الجمهوريّة الجزائريّة الدّيمقراطيّة الشّعبيّة

وزارة التّعليم العالي والبحث العلميّ

جامعة فرحات عبّاس سطيف-1-

كلّيّة العلوم الاقتصاديّة والتّجاريّة وعلوم التّسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تحت عنوان:

دور الحوكمة المؤسسية في خلق القيمة في المؤسسة

- دراسة عينة من المؤسسات-

من إعداد الطالبة: عائشة طاسين

تحت إشراف :أ.د/حمودي حاج صحراوي

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ .د/ كمال بوعظم	أستاذ	جامعة سطيف -1-	رئيسا
أ .د/ حمودي حاج صحراوي	أستاذ	جامعة سطيف -1-	مشرفا ومقررا
أ .د/ عبد الناصر روابحي	أستاذ	جامعة سطيف -1-	عضوا مناقشا
أ .د/ يوسف بركان	أستاذ	جامعة برج بوعريريج	عضوا مناقشا
أ.د/ علي دبي	أستاذ	جامعةمسيلة	عضوا مناقشا
أ.د/ سعيدة بوسعدة	أستاذ	جامعةالجزائر- 3-	عضوا مناقشا

السنة الجامعية:2017-2018

بسم الله الرّحمان الرّحيم

قال صلى الله عليه وسلم : [اللّهم اجعل خير أعمالي خواتمها وخير عمري أواخره وخير أيامي يوم ألقاك واجعلني مع الذين أنعمت عليهم في جنتك وجوارك] **آمين**

قال الإمام الشافعي

العلم مغرس كل فخر فافتخـــر وأحذر يفوتك فخر ذاك الغرس
وإنّ العلـــم ليـس ينالـــــه من همه في مطعم أو ملبـس
إلّا أخو العلم الذي يغنـى بـه في حالتيه عاريا أو مكتـــس
فاجعل لنفسك منه حظا وافرا واهجر له طيب الرقـاد وعبـس

التشكرات

قال تعالى: (وَلَئِنْ شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ)

أوّل الشكر لله جلّ وعلا على توفيقه لنا في إنجاز هذا العمل والذي نسأله أن يكون خالصا لوجهه الكريم، وأن ينفعنا بما علمنا ويعلمنا ما ينفعنا وأن يوفقنا لما يحبه ويرضاه.

أتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ المشرف الأستاذ الدكتور "حمودي حاج صحراوي " على توجيهاته ومساندته وتشجيعه لنا طيلة انجاز هذا العمل. وجزاه الله عنّا كل خير.

كما أتقدم بالشكر الجزيل للأساتذة الزملاء وأخص بالذكر "أ.بورقبة شوقي" و"أ.بودحوش عثمان " و"أ محلي " و"أ. حططاش عبد السلام" على مساندتهم وتوجيهاتهم وتشجيعهم.

إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم تقييم هذا العمل ومناقشته واثراءه.

إلى كل من ساعدنا ولو بكلمة طيبة في إتمام هذا العمل.

اهداء

إلى روح والدي الطاهرة رحمه الله وأسكنه فسيح جنانه،

إلى أمي الغالية التي لم تبخل بشيئ، والله فقط من يقدر على جزاء صنيعها، أطال الله في عمرهاوحفظها لنا،

إلى الزوج الكريم تاج رأسي حفظه الله ورعاه الذي تحمل معي العناء وصبر،

إلى الشموع أبنائي الأعزاء وفقهم الله وسدد خطاهم: أمينة ومريم، ومحمد وفاطمة الزهراء،

إلى إخوتي الأعزاء شريف وحنان وعلاء الدين، وابن أخي العزيز عبد الرحمان ووالدته،

إلى كل الأحبة والأصدقاء.

فهـــرس المحتويات

فهـــرس المحتويات 5

فهرس الأشكال 11

فهرس الجداول 13

مقدمـة عامـــة .....أ

الفصل الأول: الإطار النظري لنظام الحوكمة المؤسسية 1

تمهيد 2

المبحث الأول: ماهية الحوكمة المؤسسية والنظريات المفسرة لها 3

المطلب الأول: تعاريف الحوكمة المؤسسية 3

أولا- أصل مصطلح الحوكمة 3

ثانيا- نشأة الحوكمة المؤسسية وتعريفها 4

ثالثا- نظام الحوكمة المؤسسية 7

المطلب الثاني: تطور ومبررات زيادة الاهتمام بالحوكمة المؤسسية 10

أولا- الظروف العامة لزيادة الاهتمام بالحوكمة المؤسسية 10

ثانيا-أسباب زيادة الاهتمام بالحوكمة المؤسسية 12

ثالثا- أهمية الحوكمة المؤسسية 12

المطلب الثالث: الأسس النظرية للحوكمة المؤسسية 14

أولا: تطور مفهوم المؤسسة 14

ثانيا-النظريات التعاقدية للمنشأة 15

ثالثا-النظريات الحديثة 23

المبحث الثاني: خصائص ومبادئ نظام الحوكمة ومداخله النظرية 33

المطلب الأول: خصائص ودور نظام الحوكمة المؤسسية وأطرافه 33

أولا-خصائص نظام الحوكمة.....33
ثانيا- دور نظام الحوكمة الجيد.....35
ثالثا-الأطراف الرئيسية في نظام الحوكمة.....36
المطلب الثاني: مبادئ الحوكمة المؤسسية وأهدافها..... 36
أولا-مبادئ الحوكمة المؤسسية 37
ثانيا-أهداف الحوكمة المؤسسية.....39
المطلب الثالث: المداخل النظرية لنظم الحوكمة المؤسسية..... 40
أولا-المدخل المنظماتي.....40
ثانيا-المدخل المؤسساتي 41
المبحث الثالث: آليات الحوكمة المؤسسية وتصنيف تطبيقاتها في العالم 43
المطلب الأول: آليات الحوكمة الداخلية..... 43
أولا- التسلسل الترتيبي والرقابة المتبادلة 43
ثانيا- مجلس الإدارة.....44
ثالثا-التدقيق الداخلي.....50
رابعا- هيكل الملكية 50
خامسا- ملكية المساهمين العمال 51
سادسا-علاوات المسيرين.....51
المطلب الثاني: الآليات الخارجية للحوكمة 52
أولا- المنافسة الموجودة بين المؤسسات في سوق السلع والخدمات.....52
ثانيا-الضغوطات الممارسة من سوق العمل 53
ثالثا- نظام الرقابة المتبادلة داخليا 53
المطلب الثالث: نماذج الحوكمة المؤسسية المطبقة في العالم..... 55
أولا- النموذج الأنكلوسكسوني (النموذج الموجه حسب أداء السوق).....56
ثانيا- النموذج الشبكي (الألماني - الياباني).....58
ثالثا- النموذج الفرنسي (الوسيط أو الهجين).....61
خلاصة الفصل الأول 64
الفصل الثاني: أهمية خلق القيمة والقرارات الاستراتيجية ودور الحوكمة في العملية 65
تمهيد 66

المبحث الأول: خلق القيمة ومستقبليها ودور الالتزامات الأخلاقية في تأطير الصدف 67

المطلب الأول: ماهية القيمة وخلق القيمة وأهميتها 67

أولا-ماهية القيمة في المؤسسة.....67

ثانيا: ماهية خلق القيمة في المؤسسة 70

ثالثا- أسباب زيادة الاهتمام بمفهوم خلق القيمة 72

المطلب الثاني: الأطراف المستفيدة من خلق القيمة 77

أولا- القيمة للمساهم والقيمة للعميل 77

ثانيا- من أولوية Shareholders إلى أولوية Stakeholder في الإدارة بالقيمة.....79

المطلب الثالث: الالتزامات الأخلاقية في المؤسسة ودورها في خلق القيمة 82

أولا: القيم والمبادئ كأساس أخلاقي للأعمال.....83

ثانيا: الالتزامات الأخلاقية وخلق القيمة 84

المبحث الثاني: الدور المالي والاستراتيجي للحوكمة في خلق القيمة: الاتصال المالي والأهداف التنافسية للمؤسسة 86

المطلب الأول: دور المعلومات والاتصال المالي الفعال في اتخاذ القرار الخالق للقيمة 87

أولا- أهمية المعلومات لمتخذ القرار 87

ثانيا- الاتصال المالي 92

المطلب الثاني: التحليل الاستراتيجي والميزة التنافسية وخلق القيمة في المؤسسة..... 99

أولا- تهديد دخول منافسين جدد : 100

ثانيا- المنافسة بين شركات القطاع.....102

ثالثا- القوة التفاوضية للمستهلكين والزبائن 103

رابعا- القدرة التفاوضية للموردين.....103

خامسا- تهديد المنتجات البديلة 104

المطلب الثالث: المصادر الممكنة للقيمة وللميزة التنافسية..... 105

أولا- الأسس العامة لبناء المزايا التنافسية.....106

ثانيا- سلسلة القيمة وخلق القيمة في المؤسسة 108

المبحث الثالث: قياس خلق القيمة في المؤسسة ودور آليات الحوكمة 112

المطلب الأول: آثار القرارات المؤدية لخلق القيمة في المؤسسة 112

أولا- الرفع من التدفقات النقدية المفرزة من الاستثمارات الحالية 113
ثانيا-الرفع من معدل النمو المتوقع 115
ثالثا- الرفع من فترة النمو المرتفع 116
رابعا: تخفيض تكلفة التمويل: 118
المطلب الثاني: قياس خلق القيمة في المؤسسة 121
أولا- منحنى القيمة 121
ثانيا- النماذج المالية للتقييم 125
المطلب الثالث: تحليل دور آليات الحوكمة في عملية خلق القيمة في المؤسسة 135
أولا- تأثير مجلس الإدارة 136
ثانيا-تأثير هيكل الملكية في المؤسسة 139
خلاصة الفصل الثاني 143
الفصل الثالث علاقة الحوكمة بخلق القيمة في شركات CAC 40 في الفترة 2014-2016 146
تمهيد 147
المبحث الأول: اختيار ووصف عينة الدراسة وتطور الإطار القانوني للحوكمة بها 148
المطلب الأول: تقديم مجتمع الدراسة: السوق والمؤشر 148
أولا-تقديم السوق 148
ثانيا-تعريف مؤشر CAC 40 وكيفية ادراج المؤسسة في المؤشر 150
المطلب الثاني: اختيار عينة الدراسة والحدود الزمانية والمكانية 152
أولا-اختيار عينة الدراسة 152
ثانيا-الحدود المكانية والزمانية للدراسة 156
المطلب الثالث: تطور الإطار القانوني للحوكمة في مناخ الدراسة 157
أولا-أهم القوانين التنظيمية للحوكمة في المناخ الفرنسي 157
ثانيا-قواعد الحوكمة المؤسسية للشركات المقيدة Medef & Afep 159
ثالثا-هيئة الأسواق المالية الفرنسية(AMF) 161
المبحث الثاني: تصميم منهجية الدراسة والنماذج والأدوات المستعملة 162
المطلب الأول: تقدير مختلف متغيرات الدراسة 162

أولا-المتغيرات المفسرة للدراسة 163
ثانيا-المتغير التابع 165
ثالثا-متغيرات التحكم (متغيرات الضبط) 165
رابعا- حساب قيم المتغيرات 168
المطلب الثاني: نماذج البيانات الطولية (البانل) 170
أولا - نموذج الانحدار التجميعي أو الشامل *Pooled regression model* 171
ثانيا-نموذج التأثير الثابت (*Fixed Effect Model*) *FEM* 173
ثالثا- نموذج التأثير العشوائي (*Random Effect Model*) *REM* 174
رابعا- اختبارات المفاضلة بين النماذج 174
المطلب الثالث: نموذج التحليل عن طريق تطويق البياناتDEA..... 176
أولا- ماهية التحليل عن طريق تطويق البيانات 176
ثانيا-أهم ايجابيات وحدود طريقة التحليل بتطويق البيانات DEA 180
المبحث الثالث: اختبار العلاقة بين الحوكمة وخلق القيمة في شركات العينة 183
المطلب الأول: تحليل الخصائص الوصفية لمتغيرات العينة والارتباط بين المتغيرات. 183
أولا- تحليل الخصائص الوصفية لمتغيرات عينة الدراسة 183
ثانيا-تحليل الارتباط بين المتغيرات التابعة فيما بينها والمتغيرات المفسرة فيما بينها 187
المطلب الثاني: تحليل واختبار العلاقة بين مؤشرات خلق القيمة وآليات الحوكمة 188
أولا- تحليل العلاقة، EVAوالآليات الداخلية للحوكمة 189
ثانيا- تحليل العلاقة بين مؤشر Q وآليات الحوكمة 198
المطلب الثالث: تحليل واختبار العلاقة بين مؤشر كفاءة الحوكمة وخلق القيمة لشركات العينة خلال 2014-2016 201
أولا: بعض مؤشرات الحوكمة العالمية 201
ثانيا-محاولة بناء مؤشر الحوكمة بالتحليل التطويقي للبيانات 203
ثالثا-اختبار العلاقة بين مؤشر كفاءة الحوكمة وخلق القيمة 205
خلاصة الفصل الثالث 213
الخاتمـــة 216
الملاحـــــق 232

الملحق رقم 01: نتائج حسابات المتغيرات المتعلقة بالمتغير المفسر خلال فترة الدراسة (آليات الحوكمة الداخلية +متغيرات الضبط) بواسطة EXCEL، أو المستخرجة مباشرة من الوثائق المرجعية للمؤسسة 233

الملحق رقم 02: نتائج حسابات المتغيرات المتعلقة بخلق القيمة لشركات العينة خلال فترة الدراسة (EVA ;Q ;Re ;RF) بواسطة EXCEL..... 238

الملحق رقم 03: حساب علاوة مخاطر السوق لشركات CAC40 حسب ACUITEM 240

الملحق رقم 04 : نموذج الانحدار التجميعي: Q وآليات الحوكمة (قبل وبعد التعديل)..... 241

الملحق رقم 05 : نموذج التأثير الثابت: Q وآليات الحوكمة 242

الملحق رقم 06 : اختبار FISHERو Hausmanلـ Q والآليات الداخلية للحوكمة..... 243

الملحق رقم 07 : نموذج التأثير التجميعي EVAوSCOR..... 245

الملحق رقم 08: نموذج التأثير الثابت EVAوSCOR..... 246

الملحق رقم 09: اختبار FISHERلنموذج الانحدار EVAمع SCOR..... 248

الملحق رقم 10: اختبار Hausmanلنموذج الانحدار EVAمع SCOR 249

الملحق رقم 11: نموذج الانحدار المجمع QوSCORقبل وبعد المعالجة..... 251

الملحق رقم 11نموذج التأثير العشوائي QوSCOR 252

الملحق رقم 12: اختبار FISHERلنموذج الانحدار Qمع SCOR 254

الملحق رقم 13: اختبار Hausman لنموذج الانحدار Qمع SCOR 255

الملحق رقم 14:تصنيفات شركات CAC40 حسب تطبيقات الحوكمة في الفترة 2017 والثلاثي الأول لـ2018..... 256

قائمـــة المراجـــع 261

فهرس الأشكال

شكل رقم 01 : المنهجية العلمية لهياكل المعاملات. 22

شكل رقم 02 :تصنيف أصحاب المصالح حسب الشرعية والسلطة والاستعجال..... 26

الشكل رقم 03 : تصنيف علمي لعناصر نظام المعرفة 29

الشكل رقم: 04 الأطراف الرئيسية في نظام الحوكمة..... 36

الشكل رقم : 05 تحقق الأهداف بتطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية 40

شكل رقم :06 نمو ملكية المستثمرين المؤسسيين 75

الشكل رقم :07المميزات الرئيسية لوسيلة الاتصال..... 95

الشكل رقم :08 القوى التنافسية الخمس لـــPorter 100

الشكل رقم : 09 مصادر القيمة أو الميزات التنافسية 105

الشكل رقم : 10 الأسس العامة لبناء المزايا التنافسية 106

الشكل رقم :11 نموذج سلسلة القيمة لـPorter 109

الشكل رقم :12 التحليل التنافسي وخلق القيمة لـــRappaport 110

الشكل رقم :13 شجرة القرار لـ(98)Rappaport 111

الشكل رقم :14 منحنى القيمة 122

شكل رقم :15 طريقة التقييم لـ" Marakon Associates M. A 123

الشكل رقم :16 نموذج التقييم لـ"Fruhan –Mckinsey" 124

الشكل رقم :17 تنظيم سوقEuronext 149

الشكل رقم :18 حالة التطويق بالتوجه الاخراجي 179

الشكل رقم :19 تطور قيم مؤشر ((CAC 40 ، خلال الفترة من 2014 إلى الثلاثي الأول من 2018..... 211

الشكل رقم :20 تطور قيم مؤشر ((CAC GOV ، خلال الفترة من 2014 إلى الثلاثي الأول من 2018 211

فهرس الجداول

جدول رقم 01: العناصر المفتاحية لنظام الحوكمة..... 9

الجدول رقم 02 : نظريات الاقتصاد الجزئي حول الحوكمة المؤسسية..... 31

الجدول رقم 03 : أهم مبادئ الحوكمة الجيدة لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. 0CDE. 37

الجدول رقم 04: أهم المفاهيم لنظام الحوكمة الموجه بأداء السوق (الأنكلوسكسوني) 56

الجدول رقم 05: النموذج الشبكي -الألماني الياباني- 58

الجدول رقم 06: الإطار المفاهيمي للنموذج الفرنسي للحوكمة المؤسسية 61

جدول رقم 07: مستقبلي الاتصال المالي (بالنسب المئوية). 96

جدول رقم 08 : التحكيم بشأن معدل إعادة الاستثمار..... 115

جدول رقم: 09 أهم مؤشرات قياس خلق القيمة للمؤسسة 134

الجدول رقم10 : قائمة شركات CAC 40 خلال 2014،2015،2016 153

الجدول رقم 11 : قائمة شركات CAC 40 غير الخاضعة لقواعد الحوكمة (AFEP ; MEDEF)..... 155

جدول رقم 12: القطاعات الأساسية لشركات CAC 40 155

الجدول رقم 13: تلخيص لكيفية حساب مقاييس خلق القيمة ومتغيرات الضبط المعتمدة في الدراسة 166

الجدول رقم 14: مدخلات حساب EVAخلال فترة الدراسة للمؤسسة Accor..... 169

الجدول رقم 15 : حساب Q de Marris للمؤسسة Accor خلال فترة الدراسة 170

الجدول رقم16: الخصائص الوصفية للمتغيرات المعبرة عن خلق القيمة لدى شركات العينة 183

الجدول رقم17: الخصائص الوصفية للمتغيرات المفسرة في عينة الدراسة..... 185

جدول رقم 18: الارتباط بين المتغيرات التابعة..... 187

الجدول رقم 19: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المفسرة..... 187

الجدول رقم 20: نتائج تقدير نموذج الانحدار المجمع بين EVA ومتغيرات الحوكمة 189

الجدول رقم 21: نتائج تقدير نموذج الانحدار الثابت بين EVA ومتغيرات الحوكمة..... 191

الجدول رقم 22 : نتائج اختبار F بين EVAومتغيرات الحوكمة 193

الجدول رقم 23: نتائج تقدير نموذج الانحدار العشوائي بين EVA ومتغيرات الحوكمة..... 193

الجدول رقم 24: نتائج اختبار Hausman..... 195

الجدول رقم 25 نموذج الآثار العشوائية REM، Q والآليات الداخلية للحوكمة..... 198

الجدول رقم 26: مؤشر الحوكمة الذي يعكس كفاءة النظام في شركات العينة والمحصل عليه ببرنامج DEA للفترة 2014-2016 203

الجدول رقم 27: نموذج الآثار العشوائية REM بين EVA ومؤشر الحوكمة..... 205

الجدول رقم 28 :نموذج الآثار الثابتةFEM بين Q ومؤشر الحوكمةScor..... 208

مقدمـــة عامـــة

تمهيد

شهد مفهوم الحوكمة المؤسسية تشعب كبير في التنظير كما في التطبيق، وكان وليد مدارس فكرية متعددة في السياسة والإدارة. وترجع أساسا أسباب ظهور موضوع الحوكمة المؤسسية إلى نتائج انفصال وظائف الملكية عن الإدارة واتخاذ القرار، والذي خلص إلى تطوير عدة مفاهيم إدارية في ظل اعتبار المسيرين يمكن أن يعملوا بطريقة تخدم مصالحهم بدل تعظيم القيمة السوقية لممتلكات موكليهم (أساسا المساهمين)، ولهذا نجد أن مختلف الأسس والركائز للحوكمة المؤسسية ترجع إلى مختلف هذه المفاهيم الإدارية، وإلى أعمال Jensen Meckling (76) و(95 & 88) Williamson بشأن نظرية الوكالة والتي اعتبرت رائدة في دراسة العلاقة الموجودة بين الأعوان المتصرفة على مستوى المؤسسة. كما كان لظاهرة العولمة والتحرير المالي وما نتج عنها من أزمات ملازمة لهذه الظاهرة، وكذا الفضائح المالية والفساد في شركات بحجم عالمي كـ ENRONو PARMALAT دور كبير في بروز هذا المفهوم وازدياد أهميته في تحقيق أهداف المؤسسة.

هذه الظروف وتسارع الأحداث دفعت إلى البحث عن تنظيم ذو مصداقية يؤطر العمل الإداري في ظل مختلف هذه التحولات، وهو ما دفع إلى زيادة الاهتمام بموضوع الحوكمة وتطبيقه كنظام في المؤسسة والذي يهدف إلى الوقاية من الأزمات وادارتها، وحماية أصحاب المصالح واسترجاع الثقة في كيفية إدارة الشركة. مع تطوير آليات لهذا النظام تسمح هي الأخرى بتطوير أنظمة تسيير يكون لها آثار إيجابية على نتائج المؤسسة واستمراريتها وتحقيق أهدافها المتمحورة حول خلق القيمة.

كما عرف خلق القيمة هو الآخر تطور وشهد اهتمام كبير في الإدارة المالية الحديثة كعنصر أساسي في الثقافة التسييرية للعديد من المؤسسات، كما أصبح في قلب القرارات الاستراتيجية للمؤسسة.

إشكالية البحث مما سبق يمكن صياغة إشكالية البحث كما يلي:

ما مدى مساهمة الحوكمة المؤسسية في عملية خلق القيمة في الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2014 - 2016؟

وانطلاقا من الإشكالية الرئيسية للبحث تم صياغة الأسئلة الفرعية التالية:

- ما علاقة خصائص مجلس الادارة وتأثيرها على عملية خلق القيمة في شركات CAC 40؟
- ما علاقة هيكل الملكية في المؤسسة وتأثيره على عملية خلق القيمة في شركات CAC 40؟
- ما علاقة مؤشر كفاءة الحوكمة في شركات العينة بمؤشرات خلق القيمة، وذلك قُبَيْل إطلاق مؤشر CAC GOV؟

وللإجابة على الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية يتم الانطلاق من الفرضية الرئيسية التالية:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الحوكمة المؤسسية وخلق القيمة في شركات CAC 40 خلال الفترة 2014-2016. ومن خلال هذه الفرضية الرئيسية يمكن صياغة فرضيات جزئية:

1. "هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية للشركات المدرجة في مؤشر CAC 40 مع القيمة الاقتصادية المضافة EVA".
2. "هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية لشركات العينة مع Q de Marris".
3. "هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر كفاءة الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بـ EVAوQفي شركات العينة خلال فترة الدراسة".
4. "تعتبر كفاءة الحوكمة المؤسسية أهم ضمان للمساهمين عن خلق القيمة في المؤسسة، ومؤشر عن زيادة الثقة حول استثماراتهم".

حدود الدراسة

- **الحدود الزمانية:** تم اختيار فترة ثلاث سنوات ،20152014، 2016. وهذا قبيل اطلاق مؤشر CAC 40 GOVERNANCE INDEXفي 2017.
- **الحدود المكانية:** شملت الدراسة على المؤسسات المقيدة في سوق باريس للأوراق المالية Euronext، والمدرجة في مؤشر .Cac 40مع استبعاد شركات القطاع المالي والتأمينات، وكذلك استبعاد الشركات غير الخاضعة للقانون المرجعي (.AFEP ; MEDEF)بالإضافة إلى اختيار الشركات المقيدة في المؤشر في نهاية على الأقل دورتين من مجموع ثلاث دورات الخاصة بالدراسة، وكذا استبعاد الشركات التي تميزت بأحداث خاصة خلال فترة الدراسة(اندماج)، لتكون في الأخير عينة الدراسة هي المكونة من 27 شركة.

أهمية البحث

- تنبثق أهمية البحث من أهمية الموضوع ذاته، حيث يربط الموضوع بين هدف خلق القيمة في المؤسسة والأداة المنظمة والمؤطرة لهذا الهدف وهي الحوكمة المؤسسية.
- تهدف الإدارة المالية الحديثة بشكل أساسي ومتفق عليه بين المنظرين الماليين إلى تعظيم القيمة للمؤسسة، أو خلق القيمة، وتشكل العوامل المؤثرة في تحقيق هذا الهدف أهم انشغالات الباحثين والأكاديميين والماليين، ومن بين هذه العوامل المؤثرة تنظيم اتخاذ القرارات في المؤسسة واضفاء الثقة والشفافية على الأعمال ما يمكن أن تضمنه حوكمة جيدة.
- افرازات العولمة وزيادة تفشي ظاهرة الفساد في الأعمال وانهيار شركات كبرى، وعدم امتلاك المؤسسات لأسلوب سليم في الموازنة بين الرقابة والإشراف في الإدارة، بالإضافة إلى اتساع حجم المشاريع وزيادة انفصال الملكية عن اتخاذ القرار، كل هذه الظروف والعوامل تعطي حيزا كبيرا لبروز أهمية متزايدة للحوكمة وضرورة السعي لتفعيل دورها في اتجاه تحقيق مصالح المساهمين وكل الأطراف ذات المصالح المتكاملة والمترابطة والمتمحورة كلها حول تحقيق هدف خلق القيمة في المؤسسة.
- طلبات المساهم الملحة على إدارة الشركة بالشكل الذي يضمن عوائد استثماراته، وظهور تحديات جديدة كالمسؤولية المجتمعية للمؤسسات (RSE) ، ما يجعل قيادة وإدارة المؤسسات أكثر تعقيد وأكثر مسؤولية، لذا ينبغي أن تكون العلاقات بين المسيرين والمساهمين وباقي أصحاب المصالح منظمة لتسمح للمؤسسة بالعمل بفعالية في ظل قناعة من طرف الجميع بأن الحوكمة المؤسسية الفعلية تدعم وتقوي استمرارية المؤسسة وتنافسيتها وخلقها للقيمة.

أهداف البحث يهدف البحث إلى:

- محاولة اختبار مساهمة ودور الحوكمة المؤسسية في تحقيق هدف الإدارة المالية للمؤسسة وهو خلق القيمة، وذلك من خلال ارساء وتطبيق آليات الحوكمة، وكذلك التأكد من أن تطبيق مختلف تعليمات الحوكمة الواردة أساسا في قواعد الحوكمة الجيدة ليست مجرد شكليات تحسينية، إنّما هي في جوهر العمل التنظيمي للمؤسسة الهادف لتحقيق أهداف المساهمين وكل أصحاب المصلحة.

- التركيز على خلق القيمة من خلال تطوير الميزات التنافسية واستغلال الكفاءات الإدارية واضفاء الثقة والشفافية على أعمال المؤسسة كمصادر مهمة في خلق القيمة. كما أنّ زيادة الاهتمام بالحوكمة المؤسسية بدرجات متفاوتة بين مختلف الدول وكذا المؤسسات بعد انهيارات شركات كبرى ومواجهة أزمات مالية، يرجع بدرجة أولى إلى ما يمكن أن تساهم به آليات الحوكمة في تطوير أنظمة تسيير للمؤسسة يكون لها آثار ايجابية على نتائجها واستمراريتها.
- كما تهدف هذه الدراسة إلى البحث عن دور آليات الحوكمة المتمثلة في خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية في الرفع من خلق القيمة والمعبر عنها بـEVA و Q de Marris في شركات العينة، بالإضافة إلى تقييم تطبيقات الحوكمة المنصوص عليها في قواعد الحوكمة لـ AFEP&MEDEF في هذه الأخيرة.

منهج البحث

لقد تم اعتماد المنهج الوصفي والتحليلي في الجانب النظري للدراسة، من أجل وصف وتحليل البيانات والالمام بالجوانب النظرية للبحث، أما الجانب التطبيقي المتعلق بالدراسة القياسية فقد تم استخدام فيه الأسلوب الاستنباطي والمنهج الكمي عن طريق استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية وطرق تقدير معلمات نماذجها.

أدوات البحث لتحضير بيانات الدراسة في الجانب التطبيقي تم اعتماد أدوات لحساب مختلف المتغيرات كـــ:

- البرامج المتخصصة Excel ; Eviews ; DEA
- مختلف الاختبارات الإحصائية للمفاضلة بين نماذج البيانات الطولية (البانل).

الدراسات السابقة للإجابة عن إشكالية الدراسة تم اختيار بعض الدراسات السابقة المطلع عليها والمرتبطة بالموضوع.

1. **دراسة Amir Louizi (2011)[1]**

هدفت الدراسة إلى تحديد الآليات الجيدة للحوكمة استنادا للأداء المالي للشركات الفرنسية، ولقد كانت الدراسة على عينة من 132شركة فرنسية مقيدة في البورصة خلال 2002-2008.

ولقد أثبتت الدراسة أن مؤسسات العينة متوسطة الكفاءة، وأنه هناك علاقة موجبة وذات دلالة لكفاءة نظام الحوكمة والمردودية المالية. وبالاعتماد على اختبار مقارنة المتوسطات لتحديد آليات الحوكمة المحددة للأداء المقيم بـ Q de Tobin، فقد أثبتت الدراسة أن حجم المجلس، وملكية المسيرين، وتركز الملكية، وتكوين المسيرين تعتبر خصائص لها أن تؤثر في الأداء. واستقلالية المجلس هي الآلية الوحيدة ذات العلاقة الموجبة والدالة مع الأداء في عينة الدراسة.

2. **دراسة Ghorbel Hanen et Kolsi Manel (2011)[2]**

هدفت الدراسة إلى اثبات أو نفي أثر آليات الحوكمة على الأداء المالي والسوقي لعينة من الشركات الكندية (134) شركة مدرجة في سوق Toronto خلال 2007، ولقد تم الاعتماد على مؤشر الحوكمة المنشور في

[1]- Amir Louizi ; « Les déterminants d'une bonne gouvernance et la performance des entreprises françaises : études empiriques » Thèse en co-tutelle pour l'obtention du diplome de Docteur en Sciences de Gestion ; 2011 ; Université Jean Moulin Lyon 3.

[2] - Ghorbel Hanen et Kolsi Manel (2011) « Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière : cas des entreprises canadiennes »http://hal.archives-ouvertes.fr.

«The globe and mail journal» والذي يعكس خصائص مجلس الإدارة، مع المؤشر الذي يعكس الأداء وهو العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية(المردودية الاقتصادية والمردودية المالية)، والأداء السوقي من خلال القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. ولقد خلصت الدراسة لعدم وجود أثر لمؤشر الحوكمة على الأداء، لكن عند دراسة الأثر بعد تقسيم العينة إلى مجموعات حسب درجة الإفصاح وجد أنه هناك أثر إيجابي لمؤشر الحوكمة على مؤشرات الأداء في المؤسسات ذات معدلات الإفصاح المرتفعة.

3. دراسة **Pankaj Varshney ; Vijay Kumar Kaul ; V.K.Vasal (2012)**[1]:

حيث انطلقت الدراسة من دراسات استخدمت مؤشر حوكمة المؤسسة لاكتشاف العلاقة بين الحوكمة وأدائها، ولقد خلصت الدراسة إلى اثبات علاقة طرديةبين المتغيرين، فالمؤسسات المحوكمة أفضل تبدي أداء مالي أفضل. واستند في ذلك إلى أعمال Goupers ; Ishi et Metrick (2003) الذين قاموا بحساب مؤشر حوكمة لدراسة علاقة الارتباط بين الحوكمة والأداء. ولقد انتشرت أبحاث مماثلة في باقي الدول حتى في الأسواق الناشئة. فلقد اهتمت الدراسة بالبحث عن علاقة الحوكمة بالأداء في المؤسسات الهندية من خلال تركيب مؤشر حوكمة" C.G.Index" قائم على آليات الحوكمة الداخلية والخارجية، وقياس الأداء بـــ EVA، وباستخدام تقنيات الاقتصاد القياسي خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين مؤشر الحوكمة والأداء، وهي النتيجة غير المثبتة بالنسبة للمؤشرات المحاسبية والتقليدية في قياس الأداء كـ ROCE , TOBIN'S Q . مع اعتماد متغيرات ضبط وهي حجم المؤسسة، القطاع الذي تعمل فيه المؤسسة، معامل المخاطرة "β "، هامش الربح الاجمالي EBEالذي يعكس الكفاءة التشغيلية.

4. **دراسة (2013) Twinkle Prusty (INDIA)**[2]:

حيث تناولت الدراسة تقييم تأثير الحوكمة المؤسسية على أداء المؤسسة. وللإجابة عن الإشكالية واختبار الفرضيات درس الباحث عينة مكونة من 154مؤسسة هندية معتمدا على قاعدة بيانات مأخوذة من MIE'S Prowest خلال 2008/ 2007 و2011/2012، لمعرفة وتحديد إذا ما كانت آليات حوكمة المؤسسة، ما تعلق منها بالمساهمين والشفافية والافصاح، تؤثر على مؤشر خلق القيمة EVA الذي يتفوق على المؤشرات المحاسبية التقليدية. وخلصت الدراسة إلى أنّ حوكمة جيدة تؤدي إلى تحسين أداء المؤسسات عن طريق الاعتماد على مؤشر EVA والذي هو مهم في اتخاذ القرارات المالية

[1] - Pankaj Varshney ; Vijay Kumar Kaul ; V.K.Vasal ; " Corporate Governance Index and Firm Performance : Empirical evidence from India" ; (2012), Article available at SSRN: https://ssrn.com.

[2] -Twinkle Prusty ; Corporate Governance through the EVA Tool: A Good Corporate Performance Driver, India; Journal of Asian Business Strategy ;2013

الاستثمارية والحوكمة الداخلية. وأن المؤشر أداة مثلى للقياس المالي ولاعتماده كمؤشر في الإدارة بالقيمة.

5. **دراسة [1](2015)** Kouki Marouan et Dabboussi Moez :

هدفت الدراسة إلى فحص أثر الحوكمة المؤسسية على خلق القيمة للمساهم وتم التركيز على فرضية أن فصل الملكية عن الإدارة له تأثير كبير على خلق القيمة للمساهم، واعتمدت الدراسة التطبيقية على مجموعة بيانات لـ 30 مؤسسة مقيدة في البورصة للفترة 1997-2006. وتم اعتماد متغيرات الحوكمة التالية: تركز الملكية، نسبة المستثمرين المؤسسيين، ملكية المسيرين، حجم مجلس الإدارة، الجمع أو الفصل بين مهام المدير العام ورئيس مجلس الإدارة ووجود مدراء خارجيين. وبالنسبة لخلق القيمة (المتغير التابع) تم اعتماد Tobin's Q et EVA. وقد أثبتت النتائج أن وجود المستثمرين المؤسسيين في هيكلة الملكية للمؤسسات (ACTIONNARIAT) يسمح بأن يمارسوا رقابة فعالة على المسير الخارجي. كما أن تركز الملكية يكون له أثر سلبي على الأداء وخلق القيمة. أيضا وجود المديرين الخارجيين له تأثير سلبي كبير على خلق القيمة وأداء الشركات التونسية.

ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة

في حدود الاطلاع للباحثة فإن هذه الدراسة تتميز عن الدراسات السابقة بـــــ:

- اعتماد دراسة قياسية في قياس وتحليل علاقة الحوكمة بخلق القيمة، حيث أن العديد من الدراسات في موضوع الحوكمة تناولت تحليل علاقة الحوكمة بالأداء عامة عن طريق الاعتماد على تحليل مدى تطبيق مبادئ الحوكمة من خلال الاستبيان، أما بالنسبة للدراسات التي تناولت دراسة قياسية فقد اختلفت المقاييس والطريقة المعتمدة، حيث تناولت هذه الدراسة مؤشرات خلق القيمة من خلال تجاوز المؤشرات المحاسبية واستعمال مؤشر اقتصادي EVAوآخر سوقي Q de Marris ، أما متغير الحوكمة فتم التعبير عنه من خلال خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية بالإضافة إلى متغيرات الضبط التالية: حجم المؤسسة، الرفع المالي، ومعدل نمو المبيعات. كما أنه تم بناء مؤشر يعبر عن كفاءة الحوكمة في شركات العينة، يربط بين مدخلات هي متغيرات الحوكمة المذكورة ومخرجات هي متغيرات خلق القيمة لاختبار تأثير التظافر بين آليات الحوكمة على خلق القيمة.

1- Kouki Marouan et Dabboussi Moez; Impact of Corporate Governance on Shareholder Value Creation: Evidence from Tunisian Context International Business Research ;Vol .8 ; N° 5 ; 2015 .

- تضمنت عينة الدراسة 27 شركة مختارة ضمن 40 شركة المقيدة في CAC40، وللفترة 2014-2016، ولقد مثلت هذه الفترة فترة ما قبل اطلاق مؤشر "CAC GOV" خلال 2017 والقائم على معطيات تطبيقات الحوكمة للشركات المدرجة في المؤشر الأساسي CAC40. ويدل إطلاق هذا المؤشر الجديد على اِلحاحْ المساهمين لتأمين استثماراتهم واضفاء أكثر ثقة وشفافية على إدارة أموالهم.

خطة البحث

تم تقسيم هذا البحث إلى فصلين نظريين وفصل تطبيقي.

الفصل الأول: يتناول الفصل الأول دراسة المفاهيم المفتاحية لنظام الحوكمة المؤسسية حسب مختلف الباحثين من خلال نشأة هذا المصطلح وركائزه الأساسية والنظريات المفسرة ومختلف التعاريف المسندة إليه، بالإضافة إلى أهميته المتزايدة في الفترة الأخيرة. وبسبب اتساع وتشعب التنظير في موضوع الحوكمة يتم التركيز على العناصر التي تخدم الموضوع والدراسة من خلال ابراز أهمية الحوكمة في تحقيق أهداف الإدارة المالية الحديثة. وحتى يؤدي مفهوم الحوكمة كنظام وظائفه ويحقق أهدافه، ينبغي توافر مجموعة من الركائز أو الأسس التي تدعم عمل هذا النظام في مختلف المؤسسات، وتمكن من الاستفادة من مزاياه. كما أن تحقيق أهداف نظام الحوكمة المؤسسية المتمثل أساسا في استمرار المؤسسة وتحقيقها لأداء مقبول ينبغي أن يخضع لاحترام جملة من المبادئ التي تحكم تطبيقات الحوكمة وتساير تطور أهدافها، وذلك حسب المداخل النظرية للحوكمة، والتي يركز كل منها على جوانب وأهداف معينة. كما تم التطرق إلى مختلف آليات الحوكمة المؤسسية والتي تشير إلى مجموعة العناصر التي يتوقف عليها تحديد مستوى التطبيق الجيد لحوكمة الشركات، فهي نقطة الانتقال من التنظير بشأن الحوكمة إلى التطبيق العملي. وفي إطار النظريات التعاقدية للمنشأة فإن الهدف من آليات الحوكمة هو الوصول من خلالها إلى حل التعارض في المصالح، بمعنى حل مشاكل الوكالة الناشئة أساسا بين الإدارة والمساهمين وبين الأقلية والأغلبية المسيطرة من حملة الأسهم. كما تم تبني تصنيف آليات الحوكمة على أساس نظرية الوكالة، باعتباره التصنيف الأكثر شيوع، وبالتالي تقسيم مختلف آليات الحوكمة إلى داخلية وخارجية بالإضافة إلى التطرق إلى تطبيقات الحوكمة عبر العالم.

الفصل الثاني: يتناول الفصل الثاني ما يتعلق بالهدف الأول من وجود المؤسسة وهو خلق القيمة، حيث يتم التطرق لهذا المفهوم وأهميته وأسباب زيادة الاهتمام به، والأطراف المستفيدة منه. كما أنه وفي ظل الظروف المختلفة التي تسود الأعمال اليوم من أزمات اقتصادية واجتماعية وبيئية، والتي تترجم بضغط متنامي للمجتمع المدني ككل والذي يفرض على المؤسسات مسؤوليات جديدة، فإنه في هذا السياق تظهر

الالتزامات الأخلاقية كتعبير جديد للسعي نحو القيم الإنسانية في العمل في بيئة ساد فيها "فراغ أخلاقي". فبالإضافة إلى معايير الربح والكفاءة التي تركز عليها المؤسسة لخلق القيمة يتم مقابلة ذلك برؤية قائمة على أخلاقيات العمل، كما أنه وفي نفس السياق فإن الحوكمة المؤسسية يمكن اعتبارها أيضا كأسلوب أخلاقي تلتزم به الشركات، أو كأحد أهم دعائم الحوكمة عند سعيها لتعظيم قيمتها واستمراريتها. كما تم التطرق للتأثير المالي والاستراتيجي للحوكمة على خلق القيمة من خلال الاتصال المالي وتحقيق الأهداف التنافسية للمؤسسة، حيث يعتبر تحليل المحيط التنافسي للمؤسسة بمثابة محدد لاستراتيجية المؤسسة حول خلق القيمة، كما أن مصادر خلق القيمة هي أيضا كمصادر لخلق الميزات التنافسية، والتي يمكن ارجاعها إلى مصدرين أساسيين هما: تمايز المؤسسة عن بقية المنافسين و /أو انخفاض التكلفة.

وتم التعرض في هذا الفصل أيضا لآثار القرارات المؤدية لخلق القيمة في المؤسسة ومختلف طرق ونماذج قياسها، ثم في الأخير تحليل دور آليات الحوكمة في عملية خلق القيمة في المؤسسة، ونتائج الدراسات السابقة في الموضوع.

