

مساهمة إستراتيجية إعادة التركيز في تحسين نظام الحوكمة للمجمعات الصناعية الجزائرية تصور مقترح

د.محمد فلاق، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف

د. إسحاق خرشي، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف

د. سميرة أحلام حدو، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف

الملخص: تهدف هذه الدراسة إلى توضيح دور إستراتيجية إعادة التركيز في تحسين نظام الحوكمة للمجمعات الصناعية الجزائرية، تم الاعتماد على المنهج الاستنباطي من خلال تحليل نتائج دراسات عالمية حول فعالية عمليات إعادة التركيز وتحسين نظام الحوكمة، توصلنا إلى تقديم إستراتيجية مقترحة لتحسين نظام الحوكمة في المجمعات الصناعية الجزائرية بالإضافة إلى تقديم بعض التوصيات التي تفيد موضوع الدراسة.

الكلمات المفتاحية: إعادة التركيز الاستراتيجي، نظام الحوكمة، المجمعات الصناعية الجزائرية، إستراتيجية مقترحة، أداء المجمعات الصناعية.

Abstract: This study aims to provide the role of refocusing strategy in improving the corporate governance of Algerian industrial groups. Based on the deductive approach we analyzed some global researches to show the positive results of the strategic refocusing in improving the corporate governance of Algerian industrial groups. We concluded a proposed strategy to refocus the activities of Algerian industrial groups, and some recommendations that benefit the subject of the study.

Key words: strategic refocusing, corporate governance, Algerian industrial groups, Proposed strategy, Industrial group performance.

مقدمة:

يتطلب التسيير الحديث للمؤسسات الاقتصادية ضرورة تحقيق الربح و النمو في المدى القصير المتوسط و الطويل و هما شرطان أساسيين لبقاء أي مؤسسة اقتصادية في المنافسة، هذا ما يتطلب من المؤسسة الاقتصادية تسجيل معدلات أداء جيدة، غير أن تحقيق ذلك لا يتم إلا بإتباع المؤسسة لاستراتيجيات حديثة في تسيير محفظة النشاطات و رفع حجم المؤسسة برفع قدراتها الإنتاجية، زيادة عدد العمال و أجهزتها الإدارية و التسييرية و التوجه نحو خيارات الاندماج و التكتل.ضمن هذا الإطار لجأت المجمعات الصناعية الجزائرية إلى رفع حجم نشاطها بتوسيع مجال نشاطها بإتباع سلوك التنويع الاستراتيجي المفرط لمحفظة النشاطات كما استفادت من صفقات لتمويل المشاريع العمومية بالمنتجات الصناعية و بالتالي ازداد حجم نشاط هذه المجمعات الصناعية، رافق ذلك زيادة عدد حملة الأسهم و تشتت في هيكل الملكية للمجمعات الصناعية، هذا ما نتج عنه ارتفاع في تكاليف الوكالة مع انخفاض الحافز لدى العدد الكبير من المساهمين لمراقبة المدراء و بهذا أصبح نظام الحوكمة غير فعال في المجمعات الصناعية الجزائرية.

نتج عن ضعف نظام الحوكمة في المجمعات الصناعية الجزائرية صعوبة في تسيير محفظة النشاطات التي أصبحت تتضمن أنشطة لا تمثل الحرف الأساسية للمجمعات مع ارتفاع في تكاليف التنسيق بين النشاطات و العودة انخفاض الأرباح و ارتفاع نسبة الديون، و لمعالجة هذا الوضع الجديد تم تطهير ديون المجمعات الصناعية مع إنشاء العديد من البرامج و المشاريع لإعادة تأهيل المؤسسات و المجمعات الصناعية، رغم ذلك لازالت في وضعية تنافسية ضعيفة و هذا ما يجعلها في تهديد دائم بالغلق أو الخصومة.

وعليه تتمثل إشكالية الدراسة في:

**ما مدى مساهمة إستراتيجية إعادة التركيز في تحسين نظام الحوكمة للمجمعات الصناعية الجزائرية؟
و ماهي الاستراتيجيات المتاحة لإعادة تركيز أنشطة هذه المجمعات؟**

تنبثق من السؤال الرئيس عدة أسئلة فرعية نوردتها كالتالي:

ما المقصود بإعادة التركيز الاستراتيجي؟ وما هي الخيارات الإستراتيجية المتاحة لإعادة التركيز و خفض مجال النشاط؟ و كيف يساهم إعادة التركيز الاستراتيجي في تحسين نظام الحوكمة للمجمعات الصناعية الجزائرية؟

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم مفهوم إعادة التركيز الاستراتيجي و نظام الحوكمة، بالإضافة إلى تقديم مجموعة من الخيارات الإستراتيجية الملائمة لتحسين نظام الحوكمة للمجمعات الصناعية الجزائرية، كما تهدف أيضا للوصول إلى نتائج يمكن من خلالها صياغة بعض التوصيات التي تساعد أصحاب القرار في المجمعات الصناعية الجزائرية.

أما أهمية الدراسة فهي تتمثل في تسليط الضوء على موضوع في غاية الأهمية وهو إعادة التركيز الاستراتيجي و نظام الحوكمة للمجمعات العمومية، وهي تتماشى مع برامج تأهيل المؤسسات العمومية و المرتكزة على إعادة تنظيم المؤسسات الصناعية ضمن إطار التسيير الحديث للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية بغية تحسين وضعيتها التنافسية.

أولاً: إعادة التركيز الاستراتيجي:

1 - مفهوم إعادة التركيز الاستراتيجي: يوجد اختلاف في تعريف إعادة التركيز الاستراتيجي لأنشطة المؤسسة حيث نجد من يركز على بعد الحرفة الأساسية عملية إعادة الهيكلة أو على عملية النمو في المؤسسة.

يعرف إعادة التركيز الاستراتيجي على أنه "إلغاء التعاضدية السلبية والحفاظ على النشاطات المكتملة و الضرورية للحرفة الأساسية المؤسسة وعليه فان سحب الاستثمارات يسمح بإعادة التركيز على حرفة المؤسسة من ناحية وظيفية"¹

كما يمكن تعريف إعادة التركيز الاستراتيجي على أنه " نوع من إعادة هيكلة الممتلكات والأصول

بحيث تتخلى المؤسسة عن قطاعات النشاط غير المربحة و ذات الأهمية النسبية حتى تركز أكثر على الحرفة التقليدية أو قلب الحرفة الجديدة².

و يعرف أيضا على أنه " نموذج نمو للمؤسسات الكبيرة في الأجل الطويل من خلال إعادة تعريف محفظة النشاطات و حدود المجموعات بما يرفع في تناسق النشاطات و تحقيق السيطرة على الأسواق"³.

من خلال التعاريف المقدمة نستطيع استخلاص تعريف شامل " إعادة التركيز الاستراتيجي هو إستراتيجية لرجوع المؤسسة إلى نشاطات الحرفة الأساسية سواء كانت حرفة تقليدية أو حالية مع التوسع ضمن هذه الحرف و هذا لتحسين الوضعية التنافسية للمؤسسة".

