد عافيته إلى مع بداية بوادر خروج الاقتصاد الياباني من حالة الركود وقيام الحكومة بالعديد من الإصلاحات في القطاع المالي، حيث عاد إلى الارتفاع من جديد وسجل في سنة 2013 معدل ارتفاع قدر بـ 57% محققاً أحسن أداء له منذ 1972.

**5-5- مؤشر داوجونز أورو ستوك 50 L'indice de Dow Jones Euro Stoxx 50**

أنشأ هذا المؤشر سنة 1992 كأداة لقياس أداء الشركات على مستوى منطقة اليورو، ويتضمن أسهم 50 شركة من شركات سوق داوجونز أورو ستوك Dow Jones Euro Stoxx، الذي يغطي بدوره 326 من كبريات شركات المنطقة من حيث الرسملة السوقية. يحسب هذا المؤشر على أساس طريقة الترجيح بأوزان الرسملة السوقية للشركات الداخلة فيه، ويسعر بصورة مستمرة كل 15 ثانية خلال مدة الافتتاح التي تبدأ على التاسعة صباحاً وتنتهي على الخامسة و45 دقيقة مساءً.

**5-6- مؤشر فوتسي 100 : L'indice de FTSE 100**

وضع هذا المؤشر في الخدمة سنة 1983 من طرف الصحيفة البريطانية المتخصصة في الشؤون الاقتصادية و المالية فاينانشال تايمز، وفي الواقع هو اختصار لعبارة Financial Times Stock Exchange. أنطلق هذا المؤشر في بداية الأمر بقاعدة 1000 نقطة ووصل إلى أعلى مستوى له من النقاط في 30 ديسمبر 1999 حيث بلغ 6950,6 نقطة. يتكون من قيم 100 شركة من ضمن الشركات الكبيرة المسعرة في بورصة لندن للأوراق المالية، ويتم الإعلان عن قيمته خلال مدة الافتتاح التي تتراوح بين الثامنة صباحاً والرابعة والنصف مساءً بالتوقيت المحلي.

## 5-7- مؤشر داكس 30: L'indice de DAX 30

تم تأسيس هذا المؤشر في سنة 1987 ليستخدم كمرجع لقياس أداء بورصة فرانكفورت في ألمانيا، وذلك بقاعدة نقاط مرجعية قوامها 1000 نقطة. ويتضمن 30 شركة من الشركات الأكثر أهمية في الاقتصاد الألماني والمسعرة في بورصة فرانكفورت، وهو مبني على معيارين أساسيين هما:

- الرسملة السوقية؛

- رقم الأعمال؛

وعلى عكس المؤشرات الأخرى، يتميز مؤشر داكس بأنه يأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة بحيث يتم إدماجها في الحساب، وفي هذا الصدد نجد أن بورصة فرانكفورت تقوم بحساب ونشر نوعين من المؤشرات هما:

- مؤشر داكس تي أر: \* Dax TR وهو المؤشر الأكثر استعمالاً ويؤخذ بعين الاعتبار في حسابه، مبالغ الأرباح المدفوعة من طرف الشركات المكونة له.
- مؤشر داكس بي أر: \*\* Dax PR وهو مؤشر غير معروف، يتم حسابه بنفس الطريقة التي يحسب بها مؤشر كاك 40 (CAC 40).

وفيما يخص كفيات الإعلان عن قيمته وتوقيت عمله، فإنه يتم الإعلان عن قيمته بصفة مستمرة خلال مدة الافتتاح التي تمتد بين التاسعة صباحاً والثامنة ليلاً وفقاً للتوقيت المحلي.

## 6- المؤشرات البورصية في فرنسا:

تمتاز بورصة باريس بتعدد المؤشرات المحسوبة على أساس قيم الشركات المسعرة فيها، وتتباين هذه المؤشرات من حيث التمثيل والحجم، كما أنه من بينها ما يُعنى بقياس الأداء العام للسوق وما هو موجه لقياس أداء شركات قطاع معين (التكنولوجيا مثلاً)، ومن ضمن هذه المؤشرات نذكر مايلي:

## 6-1- مؤشر كاك 40.

أنشأ هذا المؤشر سنة 1988 كمقياس رئيسي لبورصة باريس، وأنطلق في العمل بقاعدة مرجعية تتكون من 1000 نقطة، وهو واحد من المؤشرات الأساسية في فرنسا. وكما يتضح من اسمه فهو يتكون

\* Total Return

\*\* Price en Anglais (Preis en Allmend)

من 40 قيمة تعود لشركات يتم اختيارها من أصل 100 شركة صاحبة الرسملة السوقية الأعلى في بورصة باريس. وبحسب هذا المؤشر بصورة مستمرة كل 15 ثانية خلال كل أيام عمل البورصة.

### 6-2- مؤشر أس بي أف 80 : L'indice de SBF 80

تم إنشاء هذا المؤشر سنة 1997 بقاعدة نقاط قدرت أُنذاك بـ 1000 نقطة، وهو اختصار لعبارة Société des Bourses Françaises (SBF). يتضمن قيم 80 شركة من غير تلك الشركات المشمولة بمؤشر كاك 40 (CAC 40) كما أن ثلث الممثلة فيه تشتغل في قطاع الخدمات، وهو وفقاً لهذه التركيبة يقيس على الخصوص تطور أداء سوق قيم الشركات ذات الحجم المتوسط.

وعلى غرار مؤشر كاك 40 (CAC 40)، يُحسب هذا المؤشر بصورة مستمرة كل 30 ثانية وتأخذ طريقة حسابه مبلغ الرسملة السوقية العائمة للشركات المُصدرة للقيم المتضمنة فيه، لكن من خلال تطبيق سقف أعلى يقدر بـ 15%، أي أن الوزن المرجح لقيمة شركة معينة لا يمكن أن يتجاوز 15% مهما كانت قيمته رسملتها السوقية.

### 6-3- مؤشر أس بي أف 120 : L'indice de SBF 120

تأسس هذا المؤشر سنة 1993 بقاعدة نقاط قوامها في ذلك الوقت 1000 نقطة، وهو اختصار لعبارة Société des Bourses Françaises (SBF)، وهو كما يتضح من اسمه يتكون من 120 قيمة تعود لـ 120 شركة من أصل 200 شركة هي الأكبر من حيث الرسملة السوقية في بورصة باريس. وعلى هذا الأساس يتضمن هذا المؤشر كل من مؤشر كاك 40 (CAC 40) ومؤشر أس بي أف 80 (SBF 80).

يتم حساب هذا المؤشر والإعلان عن قيمته بصورة مستمرة منذ 18 أبريل 1994، إذ يشهد تاريخ تطور أدائه أنه وصل إلى قيمة له في تاريخه في بداية شهر سبتمبر 2000، مسجلاً عدد غير مسبوق من النقاط بلغ 4703,16 نقطة، ليتراجع بعد ذلك إلى مستوى 4507,10 نقطة في جوان 2007، لكنه التفهقر الأكبر الذي عرفه هذا المؤشر كان في الفترة من جوان 2007 إلى مارس 2009، حيث فقد في أقل من سنتين أكثر من 59% من قيمته، مسجلاً في نهاية الفترة عدد من النقاط قدر بـ 1823,08. كما يتم تحيين هذا المؤشر كل 30 ثانية من أيام عمل البورصة، التي تمتد من التاسعة صباحاً إلى الخامسة والنصف مساءً بتوقيت باريس، كما يخضع إلى عملية مراجعة سنوية من طرف المجلس العلمي للبورصة في نهاية شهر جوان من كل سنة، بحيث يتم سحب شركات وإدخال أخرى وذلك على أساس

قيمة الرسملة السوقية للشركات المسعرة والعمليات على الأسهم التي يمكن أن تقوم أو تتعرض لها بعض الشركات (OPA, OPE, LBO...ect).

وتجدر الإشارة إلى أن مؤشر أس بي أف 120 (SBF 120)، يعتبر واحداً من المؤشرات الرئيسية التي تقيس تطور أداء بورصة باريس، فهو من بين المؤشرات التي تأخذ بعين الاعتبار معيار الرسملة السوقية في حساب وزن القيم (الأسهم) داخل المؤشر، كما أنه يمتاز بدرجة عالية من التمثيل، إذ أنه يتكون من 120 قيمة هي الأعلى من حيث الرسملة السوقية.

#### 6-4- مؤشر كاك المتداول: L'indice de CAC all-Tradable

يعتبر مؤشر كاك المتداول CAC all-Tradable المؤشر الأكثر اتساعاً في بورصة باريس، حيث يتضمن 250 شركة من بينها الـ 120 شركة الأكبر من حيث الرسملة السوقية، المكونة لمؤشر أس بي أف 120 (SBF 120)، وبالتالي فهو يمثل إلى حد كبير أغلب الشركات المهمة في الاقتصاد الفرنسي وذلك ما يسمح له بقياس وتوضيح تطور الأسهم الفرنسية بمصداقية أكثر من باقي المؤشرات الأخرى. حل هذا المؤشر سنة 2011 محل مؤشر أس بي أف 250 (SBF 250)، الذي أسس سنة 1993 بقاعدة نقاط مرجعية تقدر بـ 1000 نقطة.

ويحسب هذا المؤشر بناء على طريقة الترجيح بأوزان الرسملة السوقية، كما يتم الإعلان عن قيمته مرتين في اليوم.

#### 6-5- مؤشر كاك إي تي: CAC IT

أخذ هذا المؤشر سنة 2005 مكان إتي كاك IT CAC، الذي أنشأ سنة 2000 بقاعدة نقاط مقدارها 1000 نقطة، وهو عبارة عن مؤشر متخصص في قطاع التكنولوجيا (التكنولوجيات الجديدة للإعلام والاتصال، الإلكترونيات، الحواسيب والبرمجيات...إلخ). وهو غير محدود من حيث العدد، إذ يسمح لجميع الشركات التي تشتغل في قطاع التكنولوجيا التي تنتمي إلى مؤشر كاك آل ترايدبل CAC all-Tradable بأن تكون ضمن هذا المؤشر.

#### 6-6- مؤشر كاك إي تي 20: CAC IT20

جاء مؤشر كاك إي تي 20 (CAC IT 20) على أنقاض مؤشر إتي كاك 50 (IT CAC50)، الذي أنشأ سنة 2000 بقاعدة نقاط قدرت بـ 1000 نقطة، وهو يمثل 20 قيمة من قيم شركات قطاع التكنولوجيا التي تمتلك رسملة سوقية عائمة كافية ولا تنتمي إلى مؤشر كاك 40 (CAC 40).

## 6-7- المؤشرات البورصية الأخرى العائدة لبورصة باريس:

علاوة على المؤشرات المذكورة أعلاه، يتم في إطار بورصة باريس حساب مؤشرات بورصية أخرى، وهي كمايلي:

- مؤشر كاك ناكست 20 (CAC Next 20)، يتكون من أسهم الـ 20 شركة الأكثر أهمية بعد شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40)؛

- مؤشر كاك ميد 100 (CAC Mid 100)، يتكون من أسهم الـ 100 شركة من الشركات ذات الرسملة السوقية المتوسطة؛

- مؤشر كاك سمال 90 (CAC Small 90)، يتكون من أسهم الـ 90 شركة من الشركات ذات الرسملة السوقية صغيرة؛

- مؤشر كاك ميد أند سمال 190 (CAC Mid & Small 190)، ويجمع المؤشرين المذكورين أعلاه؛

- مؤشر كاك آل شار (CAC all Shares)، ويتكون من جميع أسهم الشركات المسعرة في بورصة باريس، بشرط أن تتداول 05% من أسهمها بين المستثمرين؛

## المطلب الثاني: مؤشر كاك 40 (CAC40) L'indice de

يكتسي مؤشر كاك 40 (CAC40) أهمية كبيرة في قياس تطور أداء بورصة باريس، ويستمد هذه الأهمية من كونه يمثل 70% من الرسملة السوقية الإجمالية لسوق باريس للأوراق المالية، حيث أنه في غالب الأحيان يتضمن قيم الشركات الكبيرة.

## 1- ماهية مؤشر كاك 40 (CAC40) وطريقة حسابه:

كاك 40 (CAC40) هو عبارة عن مؤشر بورصي لقياس أداء بورصة باريس بشكل عام والاتجاه العام لاقتصاد الشركات الفرنسية الكبرى على الخصوص، أسس في 13 ديسمبر 1987 من طرف شركة أعوان الصرف في فرنسا (CAC) Compagne des Agents de Changes، بقاعدة نقاط قدرت أُنذاك بـ 1000 نقطة. لكنه في السنوات الأخيرة أصبح يستمد اسمه من عبارة Cotation Assisté en Continu وهي عبارة تعكس نمط توقيت قياسه و الإعلان عن قيمته، حيث يُعطي بصورة مستمرة (كل 15 ثانية) فكرة عن اتجاه تطور السوق، وذلك خلال مدة يوم عمل بورصة باريس التي تتراوح بين التاسعة صباحاً والخامسة وخمسة وثلاثون دقيقة مساءً من أيام الأسبوع، الذي يمتد بدوره من يوم الاثنين إلى غاية

الجمعة. ومن الناحية التقنية يبدأ كل يوم من أيام عمل البورصة (أيام حساب المؤشر) بمرحلة ما قبل افتتاحية تمتد من الساعة والرابع إلى التاسعة، يتم فيها مراكمة أوامر البيع والشراء من دون إجراء معاملات فعلية. كما تمنح مدة خمس دقائق إضافية بعد الإقفال و تحديد سعر الإقفال (Fixing) على الساعة الخامسة وخمسة وثلاثون دقيقة، بحيث يسمح ذلك للمتعاملين بإجراء مبادلات إضافية بهذا السعر، ويهدف هذا الإجراء إلى زيادة حجم التداول في البورصة ورفع قيمة المؤشر.

أما فيما يخص طريقة حساب هذا المؤشر، فمن المعروف أنه يأخذ بعين الاعتبار معاملات ترجيح، تتمثل في الوزن النسبي للرسملة السوقية للشركة إلى إجمالي الرسملة السوقية للشركات المتضمنة فيه، كما يُحسب باستبعاد الأرباح الموزعة، وذلك كمايلي:

- ضرب آخر سعر إقفال في لكل سهم في عدد الأسهم العائمة؛
- جمع المبالغ؛

- قسمة المبلغ المحصل من عملية الجمع على العدد 184.629.565.030.481 ( ويمثل هذا العدد مبلغ الرسملة الإجمالية لشركات كاك40 (CAC 40) في 31 ديسمبر 1987 وهو اليوم الموافق للانطلاق الرسمي للمؤشر في العمل) مضروب في معامل تسوية (K) مرتبط بالانتقال من الفرنك الفرنسي إلى العملة الأوروبية الموحدة الأورو.

كما تجدر الإشارة هنا أنه وعلى غرار مؤشر داكس 30 (DAX 30)، يتم في إطار بورصة باريس حساب نسخة أخرى لمؤشر كاك40 (CAC 40)، تأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة، وذلك كمايلي:

- مؤشر كاك40 (CAC 40 GTR) بالأرباح الموزعة الإجمالية المعاد استثمارها، يحسب وينشر كل 15 ثانية؛
- مؤشر كاك40 (CAC 40 NTR) بالأرباح الموزعة الصافية المعاد استثمارها، يحسب وينشر كل 15 ثانية؛

هذا الأخير يحسب بعد اقتطاع الضريبة من المصدر، وذلك بمعدل هو نفسه المعدل المطبق على الأرباح الموزعة المدفوعة من طرف الشركات إلى حملة الأسهم في موطنهم الضريبي (مثلا 25 % في فرنسا).



## 2- نشأة وتطور مؤشر كاك 40 CAC 40:

يعتبر مؤشر كاك 40 (CAC 40) من المؤشرات البورصية حديثة النشأة مقارنة بالمؤشرات البورصية الأمريكية واليابانية، حيث يعود تأسيسه إلى نهاية سنة 1987، وذلك كبديل لمؤشر (INSEE) الذي كان يعتمد عليه في قياس أداء سوق باريس للأوراق المالية. وعرف هذا الأخير قبل استبداله بمؤشر كاك 40 (CAC 40) مضاعفة قيمته خمس مرات في مناسبتين، كانت الأولى في سنوات العشرينيات والثانية في سنوات الخمسينيات.

بدأ هذا المؤشر العمل بصفة رسمية في 15 جوان 1988، أي بعد الأزمة المالية العالمية التي ضربت كبريات الأسواق المالية العالمية في أكتوبر 1987، وتطلبت تقوية آليات الضبط، القياس واليقظة في هذه الأسواق.

وفيما يخص تطور قيمة هذا المؤشر، فيشير تاريخه إلى أنه عرف فترات ارتفاع قياسي متبوعة بفترات تراجع حاد في قيمته، حيث يعكس هذا المؤشر في غالب الأحيان الظروف الاقتصادية السائدة ومن تم حالة سوق المال الذي يمثله، وواقع الحال أن مؤشر كاك 40 (CAC 40) عرف أعلى مستوى له في تاريخه في 04 سبتمبر 2000 حيث بلغ عدد نقاطه آنذاك 6944,7 وكان هذا الارتفاع مدفوع بالطفرة المضاربة حول أسهم الشركات العاملة في قطاعي التكنولوجيات الجديدة للإعلام والاتصال (NTIC) والتكنولوجيا العالية High Tech. وبعد ذلك مباشرة سجل أدنى قيمة له منذ 1997 في 12 مارس 2003 إذ تراجع عدد نقاطه إلى 2401,15 وذلك تحت ضغط قدرات الإنتاج الإضافية التي عرفتتها كل من الاقتصاديات الأوروبية واقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية في تلك الفترة. هذا وعاد كاك 40 (CAC 40) إلى تسجيل اللون الأخضر وبمعدلات ارتفاع كبيرة جداً جعلت منه يصل عتبة 6000 نقطة في ماي 2007، مسجلاً نسبة ارتفاع قدرت بـ 150% خلال أربع سنوات.

