

## هيكل الملكية ورقابة المؤسسة - دراسة تحليلية -

### The structure of ownership and firm's control - Analytical study

يوسف قرشي

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر  
y\_korichi@yahoo.fr

تبر زغود

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر  
teberzghoud@gmail.com

Received: 01 May 2017

Accepted: 25 June 2017

Published: 30 June 2017

#### ملخص :

أدى ظهور المؤسسات الكبيرة الحجم في العالم إلى انفصال الملكية عن التسيير من جهة، و انفصال الملكية عن الرقابة من جهة أخرى و ذلك بسبب التشتت الكبير لملكية رأس المال و الذي نتج عنه بروز نوعين من المساهمين: المساهمين الأغلبية الذين يملكون غالبية رأس مال المؤسسة و حقوق تصويت عالية في مجلس الإدارة و بالتالي لديهم قدرة أكبر على رقابة المؤسسة و التأثير في اتخاذ القرارات فيها و المساهمين الأقلية الذين يملكون جزء قليل من رأس مال المؤسسة لا يسمح لهم بالرقابة عليها. نحاول من خلال هذه الورقة البحثية التطرق إلى ماهية رقابة المؤسسة و الآليات التي تؤدي إلى الفصل بين الملكية و الرقابة و إلى نتائج ذلك الفصل.

الكلمات المفتاحية: رقابة ، ملكية، مساهمين أغلبية، مساهمين أقلية.

تصنيف JEL: M19، G32، G35، G39.

#### Abstract :

The emergence of large firms in the world has led to the separation of ownership from management on the one hand, and the separation of the ownership from control on the other hand, because of the large separation of capital ownership which resulted the emergence of two types of shareholders : majority shareholders who own the majority of firm's capital and a High voting rights in the board of directors and therefore they have a greater ability to control the firm and influence on the decision-making in it, and the minority shareholders who own a small part of the firm's capital which not allow them to control it.

In this article, we attempt to address the nature of the firm's control and the mechanisms that lead to separation of ownership and control and to the results of this separation.

**Keywords :** control, ownership, majority shareholders, minority shareholders.

**Jel codes:** M19, G32, G35, G39.

#### تمهيد :

يعتبر موضوع هيكل الملكية من المواضيع التي نالت اهتمام الباحثين منذ الاعمال التي قدمها Berle et Means سنة 1932 من خلال كتابهما " المؤسسة الحديثة و الملكية الخاصة"، غير أن أغلب تلك الدراسات ركزت على تأثير الفصل بين الملكية و التسيير في شركات المساهمة التي تتميز بتشتت كبير لملكية رأس المال على أداءها المالي، في حين هناك القليل من الدراسات التي تناولت الفصل بين الملكية و الرقابة في شركات المساهمة، حيث أن الفصل بين الدورين يمكن أن مصدرا للصرعات بين المساهمين بالأغلبية(المهيمنين) و الذين يملكون غالبية رأس مال المؤسسة و بالتالي امتلاك غالبية حقوق التصويت في مجلس الادارة و بين المساهمين الأقلية الذين ليس لهم القدرة على رقابة المؤسسة.

فالمؤسسات التي تتميز بفصل الملكية عن الرقابة فإن وجود المساهمين بالأغلبية يمكن أن يكون له تأثير إيجابي في تقليل تكاليف الوكالة بين المسيرين و الملاك من خلال التأثير الرقابي الفعال على سلوكيات المسيرين كما قد يكون له تأثير سلبي من خلال ارتفاع مستوى السلوك الانتهازي لكبار المساهمين (المساهمين المسيطرين او المهيمنين) لتحقيق أهداف خاصة على حساب المساهمين الأقلية.

لذلك سوف نحاول من خلال هذه الورقة البحثية التطرق الى اشكالية هيكل الملكية و رقابة المؤسسة من خلال المحاور التالية:

- **المحور الأول :** مفهوم و قياس الرقابة.
- **المحور الثاني :** تصنيف المؤسسات حسب نمط الرقابة.
- **المحور الثالث:** آليات الفصل بين الملكية و الرقابة
- **المحور الرابع :** نتائج الفصل بين الملكية و الرقابة.

### 1. مفهوم و قياس الرقابة

**1.1 مفهوم الرقابة:** قدم Fama et Jensen 1983 مفهومًا مهمًا للرقابة حيث اعتبر أن عملية القرار تنقسم إلى أربعة مراحل وهي : المبادرة، المصادقة، التنفيذ و المراقبة، إذ تعود المبادرة والتنفيذ إلى مهام تسيير القرارات، لكن المصادقة والمراقبة من مهام رقابة القرارات.<sup>1</sup>

كما أشار Fama et Jensen 1983 أن وجود تكاليف الوكالة الناتجة عن النظام الفعال لرقابة القرارات ينطوي على الفصل بين رقابة القرارات (المصادقة والمراقبة) وتسيير القرارات (المبادرة والتنفيذ). وضمن هذا الإطار تعرف الرقابة من خلال قدرة فرد أو مجموعة من الأفراد على انجاز عملية اتخاذ قرارات المؤسسة بطريقة فعالة.