الفصل الثالث : يتناول الفصل التطبيقي من هذه الدراسة اختبار دور الحوكمة المؤسسية في عملية خلق القيمة في عينة الدراسة المختارة وفي الفترة المختارة أيضا، بمعنى، هل فعلا نظام الحوكمة من خلال أدواته يؤثر على خلق القيمة في عينة الدراسة أم لا. ولهذا الغرض تم الاعتماد على المتغير المفسر الذي يعكس أهم آليات الحوكمة المتمثلة في خصائص مجلس الإدارة وهيكلة الملكية، والمتغير التابع المعبر عن خلق القيمة، وهو مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، إضافة إلى المؤشر السوقي Q de Marris. ولقد تم اختيار عينة تضم المؤسسات المقيدة في بورصة باريس والمدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2014-2016. وتم اختيار هذه العينة لأسباب ذاتية وموضوعية أهمها إمكانية الحصول على المعلومات التي تتطلبها الدراسة والمفصح عنها للجمهور، على اعتبار أن المؤسسات مقيدة في البورصة، والتشريعات التنظيمية تضمن ورود المعلومات بشكل مستمر لمختلف مستقبلي الاتصال المالي، سواء تعلق الأمر بالمعلومات المالية (القوائم المالية)، أو المعلومات المتعلقة بالتطبيقات الفعلية للحوكمة. وبهدف ابراز أهمية الحوكمة ودورها الإيجابي المفترض في خلق القيمة تم اختيار هذه العينة ضمن الاقتصاديات المتطورة، وذلك انطلاقا من نتائج دراسات تطبيقية في الآونة الأخيرة أثبتت زوال أثر الحوكمة على الأداء عامة في هذا النوع من المؤسسات، بسبب أن تطبيقات الحوكمة في مؤسسات الاقتصاديات المتطورة تصبح كمعلومات تاريخية، بمجرد انعكاس هذه الاشارة أو المعلومة في أسعار الأوراق المالية، بمعنى عندما تكون تطبيقات الحوكمة مثلا جيدة فإن هذا سينعكس إيجابا على أسعار الأوراق المالية ثم فيما بعد يزول الأثر. ولهذا تم اختيار

هذه العينة لاختبار مختلف الفرضيات، كما أن اطلاق مؤشر جديد للسوق المالي الفرنسي CAC 40 GOVERNANCE INDEX، في 2017 بالشراكة مع VIGEO EIRIS يزيد من احتمالات الاشارة المالية الايجابية لكفاءة نظام الحوكمة لدى مختلف أصحاب المصالح خاصة المساهمين. وتم اختبار مختلف فرضيات الدراسة المتعلقة بعلاقة آليات الحوكمة (خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية) بخلق القيمة بالاعتماد على دراسة قياسية تقوم على نماذج البانل. كما تم حساب مؤشر يعكس كفاءة نظام الحوكمة في شركات العينة خلال فترة الدراسة بالاعتماد على طريقة التحليل عن طريق تغليف البيانات DEA، واختبار علاقة المؤشر بخلق القيمة المعبر عنه بـ EVA و Q de Marris.

الفصل الأول: الإطار النظري لنظام الحوكمة المؤسسية

تمهيد

يرجع ظهور موضوع الحوكمة المؤسسية للنقاش والذي فتحه Means وBerle (32) إلى نتائج انفصال وظائف الملكية من جهة ووظيفة اتخاذ القرار من جهة أخرى، والذي خلص إلى تطوير عدة مفاهيم إدارية في ظل اعتبار المسيرين يعملون بطريقة تخدم مصالحهم بدل تعظيم القيمة السوقية لممتلكات المساهمين، ولهذا نجد أن مختلف الأسس والركائز للحوكمة المؤسسية ترجع إلى مختلف هذه المفاهيم الإدارية، وإلى أعمال Jensen Meckling (76) ، Williamson (88 & 95) بشأن نظرية الوكالة والتي اعتبرت رائدة في دراسة العلاقة الموجودة بين الأعوان المتصرفة على مستوى المؤسسة.

وعلى إثر التغيرات والتطورات المختلفة والسريعة في مختلف المجالات، خاصة بعد الأزمات والفضائح التي شهدتها كبريات الشركات عبر العالم زادت أهمية الحوكمة كنظام كامل بمكوناته الأساسية: الهياكل والاجراءات والسلوكيات، والتي من خلالها يمكن أن يتم ضبط مختلف العلاقات بين أصحاب المصالح، وأساسا بين المساهمين والمسيرين كما يهدف هذا النظام إلى تقريب الأهداف لمختلف هؤلاء الأطراف وجعلها متمحورة كلها حول استمرارية المؤسسة وتحقيقها لأهدافها التي تشمل مصالح مختلف الأطراف ذات العلاقة. ولترجمة مفهوم الحوكمة إلى تطبيق عملي يحقق هذه الأهداف، ولتسليط الضوء على أهم جوانب هذا المفهوم يتم تناوله من خلال المباحث التالية:

- ماهية الحوكمة المؤسسية والنظريات المفسرة لهذا المفهوم.
- خصائص ومبادئ نظام الحوكمة ومداخله النظرية.
- آليات الحوكمة المؤسسية وتصنيف تطبيقاتها في العالم.

المبحث الأول: ماهية الحوكمة المؤسسية والنظريات المفسرة لها

يهدف هذا المبحث إلى دراسة المفاهيم المفتاحية لنظام الحوكمة المؤسسية حسب مختلف الباحثين من خلال نشأة هذا المصطلح وركائزه الأساسية والنظريات المفسرة ومختلف التعاريف المسندة إليه، بالإضافة إلى أهميته المتزايدة في الفترة الأخيرة. وبسبب اتساع وتشعب التنظير في موضوع الحوكمة يتم التركيز على العناصر التي تخدم الموضوع والدراسة من خلال ابراز أهمية الحوكمة في تحقيق أهداف الإدارة المالية الحديثة. ويتم تناول هذه العناصر من خلال المطالب التالية:

1. تعاريف الحوكمة المؤسسية.
2. مبررات زيادة الاهتمام بالحوكمة.
3. الأسس النظرية المفسرة للحوكمة.

المطلب الأول: تعاريف الحوكمة المؤسسية

قبل التطرق لدراسة موضوع الحوكمة المؤسسية وإبراز أهميته وأهدافه ينبغي أولا ضبط مفهومه جيدا والمقصود منه وجذور المصطلح. لهذا يتم تناول المفهوم من حيث أصل المصطلح وكذا المعنى الاصطلاحي له.

أولا- أصل مصطلح الحوكمة

يعتبر مصطلح الحوكمة حديث الاستعمال في اللغة العربية ولقد بدأ استخدامه سنة 2000 وهو أحد المحاولات لترجمة المفرد Governance باللغة الانجليزية والتي يعود أصل هذه الكلمة إلى اللغة اليونانية kubernan في القرن الثالث عشر، والذي كان يعني قيادة الباخرة الحربية أو الدبابة (piloter un navire ou un char)، ثم استعمل بعد ذلك في اللغة اللاتينية بكلمة Gubernare في بداية القرن 14 بنفس المعنى، ثم ظهر في اللغة الفرنسية بمصطلح Gouvernance كمرادف لمصطلح الحكومة. وكان يقصد منه فن أو طريقة الحكم، ثم هُجر المصطلح واعتبر من اللغة الفرنسية القديمة ولم يعاود استعماله إلاّ في التسعينات من القرن العشرين[1].

أما في اللغة العربية فقد استعملت عدة مصطلحات لهذا المفهوم، مثلا: الحوكمة المؤسسية، سياسة التحكم، الحاكمية، سياسة الحكم الراشد...، ونجد أن مصطلح الحوكمة أقرب للمعنى المستعمل في اللغة الأصلية، والذي يتكون من مصطلحين: الحوكمة والمؤسسية. والحوكمة كمفهوم مستوحاة من الحكمة: أي

[1]- شوقي بورقبة، عبد الحليم غربي، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات في أداء المصارف الإسلامية حالة دول منطقة الخليج ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي م 28، ع 3، مركز النشر العلمي، 2015، ص 127.

ما تقتضيه من التوجيه والإرشاد، والاحتكام: ما يقتضيه من الرجوع إلى مرجعيات أخلاقية وثقافية وإلى خبرات تم الحصول عليها من خلال تجارب سابقة، والتحاكم: طلب للعدالة، خاصة عند انحراف السلطة وتلاعبها بمصالح المساهمين[1]، أما الشطر الثاني من المصطلح، المؤسسية فهي مشتقة من المؤسسة، بمعنى الحكمة والاحتكام في تسيير وإدارة المؤسسة.

ثانيا- نشأة الحوكمة المؤسسية وتعريفها

1- **النشأة:** لقد ظهرت فكرة الحوكمة المؤسسية من أكثر من مدرسة فكرية، فلقد جاءت هذه الفكرة في علم الإدارة وعلم السياسة، فمن الإدارة جاءت من مدرسة إدارة الجودة الشاملة[2]، والتي هي فلسفة إدارية حديثة فرضت نفسها خلال عقد التسعينيات، حيث أصبحت أسلوب حياة للمنظمات الاقتصادية خاصة الصناعية ومنهج المنافسة والبقاء في الأسواق، أين أصبح السعي نحو إرضاء العملاء والتحسين المستمر للأداء والعمل كفريق يعد السمة الأساسية للعمل الإداري.

2- **تعريف الحوكمة المؤسسية:** الحوكمة المؤسسية[3]ترجمة لـ"Corporate governance" (بالإنكليزية) أو "Gouvernance d'entreprise" (بالفرنسية)، وهناك العديد من التعاريف لهذا المصطلح، ونذكر فيما يلي بعض أهم التعاريف الواردة حول هذا التنظيم.

يتم تعريف الحوكمة من حيث مكوناتها على أنها "تتكون من شبكة علاقات تربط مختلف الأطراف، في إطار تحديد الاستراتيجية والأداء للمؤسسة، هذه الأطراف هي من جهة: المساهمين والمسيرين ومجلس الإدارة ومن جهة أخرى: العملاء والمورّدين والبنك والمجتمع".[4]

كما تم تعريفها حسب "Pastré" في سنة 1994 على أن "الحوكمة المؤسسية هي مجموعة قواعد العمل والرقابة التي تحكم حياة المؤسسة في فترة زمنية ومكان محدد"[5].

كما تم تعريف الحوكمة باعتبارها نظام كما يلي" هي نظام يسمح بالدفاع عن المصلحة الاجتماعية والقيادة والتسيير والرقابة واستمرارية المؤسسة، مع تحديد السلطات والمسؤوليات وعلاقات المساهمين

---

[1]- علاء فرحان طالب، ايمان شيحان المشهداني، "الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف"، دار صفاء للنشر، عمان، الاردن، ط1، 2011،ص: 24.

[2]- إدارة الجودة الشاملة يمكن تعريفها "طريقة لادارة المنظمة تهدف الى تحقيق التعاون والمشاركة المستمرة من العاملين بالمنظمة من أجل تحسين السلعة أو الخدمة، والأنشطة التي تحقق رضا العملاء وسعادة العاملين ومتطلبات المجتمع". وهذا حسب EDWARDS DEMING

مدحت محمد أبو النصر ، الحوكمة الرشيدة، فن ادارة المؤسسات عالية الجودة ، المجموعة العربية للتدريب والنشر، القاهرة، الطبعة الأولى، 2015، ص: 29.

[3]- الترجمة العلمية المتفق عليها "أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة" ، وخلال هذه الأطروحة يتم اعتماد مصطلح الحوكمة المؤسسية وأحيانا يتم ذكرها اختصارا الحوكمة فقط.

[4] - Hirogoyen G. Caby J. ; " La création de valeur de l'entreprise ;"Economica ; Paris ;2001 ; P: 51.

[5]- Bessire D. Meunier J. "Conception du gouvernement des entreprises et modèles d'entreprise : Une lecture épistémologique", Finance d'entreprise, CREFIB ; Economica ; Paris ; 2001 ; P : 186.

والمسيرين كل هذا مرفوق بضمان أخذ بعين الاعتبار هدف خلق القيمة لمجموع أصحاب المصالح "[1]. أيضا عرّفت الحوكمة كالتالي: "الحوكمة المؤسسية هي مجموعة قواعد وإجراءات تهدف لضمان السير الحسن للمؤسسة، وضمان أنها تتوفر على مسيرين أكفاء وهم على دراية بكل القواعد القانونية وقواعد الوظيفة، كما تختلف الحوكمة المؤسسية للمؤسسات اختلافاً كبيراً من بلد لآخر، وحتى في نفس البلد، ولا يوجد نموذج بسيط وموحد"[2].

فمثلا يُرجِع التعريف الأول مفهوم الحوكمة المؤسسية بشكل أساسي ومباشر إلى تأثير القرارات الاستراتيجية على خلق القيمة، حيث أن السياسة العامة للمؤسسة محددة من طرف المسيرين، وتعظيم القيمة هي تحت مسؤولياتهم. ويعطي التعريف الأخير صراحة وجود أشكال مختلفة للحوكمة وعدم وجود شكل موحد لهذا النظام، لكن يبقى جوهر هذا النظام في استهدافه لتحسين صورة المؤسسة وزيادة الثقة لمختلف أصحاب المصالح.

وبصفة عامة فإن مختلف تعاريف الحوكمة المؤسسية تتضمن بشكل صريح أو ضمني أسئلة حول السلطة والرقابة والاتجاه العام للمؤسسة والمسؤولية، لكن التركيز على مركب أو آخر وطريقة أو أسلوب عمل الحوكمة المؤسسية هو الذي يختلف من تعريف لآخر.

وبالنسبة لـ "Charkham" في سنة 1994 فإن المشكل الجوهري للحوكمة المؤسسية هو إيجاد توازن بين السلطة والمسؤولية، ويظهر هدف التحليل بالنسبة لـ "Gomez" في سنة 1996 في حدين: الأول خاص بحرية الأفراد والثاني خاص بالخضوع لقواعد الإنتاج الجماعي، أما بالنسبة لـ"Charléty" في سنة 1994 فإن الحوكمة ترتكز على "نظرية الوكالة" بحيث أنه يمثلها كمجموعة إجراءات تهدف لحل مشكلة الوكالة، سواء بإعطاء المسيرين تحفيزات ليكون التسيير وفق مصالح موكليهم، أو بتوفير المعلومات الملائمة للمساهمين أو ممثليهم (مجلس الإدارة) لحثهم على مراقبة وتوجيه ومتابعة نمط تسيير المؤسسة[3].

ولقد تم تعريف الحوكمة من طرف (Shleifer & Vishny 97) " على أنها مجموعة المكنزمات التي يضمن من خلالها موفري الأموال مردودية الأسهم "[4]. ويرتكز هذا المفهوم للحوكمة على حماية المساهمين

[1] -Cabane P . ; Manuel de Gouvernance D'entreprise ; Eyrolles ; Paris ;2013 ; P: 24 .

[2] - Marc Ingham et autres, L'art de la finance, Finance d'entreprise et finance de marché , principes et applications , Village Mondial , Paris,1998, P : 348 .

[3]- Bessire D. Meunier J. ; Op.Cit; P:187.

[4]- Louizi,Op.Cit, P : 19.

كمستفيد حصري من القيمة، وبالتالي مفهوم الحوكمة هنا آخذ من منظور ضيق يستهدف تحقيق أهداف المساهم فقط.

كما تم تعريف الحوكمة حسب Charreaux (97) الذي اقترح مقاربة موسعة لمفهوم الحوكمة المؤسسية، على أنها مجموعة مكنزمات تحكم سلوك المسيرين وتحدد تقديراتهم، وهنا يتعلق الأمر بمجموعة المعايير التي تستهدف خلق تجانس بين دوال المنفعة لكل من المساهمين والمسيرين، بمعنى الاهتمام بمشكل التعارض في المصالح بين مختلف الأعوان عن طريق محاولة تقريب أهدافهم من بعضها البعض ، حيث يعتبر الحوكمة المؤسسية "مجموعة مكنزمات تنظيمية تهدف إلى الحد من السلطات والتأثير على قرارات المسيرين، بمعنى أن "تُحكِم" قياداتها وتُعرِف بفضاءاتها التقديرية "[1].

كما أنه وفي نفس السياق تم تعريف الحوكمة من الزاوية الموسعة من قبل Larcker et Tayan (2011) على أن الحوكمة هي: "مجموعة آليات الرقابة التي تتبناها الشركة لتجنب أو التخلص من احتمال تغليب المصلحة الذاتية للمسيرين خلال ممارسة أنشطة المؤسسة، والإضرار بمصالح المساهمين وباقي أصحاب المصلحة".[2]

كما عرّف Rajan et Zingales(2000) الحوكمة على أنها " مجموعة مكنزمات تخصيص وممارسة السلطة الترتيبية في المؤسسة "[3]. وهنا تم انتقاد النظرة المرتكزة على المساهمين، وبالمقابل يدعمون أن توزيع السلطة وخلق القيمة للأطراف الفاعلة في المؤسسة هي مكنيزم حوكمة يرتكز على منع نشوب صراعات وبالتالي يعمل على تقريب دوال المنفعة بين مختلف الأطراف.

ولقد حظي مفهوم الحوكمة باهتمام الجمعيات المهنية والمنظمات العالمية، فمثلا تم تعريف الحوكمة من قبل جمعية Cadbury على أنها: "الأسلوب الذي يحقق التوازن بين الأهداف الاقتصادية والاجتماعية من جهة، وبين الأهداف الفردية والمشتركة من جهة أخرى، وأن إطار حوكمة الشركات يشجع على الاستخدام الفعال للموارد ويحث على توفير نظم محاسبية ومساءلة عن إدارة هذه الموارد، والهدف من ذلك كله هو تقريب مصالح الأفراد والشركات والمجتمع قدر الإمكان "[4].

---

[1]- Louizi, Op.Cit, P : 19.

[2]- David Larcker , Brian Tayan , Corporate governance hatters, a closer look at organizational choices and their consequences , Pearson Education , 2011,p8.

[3]- Louizi; Op.Cit; p:19.

[4]- Cadbury committee ,Report of the committee on the financial aspect of corporate governance, London, Gree and Colt,92.

كما عرفتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE على أن الحوكمة هي: "مجموعة من العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها ومساهميها، والأطراف الأخرى التي لها اهتمام بالشركة، كما أنها تبين الآلية التي توضح من خلالها أهداف الشركة والوسائل لتحقيق تلك الأهداف ومراقبة تحققها، وعليه فالحوكمة الجيدة هي التي توفر لكل من المجلس والإدارة التنفيذية الحوافز المناسبة للوصول إلى الأهداف التي تصب في مصلحة الشركة، وتسهل عملية إيجاد مراقبة فعالة، وبالتالي تساعد الشركة على استغلال مواردها استغلالا رشيدا يمكنها من تحقيق الأهداف المسطرة في ما يعرف بكفاءة الأداء"[1].

وكخلاصة، فإن تعريف الحوكمة المؤسسية تباين بشكل كبير بين مختلف الباحثين والجمعيات وكل منهم ركز على جوانب معينة، ومنهم من ركز على جانب ضيق تمثل في استهداف خدمة مصلحة المساهمين، باعتبارهم الملاك ولأنهم الطرف المتبقي (في إطار العلاقات التعاقدية)، وهناك من ركز على استهداف الحوكمة لخدمة مصلحة أصحاب المصالح ككل بمعنى المصلحة الاجتماعية، وهي النظرة الأوسع والأشمل في ظل محيط تأثيراته شاملة وبعيدة المدى.

وتبقى التعاريف التي تناولت الحوكمة المؤسسية مع الإشارة إلى أنها تنظيم يؤطر هدف خلق القيمة* ويبحث عن سبل توزيعها في المؤسسة بين مختلف أصحاب المصلحة، ربما التعريف الأدق والأشمل المناسب لسياق هذه الدراسة، كما نستهدف اختبار تحقيق هذا التنظيم لهدفه عمليا في ظل الظروف الراهنة، مع الأخذ بعين الاعتبار الأدوات المحققة للهدف في ظل تعارض المصالح وعدم التماثل المعلوماتي والمعرفي بين الأطراف أصحاب المصلحة.

ثالثا- نظام الحوكمة المؤسسية

يذهب البعض إلى تعريف الحوكمة على أساس أنها نظام يتكون من مجموعة أجزاء تعمل على تفعيل الامكانات وتوظيف الموارد بطريقة كفأة، هذه الأجزاء ثلاث وهي[2]:

<u>الجزء الأول</u>: المدخلات وهو ما تحتاج إليه الحوكمة من مستلزمات وما يتعين توفيره لها من مطالب، سواء كانت مطالب تشريعية أم إدارية أم قانونية أم اقتصادية مجتمعة.

---

[1]- Organization for economy cooperation and developement (2000) , principales of corporate governance, OECD publications survi.

*يتم التعرض لهذا المصطلح بالتفصيل في الفصل الثاني من هذه الأطروحة. وحسب النظرية المالية فان الهدف بالنسبة للمؤسسة هو خلق القيمة.

[2] علاء فرحان طالب، ايمان شيحان المشهداني ، مرجع سبق ذكره، ص 25- 26.

الجزء الثاني: تشغيل الحوكمة ويشير إلى الجهات المسؤولة عن تطبيق الحوكمة والمشرفة على ذلك، وكذا جهات الرقابة وكل كيان إداري داخلي أم خارجي يسهم في تنفيذ الحوكمة ويشجع الالتزام بها فضلا عن تطوير أحكامها.

الجزء الثالث: المخرجات حيث المراد من هذا الجزء هو الاشارة إلى أن الحوكمة ليست هدفا بحد ذاتها، بل هي وسيلة لتحقيق أهداف يسعى إليها الجميع.

فمخرجات نظام الحوكمة هي مختلف المبادئ والقوانين والقواعد والممارسات المختلفة التي بها يتم تحقيق أهداف مختلف أصحاب المصالح في المؤسسة مع تعزيز الافصاح والشفافية.

كما يمثل **(Roland Pérez)** نظام الحوكمة على أنه مكون من ثلاث عناصر[1]: الهياكل والاجراءات والسلوكيات، وفيما يلي بيان لهذه المكونات.

1- **الهياكل** وهي متنوعة داخلية كـ: الجمعية العامة، مجلس الادارة أو المراقبة واللّجان المختلفة ....الخ. وخارجية كـ: محافظ الحسابات، مراجع خارجي، سلطات تنظيمية، وكلات التنقيط....الخ.
2- **الاجراءات** وتتمثل في القوانين والرموز أو القواعد وحتى في التطبيقات الجيدة للحوكمة. وتتعلق هذه الاجراءات أساسا بجمع المعلومات، وعمل أعضاء الحوكمة وطريقة تحقيق بعض العمليات.
3- **السلوكيات** والمتعلقة بالأشخاص الذين يعملون في الهياكل ويطبقون مختلف الاجراءات.

ويقترح .Cabane P لتعريف نظام الحوكمة لمؤسسة أنه ينبغي توفر هذا النظام على أربع عناصر مفتاحية كما هي مبينة في الجدول أدناه:

[1]- Cabane P . ;Op.Cit ; P :26-27 .

* يتم التعرض لهذا المصطلح بالتفصيل في الفصل الثاني من هذه الأطروحة. وحسب النظرية المالية فان الهدف بالنسبة للمؤسسة هو خلق القيمة

جدول رقم 01: العناصر المفتاحية لنظام الحوكمة

النصوص	الأعوان
النصوص الداخلية: النظام الأساسي، القانون الداخلي، الميثاق..... النصوص الخارجية: القوانين، التعاليم، Soft Law، التطبيقات.....	الأعوان الداخليين: المساهمين، المسيرين، الإداريين..... الأعوان الخارجيين: الدولة، السوق، محافظ الحسابات، البنك.....
الهيئات	**العلاقات**
الجمعية العامة، مجلس الادارة ، اللجان، مجلس مراقبة، السلطات التنظيمية.....	السلوكات، الاجراءات الداخلية، نموذج العمل، ثقافة وقيم المؤسسة.....

Source: Cabane P . ; Manuel de Gouvernance D'entreprise ; Eyrolles ; Paris ;2013 ; P :27 .

من خلال هذه العناصر المفتاحية المكونة لنظام الحوكمة، فإن النصوص كأهم مفتاح في نظام الحوكمة وكأساس نظري لهذا النظام، فإنه ينبغي التعرف على جوهرها قبل الدخول في تفاصيل موضوع الحوكمة. حيث نجد أن النصوص التأسيسية للحوكمة عديدة ولقد سمحت للحوكمة المؤسسية بالتطور، ويمكن التفريق بين عدة مصادر تقدم الأسس النظرية والتنظيمية لهذا النظام أهمها[1]:

- **النصوص Les textes** وهي نتيجة البحوث الجامعية والمعاهد المتخصصة.
- **التقارير Les rapports** وتعود لشخصيات معترف بها، وعادة ما تكون كردة فعل على أحداث خاصة .
- **القوانين Les lois** معدة من طرف الدولة لتثبيت اطار قانوني.
- **القواعد Les codes** ناتجة عن التنظيمات العملية، وهي تقدم توصيات خاصة بالتطبيق.
- **القانون المرن أو القانون الملائم** وهي ترجمة لـ **" Soft Law"** ، والذي يمثل قواعد قانونية موصى بها لكن ليست إجبارية.
- **التطبيقات الجيدة "Best Practices"** أو **"Meilleures Pratiques"**، وتعكس التعليمات المأخوذة من التطبيق العملي للحوكمة المؤسسية، كما تعكس مجموعة قواعد حوكمة أين

[1] - Cabane P . ;OpCit; P :27 .

تطبيقها إرادي، وهي تضم توصيات يتم السعي لبلوغها على أنها "مثلى"[1]. وبالتالي فالتطبيقات الجيدة متعددة بتعدد مناخات تطبيقها – أكثر من 200 من التطبيقات الجيدة عبر العالم -.

المطلب الثاني: تطور ومبررات زيادة الاهتمام بالحوكمة المؤسسية

شهد مصطلح الحوكمة المؤسسية تطورات فكرية وعملية، وأوجد لنفسه مكانة خاصة واستخدام شائع في مختلف أدبيات الإدارة، وعلى الرغم من أن هذا المفهوم تطرق إليه علماء الاقتصاد قديما مثل (Berte و Means 1932)في كتابهما " الشركة الحديثة والملكية الخاصة " والذي يُعني بأداء الشركة الحديثة والاستخدام الفعال للموارد فضلا عن القضايا المرتبطة بفصل الملكية عن الإدارة، إلا أن تحديد أصل هذا الموضوع يعود إلى الفضائح المالية والتي استطاعت الهيئات التشريعية والقانونية تحديد أسبابها والتي تعود أساسا إلى فشل الرقابة المالية في الشركات والفساد وعدم الإفصاح والشفافية في التقارير المالية[2] .

ولقد جاء مفهوم الحوكمة واهتمام المؤسسات الدولية به بعد الأحداث التي وقعت خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي من فساد وسوء إدارة في عديد المؤسسات الكبرى التي انتهت بعضها إلى الافلاس والزوال، كما انتهى ذلك إلى فضائح لعدد من البنوك والشركات، والذي خلف أزمات وانهيارات، وكل ذلك بسبب عمليات التزوير والاختلاس والفساد وغياب لأخلاقيات الأعمال.

أولا- الظروف العامة لزيادة الاهتمام بالحوكمة المؤسسية

أصبحت مختلف المنظمات في ظل التطورات في الأوضاع الاقتصادية والدولية تدعو إلى تحصين وضعها بتطبيق أسس وقواعد الحوكمة المؤسسية، وتدعو الدول التي كانت تطبق نظم رقابة ضعيفة إلى الإسراع في تفعيل هذه النظم خشية ما حدث من انهيارات للشركات والمؤسسات في بعض دول العالم. ولقد ظهر مفهوم الحوكمة كجزء من ثقافة عالمية ترتكز على تعزيز مشاركة الأطراف المجتمعية المختلفة مع الحكومة في صنع وتنفيذ السياسات العامة، وللتعبير عن التفاعل أو المشاركة بين الدولة والمجتمع المدني والقطاع الخاص لتحقيق التنمية المستدامة[3].

---

[1]- Wirtz P ; Meilleures pratiques de gouvernance de gouvernance ; théorie de la firme et modeles de création de valeur. Une appréciation critique des codes de bonne conduite. cahier du FARGO n 1040401 ; Avril 2004 .

[2]- علاء فرحان طالب، ايمان شيحان المشهداني، مرجع سبق ذكره، ص:27

[3]- مدحت محمد أبو النصر، مرجع سبق ذكره، ص:41.

كما طُرح مفهوم الحوكمة في عدة مجالات: اقتصادية واجتماعية وسياسية وثقافية وتأثر بمجموعة من الأحداث، وشهد تطور ملحوظ خاصة منذ منتصف الثمانينات[1].

ولقد تم تأسيس هيئة Treadway commision عام 1985 في و م أ وهي هيئة وطنية لدراسة التقارير المالية بعد مختلف الانهيارات، وتمثل دورها الأساسي في تحديد أسباب سوء تمثيل الواقع في التقارير المالية وتقديم التوصيات[2].

كما شكلت بورصة لندن للأوراق المالية لجنة Cadbury commitee عام 1991 تضمنت ممثلين عن الصناعة البريطانية ومهمتها وضع مشروع للممارسات المالية لمساعدة الشركات في تحديد وتطبيق الرقابة الداخلية، وتم إصدار أول تقرير عن هذه اللجنة ركز على دراسة العلاقة بين الإدارة والمستثمرين والحاجة إلى لجان تحقيق فاعلة، كما أشار التقرير إلى دور مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، والدعوة إلى فصل مسؤولياتها وتحديد صلاحياتها[3].

كما عملت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية(OCDE) على إصدار مجموعة من المبادئ والقرارات والتقارير الرسمية الدولية والمحلية تحث على تطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية، كصدور قانون Sarbanex Oxley عام 2002 في الولايات المتحدة الأمريكية والذي من أبرز ملامحه منع وايقاف المسؤولين الذين يستغلون مناصبهم من أجل الثراء على حساب الأطراف الأخرى، كما أن من أهم بنوده التأكيد على المسؤولين الكبار في الشركة لتقديم تأكيد شرفي على صحة وسلامة القوائم المالية، وأن هذه القوائم تعكس الوضع الحقيقي للشركة، كما تضمن التأكيد على مراجع حسابات الشركة على ممارسة مسؤولياته عن طريق الفحص المستقل للقوائم المالية للشركة، والشهادة على صحتها وموثوقيتها وإمكانية اعتمادها أساسا في اتخاذ القرار. حيث أن تشريع قانون اوكسلي (Oxley) عام 2002 صُمم لبناء السوق المالي. بالإضافة إلى صدور قانون الأمن المالي في فرنسا الذي يحدد شروط ممارسة مهنة مراجعة الحسابات والتصنيف للمنشأة المدرجة في البورصة[4].

كما فرضت الهيئات الدولية لتنظيم المحاسبة IAS/IFRS Commitee تطبيق المعايير المحاسبية الدولية على الشركات المدرجة في البورصة لتسهيل اتخاذ القرارات خاصة الاستثمارية وامكانية المقارنة.

---

[1]- Thierry,W,G et *al.* , Developpement durable et gouvernance d'entreprise, un dialogue promoteur, ed d'organisation, Paris,2003,p ;102.

[2]- علاء فرحان طالب، ايمان شيحان المشهداني ، مرجع سبق ذكره، ص28

[3]- المرجع نفسه، ص28-29.

[4]- بورقبة شوقي ، غربي عبد الحليم ، مرجع سبق ذكره، ص131.

وعليه فمفهوم الحوكمة وتطوره، وتطبيقه كنظام في المؤسسة كان بسبب الحاجة إلى تنظيم ذو مصداقية يؤطر العمل الإداري في ظل مختلف التحولات التي شهدها ويشهدها العالم. ولقد كانت بداية تطبيقه في الولايات المتحدة الأمريكية ثم أوروبا ثم إلى كل أنحاء العالم.

ثانيا-أسباب زيادة الاهتمام بالحوكمة المؤسسية

يمكن تلخيص أهم أسباب بروز مفهوم الحوكمة من الناحية الفكرية والعملية، والذي ما هو إلا انعكاس لمختلف التطورات والتغيرات الحاصلة في مختلف الظروف الداخلية والخارجية للمؤسسة في النقاط التالية:

- العولمة كمسار وما تتضمنه من عمليات تتعلق بعولمة مختلف القيم وحقوق الإنسان.
- تزايد دور المنظمات غير الحكومية على المستوى الدولي والوطني.
- عولمة الآليات والأفكار الاقتصادية، وهو ما أدى إلى تزايد دور القطاع الخاص.
- التحولات في مختلف الميادين على المستوى العالمي ونتائجها.
- شيوع ظاهرة الفساد عالميا، ما يدفع إلى ضرورة التفكير في انتهاج آليات تجعل من الأنظمة أكثر شفافية بقصد القضاء على هذه الظاهرة[1].
- ضعف مستوى أخلاقيات الأعمال الذي نتج عنه غياب الثقة والنزاهة والمصداقية.

ولقد خلفت كل هذه الظروف آثار مهمة في الاقتصاديات العالمية والمحلية، وهو ماعزز تبني مفهوم الحوكمة عمليا خاصة بعد الانهيارات الاقتصادية لكبريات الشركات العالمية، وكذا الأزمات المالية التي شهدتها بعض الدول كدول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية عام 1997 ،2001 ، 2002 والتي تعود أسبابها أساسا لتفشي ظاهرة الفساد المالي والإداري وعدم امتلاك المؤسسات لأسلوب سليم في الموازنة بين الرقابة والإشراف في الإدارة ، بالإضافة إلى اتساع حجم المشاريع وزيادة انفصال الملكية عن الإدارة.

ثالثا- أهمية الحوكمة المؤسسية

من خلال زيادة الاهتمام بالحوكمة للمبررات المذكورة أعلاه تظهر أهمية هذا المفهوم في عدة مجالات، الاقتصادية والقانونية والاجتماعية.

[1]- مدحت محمد أبو النصر، مرجع سبق ذكره، ص 42.

ففي **المجال الاقتصادي** تبرز أهمية الحوكمة في كونها تعمل على ضمان رفع الأداء المالي وتخصيص أموال الشركة وتدعيم مركزها التنافسي من خلال كسب ثقة أصحاب المصلحة في السوق، بالإضافة إلى أنها تساعد على جذب الاستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية.

أما من **الناحية القانونية**، فيهتم القانونيون بالحوكمة المؤسسية لأنها تعمل على ضمان حقوق أصحاب المصلحة، لهذا تعتبر التشريعات المنظمة لعمل الشركات العمود الفقري لأطر وآليات حوكمة الشركات، حيث تنظم القوانين واللوائح الداخلية بشكل محدد ودقيق العلاقات بين الأطراف المعنية في الشركة (قانون الشركات، قانون المنافسة، قانون الضرائب....الخ). وعليه فأهمية حوكمة الشركات من الناحية القانونية ترجع إلى القدرة على التغلب على الممارسات السلبية في صيغ العقود المبرمة.

وفي **المجال الاجتماعي** وباعتبار أن الشركات تؤثر وتتأثر بالحياة العامة فأداؤها يؤثر على الوظائف والمداخيل والمدخرات ....الخ، لذا فان الحفاظ على هذه الشركات ودفعها لتحقيق الأفضل بحسن تسييرها تعتبر عناصر مهمة في معادلة الأداء الاجتماعي. لذا فان الإطار الأشمل للحوكمة غير مرتبط فقط بالنواحي القانونية والمالية والمحاسبية للشركات، ولكنه مرتبط ارتباط وثيق بالنواحي الاقتصادية والاجتماعية بالإضافة للنواحي القانونية، ويمكن القول أنه إذا صلحت الشركة أو المؤسسة كنواة صلح الاقتصاد، وإذا فسدت فإن تأثيرها قد يمتد ليضر عددا من فئات الاقتصاد والمجتمع[1].وعليه فأهمية الحوكمة تعود لما تحققه للمؤسسة وللمساهمين وباقي أصحاب المصلحة من ثقة في إدارة الأعمال، والحد من الفساد، وتحقيق الأهداف في ظل التنمية المستدامة.

كما يمكن التمييز بين أهمية الحوكمة المؤسسية بالنسبة للمؤسسة ذاتها، وبالنسبة للمساهمين فيما يلي[2]:

1- أهمية الحوكمة بالنسبة للمؤسسة:

- الرفع من الكفاءة الاقتصادية للشركة بوضع أسس للعلاقة بين الأطراف الثلاث : مديري الشركة ومجلس الإدارة والمساهمين،

[1]- حسام الدين غضبان، مساهمة ركائز حوكمة الشركات في خلق القيمة للمؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة المؤسسة العمومية لأشغال الطباعة باتنة، الجزائر- مجلة الحقيقة، جامعة أدرار، الجزائر، العدد 25، ص: 156-157.

[2] - Stephen S.; "Corporate Governance & The Role of Government" ; International Journal of Disclosure & Governance ; Vol.1 ; No. 4 ; September 2004 ; P:310.

- العمل على وضع إطار تنظيمي الذي من خلاله تحدد أهداف الشركة وطرق تحقيقها بتوفير الحوافز المناسبة لأعضاء مجلس الإدارة التنفيذية لكي يعملوا على تحقيق تلك الأهداف التي تراعي مصلحة المساهمين،

- تتيح الحوكمة للشركة الانفتاح على أسواق المال العالمية وجذب المستثمرين لاسيما الأجانب منهم لتمويل المشاريع التوسعية،

- يزيد تطبيق قواعد الحوكمة من ثقة المستثمرين لأن تلك القواعد تضمن حماية حقوقه.

2- **أهمية الحوكمة بالنسبة للمساهمين:**

- تساهم الحوكمة في ضمان الحقوق لكافة المساهمين مثل حق التصويت، وحق المشاركة في القرارات الخاصة بأي تغيرات جوهرية قد تؤثر على أداء الشركة في المستقبل،
- الإفصاح الكامل عن أداء الشركة والوضع المالي والقرارات الجوهرية المتخذة من قبل الإدارة العليا ما يسمح للمساهمين بتحديد المخاطر المترتبة على الاستثمار في شركات استثماراتهم.

المطلب الثالث: الأسس النظرية للحوكمة المؤسسية

بعد التطرق لأسباب زيادة الاهتمام بنظام الحوكمة يظهر أن تطور هذا المفهوم كان أيضا بالموازاة مع تطور مفهوم المؤسسة ذاتها، مع الاستناد الى أسس نظريات المنشأة التعاقدية والمعرفية.

أولا: تطور مفهوم المؤسسة

موازاة مع مختلف التغيرات الكثيرة والسريعة التي يشهدها العالم في جميع الميادين، وعلى غرار ما يحدث في المحيط الاقتصادي والمالي فان مفهوم المؤسسة شهد هو الاخر تحولات موازية. فبعد أن كانت المؤسسة عبارة عن مجموعة من العناصر الموكلة لإنتاج السلع و/أو الخدمات ومبادلتها في السوق، أو كما يمكن وصف المؤسسة كمجموعة عوامل إنتاج تعمل تحت سلطة فرد أو مجموعة أفراد لتوليد أرباح وهذا مقابل إعداد سلع و/أو خدمات. فلقد أصبح مفهوم المؤسسة وحسب النظرية النيوكلاسيكية "فالمؤسسة عبارة عن عقدة عقود [Noeud de contrats] مكتوبة أو ضمنية بين حاملي وسائل الإنتاج والزبائن، وهي صورة قانونية، تسعى في جوهرها إلى قرارات تعاقدية، والتي تتميز بعدم التصديق الشخصي على أصولها وعوائدها، حيث يمكن التصرف في هذه الأخيرة دون إعطاء موافقة المتعاقدين الآخرين"[1]. وحسب نفس

[1] - Hirigoyen G. Jobard J. P., " Financement d'entreprise: révolution récente et perspectives nouvelles." Encyclopédie de gestion ; T 1 ;1997 ; P: 1337.

النظرية فإن المؤسسة هي "نموذج تنظيم التنافس في السوق لإثبات الوجود بالطريقة التي تسمح بتخفيض بعض التكاليف، خاصة تكاليف الرقابة، وتكاليف المعلومات الناتجة عن عمليات التبادل في السوق"[1]. إذن فالنظرية النيوكلاسيكية، تعتبر المؤسسة ليست شخصاً له سلطات خاصة، فلا توجد هناك صفات داخلية أو خارجية مميزة للمنشأة، كما أنه لا يوجد ترتيب لمختلف الوكلاء، ولكنها كيان معنوي ومجموعة علاقات تعاقدية.

أما بالنسبة لـ "G. Charreaux" فإنه يعبر عن المؤسسة "كمركز لخلق القيمة "[2]. بمعنى أن وجود المؤسسة مقرون بمدى تحقيقها لهدف خلق القيمة الذي هو هدف الإدارة المالية الحديثة، وهو الهدف الذي يجمع مختلف أصحاب المصالح. ولقد أحدث تطور مفهوم المؤسسة مجموعة ارتباطات وعقود بين مختلف الأعوان، وترتكز هذه الارتباطات أساسا على نظريات العقد. وفيما يلي يتم التطرق لكل من النظريات التعاقدية للمنشأة والنظريات البديلة التي تعتبر كليهما أسس نظرية الحوكمة المؤسسية.

ومع تعدد التعاريف والأسس للحوكمة فإنه يمكن القول أنه لا توجد نظرية ريادية للحوكمة، فهذه الأخيرة هي نتيجة بناءات نظرية ترتكز إما على النظريات التعاقدية، أو النظريات المعرفية للمنشأة.

ثانيا-النظريات التعاقدية للمنشأة

ترتكز هذه النظريات على وجود صيغة عقد بين طرفين أو أكثر لإدارة أعمال ذات أهداف مشتركة بين هذه الأطراف، وتضم النظريات التعاقدية للمنشأة نظرية الوكالة، ونظرية تكاليف المعاملات، ونظرية حقوق الملكية.

1- نظرية الوكالة

1-1 جوهر مشكل الوكالة: يعود جوهر مشكل الوكالة إلى الانفصال بين الملكية والتسيير أو بمعنى آخر بين الإدارة والتمويل، فمقدمو الأموال يحتاجون إلى الخبرة المتخصصة للمديرين التي تمثل رأس المال البشري الذي يمتلكه المدير ومروج المشروع لتوليد العوائد على الاستثمارات، وبمقابل هذا فإن المدير يحتاج إلى الأموال التي يقدمها المساهمين وكذا الدائنين. والسؤال المطروح كيف يمكن للمساهمين (خاصة) أو المستثمرين(عامة) التأكد من حصولهم على أي شيء من المدير عدا صك السهم أو السند؟، فجوهر مشكلة الوكالة يكمن في الانفصال بين الملكية والإدارة، والصعوبات التي يواجهها المستثمرون أو مقدمو

[1] - Bancel F. "La gouvernance des entreprises", Economica, Paris, 1997, P : 12.

[2] - Charreaux G. "Finance d'entreprise" éd: EMS, Paris, 2000, P:28.

الأموال تكمن في مدى تأكدهم من أن أموالهم لن يتم استغلالها في غير مصلحتهم، لهذا لابد من صيغة تحقق على الأقل الحد الأدنى من الضمان. ولهذا يقوم أصحاب الأموال والمديرين بتوقيع عقد يحدد كيفية تصرف المديرين بشأن الأموال وكيف يتم توزيع العوائد بين مختلف الأعوان، وكوضع أمثل لابد أن يكون العقد الموقع كاملا، بحيث يحدد تفصيلا وبدقة ما الذي يفعله المدير في كل حالة من الحالات التي يمكن أن تواجهه، وكيف يتم تخصيص الأرباح. لكن الصعوبة التي تواجه مثل هذه العقود الكاملة تكمن في أن المستقبل يصعب -إن لم يكن مستحيلا- التنبؤ به، وكنتيجة لهذا فإن هذا النوع من العقود من الناحية العملية أو الفنية غير ممكنة، وحتى أنها غير مجدية، إضافة إلى هذا فإن هذه المشكلة لا يمكن تحاشيها حتى ولو عمل المديرون على جمع أكبر قدر من الأموال والعمل بجد وإخلاص لإرضاء الممولين عن طريق صياغة عقود كاملة، ولهذا السبب وكذلك نتيجة لبعض المشاكل المتعلقة بتصميم العقد، فقد أصبح من الضروري بالنسبة لكل من المديرين والممولين تخصيص بعض حقوق التحكم الإضافية، بمعنى الحقوق الإضافية الخاصة باتخاذ القرارات في الحالات التي لم يغطيها العقد وهي تلك التي لم تكن معروفة ولا يمكن التنبؤ بها عند التعاقد، وفي هذا الصدد فإن نظرية الوكالة تقدم كيفية التعامل مع تخصيص حقوق التحكم الإضافية بكفاءة[1].