لكن هذا المؤشر لم يلبث أن بدأ في تسجيل تراجع حادة في سنة 2008، حيث أنخفض عدد نقاطه إلى مادون 4200 نقطة في جويلية من نفس السنة، وواصل انحداره إلى أقل من 3200 نقطة في أكتوبر، معلناً بذلك عن أزمة بورصية عميقة تجسدت في فقدان المؤشر لنصف قيمته تقريباً 43,5% في أقل من 10 أشهر و 22% من قيمته في مدة أسبوع واحد من 06 إلى 10 أكتوبر 2008.

وعلى الرغم من الأزمة البورصية العميقة التي ضربت الأسواق المالية الأمريكية وأمتدت بسرعة مذهلة إلى باقي اقتصاديات الدول المتقدمة، لاسيما الأوروبية منها، تعافت بورصة باريس ومعها مؤشر

كاك40 (CAC 40) بسرعة فائقة من هذه الأزمة، ففي يوم الاثنين 13 أكتوبر من سنة 2008 ارتفعت قيمة هذا المؤشر بـ 11,18% وبلغ 3531,50 نقطة. ويمثل هذا المعدل أعلى معدل ارتفاع يومي عرفه المؤشر منذ تأسيسه في سنة 1987، ويأتي هذا المعدل القياسي مباشرة بعد معدل التراجع القياسي الذي سجله في يوم الإثنين 06 أكتوبر 2008، حيث أغلق المؤشر في ذلك اليوم على معدل انخفاض قدر بـ 09,04% وتقهقر عدد نقاطه إلى 3711,98 نقطة. كما أن مؤشر كاك40 (CAC 40) واصل اتجاهه الصعودي المدفوع بقوة الاقتصاد الفرنسي على العموم والشركات الفرنسية الممثلة في المؤشر على الخصوص وسجل في 24 نوفمبر من سنة 2008 ثاني قفزة نحو استرجاع مكاسبه التي فقدتها منذ مطلع سنة 2008 وحقق معدل ارتفاع قدر بـ 10,09%.

### المبحث الثاني: واقع استخدام الهندسة في شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40)

يتطرق هذا المبحث إلى المنهج العلمي المستخدم في الدراسة التطبيقية، العينة المدروسة، الإطار الزمني والمكاني. كما سوف يتم توضيح التقنيات والأدوات المستخدمة، ناهيك عن الخطوات المتبعة وكيفية اختيار عينة الدراسة. وبعد ذلك سوف يستخدم هذا الإطار المنهجي في وصف وتحليل واقع استخدام منتجات وتقنيات الهندسة المالية في شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40).

#### المطلب الأول: الإطار المنهجي للدراسة.

قبل عرض كيفية استخدام الإدارات في شركات العينة لتقنيات ومنتجات الهندسة المالية كوسائل سيطرة على هيكل ملكية وجغرافية رأسمال الشركات، من الجدير التطرق إلى الإطار المنهجي المعتمد في الدراسة التطبيقية، سواء تعلق الأمر بمنهج الدراسة، مجالات الدراسة، العينة المدروسة وكيفية اختيارها.

#### 1- منهج الدراسة.

لمعرفة واقع استخدام منتجات وتقنيات الهندسة المالية في شركات مؤشر كاك40 (CAC 40)، وعلى ضوء التساؤلات التي تسعى الدراسة التطبيقية للإجابة عليها، تطلب الأمر الاستعانة بالمنهج الوصفي التحليلي الذي يعتمد على دراسة الظاهرة كما هي في الواقع العملي.

ويعتبر المنهج الوصفي التحليلي من أفضل الطرق لوصف الظاهرة المدروسة وتصويرها كميًا وكيفيًا عن طريق جمع معلومات مقننة عن المشكلة وتصنيفها، كما يتصف هذا المنهج بأنه يقرب الباحث من الواقع ويسمح له ليس فقط بوصف الظاهرة المدروسة واستكشافها، وإنما تحديد الروابط والعلاقات القائمة بين متغيراتها وتحليلها للوصول إلى استنتاجات فيما يخصها.

وقد تم اختيار هذا المنهج لوصف وتحليل كيف تستخدم الهندسة المالية بإستراتيجياتها الهجومية وسياساتها الدفاعية، من طرف المساهمين المرجعيين في الشركات في ضمان سيطرتهم وتحكمهم فيها والإبقاء على هذه السيطرة. وفي ضل هذا المنهج تم استخدام مجموعة من الأدوات المنهجية التي مكنتنا من جمع المعلومات حول مشكلة البحث، تبويبها وتحليل محتواها للخروج بمجموعة من النتائج. ومن بين المداخل العديدة للمنهج الوصفي التحليلي، وبسبب طبيعة الدراسة، اعتمدنا على المدخل الوثائقي في إعداد الجانب التطبيقي من الدراسة، حيث تم استخراج المعلومات ذات الصلة من الوثائق المرجعية الصادرة عن الشركات المتضمنة في العينة.

## 2- مجالات الدراسة وخصائص العينة.

من أجل تأكيد أو دحض الخلاصات والنتائج المتوصل إليها في الجانب النظري من الدراسة، تمحور جانبها التطبيقي حول محاولة دراسة واقع استخدام منتجات وتقنيات الهندسة المالية من طرف الشركات المتضمنة في مؤشر كاك 40 (CAC 40)، وعلى هذا الأساس يتمثل المجال المكاني (عينة الدراسة) في الشركات المتضمنة في هذا المؤشر ولكن مع استبعاد بعض الشركات، سواء بسبب الطابع الخصوصي لنشاطها (البنوك وشركات التأمين) ، بسبب عدم توفر إفصاح كافي من طرفها عن المعلومات المراد الحصول عليها (Solvay) أو بسبب حداثة الشركة ضمن سلة المؤشر (Nokia)، بحيث يتبقى لنا في الأخير 30 شركة ضمن العينة وهي مقسمة حسب طبيعة الجهة التي تسيطر عليها وفق ما يوضحه الجدول رقم (5-1). أما فيما يخص المجال الزمني فيتمثل في الفترة من 2005 إلى غاية 2014، حيث تم الإطلاع على الوثائق المرجعية لشركات العينة المصدرة في هذه الفترة، وهو الأمر الذي سمح لنا باستخراج العديد من المعطيات التي سمحت لنا بحساب أو استنتاج العديد من المؤشرات الدالة فيما يخص استخدام شركات العينة للهندسة المالية كأداة سيطرة على الشريكات من جهة وكأداة دفاع من جهة أخرى، وهذه المؤشرات موضحة في الجداول المعدة والموضحة أسفله، سواء في متن البحث أو الملاحق.

الجدول رقم(5-1): تصنيف شركات العينة حسب طبيعة الجهة المسيطرة عليها.

الشركات المسيطر عليها من طرف شركات أخرى	الشركات التي تسيطر عليها الدولة	الشركات التي يسيطر عليها المستثمرون المؤسساتيين	الشركات العائلية	الشركات التسييرية
Alistom	Orange	Vinci	Publicis	Technip
Sanofi	EDF	Airliquide	Carrefour	Veolia
-	Renault	Kering	LVMH	Danone
-	GDF	Bouyges	Peugeot	Essilor
-	Safran	Accor	Saint Gobain	Michelin
-		Valeo	Loreal	Capgemini
-	-	Lafarge	Legrand	Schneider
-	-	-	Pernod Ricard	-

المصدر: من إعداد الباحث بناء على الوثائق المرجعية للشركات المعنية.

المطلب الثاني: واقع استخدام العهود بين المساهمين في شركات كاك 40 (CAC 40):

من المعروف أن المساهمين المرجعيين في الشركات في أوروبا، عادة ما يلجئون إلى استخدام العهود فيما بينهم من أجل ضمان إبقاء سيطرتهم على الشركات التي يساهمون فيها بين أيديهم، وفيمايلي يوضح الجدول رقم (5-2) طبيعة وأطراف ومدة العهود المعلن عنها من طرف شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40) لهيئة الأسواق المالية (AMF).

الجدول رقم (5-2): العهود بين المساهمين في شركات كاك 40.

الشركة	طبيعة العهد	أطراف العهد	مدة العهد
رونو Renault	الالتزام بالاحتفاظ بالأسهم engagement de conservation	_ رونو Renault SA _ نيسان Nissan _ ديملر Dymler AG	10 سنوات
	حق العرض الأول droit de première offre	_ رونو Renault SA _ نيسان Nissan _ ديملر Dymler AG	10 سنوات

10 سنوات	<p>Renault SA رينو _</p> <p>Nissan نيسان _</p> <p>Dymler AG ديملر _</p>	<p>الإلتزام بعدم التنازل عن الأسهم في حالة العروض العامة العدوانية.</p>	
10 سنوات	<p>المساهمين العائليين EPF/FFP،</p> <p>الدولة الفرنسية</p> <p>المساهم الصناعي DMHK</p>	<p>شروط عدم الاستحواذ</p> <p>Clause de non-acquisition</p>	<p>Peugeot بوجو</p>
10 سنوات	<p>المساهمين العائليين EPF/FFP</p> <p>الدولة الفرنسية</p> <p>المساهم الصناعي DMHK</p>	<p>شروط الاحتفاظ بوصولات الاكتتاب في الأسهم (BSA)</p>	
10 سنوات	<p>المساهمين العائليين EPF/FFP</p> <p>الدولة الفرنسية</p> <p>المساهم الصناعي DMHK</p>	<p>شروط إعلام الإدارة بالتنازل عن الأسهم</p>	
-	-	لاشيء	<p>ميشلان Michelin</p>
10 سنوات	<p>شركة سانت جوبان Saint-Gobain</p> <p>المساهم العائلي (شركة Wendel)؛</p>	<p>شروط عدم الإستحواذ</p>	<p>شركة سانت جوبان Saint-Gobain</p>
10 سنوات	<p>شركة سانت جوبان Saint-Gobain</p> <p>المساهم العائلي (شركة Wendel)؛</p>	<p>حق العرض الأول droit de première offre</p>	
10 سنوات	<p>شركة سانت جوبان Saint-Gobain</p>	<p>إتفاقية العضوية في مجلس</p>	

	الإدارة؛	_ المساهم العائلي (شركة Wendel)؛	
10 سنوات	شرط المشاورة عند مباشرة أي إجراء في الجمعية العامة للمساهمين؛	_ شركة سانت جوبان - Saint-Gobain _ المساهم العائلي (شركة Wendel)؛	
	لاشيء		EDF
	لاشيء		كارفور Carrefour
	لاشيء		أليستوم Alistom
	عضوية مجلس الإدارة وتشكيل اللجان	_ KKR _ المساهم العائلي (شركة Wendel)؛	لوجراند Legrand
	شرط التشاور حول بعض المسائل (تكوين كيانات مشتركة)؛	_ KKR _ المساهم العائلي (شركة Wendel)؛	
	حق العرض الأول droit de première offre	_ KKR _ المساهم العائلي (شركة Wendel)؛	
	حق الخروج المشترك droit de sortie conjointe	_ KKR _ المساهم العائلي (شركة Wendel)؛	
-	لاشيء	-	بيبلسيس Publicis
-	لاشيء	-	تيكنيب Technip
-	لاشيء	-	فيوليا Veolia
-	لاشيء	-	إير ليكيد Air Liquide
	حق الشفعة لكلا الطرفين؛	_ بويج Bouygues	بويج Bouygues

	<p>_ جي سي دوكو القابضة JCDecaux Holding</p>		
	<p>_ بويج Bouygues _ جي سي دوكو القابضة JCDecaux Holding</p>	<p>شرط عدم التنازل</p>	
	<p>_ الدولة (كمساهم)؛ _ شركة سافران Safran؛</p>	<p>عضوية مجلس الإدارة</p>	<p>سافران Safran</p>
	<p>_ الدولة (كمساهم)؛ _ شركة سافران Safran؛</p>	<p>حق الموافقة؛</p>	
-	-	<p>لاشيء</p>	<p>فنسي Vinci</p>
	<p>_ كولوني كابيتال Colony Capital _ إيرازيو Eurazeo</p>	<p>إتفاقية تصويت</p>	<p>أكور Accord</p>
	<p>_ كولوني كابيتال Colony Capital _ إيرازيو Eurazeo</p>	<p>حق الإقصاء</p>	
	<p>_ كولوني كابيتال Colony Capital _ إيرازيو Eurazeo</p>	<p>شرط عدم الإستحواذ</p>	
	<p>_ كولوني كابيتال Colony Capital _ إيرازيو Eurazeo</p>	<p>حق العرض الأول droit de première offre</p>	
	<p>_ كولوني كابيتال Colony Capital _ إيرازيو Eurazeo</p>	<p>شرط التنازل المنسق</p>	
-	-	<p>لاشيء</p>	<p>كاب جيميني</p>

			Capgemini
-	-	لاشيء	كيرينج Kering
-	-	لاشيء	سولفاي Solvay
-	-	لاشيء	دانون Danone
-	-	لاشيء	غاز دو فرانس GDF
05 سنوات	La famille _ المساهم العائلي Bettencourt Nestlé _ المساهم الصناعي	شروط عدم التنازل عن الأسهم	لوريال L'Oreal
05 سنوات	La famille _ المساهم العائلي Bettencourt Nestlé _ المساهم الصناعي	شروط عدم الإستحواذ Clause de non-acquisition	
05 سنوات	La famille _ المساهم العائلي Bettencourt Nestlé _ المساهم الصناعي	حق الشفعة	
سنتين	_ المساهم العمومي ( أفى سي إي FSI)؛ _ الدولة الفرنسية؛	الإعلام المسبقة عن غي إجراء ينصب على الأسهم أو حقوق التصويت في شركة أورنج Orange	أورنج Orange
سنتين	_ المساهم العمومي ( أفى سي إي FSI)؛ _ الدولة الفرنسية؛	الإلتزام بالتشاور المسبق فيما يخص بعض المسائل ) مثلاً: الاستحواذ على أسهم)	



سننتين	_ المساهم العمومي ( أفي سي إي FSI)؛ _ الدولة الفرنسية؛	شرط الحصول على موافقة من الطرف الآخر؛	
	_ شركة بول ريكارد société paul Ricard _ رافييل جونزاليس قلاززا Rafaël Gonzalez-Gallarza	اتفاقية تصويت	برنود ريكارد Pernod Ricard
	_ شركة بول ريكارد société paul Ricard _ رافييل جونزاليس قلاززا Rafaël Gonzalez-Gallarza	حق الشفعة	
		لاشيء	صانوفي Sanofi
		لاشيء	شنايدر إلكترونيك Schneider Electric
		لاشيء	إسيلور Essilor
	_ شركة فاليو Valeo _ المساهم بي بي فرنس BpiFrance	شرط عدم الاستحواذ؛	فاليو Valeo
	_ شركة فاليو Valeo _ المساهم بي بي فرنس BpiFrance	تعيين عضو في مجلس الإدارة؛	
	_ المساهم بي بي فرنس BpiFrance _ مجموعة سي دي سي CDC	إتفاقية تصويت في الجمعية العامة؛	

10 سنوات	_شركة لافارج Lafarge _ عائلة ساوريس La famille Sawiris _ أن أن أس القابضة NNS Holding	شرط الاحتفاظ بالأسهم clause de conservation	لافارج Lafarge
10 سنوات	_شركة لافارج Lafarge _ عائلة ساوريس La famille Sawiris _ أن أن أس القابضة NNS Holding	شرط عدم الإستحواذ Clause de non-acquisition	
10 سنوات	_شركة لافارج Lafarge _ عائلة ساوريس La famille Sawiris _ أن أن أس القابضة NNS Holding	عدم التصرف بالتنسيق مع طرف آخر خارج الاتفاق (العهد)؛	
-	-	لاشيء	LVMH

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الوثائق المرجعية لشركات العينة.

يتضح من معطيات الجدول رقم (5-2)، أن حوالي نصف شركات العينة قد حدثت على مستواها عقود بين المساهمين المرجعيين فيها، كما يمكن استخراج المؤشرات التالية بالنسبة لهذه العقود:

- ✓ أغلب هذه العقود تتراوح مدتها بين 05 و 10 سنوات؛
- ✓ تم استخدام كل من العقود التي تسمح بالتحكم في المساهمات وتلك التي تهدف إلى حوكمة الشركة؛
- ✓ تبرم هذه العقود بين أطراف ذات طبيعة مختلفة وتهدف إلى تشكيل تحالف لأهداف معينة مرتبطة بالرقابة على هيكل ملكية الشركة وجغرافية رأسمالها؛
- ✓ الشركات التي يشارك في هيكل ملكيتها مساهمين عائليين و/أو مساهمين مؤسستين و/أو الدولة، هي التي توجد فيها العقود؛

✓ الشركات التي يسود فيها مساهم عائلي هي الأكثر ميلاً إلى إبرام هذه العقود؛

المطلب الثالث: واقع تسقيف حقوق التصويت في شركات كاك 40 (CAC 40).