II- لمحة تاريخية عن عمليات إعادة التركيز الاستراتيجي: تميزت فترة الستينات (1960) و السبعينات (1970) بإتباع معظم المؤسسات لسلوك التنويع الاستراتيجي و التوجه نحو التنويع المفرط و عمليات التكتل و الاندماج، بعد ذلك شهدت فترة نهاية السبعينات (1970) و بداية الثمانينات (1980) تغير في سلوك هذه المؤسسات حيث قامت بإعادة تركيز أنشطتها على الحرف الأساسية.

و عليه نتساءل ما الذي يفسر توجه هذه المؤسسات إلى سلوك التنويع المتبع في الستينات (1960) ؟ لماذا قامت هذه المؤسسات بإعادة تركيز أنشطتها في فترة نهاية السبعينات (1970) و بداية الثمانينات (1980)؟ ما الذي يفسر هذا التغير في السلوك؟

حسب Batcsch.L⁴ يرجع ذلك إلى مجموعة من الأسباب نذكر البعض منها على النحو التالي:

1- نتائج سوء التسيير لعلاقة الوكالة: حيث يميل المدراء إلى إعادة استخدام الأرباح في الاستثمارات لزيادة حجم المؤسسة خاصة إذا كانت الصناعة في مرحلة النضج، بمعنى أن المدراء هم في بحث دائم عن تعظيم لمنفعتهم الشخصية في ظل نظام حوكمة غير فعال.

2- فرضية الغطرسة (خطيئة الكبرياء): **L'hypothèse d'hubris** : حيث يميل المدراء إلى إظهار ثقة زائدة عن اللزوم عن حجم قدراتهم، فالنجاح في الحرفة الأساسية للمؤسسة يوهم المدراء بإمكانية النجاح في نشاطات أخرى خارج الحرفة الأساسية.

3- سياسة مكافحة الاحتكار: والتي ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة زيادة التنبؤ باحتمال سوء الاستغلال للوضعية التنافسية القوية لبعض المجموعات الإستراتيجية و التي ستسيطر على السوق في حالة مواصلة النمو ضمن نشاطات الحرفة الأساسية، لذا كانت هذه السياسة تشجع أكثر على النمو في نشاطات خارج الحرفة الأساسية للمؤسسة.

4- دور أسواق رأس المال: في بداية الستينات و إلى غاية نهاية السبعينات كان رد فعل السوق المالي ايجابي لسلوك التنويع والتكتل الاقتصادي، فالعمليات ذات القيمة في البورصة كانت تتعلق بعمليات الاستحواذ غير المقيد للوضع المالي للمؤسسة المستحوذة.

III- أسباب إعادة التركيز الاستراتيجي: توجد صعوبة في تحديد مدى حاجة المؤسسة إلى إعادة تركيز نشاطاتها، و تحدد الأدبيات المالية بعض المؤشرات التي تسبق حدوث عمليات إعادة التركيز الاستراتيجي " كالتدهور في أداء المؤسسة و هو بمثابة مؤشر للحاجة إلى التغيير، ارتفاع نسبة ديون المؤسسة، انخفاض الأداء المالي لبعض النشاطات و أثرها السلبي على أداء باقي النشاطات في المؤسسة، كما يمكن أن تحدث عمليات إعادة التركيز بسبب توزيع الأرباح لحملة الأسهم في السنة الماضية"⁵.

أما أسباب إعادة التركيز الاستراتيجي فحسب الدراسة التي قام بها Johnson في 1996 حول أسباب و نتائج برامج إعادة التركيز توصل إلى تحديد الأسباب الرئيسية التي تفرض على المؤسسة إعادة تركيز أنشطتها مثل " ميل بعض الصناعات إلى التركيز الصناعي أكثر ضمن هيكل الصناعة وهذا ما يشكل تهديد لبعض المؤسسات، ارتفاع شدة المنافسة ضمن هيكل الصناعة، بالإضافة إلى بعض الأسباب الخاصة بالمؤسسة في حد ذاتها كالرغبة في التخلي عن النشاطات غير المرغوبة فيها أو ذات القيمة المنخفضة، ضعف نظام الحوكمة في المؤسسة، ضعف في الصياغة و التنفيذ للإستراتيجية التي تتجاوز الحجم الأمثل للتنوع، الأداء الضعيف للمؤسسات و للوحدات التابعة لها."⁶

IV- مقاربات إعادة التركيز الاستراتيجي: حسب الدراسة التي قام بها Olivier.G في سنة 2008 حول سيرورة إعادة التركيز على الحرفة للمؤسسات الكبيرة يمكن النظر إلى إعادة التركيز الاستراتيجي من أربعة مقاربات " فمن حيث المقاربة الحديثة (L'approche événementielle) يرتبط مفهوم إعادة التركيز ببرامج إعادة التركيز و عملية خلق القيمة، أما المقاربة العرضية (l'approche épisodique) فتربط مفهوم إعادة التركيز بمستوى التنوع الذي تعتمده المؤسسة و أثر ذلك على الأداء، في حين أن المقاربة التاريخية (l'approche historique) ترى أن التوجه نحو إعادة التركيز مرتبط بالمسار التاريخي للمؤسسة و مستوى النمو المحقق، بالإضافة المقاربة التيارية (l'approche tendancielle) التي تعتبر أن إعادة التركيز مرتبط بالاتجاهات أو التيارات السائدة في القطاع أو الاقتصاد لتطوير المؤسسة "⁷.

ثانيا: الإطار النظري والتحليلي لنظام الحوكمة في المؤسسة

I- مفهوم نظام الحوكمة: تعددت التعريفات المقدمة لهذا المصطلح، بحيث يدل كل مصطلح على وجهة النظر التي يتبناها مقدم هذا التعريف، فتعرف مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة بأنها " هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها"⁸

وتعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بأنها " مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين"⁹. وهناك من يعرفها بأنها " مجموعة" قواعد إدارية "تستخدم لإدارة الشركة من الداخل، ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين"¹⁰

ويُعتبر مفهوم الحوكمة بشكل عام كمجموعة من الإجراءات والعمليات التي يتم من خلالها توجيه المنظمات والتحكم بها، بحيث يتضمن الإطار العام للحوكمة تحديد وتوزيع الحقوق والمسؤوليات على مختلف الأطراف في المنظمة أو المؤسسة من مجلس إدارة و مدراء ومساهمين وغيرهم من أصحاب المصلحة، إضافة إلى أنه يعمل على بلورة وإرساء قواعد و إجراءات صناعة القرار في تلك المنظمة¹¹.

II- الإطار النظري لحوكمة المؤسسة:

يختلف النظر إلى نظام الحوكمة من نظرية لأخرى حيث أن كل نظرية تمتلك تفسيرات محددة لطبيعة العلاقة بين مجلس الإدارة، المساهمين، و المدراء و عليه سنتطرق إلى كل من نظرية الوكالة، نظرية الإشراف نظرية أصحاب المصالح، نظرية العقد الاجتماعي، نظرية الشرعية، و نظرية الاعتماد على الموارد و هذا كالاتي:

1- نظرية الوكالة: تركز أدبيات حوكمة المؤسسة على عاملين أساسيين ضمن نظرية الوكالة يتعلق الأول باختزال المؤسسة إلى مشاركين هم المدراء والمساهمين والذين لهم مصالح واضحة، أما الثاني فيرتبط بالفرد الذي يهتم بمصلحته الشخصية وغير مستعد للتضحية بمنفعته الشخصية من أجل الآخرين.