ومن حيث المبدأ يمكن تخيل العقد الذي يتم بموجبه قيام الممولين بمنح أموالهم للمديرين، بشرط احتفاظ الممولين بجميع حقوق التحكم الإضافية، حيث أنه في أي وقت قد تحدث أمورا غير متوقعة، الممولين هم الذين يقررون ما الذي يجب عمله، ولكن في الواقع لا يعتبر هذا عملياً وذلك لسبب بسيط يتمثل في أن هؤلاء الممولين ليسوا مؤهلين بما يكفي -غالباً- لأنْ يتخذوا القرار المناسب، ولذات السبب تم استئجار المديرين، ونتيجة لذلك فمن الناحية العملية ينتهي الوضع إلى أن يحصل المديرين (المسيرين) بدلاً من الممولين على أغلب حقوق التحكم الإضافية، ويحصلون على الحق في تخصيص الموارد فيما يجدونه مناسباً من وجهة نظرهم[2].

ونتيجة لهذا فإن القرارات المتخذة من طرف المسير قد لا تكون في صالح المساهم مباشرة، ما قد يولد تنازع وصراع في المصالح بينهم. ومن أجل أن يحمي المسيرون مصالحهم فإنهم يسلكون سلوك "التأصل".

2-1 تعريف نظرية الوكالة وأهم التكاليف المتولدة عنها: هي نظرية عامة تتمركز على علاقة الوكيل والموكل (Principal–agent)، تطبق أيضا في تحليل المؤسسة، حيث تصنف العلاقات بين المساهمين والمسيرين في

1- خيري علي الجزيري "التحكم في المنشأة من وجهة نظر نظرية الوكالة المالية، توصيف المشكلة في المنشأة المصرية ومناقشة التراث العلمي" مجلة آفات جديدة، جامعة المنوفية، العدد الرابع ،1997، ص:27-28.

2 - نفس المرجع، ص:28.

إطار عدم التماثل المعلوماتي، فهؤلاء لهم مصالح متعارضة مع المساهمين، حيث يبحث هذا الأخير عن تعظيم قيمة المنشأة في حين يبحث المسير (Agent) عن تعظيم دخله. كما تسمح نظرية الوكالة بشرح سياسات المنشآت آخذة بعين الاعتبار رقابة ومتابعة المسير أو المساهم في المؤسسة.

وتقوم هذه النظرية على تحليل العلاقة بين الوكيل والموكل (Principal-agent) أين تكون لهم مصالح مختلفة، فالمساهم مثلا هو الأصيل الذي تتوفر لديه معلومات أقل من الوكيل الذي هو المسير، وحسب "Charreaux" في سنة 1987 فإن "وجود مشكل الوكالة مرتبط بعدم التأكد، وبنقص ملاحظة الموكل للجهود المبذولة من طرف العميل وتكاليف تأسيس وتنفيذ العقود ...هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن مشكل عدم التأكد مرتبط أكثر بعدم وضوح الملاحظة وعدم التماثل المعلوماتي بين الطرفين"[1].

إن مشكل الوكالة ناتج أساساً عن عدم التماثل المعلوماتي السائد بين الوكيل والموكل، فإذا كان الموكل يعرف بكل ما يقوم به الوكيل، فلن يمكن للوكيل إطلاقاً القيام بأعمال في غير صالح الموكل وبالتالي فلا وجود لمشكل الوكالة[2]، في إطار علاقة الوكالة التي تجمع الوكيل والموكل، فإن كل طرف يبحث عن تعظيم دالة المنفعة بالاستفادة من تغيرات العقود المرتبطة بظروف عدم التأكد، هذا السلوك تنتج عنه تكاليف والتي يمكن تصنيفها إلى[3] :

1- التكاليف المالية للعقد والمتضمنة:

أ - تكاليف المعاملات لإعداد العقد (تكاليف إصدار الأوراق المالية).

ب- تكاليف الفرصة المفروضة من قبل من يمارس نوع من الضغط على القرارات، وبالتالي قد يؤدي إلى الابتعاد عن القرار الأمثل بسبب التقيد بسند الاتفاقية أو التعهد.

ج- التحفيزات الممنوحة للوكيل لتشجيع التسيير الذي يتماش مع أهداف الموكل.

2- تكاليف المراقبة المتحملة من طرف الموكل للحد من انتهازية الوكيل، كتكاليف المراجعة.

3- فقدان الثروة (كتكلفة) بالنسبة للموكل كنتيجة لاختلاف الأهداف والمصالح بينه وبين وكيله (كالإفراط في حسابات المصاريف من قبل العون المسير).

[1] - Wamba H.; "L'impact de l'asymétrie d'information dans l'optimisation de la valeur de l'entreprise: exemple de la PME Camerounaise"; Université de Yaoudi; Cameroun;2004; P: 3.

[2] - Emery R. D. Finnerty J.;"Principles of finance with corporate applications"; West Publishing Company; 1991; P:219

[3] - Ibid, P: 222-223.

فبالنسبة للمسيرين باعتبارهم وكلاء، عليهم أن يسيروا المؤسسة بأحسن ما لديهم لضمان مصالح موكليهم، وباعتبار أن في حالة عدم رضا الموكلين (المساهمين) يقوم هؤلاء بالتخلص من حقوق ملكيتهم في السوق وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة مقارنة بالمؤسسات الأخرى في السوق*.

وكما تم التطرق إليه، فإن نظرية الوكالة تتدخل لإيجاد حلول لتعارض المصالح بين المساهمين والدائنين**. فالرجوع للاستدانة غالبا ما يكون ناتج عن عدم التماثل المعلوماتي مع الاختيار المضاد والخطر المعنوي***.

وباعتبار أن العائد والمخاطر مرتبطين طردياً، فإنه ولتحقيق العائد يمكن أن يُقبِل المقترض (المؤسسة) على استثمار أكثر مخاطرة بمجرد حصوله على القرض وهذا سيحول جزء من المخاطر التي من المفروض يتحملها المقترض (المساهمون) إلى المقرض، وقد عالج هذا المشكل العديد من الكتاب في المالية في إطار أسواق القرض أمثال[1] "Stglitz" في 1981-1985 و"Weiss"، "Konatas" في 1985 و"Chan"، "Bester" في 1987، "Diamond" في 1989-1991 و"Sharp" في 1990. ويحمِّل الاعتماد على الديون كل من المقترض والمقرض تكاليف الوكالة، حيث أن المقترض يتحمل تكاليف ليتأكد أن المقرض يحترم شروط العقد، وهذه التكاليف سوف تؤثر على قيمة المؤسسة ****.

يمكن أن تظهر علاقتين للوكالة على المستوى التنظيمي للمؤسسة، من جهة علاقة المساهمين والمسيرين حيث هنا المسيرين وكلاء المساهمين، ومن جهة أخرى المساهمين والدائنين وهنا المساهمين وكلاء للدائنين.

وبصفة عامة فإن تخفيض تكاليف الوكالة عامة تؤدي إلى تخفيض عدم التماثل المعلوماتي، كما تؤدي إلى الرفع من قيمة المؤسسة، على اعتبار أن تكاليف الوكالة هي تكاليف تسيير التعارض في المصالح بين مختلف الأعوان. ولقد بينت بحوث أن تقليص تكاليف الوكالة بين المساهمين والدائنين يسمح بالاقتراب من المزيج التمويلي الأمثل (ديون-أموال خاصة). وتلخيصا لما سبق فإن نظرية الوكالة هي نظرية مالية ترتكز على تسيير تعارض المصالح الناتج عن عدم التماثل المعلوماتي ونظرية لتمويل المؤسسة، بالإضافة إلى أنها أيضا نظرية لتنظيم القرارات المالية في المؤسسة[2].

---

* كملاحظة هنا الموكل لا يمكنه مباشرة ودوما التخلص من الوكيل أو استبداله بسبب سلوك التأصل الذي يمكن أن يسلكه.

** باعتبار هنا أن المساهمين في علاقتهم بالدائنين يسلكون نفس سلوك المسير اتجاههم (même inspiration).

*** الخطر المعنوي: moral hazard) حيث لا يمكن للطرف الذي لا تتوفر لديه المعلومات والذي يبادر بالمعاملة ملاحظة, إلا بصورة جزئية أعمال الطرف الذي تتوفر لديهم المعلومات (Cobbaut R. ; « Théorie Financiere ».4eme ed ;Economica ;Paris ;1997 P: 92).

[1] - Wamba H. Op.cit, P: 4.

**** بالأخذ بالاعتبار أن الهيكل التمويلي " الأمثل" له أثر على قيمة المؤسسة خلافا لنظرية Modigliani&Miller

[2] - Hutin H. ; « Toute la finance d'entreprise en pratique » ; Organisation ;3eme Ed ; 2003 ;P:286.

1-3- أسباب تعارض المصالح بين المساهمين والمسيرين:

حسب (Jensen et Meckling 76) فإن أسباب تعارض المصالح بين المساهمين والمسيرين يعود لثلاث مصادر أساسية هي:[1]

- **المصدر الأول** لتعارض المصالح ناتج عن أن المسيرين يديرون المؤسسة في اتجاه غير متلائم مع مصالح المساهمين، بمعنى آخر يسيرون بالشكل الذي يعظم المنفعة لديهم دون أن يستجيبوا لما ينتظره المساهمون وهو تعظيم قيمة المؤسسة، ومن أجل أن يحمي المسيرون مصالحهم فإنهم يسلكون سلوك التأصل*[2]. ومن بين النماذج المستعملة في تأصل المسيرين نذكر:

- **الاستثمار في الأصول النوعية:** حيث يمكن تعريف الأصول النوعية على أنها تلك الأصول التي بفضل مميزاتها تكون مقاطعة من طرف السوق حيث لا تتأثر مردوديتها باستعمالها بطريقة مثلى والتنازل عنها لا يسمح بتعويض جزء من تكلفتها. والمسير باستثماره في هذا النوع من الأصول يتحرر من مراقبة ومتابعة المساهمين فالوحيد الذي يمكنه استغلال هذا الأصل بصورة مثلى هو المسير. ولقد اقترح " A. Shéleifer" و "R. W. Vishny " مفهوماً لتأصل المسيرين عن طريق تحقيق هذه الاستثمارات النوعية والتي تجعل الاستغناء عن هؤلاء المسيرين أو استبدالهم أمراً مكلفاً جداً، وتسمح بالنسبة للمسيرين بالحصول على أجور مرتفعة وامتيازات ومكانة كبيرة في تحديد استراتيجية المؤسسة[(3)].
- **البحث عن النمو:** تعتبر أجور المسيرين تابعة لحجم المؤسسات وما تحققه، لهذا نجد أن المسيرين يبحثون عن التوسع والنمو حتى ولو كان ذلك على حساب خلق القيمة[(4)].
- **توزيع المخاطر:** إذا كان من السهل على المساهمين توزيع مخاطر استثماراتهم بتنويع المحفظة المالية، فإن المسيرين يصعب عليهم توزيع مخاطر "رأس المال البشري" الذي يوضع كلية في خدمة المؤسسة، وأن توزيع هذه المخاطر قد يؤدي إلى تعارض مع مصالح المساهمين[5]، كأن يكون مثلا مسيراً في مؤسستين متنافستين.

---

[1] -Louizy ;Op.Cit ; P:22.

* [2]- سلوك التأصل حيث يعرّف B. Pigé في عام 1998 التأصل على أنه " إجراء يسمح للمسير أن يتحرر من وصاية مجلس الإدارة في المؤسسة، حيث يمكنه بهذا الإجراء أن يسير المؤسسة حتى في اتجاه معاكس لتعظيم القيمة، ويتوقف تأصل المسير على مساهمته في رأس المال، وعلى مساهمته في شبكات العلاقات، وعلى الاعتماد على تقنيات الهندسة المالية عندما لا يتوفر لديه حجم مالي كاف، ... إلخ".

Hirogoyen G. Caby J. ; " La création de valeur de l'entreprise ;"Economica ; Paris ;2001 ; P :53.

[3] - Hirogoyen G. Caby J. Op.cit, P: 54.

[4] - Ibid.

[5] - Hirogoyen G. Caby J. Op.cit, P: 54.

- **العلاقات التعاقدية:** لا يظهر تأصل المسيرين فقط من خلال عقود صريحة، لكن أيضا أو بالأحرى غالباً من خلال عقود ضمنية تتوقف أساساً على الشهرة وعلى شبكة علاقات الثقة التي يكتسبها المسيرون عبر الزمن باستعمالهم لموارد المؤسسة[1].

ويعتبر المسير في مركز العلاقات التعاقدية الضمنية مع مختلف أعوان المؤسسة، وبالعودة إلى صعوبة أو عدم القدرة على تنفيذ عقد وكالة كامل يصبح التأصل أكثر قوة، بمعنى منع أي تغيير للمسيرين وذلك بعزل مكنزمات الرقابة عن طريق استعمال المعلومات أو تحقيق استثمارات نوعية تسمح بإبعاد المجموعات المنافسة، وبهذا فالمسيرون هم مجموعة خاصة من الأعوان، وبتوليهم لسلطة التسيير في المؤسسة فهم قضاة وطرف في النزاع في آن واحد.

كما أنه على المسيرين أن يضمنوا لباقي الأعوان توزيعاً متوازناً لخلق الثروة[2] فبالنسبة لـ "Hyafil" في عام 1996 وفي البلدان الأنجلوسكسونية يعتبر أن المساهمين هم من ينبغي أن تكون لهم الأولوية في حماية مصالحهم لأن باقي الأعوان المقدمة للموارد تتوفر لديها ضمانات ملازمة للعقد الموقع مع المؤسسة (عقد العمل، عقد التأمين، العقد التجاري،... إلخ)، على عكس المساهمين الذين قدموا رأس مال للمؤسسة لكن دون حصولهم على ضمانات واضحة عن عوائدهم في المستقبل، لأن هذه الأخيرة بطبيعتها متبقية[3]. ولهذا يظهر وجود الحوكمة المؤسسية ضرورياً وحتمياً لضمان مصالح كل الأعوان خاصة المساهمين وتنظيم علاقاتهم.

- **المصدر الثاني** هو اختلاف طبيعة استثمار كل من المساهمين والمسيرين، فالمسيرين يستثمرون في رأس المال البشري، على عكس المساهمين الذين يستثمرون في رأس المال المالي، بالإضافة إلى أن سلوك المسير اتجاه المخاطر يختلف عن سلوك المساهم، فالمساهم يكون أقل حساسية لتغيرات النتائج ومخاطر الإفلاس. حيث أن الخطر المتعلق برأس المال البشري للمسيرين غير قابل للتنويع، في حين أن مخاطر المساهمين يمكن تقليصها عن طريق استراتيجية تنويع المحفظة.

ومن هذا المنظور ولكي يحتفظ المسيرون بمناصبهم يمكنهم كما تمت الإشارة أعلاه الى ممارسة سلوك التأصل لحماية مصالحهم.

---

[1] - Cobbaut R. Op.cit, P : 345.

[2] - Bancel F. Op.cit, P:14.

[3]- Ibid.

- **المصدر الثالث** يكمن في أن المسيرين يملكون أفق محدود لوجودهم في المؤسسة وبالتالي فاختياراتهم ترتكز على الاستثمارات للمدى القصير، وهنا يعارض Charreaux(94) الفترة المتوسطة للوظائف التسييرية. أما بالنسبة للمساهمين فان الأفق النظري لاستثماراتهم غير محدود، لأن تقييم أي ورقة مالية يكون على أفق غير محدود، أما Rappaport (90) فيؤكد على التسيير على المدى القصير للمسيرين، لأن تقييم النتائج يكون على أساس قيم فصلية[1].

وتبعا للأسباب الثلاث المذكورة أعلاه كمصادر لتعارض المصالح بين المساهمين والمسيرين يظهر مشكل عدم تماثل المعلومات بين الطرفين الناتج عن انتهازية المسيرين كمصدر رئيسي لهذا التعارض.

2- نظرية تكاليف المعاملات: إضافة إلى علاقات الوكالة، فإنّ نظرية تكاليف المعاملات المطورة من طرف "Williamson" خلال 1975-1985 هي ضمن نظريات العقود، والتي تدرس العقد بين طرفين من الأعوان الاقتصادية، أين تكون لهما منافع متبادلة. وعلى أساس تحليل معمق لنشأة وطبيعة التكاليف المتبادلة، انطلق "Williamson" من افتراض اختبار طبيعة القواعد المتبادلة الأثر من قبل الأعوان الاقتصاديين لربط نشاطاتهم وأعمالهم بأدنى التكاليف[2].

ويرجع "Williamson" هذه التكاليف إلى النقائص والتضليل الكبير في المعلومات، لأن أساس تكاليف المعاملات هي التكاليف المتحملة لإجراء معاملة بأحسن شكل.

وبالنسبة لـ "Williamson" دائما، فإنه يفترض أن الأعوان الاقتصاديين تتوفر لديهم معلومات ناقصة عند إبرامهم للمعاملات معلومات ناقصة، وبالتالي يتم انتهاج سلوك مخالف عن ذاك الذي يصفه الاقتصاد الجزئي التقليدي بالعقلانية الكاملة في اتخاذ القرارات، حيث يكون سلوك اتخاذ القرار في ظل المعلومات الناقصة وفق عقلانية محدودة*، ورغم إمكانية تحديد كل الحلول الممكنة، وبالتالي الوصول للحل الأمثل إلا أن التكلفة المرتفعة وقيود الوقت للوصول للحل الأمثل تفرض سلوك عقلاني محدود.

ومن خلال هاتين النظريتين (الوكالة وتكلفة المعاملات) فإن الاختلاف القائم بينهما يكمن فيما سماه "Jensen" في 1983 بـ"وحدة التحليل الأولي"[3]، فوحدة التحليل الأولي في نظرية الوكالة هي الفرد الذي يحاول فرض مِكَنزم تعاقدي ليحل في الأخير ولصالحه تعارض المصالح، وبالنسبة لداعمي نظرية تكاليف المعاملات

---

[1]- Louizi A.; Op .Cit ;P :22

[2] - Wamba H. Op.cit, P:4.

* للاطلاع على المقصود بالعقلانية المحدودة أنظر الفصل الثاني، المبحث الثاني، المطلب الأول من هذه الأطروحة.

[3] - Cobbaut R. ; Op.cit, P:109.

فلابد من جعل نماذج العمل المسماة "معاملة" متوافقة ومتلائمة مع نماذج التحكم في المؤسسة بالشكل الذي يقلص هذه التكاليف، وبالتالي فوحدة التحليل الأولي في هذه النظرية هي المعاملة في حد ذاتها، والسؤال الجوهري هو درجة الكمال للعمليات من المنبع ومن المصب ومن الجنب. والأبعاد الرئيسية للتحليل حسب "Williamson" في 1985 هي من جهة طبيعة ونوعية الأصول المسيرة (asset specificity)، ومن جهة أخرى "تكرار المعاملات"، وتوصل وفق هذه القاعدة إلى منهجية علمية لهيكلة العلاقات. فعندما تكون درجة نوعية الأصل ضعيفة، فالارتباط النوعي للمنتجات المتبادلة يضمن لكل طرف مهتم حماية كافية ضد العقود الانتهازية للأطراف الأخرى، وبالتالي فمن غير الضروري إعداد عقد مركب يتوقع في جميع نماذجه تطور العلاقات بين الأطراف، فالتنسيق بواسطة الأسعار كاف، لأن العميل شأنه شأن المورد يعوض بسهولة. وعندما تكون درجة نوعية الأصل عالية جداً، لكن تكرار المعاملات ضعيف، تظهر الهيكلة الثلاثية أكثر ملاءمة: حيث يصبح من الضروري استدعاء طرف محايد ثالث (حكم، مقيم مستقل...) لحل الإشكال الحاصل. وإذا كانت درجة النوعية للأصل متوسطة وتكرارات المعاملات مرتفع، فهيكلة تعاقدية ثنائية تكون أكثر ملاءمة، حيث يكون للأطراف مصلحة في سلوك تعاوني لحل ودي للصعوبات الممكن مصادفتها. وعندما تكون درجة نوعية الأصل عالية، الهيكلة الأكثر ملاءمةً هي هيكلة موحدة الشكل أين التنسيق يكون عن طريق سلطة ترتيبية. ويبقى الهيكل الأمثل هو ذاك الذي يقلص "تكلفة المعاملة"[1]. نلخص فحوى هذه النظرية في الشكل رقم (01).

شكل رقم 01 : المنهجية العلمية لهياكل المعاملات.

تكرار المعاملات	درجة نوعية الأصول المتبادلة (Degré de spécificité des actifs)		
	ضعيف	متوسط	قوي
ضعيف		هيكلة ثلاثية. Structure trilatérale	
مرتفع		هيكلة ثنائية. Structure bilatérale	هيكلة موحدة. Structure unifiée
	الربط بالأسعار	الربط بالاعتماد على قواعد محددة.	

Source: Cobbaut R ; « Théorie Financiere ».4eme ed ;Economica ;Paris ; 1997; P : 110.

[1] - Cobbaut R. ; Op.Cit; P : 109 .

3- نظرية حقوق الملكية Théorie des droits de propriété TDP

ترجع نظرية حقوق الملكية إلى (72) Alchaim et Densetz حيث يعتبر هذا الاقتصادي أن فعالية المؤسسة تخضع لتعريف حقوق الملكية، لأن هذه الأخيرة تحدد شروط امتلاك الفائض الناتج عن النشاط.[1]

والمؤسسة حسب هذه النظرية شكل تنظيمي كفء يعمل كفريق وهذا من خلال تبادل هذا الفريق لحقوق الملكية المتمثلة في:[2]

- **حق الاستعمال L'usus** بمعنى حق استعمال المواد.
- **حق الاستغلال Le fructus** وتعبر عن حق الاستفادة من الأصل.
- **حق التنازلL'abusus** وتعني حق بيع المواد.

وحسب شكل الشركة يتم ممارسة هذه الحقوق.

- **المؤسسة الرأسمالية:** تجتمع الحقوق الثلاث السابقة في يد شخص واحد هو المالك عادة.
- **المؤسسة الإدارية:** يمتلك المساهم حق الاستغلال وحق التنازل ويمتلك المسير حق الاستعمال.
- **المؤسسة العمومية:** حق الاستعمال متاح للجميع أما حقوق الاستغلال والتنازل فتكون للسلطة العمومية أي الدولة.
- **المؤسسة التعاونية:** حق الملكية جماعي وهنا لا يوجد ملاك حقيقيون مما يميز غياب الرقابة الفعالة للتسيير.

ثالثا-النظريات الحديثة

وهي توسعة للنظريات التعاقدية أو أنها نظريات جديدة، وأهمها نظرية الوكالة الموسعة (نظرية أصحاب المصالح)، والنظريات المعرفية.

1. نظرية أصحاب المصالح(TPP) Théorie des parties prenantes

ترتكز نظرية أصحاب المصالح على مبدأ أنه ينبغي على المؤسسة ألا تهتم بمصلحة المساهمين فقط، لكن عليها الاهتمام بكل أصحاب المصالح التي هي على علاقة معهم. وبذلك هي نظرية تسييرية ونظرية معيارية في التنظيم الأخلاقي، وهو ما يقود عادة إلى التنسيق بين البعد التسييري والأخلاقي. والهدف الأساسي من هذه النظرية هو توسعة دور ومسؤولية المسيرين بعيدا عن تعظيم الربح للمساهمين، حيث يجب

[1] - بابركاني أم خليفة، آليات الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة التنظيم والعمل، العدد5، جامعة معسكر – الجزائر ، جانفي 2014.
[2] - نفس المرجع ص2.

إدخال حقوق ومصالح غير المساهمين[1]. وللتعرف أكثر على هذه النظرية يتم التطرق إلى أصل وتعريف أصحاب المصالح.

أصحاب المصالح هم الأعوان المهتمون بقيمة المؤسسة وهم كثيرون ويمكن تعريفهم بأنهم "كل مجموعة أو فرد الذين (الذي) يمكن أن يكونوا مهتمين (مهتما) بتحقق أهداف المؤسسة[2].

كما يمكن تعريف أصحاب المصالح"Stakeholders" لمشروع مثلا، على أنهم "أفراد أو منظمات تشارك بنشاط في المشروع، أو أنهم الأطراف الذين يتوقعون أن يتأثروا سلبا بتنفيذ المشروع، أو أيضا الذين لهم مصلحة في نجاح المشروع"[3].

ويفرّق "S. L. Tiras, B. Ru" و"R. M. Brown" بين (Stakeholders Volontaires) (المساهمين،العملاء، الدائنين، المورّدين، العمال، إلخ) و (Stakeholders non Volontaires)، (المحيط، المجتمع،... إلخ)، كما يفرّق "M. B. Eclarkson" بين الأعوان الأساسيين المهتمين بمتابعة المؤسسة (المساهمون، العملاء، المجتمع المدني، الدائنون، المورّدون، الحكومة، العمال، إلخ) والأعوان الثانويين الذين لم يقدمو على معاملة مع المؤسسة، لكنهم من قريب أو من بعيد يؤثرون أو يتأثرون بقرارات المؤسسة (الجمعيات الخاصة بالبيئة، وسائل الاتصال، ... إلخ)[4].

تتضمن نظرية أصحاب المصالح تبرير نظري لضرورة تبني أهداف أصحاب المصالح، وتعتبر كل من **الشرعية والسلطة** تبريرين أساسيين لملاءمة هذه النظرية:

التبرير الأول: الشرعية ويعرفها Suchiman (95) على أنها تصور عام أو افتراض تكون نشاطات المؤسسة وفقها مرغوب فيها، ونظيفة، وملائمة، وهذا داخل نظام معايير اجتماعية وقيم وتوقعات وتعاريف. ويسند Langery الشرعية للأطراف الذين يكون لديهم الرفاه تابع بشكل معتبر للمؤسسة، أو للذين يملكون حق قانوني ومعنوي على المؤسسة. وللاعتراف بالشرعية فإن (TTP) ترتكز على رؤية مؤسساتية جديدة تبعث على فهم أهداف المؤسسات وما وراء مظهرها الهادف لتعظيم الأرباح. ويجد أصحاب المصالح مجموعة

[1]- Khaldi M.A. ; Impact des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale, Finance Contrôle Stratégie, 2016 - P : 50 .

[2] - Hirogoyen G. Caby J. ; Op.Cit ; P:104.

[3]- Louafa T.,Perret F . ; "Créativité & innovation "; Presses polytechniques et universitaires romandes ; Espagne ; 1ere ed ;2008 ; P :210 .

[4] - Hirogoyen G. Caby J. ; Op.Cit ; P:104.

واسعة من المبررات والدعائم، لأن الأعمال المؤسساتية الحديثة تضع أهمية قصوى للكيان التنظيمي الذي يعمل تحت ضغوط معيارية خارجية[1].

وتطرح ثلاث أشكال أساسية للشرعية، والتي تخضع كل منها إلى قواعد منفصلة، الشكل الأول هو الشرعية التاريخية، حيث يساهم بعض الأعوان على نحو حاسم في إنشاء المنظمة، ويتمتعون بذلك بشرعية كبيرة في تحديد أهداف المنظمة مقارنة بباقي أصحاب المصالح. الشكل الثاني للشرعية من طبيعة قانونية ومرتبطة بالحصول على حق ملكية، هذا الحق يعكس مساهمة الموارد من طرف بعض أعوان المنظمة. أما الشكل الثالث للشرعية يأتي من المشاركة في المنظمة والقدرة على تحمل نتائج المخاطرة[2].

التبرير الثاني: السلطة وهي مسجلة ضمن استراتيجية المؤسسة، لأنها تبرر وتفسر وجود أصحاب المصالح من خلال وجود علاقة تربطهم وهي السلطة، وبالتالي ترابط بين المؤسسة ومختلف المجموعات المكونة لمحيطها والتي تتفاعل معهم .وفي هذا المنظور تم تعريف أصحاب المصالح على أنهم: "الأطراف الذين لهم مصلحة في نشاطات المنظمة والقدرة على التأثير فيها."[3]

العديد من الباحثين أو الكتاب حاولوا أن يجدو موقعاً للسلطة في المنظمة وفي هذا الإطار يتم تعريف أصحاب المصالح على أنهم " الذين لهم مصلحة في نشاطات المنظمة والقدرة على التأثير بها (94) Starik " ويسلط الضوء على السلطة من خلال هذا التأثير المتبادل المهم بين بعض أصحاب المصالح والمنظمة. ويستعمل كتاب (TPP) بعض المفاهيم المستوحاة من النظرية المؤسساتية الحديثة مثل :عقدة العقود (Jones95) ونظرية تكاليف المعاملات (Donaldson et Preston 95) وأيضا نظرية الوكالة. ولقد استعمل مصطلح أصحاب المصالح لأول مرة خلال مداخلة (Stanford research institute). تقوم نظرية أصحاب المصالح على اظهار أن مسؤولية المؤسسة هي الاستجابة لما ينتظره كل طرف من (Stakeholders)، والبحث في إمكانية تعويض النظرية التقليدية للمؤسسة التي كانت تسلم بأن المسيرين يجب أن يتصرفوا وفقا لمصالح المساهمين. وحسب (Ansoff 68) فإنه ينبغي على المؤسسة أن تعدل أهدافها بالطريقة التي تعطي لكل مجموعة حصة متوازنة من الرضا. ويظهر أنه الأول الذي أشار إلى نظرية أصحاب المصالح[4].

ويضيف (Mitchell , Agle et Wood 97) سند ثالث لتعريف أصحاب المصلحة بالإضافة لكل من السلطة والشرعية وهو الحالة الاستعجالية، والذي يتم تعريفه على أنه الدرجة التي انطلاقا منها تكون حقوق

[1] - Khaldi ;Op.Cit ; P :50

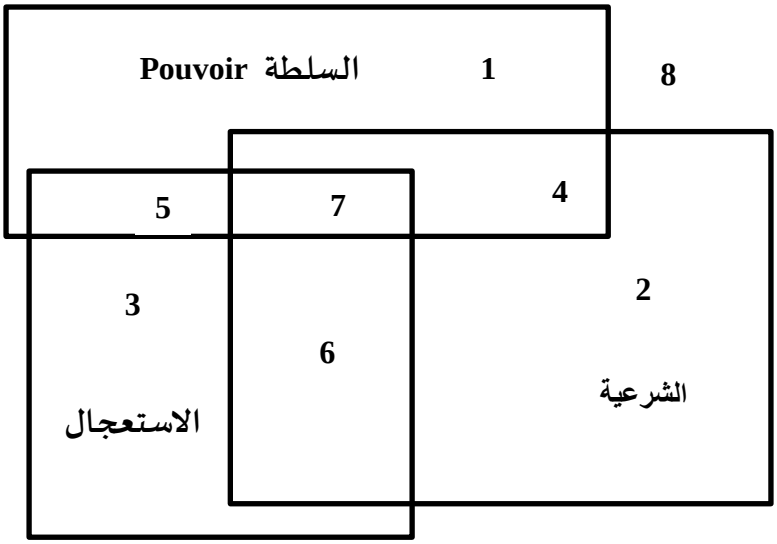
[2]- Pigé B ; Gouvernance , Contrôle et Audit des Organisation ; Economica ;Paris ; 2008 ; P : 42 .

[3]- Khaldi;Op.Cit ; p : 50 .

[4] - Khaldi M A ; Op Cit ;

أصحاب المصالح تتطلب انتباه فوري. وعلى أساس كل من الشرعية والسلطة والاستعجال تم إعداد تصنيف وصفي لأصحاب المصالح من خلال الشكل أدناه[1].

شكل رقم 02: تصنيف أصحاب المصالح حسب الشرعية والسلطة والاستعجال.



Source : Khaldi M.A. ; Impact des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale, Finance Contrôle Stratégie, 2016.

من خلال الشكل، ترجع المنطقة رقم 8 للأعوان الذين ليس لديهم أية صلة بالمؤسسة، فهؤلاء لا يعتبرون ضمن أصحاب المصالح .وتمثل المناطق 1، 2،3 تمثل منطقه الأعوان الذين يملكون صفة واحدة فقط إما الشرعية أو السلطة أو الحالة الاستعجالية، فهؤلاء لا يشكلون أي اهتمام بالنسبة للمسيرين أو اهتمام قليل.

أما بالنسبة للأعوان في المنطقة 4 فتتضمن الأطراف الذين لديهم السلطة والشرعية هم أطراف فاعلة يستحوذون على أهمية كبيرة في المؤسسة، ولكن مصالحهم لا تتصف بالاستعجال، وهي حالة المساهمين المهيمنين والمقرضين المهيمنين، والمنطقة 5 هي لأصحاب المصالح الذين يفرضون السلطة ومتطلباتهم استعجالية ولكن لا تتصف بالشرعية، ويمكن أن يمثل هذه الفئة المسيرون. أصحاب المنطقة 6 هم أصحاب مصلحة يهيمنون وليس لديهم سلطة في المؤسسة ولديهم حقوق شرعية ومستعجلة مثل المساهمين الأقلية خاصة في غياب جمعيات الدفاع عن العمال وغياب النقابات القوية، أما المنطقة رقم 7 فهي تعود للأطراف الذين يجمعون كل من الشرعية والسلطة والاستعجال في تحقيق المطالب.

[1] - Khaldi M.A.;Op.Cit ; p : 50 .

وفي هذا الإطار فإن النظرية التشاركية بين مختلف أصحاب المصلحة تثبت نجاعة أكثر من المقاربة المساهماتية، نظرا لوجود تبريرات منطقية تثبت السعي لتحقيق أهداف المؤسسة في ظل هذه النظرية، وفي ظل احترام القيود القانونية مع أخذها المحيط الذي تنشط فيه المؤسسة وما تفرضه من تغيرات عليها. كما أن هدف المؤسسة هو تعظيم القيمة الذي هو في فائدة كل الأطراف بسبب ارتباط أهدافهم بحياة واستمرارية المؤسسة. وتبقى نظرية أصحاب المصالح ضمن نظريات العقد المطورة بسبب أن الإشكال الذي تسعى هذه النظرية لحله هو مشكل عدم تماثل المعلوماتي بين الأعوان.

2. **النظريات المعرفية:**

ترتكز هذه النظريات وخلافا لنظريات العقد على مفهوم المعرفة لفهم إجراء خلق القيمة. حيث يتم مقابلة النظريات المعرفية بالنظريات التعاقدية تحت قاعدة اغتنام الفرص أو الانتهازية. كما يتم التفريق بين التيارين المعرفي والتعاقدي من زاوية أكثر ملاءمة تم إدخالها من طرف Fransman(94-98) والذي يفرق بين النظرية المعرفية التي تعبر عن المؤسسات على أنها خزان معارف، وتلك النظريات المرتكزة على المعلومة التي تفترض أن المؤسسات تُكوّن إجابات لمشاكل من طبيعة معلوماتية[1]، وهذا الفرق يقتضي التدقيق في المفاهيم العائدة للمعلومات والمعارف

بالنسبة لـFransman. فإن المعلومة يمكن تعريفها "مجموعة من البيانات تتعلق بحالة العالم وبالنتائج الاستعجالية لهذه الحالات التي تتحقق من أحداث العالم الناتجة عن أسباب طبيعية وإجتماعية"[2].

ولفهم جيد معنى المعلومة ينبغي تفريقه عن البيان والذي هو نتيجة كيفية أو كمية لقياس عن طريق أداة وبمساعدة ملاحظ أو مراقب، في حين أن المعلومة هي بيان له معنى وسياق وتنطوي على مرسل (فرد أو مجموعة) مدعم بنظام لفت الانتباه (système d'intentions).[3]

وتشكل المعلومة بهذا المفهوم مجموعة مغلقة من الاحتمالات المتوقعة والممكن إدراكها ولكن غير المتوفرة ضرورة لدى كل الأعوان. وبالتالي فالمشاكل الناشئة بين الأعوان تتعلق بوجود عدم تماثل معلوماتي. وبالنسبةلـــCoase فإن عدم التماثل المعلوماتي يمثل فشل السوق، لأنه مرتبط بمشكل اكتشاف حقيقة الأسعار، والمؤسسة هي وسيلة للحد من التكاليف المرتبطة بعدم التماثل المعلوماتي.

---

[1]- Charreaux GI ;Wirtz p ; « Gouvernance D' entreprise » ; Economica ; 2006 ; p : 65.

[2]- Charreaux GI ;Wirtz p ; Gouvernance D' entreprise ; Op .Cit ; p : 65.

[3]- Louafa T.,Perret F . ;Op .Cit ; P :237 .

وبمقابل فكرة المعلومات بالنسبة لـــ Fransman، فإن فكرة المعرفة تمثل مجموعة مفتوحة ذاتية ناتجة عن تفسير المعلومة من طرف الأفراد ومتوقعة على نماذجهم الفكرية أو المعرفية ، بمعنى آخر عنصر معرفة هي معلومة مفسرة بواسطة نموذج فكري، مثلا نموذج توزيعات الأرباح التي تمثل معلومة تنتج عنصر معرفة محتمل يختلف حسب النموذج التفسيري من طرف الفرد[1].

كما يمكن اعتبار المعرفة كنتيجة لعملية تحول معقدة أساسها مجموعة من المعلومات، والموضوع الرئيسي بمعنى العون الذي يعمل على المعلومة هو الانسان. وخلال عملية التحول هذه، يتم تكييف معارف أو حذفها، أو إنشاء معارف جديدة والتي يعاد تشكيلها بشكل رسمي، ثم يتم نشرها بين الناس وبين تدفقات مختلف المهام.[2]

كما يعرف Langlois المعرفة على" أنها هيكلة معقدة وليدة تجربة ومكونة من نظام قواعد عمل تسمح بتحديد معنوية وأهمية المعلومة"[3]، ولهذا فالمعرفة يمكن أن تكون ضمنية، بمعنى يمكن توفرها لدى فرد أو مجموعة أفراد وتستعمل في سياق خاص بهم، وهذا النوع من المعرفة من الصعب مشاركته مع الآخرين. لذا يواجه تحديد هوية المعرفة نوعين من العقبات:[4]

العقبة الأولى: وتتعلق بصاحب المعرفة، من حيث كيفية تشكل هذه المعرفة لديه وبمعاني واضحة وشاملة،

العقبة الثانية: حول إرادة مشاركة صاحب المعرفة هذه المعرفة مع الآخرين.

وفي حالة كون المعرفة ضمنية فإنها تبقى محجوبة أو مخفية، لكن الجهات الرسمية تركز أساسا على المعرفة الصريحة والتي تعمل بدعم تكنولوجيا المعلومات واستعمال لغة النموذجة(modélisation). وبعد أن تصبح المعرفة رسمية يتم مشاركتها مع الأعوان الداخليين وحتى الخارجيين في المنظمة في إطار التشارك أو التحالف الاستراتيجي، لهذا فان المعرفة الرسمية يمكن أن تصبح عامة وأن تمثل في نهاية المطاف سلعة عالمية. كما يخضع نجاح نشر المعرفة الرسمية لشرطين، يتعلق **الشرط الأول** بتوفر استراتيجية تعليمية مخصصة. ويتمثل **الشرط الثاني** في القدرة على توزيع حقيقي للمعارف كجزء من عملية العمل التعاوني بصفة عامة، وحل المشاكل واتخاذ القرارات بصفة خاصة. وفي ظل محيط معقد فإن الدعامة لهذين

[1]- Charreaux GI ;Wirtz p; Op cit; P: 65.

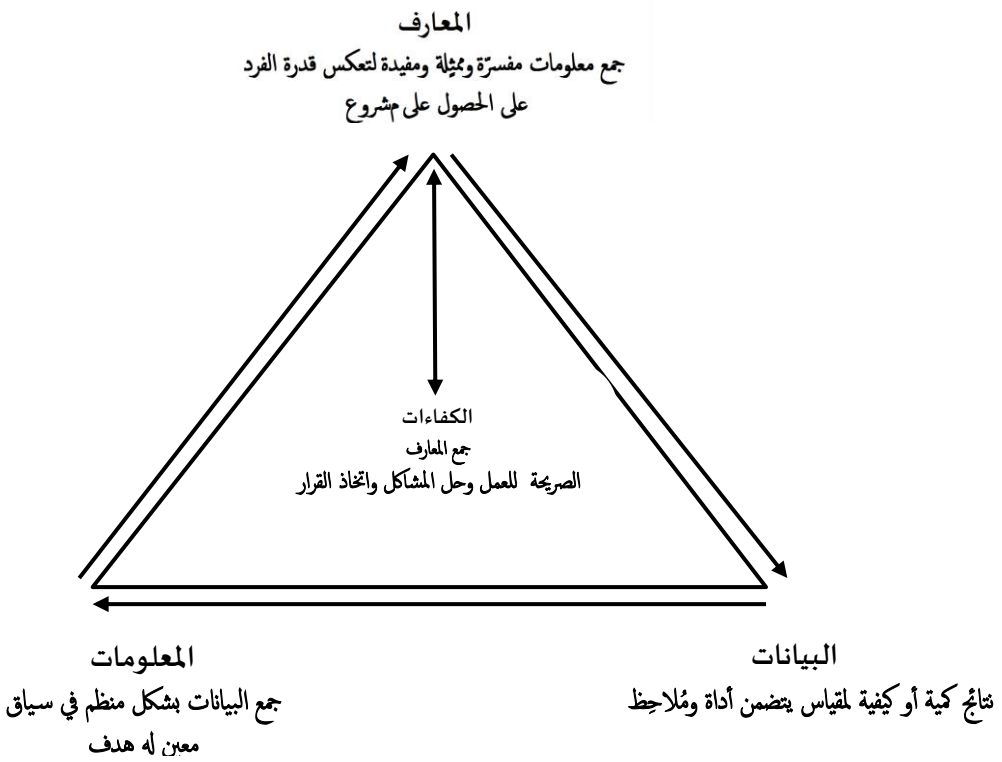
[2]- Louafa T.,Perret F ; Op cit ; P 237

[3] -Charreaux GI ;Wirtz p; Op cit; P: 312.

[4]- Louafa T.,Perret F ; Op cit ; P 238.

الشرطين يكون بمساعدة تكنولوجيا المعلومات التي هي أحد شروط النجاح[1]. ويلخص الشكل أدناه تصنيف علمي لعناصر نظام المعرفة.

الشكل رقم 03 : تصنيف علمي لعناصر نظام المعرفة



Source : Louafa T.,Perret F . ; "Créativité & innovation "; Presses polytechniques et universitaires romandes ; Espagne ; 1ere Ed ;2008 ; P :238

ومما سبق فإن ما يميز التيار المعرفي للحوكمة هو ارتكازه على المعارف والكفاءات المختلفة وليس على المعلومات وعدم تماثلها، كما هو الحال في نظريات العقد، فهدف هذه الأخيرة هو محاولة تخفيض مشكل عدم التماثل المعلوماتي بهدف البحث عن القيمة، بينما التيار المعرفي يعتبر المؤسسة" كمعالج معارف" يساعد على اتخاذ القرارات "المثلى" من خلال تصميم نموذج تفسيري للمعلومات المتاحة حول الظروف الداخلية والخارجية للمؤسسة والتي تم الحصول عليها بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، بمعنى عن طريق إشارات مالية- نظرية الإشارة- وهو ما يوظف كفاءات خاصة تستعمل للمساهمة في استمرار المؤسسة وتحسين أدائها.