تستعمل عادة مفاهيم السلطة وحقوق التصويت لتعبير عن المفهوم الواسع للرقابة المرتبطة بالعلاقات بين المسيرين و المساهمين من جهة، و بين المساهمين المختلفين من حيث طبيعتهم من جهة أخرى أو أي علاقة أخرى بين أطراف المصلحة داخل المؤسسة.

عرف Simon 1951 السلطة كحق تحديد الأسهم المؤثرة على كل أو جزء من المؤسسة، بذلك تحلل الرقابة بمثابة القدرة على ممارسة التأثير التقديري على عملية القرار الذي يتضمن خاصة قرار اختيار فريق التسيير (المسيرين).<sup>2</sup>

أما Duffy فقد عرف السلطة على أنها العلاقة الموجودة بين الأفراد عندما يقبل أحدهم توجيه الآخر كتوجيه رسمي.<sup>3</sup>

**2.1 تصنيف الرقابة داخل المؤسسة:** يمكن التمييز بين رقابة المؤسسة حسب ثلاثة معايير : الزمان، المكان و الفعالية.<sup>4</sup>

حسب المعيار الزماني نميز بين الرقابة الفورية والرقابة النهائية، حيث يسند مفهوم الرقابة الفورية إلى المسيرين في التسيير العادي للأعمال الجارية داخل المؤسسة، أما الرقابة النهائية فهي تعود إلى حق الدائنين المتبقيين والمساهمين.

أما المعيار المكاني للرقابة فيعتبر الأساس في التحليل المؤسس لـ Berle et Means 1932 فيما يتعلق بالفصل بين ملكية ورقابة الشركات الكبرى الرأسمالية، والذي يشير إلى الربط بين درجة تشتت الملكية ورقابة المؤسسة.

تأثر درجة تشتت ملكية رأس المال على سلوك المؤسسة بطريقتين : من جهة يمكن لأهداف المؤسسة أن تتغير بفعل نشوء تنوع المصالح بين المسيرين والمساهمين، ومن جهة أخرى يمكن لسلطة رقابة المساهمين أن تتخضع بفعل تشتت الملكية.

عند الاحتفاظ بالتصنيف الداخلي أو الخارجي بين المستثمرين، فإن درجة رقابة المؤسسة لن تكون مستقلة عن مكان الرقابة بفعل عدم التماثل (التباين) المحتمل بين فئتي المراقبين، فالرقابة الداخلية تسمح بوصول متميز للمعلومات وكذا قنوات الاتصال داخل المؤسسة.

حيث عرف 1986 Cubbin et Leech المراقبين الداخليين بأنهم الإطارات المسيرة و الممارسة للرقابة من خلال حقوق التصويت، ويملكون امتيازات في الحصول على المعلومات الإجمالية مقارنة بالمراقبين الخارجيين الذين لا يملكون سوى جزء من تلك المعلومات باستثناء عندما تكون الرقابة الممارسة مهيمنة بوضوح<sup>5</sup>.

كما أشار المؤلفان أنه يمكن لهاتين الفئتين من المراقبين التأثير بشده على أهداف المسيرين من خلال تركيز المراقبين الخارجيين عن هدف تعظيم ثروة المساهمين، على العكس من ذلك عدم اهتمام المراقبين الداخليين بتحقيق ذلك الهدف وتركيزهم على رقابة سلوك المسيرين.

أما بخصوص معيار الفعالية فيمكن التميز بين الرقابة الفعالة والرقابة الكامنة من جهة وبين الرقابة الرسمية والرقابة الحقيقية من جهة أخرى.

فحسب 1981 Herman يمكن الإشارة إلى نوعين من السلطة : سلطة فعالة وسلطة كامنة، حيث تتمثل السلطة الفعالة في السلطة التي تسمح برقابة قرارات الإدارة العليا: المنتجات، الأسواق، الاستثمار، التمويل ... الخ. أما السلطة الكامنة فتتعلق إلى إمكانية تقييد بعض القرارات والاختيارات داخل المؤسسة.<sup>6</sup>

أما 1997 Aghion et Tirole فقد ميز بين السلطة الرسمية والسلطة الحقيقية، حيث تسند السلطة الرسمية من خلال ملكية الأصول التي تمنح للمالك القدرة على استبعاد الآخرين من استخدام تلك الأصول، أما السلطة الحقيقية فتتمثل في الرقابة الفعلية للقرارات.<sup>7</sup>

**3.1 قياس الرقابة:** تعرف درجة قياس رقابة المساهمين عادة من خلال النسبة المئوية لرأس مال المملوك من طرف المساهم الرئيسي أو مجموعة المساهمين المحددين.

ولقد قدم 1986 Cubbin et Leech ثلاث اعتراضات على هذا النوع من المعيار<sup>8</sup>:

- لا يأخذ بعين الاعتبار تشتت المساهمات غير المسيطرة (المهيمنة) Participation non dominats التي تؤثر بشكل كبير على درجة الرقابة المرتبطة بالمساهمات المسيطرة Participation dominats؛
- يعتمد على فرضية التغير الجذري للسلوكيات المتعلقة بمعيار حجم المساهمة؛
- عدم وجود أي تميز بين المؤسسات المراقبة داخليا أو خارجيا والذي يمكن أن يؤثر ليس فقط على السلطة بل حتى على أهداف الرقابة.