يعود الدور التوكيلي للمدراء في وظيفة الحوكمة في خدمة المساهمين من خلال التصديق على القرارات التي يتخذها المدراء و رصد تنفيذ هذه القرارات، ضمن هذا الدور نجد العديد من الدراسات التي اهتمت بدراسة كيفية تكوين مجلس الإدارة بالنظر إلى أهميته في المراقبة لأنه وفقا لنظرية الوكالة فإن المسؤولية الأولى لمجلس الإدارة هي تعظيم القيمة للمساهمين¹².

نستخلص مما سبق ذكره أن تكاليف الوكالة تظهر عند محاولة جعل الموكل (المدير،المسير) يعمل لمصلحة الوكيل(المساهم) غير أن تكاليف الوكالة تختلف من بلد لآخر و هي مرتبطة بخصائص الملكية ففي بعض البلدان نجد هيكل الملكية مشتت و في حالة عدم الاتفاق بين المستثمر و الإدارة أو لم يكن المستثمر راض عن أداء المؤسسة يستطيع استخدام خيارات التخريج و يترتب عن ذلك انخفاض في أسعار الأسهم، و في بلدان أخرى يكون هيكل الملكية مركز و الأسهم مملوكة من طرف عدد قليل من المساهمين المسيطرين الذين يميلون إلى مراقبة المدراء و مصادرة أسهم مساهمي الأقلية من أجل الحصول على فوائد المرتقبة الخاصة¹³.

2- نظرية الإشراف: على عكس نظرية الوكالة تقدم نظرية الإشراف نموذج مختلف من الإدارة أين يعتبر المدراء وكلاء جيدين و الذين يتصرفون لمصلحة الملاك. ترتكز نظرية الإشراف على علم النفس الاجتماعي و الذي يركز على سلوك المدراء فسلوك الموكل موالي للمؤسسة و له مصلحة اكبر من الاهتمام بمصلحته الذاتية بمعنى أن تعظيم الثروة للمساهمين يعني تعظيم الفائدة للوكيل (المدير) لأن نجاح المؤسسة سيخدم الجميع كما يشمل اهتمام المدير كل الأطراف المعنية بالمصالح في المؤسسة و ليس المساهمين فقط، لذلك نظرية الإشراف هي حجة لإرضاء جميع الأطراف و ينتج عنها أداء متوازن لنظام الحوكمة¹⁴.

ترى نظرية الإشراف وجود علاقة قوية بين المدراء و نجاح المؤسسة لذا يقوم المدراء بحماية و تعظيم ثروة المساهمين من خلال رفع أداء المؤسسة، فالمدير ينجح في رفع الأداء و تحقيق رضا أصحاب المصالح الأخرى عندما يتم خدمة أصحاب المصالح الأخرى و الأطراف المعنية بالمؤسسة لذلك لا تهتم نظرية الإشراف بنتيجة الفصل بين الملكية و التسيير و عملية المراقبة و الرصد¹⁵.

3 - نظرية أصحاب المصالح: يمثل أصحاب المصالح أي مجموعة من الأفراد الذين يتأثرون أو يؤثرون على نشاط المؤسسة في إطار تحقيق الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها ويرى المجلس العالمي للتنمية المستدامة أن أصحاب المصالح يشمل كل من ممثلي العمال في المؤسسة، منظمات حقوق الإنسان، الحكومة والمنظمات غير الحكومية، المساهمين، الموظفين، الزبائن والمستهلكين، الممولين، المجتمع والمشرعين¹⁶.

حسب (1965) Ansoff فإنه يمكن تحقيق أهداف المؤسسة من خلال تحقيق التوازن بين المصالح المتعارضة لأصحاب المصالح لذلك أساس هذه النظرية هو تعريف و تحديد أصحاب المصالح المسؤولة عنهم المؤسسة، فأصحاب المصالح هم ذات صلة إذا كانت استثماراتهم في شكل ما عرضة للخطر ضمن أنشطة المؤسسة¹⁷.

4 - نظرية الاعتماد على الموارد: ربط كل من (1967) Lawrence et Lorsch نظرية الاعتماد على الموارد بنظرية الوكالة في المؤسسة حيث أشارو إلى أن المؤسسات الناجحة هي تلك التي تمتلك هياكل داخلية تطابق متطلبات بيئة المؤسسة و هم بذلك يتفقون مع Pfflers (1972) الذي يرى أن حجم الإدارة هو استجابة منظمة للشروط البيئية، حسب هذه النظرية يقوم المدراء بجلب الموارد مثل المعلومات، المهارات و المكونات الرئيسية (الممولين، المشتريين، السياسة العامة، صانعي القرار، المجموعات الاجتماعية) الشرعية التي تعمل على خفض حالة اللاتيقين، لذلك فالنتائج المحتملة لربط المؤسسة بعوامل البيئة الخارجية و خفض حالة اللاتيقين هو خفض لتكاليف المعاملات ذات الصلة بالروابط الخارجية. تدعم هذه النظرية تعيين المدراء في المؤسسة بسبب الفرص المتاحة لهم لجلب المعلومات بالطرق المختلفة¹⁸.

5 - نظرية العقد الاجتماعي: من بين النظريات المتعلقة بحوكمة المؤسسة نجد نظرية العقد الاجتماعي التي ترى بأن المجتمع هو مجموعة من العقود الاجتماعية بين أفراد المجتمع و المجتمع نفسه، بعض المدارس الفكرية ترى أن المسؤولية الاجتماعية هي عقد التزام من المؤسسة نحو المجتمع و تم تطوير هذه الفكرة من طرف Donaldson et Dunfee كطريقة ليعتمد عليه المدراء لجعل عملية اتخاذ القرارات عملية أخلاقية¹⁹.

6 - نظرية الشرعية: تعرف نظرية الشرعية على أنها تصور عام أو افتراض أن نشاط المؤسسة هو مقبول، نظيف ومتلائم مع بعض الأنظمة الاجتماعية، القيم و المعتقدات، وفي نفس اتجاه نظرية العقد الاجتماعي ترى نظرية الشرعية أن هناك عقد اجتماعي بين المؤسسة والمجتمع فالمؤسسة تتحصل على

الإذن بالعمل والنشاط وفي النهاية هي مسؤولة عن نتائج هذا النشاط، فالمجتمع يقدم للمؤسسة السلطة لامتلاك واستخدام الموارد الطبيعية و لتوظيف العمال²⁰.