[1] - Louafa T.,Perret F ; Op cit ; P 238

فالمؤسسة وفق التيار المعرفي وحسب " G. Richarson et Sidney Winter" تعمل على التعاون من أجل إنتاج القيمة مع إعطاء الكفاءات أهمية كبيرة في العملية، فأهم ما يميز المؤسسة هي كفاءاتها القادرة على صناعة قراراتها، وبالتالي تحديد فعالية نظام الحوكمة فيها[1]. ونظام الحوكمة هنا(في اطار النظريات المعرفية)، لا يهدف إلى حل التعارض في المصالح بين مختلف الأطراف عن طريق توزيع عادل للدخل التنظيمي الناتج، ولكن الهدف أكثر من ذلك وهو التركيز على بناء واستغلال الكفاءات وقدرة المؤسسات على التوسع التي تساهم في اتخاذ القرارات العقلانية.

وتتضمن النظرية المعرفية للحوكمة عددا من التيارات التي تنحاز إلى مجموعة تبريرات فكرية، حيث يمكن وصف ثلاثة تيارات أو نظريات متداخلة فيما بينها للنظرية المعرفية وهي كمايلي:

1-2 **النظرية السلوكية**: والتي أنشأها Cyert et March(63),March et Simon(58), Simon(47) والذين يعتبرون المؤسسة كتحالف سياسي ومؤسسة فكرية تتلاءم وتتكيف مع التدريب أو التعلم التنظيمي. ويفترض التعلم التنظيمي أنه يوجد ترابط بين الأفراد لبناء المعرفة داخل المؤسسة، هذه المعرفة لها طبيعة جماعية تعاونية، والتعلم والتدريب هو عملية اجتماعية لها تفسير مؤسسي وتغذية عكسية وتقييم، ويتعلق الأمر هنا بشكل أساسي بعملية صياغة وحل المشاكل أكثر منه امتلاك جميع المعلومات[2].

2-2 **النظرية الاقتصادية التطورية:** و المطورة أساسا من قبل Nelson et Winter (82)، حيث ينظر للمؤسسة على أنها كيان يجمع عدة نشاطات بشكل متناسق وهي دليل أو خزان معرفة إنتاجي (Winter 91, Eliasson90)،كما أنها نظام تفسيري يرجع لفكرة المنافسة المرتكزة على الابتكار وخلق الميزة التنافسية[3].

3-2 **النظرية الاستراتيجية:** وترتكز على الكفاءات والموارد التي تجد بدايتها مع نظرية النمو للمؤسسة لـ Penson (59). وتظهر فيها المؤسسة على أنها مجموعة موارد وكيان لتراكم المعارف ،يتم قيادتها تحت نظر المسيرين على أساس تجربتهم الممتلكة. ويعتبر أصل النمو الدائم للمؤسسة نابع من إمكانية وقدرة هذه الأخيرة على التدريب والتعلم، ومن خصوصية مخزون المعارف المجتمعة بها[4].

وفي ظل هذه النظريات المعرفية يستخلص أن هذا التيار مركب من عنصرين أساسيين:

---

[1]- بليركاني أم خليفة، مرجع سبق ذكره.

[2]- Charreaux G. ;Wirtz P.; Op cit; P: 303.

[3]- Ibid.

[4]- Ibid ; p: 312 .

- المعلومات المخزنة،
- الكفاءات والمهارات الضمنية.

وهذه الثنائية (معلومات وكفاءات) هي ما يستخدم في عملية اتخاذ القرار، والتي قد تكون وفق العقلانية المحدودة بدل الكاملة وذلك في ظل قيود الوقت والتكلفة لاتخاذ القرار، وكذا في ظل ظروف متجددة ومعقدة تواجهها المؤسسات في تنافسيتها. لذا يمكن اعتبار المعرفة كمورد استراتيجي يُمكّن المؤسسة من خلق ميزة تنافسية وإنمائها.

ويلخص الجدول أدناه أهم الأسس النظرية للحوكمة المؤسسية في ظل نظريات المنشأة التعاقدية والمعرفية

الجدول رقم 02 : نظريات الاقتصاد الجزئي حول الحوكمة المؤسسية

نظرية الحوكمة	التعاقدية Contractuelles		المعرفية Cognitives
	للمساهم Actionnariale	التشاركية Partenariale	
أسس نظريات المنشأة	نظرية تعاقدية أساسا. نظرية الوكالة الموجبة والمعيارية*. رؤية ضيقة للكفاءة وللملكية.	نظرية تعاقدية (الموجبة أو المعيارية). رؤية شاملة للكفاءة وللملكية.	نظرية سلوكية نظرية ثورية نظرية التدريب التنظيمية نظرية الموارد والكفاءات.
المفاهيم المركز عليها في خلق القيمة	خلق القيمة وتوزيعها. تخفيض خسائر الكفاءة المرتبطة	خلق القيمة وتوزيعها. تخفيض خسائر الكفاءة المرتبطة	مفهوم انتاجي خلق وتلقي فرص جديدة

* نظرية الوكالة يمكن تقسيمها إلى مقاربتين:

- المقاربة المعيارية: (Montmorillon ; Charreaux ...87) حيث تقترح هذه المقاربة تحديد الحوافز المناسبة للوكيل لاتخاذ الخيارات التي تعظم دالة المنفعة للأصيل مع الأخذ بعين الاعتبار عدم التأكد والنقص في آليات الرقابة.

- مقاربة الوكالة الموجبة: تفترض هذه المقاربة أن طرفي الوكالة قد حلا مشاكل التعارض في المصالح ، يتعلق الأمر بتحديد دوافع كل طرف وكذلك العناصر التي تدخل في تحديد عقد الوكالة بين المسير والمساهمين. Bekkar .B ; La gouvernance d'entreprise, Avec référence à l'entreprise public ; Ed Universitaires Européennes ;Allemagne ;2017 ;P :69-70 .

	بتعارض المصالح بين المسيرين والمستثمرين الماليين.	بتعارض المصالح بين مختلف أصحاب المصالح.	
تعريف نظام الحوكمة	مجموعة مكنزمات تسمح بضمان الاستثمار المالي.	مجموعة مكنزمات تسمح باستمرار عقود الوكالة أو الحصول على المستوى الأمثل للتسيير.	مجموعة مكنزمات تسمح بالحصول على توقع أفضل لخلق القيمة بالتدريب والابتكار.
مكنزمات الحوكمة	رؤية ضيقة متمحورة حول التنظيم الذي يسمح بضمان الاستثمار المالي.	رؤية شاملة متمحورة على التنظيم الذي يسمح باستمرار عقود الوكالة. تعريف المستوى الأمثل للتسيير.	رؤية تتمحورة على تأثير المكنزمات على الابداع والتدريب....
هدف التسيير	تعظيم القيمة للمساهم (معيار داخلي أو خارجي)	تعظيم القيمة التشاركية (معيار داخلي أو خارجي)	البحث عن القيمة للمؤسسة

Source : Charreaux ;G . ;Wirtz ;P. ;Gouvernance d'entreprise Nouvelles perspectives ; Economica ;Paris ;2006 ; P : 320-321.

وبسبب ارتباط الحوكمة المؤسسية في هذه الدراسة بالجانب المالي فإنه تم التركيز على نظريات المنشأة التعاقدية الهادفة إلى تعظيم خلق القيمة والحصول على مستوى أمثل للتسيير من خلال مجموع مكنزمات وأدوات الحوكمة.

المبحث الثاني: خصائص ومبادئ نظام الحوكمة ومداخله النظرية

حتى يؤدي مفهوم الحوكمة كنظام وظائفه ويحقق أهدافه، ينبغي توافر مجموعة من الركائز أو الأسس التي تدعم عمل هذا النظام في مختلف المؤسسات، وتمكن من الاستفادة من مزاياه. كما أن تحقيق أهداف نظام الحوكمة المؤسسية المتمثل أساسا في استمرار المؤسسة وتحقيقها لأداء مقبول ينبغي أن يخضع لاحترام جملة من المبادئ التي تحكم تطبيقات الحوكمة وتساير تطور أهدافها، وذلك حسب المداخل النظرية للحوكمة، والتي يركز كل منها على جوانب وأهداف معينة. ولتناول هذه الجوانب من الموضوع يتم التطرق في هذا المبحث للمطالب التالية:

- خصائص الحوكمة المؤسسية.
- مبادئ الحوكمة المؤسسية وأهدافها.
- المداخل النظرية لنظم الحوكمة.

المطلب الأول: خصائص ودور نظام الحوكمة المؤسسية وأطرافه

من أجل أن يؤدي مفهوم الحوكمة كنظام دوره المشار إليه لابد من توافر مجموعة من الركائز أو الدعائم أو الخصائص التي تسهم في تعزيز هذا النظام في مختلف المؤسسات وللتمكن من الاستفادة من مزاياه، وتأديته لدوره ينبغي أن يتم دعمه بمجموعة من الركائز.

أولا-خصائص نظام الحوكمة

فيما يلي ركائز الحوكمة المؤسسية الثلاث التي تدعم التطبيق السليم لهذا المفهوم بالشكل الذي يحقق أهدافه.

1.**السلوك الأخلاقي:** يشير هذا المرتكز إلى مجموع الأسس الأخلاقية ومجموعة القيم الخاصة المعمول بها في الأعمال، حيث تحدد هذه القيم النطاق المناسب لإجراء الحوار الصريح في الوقت الصحيح حول حل المشكلات، فضلا عن دورها في منع الفساد والمحسوبية في المعاملات. ويتم التأكيد على مواثيق الشرف والمواثيق الأخلاقية للعمل على الرغم من أنها ليست في قوة القوانين واللوائح من ناحية الالتزام بها، لكنها

تغطي احتمالات التحايل على الأعراف والتقاليد المهنية والاجتماعية، بل هي بالغة الأهمية لبناء إطار الحوكمة المؤسسية لأنها تتعامل مع الجانب الخير من الموارد البشرية [1].

2. **الرقابة والمساءلة:** يجب أن يتوفر نظام فاعل للتقارير المالية لكي تحتمل أحكام الرقابة الفاعلة على الأداء في المؤسسات، على أن يتسم هذا النظام بالشفافية والإفصاح وبقدر يكفل توفير المعلومات المناسبة، وتوافر هذا الأساس يضمن الدور الفاعل للسلطات الرقابية وإدراكها لأهمية دورها في بناء الحوكمة. ويتعزز دور الرقابة من خلال نظام رقابة داخلي فعال يعمل بموجب القوانين واللوائح الداخلية، وكذا عن طريق الرقابة الخارجية المتمثلة في المدققين الخارجيين الذي يعتمد عملهم على احترام مبادئ وأصول مهنة المحاسبة والتدقيق. فلقد حدثت انهيارات كبرى عقب الإعلان عن الفضائح المحاسبية للشركات الأمريكية مثل Xerox وEndon وWorldcor، حيث أدى التلاعب المحاسبي والتستر على خسائرها إلى زيادة وهمية في قيمة أسهمها، وذكر محللون اقتصاديون وماليون أن مكاتب المراجعة الكبرى أصبحت في وضع حرج عقب الإعلان عن هذه الفضائح المالية، مشددين على أن مكاتب المراجعة مسؤولة مسؤولية مباشرة على التقارير المالية لهذه الشركات[2].

ولعل أهم التوصيات التي أصدرتها هيئة سوق المال الأمريكية SEC عقب هذه الانهيارات تمثلت في التشديد على ضرورة تحقيق نظام للإفصاح الجاري وكذا الإفصاح عن البيانات التقديرية إلى جانب التاريخية، والعمل على تحقيق المزيد من الحماية للمستثمرين عن طريق لجان مراجعة تتحقق من جودة واكتمال التقارير المالية، كما يركز على ضرورة استقلالية هذه اللجان حتى يتسنى لها القيام بوظائفها على أكمل وجه[3]. كما أن هناك أطراف تساهم بشكل مباشر في عملية الرقابة مثل هيئة سوق المال، البنك المركزي، البورصة والغرف التجارية...الخ.

3. **إدارة المخاطر**: برزت الحاجة الملحة إلى تسيير وإدارة المخاطر بسبب التطورات السريعة في الأسواق وعولمة النفقات المالية، فضلا عن التقدم التكنولوجي السريع والتحرر من القيود التشريعية الذين أديا إلى ضغوط تنافسية بين المؤسسات المالية وغير المالية على حد سواء، وما صاحب كل تلك التطورات من

[1]- علاء فرحان طالب، ايمان شيحان المشهداني ، مرجع سبق ذكره، ص 50.

[2]- نفس المرجع.

[3]- سامح محمد رضا، رضا أحمد، دور لجان المراجعة تأكد دعائم الحوكمة في تحسين جوده التقارير المالية، دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المصرية، المجلة الأردنية في إدارة الإعمال، المجلد 7 ، العدد الأول، 2011، ص: 50.

انتشار للفساد وضرورة إدارة نتائجه من خلال إدارة المخاطر، حيث أنه يبقى تخفيض المخاطر من أهم الأهداف لنظام الحوكمة المؤسسية [1].

ومن خلال توفر هذه الدعائم الثلاث بالإضافة إلى توفر أنظمة ولوائح وأجهزة الدولة الرقابية، فانه يمكن القول أن اجتماعها يحقق أهداف المؤسسة من خلال حوكمة مؤسسية جيدة، خاصة إذا ما تم دعم ذلك بكفاءات إدارية ذات معرفة قيمة ومجلس إدارة فعال، وكذا هيكل تنظيمي يبين الصلاحيات والمسؤوليات لكل مستوى، في ظل احترام مختلف التشريعات والأنظمة القانونية المنظِمة لممارسات نظام الحوكمة ومتابعة مستمرة لمخرجاته.

ثانيا- دور نظام الحوكمة الجيد

يتم الحكم على نظام الحوكمة، من خلال تحقيقه لدورين أساسيين في حياة المؤسسة أو المنظمة : دور وقائي ودور علاجي[2].

1.**الدور الوقائي** إذا حدث وكان أحد أصحاب المصالح غير راضي في ظل نظام حوكمة، فإنه سيسلك أحد السلوكين، إما بترك التحالف،(الابتعاد عن المؤسسة)، وهنا التهديد بالترك يدفع المسير لتقديم أداء جيد، أو أن يسلك سلوك التعبير عن الاستياء وهنا يمكن للمسير معرفة أسباب عدم الرضا ومعالجة ذلك. وعليه ففي ظل نظام حوكمة فإنه يمكن الوقاية ضد هذه المخاطر.

2.**الدور العلاجي**: يتم الحكم على نظام الحوكمة من خلال قدرته على معالجة وحل الأزمات الناتجة عن ترك أحد الأطراف للتحالف (مساهم، عميل،....الخ)، فالنظام الفاعل هو الذي يتفادى تدمير القيمة بالنسبة لمختلف الأطراف المشاركة، ويكون هذا النظام قادر على تحديد الشروط التي تسمح له بإعادة تأسيس القدرة على النمو للمؤسسة وبأقل التكاليف.

كما تستهدف الحوكمة المستوى المثالي من الأخلاق عند ممارسة الأعمال، وتحقيق مبادئ النزاهة والشفافية والثقة وحق المساءلة ومنح هذا الحق للمجتمع سواء أفراد أو ممثلين له، من أجل مساءلة أجهزة الادارة العامة واتاحة الفرص الجيدة للتنمية بما يضمن للأفراد في المجتمع الحصول على حقوقهم وتحسين جودة الحياة[3].

---

[1]- علاء فرحان طالب، ايمان شيحان المشهداني، مرجع سبق ذكره، صفحة 54.

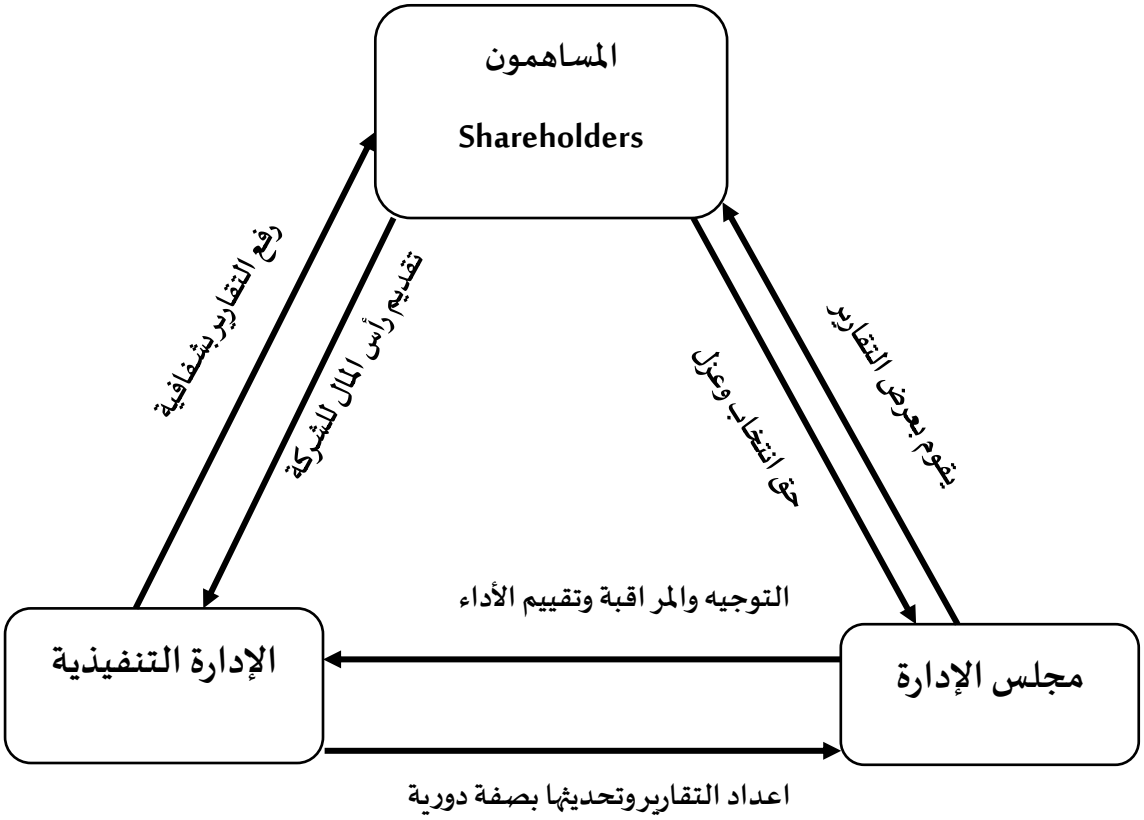
[2]- بلبركاني أم خليفة، مرجع سبق ذكره.

[3] - مدحت محمد أبو النصر، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

ثالثا-الأطراف الرئيسية في نظام الحوكمة

تتمثل الأطراف الفاعلة في نظام الحوكمة المؤسسية أساسا في المساهمين ومجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، حيث تقوم الحوكمة بتنظيم وتقسيم المسؤوليات والحقوق بين هذه الأطراف حسب الشكل أدناه، حيث يمثل المساهمون المالكون الفعليون للشركة، ولهم حقوق وتترتب عليهم واجبات، ويقوم المساهمون بتوكيل مجلس الإدارة لمراقبة أداء الإدارة التنفيذية

الشكل رقم: 04 الأطراف الرئيسية في نظام الحوكمة



المصدر: مركز أبو ضبي للحوكمة.

المطلب الثاني: مبادئ الحوكمة المؤسسية وأهدافها

لتحقق الحوكمة المؤسسية أهدافها ينبغي أن يتم دعمها بركائز أساسية تضمن السير والتطبيق الفعلي لمبادئها وآلياتها، خاصة في ظل التحولات السريعة والمختلفة في جميع الميادين. وبسبب زيادة الاهتمام بمفهوم الحوكمة ومبررات ذلك، ونتيجة لتعدد المفاهيم لهذا المصطلح المرتبط أساسا بتطور مفهوم

المؤسسة، فلقد حرصت العديد من المؤسسات بمختلف أنواعها على دراسة هذا المفهوم وتحليله، ووضع مبادئ محددة لتطبيقه، ولقد وضعت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE والعديد من المنظمات الأخرى مبادئ للحوكمة المؤسسية، ولقد تم تبني مبادئ OCDE من قبل العديد من المؤسسات بسبب شمولها وشيوعها.

وبشكل عام فان تحقيق أهداف نظام الحوكمة المؤسسية المتمثل أساسا في استمرار المؤسسة وتحقيقها لأداء مقبول ينبغي أن يتوفر على أسس ثابتة في ظل احترام جملة المبادئ المحققة لهذه الأهداف.

أولا-مبادئ الحوكمة المؤسسية

يمكن تعريف مبادئ* الحوكمة المؤسسية على أنها : "مجموعة الأسس والممارسات التي يتم تطبيقها بصفة خاصة على شركات المساهمة، وتتضمن الحقوق والواجبات لكافة المتعاملين مع الشركة والتي تظهر من خلال النظم واللوائح الداخلية المطبقة في المؤسسة "[1]. ولقد حرصت العديد من المؤسسات الدولية وهيئات الأسواق المالية على مستوى العالم على سن مبادئ تحكم اطار الحوكمة المؤسسية، وأهم هذه المنظمات كما تم ذكره، منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE وبالاشتراك مع البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وعدد من البورصات سنت عام 1999مبادئ للحوكمة وتم مراجعتها في 2004، وهي ما يتم الاستناد إليه في ترجمة مختلف الأسس إلى تطبيقات من طرف مختلف الدول والمؤسسات. وفيما يلي أهم المبادئ المنصوص عليها وفق 0CDE ، بشكل ملخص والتي تعتبر مرجع على المستوى الدولي:

الجدول رقم 03 : أهم مبادئ الحوكمة الجيدة لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. 0CDE.

المبادئ	موضوعها
1- وضع أساس لنظام حوكمة مؤسسية فعال	ينبغي أن يساهم نظام الحوكمة المؤسسية في إضفاء الشفافية وزيادة الكفاءة في الأسواق شرط أن يكون ذلك متوافقا مع الاحكام القانونية، وأن تعرف بوضوح تقسيم الكفاءات بين الاختصاصات المسؤولة عن المراقبة والتنظيم وتطبيق النصوص.

* بعض الكتاب يطلقون عليها مصطلح المعايير، لكن الأكثر شيوع هو مصطلح المبادئ وهو ما يتم تبنيه في هذا العمل.

- [1] عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2006، ص: 77

2- حقوق المساهمين والوظائف الأساسية لأصحاب رأس المال	ينبغي على نظام الحوكمة المؤسسية حماية المساهمين وتسهيل ممارسة حقوقهم.
3- معالجة متساوية وعادلة للمساهمين	ينبغي على نظام الحوكمة المؤسسية أن يضمن معاملة منصفة لجميع المساهمين، بما فيهم الأجانب والأقلية، فكل مساهم ينبغي أن يكون له الحق والامكانية في الحصول على انتصاف في حالة انتهاك لحقوقه *
4- دور أصحاب المصالح في حوكمة المؤسسات	ينبغي أن يعترف نظام الحوكمة المؤسسية بحقوق كل أصحاب المصالح كما هي معرفة ومحددة بقوة القانون، أو عن طريق الاتفاقيات المتبادلة، وأن يشجع التعاون الفعال والنشط بين المؤسسات وأصحاب المصالح لخلق الثروة وفرص العمل مع ضمان استمرارية المؤسسات المتمتعة بالصحة والسلامة المالية.
5- الشفافية وتوفير المعلومات ونشرها	ينبغي أن يضمن نظام حوكمة المؤسسة نشر المعلومات الدقيقة وفي الوقت المناسب على جميع الأمور الهامة المتعلقة بالمؤسسة، وأساسا المعلومات عن الوضع المالي، والنتائج، وهيكلة الملكية وحوكمة المؤسسة.
6- مسؤولية مجلس الإدارة	أن يضمن نظام حوكمة المؤسسة الإدارة الإستراتيجية للمؤسسة والإشراف والمراقبة

* وهذا ربما ما يمكن أن يضمنه نظام قانوني وتشريعي عادل.

	الفعالة من قبل مجلس الإدارة، فضلا عن مسؤولية وولاء المجلس للمؤسسة وللمساهمين

المصدر: OCDE 2004

ثانيا-أهداف الحوكمة المؤسسية

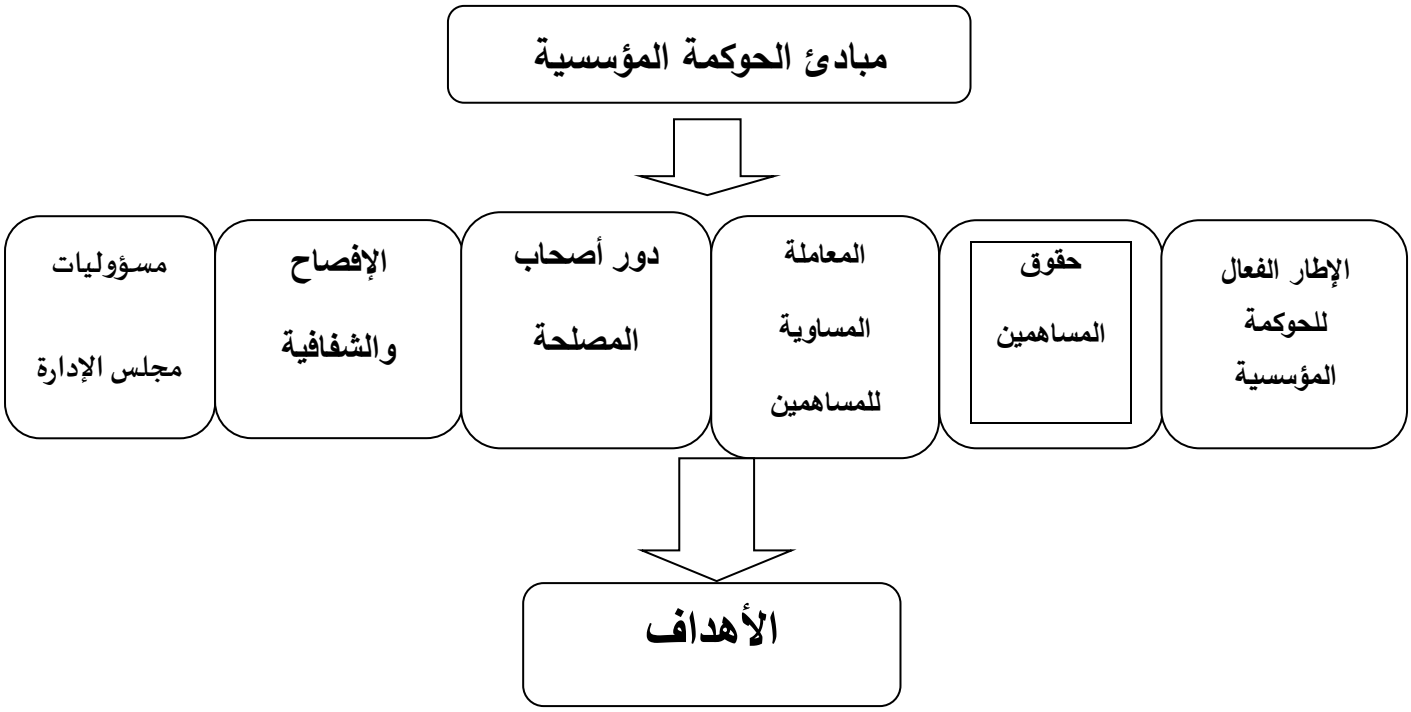
تشهد الأهداف التي يرجى تحقيقها من تطبيقات الحوكمة تطور مستمر، ففي الأول تم الاعتماد في التعبير عن أهداف الحوكمة على الأفعال ذات الدلالة السلبية مثل: تجنب، حصر، الحد من، مراقبة،....الخ، والفكرة الأساسية كانت لزيادة ضمان مصالح المساهمين مع التشديد على المراقبة لإمكانيات عمل الإدارة. ثم تغير التعبير في صياغة أهداف الحوكمة المؤسسية إلى تعابير أكثر دلالة، حيث أصبحت تلعب دور في الأداء الاقتصادي والمجتمعي للمؤسسة، وفي هذا الإطار تساهم أيضا في المحافظة ليس فقط على مصالح المساهمين، ولكن أيضا مجموع أصحاب المصالح. وينتهي هذا بالسماح بالمرور من حوكمة تأديبية إلى حوكمة ايجابية كمصدر لخلق القيمة. وفي هذا الإطار يمكن ترتيب زمني لأهداف الحوكمة كمايلي[1]:

- ضمان تسيير أمثل لأصول المساهمين.
- مراقبة الادارة.
- الحد من المخاطر.
- تأمين استمرارية المؤسسة.
- مساعدة الادارة.
- حماية المصلحة الاجتماعية وأصحاب المصالح.
- خلق القيمة للمؤسسة.

كما يمكن تلخيص مختلف مبادئ الحوكمة المذكورة أعلاه وما يحققه احترامها من أهداف للمؤسسة في الشكل أدناه.

[1]- Cabane P. ; Op cit ;P : 21-22 .

الشكل رقم 05 : تحقق الأهداف بتطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية



كبح مخالفات الإدارة	تقليل المخاطر	حماية حقوق و مصالح المساهمين	تعميق دور أسواق المال	زيادة الثقة بالاقتصاد الوطني
إظهار الشفافية	تحسين الأداء المالي	الحفاظ على السمعة الاقتصادية	الانفتاح على أسواق المال	الالتزام بسلوكيات والممارسات المهنية

المصدر: علاء فرحان طالب، ايمان شيحان المشهداني، "الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف"، دار صفاء للنشر، عمان، الاردن، ط1، 2011، ص: 45.

المطلب الثالث: المداخل النظرية لنظم الحوكمة المؤسسية

اختلفت الأسس النظرية للحوكمة المؤسسية وتعددت تعاريفها، ويركز كل شكل على جوانب وزوايا معينة، ويمكن تقسيم الأسس النظرية للحوكمة إلى مدخلين: مدخل منظماتي ومدخل مؤسساتي.

أولا-المدخل المنظماتي

وينقسم حسب تعريف الحوكمة إلى[1]:

[1]- Grégory Denglos , " création de valeur , risque de marché et gouvernance des entreprises" , Economica , Paris, 2010 ; p 18.

- **نموذج المساهم** Systeme shareholders: وهو الذي يعبر عن المفهوم الضيق للحوكمة المؤسسية باعتباره يضع مصلحة المساهمين فوق كل اعتبار، وأن تحقيق أهدافهم وخدمة مصالحهم وإرضائهم هو هدف المؤسسة.
- **النموذج التشاركي** Systeme stakeholders : وهو الذي يعبر عن المفهوم الواسع للحوكمة، فهدف الحوكمة المؤسسية هو تحقيق مصلحة تشاركية مع مختلف أصحاب المصلحة وحماية حقوقهم.

ثانيا-المدخل المؤسساتي

حيث يمثل هيكل الملكية أساس التصنيف في المدخل المؤسساتي، ويتم التفريق بين نوعين من النظم في هذا المدخل:

- **نظام الخارجيين**: ويسمى أيضا النظام المركز على السوق(Marked based)، على أساس أن كفاءة النظام مرتبطة بتطور السوق المالي، بمعنى كفاءة السوق. ويتميز هذا النظام بهيكلة ملكية مشتتة، لكن رغم تشتت هيكل الملكية فإن المساهم يستفيد من حماية قانونية كبيرة بسبب وجود إلحاح كبير على الشفافية والإفصاح. ويتمتع المساهمين الأفراد في هذا النظام بسلطة قليلة في الجمعيات العامة، كما يتميز هذا النظام بوجود تعارض في المصالح أساسا بين المساهمين والمسيرين. والاشكال بالنسبة للحوكمة في هكذا نظام هو إيجاد الحلول لهذ التعارض في المصالح[1].

كما أنه في هياكل الملكية المشتتة يكون هناك عدد كبير من أصحاب الأسهم، بحيث يملك كل منهم عدد صغير من أسهم الشركة، وعادة لا يكون هناك حافز لدى صغار المساهمين لمراقبة نواحي نشاط الشركة عن قرب، كما أنهم يميلون إلى عدم المشاركة في اتخاذ القرارات أو السياسات الإدارية، ومن هنا يطلق عليهم تسمية الخارجيين[2].

- **نظام الداخليين:** Système insider أو Bondholder، أين تتمركز الملكية في أيدي عدد قليل من الأفراد أو العائلات أو المديرين أو أعضاء مجلس الإدارة، أو الشركات القابضة، أو البنوك، أو الشركات غير المالية. ونظرا لأن هؤلاء الأطراف غالبا ما يتولون الإدارة والسيطرة أو يؤثرون بشدة على طريقة تشغيل وعمل الشركة. ويطلقون عليهم تسمية الداخليين، ومن ثم يشار إلى هياكل الملكية المركز بأنظمة الداخليين[3].

---

[1]- Grégory Denglos ; Op Cit ; p : 18.

[2]- محمد حلمي الجيلاني، مرجع سبق ذكره، ص:158-159

[3]- نفس المرجع.

ويقوم الداخليون في هياكل الملكية المركز بممارسة السيطرة بعدة طرق، والمشهد المألوف لذلك هو ملكية الداخليين لأغلبية أسهم الشركة وحقوق التصويت. وغالبا ما يقدم المساهمون ذوي الملكيات الضخمة من الأسهم وأصحاب حقوق التصويت الضخمة بالتحكم في الإدارة عن طريق التمثيل المباشر في مجلس إدارة الشركة، وفي بعض الأحيان يملك الداخليين عددا قليلا من الأسهم، ولكنهم يتمتعون بأغلبية حقوق التصويت، ويحدث ذلك عندما تتعدد أنواع الأسهم مع تمتع بعضها بحقوق تصويت أكثر من بعضها الآخر، ويحدث هذا أيضا عندما يمكن التصويت عن طريق التوكيل، ومن خلال اتحادات التصويت. وإذا تمكن بضعة أفراد من امتلاك أسهم ذات حقوق تصويت ضخمة فإنه سيمكنهم فعلا أن يتحكموا في الشركة، حتى لو لم يكونوا هم أصحاب أغلبية رأس المال[1].

أما بالنسبة لتعارض المصالح التي تظهر في هذا النموذج هي بين المساهمين الأغلبية الذين يساهمون في كتل المراقبة وبين المساهمين الأقلية[2].

هذا التقسيم لنظام الحوكمة على المستوى النظري، بينما التقسيم العملي لنظام الحوكمة كان على أساس البيئة والتأثيرات المحيطة بتطبيق مختلف آليات الحوكمة والظروف المؤثرة، وهو ما يتم تناوله في المبحث الموالي.

[1]- محمد حلمي الجيلاني، مرجع سبق ذكره، ص:158-159.

[2]- Grégory Denglos ; Op Cit ; p : 18.

المبحث الثالث: آليات الحوكمة المؤسسية وتصنيف تطبيقاتها في العالم

تعتمد عدة مصطلحات: آليات ومكنزمات وأدوات.... وكلها تشير لنفس المصطلح والّذي يشكل نظام الحوكمة، وهي مجموعة العناصر التي يتوقف عليها تحديد مستوى التطبيق الجيد لحوكمة الشركات، فهي نقطة الانتقال من التنظير بشأن الحوكمة إلى التطبيق العملي. ففي إطار النظريات التعاقدية للمنشأة فإن الهدف من آليات الحوكمة هو الوصول من خلالها إلى حل التعارض في المصالح، بمعنى حل مشاكل الوكالة الناشئة أساسا بين الإدارة والمساهمين وبين الأقلية والأغلبية المسيطرة من حملة الأسهم.

وهناك بعض الاختلافات في تصنيف مختلف آليات الحوكمة بين مختلف الباحثين، ويتم تبني التصنيف على أساس نظرية الوكالة باعتباره التصنيف الأكثر شيوع، وبالتالي تقسيم مختلف آليات الحوكمة إلى داخلية وخارجية. ويتم تناول هذه العناصر من خلال المطالب التالية:

- آليات الحوكمة الداخلية.
- آليات الحوكمة الخارجية.
- نماذج الحوكمة المؤسسية المطبقة في العالم.

المطلب الأول: آليات الحوكمة الداخلية

حيث يمكن التعبير عن آليات الحوكمة الداخلية على أنها: " مجموعة القواعد والآليات المحددة لكيفية اتخاذ القرار وتوزيع السلطات داخل المؤسسة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدي توفرها من جهة، وتطبيقها من جهة أخرى إلى تخفيض تضارب المصالح بين هؤلاء الأطراف"[1]، وتهدف هذه الآليات أساسا إلى مراقبة السلوكيات غير الأخلاقية في الأعمال والرفع من الأداء لمختلف النشاطات في المؤسسة مع التقليل من درجة المخاطر[2]، وأهم هذه الآليات ما يلي:

أولا- التسلسل الترتيبي والرقابة المتبادلة

حيث يظهر التسلسل الهرمي للسلطة والمسؤولية في المؤسسة من خلال الهيكل التنظيمي فمن خلال هذا الهرم في المسؤولية ومختلف الارتباطات تظهر رقابة ضمنية متبادلة[3].

---

[1]- علاء فرحان طالب ، ايمان المشهداني، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

[2]- محمد حلمي الجيلاني، مرجع سبق ذكره ، ص 133-134

[3] -نفس المرجع، ص:134.

ثانيا- مجلس الإدارة

يشكل مجلس الإدارة وخصائصه محاور بحث مهمة، ويعتبر أهم آلية داخلية للحوكمة[1].

1- **تعريف:** مجلس الإدارة عبارة عن هيئة جماعية تمثل مجموعة المساهمين، والتي ينبغي وفي كل الظروف أن تأخذ بعين الاعتبار المصلحة الاجتماعية للمؤسسة. ويعتبر المساهمون جماعيا مسؤولون عن القرارات المتخذة، وعليه فدور مجلس الإدارة يكون مضاعفا، من جهة، يساهم في النظرة الاستراتيجية للمؤسسة، ينصح المسير ويوسع من شبكته، ومن جهة أخرى، يراقب المسير لحساب المساهمين. ويختلف احترام الوزن الترجيحي بين الوظيفتين (النصح والمراقبة) حسب حجم وخصائص المؤسسة. فالوظيفة الاستشارية للمجلس تسود في المؤسسات المتوسطة الحجم مع هيكل ملكية مركز، في حين أن الوظيفة التأديبية والرقابية تأخذ أهمية أكبر في المؤسسات الكبيرة[2].

2- **مهام مجلس الإدارة:** يتولى مجلس الإدارة في المؤسسة حسب قانون Medef & Afep2013*[3] المهام التالية:

- يحدد المجلس استراتيجية المؤسسة ويقوم بتعيين المسيرين التنفيذيين الاجتماعيين لادارة المؤسسة، ويتولى المجلس اختيار نموذج التنظيم المناسب (أحادي أو مزدوج).
- يعرف المجلس بسياسة الاتصال المالي للمؤسسة، وعلى كل مؤسسة أن تمتلك سياسة جد صارمة للاتصال مع محللي السوق، وينبغي أن يسمح كل اتصال بوصول المعلومة وورودها لكل طرف وفي نفس الوقت.

وتعتمد قدرة مجلس الإدارة على أداء وظائفه بشكل كبير على خصائص وتكوين المجلس نفسه، ومؤهلات المجلس من حيث المهارات والخبرات والسمعة وطريقة انتخاب الأعضاء وانتماءاتهم وحوافزهم، وكيف تتلاءم هذه كلها مع هيكلته واستراتيجيته .[4]

---

[1]- Marc-Hubert Depret et autres, " Gouvernance d'entreprise : En jeux Managériaux comptables et financiers",1ere, ed : De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2005, p 61.

[2]- Edithe Ginglinger ; Quelle gouvernance pour créer de la valeur? ; Association d'économie financière ; Revue d'économie financière ; 2012/2 N° 106 ;P : 227-242 .

*- يتم التركيز على قانون Medef & Afep على أساس أن الدراسة التطبيقية تشتمل على المؤسسات الخاضعة لهذا القانون.

[3] -www .associies-gouvernance.com /wp-content/uploads/2013/06/code_de gouvernance d'entreprises_Afep_Medef_juin2013 »

[4]- Basil Okoth&Metin Coskun" Evaluating the impact of corporate governance on firm performance using board index"; Institute of Social Sciences; Anadolu University; 26210Tepebasi/Eskisehir;Turkey. Posted 9/08/2016 www.preprints.org

وهناك من الدول أو المؤسسات من يتبنى شكل آخر من التنظيم، أين يتواجد مجلس مديرين ومجلس مراقبة بدل مجلس الادارة، حيث يبرز فيه بوضوح فصل وظيفتي الرقابة والاستشارة أو النصح[1].

وينبغي أن تتوفر في مجلس الإدارة بعض الخصائص التي تحقق فعاليته وكفاءته في أداء مهامه.

3- **خصائص المجلس:** يتوفر مجلس الإدارة على جملة من الخصائص تضمن له أداء مهامه بموضوعية وكفاءة، وتجنب التصرفات السلبية الصادرة من جميع أصحاب المصالح وحل النزاعات المتولدة عن تضارب المصالح وهذه الخصائص تتمثل فيما يلي:

- **حجم المجلس:**

إذا ما تم ربط العلاقة بين حجم المجلس ونظريات المنشأة فنجد أن نظرية أصحاب المصلحة (المقاربة التشاركية) ترجح أن كبر حجم مجلس الإدارة يجعله أكثر فاعليه في اتخاذ القرارات التي تخدم أهداف مختلف أصحاب المصالح. كما أن كبر حجم المجلس قد يؤدي إلى تحسين عملية تشغيل المعلومات. أما بالنسبة لنظرية الوكالة فتنظر إلى كبر حجم المجلس من زاوية سلبية، حيث أن كبر المجلس يؤدي إلى انخفاض الرقابة والمتابعة التي يفترض أن يؤديها المجلس كما يؤدي ذلك إلى نقص التعاون والتكامل بين أعضاء المجلس مما ينعكس على القدرة على اتخاذ قرارات الرقابة.

كما تشير بعض الدراسات إلى أن حجم مجلس الإدارة يجب أن يتلائم مع حجم المؤسسة وتنوع أنشطتها، بحيث يكون الحجم كافيا للاستفادة من المهارات والخبرات كما أن الحجم الملائم للمجلس يحد من إدارة الأرباح ويحسن من الأداء. وحسب Kiel &Nicholson (2003)، فإن المؤسسات الكبرى تميل لامتلاك مجالس كبيرة ومتعددة المديرين والمديرين الخارجيين، كما أن هذه المجالس تميل لفصل مهام الرئيس والمدراء التنفيذيين، والعكس بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة[2].

ونجد على المستوى التطبيقي نفس الخلاف النظري، فلقد توصلت بعض الدراسات مثل Chagassti et al (85 ,.) إلى استنتاج أن حجم مجلس إدارة كبير يكون أكثر فاعليه لأداء الشركة، بينما حجم مجلس إدارة صغير يكون أكثر فاعلية بالنسبة لدراسات أخرى مثل (Yarmack 96)، كما توصلت بعض الدراسات إلى إثبات عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لحجم مجلس الإدارة على جودة الأرباح المحاسبية وتحسين الأداء[3].

---

[1]- Finet A., « Gouvernance d'entreprise, nouveaux défit financier et non financier » ; Ed de Boeck ; Paris ; 2009 ; P :100 .

[2]- Basil Okoth&Metin Coskun ; Op Cit.

[3]مجدي مليجي ، عبد الحكيم مليجي و آخرون "أثر حوكمة الشركات على القيمة المضافة لرأس المال الفكري دراسة تطبيقية على الشركات السعودية المسجلة ، http : www.bn.edu.eg/uploads/commerce/accounting.