كما أشار 1991 leech et leahy أن درجة رقابة المساهم أو مجموعة من المساهمين في المؤسسة يمكن أن تقاس بالعلاقة التالية<sup>9</sup> :

$$\alpha_k \cong \varnothing \left[ \frac{C_k}{\sqrt{V_k}} \right]$$

حيث k: هو عدد المساهمين المصنفين بالترتيب التصاعدي لملكية رأس المال :

$$C_k = \sum_{i=1}^k P_i$$

$$V_k = \sum_{i=k+1}^N P_i^2$$

N: عدد المساهمين.

$P_i$ : النسبة المئوية لرأس المال الذي يملكه المستثمر  $i^{\text{ème}}$

(.)  $\emptyset$ : معادلة التوزيع القانون الطبيعي اذا كان  $z \sim N(0,1)$  اذن :

$$\Pr[z < x] = \emptyset(x)$$

يعتبر هذا المقياس لدرجة رقابة المؤسسة حالة خاصة من نموذج 1983 Cubbin et Leech، إذ تعتبر حسب هذين المؤلفين درجة الرقابة المناسبة للمساهمين هي مستوى الرقابة الذي يسمح بالحصول على أغلبية بسيطة أثناء تصويت المساهمين، هذا الأخير الذي يتعلق بدرجة تشتت رأس المال الذي يتم قياسه عبر مؤشر Herfindhal :

$$V_K = H - \emptyset \sum_{i=1}^k P_i^2$$

تقاس درجة رقابة المساهم الرئيسي من خلال العلاقة التالية :

$$\alpha_1 = \emptyset \left[ \frac{C_1}{\sqrt{V_1}} \right] = \emptyset \left[ \frac{P_1}{\sqrt{(H - P_1^2)}} \right]$$

بمعنى أن درجة الرقابة تقاس من خلال احتمالية الحصول على أغلبية التأييد أثناء اتخاذ قرار خاضع للجدال، كما يعتمد هذا المعيار على توزيع حجم مساهمة المساهمين، إذن فهو غير خال من وجود انتقاد مهم ألا وهو وجود تحالف المساهمين.

2. **تصنيف المؤسسات حسب نمط الرقابة** يمكن التمييز بين مقاربتين أساسيتين لأنماط الرقابة وذلك بالتوازي مع مفهوم السلطة، حيث تميز المقاربة الأولى الشكل التنظيمي للمؤسسة كمتجه معلوماتي ورقابي في حين تعتبر المقاربة الثانية هوية ومساهمة المساهمين كمقياس لدرجة الرقابة.

#### أ - المقاربة التنظيمية للمؤسسة (هيكل داخلي معلوماتي ورقابي)

ميز 1972 Willamson et Bhargava من خلال الآليات المعلوماتية والرقابة الداخلية للمؤسسة بين ستة فئات للتنظيمات الداخلية<sup>10</sup>:

1 - الشكل U- الوحدوي - Unitaire : يمثل الهيكل الوظيفي التقليدي بحيث تتمثل الميزة الرئيسية له بالسماح بمبدأ التخصص حسب مفهوم Taylor و Smith.

2 - الشكل H- الشركة القابضة - Holding : يميز المؤسسات ذات المساهمات المنظمة على شكل أقسام، لكنها لا تملك جهاز رقابة داخلية على الشكل المتعدد الأقسام.

3 - الشكل M المتعدد الأقسام Multi-divisionnelle : يضم المؤسسات المنظمة ليس فقط حسب الأقسام بل كذلك التي تتميز بفصل واضح بين مراكز اتخاذ القرارات العملية و الإستراتيجية، تتميز هذه المؤسسات أيضا بوجود نظام رقابة يقوم على المراجعة الداخلية، تحليل للعوامل الخارجية من خلال مركز التسيير بالإضافة إلى سيطرة مركزية لأنظمة التحفيز المؤثر على اتجاهات الأقسام.

4 - الشكل M : يشير إلى المؤسسات في وضعية انتقالية نحو الشكل المتعدد الأقسام M.

5 - الشكل M : يضبط المؤسسة ذات الشكل المتعدد الأقسام "الفاصلة" من خلال جهاز رقابي لكن يغيب فيه الفصل بين القرارات العملية و الإستراتيجية و تشارك الإدارة المركزية في المخطط العملي.

6 - الشكل X : يميز الهياكل التنظيمية الهجينة التي تجمع بين الفئات السابقة.

حسب Williamson 1970، 1975 المؤسسات المنظمة على شكل M يجب أن تكون أكثر أداء مقارنة ببقية المؤسسات وذلك لتأثير المحيط و خصائص تلك المؤسسات.

كما قد تكون المؤسسات الودودية - الشكل U- مثالي عند حجم معين و مستوى معين من تنويع نشاطاتها، في حين تتميز المؤسسات المتعددة الأقسام بضعف النظام المعلوماتي الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى الرقابة الداخلية إضافة إلى فصل الإدارات الإستراتيجية و العملية.