II- مبادئ نظام الحوكمة: أصدرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCED في عام 1999 خمسة مبادئ أساسية لحوكمة الشركات والتي تعني بتطوير الأطر القانونية والمؤسسية لتطبيق الحوكمة في الشركات العمومية أو الخاصة التي تكون أوراقها المالية متداولة أو غي متداولة في أسواق المال، وتعتمد هذه المبادئ على التركيز على الجوانب التالية:²¹

1- **الحفاظ على حقوق كل المساهمين:** من خلال هذا المعيار يتم العمل على وضع إطار بإمكانه حماية وتسهيل ممارسة حملة الأسهم لحقوقهم المتمثلة في نقل ملكية الأسهم واختيار مجلس الإدارة والحصول على عائد الأرباح ومراجعة القوائم المالية وحق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة.

2- **التعامل بنفس القدر من المساواة بين جميع المتعاملين:** من خلال هذا المعيار يتم العمل على توفير المعاملة العادلة لجميع حملة الأسهم حتى وإن كانوا ينتمون إلى الأقلية فإنه يجب أن تعطى لهم نفس الحقوق مع باقي حملة الأسهم.

3- **الحفاظ على حقوق أصحاب المصلحة أو الأطراف المرتبطة بالشركة:** من خلال هذا المعيار يتم الإقرار بحقوق أصحاب المصالح التي ينص عليها القانون أو الاتفاقيات المتبادلة، كما يتم تشجيع التعاون النشط بين الشركات وبين أصحاب المصالح بهدف خلق الثروة وفرص العمل والحفاظ على المشاريع.

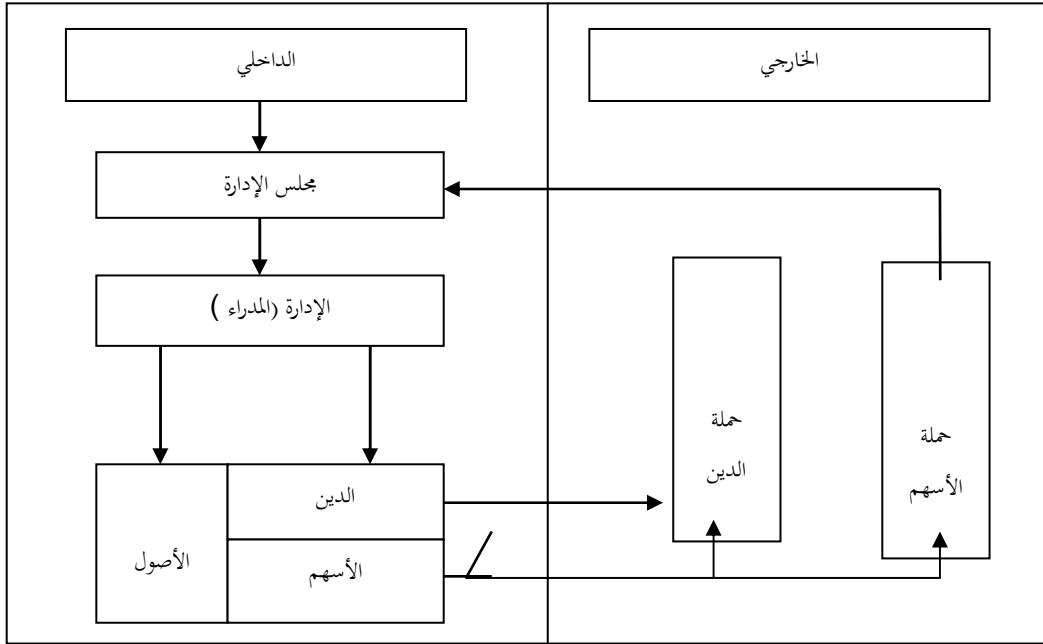
4- **الإفصاح والشفافية:** يعد هذا المعيار من أهم أهداف حوكمة الشركات حيث أنها تعمل على ضمان الشفافية و الإفصاح الدقيق في الوقت المناسب عن كل البيانات والمعطيات المالية المتعلقة بالشركة.

5- **مسئوليات مجلس الإدارة:** يتم العمل من خلال هذا المعيار على تحقيق الرقابة الفعالة على الإدارة من قبل مجلس الإدارة، وكذا ضمان التوجه الاستراتيجي للشركة وتحديد مسؤولية مجلس الإدارة اتجاه الشركة وحملة الأسهم.

III- ميكانيزم نظام الحوكمة: يتضمن ميكانيزم نظام الحوكمة العناصر الموضحة في الشكل رقم (01) بحيث يتضمن النظام الداخلي مجلس الإدارة، الإدارة (المدراء)، الممتلكات، الدين، الأسهم. أما النظام الخارجي فيتضمن المساهمين وأصحاب الدين.²²

حيث يعمل المدراء بتوكيل من المساهمين على إدارة المؤسسة و يحددون الأنشطة والممتلكات التي ينبغي الاستثمار فيها، بالإضافة إلى طريقة تمويلها، كما يمثل مجلس الإدارة نظام حوكمة داخلي على المدراء و هو مكلف بمراقبة و توجيه المدراء، التوظيف و الفصل، في حين يمثل المساهمين وأصحاب الدين النظام الخارجي كما هو موضح في الشكل فان الفصل بين المساهمين و المدراء يخلق الحاجة إلى نظام حوكمة في المؤسسة.

الشكل رقم (01) ميكانيزم نظام الحوكمة



المصدر: Gillan.S.L(2006), p 382

ثالثا: علاقة إعادة التركيز الاستراتيجي بنظام الحوكمة:

تمثل نظرية الوكالة حجر الزاوية في تحديد طبيعة نظام الحوكمة في المؤسسة فحسب كل من *Samia.H, Wangb.J, Zhouc.H* فان نظرية الوكالة تقترح أن نظام الحوكمة الفعال يرتبط بالأداء الجيد كنتيجة لتكاليف الوكالة المنخفضة²³.

نتحدث عن نظام حوكمة المؤسسة من حيث كون انه يرتبط ارتباطا وثيقا بنظرية الوكالة حيث تبرز الأهمية من نظام الحوكمة في تخفيض تكاليف الوكالة بين المديرين و المساهمين و هذا لرفع أداء المؤسسة، بمعنى أن نظام الحوكمة الفعال هو الذي يولد أداء عالي و هذا ما يخفض في تكاليف الوكالة²⁴ و عليه نتساءل عن سيرورة تخفيض تكاليف الوكالة²⁵ ؟

يقودنا هذا للتطرق إلى العلاقة بين مجال النشاط و نظام الحوكمة فبتوسع مجال نشاط المؤسسة يزداد عدد حملة الأسهم و تزداد تكاليف الوكالة مع انخفاض الحافز لدى المساهم لمراقبة المدرء و بهذا يصبح نظام الحوكمة غير فعال في المؤسسة لذا يتطلب الأمر إعادة تركيز استراتيجي للأنشطة لخفض الحجم الكبير للمؤسسة حتى تقترب من نظام حوكمة فعال، فالمؤسسات التي قامت بإعادة التركيز تمتلك اليوم نظام حوكمة فعال²⁶ .

أكثر من ذلك توصل Johnson.R.A في دراسته لأسباب ونتائج عمليات إعادة التركيز أن المؤسسات التي لم تتبع خيار إعادة التركيز تميزت بنظام حوكمة غير فعال مقارنة بالمؤسسات التي تم إعادة تركيز أنشطتها²⁷.