يوضح الجدول رقم (3-5) كيف تقوم بعض شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40) بتسقيف نسبة حقوق التصويت التي يمكن أن يتمتع بها مساهم ما في الشركة، مهما كانت نسبة ملكيته، وذلك كإجراء قانوني أساسي من أجل التحكم في الشركة وضمان استقرار هيكل ملكيتها وجغرافية رأسمالها.

الجدول رقم (3-5): تسقيف حقوق التصويت في شركات كاك 40.

خصائص التسقيف				الشركة
الجمعية العامة المعنية		نسبة التسقيف (أسهم بحق التصويت المضاعف)	نسبة التسقيف (أسهم عادية)	
إستثنائية	عادية			
X	X	%12	%06	دانون Danone
X	X	%30	%30	برنود ريكارد Pernod Ricard
X	X	%15	%10	شنايدر إلكترونيك Schneider Electric
X	X	%30	%30	سافران Safran
X	X	%03	%03	أكور Accord

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الوثائق المرجعية لشركات العينة.

تشير معطيات الجدول رقم (3-5) الموضح أعلاه أن الشركات التي تسيطر عليها الإدارة نتيجة تشتت المساهمين فيها وغياب المساهمين المرجعيين، هي التي تُستخدم فيها تقنية تسقيف حقوق التصويت، وذلك من أجل الحفاظ على طابع تشييت الملكية السائد فيها وعدم السماح بتشكيل كتلة رقابية يمكن أن تمارس رقابة على عمل الإدارة التنفيذية. فكل من شركات أكور Accor، شنايدر Schneider، دانون Danone، سافران Safran وبرنود ريكارد Pernod Ricard، لا يتضمن هيكل ملكيتها مساهم مرجعي يملك حصة (وزن تصويتي) كبيرة في رأس المال، فبالنسبة لشركة برنود ريكارد Pernod Ricard مثلاً، على الرغم من أن نسبة ملكية المساهمين المؤسساتيين في رأسمالها تصل إلى 33,81%، إلا أنه من الواضح أن هذه الفئة من المساهمين تتصف بالسلبية على صعيد حوكمة الشركة وأفضل دليل على ذلك هو تمتعها بوزن تصويتي (29,67%) أكبر بصورة محسوسة من نسبة ملكيتها (4,13%).

وتتماشى هذه النتيجة مع ما تم التوصل إليه في الدراسة النظرية، من أن الإدارة في الشركة تعمل دائماً على تثبيت هيكل ملكية الشركة التي تعمل فيها، وذلك بهدف زيادة تجدرها ومن تم بسط سيطرتها على القرار فيها.

#### المطلب الرابع: الدولة والأسهم الخاصة.

تبرز الوثائق المرجعية لشركتي EDF و GDF اللتان تعملان في قطاع الطاقة في فرنسا، أنه وفقاً لقانون الطاقة الفرنسي وقانون فلورنج (Loi Florange) الصادر في 29 مارس 2014، يجب أن تمتلك الدولة على الأقل ثلث (1/3) الأسهم أو حقوق التصويت في هاتين الشركتين. كما أنه وبسبب الصبغة الإستراتيجية لقطاع الطاقة، وبناء على قانون الطاقة الفرنسي الهادف إلى ضمان استمرارية و تأمين التموين بالطاقة والمرسوم 1790-2007، المؤرخ في 20 ديسمبر 2007، تمتلك الدولة الفرنسية سهم خصوصي في رأسمال الشركات التي تشتغل في قطاع الطاقة، حيث يسمح لها تفعيل هذا السهم باكتساب حق الفيتو يمكنها من معارضة جميع القرارات التي تتخذها الشركات التي تشتغل في قطاع الطاقة أو فروعها، والتي من شأنها أن تؤدي، بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، إلى إحداث تغيير في شكل الملكية أو جغرافية رأسمال هذه الشركات<sup>1</sup>.

#### المطلب الخامس: واقع تملك الأجراء في شركات كاك 40 (CAC 40).

من أجل رصد واقع وكثافة تملك الأجراء في شركات العينة، قمنا بفحص الوثائق المرجعية التي أصدرتها الشركات المعنية في الفترة من 2005-2014، وذلك من أجل استخراج مختلف المعلومات المتعلقة بمخططات تملك الأجراء التي تبنتها هذه الشركات.

و يتضمن الجدول رقم (4-5) معطيات حول صيغة التملك المعتمدة في تملك الأجراء، عدد الأسهم الممنوحة لهم، نسبة ملكيتهم ووزنهم التصويتي.

<sup>1</sup> - Document de Référence (DDR) 2014 de GDF et EDF.

الجدول رقم (5-4): تملك الأجراء في شركات كاك 40.

الشركة	صيغة التملك	عدد الأسهم الممنوحة للأجراء	% رأس المال	عدد حقوق التصويت المعبر عنها	% حقوق التصويت
رونو Renault	FCPE	7 384 900	2,5	—	2,97
بوجو Peugeot	FCPE	15 494 610	1,98	—	2,91
شركة Michelin	PEG	3274239	1,8	5808137	2,4
شركة سانت جوبان Saint-Gobain	FPEG	42 365 221	7,5	—	11,8
كارفور Carrefour	FCPE	8 267 870	1,17	15 251 370	1,90
EDF	PAS	31992145	1,72	—	—
أليستوم Alistom	FCPE	3 921 725	1,27	3 921 725	1,27
لوجراند Legrand	PEE/ FCPE	10 798 984	4,05	19 454 532	6,95
بيبلسيسيز Publicis	PEE/ FCPE	438 402	0,20	—	—
تيكنيب Technip	FCPE	2 025 587	1,78	3 230 412	2,61
فيوليا Veolia	—	81 503 306	14,49	—	—
إير ليكيد Liquide	FCPE	7 661 680	2,4	—	—
بويج Bouygues	PEE	78 346 653	23,31	150 525 994	30,55
سافران Safran	—	60 052 260	14,4	90 912 449	21,80
فنسي Vinci	FCPE	57 334 651	9,7	—	—
أكور Accord	PEE	1 413 929	0,62	2 873 234	1,05
كاب جيميني Capgemini	PAS/STOCK- OPTION	10 682 199	6,6	10 682 199	6,6
كيرينج Kering	FCPE	542 579	0,43	904 522	0,51
سولفاي Solvay	—	—	—	—	—
دانون Danone	FCPE	8 429 898	1,3	16 311 908	2,4
غاز دو فرنس GDF	—	77 460 675	3,18	—	3,24

0,81		0,81	4 530 801	PEE	لوريال L'Oreal
5,08	-	5,08	134 509 713	PEE	أورنج Orange
1,53	-	1,10	2 903 185	-	برنود ريكارد Ricard Pernod
2,28	33 054 727	1,31	17 342 533	PEE	صانوفي Sanofi
6,26	39 215 908	4,01	23 454 997	FCPE	شنايدر إلكترونيك Schneider Electric
14,2	32 509 820	8,2	17 756 317	FCPE	إسيلور Essilor
0,25	209 972	0,16	124 122	PEE/ FCPE	فاليو Valeo
2,20	9 082105	1,62	4 658 175	FCPE	لافارج Lafarge
-	-	0,1	-	PEE	LVMH

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الوثائق المرجعية لشركات العينة.

توضح أرقام الجدول أعلاه أن كل شركات العينة قد قامت بتمليك أجزائها، وذلك من خلال اعتماد العديد من مخططات التمليك المختلفة (مخطط الادخار للمؤسسة PEE، الصندوق المشترك للتوظيف في المؤسسة FCPE ومخططات منح خيارات شراء الأسهم والأسهم المجانية). كما تشير أرقام الجدول أن مدى تمليك الأجراء بلغ أقصى مستوى له في شركتي بويج Bouyges وسافران Safran. ويعود السبب في ذلك إلى أن شركة بويج Bouyges دأبت منذ سنة 1970 على تبني مخططات تمليك الأجراء فيها، وهو الأمر الذي جعل منها الشركة الفرنسية رقم واحد في تمليك الأجراء من بين شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40)، والعاشرة على الصعيد الأوروبي<sup>2</sup>. أما فيما يخص شركة سافران Safran فيرجع السبب في كونها نتاج اندماج بين شركتي سنيكما Snecma وساجام Sagem، حيث تعد الأولى مملوكة للدولة بعد تأميمها سنة 1945 والثانية مسيطر عليها من طرف الأجراء منذ تأسيسها سنة 1925.

<sup>2</sup> - [business.lesechos.fr/directions-generales/gouvernance/actionnariat/0203842319972104068.php](http://business.lesechos.fr/directions-generales/gouvernance/actionnariat/0203842319972104068.php) ( Les Echos - Les entreprises françaises championnes de l'actionnariat salarié) le 02 avril 2017.

المطلب السادس : الإصدارات من القيم المنقولة التي تعطي لحاملها الحق في الدخول اللاحق في رأسمال الشركة.

توضح معطيات الجدول الموضح في الملحق رقم واحد، أن أغلب شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40)، قامت بإصدار القيم المنقولة التي تعطي لحاملها الحق في الدخول اللاحق في رأس المال (رأس المال المحتمل)، وتتنوع هذه القيم المنقولة بين خيارات الاكتتاب في الأسهم (OSA)، وصلوات الاكتتاب في الأسهم (BSA)، السندات القابلة للتحويل (OC) والصكوك الفوق مركبة من قبيل السندات القابلة للتسديد في شكل أسهم قديمة أو جديدة (ORNANE) والسندات القابلة للتحويل في شكل أسهم قديمة أو جديدة (OCNANE).

وعلى العموم تتمثل الدوافع التي تقف وراء قيام هذه الشركات بإصدار هذه الصكوك المالية المستحدثة في مايلي:

- استخدامها كوسيلة لتحفيز الإدارة التنفيذية في الشركة (أسهم الأداء وخيارات شراء الأسهم (Stock-Option).
  - الاستفادة من تكلفتها المنخفضة فضلاً عن استعمالها كأداة لإدارة مخاطر التمييع (السندات القابلة للتحويل)؛
  - الاحتماء من محاولات السيطرة العدوانية (وصلوات الاكتتاب في الأسهم)؛
- كما تشير الوثائق المرجعية لشركات العينة إلى أن الجمعيات العامة للمساهمين قامت بمنح تصاريح لمجالس الإدارة في الشركات، تحولها القيام بإصدار هذه القيم المنقولة، متى رأت أن ذلك مناسباً. و غالباً تصل نسبة الإصدار المسموح بها في التصاريح إلى 10% من رأسمال الشركة، وهذه النسبة تشير أن الإدارات في الشركات يمكن أن نسبة معتبرة من رأسمال الشركة في (10%) في يد مستثمرين أصدقاء من المفروض أنهم يقوموا بتحويل هذه الصكوك إلى أسهم عادية من خلال ممارسة الخيارات المرتبطة بها وإفثال أي محاولة سيطرة عدوانية تقوم بها أطراف أخرى حتى وإن كانت تؤثر بصورة إيجابية على ثروة المساهمين.

**المطلب السابع: إصدار الأسهم بحق التصويت المضاعف والأسهم بدن حق تصويت في شركات مؤشر كاك 40.**

يهدف معرفة المدى الذي بلغته شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40) في استخدام حق التصويت كوسيلة للتحكم في الشركات من طرف المساهمين المرجعيين أو التحالفات الحاكمة فيها، وذلك من خلال إحداث وضع من عدم التناسق بين رأسمال المملوك لكل فئة من فئات المساهمين والوزن التصويتي الذي تتمتع به هذه الفئة، يتطلب الأمر معرفة واقع إصدار الأسهم بحق التصويت المضاعف والأسهم بدن حق تصويت وشهادات الاستثمار من طرف هذه الشركات.

ومن أجل معرفة واقع إصدار الأسهم بحق التصويت المضاعف والأسهم بدن حق تصويت وشهادات الاستثمار، في شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40)، قمنا بإعداد جداول خاصة بكل شركة على حدة، يتضمن كل جدول مختلف فئات المساهمين (حسب الطبيعة)، بحيث يتم توضيح نسبة ملكية كل فئة في رأسمال الشركة ووزنها التصويتي في جغرافية رأسمالها، في الفترة من 2005 إلى 2014.

و بناء على جداول هيكل الملكية وجغرافية رأس المال الموضحة في الملاحق والمستخرجة من الوثائق المرجعية للشركات المعنية، يمكن حساب الوسط الحسابي لكل من نسبة الملكية والوزن التصويتي لكل فئة من فئات المساهمين في كل شركة من شركات العينة. ويمكننا هذا الجدول من معرفة المدى الذي وصلت إليه شركات العينة في إحداث حالة عدم التوافق بين نسبة الأسهم المملوكة وحقوق التصويت المعبر عنها، لمصلحة المساهمين المرجعيين، وذلك من خلال إصدار الأسهم بحق التصويت المضاعف ومنحها لأعضاء التحالف الحاكم في الشركة وإصدار صكوك بدون حق تصويت مخصصة للاكتتاب فيها من طرف المساهمين الخارجيين.



الجدول رقم (5-5): واقع عدم التوافق بين نسبة رأس المال المملوك وحقوق التصويت المعبر عنها في شركات العينة.

الشركة	المساهم المؤسساتي			المساهم العائلي			المساهم الصناعي			الدولة			الأجراء			جمهور المساهمين			الأسهم المملوكة للشركة المصدرة	
	%DD V	%Ca p		%DD V	%Ca p		%D DV	%Ca p		%DD V	%Cap		%D DV	%Ca p		%DD V	%Ca p		%D DV	%Ca p
Renault	-	-	-	-	-	-	0,58	3,68	3,10	0,09	18,10	15,01	0,64	3,75	3,11	0,64	3,75	3,11	12,82	16,95
Peugeot	-	-	(3,26)	14,24	41,97	27,73	(1,45)	12,68	14,13	-	-	-	0,55	3,39	2,84	0,55	3,39	2,84	(3,39)	3,31
Saint Gobain	-	-	1,62	05,73	20,91	15,18	-	-	-	-	-	-	03,71	10,99	7,28	03,71	10,99	7,28	8,07	1,16
Pernod Ricard	-	-	(4,13)	6,06	18,83	12,76	-	-	-	-	-	-	0,86	3,28	2,41	0,86	3,28	2,41	(3,10)	1,25
Vinci	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0	9,01	9,01	0,0	9,01	9,01	0,0	6,00
Capgemini	-	-	-	0,0	3,81	3,81	-	-	-	-	-	-	0,0	6,20	6,20	0,0	6,20	6,20	0,0	-
Safran	-	-	3,88	2,08	5,97	3,89	(1,29)	16,21	11,55	27,45	28,74	4,66	16,21	11,55	(1,29)	16,21	11,55	(1,29)	2,00	
Airliquide	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1
Shneider	-	-	0,18	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,14	6,03	3,89	2,14	6,03	3,89	(3,02)	2,06
GDF	-	-	1,41	(0,2)	2,0	2,2	0,7	2,84	2,45	36,40	35,70	0,39	2,84	2,45	0,7	2,84	2,45	0,7	(1,01)	1,39
Kering	-	-	14,06	-	-	-	-	0,13	0,36	0,23	-	-	0,13	0,36	0,23	0,13	0,36	0,23	(15,09)	0,05
Sanofi	-	-	(4,22)	10,57	26,31	15,74	-	2,01	1,32	-	-	-	0,69	2,01	1,32	0,69	2,01	1,32	(4,21)	1,19
Danone	-	-	10,16	-	-	-	-	1,28	2,70	1,42	-	-	1,28	2,70	1,42	1,28	2,70	1,42	3,20	6,86

-	-	0,37	(12,64)	42,38	55,02	4,77	23,57	18,85	-	-	-							10,88	31,04	20,16	Bouyg es
-	-	-	0,57	7,19	6,62	0	7,62	7,62		-	-	0,44	29,50	29,06	03,46	30,95	27,49	0,0	28,49	28,49	Loreal
-	-	0,4	4,53	61,41	65,94	1,57	4,29	2,72	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,45	27,64	23,19	Accor
-	-	0,08	0,0	2,56	2,56	0,0	1,96	1,96	0,0	85,17	85,17	-	-	-	-	-	-	-	10,30	10,30	EDF
-	--	-	0,0	56,51	56,51	0,0	1,20	1,20	-	-	-	0,0	3,67	3,67		-	-	-	14,62	14,62	Alisto m
-	-	2,49	13,77	36,55	50,32	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16,15	63,23	47,08	-	-	-	LVM H
-	-	0,60	0,0	67,63	67,63	0,0	4,19	4,19	0,0	27,86	27,86	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Orang e
-	-	0,88	(5,41)	76,41	81,82	0,88	2,10	1,22	-	-	-	-	-	-	5,53	20,66	15,13	-	-	-	Carref our
-	-	1,79	(4,28)	85,76	90,04	5,06	13,25	8,19	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Essilor
-	-	2,97	0,78	72,09	71,31	(0,02)	057	0,59	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,83	28,92	26,09	Valeo
			-	72,68	72,68													(0,3)	27,49	27,79	Veolia
-	-	5,92	(5,83)	63,40	69,23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,53	20,42	12,89	4,64	16,7	12,06	Publici s
-	-	0,35	(9,11)	46,45	55,56	1,21	5,22	4,01	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,37	37,99	29,62	Lgran d
-	-	2,08	9,86	51,81	61,67	1,36	3,53	2,17	2,55	5,27	2,72	-	-	-	-	-	-	0,11	31,44	31,33	Techni p

المصدر: من إعداد الباحث بناء على الوثائق المرجعية للشركة.