ب - المقاربة التقليدية للرقابة : مساهمة و مشاركة المساهمين : تندرج المقاربة الثانية للرقابة ضمن المنظور السلوكي الذي يعرف السلطة داخل المؤسسة بمثابة الأداة التحفيزية (درجة المساهمة في رأس المال) وكطريقة للمشاركة في نشاط الرقابة.

وقد حدد Berle et Means 1932 تصنيف للمؤسسات من خلال خمس مستويات لتركيز ملكية الأسهم<sup>11</sup> :

- رقابة كلية تقريبا لملكية المؤسسة ؛
- الرقابة الأغلبية؛
- الرقابة من خلال آلية قانونية - مثل الحصول على نسبة من الرقابة عن طريق وساطة مؤسسة مجمعة - ؛
- الرقابة الأقلية - امتلاك فردا أو مجموعة من الأفراد مساهمة أقلية من الأسهم كافية للسيطرة أو الهيمنة على المؤسسة -؛
- الرقابة الإدارية التي تتميز بسلطة تقديرية قوية للمسيرين.

في نفس السياق قدم Monsen et Downs 1965 خمس أصناف للمؤسسات حسب درجة الرقابة<sup>12</sup>:

- مؤسسة مسيرة من طرف الملاك؛
- مؤسسة إدارية -لا يملك المسيرون حقوق الرقابة - برأس مال مشتت؛
- مؤسسة إدارية برأس مال جد مركز يفرض رقابة قوية من طرف المساهمين المهيمنين (كبار المساهمين)؛
- مؤسسات بدون حقوق ملكية، عادة ما تكون المؤسسات التي لا تهدف إلى تحقيق الربح؛
- مؤسسات ذات رقابة ائتمانية - المؤسسات التي لا يكون هدفها الأول تحقيق أرباح أو فوائد على رأس المال - مثل شركات التأمين التعاونية.

انطلاقا من المعيارين درجة تركيز رأس المال ودرجة الرقابة الممارسة يمكن إيجاد تصنيف للمؤسسات حسب نوع الرقابة، حيث يأخذ بعين الاعتبار المعيار الأول درجة تقسيم رأس المال في حين يأخذ المعيار الثاني درجة مشاركة المساهمين على مستوى اتخاذ القرار داخل المؤسسة .

وقد قدم كل من Chaganti et Damanpour 1991 تصنيف للمؤسسات بناء على نمط الرقابة من خلال المعيارين

السابقين نلخصها في الجدول التالي<sup>13</sup> :

الجدول 01: انماط الرقابة في المؤسسة حسب Chaganti et Damanpour 1991

درجة تركيز رأس المال		انماط الرقابة	
رأس مال مشتت	رأس مال مركز	مشاركة قوية	درجة المشاركة
رقابة إدارية مع قيود خارجية قوية	مؤسسات مراقبة	مشاركة قوية	درجة المشاركة
رقابة إدارية مع قيود خارجية ضعيفة	رقابة خارجية	مشاركة ضعيفة	

المصدر : Chaganti R, Damanpour F, Op.Cit, P480:

1 - **المؤسسات المراقبة** : تتميز المؤسسات المراقبة برأس مال جد مركز و مشاركة قوية في مسار اتخاذ القرارات من طرف مالك المؤسسة، يعرف هذا النوع من الرقابة عادة من خلال النسبة المئوية لرأس المال المملوك من طرف المساهم أو مجموعة من المساهمين الرئيسيين بمعيار ثابت 10% أو 20%.

2 - **الرقابة الخارجية** : يتميز هذا النوع من المؤسسات بملكية أسهم محدودة (ملكية مركزة)، مشاركة ضعيفة للمساهمين في مسار اتخاذ القرارات داخل المؤسسة، و يتم تسيير هذا النوع من المؤسسات من طرف المسيرين الذين يفوض لهم المساهمون الرئيسيون عدد من الصلاحيات مع الاحتفاظ بسلطة الرقابة وذلك بهدف التأثير على المسيرين.

3 - **الرقابة الإدارية والتقييد الخارجي** : على عكس المؤسسات المراقبة تعرف الرقابة الإدارية من خلال درجة الاستقلالية المرتفعة للإدارة في قيادة و اتخاذ قرارات المؤسسة، بالنسبة لـ Chaganti et Damanpour 1991 فإن ملكية الأسهم المشتتة لا تؤدي بالضرورة إلى تقليل التقييد الخارجي للمسيريين من أجل تعديل قراراتهم الإستراتيجية لمصلحة هذه المجموعة المراقبة.

كما ميز 1991 Chaganti et Damanpour بين المؤسسات ذات الرقابة الإدارية مع تقييد خارجي قوي و رقابة إدارية مع تقييد خارجي ضعيف من خلال معيار النسبة المئوية لرأس المال الذي تملكه المؤسسات التي لها درجة مشاركة في مسار اتخاذ القرارات داخل المؤسسة.

لقد أكدت دراسة 1991 leech et leahy على أن المؤسسات المراقبة تحقق مستويات أداء مالي مرتفع مقارنة بالمؤسسات الإدارية<sup>14</sup>.