ضمن نظام الحوكمة غير الفعال يعتبر إعادة التركيز الاستراتيجي لأنشطة المؤسسة كنتيجة لسلوك المدراء الذين لهم ميل نحو الاستثمار المفرط و يرجع هذا لعدة أسباب، فالمدراء يعتقدون أن التنوع يخفض من تعرض رأس المال للمخاطر كما أنهم يقومون برفع حجم الأصول لأن مصلحتهم المالية مرتبطة بحجم الشركة. يقوم المدراء أيضا بالاستثمار في المشاريع التي تعود بالفائدة عليهم بدلا من المساهمين، هذه المشاريع تخلق تعاضدية سلبية و تضر بالمساهمين.

أبعد من ذلك، توصلت Besbes في دراستها لعلاقة نظام الحوكمة بتطور مجال النشاط إلى أن نظام الحوكمة غير الفعال يرتبط باستراتيجيات التنوع المفرط و الذي يتجاوز الحجم الأمثل للتنوع في حين أن نظام الحوكمة الفعال يرتبط بسياسات إعادة التركيز الاستراتيجي و بعمليات خلق القيمة.²⁸ يظهر إعادة التركيز الاستراتيجي كوسيلة لتفعيل نظام الحوكمة في المؤسسة و هذا من خلال خفض مجال النشاط و التنوع المفرط، خفض تكاليف الوكالة و التوجه نحو هيكل الملكية المركز هي مؤشرات لنظام الحوكمة الفعال في المؤسسة.

رابعا: نظام الحوكمة و قرار إعادة التركيز الاستراتيجي

يتطلب اتخاذ قرار إعادة التركيز لأنشطة المؤسسة ضرورة الرجوع و العودة لدراسة و تحليل طبيعة نظام الحوكمة في المؤسسة وطبيعة العلاقة التي تربط ما بين كل من مجلس الإدارة، المساهمين والمدراء بحيث يصعب اتخاذ مثل هذه القرارات الإستراتيجية بشكل فردي، فالمساهمين هم من يمتلكون عقود ملكية لأسهم المؤسسة والمدراء مسؤولين عن إدارة أنشطة المؤسسة وهم أكثر دراية بوضعيتها التنافسية الحالية والمستقبلية، أما مجلس الإدارة فهو مسؤول عن أعمال المدراء أمام المساهمين وله دور كبير في اتخاذ مثل هذه القرارات الإستراتيجية.

أكثر من ذلك يعتقد المدراء وبشكل حدسي أن سحب الاستثمارات تمثل اعترافات باختيارهم لمشاريع غير ملائمة و في كثير من الأحيان يكون هذا مساو للفشل،و بالنظر للأثر السلبي لسحب الاستثمارات يفقد المدراء لأي حافز للقيام بذلك.

حسب Auerbach.A.J²⁹ فإن المؤسسة تمتلك قيمة مخفية (Hidden Values) يؤمن بها المدراء كما أنهم يمتلكون معلومات خاصة حول الأفاق المستقبلية للمؤسسة، هذه المعلومات غالبا ما تعبر عن خطط، استراتيجيات، و أفكار لا يمكن أن تكون عامة (سرية و غير متاحة للجميع) هذه المعلومات حتى و إن كانت فعالة إلا أن الأسعار التي يقدمها السوق لا تشمل هذه المعلومات بالنظر إلى عدم توفرها.بالإضافة إلى ذلك « يحتمل أن يمتلك المدراء الاعتقاد الطبيعي بأنهم أفضل المدراء لإدارة المؤسسة يشجع الولاء للموظفين على المقاومة و أخيرا بيع المؤسسة يعتبر كإشارة للفشل»³⁰

نستخلص إذا أنه و بالنظر إلى العديد من الأسباب يرفض المدراء خفض حجم المؤسسة في نفس الوقت يمتلكون المعلومات التي تمنح لهم القوة في المؤسسة حتى يمتلكون صلاحيات تخول لهم القدرة على المشاركة في اتخاذ القرار الخاص بإعادة التركيز الاستراتيجي لأنشطة المؤسسة.

باعتبار أن مجلس الإدارة مسؤول عن اختيار المدراء فهو أيضا مسؤول عن أنشطة المؤسسة و عن محتوى محفظة النشاطات للمؤسسة و هو يمثل طرف آخر له صلاحيات لاتخاذ القرار بإعادة التركيز، لكن حسب دراسة (Hoskisson.R.E, Hitt..M.A, Harrison.J.S (1993)³¹ المتعلقة

بدور مجلس الإدارة في قرار إعادة التركيز فإن تدخل الإدارة يكون أكبر عند انخفاض أداء المؤسسة. أكثر من ذلك حسب Song et Honson فإن مجلس الإدارة يجبر المدراء على بيع الوحدات ذات الأداء المنخفض، من هنا تظهر السلطة التي يتمتع بها مجلس الإدارة مقارنة بالمدراء في اتخاذ قرارات إعادة التركيز و إدارة محفظة النشاطات للمؤسسة.

يمثل المساهمين طرف آخر في عملية اتخاذ قرارا إعادة التركيز لمحفظة النشاطات باعتبارهم حملة لعقود ملكية في المؤسسة و يمثل هيكل الملكية بعدا هاما في ملكية المؤسسة و في تحديد طبيعة نظام الحوكمة و يمكن أن نميز بين نوعين لهيكل الملكية في المؤسسة و هما:³²

1- الهيكل المركز (نظام الداخلي): ضمن الهيكل المركز تتركز الملكية والإدارة في عدد قليل من الأفراد، العائلات، أو المديرين ولأن هؤلاء الأطراف يؤثرون بشدة على طريقة تشغيل و عمل المؤسسة يطلق عليهم الداخليين. يقوم الداخليين في هياكل الإدارة المركزة بممارسة السيطرة والتحكم في المؤسسة بعدة طرق كقيامهم بملكية أغلب أسهم الشركة وتمتعهم بأغلبية حقوق التصويت حيث غالبا ما يقوم المساهمين الذين يمتلكون أغلب الأسهم بالتحكم في الإدارة عن طريق التمثيل المباشر في مجلس الإدارة وفي بعض الأحيان يملك الداخليين عدد قليل من الأسهم و لكن يتمتعون بأغلبية حقوق التصويت.

2- الهيكل المشتت (نظام الخارجي): وهنا يكون عدد كبير من أصحاب الأسهم ويملك كل منهم عدد قليل من أسهم المؤسسة وعادة ما لا يكون هناك حافز لدى صغار المساهمين لمراقبة نشاط المؤسسة عن قرب كما يميلون إلى عدم المشاركة في القرارات أو السياسات الإدارية ومن ثم يطلق عليهم الخارجييين.

فالمؤسسة ضمن نظام الخارجييين تعتمد على الأعضاء المستقلين (Non Executive Directores) في مجلس الإدارة لمراقبة السلوك الإداري للأعضاء التنفيذيين و يميل أعضاء المجلس إلى الإفصاح بشكل واضح عن المعلومات و تقييم الأداء بشكل موضوعي و حماية مصالح و حقوق المساهمين.