➢ **لجان مجلس الإدارة:**

تتولى لجان المجلس التداول في مسائل خاصة بالشركة، ويمكن أن تكون هذه اللجان دائمة أو متخصصة ومن أهم اللجان المعتمدة في مختلف المجالس نجد:

- **لجنة المراجعة (التدقيق)** : حيث يمكن تعريفها على أنها " مجموعة من ثلاثة أعضاء على الأقل من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين غير التنفيذيين، ويمتلك أحد أعضائها على الأقل خبرة مالية أو محاسبية، وتشكل هذه اللجنة من قبل مجلس الإدارة، ويحكم عملها دليل يبين بوضوح مسؤولياتها وطرق الالتزام بها، كما تمتلك اللجنة السلطة اللازمة للقيام بمهامها. وتقوم اللجنة بعدة أعمال منها دراسة القوائم المالية قبل رفعها إلى مجلس الإدارة، كما أنها تعمل كوسيط بين المراجع الخارجي وبين مجلس الإدارة، ومن مهامها أيضا تعيين المراجع الخارجي، وفحص خطة ونتائج المراجعة، ودراسة نظام الرقابة الداخلية (Andrewd and Carod, 2000)[1].حيث يتمثل دورها الرئيسي في ضمان المساعدة على الحصول على جودة عالية للتقارير المالية، وذلك بتخفيض ممارسات إدارة الأرباح غير الشرعية عن طريق تقييم قدرة المراجع الخارجي واستقلاليته، وتعد لجنة المراجعة بمثابة المراقب النهائي لعملية اعداد التقارير المالية للتحقق من خلوها من الأخطاء والانحرافات[2].

وتجسد لجنة المراجعة امتداد نشاط المجلس فيما يخص الرقابة على عمليات التسجيل النهائية ونوعية المعلومات المالية (QIF Qualité d'Information Financiere) مع التعمق في هذا المجال، وفي هذا الاطار يمكن تعريف لجنة المراجعة على أنها "لجنة فرعية من مجلس الإدارة، تتكون على الأقل من ثلاث أعضاء أين أغلب أو كل الأعضاء مستقلين"[3] .

حيث يتفق الباحثين أن وجود لجنة مراجعة يستجيب لثلاثة احتياجات ضرورية وهي[4]:

- زيادة مصداقية البيانات المالية التي يتم مراجعتها.
- مساعدة المجلس في مسؤوليته على نوعية المعلومات المالية، من خلال السماح له بأن يشرف جيدا على السياسة المحاسبية وعملية المراجعة.

[1]- سامح محمد رضا، رياض أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 43.

[2] -نفس المرجع، ص 52.

[3]- Charles Piot , "Gouvernance ; Audit et qualité de l'information financiere .....", Gouvernance d'entreprise nouveaux défis financiers et non financiers, De Boeck, 2009 ,P :108 .

[4]- Ibid.

- حماية استقلالية المراجعين الداخليين والخارجيين بوضع حاجز ضد الضغوطات الممكن ممارستها من طرف المسيرين.

وعليه فوجود لجنة مراجعة يضمن ويوجه تداول وورود المعلومات، خاصة منها التي تتعلق بالكشف والرقابة واكتشاف المخالفات، كما تضمن هذه اللُّجنة نوعية المراجعة التي يمكن أن يعتمد عليها المراجع الخارجي.

- **لجنة المكافات** : وتهتم هذه اللجنة بقضايا تحديد مقابل خدمات المدراء التنفيذيين وغيرهم، بحيث ينبغي أن تكون هناك تناسبية بين ما يقدم وحجم التعويضات والمكافآت المقررة [1].
- **لجنة التعيينات:** وتختص هذه اللجنة في وظيفة البحث عن أفضل الخبرات والكفاءات في المترشحين لمقاعد في مجلس الإدارة، وباقي الوظائف العليا في المؤسسة وكيفية تجديدها.[2]
- **لجنة الحوكمة :** وتتولى هذه اللجنة المسؤولية ومهام الإشراف على مختلف هياكل الحوكمة في الشركة وتقييمها وتقديم مختلف التوصيات و الاقتراحات الضرورية[3].

➢ **استقلالية مجلس الإدارة:**

تقوم دراسة استقلالية المسيرين على بعض الافتراضات، التي تتضمنها أساسا اللوائح التنظيمية التي تعطي بعض الخطوط العريضة في تكوين مجلس الإدارة.

كما أن الاستقلال يشير إلى زيادة في الدقة والنزاهة في مراجعة البيانات المالية، وهذه الفرضية هي من مخرجات المؤلفات التأسيسية لهذا التيار وخاصة العائد لـ FAMA(80) الذي يفترض بأن المسيرين المستقلين مشجعين للوصول إلى رقابة فعالة للمسيرين للمحافظة على سمعتهم. وبمقابل ذلك فإن زيادة الأعضاء المستقلين يدخل تكاليف إضافية مباشرة (أجور المسيرين المستقلين الذين يفترض أنهم متخصصين في المراجعة المالية)، وتكاليف غير مباشرة (أعمال تكميلية مطلوبة من المجلس للمراجعين الداخليين والخارجين)[4].

باختصار فإن المسير الإداري المستقل هو الذي لا يدخل في أية علاقة أو ارتباط مع المؤسسة مهما كانت، باستثناء عهدته كمسير.

[1]- سامح محمد رضا، مرجع سبق ذكره، ص: 52

[2]- نفس المرجع.

[3]- نفس المرجع.

[4]- Charles Piot ; Op Cit ; p100-101

حيث يقترح تقرير Viénot 2(99) تعريف عام لاستقلالية المسير حيث:"يعتبر المسير مستقل عن إدارة الشركة عندما لا يحتفظ بأية علاقة مهما كانت طبيعتها بالشركة أو بمجموعتها، والتي يمكن أن تضر بممارسة حريته في الحكم"[1].

و لقد أورد نفس التقرير مجموعة معايير يمكن الاعتماد عليها لتحديد درجة الاستقلالية لأعضاء مجلس الإدارة والتي يمكن إيرادها فيما يلي[2]:

1. ألاّ يكون لا موظفا ولا وكيلا لشخص اعتباري في الشركة، ولا مسيرا تنفيذيا في الشركة الأم أو لشركة اندمجت معها سابقا خلال الخمس سنوات الأخيرة.
2. ألّا يكون العضو عميلا أو موظفا أو موردا في أحد البنوك التي تتعامل معها الشركة.
3. ألّا يكون على علاقة قرابة مع أي طرف في الشركة.
4. ألّا يكون شغل منصب مراجع الشركة خلال الخمس سنوات السابقة.
5. ألّا تتعدى فترة عمله في الشركة 12 سنة.

- **الفصل أو الجمع بين وظيفتي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة**[3]

يستحوذ الجمع أو الفصل بين وظيفتي المراقبة و/أو النصح في المجلس على اهتمام كبير نظريا وعمليا، ولقد تباينت نتائج مختلف الدراسات حول ترجيح وظيفة النصح أو المراقبة في المجلس. حيث أظهر Brickley ;Coles ;et Jarrel(97) وكذا Harris&Raviv (2008)، بأن الجمع بين مهام رئيس المجلس والمدير العام يسمح بالاتصال بين الإدارة والمجلس بشكل فعال، كما يتوقع Rechner et Dalton(91) أن هذا الجمع بين هتين الوظيفتين يسمح بتسيير فعال للنشاطات، كما أنه يخفض من تكاليف الوكالة بين المساهمين والمسيرين، في حين أن المؤيدين للفصل بين الوظيفتين يظهرون أن مشاكل الوكالة تتفاقم عندما يتولى نفس الشخص الوظيفتين، وأن الفصل بين الوظيفتين يؤدي إلى أداء مالي جيد ; Peel et O'Donnel(95) Millstein(92 ;Lorsh et Maclver(89) ;Sen(2001) ;Sen(2001) ,Coles,McWilliams [4].

[1]- Charles Piot ; Op Cit ; p101

[2]- Philippe Bissara et autres, "Droit et pratique de la Gouvernance des sociétés cotées , Joly editions ,2007,p57-58

[3]-Alain Finet ; Gouvernance d'entreprise ; p :106-107.

[4]- Madhar S « Corporate Gouvernance et Performance des Entreprises : Cas des Emetteurs Marocains » ; groupe institut supérieur de commerce et d'administration des entreprises Centre des Etudes Doctorales en Gestion ; Laboratoire de Recherche en Management (LAREM) ; 2016; P 140 .

➢ **توفر الخبرة والكفاءة في الأعضاء**[1]:

يتم التركيز على الكفاءة والخبرة لأعضاء مجلس الإدارة حتى قبل التركيز على استقلاليتهم، فينبغي أن يتوفر الأعضاء على خبرات ومهارات متعددة ليتمكنوا من أداء مهامهم وتحمل مسؤوليتهم مع ضرورة التطوير المستمر لهذه الكفاءات عن طريق الدورات التدريبية...

فاختيار مسير ينبغي أن يحترم الثلاثية التالية: المعرفة والكفاءة والسلوك. فالمعرفة تتعلق بدرجة تفهم لنشاط المؤسسة من طرف المسير المترشح ودرجة ارتباطه بالقطاع الذي تنتمي إليه. لكن هذا لا يعتبر الرأي المرجح والغالب في المجالس للمؤسسات الكبيرة جدا، فهذا المعيار واضح بشكل صريح ومطلوب للمؤسسات من حجم متوسط أو PME ،فبالنسبة للمؤسسات الكبيرة فعلى الأقل يكون المسير على معرفة بكيفية سير الأعمال.

أمّا الكفاءات فهي تترجم ميادين الخبرة للمسير: الإنتاج، الإدارة العامة، التسويق...الخ. كما تؤخذ بعين الاعتبار أيضا الخبرة فيما يخص الحوكمة وما يتعلق بها وتسيير الأزمات أو العمليات المالية مثلا. ومجموع هذه الكفاءات تحدد من طرف المؤسسة حسب احتياجاتها، لكن يظهر أنه من الصعب عدم ادماج بالموازاة حد أدنى من الخبرة المتعلقة بالمهام الأساسية للحوكمة والإدارة: القدرة على التفكير في الاستراتيجية، وفهم الأرقام والحسابات والقدرة على تقييم المسيرين ومعرفة إدارة المخاطر.

أما السلوكيات فهي تعبر عن طريقة المسير في تقديم مساهمته في بناء الحوكمة وذلك أساسا من خلال:

- درجة اتاحة المسير لتحضير المجلس والحضور في الاجتماعات،
- الالتزام بثقافة وقيم المؤسسة،
- القدرة على العمل الجماعي، مع تقبل الزمالة،
- القدرة على قول الأشياء وتبليغ الطرف الآخر دون خلق توتر غير ضروري.

وبشكل عام فينبغي اثبات ذكاء علاقاتي حسب الحالات وما تستدعيها، وإذا كان هناك ترجيح بين هذه المعايير الثلاث فالأرجح أن تُمنح 50% للسلوك، و 30 % للكفاءات التقنية، و20% للمعرفة القطاعية[2]. وتبرز هذه الخبرات من خلال ما يقدمه هؤلاء من اقتراحات وآراء خاصة في اجتماعات المجلس والتي يختلف

[1] - Cabane P ; Op Cit ; P 182 .

[2] - Ibid .

عددها ومدتها ونسبة الحضور فيها من مؤسسة لأخرى. كما يتوقف عدد اجتماعات المجلس الرسمية على مجموعة عوامل أهمها :[1]

- حجم وطبيعة نشاط المؤسسة
- حجم وطبيعة المهام والمسؤوليات الملقاة على عاتق أعضاء المجلس
- طول فترة الفحوصات

ثالثا-التدقيق الداخلي[2]

تعزز وظيفة التدقيق الداخلي عملية الحوكمة وذلك بزيادة قدرة الجمهور العام على مساءلة الشركة، حيث يقوم المدققون الداخليون من خلال أنشطتهم بزيادة المصداقية والعدالة وتحسين سلوك الموظفين وتقليل مخاطر الفساد الإداري والمالي . ولقد أكدت لجنة Cadbury على أهمية مسؤولية المدقق الداخلي في منع واكتشاف الغش والتزوير. ولكي يتحقق هذا الهدف يجب أن تكون هذه الوظيفة مستقلة وتنظم بشكل جيد، كما ينبغي أن تستند إلى تشريع خاص بها. ويؤكد Cohen et alعلى أن زيادة استقلالية هذه الوظيفة يكون برفع تقاريرها إلى لجنة التدقيق بشكل مباشر وليس إلى الإدارة، مع تقوية نظام الرقابة الداخلية ونوعية السياسات المحاسبية المستخدمة.

رابعا- هيكل الملكية

و يقصد بها نوعية الملاك وكيفية توزع رأس المال بين مختلف فئات المساهمين، وهناك نوعان من هياكل الملكية في الشركات: نظام الداخليين ونظام الخارجيين أو هيكلة مركزة أو هيكلة مشتتة –كما تم الإشارة إليه في المبحث الأول-.

1- **هيكلة مركزة** :حيث في الهياكل المركزة، تكون الملكية في أيدي عدد قليل من الأفراد أو العائلات أو المديرين أو أعضاء مجلس الإدارة أو الشركات القابضة أو البنوك أو الشركات غير المالية.
2- **هيكلة مشتتة**: في هياكل الملكية المشتتة، يكون هناك عدد كبير من أصحاب الأسهم، يملك كل منهم عدد صغير من الأسهم، وعادة ما لا يكون هناك حافز لدى صغار المساهمين لمراقبة نواحي نشاط الشركة عن قرب لذا يطلق عليهم بتسمية الخارجيون، وتميل الدول كالمملكة المتحدة والولايات المتحدة الامريكية إلى هياكل الملكية المشتتة[3].

---

[1]- محمد مصطفى سليمان، " دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري (دراسة مقارنة)"، الدار الجامعية ، الإسكندرية ،2009 ، ص:100.

[2]- محمد حلمي الجيلاني، ورجع سبق ذكره، ص 139-140.

[3]- نفس المرجع، ص 159.

وبالنسبة لعلاقة هيكل الملكية بالحوكمة المؤسسية، فنظام الداخلين يؤدي إلى زيادة الرقابة في المؤسسة، وهو ما يؤدي إلى تقليل احتمالات سوء الإدارة والغش، كما أن الداخليين يميلون إلى تأييد القرارات التي تعزز أداء المنشأة في المدى الطويل. أما الجوانب السلبية في هذا التنظيم هو إمكانية تحالف المساهمين من ذوي النسب المسيطرة مع الإدارة وإمكانية الإضرار بمصالح صغار المساهمين خاصة إذا لم تكن لهؤلاء حماية قانونية كافية.

ومن الواضح أن كلا من نظام الملكية المركزة أو المشتتة تحمل مخاطر ويؤدي الإخفاق في آليات التحوط من المخاطر إلى تهديد رفاهية اقتصادية بأكملها، والغرض من نظم حوكمة الشركات هو التقليل إلى أدنى حد ممكن هذه المخاطر وتشجيع التنمية.

خامسا- ملكية المساهمين العمال

وتتعلق بنسبة مساهمة العمال والمسيرين في هيكل الملكية للمؤسسة، ونظريا فإن مساهمة المسيرين والعمال تسمح بمراعاة ومحاذاة مصالح هؤلاء الأطراف مع مصالح المساهمين (الملاك)، ويتم بهذا تحفيز المساهم المسير أو العامل لزيادة قيمة المؤسسة والحد من القرارات التي تؤدي لهدم القيمة (نظرية المواءمة)، بمعنى الحد من انتهازية المسير.

سادسا-علاوات المسيرين

حيث تعتبر هذه الآلية تحفيزية للمسيرين حتى يمكن تقليص الفجوة بين مصالح هؤلاء ومصالح المساهمين عن طريق[1]:

- منح حوافز مالية: حصص من الأرباح وفقا للنتائج التي تحققها الشركة.
- منح علاوات على شكل أسهم (Stock-Options).

ويرى الباحثون المختصون في حوكمة الشركات أنه نظرا للتطور المذهل الذي عرفته اقتصاديات الدول المتقدمة و الأداء الجيد الذي شهدته بورصات هذه الدول و الذي يعزوه البعض إلى نجاعة مسيري الشركات الكبرى، تم إدماج نوع جديد من العلاوات والمكافآت التي يتلقاها المسيرون وهي على شكل امتلاك أسهم في رأسمال الشركات التي يديرونها Stock-Options ،إلاّ أن الملاحظ على هذا النوع من الميكانيزمات أنه لا يحظى بإجماع كل الأطراف ذات المصلحة، حيث أن هناك من يراه سيف ذو حدين، و هذا راجع للمبالغ

[1]- عبد الرحمان العايب، "ميكانيزمات تحفيز المسيرين كأحد محددات حوكمة الشركات وتأثيرها في الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة"، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، أكتوبر 2009.

المذهلة التي يتلقاها المسيرون من مثل هذه العلاوات. ولقد بدأ هذا النوع من الميكانيزمات يلاقي معارضة شديدة من كل من المساهمين وكذلك العمال والنقابات وأيضا الأوساط السياسية. ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا، بلغت نسبة معارضة منح مثل هذه العلاوات إلى المسيرين 20% سنة 2000.

وعليه تبحث نظرية الحوكمة في إيجاد صيغة لوضع هذه المكافآت وأجور المسيرين، بحيث توافق بين الجهود والكفاءة المستعملة في الإدارة والنتائج المترتبة عنها والمنعكسة في مستوى الأداء.

وعليه يعتمد النظام الجيد لحوكمة الشركات على مجموعة من الأدوات والآليات الداخلية والخارجية، وهذه الآليات هي ما يشكل ضوابط عبارة عن ترتيبات في داخل الشركة تهدف إلى تخفيض المخاطر عن طريق التنسيق والتنظيم لعلاقات مختلف أصحاب المصالح، وأساسا المديرين والمساهمين ومجالس الإدارة. وحتى تكون للآليات الداخلية أثر فإنه يجب أن يتم تأطيرها أو دعمها بمجموعة تشريعات ومؤسسات مبنية ومتوافقة مع بيئة الدولة محل نشاط المؤسسة. وهي ما يعرف بالآليات أو الأدوات الخارجية للحوكمة المؤسسية.

المطلب الثاني: الآليات الخارجية للحوكمة

تعمل المؤسسة في محيط تؤثر وتتأثر به، ويختلف هذا المحيط من اقليم لآخر لهذا فالآليات الخارجية هي الأخرى تختلف من بيئة لأخرى، وتمثل هذه الأخيرة مجموعة التشريعات والمؤسسات الداعمة للآليات الداخلية، وبدون هذا الإطار القانوني والتنظيمي فان الآليات الداخلية مهما كانت محكمة فلن يكون لها سوى أثر قليل. كما تضمن هذه التشريعات ومختلف الآليات الخارجية تنفيذ الإجراءات الداخلية للحوكمة في الشركات -خاصة المذكورة في المطلب الأول -وذلك بزيادة الثقة في الحماية القانونية، كما أن نشاط السوق والمراجعة الخارجية وقطاع مصرفي جيد التنظيم يساعد على نجاح الآليات الداخلية في بلوغ أهدافها.

وتمثل آليات الحوكمة الخارجية نتاج السوق والقانون. وهناك ثلاث آليات سوق ينبغي تسطيرها:

أولا- المنافسة الموجودة بين المؤسسات في سوق السلع والخدمات

تؤثر المنافسة الموجودة بين المؤسسات في سوق السلع والخدمات على تحريض المسيرين لتعظيم القيمة للشركة. ففي ظل سوق المنافسة، فإن نجاح الشركة مرتبط بسعر ونوعية الخدمة المقدمة. فعندما يتبع المسيرون والمساهمون المهيمنون استراتيجية انتهازية فإنهم بذلك يُضعِفون القدرة التنافسية لشركتهم

بالتأثير على السعر أو على نوعية السلعة أو الخدمة. فمثلا استراتيجيتهم قد تدفعهم إلى إنتاج سلع معيبة، ما يترجم بخسائر إذا ما قرر المستهلكون اللجوء إلى سلع المنافسين، وبالتالي فمن غير صالح المسيرين والمساهمين الأغلبية النظر إلى شركتهم وهي تدنو دون المنافسين، حيث هذا الأمر قد يؤدي حتى إلى إفلاس المؤسسة، وبهذه النتيجة يفقد كل من المسيرين وهؤلاء المساهمين مزاياهم، فالمسير يفقد المنصب ومصدر الدخل، والمساهم يفقد أصول معتبرة، ولهذا ينبغي أن يحد من السلوك الانتهازي حتى لا تصل مؤسستهم إلى التسوية[1].

ثانيا-الضغوطات الممارسة من سوق العمل

الآلية الخارجية الثانية للحوكمة وهي ناتجة عن ممارسة سوق العمل لنوعين من الضغوطات التي تحد من مصلحة المسيرين إذا سلكوا سلوك انتهازي، الأول ناتج عن امكانية عودة المسيرين لسوق العمل، وفي هذا السوق سمعة المسيرين مهمة بحيث تسمح لهم هذه الأخيرة بالوصول إلى منصب اداري مهم في أي مؤسسة وهذا يحقق لهم أجر جيد. كما أن سمعة المسيرين مقيمة من العمال الأساسيين للمؤسسة من خلال الحصول على المعلومات المتعلقة بالقدرات والكفاءات المتميزة للمسيرين، ومن خلال تقدير تأثير انتقالهم واقترابهم من آخر عامل كان لديهم، ولأنهم عرضة للعودة لسوق العمل فإن المسيرين يحاولون المحافظة على سمعتهم بالحد من انتهاز يتهم من وجهة نظر المساهمين[2].

ثالثا- نظام الرقابة المتبادلة داخليا

وتتعلق بالضغوطات التنظيمية الناتجة من سوق العمل بين الأفراد في الشركة على مناصب الادارة. هذه المنافسة تولد نظام رقابة متبادلة داخليا. كما أنه للحصول على ترقية أو لتجنب إبلاغ أو رفض المرشحين لشغل مناصب الإدارة، فإنه يكون من مصلحة المسيرين تقييد استراتيجيتهم الانتهازية. وعلى الرغم من أن هذا الضغط التأديبي التنظيمي حقيقي، فإن تأثيره على العائد للمؤسسات لا يزال غير مؤكد، حيث لا تُظهر الدراسات التطبيقية أنه هناك علاقة بين مخاطر فصل المسيرين والعائد.

ويشكل السوق المالي وفق العديد من الآراء آلية أساسية لضمان حماية حقوق المساهمين. حيث يمكن إدراك الأثر التنظيمي للسوق المالي أولا من وجهة نظر التمويل للشركات. فمن خلال سوق كفئ، فإن سعر الورقة المالية يعكس في كل لحظة كل المعلومات العامة المتاحة حول المؤسسة. في هذا السوق

[1]- Stéphane Rousseau ; "Gouvernance d'entreprise et analyse économique du droit ; Quelle perspective suite à la crise financière ?(la gouvernance des sociétés cotées face à la crise, LGDJ)" ;2010 ;P :209-212 .

[2] - Ibid ; P :212.

سعر الورقة يحوي اذن تكاليف الوكالة التي تحل التعارض بين المسيرين والمساهمين، وكذا التعارض بين المساهمين أنفسهم. حيث كلما كانت تكاليف الوكالة مرتفعة في مؤسسة كلما كان السعر للأوراق المالية منخفض. وإذا ما كانت هذه التكاليف متضمنة في سعر الأوراق المالية فإن المخاطر الاستراتيجية الانتهازية للمسيرين والمساهمين الأغلبية لا تسبب ضرر للمساهمين لأن هذه الأخيرة تم تعويضها من خلال خصم على سعر الأوراق عندما تم شراؤها، لكن الاستراتيجية الانتهازية تخفض قيمة المؤسسة. ولتجنب الحاق الأذى باستمرارية المؤسسة فإن المسيرين والمساهمين الأغلبية سوف يميلون إلى تقييد سلوكهم الانتهازي.

ولا يتوقف دور الأسواق المالية كآلية رقابة على المسيرين فقط وعلى دورها في تمويل الشركة، فهي تتضمن جانب آخر الّذي يظهر على شكل سوق للاستحواذ والسيطرة. فعندما يكون السعر للأوراق المالية منخفض نوعا ما بسبب تكاليف الوكالة، فأطراف آخرون يكون عليهم مراقبة الشركة عن طريق عرض عام للشراء OPA، ويسعى المستثمرون الخارجيون إلى تحسين أداء الشركة بتعويض فرقة الادارة بأفراد أكثر اجتهادا. ومن هذه الزاوية يشكل خطر الاستحواذ ضغط يحرض المسيرين لتسيير المؤسسة بطريقة مثلى والحد من استراتيجيتهم الانتهازية[1].

وعندما تعمل آليات السوق بشكل جيد فإنها تخفض بشكل معتبر التعارض في المصالح الذي ينقص من تعظيم قيمة الشركات. ولكن هذه الأدوات تعاني من بعض الفجوات التي تخفض من قدرتها على تقليص التعارض في المصالح. وفي هذا السياق فان دور القانون يهدف لتوفير هيئات لتقوية وتكملة أدوات السوق.

حيث أن قانون الشركات يخفض مخاطر انتهازية المسيرين والمساهمين الأغلبية بإعداد قواعد لتأطير هذه الأخيرة من خلال[2]:

<u>أولًا</u> إن فروض الحيطة والاجتهاد والولاء وحسن النية للإداريين والمسيرين تخفض الصراعات بين المسيرين والمساهمين. وبالنسبة للإداريين والمسيرين الذين يخططون لتعزيز قوتهم ومصالحهم الخاصة على حساب المساهمين فعليهم الأخذ بالاعتبار خطر الاعتداء على واجباتهم. ومثل هذا الاعتداء يمكن أن يعاقب من خلال دعوى قضائية نتيجة الأضرار التي من شأنها زيادة تكلفة الأمر الواقع من السلوكيات الانتهازية وتخفيض الأرباح الناتجة عنه.

[1] - Stéphane Rousseau ;OP .Cit ; P :212.

[2] -Ibid.

ثانيًا فإنه في التشريع يتم اعداد آليات لا تخضع للدائرة القانونية وآليات قانونية وهي موجهة لحماية مصالح المساهمين الأقلية والتي تخفض حرية التصرف للمساهمين الأغلبية في اتخاذ القرارات الخاصة بالمؤسسة.

ثالثًا، بالنسبة للشركات المفتوحة فإن أحكام التشريع المتعلقة بالشركات مكملة بقواعد معدة من طرف الهيئات التنظيمية للقيم المنقولة والتي تظهر قلق خاص من وجهة نظر الحوكمة وحماية المساهمين الأقلية منذ سنوات.

وهناك بالإضافة إلى الآليات الخارجية المذكورة أعلاه آليات خارجية أخرى، فيما تعلق بزيادة الثقة والحماية لمختلف أصحاب المصالح تتمثل في الدور الذي يمكن أن تلعبه مختلف المنظمات الدولية من خلال التوصيات التي تقدمها والمبادئ التي تنص عليها فيما تعلق بالحوكمة المؤسسية ومحاربة الفساد المالي والاداري وزيادة الافصاح والشفافية والتي تسهم في زيادة أثر الحوكمة المحتمل على تحسين صورة المؤسسة وزيادة الثقة أساسا.

المطلب الثالث: نماذج الحوكمة المؤسسية المطبقة في العالم

بتعدد الأسس النظرية للحوكمة وتعريفاتها، والهيئات المختلفة لتطبيقها ومختلف التشريعات والآليات الخارجية التي تدعم تنفيذ الإجراءات الداخلية للحوكمة في الشركات، فإن تطبيق الحوكمة أخذ عدة أشكال عبر العالم حسب خصوصية كل إقليم وركائز العمل المتوفرة هناك.

ولعل أهم تصنيف هو الذي يقارن الأنظمة الانكلوسكسونية بالأنظمة الألمانية واليابانية. ولتفرقة هذين النظامين تم التركيز على عدة زوايا في الدراسة المقارنة، فمثلا دراسة (Porter 92 , Bergof 90 , Allen) ركزت على نموذج التمويل بالسوق مقابل البنوك . وركزت دراسات أخرى كـ (Mayer 92, Franks) على دور الأطراف الفاعلة، حيث فرقوا بين الأنظمة الخارجية(الدور الفاعل للسوق)، والأنظمة الداخلية(الدور الفاعل للجان) . أما (95) Morlend فيقابل الأنظمة ذات التوجه السوقي بالأنظمة ذات التوجه الشبكي[1]. وتمثل الفرق الجوهري في تصنيف مختلف هذه الأنظمة في المكانة المسندة للمساهمين ومجموعة أصحاب المصالح في كل نموذج. وفيما يلي خصائص كل نموذج، بالإضافة إلى نموذج ثالث وسيط أو هجين بين النموذجين السابقين والذي يطلق عليه بالنموذج الوسيط أوالنموذج الفرنسي.

[1]- Louizi, op.cit, p 45-46

أولا- النموذج الأنكلوسكسوني (النموذج الموجه حسب أداء السوق)

ويسود هذا النظام في الأقاليم المشجعة لقيام الأسواق المالية والحد من الوساطة المالية في ظل التحرر المالي والعولمة وفي ظل أجهزة قانونية تتمتع بالاستقلالية والمرونة الكبيرة.

وأهم الدول المطبقة لهذا النموذج هي الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، والجدول رقم(04) يبين مختلف مميزات هذا النموذج واطاره المفاهيمي.

الجدول رقم 04: أهم المفاهيم لنظام الحوكمة الموجه بأداء السوق (الأنكلوسكسوني)

البيان	نموذج السوق النموذج الانكلوساكسوني
المفهوم	يكون نظام الحوكمة موجه نحو السوق إذا كانت الرقابة والتنظيم فيه تمارس عن طريق السوق المالي من خلال عمليات الاستحواذ (OPA) ، ومن خلال سوق العمل أو سوق المسيرين.
محددات نظام الحوكمة	**السياق** : بعد الأزمة العالمية لسنة 1929 تم اعداد مجموعة من التدابير الفديرالية للحد من نطاق نشاط و قوة المؤسسات المالية. وكان هذا النظام في السابق له نقاط مشتركة مع النظام ذو التوجه البنكي ولكن بعد الأزمة التي كانت فيها البنوك مسؤولة جزئيا تغير الوضع. **الاطار القانوني:** يعتبر كل من قانون (Glass Steagall Act1933) وقانون (Bank Holding Company Act 1956)، أبرز قانونين منعا رسميا على البنوك العامة في الولايات المتحدة ممارسة أنشطة في الأسواق المالية (المساهمة في رأسمال الشركات) و تم حصر نشاطها في قطاع التأمين، وهو ما أجبر البنوك على الفصل بين وظائف البنوك التجارية و وظائف بنوك الاستثمار . **الجانب الأخلاقي:** حيث يتمحور البعد الاخلاقي الأمريكي حول الثلاثية: الجدارة، والجهد، والنتيجة، بالإضافة الى تكريس قيم كالحرية المقدسة في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن هنا تنبع الأهمية الممنوحة للسوق كمكان لتلاقي العرض والطلب، واحترام استقلالية المستهلك، التي بدورها

	انعكست على تفضيلات الأعوان الاقتصاديين مع تحديد تخصيص الموارد في هذا النظام.
هيكل رأس المال	- لا تتعدى مشاركة البنوك 5% من رأسمال الشركة نفسها - تشتت ملكية رأس المال (Act Steagall Glass 1933) - عدم وجود مساهمات متبادلة بين الشركات - تفرض قيود من نفس الطبيعة، على المستثمرين المؤسسين (شركات التأمين ،صناديق المعاشات على العموم) شروط انحلال كبيرة لهيكل المساهمين تجتمع في: البنوك صغيرة الحجم المحلية والمتخصصة، والمستثمرين المؤسسيين غير التنظيميين السريين،
طرق الرقابة	**الرقابة الخارجية :** وتتميز بتقنية العرض العام للشراء(OPA) كأداة رئيسية لفرض رقابة خارجية. كما تتميز بتشتت الملكية وسيولتها، وتوفر المعلومات الضرورية على المؤسسات ونموذج تمويلها للاستثمارات. **الرقابة الداخلية:** من خلال مجلس الادارة والمكون من مختلف الأعضاء، والذي ينتج عنه رقابة ضمنية. لكن يبقى وجود ازدواجية -أي المدير العام للشركة هو رئيس المجلس (احيانا)- فان هذا قد يؤدي الى عدم معاقبة المسيرين في حالة كان الأداء أقل من المستوى المطلوب. لكن ينبغي تسجيل أن المستثمرين المؤسسين لا يترددون في التدخل في تسيير المؤسسة أين يمتلكون مساهمات معتبرة وهو الأمر السائد في هذا النموذج.
الخصائص	- العديد من المؤسسات المقيدة. -هيكل ملكية (Actiomariat) مهمة ومنفجرة. - أسواق رأس المال متطورة و تتميز بالسيولة. - قواعد محاسبة صارمة نابعة من ضرورة الشفافية من قبل المؤسسات

	- القليل من المساهمة المتقاطعة بين المؤسسات غير المالية وبين البنوك - مشاركة محتشمة للمؤسسات المالية في الحوكمة المؤسسية.
المزايا	- تهديد دائم للمسيرين. - تخصيص فعال للموارد. - احترام استقلالية الأعوان الاقتصاديين. - دور علاجي للحوكمة.
المساوئ	- تفضيل واستهداف للأجل القصير. - مكانة مركزية للمعلومة. - تحريض المسيرين لوضع استراتيجيات اندماج –امتلاك من أجل التأصل-. - تحمل لتكاليف السيطرة والرقابة. - مخاطر عدم احترام حرية الأعوان من خلال تدخل الدولة في السوق.

Source : Cherif Lahlou , Gouvernance des entreprises , Actionnariat et performances, la revue de l'Economie et de Management, N7, Université de Tlemcen , Avril 2008, P10-11.

ثانيا- النموذج الشبكي (الألماني - الياباني)

ويسود هذا النظام في الأقاليم المشجعة للقطاع البنكي وما يقدمه هذا الأخير من خدمات مختلفة . وأهم الدول التي يسود فيها هذا النموذج هي ألمانيا واليابان وبعض الدول في القارة الأوروبية وبعض الدول الأسيوية. والجدول رقم 05 يبين الإطار المفاهيمي لهذا النموذج .

الجدول رقم 05: النموذج الشبكي -الألماني الياباني-

البيان	**النموذج الشبكي، النموذج الألماني- الياباني**	
المفهوم	نظام الحوكمة هو نظام شبكي إذا كانت الرقابة مؤسسة من طرف البنوك التي هي مقرض ومساهم أساسي.	
	ألمانيا	اليابان

محددات النموذج	**السياق:** ساهمت الحرب العالمية الثانية في جعل الوساطة البنكية أكثر ملاءمة من استخدام الأسواق المالية **الجانب الأخلاقي:** يتمثل في الثلاثية: الإنضباط، والجدارة، والسلوك كركائز للمحور الأخلاقي للألمان في سعيهم لتحقيق الهدف.	**السياق:** اليابان بلد دمرته الحرب العالمية الثانية، وعليه كانت الشركات غير قادرة على توفير المعلومات اللازمة. و لم يكن سوق السندات مفتوحا سوى لكبريات الشركات الوطنية. **الجانب الأخلاقي:** ويتركز على الإجماع، والشفافية والمشاركة.
هيكل رأس المال	يتميز بـ: - كبر حجم الملكية المتبادلة بين الشركات، - هيكل رأس المال أكثر تركيز(حسب Prowse فإن أكبر خمسة مساهمين يحملون أكثر من 40% من رأسمال الشركة في ألمانيا،	- درجة عالية من الملكية المتبادلة بين الشركات (وفقا لـ Sheard.P . فإن 3/2 من المؤسسات الصناعية في اليابان مملوكة من قبل شركات أخرى لها ارتباطات غير مباشرة بها. - وجود قوي للبنوك كمساهم في رأس مال الشركات.

:مزايا وحدود	مزايا: أهمية تعود الى عنصر العمل وتمثل مختلف أصحاب المصالح . - امكانية الوصول إلى إجماع، دور وقائي للحوكمة . **الاطار القانوني:** ألمانيا من البلدان القليلة أين البنوك العالمية ليست محدودة باستثناء احترام قواعد الحيطة والحذر	حدود: تفضيل المدى الطويل - الصلابة - تأصل المسيرين **الاطار القانوني:**سوق السندات لا يفتح الا للمؤسسات الوطنية الكبيرة.

طرق ممارسة السلطة	ازدواجية السلطة بين المجلس الذي يسير يوم بيوم ومجلس المراقبة الذي يراقب الأول (المجلس) خاصة فيما يتعلق بتنصيب أعضاء مجلس المراقبة مكون من ممثل المساهمين (أساسا البنوك) ، و العمال ليس لديهم أعضاء معينين من المسير بينما رئيس مجلس المراقبة لا يكون أبدا المسير.	تركز السلطة بين يدي رئيس المؤسسة . منصب رئيس المجلس هو منصب تشريفي حيث يمثل فترة رئاسة المرحلة الآخيرة قبل التقاعد النهائي لأكبر مدير عام. مجلس الادارة الياباني تقريبا لا يحتوي على أي مسير خارجي. وعدد المسيرين مهم جدا في المتوسط 50 عضو.
نماذج الرقابة	الرقابة الخارجية: تتولى البنوك المراقبة والتأثير على تسيير المؤسسة بشكل غير مباشر باعتبارها مساهم ذو أغلبية، والمصدر الأول للتحويل الخارجي. إذا كان الأداء غير كاف، فإن ضغوطات البنوك هي من يتولى معاقبة المسير بحيث تعاقب هذه الأخيرة المسير على مستوى الأجر. الرقابة الداخلية: على اعتبار ضعف مجالس الادارة الانكلوسكسون المجالس الألمانية تشكل أحيانا نماذج :تسييرbicephale ازدواجية بين مجلس المسيرين أو مجلس مراقبة وdirectoire الذي يراقب هذا الأخير مجلس استثناءي: directoire يتكون في ممثلي العمال مجلس مراقبة : يتمثل في البنك	
الخصائص:	- عدد قليل من المؤسسات المعتمدة - أسواق رؤوس الاموال لا يتغير بالسيولة فهي أقل ملاءمة للعروض العامة	- مساهمة متقاطعة بين المؤ غ المالي وعلاقة رأسمالية مهمة بين البنك ومؤسسات غير مالية.

	- سقف محدود عند عرض الحالات المالية بفضل قواعد مناسبة أقل تقيد	- تمثيل موسع لمصالح أصحاب المال - مشاركة قوية للبنوك في الحركة .

Source : Cherif LAHLOU, Gouvernance des entreprises, actionnariat et performances, la revue de l'économie et de Management, N°07, Université de Tlemcen, Avril 2008, P.10.

ثالثا- النموذج الفرنسي (الوسيط أو الهجين)

خصائص هذا النموذج هي مزيج بين النموذج الانكلوسكسوني والنموذج الشبكي، وأهم ما يميز هذا النظام هو أن الرقابة على الشركات يتم مقاسمتها بين الدولة، وإدارة المؤسسة والعائلات، وهناك تشتت قليل للملكية في شركاته والنظام مغلق للداخليين[1]. وأهم خصائصه تدخل الدولة في تحديد الأطر والأسس التي تتبعها في تطبيق نظام الحوكمة المؤسسية. والجدول رقم **06**يلخص الإطار المفاهيمي لهذا النموذج.

الجدول رقم 06: الإطار المفاهيمي للنموذج الفرنسي للحوكمة المؤسسية.

البيان	**النموذج الهجين الوسيط الفرنسي- الايطالي**
المفهوم	هو النظام الذي يجمع بين رقابة السوق المالي والرقابة الممارسة من طرف المؤسسات المالية
محددات النموذج	**السياق:** هيمنة الدولة منذ فترة طويلة على الاقتصاد الفرنسي من خلال المشاركة في رأسمال العديد من الشركات، أو تأميمها. و كون الدولة هي المالك لرأسمال أكبر البنوك الفرنسية فقد اشترطت تطوير نظام للحوكمة على الطريقة الفرنسية من خلال خلق أسواق مالية محلية، عن طريق فك ارتباطها برأسمال الشركات الوطنية الأكثر نجاحا ، وادخال النموذج الياباني (البنك الرئيسي). **الاطار القانوني** : لا توجد أي حدود تنظيمية دنيا أو قصوى تفرض على البنوك لتحديد مساهماتهم في رأسمال الشركة غير المالية وطبقا للقانون الفرنسي فانه

[1]- Jill Solomon ; Corporate Governance and Accountability; 3rd Ed;Wiley;2010;P: 217.

	يعطي للشركات حرية الاختيار بين هيكلين متمايزين للقيادة، حيث يمكن أن تدار الشركة من خلال مجلس ادارة واحد أو من خلال مجلسين أحدهما مجلس تنفيذي والاخر مجلس اشرافي. **الجانب الاخلاقي:** يتلخص الجانب الاخلاقي الفرنسي في ثلاثية: الشرف، المنطق القانوني، المنهج الديكارتي(الاعتماد على العقل في المعرفة يقوم على أساسين: البداهة والاستنباط)
هيكل رأس المال المتداولة	- على الرغم من عدم وجود قيود قانونية فمشاركة البنوك لا تتجاوز في المتوسط 5% - امتلاك الأوراق المالية بنسبة 38% من رأسمال الشركات الفرنسية - الشركات غير المالية الفرنسية تراقب ما نسبته 57% من الأسهم - تكتشف هذه الوضعية وجود مساهمة متقاطعة ودورية بين الشركات المقادة بمنطق مالي أكثر منه تجاري أو استراتيجي كما هو الحال في اليابان. - الشركات الفرنسية أقل تبعية للبنوك بسبب أهمية القروض، كما يمتاز النظام الفرنسي بتركز ذو أهمية نسبية للمساهمين في هيكل الملكية
نموذج ممارسة السلطة	الاختيار بين مجلس المراقبة مصحوب بمجلس اشرافي، وأغلبية المؤسسات الفرنسية تملك مجلس إدارة. يتكون مجلس الادارة من المساهمين وممثلين للعمال.
نماذج الرقابة	<u>الرقابة الخارجية:</u> من خلال الأسواق المالية واستثمارات الأسهم والرقابة، مراقبة من خلال المساهمة المتقاطعة (قروض ما بين المؤسسات) من خلال هيكل مساهماته للمؤسسات المتميزة بوجود المؤسسات المالية وغير المالية <u>الرقابة الداخلية:</u> حسب الصيغة المختارة تكون الرقابة الداخلية من خلال مجلس الادارة أو مجلس مراقبة المصاحب لمجلس اشرافي.

Source: Cherif LAHLOU, gouvernance des entreprises, actionnariat et performances, la revue de l'économie et de management, N7, Université de Tlemcen, avril 2008, P13.

وتبقى مختلف التعليمات توصيات وليست نصوص قانونية ملزمة، وكل بلد يعرض مميزات خاصة وقوية في تأدية وظائف المؤسسة وفي هيكلة ملكيتها .