3. **آليات الفصل بين الملكية و الرقابة** : يبتغ عادة قانون شركات المساهمة في العديد من الدول ثلاثة أنواع من الحقوق و التي يجب أن ترتبط على الأقل مع فئة واحدة من الأسهم المصدرة من طرف شركات المساهمة و هذه الحقوق هي : (1 حق التصويت (2 الحق في الحصول على أرباح الأسهم (3 الحق في الحصول على الأملاك المتبقية في حالة تصفية المؤسسة.

ترتبط حقوق الرقابة بحقوق التصويت التي تمنح لمالكها حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين، في حين تتضمن حقوق التدفقات النقدية حقوق الحصول على الأرباح الأسهم وكذا الحق في ممتلكات المؤسسة في حالة التصفية. نظرا لعدم ارتباط هذه الحقوق مع كل فئات الأسهم المصدرة من طرف المؤسسة فإنه يمكن أن يؤدي ذلك الى الفصل بين حقوق الرقابة و حقوق التدفقات النقدية (الملكية).

حدد 2000 Bebchuck et al ثلاث آليات تؤدي إلى انحراف القاعدة التي تربط : لكل سهم واحد حق تصويت واحد و التي تسمح بالفصل بين حقوق التدفقات النقدية (الملكية) و حقوق الرقابة (حق التصويت) هذه الآليات هي<sup>15</sup> :

- إصدار عدة أنصاف للأسهم مع حقوق تصويت مختلفة.

- هياكل ملكية هرمية.

- هياكل ملكية ذات مساهمات متبادلة.

أ- **هياكل الملكية المكونة من عدة أصناف من للأسهم مع حقوق تصويت مختلفة**: يمثل إصدار عدة أصناف من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة الوسيلة الأبسط للفصل بين حقوق التدفقات النقدية (الملكية) و حقوق الرقابة<sup>16</sup>.

إذا نجد داخل هذا الهيكل للملكية تمنح الفئة الأولى من الأسهم A حق التصويت لكل سهم في حين تخلو الفئة الثانية من الأسهم B من حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين، بحيث يملك المساهم الممارس للرقابة أغلبية أسهم الصنف A في حين توزع أسهم الصنف B على باقي المساهمين الأقلية، و بهذا يحصل الفصل بين حقوق التدفقات النقدية (الملكية) و حقوق التصويت (الرقابة).

يستعمل إصدار الأسهم بدون حقوق التصويت كألية للدفاع ضد عملية الاستحواذ (الاستيلاء)، إذا يعتبر الاستحواذ صعب التحقيق في هذه الحالة بسبب العدد الكبير للأسهم بدون حقوق التصويت، مع ذلك يؤدي إلى رقابة أفضل على سلوك الفريق المسير (المسيرين)<sup>17</sup>.

تجد الإشارة إلى أن صنفى الأسهم A و B يعتبران بمثابة ورقتين ماليتين مختلفتين بحيث يتداولان على خطين مختلفين من أسعار الأسهم و على قيم مختلفة في حالة ما إذا كانا مدرجين في البورصة، لكن عادة ما تتداول الأسهم من الصنف B فقط في البورصة.

إن هيكل الملكية المكون من عدة أصناف من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة لا يعتبر الشكل الأكثر تداولاً لهياكل الملكية التي تسمح للمساهم المهيمن (المسيطر) بالسيطرة على الرقابة بطريقة غير متناسبة مع مساهمته في رأس مال المؤسسة، و يعود سبب ذلك حسب Bebchuck et al 2000 أن قوانين العيد من الدول خصوصاً (فنلندا،الدنمارك،الولايات المتحدة الأمريكية) تضع قيود بخصوص نسب حقوق التصويت، كذلك منع إصدار أسهم مع حقوق تصويت منخفضة في عدة دول مثل بلجيكا، النرويج، وبريطانيا منذ 1968، حيث تفرض تلك الدول على ضرورة احترام القاعدة - سهم واحد - حق تصويت واحد-، لكن تبقى هياكل الملكية المكونة من عدة أصناف من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة منتشرة في بعض الدول مثل السويد، إيطاليا، جنوب أفريقيا، وكذا في كندا.

من جهة أخرى تستعمل عدة شركات خاصة في الدول الاسكندنافية الأسهم بدون حقوق تصويت من أجل الحد من تأثير المساهمين الأجانب داخل المؤسسات الوطنية.

أما في فرنسا فان المؤسسة تصدر ثلاث أنواع من الأسهم بدون حقوق التصويت و هي: الأسهم ذات الأولوية في الأرباح بدون حق التصويت (ADP)، شهادة الاستثمار/ شهادة بترولية (CP/CI) و شهادة الاستثمار الممتازة (CIP)، و مع ذلك يجب أن لا تتعدى النسبة المئوية للأسهم بدون حقوق التصويت 25% من رأس مال المؤسسة.

ب- الهياكل الهرمية: تسمح هياكل الملكية من النوع الهرمي بتطبيق شكل ملكية بحيث تكون حقوق التصويت المملوكة بواسطة المساهم المهيمن (المسيطر) غير متناسبة مع مساهمته في رأس المال، و بدون إصدار صنف ثاني من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة.