حسب Markids et Singh عندما تكون الأسهم موزعة على عدد كبير من المساهمين فإن هناك احتمال كبير لوجود سلوك التنوع الاستراتيجي بسبب ضعف نظام الرصد و المراقبة بحيث يصبح الحافز غير كاف لدى المساهمين لمراقبة المدراء.³³

من هنا تظهر أهمية دراسة و تحليل هيكل الملكية و دوره في تحديد طبيعة نظام الحوكمة في المؤسسة بحيث نجد على العموم نظام حوكمة فعال و نظام حوكمة غير فعال، حسب³⁴ Johnson فإن المؤسسات التي لم تتبع خيار إعادة التركيز الاستراتيجي تميزت بنظام حوكمة فعال مقارنة بالمؤسسات التي تمت إعادة تركيز أنشطتها. في نفس الاتجاه ترى Besbes³⁵ أن نظام الحوكمة الفعال يرتبط دائما بسياسات إعادة التركيز.

فعلى مستوى المؤسسة يجب أن تسمح آليات المراقبة الفعالة بخفض حجم الاستثمار المفرط قبل أن يصبح خطر على المؤسسة أو يساعد على خفض الخطر إذا أصبحت التكلفة مرتفعة³⁶. طرح كل من Ahan, Walker³⁷ تساؤل عن إذا ما كانت المؤسسات التي تتمتع بنظام حوكمة فعال هي أكثر احتمالا للابتعاد عن التنوع الذي يضر بالمساهمين و في نفس الوقت عن سبب إتباع هذه المؤسسات لإستراتيجية التنوع في السابق؟

نجد احتمالين في الإجابة على هذا السؤال: فإما أن إستراتيجية التنوع ارتبطت بتدفق نقدي صافي (المؤسسة بحاجة إلى السيولة) و هذا ما يمنح القيمة للمؤسسات في الأجل القصير و يضر بها على المدى الطويل، أما إذا كانت المؤسسات تتمتع بنظام حوكمة أقل فعالية و اتبعت التنوع الضار فإنه يوجد دليل على أن خصائص نظام الحوكمة ديناميكية و تستجيب للأداء المنخفض.

يمكن القول أن قرار إعادة التركيز الاستراتيجي يرتبط ارتباطا وثيقا بنظام الحوكمة في المؤسسة (المدرء، المساهمين، مجلس الإدارة)، كما يمثل هيكل الملكة في المؤسسة حجر الزاوية في تحديد طبيعة نظام الحوكمة في المؤسسة و الذي يكون فعال أو غير فعال بحيث يرتبط إعادة التركيز الاستراتيجي عموما بنظام الحوكمة الفعال في المؤسسة.

رابعا: دور إعادة التركيز الاستراتيجي في تحسين نظام الحوكمة:

نوضح دور ومساهمة إعادة التركيز الاستراتيجي في تحسين نظام الحوكمة من خلال تقديم مجموعة من الدراسات التي تثبت ذلك و هذا على النحو التالي:

I - دراسة (Hoskisson & Johnson، 1992):

أجريت هذه الدراسة على 189 مؤسسة قامت بإعادة التركيز الاستراتيجي ما بين 1981 و 1987 تخلت على الأقل على 10 بالمائة من أصولها، أظهرت النتائج أن إعادة تركيز الأنشطة يسمح بزيادة تركيز المؤسسة و تحسن الأداء بعد سنتين من إعادة تركيز الأنشطة.³⁸

II - دراسة (Berger, Ofek 1999):

أجريت هذه الدراسة على 107 مؤسسة كانت تتبع التنوع في نشاطاتها و بعد ذلك قامت بإعادة التركيز في الفترة ما بين 1985 و 1993، أظهرت نتائج هذه الدراسة أن مجرد الإعلان عن رغبة المؤسسة في إعادة التركيز يرفع في المر دودية بشكل غير عادي بمتوسط قدره 7.3%، كما أن عمليات

إعادة التركيز تتجح في تفعيل نظام حوكمة المؤسسة في 62% من الحالات، كما أشارت هذه الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين التنوع و قيمة المؤسسة.³⁹

III- دراسة (Ahn.S, Walker.M.D.2007) :

تضمنت هذه الدراسة عينة من 102 مؤسسة قامت بإتباع الخيار المتعلق بإنشاء فرع جديد (spin off) في الفترة ما بين 1981 و 1997 حيث تم التحقق من العلاقة الموجودة بين عملية اتخاذ القرار لإعادة التركيز بإنشاء فرع جديد مع نظام الحوكمة في المؤسسة، توصلت الدراسة إلى أن المؤسسة ذات التنوع المفرط لمحفظه النشاطات تتبع فيما بعد خيار الفرع الجديد و هذا ما يحسن في نظام الحوكمة في المؤسسة⁴⁰.

IV- دراسة (Besbes Imen, 2010) :

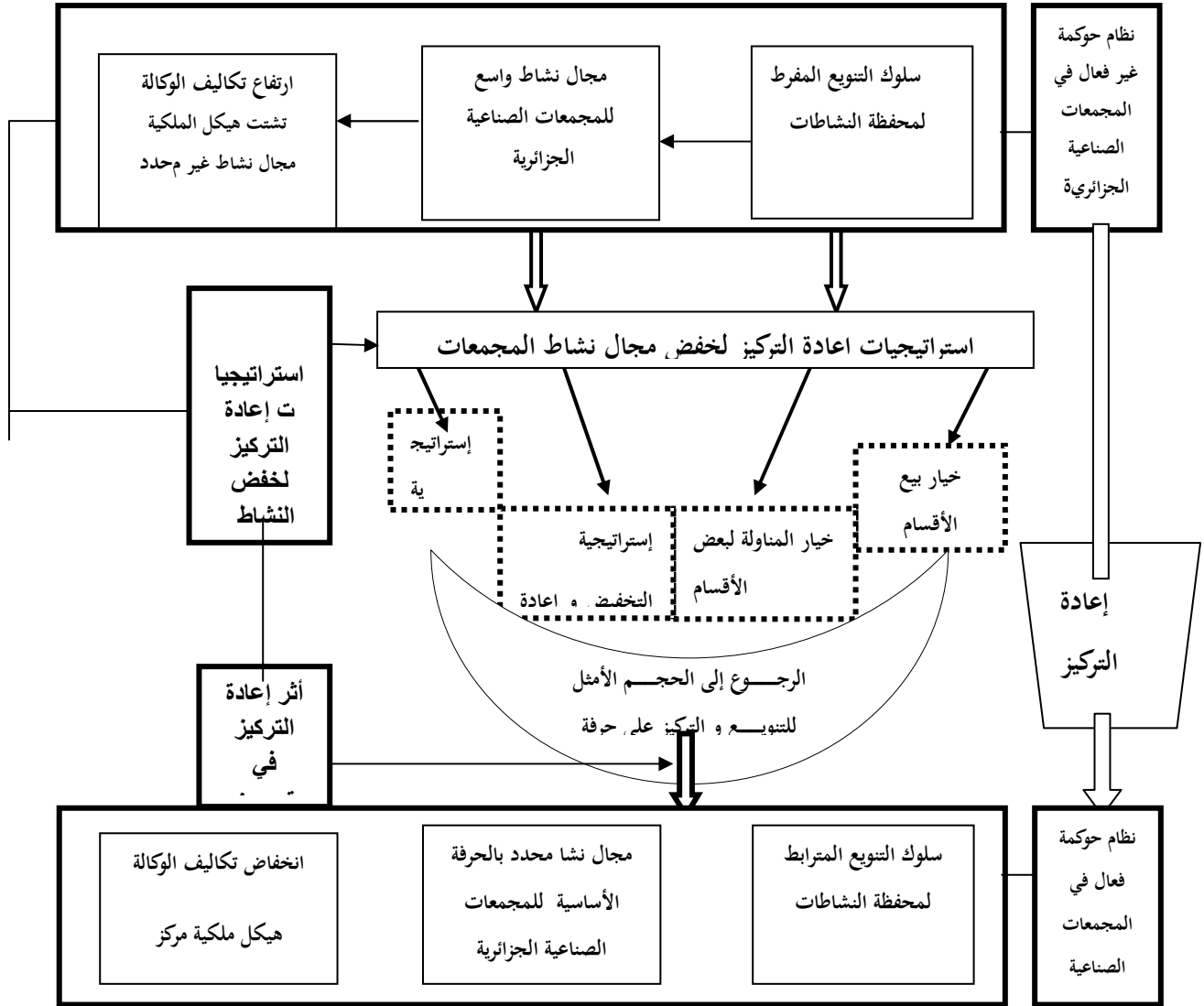
حيث هدفت هذه الدراسة إلى معرفة علاقة نظام الحوكمة بالتوجه نحو سلوك التنوع أو إعادة التركيز الاستراتيجي، و توصلت الدراسة إلى أن نظام الحوكمة الفعال يرتبط دائما بسياسات إعادة التركيز و هذا ما يخلق القيمة في المؤسسة.