من خلال الإطلاع على وتحليل نسب الجدول رقم (5-5) الموضح أعلاه، يمكن استخراج مؤشرات مهمة فيما يخص شدة ميل شركات مؤشر كاك 40 (CAC40) إلى إحداث حالة عدم التوافق بين نسبة رأس المال المملوك لفئات المساهمين ووزنهم التصويبي، وذلك في إطار السياسة الدفاعية المبنية على استخدام حق التصويت كوسيلة احتماء ودفاع ضد محاولات السيطرة. وتمكن إجمال هذه المؤشرات فيمايلي:

✓ أن أغلب شركات مؤشر كاك 40 (CAC40) قد قامت خلال الفترة 2005-2014، بإحداث حالة عدم التوافق بين نسبة رأس المال المملوك لفئات المساهمين ونسبة حقوق التصويت التي يعبرون عنها، وتقدر نسبة الشركات التي استخدمت فيها هذه التقنية ب 78,57%، حيث من أصل 28 شركة تتضمنها العينة هناك فقط 06 شركات لم تلجأ إلى استخدام هذه التقنية، وهذه الشركات هي فنسي Vinci، كاب جيميني Capgemini، أير ليكيد Airliquide، أليستوم Alistom، أورنج Orange و EDF. وعلى العموم تتميز هذه الشركات بكونها شركات مسيطر عليها من طرف الإدارة، نظراً لافتقادها إلى مساهم مرجعي فعال. فمثلاً بالنسبة بشركة فنسي Vinci، فعلى من أن أرقام الجدول رقم (5-7) توضح أن نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين في رأسمال الشركة جد معتبرة (75,44%) إلا أنه في الحقيقة هذه النسبة موزعة بين حوالي 500 صندوق استثمار أنجلوسكسونية وأوروبية\*.

✓ أن الشركات التي يسود فيها مساهم مرجعي هي الأكثر ميلاً إلى إحداث حالة عدم التوافق بين نسبة رأس المال المملوك لفئات المساهمين ونسبة حقوق التصويت التي يعبرون عنها، فمثلاً الشركات التي يسيطر عليها مساهم مرجعي مثل أل في أم أش LVMH، بوجو Peugeot، برنود ريكارد Pernod Ricard والشركات التي يسيطر عليها مستثمرون مؤسسيين ناشطين مثلما هو الحال في دانون Danone، بويج Bouyges، كيرينج Kering، هي التي يظهر فيها فرق كبير بين الوزن التصويبي و نسبة رأس المال المملوك على مدار السنوات العشر للدراسة. وهذه النتائج المتوصل

\* - للمزيد حول هذا الموضوع أنظر الوثيقة المرجعية (DDR) لشركة فنسي Vinci، والمتضمنة للتقرير المالي السنوي للشركة، ص 16.

إليها، تتماشى مع الدراسات العديدة التي تم التوصل إليها فيما يخص فعالية المساهم العائلي في حوكمة الشركات\* وتخلي العديد من المستثمرين المؤسسيين عن الدور السلبي الذي كانوا يلعبونه لصالح دور أكثر إيجابية، وذلك في إطار فعاليات أقلية المساهمين\*\*.

✓ الشركات التي يسود فيها مساهم مرجعي ذو طبيعة عائلية هي الأكثر ميلاً إلى استخدام هذه التقنية في ضمان بقاء السيطرة على الشركة بين أيدي العائلة المؤسسة. كما أنه في الشركات التي تسيطر عليها هذه الفئة، نجد أن حجم عدم التناقص بين رأس المال المملوك والوزن التصويتي يبلغ ذروته، ويصل في شركات مثل آل في أم أس LVMH وبوجو Peugeot إلى 16,15 و 14,44 على الترتيب.

✓ أغلب شركات مؤشر كاك 40 (CAC40) قد قامت، ليس فقط بتملك الأجراء فيها، بل قامت علاوة عن ذلك بمنح حقوق تصويت مضاعفة لهذه الفئة، وذلك من أجل جعلها كقطب استقرار في جغرافية رأسمال الشركة، حيث يمثل عدد الشركات التي لجأت إلى هذه التقنية ما نسبته 86,66%، كما نلاحظ أن شركة بعض الشركات قد ذهبت بعيداً في تملك أجراءها وإعطائهم حقوق تصويت مضاعفة مثل ما هو الحال بالنسبة لشركات بويج Bouyges (23,75%، 18,85%) فنسي Vinci (09,01%)، سافران Safran (11,55%، 16,21%) و سانت جويان Saint Gobain (7,28%، 10,90%).

✓ يعتبر المساهم العائلي والأجراء وبدرجة أقل بعض المساهمين المؤسسيين، هم أكبر المستفيدين من هذه التقنية، حيث تستفيد على سبيل المثال عائلة أرنولت Arnault وعائلة بوجو Peugeot من زيادة في حقوق التصويت عن نسبة ملكيتهما في شركتي

\* في هذا الصدد يمكن ذكر على سبيل المثال الدراسات التي قام بها، في الولايات المتحدة كل من أندرسون وريب Anderson et Reeb في 20، فيلالونقا وأميت Villalonga & Amit سنة 2006.

\*\* في هذا الصدد يمكن ذكر على سبيل المثال الدراسات التي قام بها، في الولايات المتحدة كل ماكونال وسيرفاس Servaes McConnell et سنة 1999 كورنيت وآخرون سنة 2008.

LVMH و بوجو Peugeot تقدر بـ 16,15، 14,24% على الترتيب، كما يصل هذا الفرق بالنسبة للأجراء إلى 4,24% في شركة بويج Bouyges.

✓ بالنسبة للمساهم المؤسساتي فهو ليس له سلوك واضح في إطار هذه السياسية، فتارة نجده يتمتع بنسبة كبيرة من حقوق التصويت المضاعفة مثلما هو الحال في شركات كيرينج Kering حيث يصل الفرق بين الوزن التصويتي للمستثمرين المؤسساتيين و نسبة مساهمتهم في رأس المال إلى 14,06% (42,18%، 56,24%)، دانون Danone (26,21%، 16,05%، )، أين يصل هذا الفرق إلى 10,16%، و في بويج Bouyges (20,16%، 31,04%) يصل هذا الفرق إلى 10,88%. وطوراً نجد أن نسبة ملكيته أعلى بصورة محسوسة من وزنه التصويتي مثلما هو الحال بالنسبة لكل من شركات سانوفي Sanofi (12,30%، 08,08%) التي يبلغ فيها الفرق بين نسبة الملكية و الوزن التصويتي لهذه الفئة من المساهمين ما مقداره 04,22%، ونفس الشيء بالنسبة لشركة برنود ريكارد Pernod Ricard التي يصل فيها هذا الفرق إلى 04,13% (33,81%، 29,67%)، وكذلك في شركة بوجو Peugeot (39,42%، 36,16%) يبلغ هذا الفرق نسبة معتبرة تقدر بـ 03,26%. وهذه النتائج تتماشى مع ما توصلت إليه العديد من الدراسات التي أكدت على عدم تجانس سلوكيات المستثمرين المؤسساتيين فيما يخص حوكمة الشركات التي يستثمرون فيها أموالهم\*.

✓ ضعف حضور المساهم الصناعي في شركات العينة، وفي الحالات التي يكون فيها موجود في هيكل ملكية الشركات مثلما هو الحال في شركة بوجو Peugeot و سانوفي Sanofi، يختلف دوره فيما يخص حوكمة الشركات من دور إيجابي في الشركة الثانية إلى دور سلبي في الشركة الأولى. وهذه النتيجة لا تتوافق مع الخلاصات التي تم التوصل والتي تشير إلى انتشار نمط المساهمات المتقاطعة في أوروبا.

\* في هذا الصدد يمكن ذكر دراسات كل من كارولين برانكاتو Carolyn Brancato سنة 1997، روبرت مونك ونال مينو Robert Monks et Nell Minow سنة 1996.

✓ هناك حضور للدولة كمساهم نشط، يساهم بفاعلية في حوكمة الشركات المستثمر فيها، وذلك لاسيما في الشركات التي يكتسي نشاطها صبغة إستراتيجية بالنسبة للدولة مثل ما هو الحال في قطاعات الطاقة والاتصالات، حيث تصل نسبة مساهمة الدولة في رأس المال والوزن التصويبي في شركات GDF و أورنج Orange إلى (35,70%، (36,40 و (27,86%، 27,86%) على الترتيب. كما أنه من الواضح أن الدولة كمساهم مرجعي لا تميل إلى استخدام تقنية إحداث عدم التوافق بين نسبة رأس المال المملوك لفئات المساهمين ووزنهم التصويبي من أجل المحافظة على سيطرتها في الشركات التي تستثمر فيها. ويعود ذلك لامتلاكها آليات أخرى تمكنها من ممارسة سيطرتها على الشركات التي تساهم فيها، ويدخل ضمن هذه الآليات ما يعرف بالأسهم الخصوصية.

## خلاصة الفصل:

تطرق الفصل الخامس الذي خصص للجانب التطبيقي من الدراسة إلى واقع استخدام الهندسة المالية من طرف التحالفات الحاكمة (الإدارات والمساهمين المرجعيين) في شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40)، حيث وبعد الإطلاع على حوالي 400 وثيقة مرجعية أصدرتها الشركات المتضمنة في المؤشر وذلك في إطار المدخل الوثائقي المعتمد في مثل هكذا بحوث، أتضح أن التحالفات الحاكمة في شركات العينة تستخدم منتجات وتقنيات الهندسة المالية، ليس فقط كأدوات للتحوط من المخاطر المختلفة، وإنما كأدوات سيطرة على الشركات والحفاظ على هذه السيطرة، وذلك باستخدام أقل قدر من الموارد المالية. وواقع الحال أن البحث الوثائقي الذي أجريناه تم التوصل من خلاله إلى أنه و بهدف الإبقاء على السيطرة على الشركات في يد المساهمين المرجعيين، دأبت الإدارات في شركات العينة على استخدام الترتيبات التعاقدية، القانونية الأساسية، وتلك المتعلقة بالشكل القانوني للشركة، وهذا فضلاً عن تلك العائدة للسياسة المالية. كل هذا في إطار استخدام ما تسمح به الهندسة المالية بجوانبها المتعددة ومنتجاتها وتقنياتها المبتكرة.

وفي هذا الإطار نجد أن التحالفات الحاكمة في شركات العينة قد لجأت إلى استخدام العهود بين المساهمين من أجل التحكم في المساهمات وضمان حوكمة الشركة، استعمال الترتيبات المتعلقة بالشكل القانوني للشركة من أجل الاستفادة من الرفع القانوني والرفع المالي الذي توفره هذه الترتيبات، كما استفادت من المرونة التي تسمح بها قوانين الشركات التجارية والقوانين الأساسية في مجال استخدام أدوات السياسة المالية في تقوية وضع المساهمين المرجعيين.

هذا وتوسعت شركات العينة في إصدار الصكوك المالية التي تسمح لحاملها بالدخول اللاحق في رأسمال الشركة، واستفادت من ذلك في مجال تجنب مخاطر التمييز وتنظيم عملية التمويل بعيداً عن مخاطر فقدان السيطرة.

الخاتمة



الخاتمة:

حاولت الدراسة الإلمام بكل ما يتعلق بالهندسة المالية ودورها في تقديم الحلول المبتكرة لمشاكل التمويل الناجمة عن لجوء الشركات للعرض العام للدخار من خلال إصدار أسهم عادية جديدة، لاسيما تلك المشاكل المتعلقة بالتغيرات التي تطرأ على هيكل الملكية، جغرافية رأس المال وحوكمة الشركات.

حيث أتضح أن الهندسة المالية بمنتجاتها وتقنياتها المتنوعة، تقدم إطاراً متكاملًا لمعالجة مشاكل التمويل الناتجة عن العلاقة الحتمية بين الشركات التي ترغب في التوسع والنمو والأسواق المالية المليئة بالتهديدات والفرص. وواقع الحال أن الهندسة المالية وفضلاً عن حزمة المنتجات والتقنيات التي توفرها للمستثمرين والمضاربين في الأسواق، فهي كذلك تقدم ترسانة من التقنيات والمنتجات التي تستخدم سواء من طرف الجهات التي تود السيطرة على الشركات أو الإبقاء على هذه السيطرة ومواجهة مخاطر التميع.

وفي هذا الإطار قدمت الهندسة المالية حلول إبتكارية أعطت دفعة جديدة لعمليات التوسع الخارجي المتمثلة في عمليات الاندماج-استحواذ، وجعلت منها واحدة من الإستراتيجيات الهجومية للهندسة المالية، والهادفة إلى إيصال مجموعة من المستثمرين إلى التحكم في مقدرات شركة ما باستخدام قدر ضئيل من الموارد المالية. ويبرز ذلك من خلال مايلي:

✓ على الرغم من أن عمليات الاندماج-استحواذ تعتبر من العمليات التقليدية التي تقوم بها الشركات، إلا أنها يمكن أن تتدرج ضمن الإستراتيجيات الهجومية للهندسة المالية والهادفة إلى السيطرة على الشركات؛

✓ فضلاً عن الاعتبارات المتنوعة (الإستراتيجية، الضريبية، التسويقية... إلخ)، التي تدفع الشركات إلى الدخول في عمليات الاندماج-استحواذ، هناك دوافع أخرى ترتبط بالسيطرة والتحكم في الشركات أو الإبقاء على هذه السيطرة في يد مجموعة من المساهمين المرجعيين؛

✓ يمكن التمييز بين ثلاث أنماط من أنماط تمويل عمليات الاندماج-استحواذ، وتتمثل هذه الأنماط في التمويل بالسيولة، التمويل بالأسهم والتمويل المختلط. ويرتبط اختيار نمط تمويل معين بالعديد من الاعتبارات منها ما هو ذو علاقة بالتحكم والسيطرة؛

✓ في إطار عمليات الاستحواذ يمكن التمييز بين عمليات الاستحواذ على الشركات بشراء الأسهم نقداً وعمليات الاستحواذ على الشركات بتبادل الأسهم؛

- ✓ هناك العديد من الأشكال القانونية لعمليات الاندماج-الاستحواذ على الشركات، منها ما يؤدي إلى دوبان الشركتين المندمجتين في كيان جديد، ومنها ما يؤدي إلى استحواذ شركة على أخرى، بحيث تبقى الأولى وتختفي الثانية؛
- ✓ هناك العديد من التركيبات المالية المستخدمة في عمليات الاندماج-استحواذ، حيث يمكن أن تتم هذه الأخيرة من خلال شراء الأسهم نقداً، من خلال تبادل الأسهم أو من خلال تركيبة مختلطة؛
- ✓ تعتبر عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع من إستراتيجيات الاستحواذ المتقدمة التي تتجلى فيها ابتكارات الهندسة المالية لاسيما من خلال شراء الشركات باستعمال تدفقاتها النقدية؛
- ✓ عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع من عمليات الاستحواذ الكثيفة الاستخدام للاستدانة، وبذلك فهي تتطلب استخدام مستويات وأنواع عديدة من القروض والتمويلات المبتكرة ( رأسمال المخاطر، القروض الملحقة، السندات الرديئة، الأموال المتوسطة...إلخ)؛
- ✓ تتجسد ابتكارات الهندسة المالية في عمليات شراء الشركات باستعمال أثر الرفع في اعتماد الأطراف الناشطة في مجال السيطرة على الشركات على التدفقات المستقبلية للشركات المستهدفة، في تسديد مبالغ القروض الكبيرة المتعاقد عليها لإتمام عمليات السيطرة؛
- ✓ تختلف مقاربات حوكمة الشركات السائدة من دولة إلى أخرى، فهناك النموذج الأنجلوسكسوني السائد في اقتصاديات رؤوس الأموال الخاصة والنموذج الألماني السائد في اقتصاديات الاستدانة؛
- ✓ هناك العديد من آليات حوكمة الشركات، منها ما هو دو طابع داخلي جزئي مرتبط بالترتيبات الداخلية للشركة، وما هو دو طابع خارجي كلي متعلق بقوى تنشط على مستوى الاقتصاد ككل. حيث تتمثل الآليات الداخلية في مجلس الإدارة ولجانه المختلفة، التدقيق الداخلي، في حين تشمل الآليات الخارجية على كل من سوق رأس المال، سوق العمل الإداري، التدقيق الخارجي والتشريعات والقوانين؛
- ✓ على الرغم من أن المساهمين المرجعيين في الشركات يمتلكون من الوسائل العائدة للهندسة المالية ما يسمح لهم بممارسة سيطرتهم على الشركات التي يستثمرون فيها أموالهم، إلا إنه وفي ضل إطار مؤسساتي فعال لحوكمة الشركات، تتوفر لأقلية المساهمين مجموعة من الأدوات التي تمكنهم من الدفاع عن حقوقهم في مواجهة تعسف تحالف الإدارة والمساهمين المرجعيين؛