خلاصة الفصل الأول

لقد تباين تعريف الحوكمة بشكل كبير بين مختلف الباحثين والجمعيات، ولقد تم التركيز في كل تعريف على جوانب معينة. فمن التعاريف المقدمة للحوكمة منها ما ركز على جانب ضيق للحوكمة تمثل في استهداف خدمة مصلحة المساهمين وذلك لاعتبارهم الملاك(هذا في ظل النظريات التعاقدية للمنشأة)، وهناك من ركز على استهداف الحوكمة لخدمة مصلحة أصحاب المصالح ككل، بمعنى استهداف المصلحة الاجتماعية وهي النظرة الأوسع والأشمل للحوكمة. كما تم تناول مفهوم الحوكمة كنظام يهدف إلى تفعيل الإمكانيات المختلفة واستغلال الموارد بطريقة كفأة من خلال مخرجاته المتمثلة في مختلف المبادئ والقواعد والممارسات الجيدة والتي بها تتحقق أهداف أصحاب المصالح وتتعزز الثقة من خلال زيادة الإفصاح والشفافية حول أعمال المؤسسة.

ولقد كان تطور مفهوم الحوكمة أساسا بعد الفضائح المالية والتي استطاعت مختلف الهيئات التشريعية والقانونية إلى تحديد أسباب هذه الفضائح والتي تعود أساسا إلى فشل الرقابة المالية الفاعلة في الشركات، وانتشار الفساد والتضليل في البيانات بسبب شح الإفصاح ونقص الشفافية في مختلف التقارير المالية. كما اعتبرت الحوكمة كجزء من ثقافة عالمية مرتكزة على تعزيز مشاركة كل الأطراف المجتمعة المختلفة في صنع القرار وكيفية التفاعل بينها لتحقيق التنمية المستدامة. كما تستهدف الحوكمة المستوى المثالي من الأخلاق عند ممارسة الأعمال، وتحقيق مبادئ النزاهة والشفافية والثقة وحق المساءلة ومنح هذا الحق للمجتمع سواء أفراد أو ممثلين له، من أجل مساءلة أجهزة الادارة العامة واتاحة الفرص الجيدة للتنمية بما يضمن للأفراد في المجتمع الحصول على حقوقهم وتحسين جودة الحياة.

ففي إطار النظريات التعاقدية للمنشأة فإن الهدف من آليات الحوكمة هو الوصول من خلالها إلى حل التعارض في المصالح، بمعنى حل مشاكل الوكالة الناشئة أساسا بين الإدارة والمساهمين وبين الأقلية والأغلبية المسيطرة من حملة الأسهم. أما ما يميز النظريات المعرفية للحوكمة هو ارتكازها على المعرفة والكفاءات وليس على المعلومات وعدم تماثلها، فالتيار المعرفي يعتبر المؤسسة" كمعالج معارف" يساعد على اتخاذ القرارات "المثلى" من خلال تصميم نموذج تفسيري للمعلومات المتاحة حول الظروف الداخلية والخارجية للمؤسسة. ولتحقيق مختلف أهداف الحوكمة تعتمد مجموعة عناصر يتوقف عليها تحديد مستوى التطبيق الجيد لها، وهي مختلف آليات الحوكمة الداخلية والخارجية. وبتعدد مختلف الأسس النظرية للحوكمة ومختلف التشريعات والآليات الخارجية التي تدعم تنفيذ الآليات الداخلية للحوكمة فإن تطبيقها أخذ عدة أشكال عبر العالم حسب خصوصية كل إقليم وركائز العمل المتوفرة هناك.

الفصل الثاني: أهمية خلق القيمة والقرارات الاستراتيجية ودور الحوكمة في العملية

تمهيد

بالرغم من أن خلق القيمة كان المعتقد الأكيد للعديد من المسيرين الأمريكيين منذ مدة، إلا أن هذا المفهوم عمّ استعماله وأصبح في السنوات الأخيرة عنصراً أساسياً في الثقافة التسييرية للعديد من المؤسسات عبر العالم، وتحدٍ متنامي الأهمية للمسير، كما أن هذا المفهوم أصبح في قلب القرارات الاستراتيجية للمؤسسة.

ويعود مفهوم الحوكمة المؤسسية مباشرة إلى تأثير القرارات الاستراتيجية على خلق القيمة وعلى تحقق الأهداف التنافسية للمؤسسة. كما يمكن للحوكمة أن تؤثر من الناحية المالية على خلق القيمة من خلال المعلومة المالية أو بتعبير أكثر دقة الاتصال المالي الذي يدل على التزام المؤسسة ومسؤوليتها أمام مختلف أصحاب المصلحة وخاصة المساهمين، كما يسمح بزيادة الشفافية والثقة في أعمال المؤسسة والتي تعتبر بدورها أهم متطلبات الحوكمة الجيدة والتي تسعى لتحقيق استمرار المؤسسة في بيئة صحية وسليمة.

إن هذا الاهتمام الكبير والحديث بمفهوم خلق القيمة ولكن في نفس الوقت الجدير بذلك يطرح تساؤلات مهمة حول المقصود بخلق القيمة ومصدرها في المؤسسة، ومن هي الأطراف المستفيدة من خلق القيمة وما علاقة الميزة التنافسية بها، وما دور الاتصال المالي في اتخاذ القرارات الخالقة للقيمة، وما هي نماذج قياسها وعلاقة آليات الحوكمة بتحقيق الأهداف.....الخ. وللإجابة على هذه التساؤلات يتم تناول المباحث التالية:

- خلق القيمة ومستقبلها ودور الالتزامات الأخلاقية في الأعمال
- التأثير المالي والاستراتيجي للحوكمة على خلق القيمة
- قياس خلق القيمة في المؤسسة ودور آليات الحوكمة

المبحث الأول: خلق القيمة ومستقبليها ودور الالتزامات الأخلاقية في تأطير الهدف

تمثل المؤسسة من وجهة نظر نموذج الدورة المالية "توافقاً تنظيمياً يهدف في النهاية إلى خلق القيمة، فالمؤسسة مشكلة من مجموعة العقود التي تربط مختلف الأعوان (مسيرين، مساهمين، دائنين...)، أين يكون التنسيق بينهم مهم لعمل المؤسسة، والشكل القانوني للشركة هو بمثابة أداة تسمح بتنظيم تعاون الأعوان ذوي الأهداف المختلفة"[1].

إذن فالهدف الأول من وجود المؤسسة هو خلق القيمة، ويركز موضوع الحوكمة المؤسسية على كيفية تبني هذا الهدف وأسلوب الإدارة وفقه، ولتناول هذا الهدف والأطراف المستفيدة منه، وأهمية القيم الأخلاقية كأسس قوية في العمل الاداري، يتم تناول المطالب التالية:

- ماهية القيمة وخلق القيمة وأهميتها
- الأطراف المستفيدة من خلق القيمة في المؤسسة
- الالتزامات الأخلاقية في المؤسسة ودورها في خلق القيمة

المطلب الأول: ماهية القيمة وخلق القيمة وأهميتها

قبل التطرق لمفهوم خلق القيمة يتم الإشارة الى مفهوم القيمة كمفهوم جوهري وأساسي أيضا في الدراسات المالية، ثم يتم تناول خلق القيمة كهدف للإدارة المالية الحديثة، والذي تسعى الحوكمة المؤسسية كنظام لتبنيه وتأطيره.

أولا-ماهية القيمة في المؤسسة

ترد عبارة القيمة في مختلف العلوم، كالفلسفة وعلم الاجتماع وكذا علم الاقتصاد، فمن حيث أصل الكلمة فان لفظ "قيمة"[2] يعود مصدرها الى اللغة اللاتينية Valorem من الفعل Valere الذي يعني أن تكون قوي، والقيمة هي القوة والشجاعة في الحرب. وبشكل أوسع فهي الفكرة عن القوة، وكل ما يساويه الشيء.

[1]- Charreaux ;G . ;Wirtz ;P. ; Op.cit, P : 28- 29.

[2]- Bergery L. ; « Management par les valeurs » ; Lavoisier ; Paris ; 2011, P : 24 .

كما تعني القيمة في معناها العام "ذاك الرأي المتعلق بالأحكام الجماعية التي تكون حول صلاحية وكفاءة الأشياء، وذلك بقدر كبير أو قليل، أو عن طريق عدد كبير أو قليل من الأشخاص، وصدور هذا الحكم يستند أساساً لرضا الشخص وما ينتظره هذا الأخير من الشيء المقيم"[1].

ويبقى مفهوم القيمة في العلوم كالفلسفة وعلم الاجتماع مفهوماً كمياً، لأنه يتعلق بعدد الأشخاص الذين يحكمون على الأشياء استناداً لمعارف ومعايير معينة ذاتية وموضوعية، ويبقى المفهوم السابق في الاقتصاد صحيحا، حيث أن قيمة سلعة يعبر عنها عن طريق "سلم أرقام"، يعني عن طريق أسعار هذه السلع والتي بدورها تعبر عن الأحكام الجماعية حول هذه السلع.

ويدل مصطلح القيمة في الاقتصاد أساسا على القيمة التبادلية، وهي الكمية من السلعة الجاري مبادلتها مقابل سلعة أخرى (النقود). ولكي تكون للسلعة قيمة **تبادلية** لابد أن تكون السلعة **اقتصادية (المنفعة والندرة)**. وبالتالي فالقيمة التبادلية للسلعة تكون نتاج العلاقة بين **الطلب** الذي يعكس **المنفعة وبين العرض** الذي يعكس **الندرة**. وفي أغلب التحاليل الاقتصادية ما يستخدم مفهوم القيمة بهذا المعنى ويطلق على نظريات القيمة بالنظريات الخاصة بالأسعار.

كما يمكن التعبير عن القيمة في النظرية الاقتصادية على أنها توقع بالأرقام لأصل مادي أو معنوي، وهذه المقاربة موضوعية وذاتية في آن واحد، حيث قد تختلف بعض التقديرات من فرد لآخر أو من مؤسسة لأخرى، ففي الجانب الذاتي للقيمة فإنه يعود إلى الرغبة وأهمية الشيء المقيم، وهو ما يحدد ويفسر القيمة التبادلية، أما الجانب الموضوعي في القيمة فيعود إلى كونها محددة بدلالة التكاليف المتحملة لانتاج السلعة أو الخدمة، وبالتالي فالقيمة مقدرة كميا بواسطة معايير قابلة للقياس، وهي مرتبطة بالمفهوم الفلسفي للسعر العادل (Smith, Ricardo, Marx) والذي يدور حول البحث عن الحقيقة والتفكر والتأمل في المحاسن والمساوئ ومعنى الحياة والسعادة.....الخ [2].

وعليه فإنه يتفق كل الاقتصاديين بدءا من آدم سميث على أن السلعة الاقتصادية تقيم أو يحكم عليها من جانبين:

- **جانب ذاتي**، بمعنى مدى الرضا الذي يحققه استعمال السلعة -القيمة الاستعمالية-أو بمعنى آخر المنفعة الكلية التي يحققها استعمال هذه السلعة لشخص معين.

---

[1] - Mouchot C. "Les théories de la valeur", Economica, Paris, 1994, P : 6.

[2] - Bergery L.;Op Cit; P : 30-31 .

- **وجانب موضوعي**، بمعنى كمية من هذه السلعة تبدل بكمية أخرى من سلعة أخرى -القيمة التبادلية-، والملاحظ هنا أن في نظريات القيمة أخذت بعين الاعتبار القيمة التبادلية مهملة بذلك القيمة الاستعمالية، وهذا ما جعلها وجهة للانتقادات نظراً لما للقيمة الاستعمالية من ميزات وخصائص[1].

ويمكن التعبير عن القيمة على أنها " اصطلاح ينسب إلى الشيء من خلال مجموعة من الحسابات أو نتيجة خبرة، فالقيمة ليست فعل ولكن رأي"[2].

وتعرّف النظرية المالية القيمة لأصل على أنها "مجموع القيم الحالية لتدفقات الدخل التي يمكن أن يحققها في المستقبل"[3]. كما يعبر "B. Colause" عن خاصية القيمة حيث يقول إن "قيمة الأصل، تتميز بأنها ظرفية لأنها تابعة للشروط التقنية والاقتصادية للتقييم، وهي متوقعة لأنها مرتبطة بأهداف المقيم"[4].

ويستعمل مفهومي القيمة والسعر أحيانا بنفس الدلالات في حين أن لكل منهما محدداته، فبالنسبة للقيمة تحدد قيمة المؤسسة بالأخذ بالاعتبار اهتمامات وأهداف المقيم لهذا فإن تحديد قيمتها يتغير حسب الهدف موضوع التقييم والمقيم في حد ذاته وبالتالي فهي ظرفية، كما أن تحديدها نتيجة خبرة وليس كالسعر الذي هو نهائي ويحدد بتلاقي العرض والطلب. ولتحديد قيمة المؤسسة تتداخل عدة عوامل معا أهمها: أصول المؤسسة (ذمتها)، الديون، رقم الأعمال المحقق، الأرباح المحققة والمتوقعة، سياسة توزيع الأرباح المنتهجة .....إلخ، لهذا فإن تحديدها يكون نتيجة خبرة وتختلف من خبير لآخر (حسب الهدف، الطريقة المعتمدة، المعلومات .....) وهي احتمالية وهي فكرة وليست فعل[5]. وبصفة عامة فإن القيمة رغم تعقد مفاهيمها فهي تتمثل في الحكم المسند للسلعة أو المؤسسة، والمرتبط بموضوع وهدف التقييم وكذا بالمقيم والمعلومات المتوفرة لديه ومسار التقييم المعتمد. ولقد اكتسب مفهوم القيمة أهمية بالغة خلال ثلاث عقود الأخيرة في العالم المالي، حيث أن وراء هذا المصطلح "الجامع" تختفي عدة مفاهيم للقيمة، وعلى الرغم من أن القيمة ومحدداتها كانت محور اهتمام الاقتصاديين منذ القدم فقد تناولها باحثون أمثال: "آدم سميث"، "دافيد ريكاردو"، "كار ل ماركس"... إلا أن الاهتمام المتزايد والكبير يدفعنا للبحث عن السبب.

وترد القيمة مسندة إلى عدة مصطلحات كالقيمة الحقيقية، القيمة الاسمية، القيمة الاجمالية، القيمة خارج الرسم، قيمة التبادل، قيمة محاسبية، قيمة تخريدية، قيمة استراتيجية .....الخ، وترجع

---

[1] - Mouchot C.; Op.cit, P:6.

[2] -Brilmane J. Maire C. "Manuel d'évaluation des entreprises", Organisation, Paris, 1990, P:19.

[3] - www.dauphine.fr/cereg/chahiers, .mars 2004.

[4] - Jokung-Ngéna O. Arrgle J-L. Yves de Kougé, Ulaga W. "Introduction au management de la valeur", Dunod, Paris, 2001, P:8.

[5] - Thauvron A ; Evaluation d'entreprise ; Economica ; 3emeEd ;Paris ;2010 . بتصرف

القيمة في الاقتصاد أساسا لمفهوم النقود وكل ما يعادلها. ويكون الربح وإنتاج القيمة المضافة المالية من طرف المؤسسات أكثر فأكثر من خلال تضحيات بقيم بشرية ومادية بهدف واحد هو الحصول أكثر على النقود[1]، بمعنى آخر خلق قيمة انطلاقا من حجم معين من رأس مال مستثمر. ويذهب مفهوم القيمة في المالية مباشرة إلى قيمة المؤسسة لذا فتعدد المفاهيم وتعقدها للقيمة كان موازاة مع التطور في مفهوم المؤسسة.

ثانيا: ماهية خلق القيمة في المؤسسة

1- مفهوم خلق القيمة

باعتبار المؤسسة استثمار*، والقرارات المالية بها تتخذ بالشكل الذي يؤدي إلى تعظيم خلق القيمة، فإنه يفترض أن الإمكانيات المتاحة التي تسمح بتحقيق الاستثمار تؤدي في نهاية الدورة إلى الحصول على فائض مقارنة ببديل كان من الممكن أن يقدم عليه مقدمو رأس المال. ولا يكف أن يحصل مقدمو رأس المال على فائض بل لابد من أن يكون الفائض أكبر من ذاك الذي كان من الممكن الحصول عليه لو وضعت ادخارات مقدمي الأموال في سوق مالي، وبتحمل نفس المخاطر أي نفس درجة عدم التأكد[3].

ومن خلال هذا الطرح يمكن أن نعطي تعريفا لخلق القيمة على أنها الفائض الذي تنتجه المؤسسة باستغلالها للإمكانيات المتاحة (الموارد) التي تحصل عليها، وهذا مقارنة بتكلفة الموارد المستعملة لتحقيقه.

أو بتعبير آخر فإن خلق القيمة هي "وسيلة لتحسين الكفاءة عن طريق التحكم في التكاليف، وتحسين الفعالية عن طريق إرضاء الزبائن "[4]. كما يمكن تعريف خلق القيمة أيضا على أنها: "القدرة على تحقيق مردودية مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة الحالية"، والمردودية الكافية هي تلك التي لا تقل عن المردودية التي بإمكان المساهمين الحصول عليها في استثمارات أخرى. وعليه فخلق القيمة هي ما يسعى إليه المستثمر ويخطط لبلوغه باستعمال مختلف الأساليب المالية والخطط الاستراتيجية والإدارية[5].

---

[1]- Bergery L.,Op Cit, P:30-31.

* الاستثمار حسب G. Charreaux (مرجع السابق، ص:24) هو كل نفقة تؤدي إلى امتلاك أو بناء أصل بهدف خلق القيمة.

[3]– **Charreaux ;G . ;Wirtz ;P. ;** Op.cit ; P , P:22.

[4]- Jaunet. P ; «la création de valeur : approche financière ou managériale » ; www.memoireonline.com/.../ m_management-valeur- financiere-approche-necessaire-demarche-strategique16.htm ; vu le 12-05-2013.

[5]-طاسين عائشة، حاج صحراوي حمودي، "دور المكنزمات الداخلية للحوكمة المؤسسية في خلق القيمة في المؤسسة دراسة عينة مؤسسات cac 40 للفترة 2014-2016."، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 18، 2018.

2- خلق القيمة بين اعتماده كأسلوب في الادارة أو كايديولوجية حقيقية

يعتبر خلق القيمة اليوم إضافة إلى أنه هدف للمؤسسة، وعنصراً أساسياً في الثقافة التسييرية لهذه الأخيرة، فهو أيضا "منتوج جديد لمكاتب الاستشارة المالية"، والنجاح المعتبر الذي لقيه هذا المفهوم كانت له ردود أفعال ظاهرة، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تؤكد[1] 65 % من مجموع كبريات المؤسسات بأنها تحتفظ بخلق القيمة للمساهم كهدف أولي، أما بالنسبة للمجموعات الفرنسية فإن التقارير السنوية للشركات المقيدة في البورصة نادراً ما لا تذكر خلق القيمة، وهذا منذ سنة 1997، ومن بين هذه المؤسسات يمكن أن نفرق بين ثلاثة أنواع[2]:

النوع الأول يتكون من المؤسسات التي تذكر خلق القيمة للمساهم لكن لا تتبناها عملياً،

النوع الثاني، يتضمن المؤسسات التي تطبقها بصورة جزئية، بمعنى أنها تستخدم مؤشرات خلق القيمة في عملية الاتصال المالي الخارجي، لكن لا تستخدمها في تصحيح أو مراجعة نموذج التسيير الداخلي،

النوع الثالث، يتضمن المؤسسات التي تطبق تسييراً قائماً على خلق القيمة للمساهم، والتي لها نموذج تسيير تنظيمي، وتطبيقه من طرف المجموعات الفرنسية كان تحت تأثير رغبة المساهمين.

وبعدما كانت المردودية الاقتصادية للأموال المستثمرة والمردودية المالية كأهم مؤشرات في اتخاذ القرارات، قررت اليوم وتحت ضغط الأسواق، العديد من المجموعات جعل خلق القيمة في قلب قراراتها، فإذا ما لاحظنا على سبيل المثال مجموعة "Schneider" * صرحت أن هدفها الاستراتيجي هو بلوغ مردودية على الأموال المستثمرة تقدر بـ 15%، أيضا "Saint gobain" ** أدخلت في تقريرها مؤشراً جديداً يقيس خلق القيمة والذي يسمح بمقارنة أداء الأعمال الداخلية بتلك التي يمكن للمستثمر أن يقوم بها خارجاً، و تتم متابعة شهرية للنسب كالعائد على الاستثمار والتدفق النقدي المتاح، وهذه المعطيات تسمح بقياس الأداء، لكن الانتقاد المقدم لها هو عدم وجود معيار للمقارنة[3].

إذن، إذا كان مصطلح خلق القيمة ليس بالجديد فكيف نفسر إعادة ظهوره بهذا الشكل اليوم؟

الإجابة على هذا التساؤل يستدعي البحث في أسباب زيادة الاهتمام بمفهوم خلق القيمة.

---

[1] - Casta J. F. Colasse B ; « Juste Valeur : Enjeux Techniques et Politiques » ;Economica ;Paris ;2001 ; P: 180.

[2] - Ibid; P: 181.

* Schneider: مجموعة فرنسية مختصة في التجهيزات الإلكترونية، مؤسسة ضمن شركات CAC 40

** Saint gobain: مؤسسة فرنسية مختصة في التجهيزات الإلكترونية ، مؤسسة ضمن شركات CAC 40

[3] - Casta J. F. Colasse B. Op.cit, P : 181.

ثالثا- أسباب زيادة الاهتمام بمفهوم خلق القيمة

يمكن ارجاع الأهمية المتزايدة لمفهوم خلق القيمة مؤخرا لترابط وتشابك هذا المفهوم بمفاهيم جديدة وأحداث تعزز طرحه بقوة، خاصة ما يدور منها على هدف خلق القيمة للمساهم باعتباره المالك لرأس المال والطرف "المتبقي"، لهذا فخلق القيمة للمساهم أصبح في الآونة الأخيرة مركز اهتمام وهدف شائع مطلوب التركيز عليه. وأهم أسباب زيادة الاهتمام بمفهوم خلق القيمة وخاصة للمساهم مايلي:

1- التحول العميق للمحيط الاقتصادي للمؤسسة: تبلور تطور مفهوم خلق القيمة والاهتمام الكبير بهذا الهدف بظهور محيط مالي اقتصادي جديد ونتائجه العميقة على المؤسسة، وهذا التحول العميق يمكن إرجاعه إلى الثمانينات في الولايات المتحدة الأمريكية، والذي كان نتيجة لآثار (LBO) " Leveraged By Out" و(MBO) "Management By Out" هذا ما أدى بالمسيرين في سنة 1990 الأخذ بحذر أكبر هدف تعظيم ثروة المساهمين والحيطة أكثر من المؤشرات المعتمدة كلية على الأداء المحاسبي[1].

كما نجد أن من أهم العوامل في تطور المحيط هي[2]: توسع رأس المال الخاص، حيث أن تراكم

وتوسع الثروة كان متسارعاً بشكل معتبر في العالم كله خلال نصف القرن الأخير، ويمكن إرجاع هذا أساساً للتقدم التكنولوجي، أيضا للفترة الطويلة للسِّلم خاصة في الغرب، وكذا نمو التجارة العالمية.

إضافة إلى هذه العوامل نجد عولمة المنافسة والتركيز المتصاعد للطلب في مختلف القطاعات (صناعية أو خدماتية). ولمواجهة هذه التغيرات ردّت المؤسسات بإجراءات صارمة كإعادة الهيكلة و(OPA) والتي أدت إلى ظهور المساهم كمركز اهتمام في استراتيجية المؤسسة. كما ساعد في تطور المحيط وزن بعض المتعاملين، كصناديق المعاشات التي بتدخلها في السوق المالي قد تؤدي إلى حدوث حتى أزمات.[3]

2- العولمة وإضفاء الطابع المالي على الاقتصاد: شهد الاقتصاد العالمي تحولات كبيرة وزيادة لظاهرة الاعتماد الاقتصادي المتبادل ما أدى إلى ميلاد نظام عالمي يتميز بالتحرير المالي، والذي يمكن التعبير عنه بالعولمة، و تتميز هذه الأخيرة بـ"تدفقات التجارة ورأس المال والمعلومات، كذلك بقدرة الأفراد على الانتقال عبر الحدود. وهي بذلك ليست بظاهرة جديدة فقد كانت قائمة طوال التاريخ وإن لم يكن في خط أو أسلوب مستقيم"[4]، ومن خلال هذا فإن العولمة ليست بظاهرة جديدة ولا السبب في تحول شكل وتسيير وإدارة

---

[1] - Casta J. F. Colasse B. Op.cit, P : 181.

[2] - Black A. Wright P. Bachman J ; "Gestion de la valeur actionnariale" ; Dunod ; Paris ; 1999 ; P : 10.

[3] - Casta J. F. Colasse B. ; Op.cit ; P : 181.

1 – اسم الكاتب غير موجود، شكل التكامل العالمي، مجلة التمويل والتنمية، عدد مارس 2002، ص:8.

المؤسسات ولا لأهدافها، لكن اليوم هناك تطور كبير وسريع جدا لهذه الظاهرة، ومميزاتها هي اليوم ما يفرض هذه التحولات، وقد ساعد في تطورها هذا التقدم التكنولوجي بشكل كبير، وأهم مميزاتها هو ما يعرف بـ (3D) والمتمثلة في: اللاّوساطة -تلاقي أصحاب الفوائض والعجز مباشرة دون وساطة مالية- واللاّنظامية، وإزالة كل القيود والعراقيل(Désintermédiation, Déréglementation, Décloisonnement)، فبالنسبة للأسواق المالية، فإنه منذ السبعينيات طورت أسواق عالمية حقيقية في تشكيلة أكثر فأكثر توسعا وانتشارا للخدمات والسلع المرفقة بمختلف العقود مع "GATT "، "OMC" حاليا، و نجحت هذه العقود في تقليص الحواجز بالنسبة للتجارة، ما أدى إلى نمو التجارة العالمية، وبالتالي أصبح لدى المؤسسات الاختيار بين مواقع البيع، وطريقة تدعيم مبيعاتها بالاستثمار في الأسواق الأجنبية وتحويل رؤوس الأموال من بلد لآخر، واستخدام تدابير مالية لإرجاع الأرباح للبلد الأم، كل هذه أصبحت اهتمامات أساسية للمستثمر[1].

أما بالنسبة لإضفاء الطابع المالي لاستراتيجية المؤسسة، فإن هذه الظاهرة تعكس تطور الهندسة المالية والتطبيقات المحاسبية الجديدة، وفي هذا المنظور فإن التمركز في السوق الأساسي لبلوغ الحجم المقبول من التبادلات، وشراء حصص في السوق واختيار نمو خارجي*، سيكون له أثرا أكبر مقارنة بالنمو الداخلي **للمنظمة، فاستراتيجيات المساهمة والاندماج والشراء (بمعنى استراتيجيات الرقابة)، تسيطر أكثر مقارنة باستراتيجيات الصناعة والتكنولوجية (بمعنى استراتيجيات التقدم والتطور)[2]....، فقد أصبحت الأسواق النقدية مهمة جدًّا وأكثر تطورًا منذ انهيار نظام "Bretton Woods" في السبعينات القائم على معدل صرف ثابت، هذا ما سمح بتسيير سعر الصرف ومعدلات الفائدة مع إمكانية متابعة طلب الصيرفيين العالميين. وبعد إنشاء الأسواق العالمية للأصول المالية أصبح من الممكن الاستثمار على مستوى السلم العالمي بصفة أكثر سرعة من طرف المؤسسات التي استسلمت للمنافسة العالمية، وهذه المنافسة غير مقتصرة على المستهلكين والمنتجين والعمال، بل أيضا المنافسة على رؤوس الأموال، فمن أجل جلب هذه الأخيرة وفي ظل المنافسة لابد أن تكون المؤسسة من الأوائل في التصنيف القائم على معيار خلق القيمة للمساهم.

---

[1] - Black A. ; Wright P.; Bachman J.; Op.cit; P:12.

* النمو الخارجي ويعرف بعمليات الحيازة المباشرة الجزئية أو الكلية لمؤسسة (عن طريق الابتلاع مثلا)، أو الحيازة غير المباشرة عن طريق السيطرة على المؤسسة. **الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 43-45.**

** النمو الداخلي يتعلق بحيازة الأصول المنفصلة عن مكملات العملية الإنتاجية كاليد العاملة والعلاقات التنظيمية الموجودة على مستوى المؤسسة، فالحيازة هنا تخص وسائل الإنتاج المنفصلة غير المدمجة وغير المنظمة، كما يمكن أن تكون من صنع المؤسس ذاته أو قادمة من خارج المؤسسة في شكل وسائل جديدة أو مستعملة تمزج مع ما تملكه المؤسسة من إمكانيات لتحقيق النمو في النشاط. **الياس بن ساسي، يوسف قريشي، نفس المرجع.**

[2] - Casta J. F. Colasse B. Op.cit, P:182.

3- وزن ودور المستثمرين المؤسسيين: يمثل المستثمرون المؤسسون المتدخلون الأكثر أهمية في السوق المالي، نظراً للأموال الضخمة التي يستثمرونها، ويمكن تجميع المؤسسات الممثلة لهؤلاء المستثمرين في ثلاثة أصناف وهي[1]:

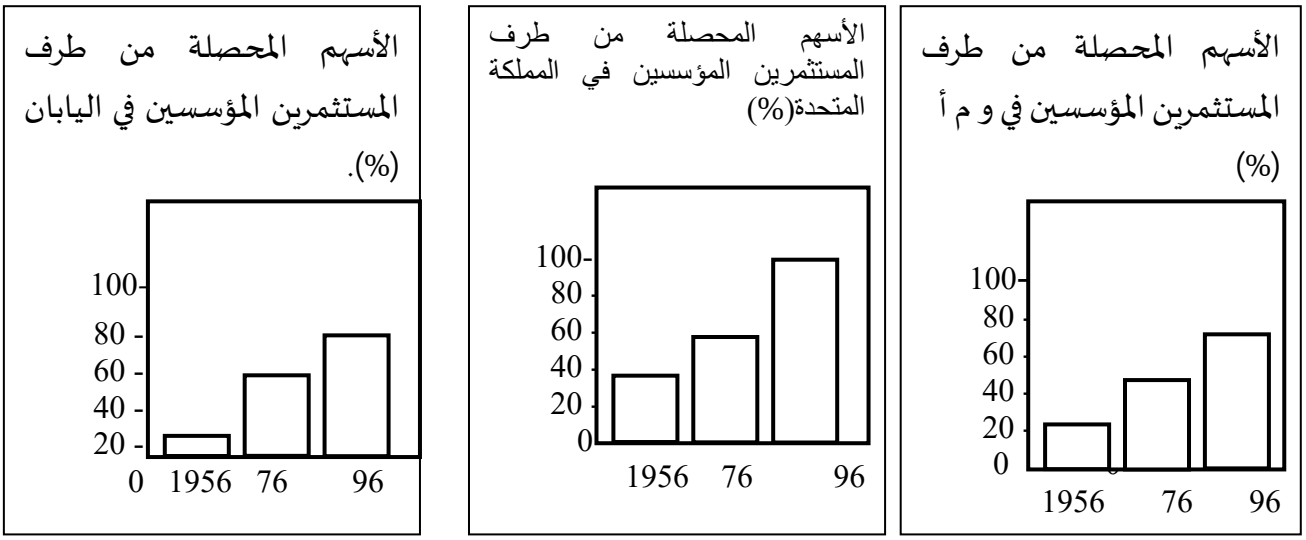
- صناديق المعاشات العمومية والخاصة.
- منظمات التوظيف الجماعي بكل أنواعها "OPCVM" و"FCP" و"SICAV" *.
- شركات التأمين.

بالنسبة لكبار المساهمين (المستثمرين المؤسسين) فإن قدرة المؤسسة على خلق القيمة للمساهم أصبح في الآونة الأخيرة المعيار الأساسي لتقييم الأسهم التي يستثمرون فيها، فقراراتهم دوما مرتبطة بمستوى النتائج المحققة أو توزيعات الأرباح. فمن وجهة نظرهم فإن المؤسسة ينبغي عليها السعي لتحقق لمساهميها عائداً أكبر من العائد الذي كانوا ينتظرونه، بمعنى آخر فإن المؤسسة لابد أن يكون هدفها الأول هو خلق القيمة للمساهم، وأن يكون تسيير المؤسسة وفق هذا الهدف "Value Shareholder". ويعود تصاعد دور هؤلاء المستثمرين المؤسسين أساساً لنمو الادخار وتطور الأسواق المالية وكذا نمو وتوسع رأس المال الخاص. فعلى سبيل المثال نذكر تطور امتلاك الأسهم من طرف هؤلاء المستثمرين في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة واليابان، الذي كان متزايداً خاصة في الفترة الأخيرة وذلك حسب الشكل أدناه.

[1] - Cobbaut R. Op.cit, P : 347.

* SICAV: Société d'Investissement à Capital Variable.
FCP: Fond Commun de Placement.
OPCVM : Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

شكل رقم 06: نمو ملكية المستثمرين المؤسسيين.



Source : Black A. Wright P. Bachman J. "Gestion de la valeur actionnariale", Dunod, Paris, 1999, P: 11

4- المعلومة[1]: أصبح العالم اليوم قرية صغيرة فيمكن للأموال أن تتداول في كل العالم في بضع ثوان فقط، وهذا ناتج عن التطور الكبير الذي بلغته وسائل الإعلام والاتصال والحاسوب.

فلقد سهَّل تطبيق القيمة للمساهم حادثتين في ثورة المعلومة، وذلك بزيادة الطلب والإلحاح على خلق سوق كفء، وهما:

4-1- وجود برنامج مصمم للحاسوب يدخر الجهد والوقت للمستثمرين، بمعنى أن الحسابات المعقدة والكثيرة التي يتضمنها حساب القيمة للمساهم تصبح سهلة، وهذا ما يسمح لهم بالتركيز على نوعية ردود الفعل الاستراتيجية للمؤسسة، وتطور منتوجاتها وأسواقها.

4-2-أصبحت كمية ونوعية المعلومات التنبئية المتاحة للمستثمرين أكثر من ذي قبل (القدرة التنبئية للمعلومات)، فمؤسسات كـ "Reuters وBloon-berg" تنتج معلومات باستمرار للسوق، وقاعدة المعطيات "Edgar" تسمح بالوصول مباشرة وبسرعة للتصنيفات المالية للمؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية، والحصول على معطيات الأسواق والمنتجات تصبح أكثر فأكثر إتاحة. كما نجد أن العديد من المؤسسات تنفق مجاميع مهمة في علاقاتها واتصالاتها بالمستثمرين.

[1]-Black A. Writh P. Bachman J, Op.cit, P: 13-14.

فسويسرا تعطي مثالا حيا وواضحا حول الفائدة من الحصول على معلومات كاملة وللكل، حيث في هذا البلد، المؤسسات التي آثرت واختارت الشفافية في نشر المعلومات تجذب رؤوس الأموال وبتكلفة أقل من تلك التي تبقى منغلقة.

وتُوصل كل هذه التوجهات نفس الرسالة ألا وهي: لا يمكن أن نخفي شيئا عن السوق أو نختفي عنه. فكل مؤسسة مهتمة بالعمل الجيد "bien faire" -بمعنى جذب أموال للاستثمار والوفاء بها بمعنى آخر تستهدف خلق القيمة ويتم إدارتها وفقا لهذا الهدف ينبغي أن تخضع بكل إرادتها لفحص مدقق من طرف الأشخاص الذين يهمهم تطورها وقيمتها.

وفي الأخير يمكن تلخيص بعض أهم آثار المحيط المالي الجديد على المؤسسة، والمتمثلة في ظهور عقلانية جديدة ظهرت بظهور المساهمين المؤسسين، الذين يمارسون حق الاطلاع على وضعية المؤسسات بإجرائهم تقييمات، ومعتمدين في ذلك على محللين ماليين وخبراء من أجل توجيه قراراتهم الهادفة لخلق القيمة. وعملية التقييم هذه ترتكز على التدفقات المالية المستقبلية مما يتطلب منها اللجوء لمكاتب المراجعة والاستشارة المالية والبحث عن المعلومات الملائمة والدقيقة، وأهم هذه المكاتب التي أصبحت منتشرة في كل أنحاء العالم نذكر مجموعة [1*]"Big five"[1]، مكتب"Marakon Associates"و"Mckinsey ' . ولقد أصبحت المنافسة قوية بين مختلف مكاتب الاستشارات المالية ومنافسة حتى بين مقاييس التقييم المعتمدة.

وتتطلب هذه المكاتب للقيام بوظيفتها معلومات كمية وكيفية عن المؤسسة وعن السوق المالي، وهذا ما يستدعي تطوير الاتصال المالي. كما أن تعظيم القيمة للمساهم لا يمكن تحققه دون وجود نظام حوكمة فعال يحمي مصالح مختلف الأطراف خاصة مصلحة المساهم، ويتم تبنيه كنظام في الإدارة والتسيير، كما يضمن إلى حد ما فعالية ومصداقية الاتصال المالي، ويضفي عليه خاصية الثقة، باعتباره هادف لنشر ثقافة معتمدة على المسائلة والشفافية والرقابة.

وتظهر خلق القيمة للمساهم من خلال كل هذه التحولات أكثر من أسلوب عادي كما عرفت في التسيير منذ حوالي نصف قرن، فهي اليوم إيديولوجية** بأتم معنى الكلمة التي تجد تطبيقها الملموس في تسيير وقيادة

---

* Big five: Price Waterhouse coopers, KPMG ,Delortte Touche Tohmatsu, Ernst & youngi, Arthur Andersen.

ويضم هذا المكتب أكبر خمس شركات عالمية من حيث رقم الأعمال وعدد العمال ، حيث أن الترتيب (6) في التصنيف العالمي لمكاتب الاستشارة، رقم أعماله يمثل أقل من 29% من رقم الأعمال الأصغر في "Big five" (حسب تصنيف "International Accounting Bulttin" في ديسمبر 2000) ولقد أصبحت "Big five" تدعى"Big four" منذ أن وزع مكتب "A. Andersen" على أربع مكاتب الأخرى بعد إفلاس "ENRON".

** الايديولوجية: ترتكز على أسس المعرفة الاجتماعية وفي هذا المضمون فإن مهمتها تنحصر في المحافظة على مصالح الأغلبية.

« Dictionnaire Encyclopédique Larousse 1979 ».

المؤسسات، ويمكن التعبير عن منطقية هذه الأهمية التي تكتسبها خلق القيمة للمساهم بالشعار التالي "التصرف في اتجاه مصلحة المساهمين هو التصرف في اتجاه المصلحة العامة"[1]. ويبقى تعريف خلق القيمة مرتبطا بمستقبليها، بمعنى بأهداف الأطراف المستفيدة من خلق القيمة.

المطلب الثاني: الأطراف المستفيدة من خلق القيمة

حتى يتم فهم هدف المؤسسة جيداً والمتمثل أساسا في خلق القيمة، والوسائل أو الأدوات المعتمدة في تحقيق هذا الهدف، لابد من معرفة الأطراف التي توجه لهم خلق القيمة، ونجد اليوم مفهومين اثنين في قلب تسيير وادارة المؤسسات وهما: القيمة للمساهم والقيمة للعميل. ثم تقابل مصلحة المساهم بمصالح الأطراف الأخرى.

أولا- القيمة للمساهم والقيمة للعميل

1-القيمة للمساهم: أدت العولمة المالية إلى تعميم معيار القيمة للمساهم كنموذج لتقييم الأداء الاقتصادي للمؤسسة، حيث تعرف القيمة للمساهم من قبل "P. Wright J. Bachman A. Black" على أنها "القيمة الاقتصادية للمؤسسة بعد تخفيض ديونها"[2].

كما تعرف خلق القيمة للمساهم بأنها المردودية الإضافية الناتجة عن نشاطات المؤسسة بعد تغطية تكلفة مصادر التمويل في المؤسسة المقدرة بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال[3].

ورغم أن رأس المال البشري وكذا الأصول المعنوية (معارف، كفاءات، علامات...) تعتبر عناصر لا يستهان بها في تحديد القيمة، ورغم التطورات التي حدثت في مجال المحاسبة والمعايير التي تلزم وتضبط التسجيل المحاسبي، إلّا أنه يبقى الاعتماد على البيانات في الميزانية المحاسبية لبعض المؤسسات(خاصة في بعض الدول) وفي قطاعات كتكنولوجيا المعلومات والاتصال، يمكن أن تؤدي إلى تقييم أقل أو أكثر للقيمة الاقتصادية للمؤسسة بسبب سوء أو عدم تقييم للأصول المعنوية التي تعتبر الأساس في تحديد قيمة هذه المؤسسات والصعبة التقدير في آن واحد[4]، خاصة ما تعلق منها بشهرة المحل (GW).

---

[1] - Casta J. F. Colasse B. Op.cit, P : 184.

[2] - Black A. Writh P. Bachman J. Op.cit, P: 14.

[3] - Jokung-Ngéna O. Arrgle J-L. Yves de Kougé, Ulaga W. ; "Introduction au management de la valeur" ; Dunod ; Paris ; 2001 ; P : 15.

[4] - Ibid.

2- **القيمة للعميل:** حيث غيرت عولمة المنافسة وتسارع الابتكارات موازين القوى حول العميل، وأصبحت تولى له أهمية قصوى في مختلف القرارات التي يتم اتخاذها في المؤسسة، كما يتم مراعاة اهتماماته وردود أفعاله المتوقعة على اعتبار أن الهدف في الأخير من النشاط الاقتصادي هو الاستهلاك . وعلى المؤسسة عند تحليل العملاء أن تفرق بين العملاء الحاليين والمرتقبين، حيث يمكن ارجاع أهمية المستهلك أو العميل الى أنه يمثل متغير أساسي في حياة المؤسسة مثل[1]:

- العميل هو الذي يحرك دورة حياة المنظمة.
- العميل هو الذي يصدر الأمر بإنتاج السلعة أو الخدمة له.
- العميل هو الذي يمول ميزانية المؤسسة.
- العميل هو السبب الرئيسي في أرباح المنظمة.
- العميل هو من يحكم على جودة السلعة أو الخدمة.
- العميل هو الذي يسوق منتجات المؤسسة للمحيطين به، وهي أقوى أنواع التسويق.

ويقوم العميل بتقييم السلع و/ أو الخدمات التي يريد شراءها بدالة بأربعة أبعاد[2]:

- التكلفة والتي يسعى دائما لتقليصها.
- النوعية والتي يسعى دائما لتعظيمها.
- تاريخ التسليم الذي ينبغي أن يستجيب لتوقعاته.
- الإبداع.

تفرض هذه التوقعات الجديدة للعميل أن تؤقلم المؤسسة نظام معلوماتها، وخاصة نظام المحاسبة التحليلية، بالطريقة التي تنتج بها معلومات ملائمة لمتابعة الأبعاد الأربعة للأداء، والتي تسمح بخلق القيمة للعميل.

ولقد طورت في المحاسبة التحليلية بعض الأفكار المبتدعة كالتسيير بمراكز النشاط، والتكلفة المستهدفة "Target costing"، وذلك بهدف قياس خلق القيمة للعميل، وربط هذه الأخيرة بخلق القيمة للمساهم. وبوجود عدة أطراف تتأثر وتؤثر على قرارات ونتائج المؤسسة، فإن خلق القيمة الكلية يعتبر

[1]- مدحت محمد أبو النصر، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

[2] - Jokung-Ngéna O. Arrgle J-L. Yves de Kougé, Ulaga W ; Op.cit ; P : 15.

الهدف الأكثر موضوعية وشمولية، على الرغم من أن خلق القيمة للمساهم والعميل يؤدي بشكل غير مباشر لخلق القيمة الكلية.