كما تسمح المؤسسات المنظمة على الشكل الهرمي بفصل الملكية عن حقوق التصويت (الرقابة) وكذا الحصول على هيكل رقابة أقلية، حيث تنظم المؤسسات في هذا الهيكل على شكل سلسلة، مما يمنح للمساهم المهيمن إمكانية تطبيق رقابة على مؤسسة أخرى موجودة في المستويات السفلى من سلسلة الملكية من خلال حيازة حصة ضئيلة من رأس مال المؤسسة المعنية.

وقد اقترح Bebchuck et al 1999 مثالا توضيحيا لهذا الهيكل الهرمي حيث اعتبر التسلسل الذي يحتوي على العدد n من الشركات ( $n \geq 2$ ) حيث يملك المساهم المهيمن الجزء  $S_1$  من رأس مال المؤسسة 1 التي تملك بدورها الجزء  $S_2$  من المؤسسة 2 والتي تملك هي أيضا الجزء  $S_3$  من رأس مال المؤسسة 3 و هكذا إلى غاية المؤسسة n، و بمأن  $S_i \geq 50\%$ ، حيث  $i=1.2.3.....n$ .

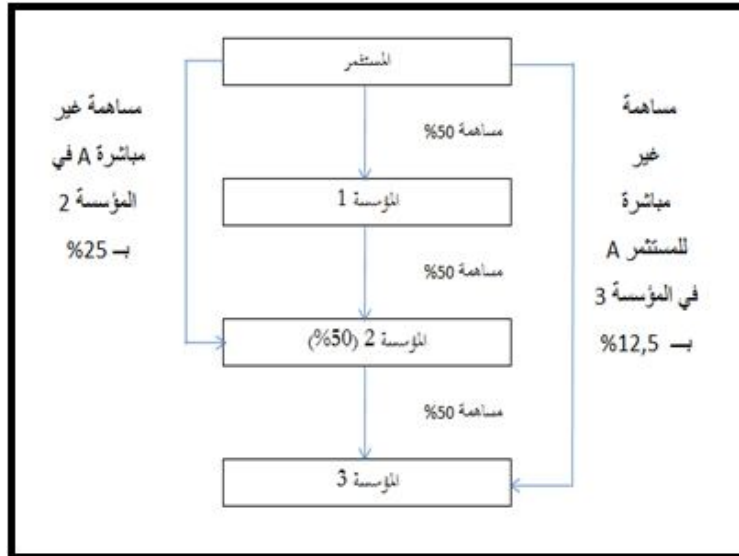
يمارس إذن المساهم المهيمن (مسهام الرقابة) رقابة فعالة و رسمية على أنشطة كل المؤسسات المنتمية للمجموعة (السلسلة)، في حين بخصوص حقوق التدفقات (الملكية) يتحدد الجزء  $\alpha_i$  الذي يعود للمساهم الممارس للرقابة (المساهم المهيمن) بالعلاقة:  $\alpha_i = (\prod_{j=1}^n S_j)$ ، كذلك كلما كانت سلسلة المجموعة طويلة كلما يحدث الإخلال أكبر بمبدأ -سهم واحد- صوت واحد- وكذا في الفصل بين حقوق التدفقات النقدية وحقوق التصويت.

مثلا في الفرضية أين يسيطر المساهم الممارس للرقابة 50% من حقوق التصويت في كل مستوى من الهيكل الهرمي (وهي المستوى الأدنى للحفاظ على رقابة رسمية) يعادل الجزء  $\alpha_i$  بذلك 0.5 و نفترض أن هناك هيكل هرمي متكون من ثلاث مؤسسات وامتلاك رقابة على 50% من حقوق التصويت في كل مستوى.

يملك المساهم 50% من رأس مال المؤسسة 1 التي تملك بدورها 50% من أسهم المؤسسة 2 و تملك هذه الأخيرة 50% من أسهم المؤسسة 3، لتحديد ملكية رأس مال المساهم A في المؤسسة 3 نضرب النسب المئوية للمؤسسات الوسيطة فتكون 12.5% ( $12.5\% = 50\% \times 50\% \times 50\%$ ) و لتحديد رقابة المساهم A في المؤسسة نأخذ النسبة الأضعف لحقوق التصويت في السلسلة التي تكون 50%.

في هذه الحالة يعتبر المساهم A مساهم الرقابة الأقلية للمؤسسة 3 لأنه يراقب 50% من الحقوق التصويت في المؤسسة 3 و بملكية 12.5% فقط من رأس مالها.

#### الشكل 01 : هيكل الملكية الهرمية بثلاث مستويات



المصدر: Latrouslmen, Op.Cit, P62

أشار 1999 La porta et al أن المؤسسات المنظمة على شكل هياكل هرمية هي الآلية الأكثر استعمالاً عبر الدول، حيث تسمح بتركيز الرقابة و الحصول على هيكل الرقابة أقلية (حقوق تدفقات نقدية أقلية). تستخدم الهياكل الهرمية على أوسع نطاق في الدول الآسيوية و في الدول الأوروبية وكذا في كندا.

كما أشار 1999 la porta et al في مثال لهيكل الملكية الهرمي مؤسسة Barrich Gold رابع رسملة بورصية في بورصة Toronto سنة 1995 حيث تراقب Barrich Gold من طرف Harshan Corporation التي تملك 16.3% من رأس مالها و حقوق التصويت و تراقب Horshan من طرف Peter Munk الذي يملك 7.3% من رأس المال و 79.7% من حقوق التصويت .