- ✓ هناك علاقة وطيدة بين نمط تمويل الاقتصاد وشكل الملكية السائد في بلد ما، كما أن نمط تمويل الاقتصاد ومدى أهمية الأسواق المالية بدورها مرتبطان بمستوى حماية المساهمين؛
- ✓ هناك علاقة وطيدة بين شكل الملكية السائد في اقتصاد بلد ما ونموذج حوكمة الشركات المتبع في ذلك البلد، بحيث يسود نموذج الحوكمة المبني على آليتي سوق رأس المال و مجلس الإدارة في الاقتصاديات التي تتسم بنشنت الملكية، في حين يسود نموذج الحوكمة المبني على فعالية هيكل الملكية ونشاط كبار المساهمين، في الاقتصاديات التي تتصف بتركز الملكية؛
- ✓ توجد اختلافات كبيرة بين أشكال الملكية السائدة في البلدان، ففي حين تهيمن صناديق المعاشات في إطار نموذج تشتت الملكية في الولايات المتحدة الأمريكية، تلعب البنوك الشاملة والكبريات دوراً محورياً في ملكية وحوكمة الشركات في ألمانيا واليابان على الترتيب، كما تمتاز باقي بلدان أوروبا الغربية وآسيا بالدور الكبير الذي تلعبه العائلات والمساهمات المتقاطعة؛ ولا يقتصر استخدام منتجات وتقنيات الهندسة المالية على تمكين أطراف معينة من السيطرة على الشركات المستهدفة، بأقل قدر من الموارد المالية والمخاطر، بل يمكن استخدامها كذلك في إطار سياسات دفاعية تهدف إلى الإبقاء على سيطرة تحالف حاكم في الشركة وحمايته من جميع محاولات السيطرة العدوانية، ويتضح ذلك من خلال مايلي:
- ✓ يشكل كل من هيكل ملكية الشركات وجغرافية رأسمالها عاملاً مهماً في حياة الشركة وتتبع هذه الأهمية من كونها على علاقة وطيدة بوضع إستراتيجية الشركة؛
- ✓ بالإضافة إلى كون الترتيبات التعاقدية « العهود بين المساهمين»، عبارة عن إحدى آليات حماية حقوق أقلية المساهمين في الشركات، فهي كذلك تستخدم من طرف التحالفات المتحكمة في الشركات في الاحتماء من محاولات السيطرة العدوانية و من تم الإبقاء على سيطرتهم على الشركة؛
- ✓ على الرغم من فائدتها الكبيرة في مجال حماية حقوق أقلية المساهمين وحماية المساهمين المرجعيين في الشركات من محاولات السيطرة العدوانية والعروض العامة للشراء، لا تتماشى العهود بين المساهمين مع مبادئ راسخة في مجال حرية التداول في الأسواق المالية، وتتنافى كذلك مع بعض الحقوق الأساسية للمساهمين؛
- ✓ يمكن استخدام الوسائل المتعلقة بالشكل القانوني للشركات كسياسة من سياسات الهندسة المالية الهادفة إلى الاحتماء من محاولات السيطرة العدوانية والعروض العامة للشراء؛

- ✓ في إطار الوسائل المتعلقة بالشكل القانوني، يمكن التمييز بين النمط التنظيمي للشركات القابضة والشكل القانوني لشركة التوصية بالأسهم؛
- ✓ يتجسد الجانب الابتكاري للهندسة المالية في مجال استعمال الوسائل المتعلقة بالشكل القانوني، في كل من الرفع القانوني والرفع المالي الذي يوفره الشكل التنظيمي للشركات القابضة والرفع القانوني الذي يوفره الشكل القانوني لشركة التوصية بالأسهم؛
- ✓ يسمح التوليف بين الرفع القانوني والرفع المالي لكل من الشركة القابضة وشركة التوصية بالأسهم، بتضخيم الرفع الذي تستفيد منه التحالفات القائمة في الشركات، وذلك في إطار مسعاها الهادف للحفاظ على سيطرتها والاحتواء من محاولات السيطرة العدوانية بأقل قدر من الموارد المالية؛
- ✓ يمكن تضخيم الرفع القانوني والمالي الذي تستفيد منه التحالفات القائمة في الشركات، من خلال إصدار الصكوك المستحدثة من قبيل الأسهم بحق التصويت المتعدد (المضاعف)، السندات القابلة للتحويل، السندات بوصل اكتتاب الأسهم... إلخ؛
- ✓ سمحت الابتكارات في مجال الهندسة المالية باستحداث صكوك مالية تسمح لحاملها بالدخول اللاحق في رأسمال الشركات المصدرة لها، وذلك من خلال تنفيذ وصل الاكتتاب، التحويل، الاسترداد، المقترن بهذه الصكوك؛
- ✓ يتم إصدار الصكوك المالية التي تسمح لحاملها بالدخول اللاحق في رأسمال الشركات، ويكتتب فيها عادة من طرف مستثمرين أصدقاء من المفروض أنهم يقومون بتفعيل خيارات التحويل، الاكتتاب، الاسترداد والتبادل المرتبطة بها، في حالة تعرض الشركة المصدرة لها لعملية سيطرة عدوانية، مما يؤدي إلى تبيع رأسمال الأطراف المبادرة بعملية السيطرة؛
- ✓ فضلاً عن استخدام الصكوك الاختيارية كدرع واقى من محاولات السيطرة العدوانية والعروض العامة للشراء، فهي تساعد أيضاً في تخفيف صراع المصالح بين كل من الإدارة، المساهمين والدائنين؛
- ✓ هناك العديد من التقنيات العائدة للسياسة المالية من قبيل تخفيض رأسمال الشركة، رفع رأس المال المخصص لفئة معينة، الاندماج مع شركة أخرى، تملك الأجراء، وكلها تقنيات تستخدم من طرف المساهمين المرجعيين في الشركات كوسيلة من وسائل الاحتواء من محاولات السيطرة

العدوانية والعروض العامة للشراء، وذلك فضلاً عن كونها من القرارات المرتبطة بخلق الثروة في الشركة؛

وفيما يخص الجانب التطبيقي من الدراسة، يمكن فقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

✓ على العموم تستخدم شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40) منتجات وتقنيات الهندسة المالية من أجل الحفاظ على وضع المساهمين المرجعيين فيها، لاسيما في حالات القيام بعمليات رفع رأس المال من خلال إصدار أسهم عادية جديدة؛

✓ دأبت الإدارات التنفيذية في شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40) على اعتماد العديد من مخططات تمليك الأجراء، وذلك بهدف تحفيزهم من جهة وضمان استقرار هيكل ملكيتها وجغرافية رأسمالها من جهة أخرى؛

✓ قامت بعض شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40) بتسقيف الوزن التصويتي الذي يمكن أن يتمتع به أي مساهم، وذلك من أجل تحييد مخاطر العروض العامة للشراء التي قد تستهدفها؛

✓ حوالي ثلث شركات العينة يتبنى ترتيبات تعاقدية (العهود بين المساهمين)، وذلك بهدف ضمان إستقرار هيكل الملكية وجغرافية رأس المال، من جهة والتحكم في الشركة من جهة أخرى؛

✓ كل الشركات المتضمنة في العينة قامت بإصدار الصكوك المالية التي تسمح لحاملها بالدخول اللاحق في رأسمال الشركة المصدرة لها، في الغالب تم إستعمال هذه الإصدارات كوسيلة لتحفيز الإدارة التنفيذية في الشركة (أسهم الأداء وخيارات شراء الأسهم - Stock- Option) أو كأداة لإدارة مخاطر التمييع (السندات القابلة للتحويل، وصولات الإكتتاب في الأسهم)؛

✓ أغلب شركات مؤشر كاك 40 (CAC 40) قامت بإحداث حالة عدم التوافق بين نسبة رأس المال المملوك لفئات المساهمين ونسبة حقوق التصويت التي يعبرون عنها، وذلك في إطار السياسة الدفاعية المبنية على استخدام حق التصويت كوسيلة احتماء ودفاع ضد محاولات السيطرة؛

### الاقتراحات:

وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم الاقتراحات التالية:

- ✓ على القائمين على الشركات، سواء على المستوى الاقتصادي الجزئي أو على المستوى الاقتصادي الكلي، أن يدركوا أهمية استقرار هيكل ملكيتها وجغرافية رأسمالها، وهم مدعوون إلى توفير أفضل الأطر التشريعية، التنظيمية والمؤسسية المساعدة على ضمان هذا الاستقرار؛
- ✓ ضرورة توفر الاقتصاديات والأسواق المالية على الميكانيزمات التي تسمح بالتحكم في استخدام الهندسة المالية من طرف الإدارات المالية في الشركات ولاسيما المسعرة منها، حيث يؤدي الإفراط في استخدام المنتجات والتقنيات العائدة للهندسة المالية، إلى المساس بالعديد من المبادئ التوجيهية لعمل الاقتصاديات والأسواق مثل: المنافسة، الشفافية، حماية حقوق أقلية المساهمين والمعاملة المتكافئة للمساهمين؛
- ✓ ضرورة وضع إطار فعال لحوكمة الشركات يتوفر على آليات فعالة، تسهر على حسن استخدام منتجات وتقنيات الهندسة المالية من طرف الإدارات في الشركات، وذلك حتى يتم ضمان عدم المساس بحقوق أقلية المساهمين وحصولهم على التعويض المناسب في حالة تضرر مصالحهم أو حدوث انتقال غير مشروع للثروة منهم إلى جهات أخرى؛
- ✓ على الجهات التي تشرف على تنمية وتطوير الأسواق المالية في البلدان التي مازالت فيها هذه الأخيرة في مراحلها الأولى، أن تعمل على ضمان الأطر التشريعية، التنظيمية والمؤسسية التي تكفل الحماية للمستثمرين؛

### أفاق الدراسة:

في إطار الدراسة هذه التي أنصبت على تحليل كيفية استخدام منتجات تقنيات الهندسة المالية في إدارة مخاطر التمييع، حاولنا تسليط الضوء على ممارسات الإدارات في الشركات على العموم وشركات عينة الدراسة خصوصاً، في مجال السيطرة والتحكم في هذه الأخيرة من خلال استخدام حزمة من الأساليب الهجومية والدفاعية العائدة للهندسة المالية.

ولما كان الموضوع على درجة كبيرة من الشعب، فإنه من غير المنطقي القول بأننا أحطنا به من كل جوانبه، لذلك يمكن أن العديد من الدراسات الأخرى يمكن إنجازها في هذا الحقل من العلوم المالية، ونذكر منها مايلي:

✓ الهندسة المالية وأثرها على هيكل ملكية الشركات؛

✓ الهندسة المالية وأثرها على جغرافية رأسمال الشركات؛

✓ الهندسة المالية و حوكمة الشركات؛

✓ إدارة مخاطر تمهيع رأس المال في الأسواق المالية العربية؛

وفي الأخير نأمل أن نكون قد وفقنا في تناول هذا الموضوع وقدمنا إضافة ولو متواضعة للمكتبة العربية في واحد من الحقول العلمية التي مازالت الكتابات فيها باللغة العربية قليلة إن لم نقل نادرة.

# قائمة المراجع



المراجع:

❖ المراجع باللغة العربية:

1-الكتب:

- 1\_ أحمد بوراس، أسواق رؤوس الاموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، 2002.
- 2\_ حازم هاشم الألوسي، الطريق إلى علم المراجعة والتدقيق، الجزء الأول: المراجعة نظرياً، الطبعة الأولى، الجامعة المفتوحة، طرابلس - ليبيا - 2003.
- 3\_ روبرت أي غروس، تعريب إبراهيم يحي الشهابي، مكتبة العبيكان، المملكة العربية السعودية، 2001، ص 176.
- 4\_ سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال للشركات، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان 2004.
- 5\_ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر 1997.
- 6\_ طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر 2005.
- 7\_ علاء فرحان طالب وآخرون، إدارة المؤسسات المالية: مدخل فكري معاصر، دار لايان للنشر والتوزيع، عمان 2015.
- 8\_ مارتين ريكتيس، اقتصاديات المشروع: مقدمة في التنظيم الصناعي ونظرية المنشأة، تعريب محمود حسن حسني، مراجعة جاب الله عبد الله الفضيل، دار المريخ للنشر - الرياض - المملكة العربية السعودية - 2008.
- 9\_ محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والإستراتيجيات، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر 2011.
- 10\_ محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والإستراتيجيات، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار الهدى، عين مليلة الجزائر، 2011، ص 697.
- 11\_ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد الإداري والمالي، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2006 . ص ص 15-16.
- 12\_ منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث الإسكندرية 2014.

13\_ منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث الإسكندرية 2014.

14\_ منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر: عقود الخيارات، الطبعة الأولى، المكتب العربي الحديث الإسكندرية 2014.

15\_ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث - الإسكندرية، 2015.

16\_ منير إبراهيم هندي، منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005.

17\_ ميشال جرمان، المطول في القانون التجاري: الشركات التجارية، الطبعة 18، ترجمة منصور القاضي وسليم حداد، مجد، بيروت 2008.

## 2\_ المجالات:

18\_ كفية شنافي، «آليات الحوكمة في شركات التأمين : دراسة مقارنة بين الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR) وشركة (AXA) للتأمين»، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخامس والأربعون، 2015.

19\_ جمعة هوام، جاوحدو رضا، أمينة فداوري، «مدى احترام مبادئ الحوكمة في المؤسسات الجزائرية»، مجلة جامعة القدس المفتوحة، العدد.

## 3- الملتقيات والمؤتمرات:

20\_ مهند محمد العيني وآخرون، «مدى الاتصال بين التدقيق الخارجي والمكلفين بالحوكمة لحد من الفساد الإداري والمالي»، المؤتمر العلمي المحكم الثالث لكلية إدارة الأعمال، جامعة عجلون الوطنية\_ عجلون \_ الأردن - 18 - 2014/11/19، ص ص 380-412.

21\_ منى حسب الرسول محمد، «دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على الحد من الفساد المالي والإداري»، المؤتمر العلمي المحكم الثالث لكلية إدارة الأعمال، جامعة عجلون الوطنية، عجلون، الأردن(- 18 - 2014/11/19).

22\_ ربيحة قوادرية، «أثر رأس المال البشري على حوكمة الشركات»، المؤتمر العلمي المحكم الثالث لكلية إدارة الأعمال، جامعة عجلون الوطنية\_ عجلون \_ الأردن - 18 - 2014/11/19.

23\_ زين الدين بروش، دهيمي جابر، «دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري»،  
الملتقى الوطني الأول حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، يومي 06-07  
ماي 2012.

24\_ وائل محمد جبريل، «الإطار التنظيمي وعلاقته بمدى تطبيق مبادئ الحوكمة بالمصارف التجارية  
الليبية: دراسة ميدانية على عينة من العاملين بالمصارف التجارية الليبية العاملة بمدينة درنة»،  
المؤتمر العلمي المحكم الثالث لكلية إدارة الأعمال، جامعة عجلون الوطنية\_ عجلون \_الأردن - 18-  
2014/11/19.

25\_ موفق اليافي، « فصل السلطات وصلاحيات مجلس الإدارة والشركات العائلية»، بحوث وأوراق عمل  
مؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، شرم الشيخ،  
جمهورية مصر العربية، ماي 2007.

#### ❖ لمراجع باللغات الأجنبية:

#### Les ouvrages :

26\_ Code IFRS : **Normes et interprétations**, 3<sup>eme</sup> EDITION, Groupe Revue Fiduciaire, Paris  
2007.

27\_ Eric Stéphany, **La relation capital-risque/ PME** : fondements et pratiques, 1<sup>er</sup> édition,  
de boeck, Bruxelles 2003.

28\_ Georges Depallens, jean Pierre Jobard, **Gestion financière de l'entreprise**, 11<sup>eme</sup>  
édition, Editions DALLOZ, Paris, 1997.

29\_ Gérard Garibaldi, **l'analyse stratégique**, 3<sup>eme</sup> édition, édition d'organisation , Paris,2003.

30\_ Gilles Bressy, Christian Konkuyt, **économie d'entreprise**, 8<sup>eme</sup> , Editions DALLOZ ,  
Paris 2006.

31\_ Guy Hermet, Ali Kazancigil, Jean-Francois Paud'homme, **la gouvernance : un concept  
et ces applications**, Editinos KARTHALA-paris 2005.

32\_ Hervé Hutin, **toute la Finance d'entreprise en pratique** , 2<sup>eme</sup> édition, Éditions  
d'Organisation, paris 2003.

33\_ Hubert Gabrie, Jean-Louis Jajquier, **la théorie moderne des entreprises : l'approche  
institutionnelle**, ECONOMICA, paris 1994.

34\_ Jean – Claude Papillon, **économie d'entreprise**, 2<sup>eme</sup> édition, éditions management, Paris  
2000.