خامسا: إستراتيجية مقترحة لتحسين نظام الحوكمة للمجمعات الصناعية الجزائرية:

لتحسين نظام الحوكمة للمجمعات الصناعية الجزائرية نقترح أن يتم إعادة تركيز أنشطة المجمعات الصناعية بخفض مجال النشاط و التركيز على الحرفة الأساسية كما هو موضح في الشكل رقم (02). من خلال الشكل رقم (02) نلاحظ أن نظام الحوكمة غير الفعال يرتبط بمجال نشاط واسع وبإستراتيجية للتنوع المفرط و الذي يتجاوز الحجم الأمثل للتنوع و ينتج عن هذا ارتفاع في تكاليف الوكالة وتشتت في هيكل الملكية بسبب وجود عدد كبير من المساهمين الذين يفتقدون إلى الحافز للمراقبة بسبب مجال النشاط غير المحدد.

نقترح إستراتيجية إعادة التركيز كمدخل لتحسين نظام الحوكمة في المجمعات الصناعية الجزائرية وهذا من خلال خفض مجال النشاط و الرجوع إلى الحجم الأمثل للتنوع حيث يتم هذا من خلال تقديم مجموعة من الاستراتيجيات والخيارات الإستراتيجية الملائمة للمجمعات الصناعية الجزائرية نذكرها على النحو التالي:

الشكل رقم (02): الإستراتيجية المقترحة لتحسين نظام الحوكمة في المجمعات الصناعية الجزائرية



المصدر: من إعداد الباحثين

- I- خيار بيع الأقسام الإستراتيجية: أي أن تقوم المجمعات الصناعية الجزائرية ببيع كلي للأقسام الإستراتيجية التي لا ترتبط بحرفتها الأساسية أو ذات الأداء المنخفض، سواء كان ذلك في شكل أسهم قابلة للبيع أو في شكل مستلزمات و معدات الإنتاج. يسمح هذا الخيار بتوفير الأموال و السيولة اللازمة لتسديد الديون، خفض تكاليف الوكالة، تمويل نشاطات حرف المجمع.
- II- خيار المناولة: وهنا بدلا من تقوم المجمعات الصناعية الجزائرية ببيع كلي للنشاطات ذات الأداء المنخفض تقوم بمناولتها لمجمعات أو مؤسسات أخرى مختصة من أجل القيام بها. يسمح هذه الخيار برفع درجة تركيز المجمع في توجيه الحرف نحو الأقسام الإستراتيجية التنافسية.

III - إستراتيجية التخفيض و إعادة التأهيل: وهنا تقوم المجمعات الصناعية الجزائرية بخفيض حجم الأنشطة في وحدات الأعمال و تخفيض التكاليف التي تشمل كافة المصروفات التي تنفق على الأعمال غير الضرورية مما يساعدها على المراجعة في جميع أعمالها وتحديد المجالات التي يمكن التركيز عليها وتحسين الأداء فيها في الأجل الطويل

تمس هذه الإستراتيجية حجم النشاط وليس تشكيلة ميادين النشاط أو المنتجات التي تبقى على حالها و يرتبط حجم النشاط بعدة مؤشرات مثل حجم الاستثمارات الكلية، عدد الزبائن، طاقة الإنتاج، حجم الإنتاج، عدد المبيعات، عدد العمال، عدد الفروع، فكل هذه المؤشرات تعتبر أدوات لتخفيض حجم النشاط يمكن لمؤسسة أن تستخدمه بشكل مستق أو كمزيج.

IV - إستراتيجية التخصص: وهنا تقوم المجمعات الصناعية الجزائرية بالتخلي عن ميادين النشاط ذات الأداء المنخفض وتخصص أكثر في ميادين النشاط ذات الأداء الجيد، يسمح هذا الخيار بخفض مجال النشاط من جهة وخفض تكاليف الوكالة مع تحقيق اقتصاديات الحجم من جهة أخرى.

تسمح هذه الخيارات الإستراتيجية بخفض مجال النشاط للمجمعات الصناعية الجزائرية وهذا ما يسمح بالرجوع الى الحجم الأمثل للتنوع مع خفض في تكاليف الوكالة، كما يسمح الحجم الأمثل للتنوع بخفض عدد المساهمين وتركز هيكل الملكية في المجمعات، هذا ما يحفز أكثر على مراقبة سلوك المدراء اتجاه محفظة نشاطات المجمع وكنتيجة لهذه السيرة يتحسن نظام الحوكمة في المجمعات الصناعية الجزائرية.

خاتمة:

نستخلص مما سبق ذكره أن إعادة التركيز يعبر عن إستراتيجية لرجوع المجمعات الصناعية الجزائرية إلى نشاطات الحرفة، وتختلف أسباب ودوافع ذلك من مقارنة نظرية لأخرى غير أن القاسم المشترك بين هذه الأسباب هو انخفاض أداء المؤسسة والرغبة في تحسين نظام الحوكمة، لذا قدمنا مجموعة من الخيارات الإستراتيجية الملائمة لخفض مجال النشاط من جهة و تحسين نظام الحوكمة من جهة أخرى وهذا بخفض تكاليف الوكالة والاتجاه أكثر نحو هيكل الملكية المركز، هذا ما يحفز المساهمين على مراقبة سلوك مدراء المجمعات الصناعية الجزائرية.