ثانيا- من أولوية Shareholders إلى أولوية Stakeholder في الإدارة بالقيمة

لقد تم التعبير عن وجهة النظر المرتكزة على تعظيم خلق القيمة للمساهم وذلك بدون أي غموض من طرف G.B.Stewart(1994) من مكتب Stern et Stewart حيث جاء "تدلنا مالية المؤسسة ونظرية الاقتصاد الجزئي أن الهدف المالي الأول للمؤسسة هو تعظيم الثروة للمساهمين، وهذا الهدف لا يعني فقط مصلحة الملاك في المؤسسة، لكنه أيضا القاعدة التي تسمح بضمان أن الموارد المحدودة مهما كان نوعها مخصصة ويتم تسييرها وتوزيعها بطريقة أكثر فعالية ممكنة مما يزيد من الثروة* بالمعنى الواسع"[1].

كما أن دراسة العلاقة بين المساهمين وباقي أصحاب المصلحة يطرح ضرورة معرفة وتوضيح من هم الملاك الحقيقيون للمؤسسة (خاصة لكبريات المؤسسات). فبالنسبة للمقاربة الأنكلوسكسونية، تعود المؤسسة فقط وكليا لمساهميها (Shareholders)، فنظريا هم فقط من يتحمل كل المخاطر المالية ويمكن أن يفقدوا كل ما قدموه للمؤسسة في حالة التصفية. هؤلاء المساهمين لديهم حرية العمل الكاملة لاشراك المسيرين أو العمال الاخرين وأن يدفعوا لهم السعر الذي يطمحون له أو أن يرفضوهم اذا دعت الضرورة، فهذه المقاربة ورغم كونها تظهر غير قابلة للجدل من الناحية القانونية –مقبولة-إلا أنها أحيانا غير مفهومة بالنسبة للمساهمين في المؤسسات المقيدة والذين لا يحتفظون حقيقة بالأسهم إلا لبضعة أيام أو لفترات قصيرة نسبيا[2] .

وبمقابل المقاربة الأنكلوسكسونية فإن النظرة الأوروبية أكثر اجتماعية، حيث أن المالكين في المؤسسة حسب هذه المقاربة ليسوا فقط المساهمين، لكن يمثلون مجموع الشركاء الفاعلين. فبالنسبة لداعمي هذه النظرة فإن المشاركة في حياة الشركة هي ما يحدد الملكية، فكيف يمكن إنكار ملكية شركة من قبل موظفيها الذين يكرسون أنفسهم لخدمتها لأكثر من 20 عامًا ! وعليه يظهر المساهمون في هذه المقاربة كأحد أصحاب المصالح –وليس كما في المقاربة السابقة-فكما تم ذكره سابقا فإن المساهمون معرضون

* حيث يختلف مفهوم القيمة المستعمل في المالية عن المفهوم الموسع " الثروة"، فمفهوم الثروة الممتلكة من طرف فرد تعود الى الأصول غير النقدية كالصحة، السعادة،....الخ، والتي هي عناصر للتقييم. ولكن هي الأخرى تضم الاستثمارات المالية كالحصة في قيمة المنشأة. وهذا يوضح كيف أن المنشآت برفعها لقيمتها يمكن أن ترفع من ثروة الأفراد. ويمكن تقييم مالي لمختلف العناصر اذا كانت قادرة على التحول الى نقدية أو قادرة على انتاج أصول و/أو خدمات والتي يمكن بيعها في المستقبل، ومن خلال هذا فان قيمة نشاط و/أو الثروة الشخصية لها مكونين: الأصول والسيولة الممتلكة حاليا، والتدفقات المستقبلية النقدية المنتظرة. وعليه فقيمة المؤسسة أيضا متمركزة على الأصول الممتلكة اليوم وكذا على تدفقات الخزينة المنتظرة في المستقبل. P. Barneto,Opcit , P : 3-4

[1]-Hirigoyen.G. ; Caby.J ; Op Cit ; P : 102 .

[2] - Pilverdier .J.E et al ; « Finance d'entreprise » ;Economica ;9eme Ed ; 2016 ;P :341 .

لفقدان كل ما قدموه، والدائنون والموردون يتعرضون هم أيضا لمخاطر مالية، فمثلا يمكن لمؤسسات أن تجد نفسها في مشاكل كبيرة في الخزينة ناتجة عن افلاس زبونها، وعمال يفقدون عملهم أيضا وبذلك يمكن أن يفقدوا نهائيا مستوى من الدخل[1].

تحاول مقاربة ثالثة تحديد ملكية المؤسسة والتي تهدف للمحافظة على التوفيق بين المقاربتين السابقتين، وهي نظرة تسييرية للملكية في المؤسسة. وفي هذا الإطار فإن المسيرون الذين وضعت فيهم الثقة هم من يقرر لمجموع أصحاب المصلحة ولفائدة الجميع. وعليه فالمساهمون هم يعتبرون اذن كموفري رؤوس الأموال، شأنهم شأن الدائنين، فقط أن توزيع القيمة لديهم مختلف عن الدائنين (يتم معاملتهم كدائنين متبقيين)، ولديهم حق النظر في تسيير المنشأة (من خلال حق التصويت). في هذه المقاربة الثالثة السلطة هي بين أيدي مسيرين لا يتحملون أية مخاطرة ويلائمون سلطاتهم في المنشأة التي لا يستثمرون فيها أي شيء[2].

إذا كانت خلق القيمة أساس وجود واستمرار المؤسسة، وهي أساسا من مسؤولية المسيرين فإنه بالمقابل يطرح تساؤل حول المستفيد من خلق القيمة، وبالتالي طبيعة هذه القيمة. ويتم التطرق عادة في الإجابة عن هذا التساؤل الى المقاربتين الآتيتين:

الأولى: حول خلق القيمة للمساهم (shareholder).

الثانية: حول خلق القيمة للأطراف الأخرى (باقي stakeholders).

فوفق **المقاربة الأولى** فإن الهدف بسيط يتعلق بتعظيم المردودية لرأس المال المستثمر من طرف المساهمين (تعظيم مردودية الأموال الخاصة)، ويضمن هذا الهدف توزيع أمثل للموارد. وحسب تصريحات "Bruggrink" الرئيس المدير العام لـ"Reed-Elsevier" فإنه يقول "المساهمون فقط لهم الحق في معرفتنا"[3].

وفي نص حول الحوكمة المؤسسية في 1997 تحت إشراف "Walter Slipley" الرئيس المدير العام لـ "Chase Manhattan" يصرح بأن "الهدف الرئيسي لمؤسسة تجارية هو الحصول على عائد اقتصادي لفائدة ملاكها"[4].

[1]- Pilverdier .J.E et al ; « Finance d'entreprise » ;Economica ;9eme Ed ; 2016 ; P :342.

[2]- Ibid

[3]- Ehbar A. "EVA: Economic Value Added" éd: Village Mondiale, Paris, 2000, P: 68-69.

[4] -Ibid.

ومن خلال هذا التصريح يتضح أن السبب الذي يجعل المسيرين يأخذون قبل كل شيء مصلحة المساهمين هو بكل بساطة لأنهم المالكين، -هذا وفق النظرة الأولى لملكية المؤسسة- كما أن المؤسسة في النهاية هي المحرك الأساسي لثراء المجتمع، وبالتالي فخلق الثروة للمساهم تؤدي إلى خلق الثروة للكل في المجتمع. وبهذا فإن هدف خلق القيمة للمساهم بدون أدنى شك هو المصدر الوحيد للرفاه الاجتماعي، وإذا كانت المؤسسات لا تبحث عن تعظيم القيمة للمساهم، فهي تبذر أموالها ليجد المجتمع نفسه في الأخير فقيراً. وتحقيق الرفاه الاجتماعي هو السبب الحقيقي الذي يجعل تعظيم القيمة للمساهم الهدف المسطر الذي يُخضع الحوكمة المؤسسية لاحترامه[1].

أما **المقاربة الثانية**، حول خلق القيمة لكل أصحاب المصالح في المؤسسة (باقي stakeholders) لـ "Freedman" سنة 1994 فهي أوسع وأشمل، لأنها تأخذ صراحة -إضافة إلى مردودية المساهمين- أهمية كل الأطراف، فالميزة التي تكتسبها خلق القيمة للمساهم في المدى الطويل لا تعني تجاهل الأطراف الأخرى وأهدافهم[2]. فخلق القيمة للمساهمين يتطلب أن يكون للمؤسسة أكبر عدد من العملاء راضين عن المنتوجات المقدمة من طرف عمال المؤسسة الأكفاء باعتمادها على أفضل المورّدين والمسيرين، وكله باحترام القواعد المنصوص عليها من السلطة العامة.

وباعتبار المؤسسة مجموعة عقود أو عقدة عقود (حسب التعريف) فهي تربطها علاقات مع كل شركائها: عمال، مسيرين، موردين، الدولة، كلهم يتوحدون ويتعاونون لاستعمال رأس المال المقدم من المستثمرين –مساهمين ودائنين حسب النظرة الثالثة للملكية-لتقديم منتوجات ذات نوعية للعملاء وبأحسن الطرق.

وإذا كان المسيرون وهم الذين يتمتعون بالسلطة في المؤسسة لا يعالجون بشكل سوي مصلحة شريك معين، كأن تقترح المؤسسة أجورا منخفضة للعمال مثلا، فإنه وفي ظل محيط تنافسي لن تتمكن من الاحتفاظ بعمالها الأكفاء ذوي الخبرة والكفاءة، وأيضا إذا كانت لا تسدد وتتعطل في التسديد لمورديها فإنهم سوف يرفعون الأسعار أو يحتجون لتسوية الوضعية، وكذا إن لم تبلغ منتوجاتها النوعية المطلوبة والمتفق عليها، فإن العملاء يتوجهون للمنافسين... الخ، وكل هذا في غير صالح المؤسسة. وحسب" Business Rountable" في 1997فإنه: "لأجل تسيير أحسن للمؤسسة على المدى الطويل وفق هدف خلق القيمة

1 - Jokung-Ngéna O. Arrgle J-L. Yves de Kougé, Ulaga W. Op.cit, P: 17.

2 - Ehbar A. Op.cit, P: 9.

للمساهمين –الإدارة بالقيمة-، فإنه على المسيرين ومجلس الإدارة الأخذ بعين الاعتبار مصالح باقي الشركاء"[1].

فالمسيرون الأكفاء يعلمون جيداً أن الطريقة الأكيدة للحصول على عوائد وفيرة للمساهمين هي المعالجة الجيدة لمصالح باقي الأعوان، نظراً لتأثيراتهم على قيمة المؤسسة.

لذا ينبغي أن تحترم عملية التسيير في المؤسسة تعظيم خلق القيمة الكلية، فالمؤسسات المسيرة وفق هذا المبدأ تظهر على المدى الطويل أكثر ازدهاراً ونجاحاً مقارنة بتلك المسيرة وفق هدف خلق القيمة للمساهم على المدى القصير. ولقد أثبتت بحوث أن المؤسسات الكبرى الأمريكية ولفترة 11سنة، والتي منحت أهمية خاصة للعمال مقارنة بالعملاء والمساهمين، حققت نمواً في المبيعات يفوق أربع مرات نمو المبيعات في المؤسسات التي وجهت كل اهتمامها للمساهمين[2]، وتؤكد هذه النتيجة أن المساهمين لديهم مصالح شرعية لكن غير مطلقة.

كما نخلص إلى أنه رغم كون خلق القيمة للمساهم الهدف الشائع فإنها بعيدة على أن تكون شاملة وعامة رغم شرعيتها، وفي احترام أهداف باقي أصحاب المصلحة التزام أخلاقي لمجلس الإدارة والمسيرين وضمان أطول لمصالح المساهمين.

المطلب الثالث: الالتزامات الأخلاقية في المؤسسة ودورها في خلق القيمة

في ظل الظروف المختلفة التي تسود الأعمال اليوم من أزمات اقتصادية واجتماعية وبيئية، والتي تترجم بضغط متنامي للمجتمع المدني ككل والذي يفرض على المؤسسات مسؤوليات جديدة، فأنه في هذا السياق تظهر الالتزامات الأخلاقية كتعبير جديد للسعي نحو القيم الإنسانية في العمل في بيئة ساد فيها "فراغ أخلاقي".

وبالنسبة للأعمال فمعايير الربح والكفاءة التي كانت تركز عليها أثبتت قصورها وضرورة مقابلتها برؤية قائمة على أخلاقيات العمل، كما أنه وفي نفس السياق فالحوكمة المؤسسية يمكن اعتبارها أيضا كأسلوب أخلاقي تلتزم به الشركات، أو كأحد أهم دعائم الحوكمة، كما تم تناوله في الفصل الأول.

1- Ehbar A. Op.cit; P:70.

2 - Jokung-Ngéna O. Arrgle J-L. Yves de Kougé, Ulaga W. Op.cit; P:17-18

أولا: القيم والمبادئ كأساس أخلاقي للأعمال

يشير مصطلح الأخلاق إلى فلسفة الصواب والخطأ في السلوك، والتمييز بين ما هو جيد وما هو سيئ.[1]

كما يمكن تعريف الأخلاق "كمجموعة قواعد التي تفرض في مجتمع على شكل تسوية ذاتية مطابقة بعقوبة ذاتية، لأن تمهنها يعتبر عملي بشكل بارز"[2].

فالأخلاق تجد مصدرها في الضمائر الفردية وكذلك في ثقافة ومعتقدات ومعايير المجتمع. فهي تمثل خاصية ذاتية وتشكل إجابة على الانخلاعات الكبرى في الوقت الراهن، والتي تتميز بانقطاع في العلاقات بين الأفراد والمجتمع والمجموعة، والتي تعزز المظهر الأناني مع تثبيط إمكانيات الايثار والتضامن[3].

كما يمكن فهم الأخلاق على أنها "أصل معنوي" للمؤسسة من حيث أنها وحدة تجارية –إرادة المنشأة في الدفاع عن مصالحها في أسواقها بفرض قواعد-ومسؤولية من حيث أنها مجتمع أخلاقي مسؤول عن قيادة أعضاءه على الطريق الجيد.[4]

ونجد أن موضوع علم الأخلاق الذي يدرس تصرفات الانسان فيما يتعلق بالصواب والخطأ يهدف إلى تحسين نمط الحياة، وبالتالي فالأخلاق ليست عبأ انما منظومة هادفة الى الارتقاء الذي ينعكس إيجابا على مختلف جوانب الحياة الطبيعية أو المهنية. وفيما يتعلق بالمؤسسات فالقيم والمبادئ هو ما يعكس مستوى التزاماتها الأخلاقية، ويعطي فكرة عن درجة الثقة في أعمال المؤسسة.

فالقيم يمكن تعريفها كمعايير صريحة أو ضمنية والتي تقوم عليها أخلاق المؤسسة وهي معترف بها ويقتسمها الجميع. أما المبادئ فهي قواعد عملية تحدد النشاطات والسلوكيات[5]. فالقيم التي تحملها مجموعة كفيلة بإعطاء ثقافة منظماتية، كما أنه ينبغي أن تنعكس القيم والمبادئ المعمول بها في كل القرارات والسلوكيات الفردية والجماعية، فعندما تقرر مثلا المؤسسة أن يكون لها سلوك أخلاقي فعليها ترجمة القيم المعمول بها في أعمال ملموسة في نطاق مسؤوليتها الاجتماعية أو المجتمعيّة RSE*[6]، والتي تشكل محور اهتمام التنمية

---

[1]- مدحت محمد أبو النصر، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

[2]- Bergery L. ; op cit ; P : 201.

[3] - Ibid.

[4] - Barneto P.; Gregorio G ;"DSCG2 Finance Manuel et Applications" ; 3eme Ed; Dunod ; Paris ; 2011 ;P :626 .

[5]- Bergery L. ; op cit ; P :201

* RSE : Responsabilité Sociale d'Entreprise.

والتي نشأت من ردود الأفعال الأخلاقية حول آثار أو نتائج أعمال المنظمات على الآخرين.

[6]- Bergery L. ; op cit ; P : 203.

المستدامةDD - والتي تطرح كتنمية تستجيب لحاجيات الحاضر دون المساس بقدرة الأجيال القادمة على الاستجابة لحاجاتهم وهي تقوم على احترام ثلاث أبعاد أساسية: بيئية واجتماعية واقتصادية-.

وبالنظر لأهمية الجوانب الأخلاقية في الأعمال وفي ممارسة الوظائف الإدارية فإن الكثير من المنظمات وضعت لنفسها دستور أخلاقي أو ميثاق شرف أو لوائح تحدد أخلاقيات وقيم الإدارة، بل أن هذه المنظمات والمؤسسات لا تتهاون مع أي من العاملين الذين يُثبَت عدم التزامه بهذا الميثاق أو هذه اللوائح.

كما تهتم مختلف المؤسسات بالتقييم الأخلاقي أو المراجعة الأخلاقية لسلوك المؤسسة من فترة لأخرى، حيث كما تحرص المؤسسات على تقييم أدائها المالي من حين لآخر للوقوف على نقاط الضعف ومعالجتها، فإن الأمر يتطلب أيضا مراجعة أخلاقية لتصرفات المؤسسة لكشف الممارسات غير المرغوب فيها ومناقشتها لعلاجها[1].

فالضوابط الأخلاقية في الادارة تشكل العمود الفقري للمؤسسة القوية، والخلل في أخلاقياتها كاف بهدمها كما حدث لكبريات الشركات عندما ثبتت عليها تصرفات غير أخلاقية كعمليات التزوير في ; Enron Parmalatالخ

ثانيا: الالتزامات الأخلاقية وخلق القيمة

لقد بينت أعمال "Curtis Verschoor"، أستاذ المحاسبة بجامعة "Depaul"، العلاقة القوية بين الأداء المالي والالتزامات الأخلاقية للمؤسسة، حيث قسم في دراسة عينة من 296 مؤسسة كبيرة لثلاثة أنواع[2]:

- تلك التي لا تبرز في تقاريرها السنوية التزامات أخلاقية.
- تلك التي لها التزامات أخلاقية نسبية.
- تلك التي تبرز التزامات قوية بالأخلاق.

ثم قام بمقارنة خلق القيمة السوقية "MVA"* لهذه المؤسسات وسجل بأن "MVA" للمؤسسات التي لها التزام قوي بالأخلاق هي في المتوسط: 16.8 مليار دولار مقابل 11 مليار دولار للتي تظهر التزام نسبي بالأخلاق، و5.7 مليار دولار بالنسبة لتلك التي لا تتكلم نهائيا عن الالتزامات الأخلاقية.

---

[1]- مدحت محمد أبو النصر، مرجع سبق ذكره، ص:143.

[2]- Ehbar A. ; Op.cit; P: 70.

* MVA: مؤشر لخلق القيمة يتم التطرق اليه في المبحث الثالث من هذا الفصل.

من خلال هذه الدراسة يتبين أن للالتزامات الأخلاقية أثراً كبيراً على زيادة خلق القيمة، وهذا ما يؤكده أيضا "John Shiely" المدير العام لـ"Briggs Stratton" حيث يقول أن: "المؤسسات التي تخلق القيمة تدرك أهمية الموقف الأخلاقي"[1]. فاحترام الإطار الأخلاقي لا يعتبر عنصراً مباشراً في خلق القيمة لكن يشكل قيد يسمح بتعظيمها.

وتبرز من خلال الموقف الأخلاقي الإيجابي، على المدى الطويل، أهداف تكون على مستويين[2]:

- الاحتياط من الدعاوى القضائية التي يمكن أن يرفعها الأشخاص أو الجمعيات على المؤسسة والتي يمكن أن تكون لها آثار سلبية على قيمتها، وذلك من خلال إظهار التزامات قوية بالأخلاق.

- تحسين صورة المؤسسة وسمعتها، وذلك بتجنب الأفكار التي قد تكون في غير صالحها، والتي يمكن أن يكون لها آثار سلبية على نتائجها التجارية.

كما أن النجاح الذي حققته مقاربة "*كل شيء للمساهم*" أثبتت أنها غير مطلقة، فهي محدودة، خاصة إذا كان هناك خرق كبير لمصالح الأعوان الأخرى التي تؤثر وتتأثر من قريب أو من بعيد بنتائج المؤسسة وقراراتها، ولهذا لابد من ضبط أخلاقي أثناء السعي وراء هدف تعظيم خلق القيمة، كما ينبغي عدم إهمال أي طرف من أصحاب المصلحة. فإذا كان المساهم هو مقدم لرأس المال المادي، فإن العمال هم مقدمو الكفاءات والخبرة. ولإعادة أقوال "F. Bogliolo"، يقول وبطريقة تهكمية أنه «إذا كان المستثمرون يملكون النقود دون أفكار، فإن المسيرون والعمال لديهم الأفكار لكن بدون نقود"[3]. ولهذا نجد أن هناك تكامل بين هؤلاء الأعوان، واحترام أهداف كل واحد منهم يحقق الهدف العام للمؤسسة، والمتمثل في خلق القيمة الكلية، والتي تكون لمصلحة الجميع.

من خلال ما سبق نستنتج أنه هناك تقارب كبير بين أسباب زيادة الاهتمام بخلق القيمة وأهميتها خاصة للمساهمين وأسباب زيادة الاهتمام بالحوكمة المؤسسية، كأسلوب للإدارة بالقيمة.

كما أن مفهوم خلق القيمة يبقى معقد ومتشابك، حيث يعبر عن هدف المؤسسة المالي الذي يخدم المصلحة الاجتماعية لمختلف Stakeholders، كما يعبر عن أسلوب تسيير للمؤسسات، إضافة إلى أن مفهوم خلق القيمة مرتبط بمفهوم المؤسسة من جهة وبالأطراف المستفيدة منها من جهة ثانية.

---

[1] -- Ehbar A. ; Op.cit; P: 70.

[2] - Casta J. F. ; Colasse B. ; Op.cit, P:214.

[3] - Felix B. ; « La création de valeur » ; Organisation ; Paris ; 2000 ; P:13.

المبحث الثاني: الدور المالي والاستراتيجي للحوكمة في خلق القيمة: الاتصال المالي والأهداف التنافسية للمؤسسة

تعتبر المعلومات المالية بالنسبة للمؤسسات ولأصحاب المصالح أهم مدخلات اتخاذ القرار، والتي أثبتت دراسات[1]* أن اعداد ونشر معلومات من طرف المؤسسة يكون أقل تكلفة مقارنة بإعدادها من طرف المستثمرين أنفسهم، وأنه من صالح المؤسسة أن تكون لها سياسة اتصال مالي مع السوق فذلك سيؤدي إلى تخفيض النفقات الاجمالية الخاصة بالحصول على المعلومة، هذا من جهة، ومن جهة أخرى هذا سيؤدي إلى خلق تجانس بين توقعات المستثمرين، والحد من الأرباح الاستثنائية الناتجة عن المضاربة.

وتؤثر الحوكمة المؤسسية من الناحية المالية على خلق القيمة من خلال التوصيات التي تقدمها عن ضرورة الإفصاح والشفافية في تقديم كافة المعلومات الضرورية ولكل أصحاب المصالح عن طريق ما يعرف بتنفيذ سياسة الاتصال المالي. حيث تتطلب عملية خلق القيمة واتخاذ مختلف القرارات المتعلقة بها ورود المعلومات بالشكل الكافي والملائم وتوفر كفاءات لاستغلالها بالشكل الأمثل للحد من عدم التماثل المعلوماتي وحتى المعرفي بين مختلف الأطراف.

كما يعتبر تحليل المحيط التنافسي للمؤسسة بمثابة محدد لاستراتيجية المؤسسة حول خلق القيمة، كما أن مصادر خلق القيمة هي أيضا كمصادر لخلق الميزات التنافسية، والتي يمكن ارجاعها إلى مصدرين أساسيين هما: تمايز المؤسسة عن بقية المنافسين و /أو انخفاض التكلفة. ويتم تناول العناصر المذكورة أعلاه من خلال المطالب التالية:

1. دور المعلومات والاتصال المالي الفعال في اتخاذ القرار الخالق للقيمة
2. التحليل الاستراتيجي والميزة التنافسية وخلق القيمة في المؤسسة
3. المصادر الممكنة للقيمة ومصادر الميزة التنافسية

---

* مثلا دراسة "Dianond D." في 1985، والذي اهتم بالاتصال المالي الأمثل للمؤسسات. كما اهتمت دراسة Merton R دراسة في 1987 والذي اهتم بتحديد سعر الأصول المالية في ظل معلومات ناقصة أي تحت فرضية عدم التماثل المعلوماتي لمختلف المساهمين، ولقد توصل هذا الباحث الى أن القيمة السوقية للمؤسسة تكون أكبر في حالة ما إذا كان عدد المساهمين الذين تتوفر لديهم معلومات معتبرة كبير، وبالتالي فالقيمة السوقية للمؤسسة تحت فرضية عدم التماثل المعلوماتي هي دوما أقل من قيمة التوازن الموافقة لسوق كفئ. واستنتج في الأخير سياسة مثلى للنفقات الاشهارية التي تسمح برفع قيمة المؤسسة وذلك بتوسيع دائرة المساهمين الذين تتوفر لديهم المعلومات.

Raimbourg P. ; "Asymétrie d'information, théorie de l'agence et gestion de l'entreprise" ; Encyclopédie de gestion ; T1 ; P:193.

المطلب الأول: دور المعلومات والاتصال المالي الفعال في اتخاذ القرار الخالق للقيمة

تؤثر الحوكمة المؤسسية من الناحية المالية على خلق القيمة من خلال المعلومات المالية التي يتم نشرها، كون هذه الأخيرة تمثل أبرز ما ينتظره متخذ القرار، أو بتعبير أكثر دقة من خلال الاتصال المالي، باعتباره يبرهن على التزام ومسؤولية المؤسسة أمام أصحاب المصالح، وكذلك من خلال زيادة الشفافية والافصاح التي هي من أهم متطلبات الحوكمة الجيدة.

وتبقى الوسيلة المناسبة لمختلف الأعوان لاتخاذ القرار السليم هو الحصول على معلومات ملائمة وفي الوقت المناسب مع مراعاة مختلف القيود. كما تتطلب عملية خلق القيمة واتخاذ القرارات المتعلقة بها ورود هذه المعلومات بالشكل الكافي والملائم، كما يتطلب حسن استغلالها وجود كفاءات تحسن تحليل وتفسير المعلومات وتوظيفها من أجل التميز للمؤسسة في ظل سوق يحترم المنافسة والبقاء للأقوى على كل الأصعدة (المقاربة المعرفية للمنشأة)، وهذا كله يجعل من تنفيذ سياسة اتصال مالي فعال قرارا مفيدا ومثمرة للمؤسسة من أجل تحقيق أهدافها وتخفيض عدم التماثل المعلوماتي وحتى المعرفي بين مختلف أصحاب المصالح، خاصة بين الأطراف الداخلية "Insiders"الذين يفترض أن تتوفر لديهم معلومات كمية ونوعية غير متاحة للأطراف الخارجية "Outsiders"، وتطوير كفاءات تحسن استغلال هذه المعلومات.

أولا- أهمية المعلومات لمتخذ القرار

1- **تعريف المعلومة وأهميتها:** تظهر أهمية المعلومة من خلال كونها " كوسيلة وحيدة وحقيقية لحماية المدخر العام، فهي تمثل عامل أمان يسمح للمستثمر بأن يتخذ قراراته بأكثر عقلانية"[1].

ويواجه متخذ القرار مهما كان نشاطه وهدفه مشكلة الحصول على المعلومات، حيث لا يمكن لأي منظمة أو فرد أن يتحرك دون استعمال وإنتاج المعلومات، ففي النشاطات الفردية -التي تخص كل فرد على حدى عند القيام بمهامه-يكون البحث على ملاءمة المعلومات المحصل عليها لاتخاذ القرار الصحيح، أما في النشاطات الجماعية -التي تخص الأعمال التنسيقية لمجموعة أشخاص-فالبحث يكون حول تماسك المنظمة أو التنسيق. (وهو ما يبرز في الجانب المعرفي للحوكمة الذي تم التطرق له في الفصل الأول).

[1] - Soltani B. "Le marché financier et le contrôle de qualité de l'audit externe: une étude comparative "Finance d'entreprise", Recherche du CREFIB, Op.cit, P:130.

ويعبر "Pateyrou E. A." و "Salmou R." عن أهمية المعلومات ويقول بأن "ثورة عام 2000 هي ثورة المعلومات للكل"[1]، فبتوفر تكنولوجيا المعلومات ينبغي أن تكون إتاحة المعلومات لكل مستعمليها بالشكل المرغوب وفي الوقت المناسب لاتخاذ القرار.

ويعتبر " Chokron" و"Reix" أنّ المعلومة "أداة دعم وربط لأسلوب التسيير ومحور معرفة الأفراد، وأداة اتصال في المنظمة وربطها مع محيطها"[2]. فالمؤسسة ما هي سوى تنظيم لمجموعة متخذي القرار ذوي الأهداف المختلفة من مسيرين وملاك ودائنين...الخ، والذين لهم دواعي مختلفة للاهتمام بالمؤسسة وقيمتها. ويستخدم مصطلح المعلومة للدلالة على البيانات التي تم تحويلها ومعالجتها عن طريق أسلوب تفسير يعطي لها معنى وهدف، وبالتالي فما يمكن أن يعتبر معلومة لفرد ليس ضروري أن يعتبر معلومة لفرد آخر، ويرتبط المرور من البيان إلى المعلومة بمستوى معرفة الفرد، والذي يسمح بتأطير وتفسير البيانات بطريقة فعالة.

أما الإعلام فهو القيام بتصورات للواقع -وليس الواقع نفسه-من أجل حل المسائل التي تواجه سواء الفرد أو المجموعة، بمعنى من أجل اتخاذ القرار، وينبغي أن تأخذ هذه التصورات الواقع بعين الاعتبار وطبيعة ومتطلبات المستفيد من هذه التطورات[3].

ولقد اعتبرت نظرية المعلومة، منذ الأعمال الأولى لـ "Shannon" و "Weaver" كوسيلة لتخفيض عدم التأكد ضد حالة أو مشكل معين وهي بذلك عنصر لا يمكن الاستغناء عنه في اتخاذ القرار والرقابة، ويصعب تقدير قيمة المعلومة كميا، حيث أنه تطرح عدة تساؤلات ويصعب الإجابة عنها مثلا: كم يكون متخذ القرار مستعد لدفعه لاتخاذ القرار السليم؟ ما هو سعر المعلومة؟ ما هي المعلومات اللازمة وكم يمكن الاحتفاظ بها؟ ما هو عائد الأموال المستثمرة للحصول على المعلومة؟ الإجابة عن هذه التساؤلات تبقى كمقاربة نوعية أكثر منها كمية. وتقوم المؤسسات بصرف مجاميع مهمة للحفاظ على المعلومات والبحث عنها لتسمح في الأخير بمراقبة جيدة واتخاذ القرار المناسب. وتكون القرارات في المؤسسة أو بشأنها مغداة بشبكة من المعلومات التي تتوفر لدى المؤسسة وبالنماذج التي تمكن من الاختيار[4].

---

[1] - Pateyrou E. A. Salmou R. ; "Les nouvelles technologies de l'information et l'entreprise" ; Economica ; Paris ; 1996 ; P:13.

[2] - Wamba H. "L'impact de l'asymétrie d'information dans l'optimisation de la valeur de l'entreprise : exemple de la PME Camerounaise", Université de Yaoundé, Cameroun, 2004.

[3] - Reix R. "Systèmes d'information et management des organisations", 4éme éd, Vuibert, 2002, P:6.

[4] - Lanord B–F. "La problématique des systèmes d'informations", sous la direction de Gerard Balantzian ; "Les systèmes d'informations ; Art et pratiques" ; 2ème éd, Organisation ; Paris ; 2003 ; P:181.

[4] - Anthony R. N. Dearden J. Bedford N. M.; "Management control systems"; Irwin Inc; 1984; P:148.

2- **المعلومة و أبعادها:** يهدف الحصول على المعلومة أساسا لاتخاذ القرارات وتحسين الأداء، وأحيانا مقارنة الأداء باعتبار المؤسسة تنشط في محيط تنافسي، إضافة إلى هذا فإن المعلومة تمثل[1]:

- المنتج الذي يرفع من مستوى اليقين في نوعية القرار، ومستوى تحقيق النتائج المنتظرة.
- أداة تؤدي وظيفة رفع الوعي بمعرفة الفرص المتاحة والبديلة لمتخذ القرار، قبل اختيارهم لفرصة واحدة.
- أداة تؤدي وظيفة تقييمية لمستوى الأداء.

وبما أن تحقيق هذه الأهداف -الحصول على المعلومات الضرورية-يحمّل المؤسسة تكاليف، فإنه ينبغي بالمقابل أن تكون نوعية هذه المعلومات جيدة. ولمعرفة نوعية المعلومات يتم التركيز على بعض الأبعاد.

يمكن تلخيص أهّم الأبعاد المعتمدة في معرفة نوعية المعلومة فيما يلي[2]:

-**التصور أو التمثيل:** ينبغي أن يتلاءم تصور الواقع مع شكل المعلومة ومستخدميها، وأن يكون تمثيل الواقع مفهوما لمستعمليه. فبالنسبة لمختلف أصحاب المصالح فإن اختلافهم واختلاف أهدافهم وتوجهاتهم يفرض أن يكون لكل مهتم تمثيل يوافق أهدافه.

-**التأكد:** يفترض أن تعكس الأرقام المعطاة -كمعلومة-صورة موضوعية للواقع، حيث ينبغي أن يؤدي إعداد آخر لنفس الواقع نفس النتيجة، ويتعلق الأمر بدرجة التأكد والثقة في المعلومات وقبولها وكذلك سلامتها وكمالها وتماسكها مع المعلومات الأخرى، كلها عناصر مهمة في الحكم على درجة التأكد التي توفرها المعلومة.

وباعتبار المحاسبة نظام لتنظيم المعلومات المالية، فإن عنصر التأكد ضروري حيث يهدف التدقيق المحاسبي أو المراجعة المحاسبية الى تقييم درجة التأكد، وفحص إغلاق الحسابات والذي يهدف لإبعاد التسجيلات الخاصة بفترة معينة عن تسجيلات فترة أخرى، والتي تشكل"تشويش" طفيلي على النتائج. وكل هذا من أجل أن تعكس القوائم والتقارير المالية الصورة الوفية لوضعية المؤسسة.

- **حداثة المعلومة**: حيث يكون انتقال المعلومة بسرعة، بتعبير آخر أن المعلومة آنية.

1- Peaucelle J-L. ; "Système d'information, le point de vue des gestionnaires" ; Economica ; Paris ;1999 ; P:102-103.

- **أجل الحصول على المعلومة:** باستعمال قاعدة بيانات متاحة فإنه تكون الإجابة عن تساؤل ما بسرعة بعد صياغته، بتعبير آخر أن المعلومة المخزنة يمكن الوصول إليها، والوصول إليها بسهولة مقترن بالشخص الذي يبحث عن المعلومة، وبالكفاءات والوسائل التي تتوفر لديه، كما يتوقف ذلك على الطريقة التي تخزن بها المعلومات (الطريقة الآلية ومفتاح الوصول للمعلومة).

- **التحديد:** المعلومة المحددة بدقة هي تلك التي تعطي تفاصيل دقيقة أكثر، بحيث يكون القياس الرقمي-مثلا- يحمل الكثير من الأجزاء العشرية، وبالتالي عدد التصنيفات للفئات يكون كبير. وقد يؤدي هذا التفصيل الكبير إلى عدم الفهم، أو رفع احتمال الخطأ، لهذا ينبغي أن يُؤخذ هذا العنصر بكل جوانبه.

- **كمال المعلومة وتمامها:** الحصول على صورة شاملة لكافة المعلومات الضرورية.

- **الملاءمة:** تهدف المعلومة لاتخاذ قرار أو القيام بنشاط، وتكون ملائمة لشخص في تاريخ معين ليقوم بشيء ما، ويمكن ألا تخدمه في شيء آخر وظروف أخرى.

يعتبر تطبيق مفهوم "الملاءمة" للمعلومة المفصح عنها عنصرا أساسيا ومعيارا في المحاسبة، حيث تعرّفه نظرية المحاسبة على أنه"معيار أساسي تعد وفقه المعلومات على أساس منفعتها، مع ربطها بالنشاطات التي تتعلق بها أو بالنتائج المنتظر الحصول عليها. ويعتبر تعريف احتياجات المستعملين الأساسيين للمعلومة عامل مهم في تطبيق هذا المعيار"[1] (الجمعية الأمريكية للمحاسبة AAA).

حيث يقترن مفهوم الملاءمة أساساً بالمصداقية والصورة الوفية للمعلومات التي يطلبها مستعملها والمتعلقة بالمعلومات المالية والمحاسبية.

والحديث عن الملاءمة هو أيضا تساؤل عن قيمة المعلومة بالنسبة للمستفيد منها، حيث نجد أن قيمة المعلومة مرتبطة ببعض المميزات الخاصة للتصورات المستعملة، وهذه المميزات لا يمكن تحليلها إلا بالرجوع لشكل "نموذج العمل المستعمل" الذي يسمح بمعرفة أحسن لدور المعلومة في سير حل المسائل[2] (اتخاذ القرار). بمعنى آخر أن مفهوم الملاءمة مرتبط مباشرة باستعمال المعلومة، فيكون التمثيل ملائما إذا كان يستجيب لما يرسمه مستعمله ويخدمه، وبالتالي فالملاءمة نوعية نسبية لكل مستعمل ولكل موضوع. إذا تم تطبيق هذا المفهوم- الملاءمة- في اتخاذ القرار يمكن القول أن [3]:

[1] - Soltani B. ; Op.cit ; P:128–129.

[2] - Reix R.; Op.cit; P:17.

[3] - Reix R.; Op.cit:; P:14–26.

- المعلومة الملاءمة هي التي تسمح باتخاذ القرار "الجيد" (بافتراض أنه بإمكاننا تعريف ماذا نعني بالقرار"الجيد" الأمثل أو المقبول).

- التمثيل الملائم هو الذي يسمح بسير جيد لمراحل اتخاذ القرار.

3- اتخاذ القرارفي المؤسسة وبشأنها

تعتبر عملية اتخاذ القرار أساساً عملية معلوماتية، فبالمعلومة نتصور ونتوقع حلولا ممكنة ونقيمها، وينبغي التفريق بين القرارات المبرمجة التي لها بعض قواعد التطبيق حيث أن تحويلها للحاسوب يجعلها مجرد حسابات بسيطة، والقرارات الأخرى غير المبرمجة وهي ما يمكن اعتبارها قرارات حقيقية، ففي هذا النوع الأخير من القرارات لا يظهر الحل (القرار) بصورة واضحة كما هو الحال في القرارات المبرمجة، لذا ينبغي جمع عدد كبير من المعلومات وتحليلها للتمكن من اتخاذ قرار معين، كما يظهر في هذا المستوى دور الإفصاح وأهميته.

وتتوقف سلامة القرار على فهم وتحليل جيد لكل مراحل اتخاذ القرار، وعلى ملاءمة المعلومات المحصل عليها. ولكن يبقى المشكل الذي يواجه نظرية القرار التقليدي هو قيامها على اقتراحات صعبة التحقيق في الواقع العملي، حيث أنه لا يمكن مثلا التعرف على كل الحلول الممكنة، وكذا صعوبة جمع المعلومات والحصول عليها، لاستحالة القيام بذلك، أو نتيجة لتكلفتها المرتفعة جدا وكذا الوقت الذي لا يسمح بتأجيل القرار نظرا لطبيعته، وهذه العوامل تشكل قيود للمعلومة ولتسيير عملية اتخاذ القرار.

يقترح "Simon H." * نظرية العقلانية المحدودة كحل، حيث ينبغي في حالات يصعب فيها اتخاذ القرار بسبب القيود المختلفة، أن لا يبحث متخذ القرار عن الحل الأمثل ولكن حل مرضي، وبالتالي اتخاذ القرار لا يكون وفق عقلانية كاملة لكن "عقلانية محدودة".

يعبر مفهوم العقلانية المحدودة على أن القرار يمكن أن يكون بعيدا عن الحل الأمثل الذي تقدمه بحوث العمليات، أو الذي يكون باستخدام العقلانية الكاملة، ورغم هذا فإن الاحتفاظ بمفهوم العقلانية- كأحد مبادئ النظرية المالية- أساسي لشرح سلوك متخذ القرار. بتعبير آخر لا يتمتع العون في هذه الحالة بالعقلانية الكاملة، لكن يحاول أن يكون عقلانيا قدر الإمكان، فالعقلانية الواضحة غير ظاهرة ورغم هذا

* Simon H. أستاذ الاقتصاد والإعلام الآلي وعلم النفس الذي حصل على جائزة نوبل في الاقتصاد(1978)، ويعود ذلك أساسا لأعماله حول "القرار ونظرية العقلانية المحدودة".

1 - Peaucelle J-L. ;Op.cit ; P:40.

تبقى كشرح لإجراءات العون عند اتخاذه للقرار[1]. ويمكن تقديم العديد من الشروحات حول القيود التي تمنع متخذ القرار من استخدام العقلانية الكاملة والتي تدور أساسا حول[1]:

- الإمكانيات المحدودة للمقرر: فقد تكون إمكانيات متخذ القرار محدودة غير كافية، ولا يملك الكفاءة اللازمة لاتخاذ قرار سليم ومسؤول.

- نقص المعلومات المتوفرة لدى متخذ القرار وتشوشها.

- ضيق الوقت لاتخاذ القرار السليم، وليتخذ العون القرار العقلاني "الأمثل" يكون آنذاك قد فات الأوان.

- كون الحل الأمثل ذو المرتبة الأولى مكلّف، فإن متخذ القرار يتصرف ويتخذ الحل الثاني الذي تكون نتائجه المالية قريبة من الأمثل، خاصة إذا كانت تكلفة الحل الأمثل كبيرة جداً، فيصبح من العقلانية أن يلجأ إلى الحل القريب السرع والأقل تكلفة.

- طبيعة الوضعية: لا توجد حالة مثلى، حيث تسود حالات غير مستقرة وغير مؤكدة وحالات اقتصادية معقدة.

لكن ورغم كل هذه القيود والعراقيل التي تحصر نوعا ما العقلانية، فإنه في وقتنا الراهن وبتوفر نظام معلوماتي متكامل وبوجود الحاسوب تضعف هذه العراقيل أمام متخذ القرار، فالحاسوب يساعد في تقريبه من العقلانية الكاملة، ويوسع إمكانيات التفكير العقلاني لديه باقتراح عدد كبير من الحلول وحساب نتائج كل واحد من الاقتراحات، ويخفض تكلفة حساب الحل الأمثل ويسهل برمجة عدد كبير من الحالات.

وتبقى المعلومة المالية المتمحورة على خلق القيمة هي ما يتطلع اليه المستثمرون عامة والمساهمون خاصة قبل اتخاذ القرار، ولقد تم اعتماد مصطلح أكثر تعبير وهو الاتصال المالي كون تطبيقه عمليا بمثابة تبرير على التزام وتحمل المؤسسة المسؤولية اتجاه أصحاب المصلحة، كما أنه إشارة عن زيادة الشفافية والثقة التي تعتبر من أهم دعائم الحوكمة الجيدة.

ثانيا- الاتصال المالي

1- **تعريف الاتصال المالي**: هو تبادل ونقل المعلومات في شبكة تربط بين المرسل والمستقبل، ويعتبر الاتصال ضرورة تسمح بالتنسيق بين مختلف أعضاء المنظمة فيما بينهم وبين المنظمة ومحيطها.