- 35\_ John Hull, **gestion des risqué et institutions financiers**, traduction et adaptation en français, Christophe Godlewski, Maxime Merli, 3<sup>e</sup> édition, PERSON, Montreuil, France 2013.
- 36\_ Jonathan Berk , Peter De Marzo, **Finance d'entreprise**, Pearson Education - Paris 2008.
- 37\_ Lehmann Ortega, **Strategor** : toute la stratégie d'entreprise, 6<sup>eme</sup> édition, DUNOD, Paris 2 003.
- 38\_ Marie Hélène, Pinard Fabro, **Audit fiscal**, EDITIONS FRANCIS LEFEBRE, Paris 2008.
- 39\_ Mathieu Vasseur, **l'ingénierie financière**, Banque, n. 501, janvier 1990.
- 40\_ Olivier Meier, Gillaume Schier , **Fusions Acquisitions**, 3<sup>eme</sup> édition, Dunod, paris 2009.
- 41\_ Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen» , **Finance d'entreprise :Pierre Vernimmen**, 9<sup>eme</sup> édition – DALLOZ- Paris 2011.
- 42\_ Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», **Finance d'entreprise**, 9<sup>eme</sup> édition – DALLOZ- Paris 2011.
- 43\_ Pascal Quiry, Yann Le Fur «Vernimmen», **Finance d'entreprise**5<sup>eme</sup> édition – DALLOZ- Paris 2002.
- 44\_ Philippe Desbrières, **ingénierie financière**, Litec, Paris 1995.
- 45\_ Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, **principes de gestion financières**, 8<sup>eme</sup> édition, PEARSON Education, paris 2006.
- 46\_ Robert Merton, Zvi Bodie, **Finance**, 1<sup>er</sup> edition, Pearson Education- paris 2001.
- 47\_ Roland Pérez, **la gouvernance de l'entreprise**, éditions la découverte, Paris 2003.
- 48\_ Ronald Gillet, Jean Pierre Jobard, Patrick Navette, Philippe Raimbourg, **Finance**, 2eme édition, DALLOZ, Paris-2003.
- 49\_ Skinner Ross, Robert Westerfield, James Jaffe, **Corporate Finance**, 6 Edition, Mac Graw Hill, USA 2003.
- 50\_ Zvi Bodie, Robert Merton, **Finance**, 2<sup>eme</sup> , pearson Education, Paris 2007.
- 51\_ Alain Couret , Jaque Fougerat, **ingénierie financière des cessions acquisitions d'entreprises**, Edition liaisons, Paris1991, p 215.
- 52\_ Bertrand Richard, Dominique Miellel, **la dynamique du gouvernement d'entreprise**, Editions d'Organisation, Paris 2003.
- 53\_ Jacques Teulie, Patrick Toposcalian, **Finance**, 4<sup>eme</sup> édition, Vuibert, paris, 2005.

#### **Les revues :**

- 54\_ Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy, Randhal Thomas, « Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance», The Journal of Finance, Vol L 13, n 4, 2008.

- 55\_ Gilbert Koenig, (1997 ),« théorie économique de l'entreprise, encyclopédie de gestion», 2<sup>ème</sup> édition, (collection diriger par Yves Simon, Patrick Joffre), ECONOMICA, Paris.
- 56\_ Mark Maremount, (1995), « How Converse Got its laces All Tangled», *Business Week* (4 septembre 1995), p 37.
- 57\_ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer , Robert Vishny « Legal determinants of external finance», *Journal of Finance*, 52(Juillet 1997).
- 58\_ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, « Corporate Ownership around the world», *Journal of Finance*, 54(1999).
- 59\_ Rafael La Porta, Florencio. Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer , Robert Vishny, «Law and Finance»,*Journal of Political Economy*, 106 (décembre 1998).
- 60\_ Randhal Morck., Andrei Shleifer, Andrei.W Vishny.,( 1990), « Do managerial Objectives Drive bad Acquisitions? », *Journal of Finance*, 45(1),.
- 61\_ Barbara R. Bartkus, (1997),«Employee ownership as catalyst of organizational change», *Journal of Organizational Change Management*, Vol. 10 Iss 4.
- 62\_ Benoit Pigé (1993), «Le pouvoir de révocation du Conseil d'Administration et l'incitation à la performance des dirigeants», *C.R.E.G.O. Working Paper*, n°9306.
- 63\_ Boucobza Xavier,( 2003), « la loi de la majorité dans les société de capitaux», revue *Mélanges AEDBF- France III : droit bancaire et financier*,3<sup>ème</sup> édition, la Revue Banque Editeur .
- 64\_ Carine Girard,( 2001) « une typologie des actionnaires minoritaires en france», *Finance Contrôle Stratégie* , Volume 4, N° 3, septembre.
- 65\_ Charreaux Gérard, (1997) «structure de propriété, relation d'agence, et performance financière» (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA.
- 66\_ Charreaux Gérard, Jean-pierre Pitol-Belin, (1997), « La théorie contractuelle des organisations : une application au conseil d'adminstartion», (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA.
- 67\_ Christine Belin-Munier , (1997 ),« les holdings comme outil de gouvernement des entreprises», (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECNOMICA, Paris.
- 68\_ David Yermack., « Higher market valuation of companies with a small board of director », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n° 2,1996.
- 69\_ De Angelo H. et De Angelo L., “Proxy contests and the governance of publicly held corporations”, *Journal of Financial Economics*, vol. 23, n° 1, 1989.
- 70\_ Eric Allix-Desfautaux, Patrick Joffre,(1997), « couts de transaction», collection dirigé par Yves Simon, Patrick Joffre, Tome 01, 2<sup>ème</sup> édition, Paris.

- 71\_ Franklin Allen, Michael K F Chui, Angel A Maddaloni, «Financial systems in Europe, the US and Asia», *Oxford Review of Economic Policy*, 20 (hiver 2004).
- 72\_ Gérard Charreaux,(1997), «Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise», (collection dirigée par Gérard Charreaux), *ECONOMICA*, Paris 1997.
- 73\_ Gérard Charreaux., Pitol-Belin J.-P., *Enquête nationale sur le conseil d'administration des entreprises françaises : son rôle, sa composition, son fonctionnement*, Peat-Marwick, 1987.
- 74\_ Grégor Andrade, Mark Mitchell. et Stafford Eric, (2001), « New evidence and perspectives on mergers », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, n°2, Spring 2001.
- 75\_ Haine Leland, David Pyle,( 1977) , «Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation», *the journal of Finance*, vol. 32, N. 2.
- 76\_ Harley E. Rayan , Roy A. Wiggins (2004), « How is in Whose pocket ? directors Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring», *Journal of Financial Economics*, n 73.
- 77\_ Harold J Mulherin, Annette B Poulsen A,« Proxy contests and corporate change : implications for shareholder wealth», *Journal of Financial Economics*, vol. 47, n° 3, 1998.
- 78\_ J. Byrd , K. Hickman (1992), «Do Outside Directors Monitor Manager? Evidence from Tender Offer Bids», *Journal of Financial Economics*, 32(2).
- 79\_ James F Cotter, Anil Shivdasani et Marc Zenner (1997), «Do Indipendent Directors Enhance Target shareholder Wealth During tender Offers?», *Journal of Financial Economics*, 43(2).
- 80\_ Jean Lechman,« Capital risque», *Encyclopédie de gestion*, 2<sup>ème</sup> Edition, (collection dirigé par Yves Simon et Patrick Joffre), *ECONOMICA*, Paris 1997.
- 81\_ Jean Michel Sahut et Hidaya Othmani Gharbi, (2011), «influence des actionnaires institutionnels français et étrangers sur la performance financière des firmes», *La Revue des Sciences de Gestion*, /5 n° 251.
- 82\_ Jean.-Charles Clément, *Le rôle des batailles de procurations au sein du gouvernement des entreprises*, Thèse de doctorat, Université de Grenoble 2, novembre 2006.
- 83\_ Jean-Etienne Palard, Céline Barredy et Nicolas Bedu, « LBO, structure de propriété familiale et fonds d'investissement Quel impact sur l'évaluation et la performance des cibles post-LBO ? », *Finance Contrôle Stratégie* 16(3), 2013, pp 192-211.
- 84\_ John A. Pearce, Shaker A. Zahra, (1992),«Board composition from a strategic contingency perspective», *Journal of Management Studies*, vol. 29, n° 4.
- 85\_ Jonathan M. Karpoff, Paul Malesta, Ralph A. Walking.,« Corporate governance and shareholder initiatives : empirical evidence», *Journal of Financial Economics*, vol. 42, n° 3, 1996.

- 86\_ Jonathan Michie, Christine Oughton, (2001),«Employee share-ownership trusts and corporate governance», *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Vol. 1 Iss 3.
- 87\_ Joshua Aizenman, Jake Kendall, (2012),«The internationalization of venture capital», *Journal of Economic Studies*, Vol. 39 Iss 5 pp. 488 – 511.
- 88\_ Julienne Brabet,« la main visible des investisseurs institutionnels», *revue française de gestion*, n 141(2002/05).
- 89\_ L A Bebchuk, R Kraakman et G R Triantis, « Stock Pyramids, cross-ownership and dual class equity ».
- 90\_ Laurence Godard , Alain Schatt , « Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français. Un état des lieux », *Revue française de gestion* 5/2005 (n° 158).
- 91\_ Laurence Godard, Alain Schatt, (2005),« quelles sont les caractéristiques optimales du
- 92\_ Laurence Godard., « La taille du conseil d'administration : déterminants et impact sur la performance », *Revue sciences de gestion*, 33,2002.
- 93\_ Mara Faccio, Larry H.P Lang,( 2002),«The ultimate ownership of Western European corporations», *Journal of Financial Economics*, Volume 65, Issue 3, September.
- 94\_ Mathieu Paquerot,(1997), « stratégies d'enracinement des dirigeants performance de la firme et structure de control», (collection dirigée par Gérard Charreaux) ECONOMICA,Paris.
- 95\_ Mehdi Nekhili,( 1997 ),« La discipline par les banques», (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA, Paris.
- 96\_ Michael Albouy, Alain Schatt, « Les prises de contrôle par les actionnaires contestataires : le cas André », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 2, 2004.
- 97\_ Michael Albouy, Alain Schatt, « Les prises de contrôle par les actionnaires contestataires : le cas André », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 2, 2004.
- 98\_ Michael C Jensen, Kevin J Murphy, (1990), « Performance Pay and Top-Management Incentive », *The Journal of Political Economy*,Vol. 98, N. 2.
- 99\_ Michael C. Jensen, « Market for Corporate Control », in *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, 11-13, 1992.
- 100\_ Michael C. Jensen, Richard S. Ruback, « Ther market for corporate control, the scientific evidence », *Journal of Financial Economics*, n 11, 1983.
- 101\_ Michael S Weisbach (1088), «Outside Directors and CEO Turnver», *Journal of Financial Economics*, 20(1-2),
- 102\_ Michel Albouy, Alain Schatt « Activisme et Proxy Fight», *Revue française de gestion*, Éditeur Lavoisier, (n° 198-199).

103\_ Peter Dodd, Jerold Warner, «On corporate governance: a study of proxy contests», *Journal of Financial Economics*, vol. 11, n° 1-4, 1983.

104\_ Philippe Raimbourg, (1997), « asymétrie d'information théorie de l'agence et gestion de l'entreprise», collection dirigé par Yves Simon, Patrick Joffre, Tome 01, 2<sup>ème</sup> édition, Paris.

105\_ Philippe Desbrières, (1997) « nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise», *ECONOMICA*, (collection dirigée par Gérard Charreaux) Paris.

106\_ Philippe Desbrières, (1997), « La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise» , , (collection dirigée par Gérard Charreaux), *ECONOMICA* – Paris.

107\_ Philippe Desbrières, « Les actionnaires salariés », *Revue française de gestion*, 2002/5 no 141.

108\_ Philippe Desbrières, « nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise», (collection dirigée par Gérard Charreaux) *ECONOMICA*, Paris 1997.

109\_ Philippe Desbrières,(1997) «Stock-options et signalisation: le cas français » , *ECONOMICA*, (collection dirigée par Gérard Charreaux), Paris.

110\_ Sanford Grossman, Joseph Stiglitz, (1980),«On The Impossibility of Informationally Efficient Markets», *the American economic review*.

111\_ Stephen Ross,( 1977), « the determination of financial structure: the incentive signalling approach», *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1.

112\_ Stijn Claessens,Smeon Djankov, Larry H P Lang,(2000), « The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations», *Journal of Financial Economics*, 58 .

113\_ David Ikenberry, Josef Lakonishok, «Corporate governance through the proxy contest : evidence and implications», *Journal of Business*, vol. 66, n° 3, 1993.

Conseil d'adminstration français. Un état des lieux», *Revue française de gestion*, n° 158.

### **Les colloques et les congrès :**

114\_ Mahfoud Djebbar , (2016), «Dilution Effect in Islamic Finance: The case of convertible *sukuk*», Multidisciplinary Conference, University of London, November 8-11.

### **Les rapports:**

115\_ Report on the Proportionality Principle in the European Union, « Proportionality Between Ownership and Control in UE listed Companies External Study Commissioned by the European Commission» Shearman and Sterling.

### **Les thèses :**



116\_ Jean.-Charles Clément, Le rôle des batailles de procurations au sein du gouvernement des entreprises, Thèse de doctorat, Université de Grenoble 2, novembre 2006.

117\_ Anthi Kitsou, « le gouvernement d'entreprise dans les sociétés familiales non cotées », thèse de doctorat en droit des affaires, université de strasbourg.

### **Les sites internet :**

118\_ Jack Marshall,( 2006), «What Is Financial Engineering», ([www.fenews.com/what-is-fe/](http://www.fenews.com/what-is-fe/))26-01-.

119\_ Liew Soon Bin, (2000),« Hierarchical Volume Visualization for Financial Data, School of Computer Engineering», Singapore ([www.cs.usyd.edu.au/~vip2000/poster/bin\\_vis.doc](http://www.cs.usyd.edu.au/~vip2000/poster/bin_vis.doc))-16-02-2006.

120\_ <http://www.investopedia.com/terms/c/contractsize.asp>(14/ 06/2017, GMT 16 :20).

121\_ « Yahoo face au *proxy fight* », 5 mars 2007, [http:// www. blast-blog. Fr](http://www.blast-blog.fr) ( 10/04/ 2017).

122\_ William W Bratton, (2007) «Hedge Funds and Governance Targets», *Faculty Scholarship*. Paper 862, ( [http://scholarship.law.upenn.edu/faculty\\_scholarship/862](http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/862)).

### **Autres références :**

123\_ IFRS 03.

124\_ IAS 27.

125\_ IAS 28.

126\_ Document de référence (DDR).

الملاحق

الملحق رقم 01:

الجدول رقم (1): الإصدارات من القيم المنقولة التي تعطي لحاملها الحق في الدخول في رأس المال (رأس المال المحتمل) في شركات كاك 40 (CAC 40):

ملاحظة	% الإصدارات إلى رأس المال	قيمة العملية (أورو)	طبيعة الصكوك المصدرة	الشركة
منحت للرئيس المدير العام (PDG) كارلوس جوسن؛	—	350 000	خيارت شراء الأسهم	Renault رينو
منحت للرئيس المدير العام (PDG) كارلوس جوسن؛	—	100 000	أسهم الأداء	
معدل التحويل 1,57 سهم؛	2,92	22 908 365	السندات القابلة للتحويل OCEANE	Peugeot بوجو
على أساس 10 وصولات تسمح بالإكتتاب في 3 أسهم؛	14,56	342 060 365	وصولات الإكتتاب في الأسهم BSA	
على أساس كل خيار يسمح بشراء سهم؛	0,24	1 945 077	خيارات شراء الأسهم	
معدل التحويل/التبادل هو 1,036	3,76	6 742 438	السندات القابلة للتحويل OCEANE	Michelin ميشلان
رأس المال المحتمل الناتج عن العملية 6 985 165 سهم؛				
تم اعتماد 14 مخطط لمنح خيارات الإكتتاب أو شراء الأسهم؛	3,48	6 479 767	خيارات الإكتتاب أو شراء الأسهم	

تم إعتقاد 5 مخططات لمنح أسهم الأداء للإدارة والإطارات؛	0,61	1 137 998	أسهم الأداء؛	
تم إعتقاد 8 مخططات لمنح أسهم الأداء وخيارات شراء الأسهم؛	0,61	5 314 273	خيارات الإكتتاب في الأسهم وأسهم الأداء؛	شركة سانت جوبان - Saint-Gobain
-	0,14	1 062 134	السندات القابلة للتحويل OC	كارفور Carrefour
-	NS	32 766	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	
-	NS	9 108	وصولات الإكتتاب في الأسهم BSA	
-	0,45	1 397 448	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	أليستوم Alistom
-	0,08	255 006	السندات التي تسدد في شكل أسهم ORA	
-	0,15	481 912	أسهم الأداء	
تم إعتقاد أربع مخططات؛	3,03	8 093 914	خيارات الإكتتاب (أو شراء) في الأسهم	لوجراند Legrand
تم إعتقاد ثلاث مخططات؛	1,30	3 474 924	أسهم الأداء	
	0,93	2 203 033	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	بيبلسيس Publicis

	5,37	12 684 488	السندات القابلة للتسديد بالأسهم ORANES	
	1,72	1 955 761	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	تيكنيب Technip
	5,82	6 618 531	السندات القابلة للتحويل	
	0,88	4 953 200	وصولات الإكتتاب في الأسهم BSA	فيوليا Veolia
	NS	166 321	Stock-Option	
	0,25	868 385	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	إير ليكيد Air Liquide
	NS	140 472	أسهم الأداء	
	1,07	3 422 605	خيارات الإكتتاب (أو شراء) في الأسهم	بويج Bouygues
	2,46	5 616 596	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	أكور Accord
	0,36	842 929	أسهم الأداء	
	3,64	5 958 587	سندات بخيار الإسترداد نقداً و/ أو بأسهم قديمة و/ أو جديدة ORNANE	كاب جيميني Capgemini
	1,83	2 999 000	وصولات الإكتتاب أو إمتلاك أسهم قابلة للتسديد BSAAR	