كما نقترح هذه الدراسة مجموعة من التوصيات نذكرها على النحو التالي:

- ضرورة خفض مجال النشاط للمجمعات الصناعية الجزائرية حتى تنخفض تكاليف الوكالة ويتحسن نظام الحوكمة.

- تفعيل دور لجنة القيادة والمتابعة القطاعية لمخطط إعادة هيكلة القطاع الصناعي العمومي المنبثقة من اجتماع مجلس مساهمات الدولة المنعقد في 28 أوت 2014.

- ضرورة إنشاء خلية في وزارة الصناعة والمناجم للإشراف والمتابعة على عمليات إعادة التركيز للمجمعات الصناعية الجزائرية.

- إلزامية إنشاء وحدة لإعادة التركيز في المجمعات وعلى مستوى فروع المجمعات، ولضمان فاعلية أداء الوحدة يشترط أن تكون تابعة في الهيكل التنظيمي إلى الإدارة العليا وتمنح لها صلاحيات كاملة تضمن لها حرية التصرف حسب اللوائح والقوانين مع المرونة في العمل.
- إلزامية تقييم محفظة نشاطات المجمعات الصناعية الجزائرية الأنشطة الأساسية والأنشطة التي ينبغي التخلي عنها.
- إلزامية المراقبة المستمرة لسلوك مدراء المجمعات الصناعية الجزائرية.

الإحالات والهوامش:

¹ Sentis, P, " Pourquoi les décisions des désinvestissements créent de la valeur ", revue français de gestion, Janvier – février 1999, p106-121.

² Mac.C, Srong.N.C, Walker, «Conditional Earnings Conservatism and Corporate Refocusing Activities", Journal of Accounting Research Vol. 49 No. 4 September 2011, P 1041-1082.

³ BATSCH.L, " Le recentrage: une revue des approches financières ", Finance Contrôle Stratégie Volume 6, N° 2, juin 2003, p 43 – 65.

⁴ Ibid , p46

⁵ Olivier.G " Le processus de recentrage des grandes entreprises sur les métiers ", thèse de doctorat, Université de Caen Basse-Normandie, 2008, p 46

⁶ Johnson.R.A, «Antecedents and Outcomes of Corporate Refocusing ", Journal of Management , Vol. 22, No. 3,1996 , P 439-483.

⁷ Olivier, op, cit, p22.

⁸ إبراهيم العيسوي، التنمية في عالم متغير :دراسة في مفهوم التنمية و مؤشراتهما، القاهرة، دار الشروق، 2003

⁹ النشرة الاقتصادية، العدد الثاني، المجلد السادس والخمسون، 2003

¹⁰ مارك هيسيل " محرر " ، ممارسة سلطات الإدارة .مركز المشروعات الدولية الخاصة .بالتعاون مع مؤسسة جامعات وسط أوروبا،

2001

¹¹ محمد ياسين غادر، محددات الحوكمة ومعاييرها، المؤتمر العلمي الدولي عولمة الإدارة في عصر المعرفة،15 و 17 ديسمبر 2012، جامعة الجنان، لبنان.

¹² Heenetigala.K- Corporate Governance Practices and Firm Performance of Listed Companies in Sri Lanka; Thesis submitted in fulfilment of the requirement of the degree of Doctor of Business Administration ,Victoria Graduate School ,Faculty of Business and Law ,Victoria University Melbourne ,2011,p24.

¹³ Spanos Corporate Governance in Greece: Developments and Policy Implications', Corporate Governance, 2005, vol. 5, no. 1, p 15-30 .

¹⁴ Donaldson, G - Voluntary restructuring:The case of General Mills.Journal of Financial Economics, 27, 114–141,1990.

¹⁵ Ibid, p125

¹⁶ Heenetigala.K, op cit, p26

¹⁷ Heenetigala.K, op cit, p27

¹⁸ Heenetigala.K, op cit, p28

¹⁹ Heenetigala.K, op cit, p29

²⁰ Heenetigala.K, op cit, p30

- ²¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة، "مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال حوكمة الشركات"، غرفة التجارة الأمريكية، واشنطن، ص 1، اطلع على الموقع التالي: <http://www.oecd.org/dataoecd/13/63/35032070.p> في 2014/09/02.
- ²² Besbes.I, " **Evolution du périmètre d'activité et système de gouvernance d'entreprise, Le cas du groupe Danone** ", thèse de doctorat, l'Université d'Angers, 2010, p113.
- ²³ Samia.H, Wangb.J, Zhouc.H - **Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms**, Journal of International Accounting, Auditing and Taxation 20, p106– 114, 2011
- ²⁴ Samia.H, Wangb.J, Zhouc.H,op,cit,p107
- ²⁵ Chaghadari.M.F - **Corporate Governance and Firm Performance**, International Conference on Sociality and Economics Development, IPEDR vol 10, IACSIT Press, Singapore, 2011,p468
- ²⁶ Markides.C.C, Singh.H- **Corporate Restructuring: A Symptom of Poor Governance or a Solution to Past Managerial Mistakes?** European Management Journal Vol 15, No 3, p 213-219, 1997
- ²⁷ Johnson.R.A- **Antecedents and outcomes of corporate refocusing**, Journal of Business Research 59,p 1267– 1275,2006
- ²⁸ Besbes.I,op,cit,p125
- ²⁹ **Auerbach.A.J** - Mergers and Acquisitions,University of Chicago Press,USA, 1987,p51.
- ³⁰ Auerbach.A.J,op cit, p51
- ³¹ **Hoskisson.R.E, Hitt..M.A, Harrison.J.S** -Competing for Advantage , Second Edition , Thomson South-WesternUnited States of America,1993,p8.
- ³² **محمد مصطفى سليمان** - حوكمة الشركات و دور أعضاء مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين، الدار الجامعية الإسكندرية، 2008، ص8.
- ³³ Johnson, op cit, p441
- ³⁴ Johnson, op cit, p444
- ³⁵ Besbes.I , op cit,p234.
- ³⁶ Hanson R.C. and Song M.H,Op cit, p374.
- ³⁷ **Walker M.D. et Ahan S** - Corporate Governance and the Spinoff Decision, Journal of Corporate Finance, vol. 13, p 76-93, 2007.
- ³⁸ - Hoskisson, R.E. & Johnson, R.A. « **Corporate restructuring and strategic change: The effect on diversification strategy and R&D intensity** ». Strategic Management Journal, 1992, 13, p 625-634.
- ³⁹ - Berger P.G. et Ofek E. (1999), « **Causes and Effects of Corporate Refocusing Programs** », The Review of Financial Studies, vol. 12, n° 2, p 311-345.
- ⁴⁰ Ahn.S, Walker.M.D, " **Corporate governance and the spin off decision** ", Journal of Corporate Finance (13) , 2007, p 76–93