يوضح هذا المثال أن عائلة Munk تملك رقابة Barrich Gold من خلال ملكية 1.18% فقط من رأس مالها.

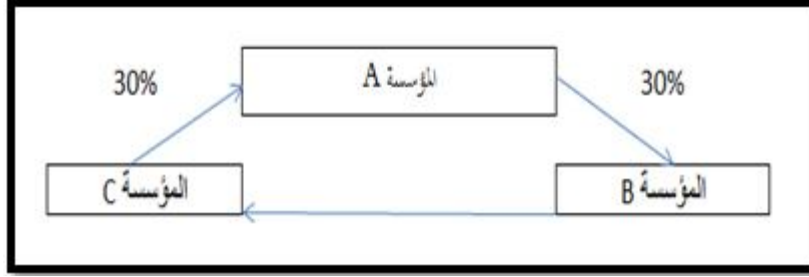
ت- هياكل الملكية ذات مساهمات متبادلة أو المتقاطعة: تعتبر هياكل الملكية ذات المساهمات المتبادلة امتداداً للهياكل الملكية الهرمية، غير أن المؤسسات في الهياكل ذات مساهمات متبادلة ترتبط بين بعضها البعض عبر مساهمات أفقية وبذلك تزيد من سلطة المساهمين النهائيين<sup>18</sup>.

يكمن الفرق الأساسي بين الهياكل الهرمية والهياكل ذات مساهمات متبادلة في حقوق التصويت التي تسمح برقابة المجموعة، فهي موزعة على كل مجموعة عوضاً أن تكون مركزة بين أيدي مساهم فردي أو المؤسسة القابضة التي تراقب كل المجموعة.

إن هذا النوع من هياكل الملكية يمكن أن يكون بين مؤسسات مستقلة فيما بينها كما قد يكون بين المؤسسة الأم و فروعها، تنتشر هياكل الملكية ذات مساهمات متبادلة بكثرة في آسيا وأوروبا.



الشكل 02 : المساهمات المتبادلة



المصدر: Latrouslmen, Op.Cit, P63:

يمثل الشكل مثال عن الهياكل الملكية ذات مساهمات متبادلة، حيث تملك المؤسسة A 30% من أسهم المؤسسة B هذه الأخيرة تملك رقابة وملكية كلية بنسبة 100% على المؤسسة C، كما تملك المؤسسة C نسبة 30% من أسهم المؤسسة A، وبذلك نستخلص أن المؤسستين A و B مساهمتين بالتبادل (من خلال المؤسسة C) إضافة إلى ذلك تمتلك المؤسسة A 9% من رأس مالها الخاص (0.3\*0.3).

بعد أن تم عرض مختلف آليات الفصل بين حقوق التصويت (الرقابة) وحقوق التدفقات النقدية (الملكية)، سوف نقوم بمناقشة نتائج هذا الفصل خاصة الامتيازات الخاصة التي يمكن للمساهم المهيمن (المسيطر) الاستفادة منها من خلال رقبته غير متناسبة مع مساهمته في رأس المال.

4. نتائج الفصل بين الملكية والرقابة: يؤدي سيطرة مجموعة من المساهمين على رقابة المؤسسة الحصول على امتيازات مالية وتقسيم للثروة غير متناسب مع مساهمتهم في رأس المال وهو ما تم الاصطلاح عليه بمفهوم الأرباح الخاصة Les bénéfices privés.

حيث استخدم مفهوم الأرباح الخاصة في أعمال كل من Harris et Raviv 1988 و Grossman et Hart 1988 إذ أشار هؤلاء الباحثين أن جزء من المساهمين بإمكانهم الحصول على جزء معتبر ومهم من التدفقات النقدية المحققة داخل المؤسسة غير متناسبة مع مساهمتهم في رأس مالها، هذا الفائض من الأرباح المتحصل عليها يطلق عليه الأرباح الخاصة<sup>19</sup>.

كما أشار 1999 Bebchuck et al أن مساهمو الرقابة الأقلية بإمكانهم السعي لتحقيق أهداف خصوصا إذا كان مساهمو الرقابة يشاركون في تسيير المؤسسة أو يمتلكون مستوى من حقوق التصويت أكبر من مساهمتهم في رأس مال المؤسسة<sup>20</sup>.

أما Dyck et Zingales 2001 فقد عرفا الأرباح الخاصة للرقابة على أنها الامتيازات النقدية والغير النقدية التي يحصل عليها مساهمو الرقابة، من بين هذه الامتيازات المعلومات التي يمتلكها المساهمون الأغلبية عن المؤسسات المراقبة من طرفهم والتي يمكن استغلالها من مجالات أخرى<sup>21</sup>.