	0,65	826 560	خيارت شراء الأسهم Stock-Option	كيرينج Kering
				سولفاي Solvay
من دون الحقوق التفضيلية للإكتتاب (DPS) ولكن بإستخدام حق الأولوية،	14,96	94 400 000	قيم منقولة تعطي الحق لحاملها في الدخول اللاحق في رأسمال الشركة؛	دانون Danone
	0,41	9 965 434	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	غاز دو فرنس GDF
	3,24	18 218730	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	لوريال L'Oreal
	0,11	627 100	أسهم الأداء	
	0,71	19 427 107	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	أورنج Orange
-	2,15	58 738 067	صكوك غير محدودة المدة تسدد في شكل أسهم.	
-	0,45	1 189 279	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	برنود ريكارد Pernod Ricard
-	2,88	38 114 826	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	صانوفي Sanofi

-	6,12	35 831 692	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA وأسهم الأداء	شنايدر إلكترويك Schneider Electric
-	3,90	8428476	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	إسيلور Essilor
-	0,24	192 944	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	فاليو Valeo
تم إعتماء ثلاث مخططات مءة كل مخطط 08 سنوات	7,75	6 160 000	خيارات شراء الأسهم	
-	2,00	5 752 615	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	لافارج Lafarge
-	2,20	11 143 812	خيارات الإكتتاب في الأسهم OSA	LVMH
	0,45	2 293 909	أسهم الأداء	

المصدر: من إءاء الباحث بالاعتماد على الوثائق المرجعية لشركات العينة

**Technip :**

	Ins		Salariées		Individ		Etatique		Auto <b>déte</b> /con	
	Capital	Droits de votes	Capital	Droits de votes	Capital	Droits de votes	%Capital	Droits de votes	Capital	Droits de votes
2005	10,57	10,23	1,90	3,01	82,81	80,71	03,12	06,5	1,6	-
2006	19,25	19,40	1,70	3,10	74,00	71,90	2,90	5,60	1,25	-
2007	31,65	31,15	2,40	4,10	60,15	59,15	2,90	5,60	2,90	-
2008	40,45	39,60	2,90	4,30	51,05	50,55	2,80	5,55	2,80	-
2009	36,05	34,50	2,35	3,60	56,90	56,35	2,80	5,55	2,80	-
2010	33,25	32,45	2,20	4,25	59,20	58,10	2,70	5,20	2,65	-
2011	38,20	37,00	2,00	3,90	55,25	24,15	2,55	4,95	2,00	-
2012	28,65	31,35	2,65	4,00	64,10	60,05	2,50	4,60	2,10	-
2013	33,25	35,70	1,85	2,50	60,85	57,20	2,50	4,60	1,55	-
2014	42,05	43,07	1,78	2,61	52,48	49,75	2,48	4,57	1,20	-

**Legrand :**

	Ins		Salariées		Individ		Etatique		Auto <b>déte</b> /con	
	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes
2005	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2006	60	72	05	05	35	23	-	-	-	-
2007	62	74	05	05	31	20	-	-	02	01
2008	61,4	73,4	03,5	03,5	30,7	21,3	-	-	02,5	-
2009	49,8	64,8	05,2	05,4	44,5	29,8	-	-	0,5	-
2010	36,4	52,0	4,8	06,1	58,4	41,7	-	-	0,3	0,2
2011	21,2	34,0	4,9	6,9	73,6	58,9	-	-	0,3	0,2
2012	5,46	9,74	3,80	6,62	90,68	83,64	-	-	-	-
2013	-	-	3,90	6,81	96,04	93,19	-	-	0,06	-
2014	-	-	4,05	6,95	95,76	93,05	-	-	0,19	0,18

**Publicis :**

	Ins		Salariées		Individ		Etatique		Auto <b>déte</b> /con		Familiale	
	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes
2005	8,99	15,01	-	-	68,64	63,12	-	-	6,62	-	15,75	21,87
2006	9,18	15,09	-	-	67,69	60,97	-	-	7,60	-	15,53	23,94
2007	13,94	19,30	-	-	61,54	56,72	-	-	9,28	-	15,24	23,98
2008	21,28	36,50	-	-	54,22	47,16	-	-	8,76	-	15,54	21,63
2009	14,66	22,36	-	-	65,04	54,29	-	-	5,27	-	15,03	23,34
2010	9,20	14,95	-	-	73,45	64,50	-	-	4,84	-	12,87	20,55
2011	23,55	26,22	-	-	60,76	53,64	-	-	3,81	-	12,33	20,14
2012	7,12	6,46	-	-	78,60	76,97	-	-	5,15	-	9,13	16,57
2013	12,7	11,11	-	-	74,68	72,54	-	-	4,37	-	8,88	16,35
2014	-	-	-	-	87,76	84,13	-	-	3,57	-	8,67	15,87



**Veolia :**

	Ins		Salariées		Individ		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capit al	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capit al	%Droits de votes	%Capit al	%Droits de votes	%Capit al	%Droits de votes	%Capit al	%Droits de votes
2005	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2006	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2007	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2008	27,63	25,26	-	-	72,37	74,74	-	-	-	-	-	-
2009	28,51	24,23	-	-	74,49	75,77	-	-	-	-	-	-
2010	29,82	30,70	-	-	70,18	69,30	-	-	-	-	-	-
2011	29,90	30,74	-	-	70,10	69,26	-	-	-	-	-	-
2012	29,97	30,82	-	-	70,03	69,18	-	-	-	-	-	-
2013	24,50	25,86	-	-	75,50	75,20	-	-	-	-	-	-
2014	24,23	24,84	-	-	75,77	75,16	-	-	-	-	-	-

**Valeo :**

	Ins		Salariées		Individ		Etatique		Auto déte/con		Familiale	
	%Cap	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Cap	%DDV	%Ca p	%DD V	%Cap	%DDV	%Cap	%DDV
2005	27,75	29,87	1,83	1,80	69,38	68,33	-	-	1,04	-	-	-
2006	28,64	30,70	1,34	1,32	69,13	67,98	-	-	0,89	-	-	-
2007	47,10	49,24	1,23	1,22	49,84	49,54	-	-	1,83	-	-	-
2008	38,24	39,30	1,20	1,16	56,54	59,54	-	-	4,02	-	-	-
2009	36,70	38,21	0,16	0,31	55,98	57,82	-	-	3,39	-	-	-
2010	21,55	23,48	0,12	0,23	73,83	76,29	-	-	4,50	-	-	-
2011	13,84	16,06	0,11	0,21	80,70	83,73	-	-	5,35	-	-	-
2012	13,92	15,86	0,16	0,25	81,69	83,89	-	-	4,23	-	-	-
2013	22,87	27,18	0,16	0,25	83,62	83,84	-	-	2,29	-	-	-
2014	10,32	19,38	0,25	0,34	92,46	89,97	-	-	2,13	-	-	-

**Vivendi :**

	Ins		Salariées		Individ		Etatique		Auto déte/con		Familiale	
	%Capit al	%Droits de votes	%Capit al	%Droits de votes	%Capit al	%Droits de votes	%Capit al	%Droits de votes	%Capit al	%Droits de votes	%Capit al	%Droits de votes
2005	08,49	08,49	1,05	1,05	90,24	90,46	-	-	0,22	-	-	-
2006	13,09	13,11	0,96	0,96	85,83	85,83	-	-	0,12	-	-	-
2007	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2008	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2009	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2010	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2011	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2012	20,63	20,63	3,13	3,13	76,13	76,21	-	-	0,11	0,00	5,00	5,01
2013	22,01	22,01	3,54	3,54	74,45	74,45	-	-	0,00	0,00	5,04	5,04
2014	26,23	26,23	3,11	3,11	65,52	65,52	-	-	0,00	0,00	5,14	5,14

### Essilor :

	Ins		Salariées		Public		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes
2005	-	-	8,32	14,59	90,40	85,41	-	-	1,28	-	-	-
2006	-	-	8,26	14,49	90,66	85,51	-	-	1,08	-	-	-
2007	-	-	7,86	13,66	90,88	86,34	-	-	1,26	-	-	-
2008	-	-	7,96	13,97	90,13	86,03	-	-	1,90	-	-	-
2009	-	-	7,76	13,78	90,09	86,22	-	-	2,15	-	-	-
2010	-	-	8,20	4,12	90,43	85,88	-	-	1,37	-	-	-
2011	-	-	8,38	14,29	89,11	85,71	-	-	2,51	-	-	-
2012	-	-	8,30	14,26	89,66	85,74	-	-	2,04	-	-	-
2013	-	-	8,40	14,60	89,60	85,40	-	-	2,1	-	-	-
2014	-	-	8,50	14,80	89,50	85,35	-	-	2,2	-	-	-

### Carrefour :

	Inst		Salariées		Individ(public)		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes
2005	-	-	2,20	03,58	84,77	76,08	-	-	-	-	13,03	20,34
2006	-	-	1,22	02,09	85,26	77,44	-	-	-	-	13,52	20,47
2007	-	-	1,08	1,87	75,07	69,40	-	-	1,55	-	22,30	28,72
2008	-	-	1,05	2,02	82,66	84,96	-	-	2,74	-	13,55	13,02
2009	-	-	1,05	1,81	85,32	78,60	-	-	0,08	-	13,55	19,59
2010	-	-	1,04	1,80	84,36	77,83	-	-	0,54	-	14,06	20,37
2011	-	-	1,22	1,96	81,81	75,72	-	-	0,82	-	16,16	22,32
2012	-	-	1,17	1,90	82,35	76,37	-	-	0,87	-	15,62	21,73
2013	-	-	1,09	1,92	83,35	78,02	-	-	0,80	-	14,77	20,06
2014	9,50	8,41	1,06	1,87	73,25	69,72	-	-	1,40	-	14,79	20,01

### Orange :

	Ins		Salariées		Individ (flottant)		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes
2005	-	-	3,48	3,48	64,07	64,07	32,45	32,45	-	-	-	-
2006	-	-	3,64	3,64	63,95	63,95	32,41	32,41	-	-	-	-
2007	-	-	2,93	2,94	69,33	69,61	27,34	27,45	0,40	-	-	-
2008	-	-	3,68	3,69	69,29	69,56	26,65	26,75	0,39	-	-	-
2009	-	-	4,41	4,41	68,55	68,60	26,97	26,99	0,08	-	-	-
2010	-	-	4,61	4,61	68,42	68,42	26,97	26,97	-	-	-	-
2011	-	-	4,81	4,84	67,66	68,00	26,94	27,10	0,58	-	-	-
2012	-	-	4,63	4,66	67,62	68,17	26,94	27,16	0,81	-	-	-
2013	-	-	4,63	4,7	67,55	68,15	26,94	27,18	0,88	-	-	-
2014	-	-	5,08	5,08	69,88	69,88	25,04	25,04	0,00	-	-	-

**LVMH :**

	Ins		Salariées		Individ (public)		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capit al	%Droits de votes	%Capit al	%Droit s de votes	%Capit al	%Droit s de votes	%Capit al	%Droits de votes	%Capit al	%Droit s de votes	%Capit al	%Droit s de votes
2005	-	-	-	-	48,54	36,13	-	-	3,94	-	47,52	63,87
2006	-	-	-	-	48,86	36,25	-	-	3,60	-	47,54	63,75
2007	-	-	-	-	49,43	34,38	-	-	2,16	-	47,42	63,46
2008	-	-	-	-	49,14	36,25	-	-	3,44	-	47,42	63,75
2009	-	-	-	-	49,34	36,36	-	-	3,28	-	47,38	63,64
2010	-	-	-	-	49,93	36,34	-	-	2,43	-	47,64	63,66
2011	-	-	-	-	51,64	37,62	-	-	1,88	-	46,48	62,38
2012	-	-	-	-	51,97	37,35	-	-	1,61	-	46,42	62,65
2013	-	-	-	-	52,09	37,41	-	-	1,46	-	46,45	62,59
2014	-	-	-	-	52,28	37,41	-	-	1,15	-	46,57	62,59

**Alistom :**

	Inst		Salariées		Individ (public)		Etatique		Industriel		Familial	
	%Capit al	%Droit s de votes	%Capit al	%Droit s de votes	%Capit al	%Droit s de votes	%Capit al	%Droits de votes	%Capit al	%Droit s de votes	%Capit al	%Dro its de votes
2005	06,26	06,26	0,99	0,99	71,61	71,61	21,14	21,14	-	-	-	-
2006	05,55	05,55	0,89	0,89	72,53	72,53	21,03	21,03	-	-	-	-
2007	07,68	07,68	0,89	0,89	66,08	66,08	-	-	25,35	25,35	-	-
2008	22,05	22,05	1,09	1,09	46,86	46,86	-	-	30,00	30,00	-	-
2009	11,03	11,03	1,32	1,32	57,70	57,70	-	-	29,95	29,95	-	-
2010	08,01	08,01	1,45	1,45	59,73	59,73	-	-	30,81	30,81	-	-
2011	23,66	23,66	01,32	01,32	45,46	45,46	-	-	30,75	30,75	-	-
2012	22,40	22,40	1,45	1,45	45,77	45,77	-	-	30,74	30,74	-	-
2013	18,22	18,22	1,31	1,31	51,64	51,64	-	-	29,38	29,38	-	-
2014	21,43	21,43	1,27	1,27	47,79	47,79	-	-	29,33	29,33	-	-

**EDF :**

	Ins		Salariées		public		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capit al	%Droit s de votes	%Capit al	%Droit s de votes	%Capit al	%Droit s de votes	%Capit al	%Droits de votes	%Capit al	%Droit s de votes	%Capit al	%Dro its de votes
2005	09,45	09,45	1,8	1,8	01,29	01,29	88,2	88,2	-	-	-	-
2006	09,50	09,50	1,9	1,9	01,30	01,30	87,3	87,3	-	-	-	-
2007	10,38	10,38	1,9	1,9	02,88	02,88	84,80	84,80	-	-	-	-
2008	10,31	10,31	02,01	02,01	02,81	02,83	84,66	84,82	0,18	-	-	-
2009	10,29	10,29	02,43	2,43	2,79	2,79	84,48	84,49	0,01	-	-	-
2010	10,30	10,30	2,39	2,39	2,80	2,80	84,48	84,51	0,03	-	-	-
2011	10,83	10,30	1,84	1,84	2,82	2,80	84,44	84,50	0,07	-	-	-
2012	10,34	10,34	1,85	1,85	3,25	3,27	84,44	84,54	0,12	-	-	-
2013	10,75	10,75	1,80	1,80	2,87	2,89	84,49	84,56	0,09	-	-	-
2014	10,87	10,87	1,72	1,72	2,83	2,85	84,49	84,56	0,09	-	-	-

## Michelin :

	Ins		Salariées		Individ		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Cap ital	%Droits de votes	%Cap ital	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droits de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Dro its de votes
2005	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2006	85,50	79,50	02,00	02,30	12,50	18,20	-	-	-	-	-	-
2007	86,48	80,35	1,66	2,31	11,86	17,34	-	-	-	-	-	-
2008	85,20	79,70	02,30	02,80	12,50	17,50	-	-	-	-	-	-
2009	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2010	85,00	81,40	1,8	2,5	13,2	16,1	-	-	-	-	-	-
2011	85,70	82,10	1,6	2,3	12,7	15,6	-	-	-	-	-	-
2012	87,20	81,80	1,6	2,8	11,2	15,4	-	-	-	-	-	-
2013	87,50	84,10	1,8	2,5	10,7	13,4	-	-	-	-	-	-
2014	83,10	84,00	1,8	2,4	15,1	13,6	-	-	-	-	-	-

## Renault :

	Inst		Salariées		Individ (public)		Etatique		Auto déte/con		indis	
	%Cap ital	%Droits de votes	%Cap ital	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droits de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Dro its de votes
2005	-	-	3,60	4,41	63,72	76,81	15,01	18,78	18,65	-	-	-
2006	-	-	3,50	4,25	63,79	77,52	15,01	18,23	17,70	-	-	-
2007	-	-	3,11	3,78	64,23	77,99	15,01	18,22	17,65	-	-	-
2008	-	-	3,34	4,08	63,57	77,60	15,01	18,32	18,08	-	-	-
2009	-	-	3,34	4,01	65,06	78,00	15,01	17,99	16,59	-	-	-
2010	-	-	3,09	3,68	62,82	74,77	15,01	17,86	15,98	-	3,10	3,69
2011	-	-	3,06	3,65	62,46	74,69	15,01	17,95	16,37	-	3,10	3,71
2012	-	-	2,97	3,55	62,55	74,79	15,01	17,95	16,37	-	3,10	3,71
2013	-	-	2,61	3,12	63,00	75,25	15,01	17,93	16,28	-	3,10	3,70
2014	-	-	2,5	2,97	63,53	75,51	15,01	17,84	15,86	-	3,10	3,68

## Peugeot :

	Ins		Salariées		Individ (autres)		ind		Auto déte/con		Familial		Etatique	
	%Ca pi	%DD V	%Ca	%D	%Ca	%D DV	%Ca	%D DV	%Capi t	%D DV	%Capi t	%DD V	%Capi t	%DD V
2005	07,71	07,12	2,85	2,21	56,90	45,52	1,20	1,89	2,39	-	30,22	45,06	-	-
2006	06,27	05,83	2,67	2,13	58,41	46,92	-	-	02,79	-	30,22	45,12	-	-
2007	60,01	48,79	2,52	2,01	4,61	3,80	-	-	2,60	-	30,27	45,4	-	-
2008	57,78	46,21	2,76	03,80	6,09	4,89	-	-	3,07	-	30,30	45,10	-	-
2009	57,46	45,16	2,80	04,00	6,37	5,11	-	-	3,07	-	30,30	45,73	-	-
2010	55,97	43,61	2,79	03,88	7,87	6,15	-	-	3,07	-	30,30	46,26	-	-
2011	51,25	41,18	3,26	4,54	7,11	5,92	-	-	7,34	-	31,03	48,36	-	-
2012	43,92	37,40	3,23	3,98	16,98	14,75	7,00	5,96	3,60	-	25,27	37,91	-	-
2013	53,91	45,59	3,57	4,50	13,65	11,71	-	-	3,60	-	25,27	37,89	-	-
2014	45,38	40,78	1,98	2,91	8,62	8,00	14,13	12,68	1,63	-	14,13	22,96	14,13	12,68

## Saint Gobain :

	Ins		Salariées		Public		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capit al	%Droit s de votes	%Cap ital	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droits de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Dro its de votes
2005	07,80	07,70	6	10,3	83,80	82,00	-	-	2,4	-	-	-
2006	08,30	08,10	5,9	10,1	83,80	81,60	-	-	1,8	-	0,2	0,2
2007	06,10	06,60	6,3	10,3	67,8	65,9	-	-	1,2	-	17,9	17,2
2008	08,50	08,20	7,8	11,9	61,2	59,4	-	-	1,2	-	21,3	20,5
2009	08,10	09,60	7,6	9,6	66	55,5	-	-	0,8	-	17,5	25,3
2010	06,60	08,20	7,8	10,7	67,2	54,8	-	-	0,9	-	17,5	26,3
2011	06,20	07,00	8,0	11,8	67,0	54,4	-	-	1,7	-	17,1	26,8
2012	05,60	06,40	8,4	12,1	67,9	54,7	-	-	0,8	-	17,3	26,8
2013	2,3	2,9	7,5	11,3	73,4	60,0	-	-	0,6	-	16,2	25,8
2014	5,0	4,2	7,5	11,8	75,6	64,7	-	-	0,2	0	11,7	19,3

## Pernod Ricard :

	Ins		Salariées		Individ (autres et public)		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capit al	%Droit s de votes	%Cap ital	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droits de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Dro its de votes
2005	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2006	22,27	21,59	2,88	4,15	58,64	57,34	-	-	3,27	0,00	9,51	16,91
2007	25,01	22,68	2,91	4,01	58,01	53,16	-	-	3,38	3,06	10,68	17,09
2008	35,52	32,19	2,92	4,12	48,43	44,44	-	-	0,67	0,61	12,43	18,65
2009	37,79	34,58	2,75	3,78	44,69	41,36	-	-	0,48	-	14,28	19,84
2010	43,01	39,32	2,66	3,68	39,46	37,09	-	-	0,59	-	14,29	19,92
2011	38,28	23,34	2,64	3,65	47,00	44,16	-	-	0,79	-	14,29	19,93
2012	21,82	19,98	2,03	2,10	61,76	57,53	-	-	0,69	-	13,14	18,88
2013	32,98	30,24	1,48	2,07	51,02	48,05	-	-	0,82	-	13,14	19,13
2014	47,62	43,12	1,46	2,04	37,18	35,16	-	-	0,6	-	13,14	19,17

## Vinci :

	Ins		Salariées		Individ		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capit al	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droits de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droit s de votes
2005	76	76	09	09	12	12	-	-	-	-	-	-
2006	80	80	08	08	11	11	-	-	-	-	-	-
2007	77	77	08	08	11	11	-	-	-	-	-	-
2008	75	75	08	08	12,5	12,5	-	-	-	-	-	-
2009	74,5	74,5	9,2	9,2	12,3	12,3	-	-	-	-	-	-
2010	76,90	76,90	09	09	12	12	-	-	-	-	-	-
2011	73,90	73,90	09,8	09,8	12,00	12,00	-	-	4,4	-	-	-
2012	72,10	72,10	09,90	09,90	10,90	10,90	-	-	7,1	-	-	-
2013	74,00	74,00	09,50	09,50	09,20	09,20	-	-	7,4	-	-	-
2014	75,00	75,00	09,70	09,70	09,30	09,30	-	-	6,0	-	-	-

### Capgemini :

	Ins		Salariées		Individ		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes
2005	-	-	-	-	93,7	93,7	-	-	-	-	6,3	6,3
2006	-	-	-	-	95,8	95,8	-	-	-	-	4,2	4,2
2007	-	-	-	-	96,0	96,0	-	-	-	-	3,9	3,9
2008	-	-	-	-	94,4	94,4	-	-	-	-	4,00	4,00
2009	-	-	3,7	3,7	91,2	91,2	-	-	-	-	3,7	3,7
2010	-	-	3,6	3,6	91,4	91,4	-	-	-	-	3,6	3,6
2011	-	-	3,4	3,4	91,7	91,7	-	-	-	-	3,5	3,5
2012	-	-	6,6	6,6	88,6	88,6	-	-	-	-	3,1	3,1
2013	-	-	6,4	6,4	90,6	90,6	-	-	-	-	3,00	3,00
2014	-	-	6,2	6,2	90,50	90,50	-	-	-	-	2,8	2,8

### Safran :

	Ins		Salariées		Individ(public)		Etatique		Auto déte/con		indust	
	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes
2005	9,37	14,2	11,46	13,5	38,98	34,5	30,84	25,8	1,85	-	7,40	11,9
2006	9,39	14,64	13,11	16,63	37,57	31,65	30,84	25,37	1,71	-	7,38	11,71
2007	9,39	14,19	12,64	16,91	38,79	30,48	30,41	27,61	1,39	-	7,38	10,81
2008	7,67	11,79	13,55	18,32	36,92	30,94	30,20	27,94	4,28	-	7,38	11,01
2009	7,58	11,73	12,51	17,09	38,14	32,07	30,20	28,06	4,19	-	7,38	11,05
2010	6,34	10,46	9,63	15,52	47,65	40,94	30,20	29,80	4,19	-	1,99	3,28
2011	5,98	9,86	10,0	15,60	51,96	44,77	30,20	29,77	1,86	-	-	-
2012	4,33	7,30	11,13	16,63	54,07	47,00	30,20	29,07	0,27	-	-	-
2013	4,03	6,51	10,67	15,91	62,75	51,90	22,41	25,68	0,14	-	-	-
2014	3,54	5,75	10,83	16,05	63,50	52,73	21,99	25,47	0,14	-	-	-

### Air liquide :

	Ins		Salariées		Individ (indivi)		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes	%Capital	%Droits de votes
2005	61	61	-	-	38	38	-	-	1	-	-	-
2006	61	61	-	-	38	38	-	-	1	-	-	-
2007	62	62	-	-	37	37	-	-	1	-	-	-
2008	61	61	-	-	38	38	-	-	1	-	-	-
2009	62	62	-	-	38	38	-	-	>0	-	-	-
2010	63	63	-	-	63	63	-	-	<1	-	-	-
2011	63	63	-	-	37	37	-	-	1	-	-	-
2012	63	63	-	-	37	37	-	-	1	-	-	-
2013	64	64	-	-	36	36	-	-	1	-	-	-
2014	63	63	-	-	37	37	-	-	1	-	-	-

### Shneider :

	Ins		Salariées		Individ(public)		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capit al	%Droit s de votes	%Cap ital	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droits de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Dro its de votes
2005	4,44	5,30	3,35	5,67	88,65	85,79	-	-	2,61	-	-	-
2006	4,42	5,36	3,09	5,22	89,47	86,65	-	-	2,08	-	-	-
2007	9,77	10,30	3,32	5,07	84,33	82,23	-	-	2,59	-	-	-
2008	15,08	15,29	3,60	5,32	78,28	76,55	-	-	3,03	-	-	-
2009	09,39	09,93	4,26	6,33	83,67	81,23	-	-	1,76	-	-	-
2010	12,40	12,82	4,11	6,14	81,80	79,45	-	-	1,68	-	-	-
2011	13,14	13,43	4,55	7,06	80,64	77,95	-	-	1,67	-	-	-
2012	15,18	13,39	4,44	6,77	82,86	78,40	-	-	1,54	-	-	-
2013	13,43	11,19	4,19	6,52	85,54	80,99	-	-	1,41	-	-	-
2014	12,67	14,76	4,01	6,26	81,04	76,85	-	-	2,27	-	-	-

### GDF :

	Ins		Salariées		Individ(public)		Etatique		Auto déte/con		industriel	
	%Capit al	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droits de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Dro its de votes
2005	17,6	24,00	3,3	3,5	41,1	34,3	35,5	36,2	0,3	-	2,2	2,0
2006	18,1	24,60	3,1	4,2	40,70	33,3	35,6	36,3	0,3	-	2,2	1,9
2007	10,7	10,80	2,8	2,8	49,6	48,8	35,7	36,4	2,3	-	1,2	1,2
2008	09,0	09,20	2,7	4,2	50,5	49,7	35,6	36,4	2,2	-	-	-
2009	8,9	09,10	2,3	2,3%	51,0	52,0	35,9	36,6	2,0	-	-	-
2010	8,9	09,00	2,8	02,80	51,2	51,7	36,0	36,5	1,1	-	-	-
2011	8,9	09,00	2,9	03,00	50,5	51,4	36,0	36,6	1,7	-	-	-
2012	8,56	08,80	02,26	02,30	50,17	51,3	36,71	37,6	2,30	-	-	-
2013	5,86	06,00	02,35	02,40	52,90	54,07	36,71	37,5	2,18	-	-	-
2014	5,64	5,74	3,18	3,24	56,05	57,10	33,29	33,92	1,84	-	-	-

### Kering :

	Ins		Salariées		Individ(public)		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capit al	%Droit s de votes	%Cap ital	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droits de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droit s de votes
2005	43,0	58,5	0,2	0,3	56,8	41,2	-	-	-	-	-	-
2006	40,2	55,40	0,1	1,1	59,6	43,50	-	-	-	-	-	-
2007	40,8	55,70	0,1	0,1	59,1	44,2	-	-	-	-	-	-
2008	40,9	55,3	0,1	0,1	59,0	44,6	-	-	-	-	-	-
2009	40,9	55,4	0,1	0,1	59,0	44,5	-	-	-	-	-	-
2010	40,8	55,5	0,3	0,2	58,9	44,3	-	-	-	-	-	-
2011	47,4	55,1	0,3	0,3	53,3	40,2	-	-	-	-	-	-
2012	46,00	56,5	0,36	0,4	53,62	39,5	-	-	0,02	-	-	-
2013	40,89	57,5	0,40	0,5	58,66	42,0	-	-	0,05	-	-	-
2014	40,93	57,56	0,43	0,51	58,62	41,93	-	-	0,00	-	-	-

## Lafarge :

	Ins		Salariées		Individ(public)		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capit al	%Droit s de votes	%Cap ital	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droits de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Dro its de votes
2005	-	83,60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2006	-	86,50	-	02,91	-	-	-	-	-	-	-	-
2007	87,90	86,20	-	04,12	11,7	13,4	-	-	0,4	-	-	-
2008	89,60	89,00	-	02,36	10,2	10,8	-	-	0,1	-	-	-
2009	89,70	89,30	-	2,21	10,2	10,6	-	-	0,2	-	-	-
2010	-	89,60	-	01,85	-	-	-	-	-	-	-	-
2011	-	89,40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2012	-	89,40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2013	88,20	89,20	-	-	12,0	10,8	-	-	-	-	-	-
2014	89,80	90,60	-	-	10,2	9,4	-	-	-	-	-	-

## Sanofi :

	Ins		Salariées		Individ(public)		Etatique		Auto déte/con		Industriel	
	%Capit al	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droits de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Dro its de votes
2005	10,00	07,15	1,18	01,46	61,72	61,61	-	-	4,15	-	22,95	36,93
2006	10,04	07,22	1,25	01,90	64,44	61,52	-	-	0,62	-	23,65	36,58
2007	15,40	09,15	1,25	1,96	64,80	60,61	-	-	2,76	-	21,36	34,24
2008	15,83	09,51	1,31	1,97	65,22	61,11	-	-	0,73	-	20,28	33,16
2009	15,13	08,81	1,38	2,10	66,48	61,41	-	-	0,71	-	16,30	27,68
2010	13,26	08,92	01,44	02,34	70,31	63,65	-	-	0,46	-	14,53	24,80
2011	11,44	06,72	1,38	2,37	73,90	69,70	-	-	1,28	-	11,54	21,21
2012	11,40	07,24	1,31	02,35	78,14	74,28	-	-	0,24	-	08,91	16,13
2013	08,16	05,18	1,30	02,25	81,34	76,40	-	-	0,27	-	08,93	16,17
2014	12,42	10,93	01,46	01,46	76,59	70,51	-	-	0,72	-	8,96	16,28

## Danone :

	Ins		Salariées		Individ(public)		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capit al	%Droit s de votes	%Cap ital	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droits de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Dro its de votes
2005	10,90	15,3	1,4	2,7	80,2	82,0	-	-	7,5	-	-	-
2006	12,70	16,9	1,5	2,9	78,0	80,2	-	-	7,8	-	-	-
2007	12,90	17,1	1,6	2,9	78,2	80,0	-	-	7,3	-	-	-
2008	12,50	12,5	1,6	3,1	78,9	83,1	-	-	7,0	-	-	-
2009	11,60	13,3	1,4	2,5	81,8	84,2	-	-	5,2	-	-	-
2010	08,40	12,4	1,4	2,5	84,5	85,2	-	-	5,7	-	-	-
2011	18,80	22,1	1,4	2,6	73,3	75,2	-	-	6,50	-	-	-
2012	22,70	25,00	1,3	2,6	68,2	72,3	-	-	7,70	-	-	-
2013	23,10	22,21	1,3	2,6	68,6	75,2	-	-	7,10	-	-	-
2014	26,90	26,21	1,3	2,6	65,0	71,3	-	-	6,80	-	-	-



**Bouyges :**

	Ins		Salariées		Individ(public)		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capit al	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droits de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Dro its de votes
2005	25,99	32,32	13,30	17,54	-	-	-	-	-	-	-	-
2006	20,82	29,88	13,23	17,10	-	-	-	-	-	-	-	-
2007	20,16	29,67	14,22	18,33	-	-	-	-	-	-	-	-
2008	19,16	28,58	15,38	19,42	64,91	51,58	-	-	0,55	-	-	-
2009	18,58	27,17	18,30	23,23	62,50	49,14	-	-	0,62	-	-	-
2010	22,99	31,00	18,99	22,58	53,97	45,41	-	-	1,32	-	-	-
2011	21,08	29,55	23,33	28,09	55,56	42,34	-	-	0,03	-	-	-
2012	25,89	33,19	23,70	28,72	50,38	38,08	-	-	0,03	-	-	-
2013	26,93	34,33	24,81	30,22	48,23	35,43	-	-	0,03	-	-	-
2014	27,05	34,77	23,31	30,55	49,63	34,68	-	-	0,01	-	-	-

**Loreal :**

Les variables	inst		(manag/salaries)		3(indist)		Familial		Individuels	
	%Capit al	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capit al	%Droits de votes	%Capita l	%Droits de votes	%Capita l	%Droits de votes
2005	30,2	30,2	-	-	27,08	28,77	28,18	29,9	11,11	13,94
2006	30,3	30,3	-	-	27,89	29,45	29,03	30,7	09,6	11,25
2007	30,4	30,4	-	-	28,87	29,96	,04	31,19	08,45	09,65
2008	30,5	30,5	0,6	0,6	29,6	29,6	30,8	30,8	5,3	5,3
2009	30,70	30,70	0,7	0,7	29,8	29,8	31,0	31,0	5,4	5,4
2010	31,16	31,16	0,71	0,71	29,68	29,68	30,89	30,89	5,67	5,67
2011	32,13	32,13	0,73	0,73	29,58	29,58	30,79	30,79	5,34	5,34
2012	32,77	32,77	0,72	0,72	29,30	29,30	30,50	30,50	4,99	4,99
2013	33,03	33,03	0,70	0,70	29,44	29,44	30,64	30,64	5,18	5,18
2014	36,49	36,49	0,81	0,81	29,44	29,44	33,09	33,09	5,22	5,22

**Accor :**

	Ins		Salariées		Individ(public)		Etatique		Auto déte/con		Familial	
	%Capit al	%Droi s de votes	%Cap ital	%Droi ts de votes	%Capita l	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Droi ts de votes	%Capi tal	%Dro its de votes
2005	20,79	25,30	3,3	6,0	85,2	83,1	-	-	0,7	-	-	-
2006	11,10	11,10	3,2	5,9	85,3	83,0	-	-	0,4	-	-	-
2007	10,80	10,90	2,64	4,63	72,92	70,07	-	-	03,65	-	-	-
2008	33,44	36,79	2,74	4,68	63,82	58,53	-	-	-	-	-	-
2009	37,38	35,74	2,70	4,90	59,43	59,36	-	-	-	-	-	-
2010	27,27	32,71	1,99	2,98	70,72	64,29	-	-	-	-	-	-
2011	27,21	32,58	2,74	3,63	70,05	63,79	-	-	-	-	-	-
2012	21,42	30,08	2,68	3,35	75,91	66,57	-	-	-	-	-	-
2013	21,34	31,18	2,60	3,40	76,06	65,42	-	-	-	-	-	-
2014	21,23	30,07	2,65	3,50	76,12	66,43	-	-	-	-	-	-