وتجدر الإشارة هنا أن مفهوم الرقابة المقصود هو السلطة التي يمتلكها شخص طبيعي أو معنوي في تسيير المؤسسة (المفهوم الواسع للرقابة) أما بخصوص الامتيازات النقدية التي يمكن أن يحصل عليها مساهمو الرقابة الأقلية هي كما يلي<sup>22</sup>:

- يمكن للمساهم المهيمن (المسيطر) اتخاذ قرار التنازل عن أصل من أصول المؤسسة بسعر أقل من قيمته في المؤسسة التي يملك الرقابة عليها.
- كما يمكنه تعيين أعضاء دون كفاءة في المجلس إدارة المؤسسة إضافة إلى منحهم أجور جد مرتفعة.
- كما يمكن للمساهم -المسير- أن يؤدي بالمؤسسة إلى استثمار أكبر في مشاريع لا تزيد من ثروة مجموع المساهمين في حين تعظم من امتيازاتهم الخاصة.
- شراء السلع و الخدمات بدون فواتير من مؤسسة مراقبة بواسطة الداخلين.

**خلاصة :**

حاولنا من خلال هذه الورقة البحثية التطرق إلى اشكالية رقابة المؤسسة في ظل تشتت ملكية رأس المال و الذي نتج عنه العديد من الصراعات بين أطراف المصلحة (المسيرين، الملاك، الدائنين) فبالإضافة الى صراعات الوكالة بين المسيرين و الملاك من جهة، و بين الملاك و الدائنين و التي تحدث بسبب الفصل بين الملكية و التسيير، هناك صراعات أخرى يمكن ان تحدث بسبب الفصل بين الملكية و الرقابة و هو الصراع بين المساهمين المهيمنين (المسيطرين) و المساهمين الأقلية بسبب عدم التناسب بين حصص ملكية رأس المال و حقوق التصويت ي مجلس الإدارة و قد خلصت الدراسة أن هناك العديد من الآليات التي تؤدي إلى الفصل بين الملكية و الرقابة من بينها : اصدار عدة أصناف من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة، هياكل الملكية الهرمية و هياكل الملكية ذات مساهمات متبادلة أو المتقاطعة، و من بين اهم النتائج الايجابية للفصل بين الملكية و الرقابة هو الدور الرقابي الفعال لكبار المساهمين على سلوك المسيرين و التقليل من تكاليف الوكالة، غير أن المساهمين بالأغلبية يمكن أن يكون لهم تأثير سلبي من خلال سلوكهم الانتهازي في اتخاذ قرارات تؤدي إلى تعظيم الامتيازات الخاصة إضافة إلى إمكانية تعيين أعضاء مجلس ادارة دون كفاءة و تعظيم الاجور الممنوحة لهم.

**الهوامش و المراجع :**

- <sup>1</sup>Latrouslmen : Actionnaires De Contrôle, Bénéfices Privés Et Endettement Des Entreprises : étude empiriques sur le marché Français, thèse doctorat, Université Paris I-Panthéon Sorbonne, 2006, p 27
- <sup>2</sup> Alexis Guyot : Structure de propriété et liquidité : un arbitrage entre coûts de contrôle et coûts du service d'immédiateté, thèse de doctorat, Université Lumière Lyon 2, 2007, p 238.
- <sup>3</sup>Idem.
- <sup>4</sup>Ibid, P239.
- <sup>5</sup>Cubbin .J, Leech D : Growth versus Profit-Maximization : A Simultaneous- Equations Approach to Testing the Marris Model, Managerial and Decision Economics, vol. 7, n° 2, June 1986, p. 123-131
- <sup>6</sup> Alexis Guyot, Op.Cit, p 240.
- <sup>7</sup>Idem.
- <sup>8</sup>Cubbin .J, Leech D,Op.Cit, p 125
- <sup>9</sup> Leech D, Leahy J ,Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies, Economic Journal, vol. 101, n° 409, November 1991, p. 1418-1437. pp 1419-1420.
- <sup>10</sup> Alexis Guyot, Op.Cit, P245-246.
- <sup>11</sup>Ibid,P 247.
- <sup>12</sup>Idem.
- <sup>13</sup>Chaganti R., Damanpour F, Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance, StrategicManagementJournal, vol. 12, n° 7, October, 1991, p 480.
- <sup>14</sup> Leech D, Leahy J , Op.Cit, P 1435
- <sup>15</sup> Ben Amar Walid, Analyse de relation entre la structure de propriété et la performance des Acquéreurs Au Canada, thèse de doctorat, Université de Montréal, 2004, P8.
- <sup>16</sup>Ibid, P9.
- <sup>17</sup>Latrouslmen ,Op.Cit, P60.
- <sup>18</sup> Ben Amar Walid,Op.Cit, P11.
- <sup>19</sup> Julien LE MAUX, Les bénéfices privés : une rupture de l'égalité entre actionnaires, Finance Contrôle Stratégie – Volume 6, N° 1, mars 2003, P 65.
- <sup>20</sup> Julien LE MAUX, Les déterminants de l'ampleur des bénéfices privés : un test sur données françaises, Finance Contrôle Stratégie – Volume 7, N° 2, juin 2004, P 197.
- <sup>21</sup>Biebuyck .T, et al, Les Leviers De Contrôle Des Actionnaires Majoritaires, Document De Travail, Université Libre de Bruxelles, DULBEA, N°05-03.RS, P3.
- <sup>22</sup> Ben Amar Walid,Op.Cit, P12.