[1]- Peaucelle J-L. ;Op.cit ; P:41 .

ويعود مفهوم الاتصال إلى أعمال [1] "Wiener N." و "Shannon C. " في عام 1948 حيث كانا يعملان على مؤسسة "Bell Téléphone" وعرف "Shannon C." نظرية رياضية للاتصال من خلال بحوثه حول تحسين عائد التلغراف (سرعة انتقاله وكمية المعلومات المنتقلة)، ولهذا كان نموذج "Shannon C." متأثر جداً بمكان وإطار البحث.

ويرتكز هذا النموذج للاتصال على اعتباره نقل لرسالة من المرسل للمستقبل، وقد تتعرض الرسالة لتشويش ما قبل بلوغها لمستقبلها.

ويعكس الاتصال المالي في المؤسسة ثقافتها، ويعتبر المساهمون والمحللون المعنيون الأوائل بالاتصال المالي إضافة إلى باقي الأعوان. وتختلف أهمية الاتصال المالي من المؤسسات المقيدة في السوق المالي وباقي المؤسسات، فبالنسبة للمؤسسات المقيدة في البورصة والتي عليها واجبات قانونية لابد من القيام بها، كالإفصاح عن المعلومات المالية، أما بالنسبة للمؤسسات غير المقيدة فقد يكون من صالحها القيام بإفصاح اختياري، وتعتبر المحاسبة وسيلة اتصال باعتبارها نظام لتنظيم المعلومات المالية لذا فالإفصاح عن المعلومات المحاسبية الملاءمة ضرورة حتمية لاتخاذ القرار لما يفترض أن تتوفر عليه من مصداقية كونها تخضع لمصادقة المراجع الخارجي.

2- **تنفيذ استراتيجية للاتصال المالي**[2].

ينبغي على المؤسسات التي تلجأ لجمع الادخار العام احترام قيود قانونية بشأن المعلومات المالية، ويقوم هذا الإطار القانوني المحدد على مبدأين أساسيين: **الشفافية والمساواة في معالجة المعلومات.**

وينبغي أن يكون الاتصال المالي في المؤسسات واضحاً وكاملاً ومحدداً يمكن من خلاله اتخاذ القرار والتنبؤ، كما أن التطور الحديث لوسائل الاتصال الذي يصحب عولمة الأسواق المالية وعدم نظاميتها جعل الإفصاح عن المعلومات المالية لمستخدميها حتمية وفي نفس الوقت ممكنة. ولا يكون الانتقال من المعلومة المالية للاتصال المالي إلا بتنفيذ استراتيجية اتصال بالتوازي مع استراتيجية نمو المؤسسة. كما تكتسب المؤسسات بدخولها للبورصة إمكانية التعريف بها وبمنتجاتها للجمهور العام، خاصة إذا ما قيدت المؤسسة في الأسواق المالية الأجنبية، هذا إضافة إلى حصولها على التمويل اللازم.

[1] - Decandin J-M.; "Théorie de la communication" ; Encyclopédie de Gestion ; T3 ; P:3371.

[2]- Guimard A. ; "La communication financière" ; 2ème éd ; Economica ; Paris ; 1998 ; P:9.

ولضمان الحصول على المعلومات اللازمة والملائمة وتنظيم السوق المالي، توجد مجموعة من القيود القانونية التنظيمية المقررة من طرف هيئات خاصة كلجنة عمليات البورصة "COB" في فرنسا، "COSOB" في الجزائر التي تقرر بأنه على كل الشركات التي تقوم بجمع الادخار واجب نشر معلومات مالية في نشرة الإعلانات القانونية الإجبارية "BALO"(Bulletin d'annonces Légales Obligatoire)*، حيث يسمح تنظيم مثل هذه النشرات الإجبارية للمساهمين المهتمين بالرجوع لمصدر واحد للمعلومات والحصول على المعلومة المحاسبية بصورة منتظمة وحالية، كما يسمح بالمشاركة الفعالة للمساهمين في الجمعية العامة.

2-1- دعائم الاتصال المالي: ينبغي أن تسيطر المؤسسة سيطرةً مطلقة على الرسالة الموجهة للجمهور العام عن طريق الاتصال المالي وذلك من خلال احاطتها بالأهمية، ونقلها وايصالها لمن تريد وكما تريد. وأهم نواقل هذه الرسائل نجد[1]:

1- التقرير السنوي: يعد التقرير السنوي الوسيلة الأولى للاتصال المالي، ويمكن أن تتعدد أشكاله من مفصل إلى مختصر، وينبغي أن يستجيب لاحتياجات مختلف الأعوان ذوي الاهتمامات المختلفة وأحياناً المتعارضة، ويؤدي التقرير السنوي وظيفة الإعلام[2]، ويجتهد فيه المحاسبون والماليون ليعكس ما ينتظره المستثمرون لاتخاذ القرار. ولقد تم تطوير النموذج التقليدي للاتصال المالي إلى نموذج اتصال قائم على القيمة.

2-اللقاءات المفتوحة مع المؤسسات المستهدفة: تنظم المؤسسة لقاءات بغرض جمع المهتمين والمحللين والمستثمرين (وأحيانا بحضور الصحافة) لدراسة وضعية المؤسسة وانشغالاتها وآفاقها.

وحسب دراسة قام بها "Alphonse P." في فرنسا وبعد الاجتماع مع المحللين الماليين وجد أنّه يظهر انخفاض محسوس في درجة عدم التماثل المعلوماتي في السوق، وبالتالي توصّل إلى أن الدور المعلوماتي للاجتماع مع المحللين الماليين يُنظر إليه أنه مستقل عن باقي أنواع الاتصال الإرادي للمؤسسة، فهو يؤدي وظيفة اتصالية تساعد على تخفيض عدم التماثل المعلوماتي[3]، لأن هذا النوع من الاتصال يهدف أساسا إلى تقريب وجهات النظر لتفسر المعلومة بشكل متجانس بين المحللين وبالتالي تخفيض التشويش على المعلومة.

* Le BALO: تظهر مرتين في الأسبوع (الاثنين والخميس)، يباع بالعدد أو عن طريق الاشتراك ويمكن تفحصه جزئيا على Minitel (3671 JOELECO).

[1] - Guimard A.; Op.cit; P8:

[2] - Ibid ; P:57.

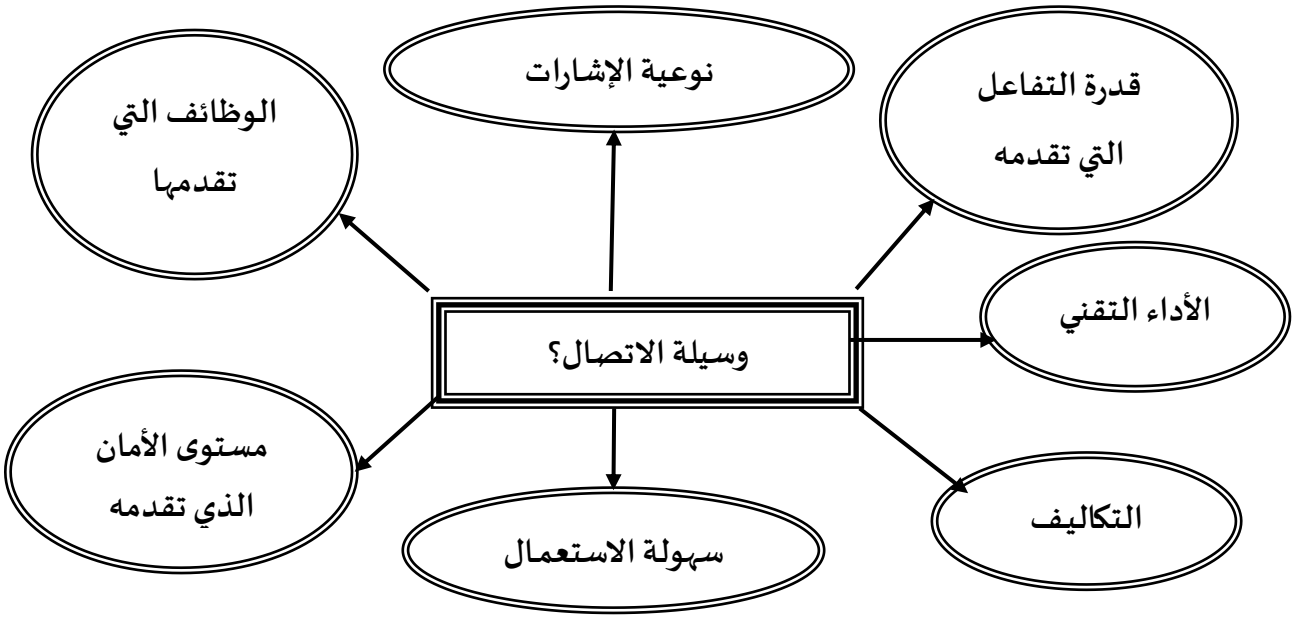
[3] - Alphonse P. ; « Communication financière et gestion de l'asymétrie de l'information, le cas des réunions avec les analystes financières » ; Anne – Vlérie Hllot – Gauquie ; Avril 2001.

كما يعتمد في المؤسسة على نواقل أخرى للاتصال المالي كأن تضع المؤسسة في متناول الجمهور وثائق تهدف من خلالها لإكمال المعلومات كـ:

- مختلف الوثائق المتمثلة أساسا في التقارير المختلفة حول التسيير، النشرات الداخلية، قرارات الجمعية العامة، ...الخ.

- النواقل الإلكترونية: مواقع متخصصة عبر الأنترنت، "CD. ROM"، الرقم الأخضر، ... وقد يلجأ متخذ القرار إلى الاعتماد على وسيلة أو مجموعة وسائل للاتصال ، وهذا حسب نوعية القرار والهدف وكذا إتاحة وملاءمة هذه الوسائل. وعموما يمكن تلخيص المميزات الأساسية لوسائل الاتصال في الشكل رقم (7).

الشكل رقم*07*: المميزات الرئيسية لوسيلة الاتصال



Source : Reix R. "Systèmes d'information et management des organisations", 4éme éd, Vuibert, 2002, P : 225.

وتستهدف المؤسسة من الاتصال المالي كل الأطراف التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بها، بمعنى كل "Stakeholders "، ولكن بدرجات متفاوتة، حيث إذا ما ذكرنا على سبيل المثال: دراسة صبر الآراء التي قامت بها وكالة "Euro RSCG Omnuim و Assoues" حول مؤسسات مقيدة ببورصة باريس، عن اتصالها المالي، حيث طلب من هذه المؤسسات تصنيف مستهدفيها وكانت النتائج كما هي موضحة في الجدول أدناه:

جدول رقم 07: مستقبلي الاتصال المالي (بالنسب المئوية).

من يوجه الاتصال المالي	أبدا	أحيانا (occasionnellement)	دائما
مساهمين مميزّين (Actionnaires particuliers)	9.0	34	57
المستثمرين المؤسسين الفرنسيين	0.0	20	80
المستثمرين المؤسسين غير الفرنسيين (الأجانب)	6.0	27	67
نوادي الاستثمار	58	42	0.0
المحللين الماليين	0.0	0.0	100
الصحافة الاقتصادية والمالية	0.0	39	61
الصحافة العامة (غير المتخصصة)	22	48	30
الأجراء	15	10	75
العملاء والموردين	28	59	13
حاملي السندات وسندات الخزينة	34	25	41

Source : Guimard A. ; "la communication financière" ; 2éme éd ; Economica ; Paris ;1998 ; P:45

من خلال هذا الجدول يتبين أن المستهدف الرئيسي للمؤسسات المقيدة من عملية اتصالها المالي هم المستثمرون المؤسسيون والمحللون الماليون، وهذا ما يمكن إرجاعه أساسا لوزن المستثمرين المؤسسين في السوق المالي مقارنة بالأفراد، وقدرتهم على التأثير على أسعار الأسهم، وكذا المهمة الاستشارية والتقييمية للمحللين الماليين.

2-2 معايير تقييم الاتصال المالي:

يلاحظ أحسن دليل على نجاح أو فشل الاتصال المالي من خلال الاكتتاب في عمليات رأس المال التي يمكن أن تلجأ إليها المؤسسة، أو النجاح الذي يرافق عملية "OPA"، لكن هذه العمليات حسب التعريف محدودة في الزمان والمكان، وبإدراك هذا التحدي لا بد من تحليل وبانتظام وعلى فترة طويلة تطوّر بعض

المعايير التقنية وأخرى نوعية لتقييم الاتصال المالي، ومن خلاله تقييم الأثر المالي للحوكمة على المؤسسة بزيادة الافصاح والشفافية.

حيث تعتبر معايير التقييم في السوق المالية المؤشرات الوحيدة لقياس نجاح أو فشل تنفيذ الاتصال المالي، فمعرفة السوق المالي للمؤسسة وتطوراتها والتعديلات التي تحدث في تداول أسهمها، ينبغي أن تُؤخذ هي الأخرى بعين الاعتبار.

1- المعايير التقنية[1]:

1-1- مؤشرات البورصة: تقدم أسعار البورصة وحجم المعاملات لورقة مالية قاعدة للكثير من الحسابات، وأهم المقاييس التقنية المعتمدة نجد:

- **التغير في الورقة المالية** (la volatilité du titre): تعطي تطور سعر الورقة مقارنة بمؤشر السوق.

- **علاوة الخطر المطلوبة من الشركة:** تتعلق بالفرق بين مردودية أصل ذو مخاطر (أسهم المؤسسة) وتلك الممكن تحقيقها في أصل بدون مخاطر (أذونات الخزينة مثلا).

- **المدة المتوسطة للاحتفاظ بالورقة المالية:** تقيس سلوك المستثمر في المدى القصير، أو المساهم على المدى الطويل.

- **تطور (PER) معامل الرسملة في البورصة للأرباح:** حيث كلما كان "PER" مرتفع كلما اعتبرت الورقة المالية مرتفعة السعر في السوق، ولابد من مقارنته بمتوسط الصناعة من جهة وبين الورقة المالية ومتوسط السوق من جهة أخرى.

1-2 – تطور التحليل المالي حول الشركة: من أهّم المتغيرات المحددة لفاعلية المعلومة المالية نجد:

- العائد الصافي للسهمBNPA .

- التنبؤ ببعض المؤشرات المالية: كنتيجة الاستغلال، نسبة الديون، التمويل الذاتي، توزيعات الأرباح والتي يمكن أن يكون لها أثر محدد في حكم السوق على قدرة المؤسسة بالوفاء بالتزاماتها المالية.

- مراجعة التوقعات: ينبغي على المحلل المالي تعديل توقعاته كلما استدعت الظروف والتغيرات ذلك، فالتحليل المالي منتج حي ومرن قابل للتعديل.

[1]- Guimard A. ; Op.cit; P: 96–103.

- توصيات السوق المالي: توجد ثلاث أنواع من التوصيات وهي: شراء وبيع واحتفاظ، ويكون من الأفضل دائما بالنسبة للمؤسسة أن تربح مشتر على أن تفقده، بمعنى حركة السوق وتداول أسهم المؤسسة يدل على أن رسالة الاتصال قد تم تبليغها.

- التقرير حول الشراء والبيع: يوضح هذا المؤشر أكثر فأكثر فعّالية الاتصال المالي، حيث يستبعد الوضعية الثالثة المتمثلة في "الاحتفاظ بالورقة المالية".

- حجم التقارير المالية حول وضعية المؤسسة: عدد التحاليل المالية والنشرات المفصح عنها تقدم العديد من المعلومات. وعندما تكون هذه التقارير كثيرة يعني أن المؤسسة تستفيد من تدعيم من طرف السوق، وبالنسبة إليها فإنه لديها سياسة اتصال جد مفتوحة، وفي الحالة العكسية (أين يكون التحليل المالي قليل حول المؤسسة في السوق المالي أو أنه يتراجع مع الوقت) ينبغي أن تبحث المؤسسة في أسباب ذلك: فهل سوق هذه الأوراق قليل السيولة؟ وهل الحسابات تم الحكم عليها على أنها غامضة؟ أو أسباب أخرى.

1-3- تطور المساهمة في المؤسسة: إن تطبيق المؤسسة لاستراتيجية تتضمن دوماً المخاطر، فهي تبحث عن توازن أمثل بين مختلف أصناف المساهمين: المؤسسين مقارنة بالأفراد، أو المستثمرين المحليين مقارنة بالمستثمرين الأجانب ...إلخ.

2- المعايير النوعية (تحليل الصورة المالية للمؤسسة)[1]: يمكن أن ينتج تقييم الاتصال المالي لشركة مقيدة في البورصة عن تحليل إجمالي لصورتها المالية. تسند هذه الدراسة، بصفة عامة، لمكتب متخصص مستقل أو تابع لمؤسسة مالية.

2-1- العينة: تركيبة العينة تابعة لما تبحث المؤسسة عن تقييمه: الوضع المرتقب أو السائد. بحيث يمكن دمج المساهمين الحاليين والمرتقبين والمستثمرين المؤسسين والمحللين... إلخ.

مع الأخذ بعين الاعتبار الدور الأخلاقي وآداب وأخلاقيات المهنة في عملية التقييم والإفصاح.

2-2- المواضيع قيد التحليل: يمكن أن تختار الشركة المقيدة تقييم جانب خاص من سياستها في الاتصال المالي (مثلا نوعية التقرير السنوي) أو كلها، ويمكن أن تستهدف نوع خاص فقط وتقييم مدى فعالية سياستها في الاتصال المالي وهل وصلت الرسالة الموجّهة مثلا للمستثمرين المؤسسين أو المحللين ...

2-3- هيكلة التحليل: هناك لوح متكامل من المخططات:

[1] - Guimard A. ; Op.cit; P: 96–103.

- نقيم قبل كل شيء درجة معرفة السوق لهذه المؤسسة: قطاع نشاطها، منتوجاتها، معطياتها المالية الرئيسية... والإجابات تتراوح من "الجد معروفة" إلى "غير المعروفة".

- الأولويات أو الترتيب التدريجي لمراحل تقييم سياسة الاتصال من التعرف على المؤسسة ومنتجاتها حتى التوصيات المقترحة وهذا حسب ما ينتظره مستقبلي رسائل الاتصال المالي لاتخاذ القرار.

2-4-الآثار المترتبة عن سياسة الاتصال المالي: لابد من مراعاة تكاليف الاتصال المالي والوسائل المستعملة لذلك، وما هي ردود الأفعال من قبل مستعملي المعلومات المالية وما تأثيراتها على المؤسسة.

إضافة إلى مختلف هذه المقاييس النوعية للاتصال المالي فقد تكون هناك بعض المقاييس المعتمدة في السوق للحكم على نوعية الإفصاح فمثلا: جائزة أحسن تقرير سنوي،"Prix cristal" للمعلومة المالية ...الخ.

ويتم التأكيد دائما على ضرورة ودور المعلومة والاتصال المالي الفعّال لاتخاذ القرار في المؤسسة من قبل مختلف الأعوان، وسلامة الاتصال المالي وملاءمة المعلومات يحددان سلامة القرار المتخذ.

ومن خلال ما سبق يتضح أن التركيز سواء فيما تعلق بأهمية خلق القيمة أو فيما تعلق بالاتصال المالي كان منصبا على المساهمين بدرجة أولى، كما أن للمعلومة والاتصال المالي دور فعال في تحقيق الهدف المالي والتسييري للمؤسسة وفي اتخاذ القرارات الهادفة لخلق القيمة من طرف مختلف أصحاب المصالح.

المطلب الثاني: التحليل الاستراتيجي والميزة التنافسية وخلق القيمة في المؤسسة

يتطلب تحليل محددات الأداء في المؤسسة فهم لأهدافها واستراتيجياتها وقدرتها على خلق ميزات تنافسية وإنماءها.

ويهتم التشخيص الاستراتيجي بدراسة البيئة الخارجية للمؤسسة من خلال تحليل وضعيتها في القطاع ومحيطها الاقتصادي ككل والسياسي والقانوني والاجتماعي وهذا لتحقيق النجاح في المدى الطويل عن طريق مواجهة القوى التنافسية، ولقد عبر عنها (Porter85) بما سماه الخمس قوى التنافسية، وهي ما يشكل أسس المنافسة داخل صناعة معنية، وتتمثل هذه العوامل فيما يلي :[1]

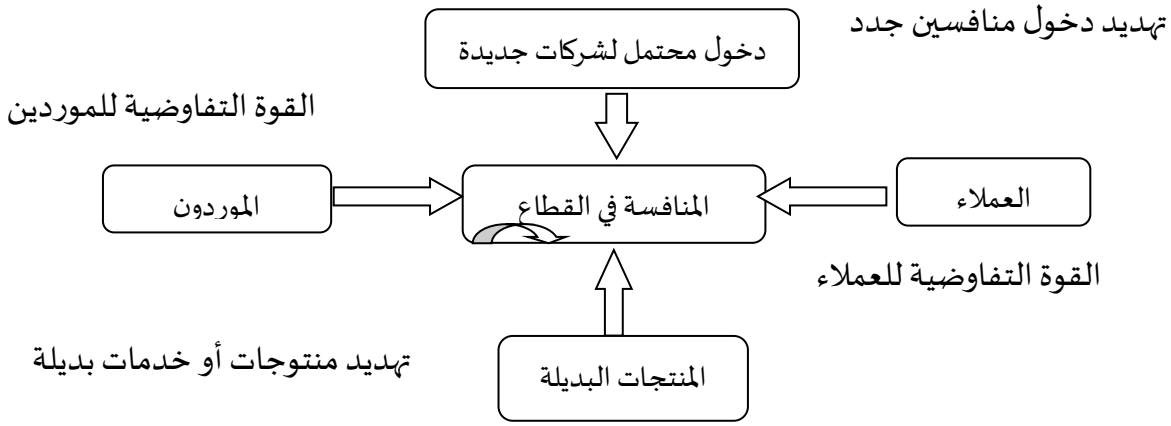
1. تهديد دخول منافسين جدد
2. المنافسة بين شركات القطاع

[1]- Cherif M ; Duberenlle S ; « Création de valeur et capital investissement » ; Pearson Education ;France ; 2005 ;p100.

3. القوة التفاوضية للمستهلكين والزبائن 4. القوة التفاوضية للموردين

5. تهديد المنتجات البديلة

الشكل رقم 08: القوى التنافسية الخمس لـ *Porter*



Source : Cherif M ;Duberenlle S ; Création de valeur et capital investissement , Pearson Education ;France ; 2005 ;p100.

ويشير Porter إلى أنه كلما زادت قوة عامل من العوامل الخمس أعلاه كلما تقلصت بدرجة أكبر قوة الشركات القائمة على رفع الأسعار وتحقيق الأرباح. حيث أنه يمكن اعتبار عامل المنافسة القوية كعامل تهديد للشركة لأنه يؤدي إلى تقليص الأرباح، أما عامل المنافسة الضعيفة فيمكن اعتباره فرصة للشركة لأنه يتيح لها تحقيق أرباح أكثر، وقد تتغير قوة تأثير هذه العوامل الخمس باستمرار وفقا لتغير ظروف الصناعة.

أولا- تهديد دخول منافسين جدد : [1]

وتمثل تهديد شركات لها القدرة في الدخول في المنافسة إذا ما رغبت في ذلك. حيث أن قوة عامل المنافسة للمنافسين المحتملين يعتبر إلى حد كبير دالة على ارتفاع قوة عوائق دخول صناعة ما. وتعمل عوائق الدخول المرتفعة على إبعاد المنافسين المحتملين بعيدا عن مجال صناعي معين، وحتى عندما تكون عوائد تلك الصناعة عالية. وأهم مصادر عوائق الدخول لصناعة ما تتمثل في:

[1]-شارلز هيل ، جاريث جونز، ترجمة رفاعي محمد رفاعي ، محمد سيد أحمد عبد المتعال "الإدارة الإستراتيجية " ، مدخل متكامل ، دار المريخ للنشر، السعودية ، 2001 ، ص 132 - 134. بتصرف

- ✓ **الولاء للماركة:** بحيث يمكن للشركة أن تخلق الولاء لماركتها من خلال الحملات الإعلانية المستمرة للماركة والأسماء التجارية لها، والحماية المسجلة للمنتجات وتطوير المنتج من خلال الأبحاث وبرامج التطوير، والتأكيد على الجودة العالية وخدمات ما بعد البيع.
- ✓ **مزايا التكلفة المطلقة:** بحيث يمكن للشركة حصولها على هذه المزايا من ثلاث مصادر رئيسية أولها عمليات الإنتاج المتفوقة التي تعود إلى الخبرات السابقة وبراءات الاختراع والمصدر الثاني هو القدرة على التحكم في مدخلات معينة تتطلبها عملية الإنتاج كالعمالة والمواد الأولية أو المهارات الإدارية، والمصدر الثالث هو إمكانية توفير موارد أرخص حيث أن الشركات القائمة تمثل مخاطر أقل مقارنة مع باقي الشركات. وإذا كان للشركة هذه الميزة للتكلفة المطلقة فسيتقلص التهديد الناشئ عن عمليات دخول جديدة.
- ✓ **الحجم الاقتصادي:** وهي المزايا المرتبطة بالحجم الكبير للشركة وتتضمن خفض التكلفة المتحققة عن الإنتاج على نطاق واسع لمخرجات نمطية، نسب الخصم شراء حجم كبير من مدخلات المواد الخام وأجزاء المكونات والمزايا المكتسبة من خلال توزيع التكاليف الثابتة على حجم كبير من الإنتاج، فضلا عن الحجم الاقتصادي في مجال الإعلان. وكلما توفرت الشركات القائمة على حجم اقتصادي كلما تقلصت مخاطر التهديد المرتبطة بعملية الدخول.
- ✓ **اللوائح الحكومية:** حيث تؤدي العوائق التنظيمية المرتبطة بعملية الدخول إلى تقليص مستوى المنافسة، مما يهيئ الفرصة للشركات الحالية في القطاع إلى تحقيق أرباح أعلى (فمثلا لوائح تنظيمية تقضي بعدم السماح لشركات أجنبية في دخول سوق المنافسة لقطاع معين).

فإذا تمكنت الشركات القائمة من بناء ولاء للعلامة (للماركة) وامتلكت مزايا التكلفة المطلقة وامتلكت حجم اقتصادي ذو قيمة فضلا عن التمتع بالحماية القانونية والنظامية، فإنه يترتب على ذلك تقليص المخاطر المرتبطة بدخول المنافسين الجدد على الصناعة، وعندما تتدنى تلك المخاطر يمكن للشركات القائمة فرض أسعار عالية وتحقيق أرباح كبيرة. لذا فالشركات من مصلحتها السعي وراء استراتيجيات تتوافق مع ظهور وزيادة العوائق في وجه الشركات التي تحاول دخول مجال الصناعة.

ثانيا- المنافسة بين شركات القطاع[1]

إذا كانت المنافسة بين شركات القطاع ضعيفة فإن الفرصة تتهيأ للشركات لرفع الأسعار وتحقيق أكثر للأرباح، أما إذا ما اتسمت المنافسة بالقوة فقد يترتب عن ذلك منافسة سعرية حادة ما يؤدي إلى الحد من الأرباح من خلال تخفيض هوامش الربح من المبيعات، وهكذا تؤدي المنافسة القوية إلى تهديد قوي للربحية. ويقوم التنافس بين الشركات في قطاع معين على ثلاث عوامل أساسية:

- ✓ **هيكل المنافسة:** والذي يشير إلى عدد وحجم التوزيع الخاص بالشركات، في قطاع صناعي معين، وتتنوع الهياكل ما بين هياكل مجزأة وهياكل مجمعة حيث يمكن لعدد صغير من الشركات الكبرى السيطرة على السوق.
- ✓ **أحوال الطلب:** وهي محدد آخر لقوة المنافسة بين الشركات القائمة إذ أن نمو الطلب بواسطة العملاء الجدد أو عمليات الشراء الإضافية التي يقوم بها العملاء القدامى قد تؤدي إلى تحقيق حدة المنافسة من خلال تهيئة الفرصة للمزيد من التوسع. وعلى العكس فإن تدهور الطلب يؤدي إلى مزيد من المنافسة، حيث تكون الشركات على استعداد لخوض الحرب من أجل الاحتفاظ بعوائدها وحصتها في السوق. ويتدهور الطلب عندما يهجر المستهلكون السوق أو عندما يشتري كل مستهلك كميات أقل. وفي هذه الظروف تحقق الشركة نموا فقط من خلال الاستيلاء على حصة سوقية من الآخرين. وهكذا يشكل التدهور في الطلب تهديدا رئيسيا حيث أنه يوسع رقعة المنافسة بين الشركات القائمة.
- ✓ **عوائق الخروج:** وهي عوائق اقتصادية واستراتيجية ومعنوية تؤدي إلى استمرار الشركات في ذلك المجال الصناعي حتى عندما تتدنى العوائد. وإذا كانت عوائق الخروج عالية وقوية فقد تجد الشركات نفسها محتجزة داخل صناعة غير مربحة، حيث يتسم الطلب الكلي بالثبات أو التدهور. أما الطاقة الإنتاجية الفائضة فيمكن بدورها أن تؤدي إلى منافسة حادة في مجال الأسعار، حيث تتجه الشركات إلى خفض أسعارها في محاولة منها للحصول على الطلبيات اللازمة للتشغيل والاستفادة من هذه الطاقة العاطلة. ومن بين العوائق الأكثر شيوعا:

- الاستثمارات التي ليس لها استخدامات بديلة ولا يمكن التخلص منها.
- التكاليف الثابتة العالية للخروج، كالتعويضات التي يتم دفعها للعمال الذين يمكن اعتبارهم فائضين عن الحاجة.

[1] شارلز هيل ، جاريث جونز ، مرجع سبق ذكره، ص 138.

- الارتباط العاطفي بصناعة معينة.
- التبعية الاقتصادية في مجال صناعي معين، وخصوصا عندما لا تعتمد الشركة على تنويع أنشطتها ومنتجاتها وتعتمد على قطاعها في تحقيق دخلها.

ثالثا- القوة التفاوضية للمستهلكين والزبائن[1]

يساهم المشترون في المنافسة عن طريق التفاوض على الأسعار والنوعية، ويطلبون مستويات خدمات أكثر أو أقل ارتفاع. ويكون الضغط الممارس من طرف العملاء أكثر ارتفاع من حساسيتهم للسعر واستفادتهم من مركز قوة ملائم. حيث يكون العملاء حساسين للسعر عندما:

- تكون المنتوجات المتداولة غير مختلفة،
- يكون المنتوج المشترى يمثل حصة مهمة في تكلفة العملاء،
- يكون السعر هو عامل لاتخاذ القرار في المنافسة في القطاع من المصب،
- يحس العملاء النهائيين بضغط كبير على دخلهم الحالي أو المستقبلي.

ويستفيد العملاء من مركز قوة ملائم في المفاوضات عندما:

- تكون المشتريات مركزة أو تمثل أحجام كبيرة مقارنة بقدرة البائعين،
- يمكن امتصاص شركات القطاع من طرف عملائها،
- العملاء جزئيا مدمجين من المنبع،
- يتوفر العملاء على معلومات كاملة على عناصر المعاملة،
- البائع يتحمل تكاليف مهمة إذا غير زبونه.

رابعا- القدرة التفاوضية للموردين[2]

حيث يهدف الموردون إلى احتكار أقصى ما يمكن من خلق القيمة في الفرع المعين لديهم. لكن الاشكال في توفرهم على الوسائل. حيث أنه يمكن قياس سلطة الموردين بنفس معايير قياس سلطة العملاء. فالموردين

[1]- Calori R ; Atamer T ; " Diagnostic et décision stratégique ; Dunod ;2 eme Ed ;Paris ; 2003 ; P :121.

[2]- Ibid ; P : 122.

يمكنهم استرجاع جزء من خلق القيمة من طرف القطاع بتقديم أسعار، وبالتفاوض على المواعيد والنوعية، ويكون الموردون في مركز قوة إذا كان:

- العرض أكثر تركيز من الطلب،
- الصناعة ليس لديها منفذ حيوي لنشاطاتها،
- لا توجد بدائل بنفس مستوى الأداء لمنتجاتهم،
- منتوجاتهم مهمة ضمن منتوجات القطاع،
- هناك خطر الإدماج من المصب للموردين،
- هناك نقص للعرض،
- ينبغي على مؤسسات القطاع تحمل تكاليف تغيير الموردين،
- يتوفر الموردون على معلومات معتبرة على عناصر المعاملة.

خامسا- تهديد المنتجات البديلة

حيث تعتبر المنتجات البديلة المنتجات التي تقدمها قطاعات صناعية أخرى والتي يمكن أن تفي باحتياجات المستهلكين بأسلوب شبيه لما تفعله المنتجات الحالية.[1]

ويعتبر وجود بدائل قوية، بمعنى التي يمكن أن تحل محل المنتوجات الحالية، تهديدا تنافسيا كبيرا، ويشكل قيود على السعر الذي تفرضه الشركة وبالتالي على حجم أرباحها وقيمتها، والعكس في حالة عدم وجود البدائل أو ضعفها فهذا يشكل عامل تنافسي ضعيف يرفع من حظوظ الشركة في الرفع من الأسعار.

ويتم تحليل تهديد المنتجات البديلة من خلال الخمس نقاط التالية:[2]

- التعريف بالمنتجات والخدمات التي تؤدي نفس الوظيفة الاستهلاكية لكن بالاعتماد على تكنولوجيا أو مفاهيم مختلفة.
- تحليل النسب المردودية / السعر للمنتجات البديلة مقارنة بمنتجات القطاع.
- تحليل تكاليف التحويل التي تدخل في تبني المنتجات البديلة.
- فهم ميولات العملاء لتغيير المنتوج.

[1]- شارلز هيل ، جاريث جونز ، مرجع سبق ذكره، ص150

[2]- Calori R ; Atamer ;Opcit ;P124

- توقع تطور نسب المردودية / السعر للحكم إذا ما كانت المنتوجات البديلة تحسن من موقعها.

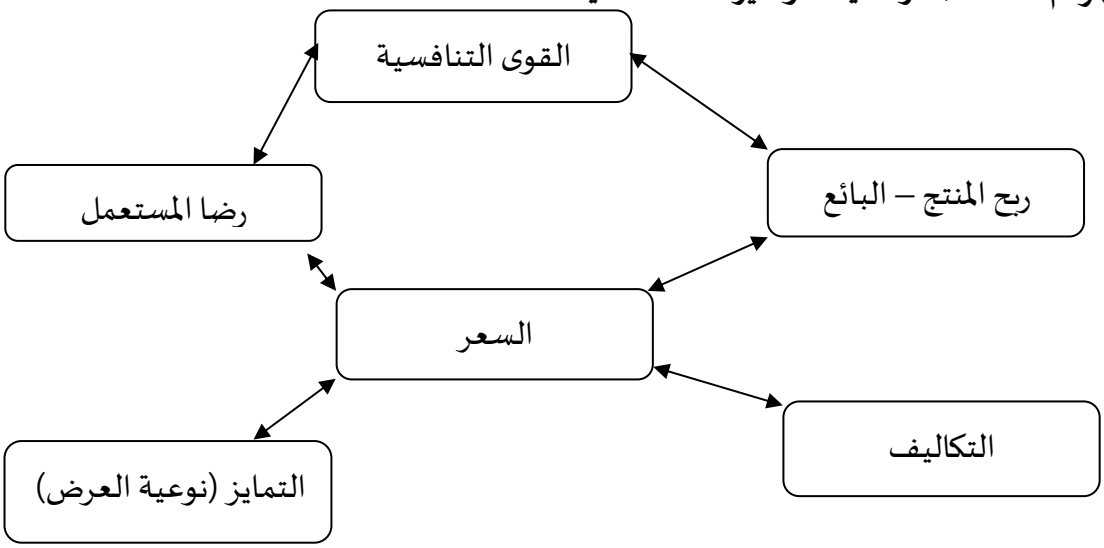
وبعد تحليل المحيط التنافسي يمكن للمؤسسة تحديد توجهاتها الاستراتيجية لخلق القيمة بتحديد موقعها التنافسي ولهذا يتم التطرق لمصادر الميزة التنافسية للمؤسسة والتي هي مصادر أيضا لخلق القيمة.

المطلب الثالث: المصادر الممكنة للقيمة وللميزة التنافسية

يُنشِط العملاء أكبر ضغط على واضعي الاستراتيجية في ظل اقتصاد مفتوح وفي ظل منافسة كبيرة، حيث أن إنتاج أو استهلاك سلعة / خدمة يعبر عنها بمستوى نوعية يعكس رضا العميل أو المستعمل، وبمستوى تكاليف الإنتاج والتوزيع.

وحسب Porter فهناك مصدرين أساسين للميزة التنافسية وهما: **التكلفة والتمايز**. فلزيادة خلق القيمة من طرف المؤسسة عليها إما أن تتمايز مقارنة بالمنافسين، وإما أن تكون الأفضل من حيث التكلفة[1]. وهذا كما هو مبين في الشكل أدناه.

الشكل رقم 09 : مصادر القيمة أو الميزات التنافسية



Source : Calori R ; Atamer T ; « Diagnostic et décision stratégique » ; Dunod ;2 eme ed ;Paris ; 2003;P :14

ولقد حاول"Michael Porter" أن يبرهن على أن التكلفة المنخفضة والتمايز يمكن اعتبارهما بمثابة استراتيجيتين أساسيتين لخلق القيمة وتحقيق المزايا التنافسية في مجال صناعي معين. ولكن كيف يمكن

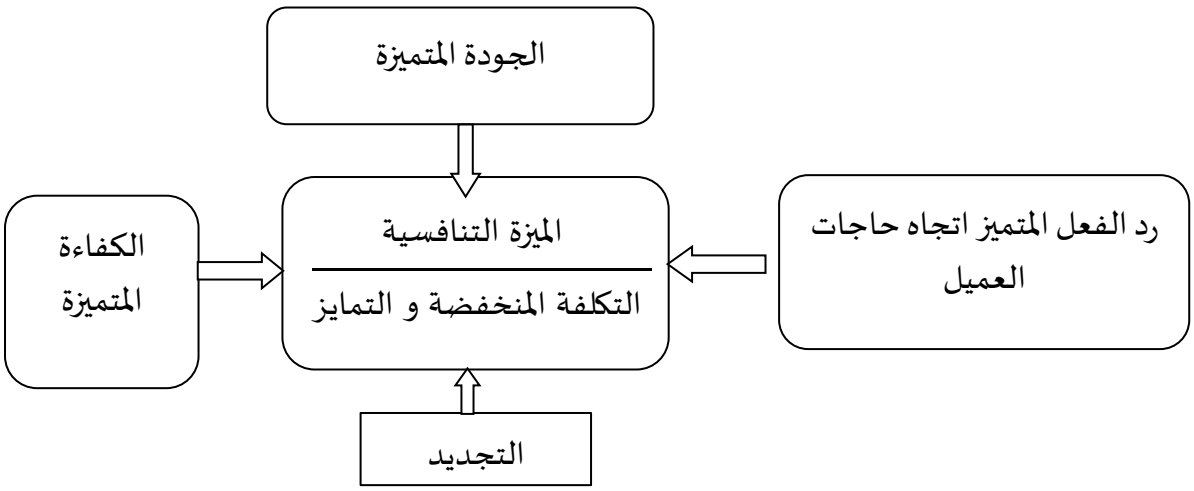
[1] - Calori R ; Atamer ;Opcit ;P 14.

للمؤسسة تخفيض التكلفة وتنويع منتجاتها وتطويرها بالنظر إلى منتجات المنافسين حتى تتمكن من خلق قيمة متفوقة؟ الإجابة عن هذا التساؤل يكون من خلال التحكم في أسس بناء المزايا التنافسية.

أولا- الأسس العامة لبناء المزايا التنافسية

مهما كان نشاط الشركة صناعي أو خدمي، فإنها ينبغي أن تتوفر على مجموعة عوامل تمكنها من بناء مزايا تنافسية وبالتالي خلق قيمة. و هذه العوامل هي :[1] الكفاءة و الجودة و التجديد و الاستجابة لحاجات العميل، والواردة في الشكل أدناه.

الشكل رقم 10 : الأسس العامة لبناء المزايا التنافسية



المصدر: شارلز هيل، جاريث جونز، ترجمة رفاعي محمد رفاعي، محمد سيد أحمد عبد المتعال "الإدارة الإستراتيجية "، مدخل متكامل، دار المريخ للنشر، السعودية ، 2001 ، ص:196

حيث يتطلب امتلاك المؤسسة لميزة تنافسية، بمعنى أن تكون المؤسسة تقدم منتجات متمايزة عن المنافسين، أو أنها تنتج بتكاليف دنيا، ويتطلب ذلك التوفر والتحكم في مجموعة من العوامل هي[2]:

1- **الكفاءة :** تعتبر المؤسسة كأداة لتحويل المدخلات إلى مخرجات في تعريفها البسيط، والمدخلات تمثل العوامل الأساسية للإنتاج مثل: العمالة والأرض ورأس المال والإدارة والمهارة التكنولوجية، أما المخرجات فهي عبارة عن السلع والخدمات التي تنتجها المؤسسة. وعليه فأبسط قياس للكفاءة يتمثل في مقدار المدخلات المطلوبة لإنتاج مخرجات معينة، وذلك يعني أن الكفاءة: المخرجات/ المدخلات. وكلما كانت المؤسسة أكثر كفاءة كلما قل مقدار المدخلات المطلوبة لإنتاج مخرجات معينة.

[1]- شارلز هيل ، جاريث جونز ، مرجع سبق ذكره، ص :196.

[2]- نفس المرجع، ص :196-197.

إن أهم مكونات كفاءة المؤسسة يتجسد في إنتاجية الموظف، ذلك العنصر الذي يقاس عادة بالمخرجات بالنسبة لكل موظف، ومع أخذ كل الثوابت في الاعتبار وإذا ما حققت الشركة مستوى عال من إنتاجية الموظف في مجال صناعي معين فسوف تحقق المستوى الأدنى من تكاليف الإنتاج، بمعنى آخر أن تمتلك الشركة مزايا تنافسية مرتكزة على التكلفة. وحتى تحقق إنتاجية عالية فإنه يتعين على المؤسسة تبني استراتيجية مناسبة، فضلا عن هيكل ونظم رقابة مناسبة، والتي يمكن أن يساهم فيها وجود إطار فعال للحوكمة المؤسسية كنظام للإدارة بالقيمة.

2- **الجودة :** تقاس جودة المنتجات (السلع أو الخدمات) بإمكانية الاعتماد عليها والثقة بها لإنجاز الوظائف المصممة لأدائها. ويعتبر تأثير الجودة العالية للمنتج على المزايا التنافسية تأثيرا مضاعفا. فتوفر المنتجات عالية الجودة يزيد من قيمتها في أعين المستهلكين وهذا المفهوم المدعم للقيمة يؤدي بدوره إلى السماح للشركة بفرض سعر عالي لمنتجاتها. أما التأثير الثاني للجودة العالية على المزايا التنافسية فيصدر عن الكفاءة العالية والتكاليف المنخفضة للوحدة، فالمنهج العالي الجودة لا يسمح للشركة فقط بفرض أسعار عالية لمنتجاتها، ولكن يؤدي أيضا إلى خفض التكلفة.

3- **التجديد:** ويشتمل على كل تقدم يطرأ على أنواع المنتجات وعمليات الإنتاج ونظم الإدارة والهياكل التنظيمية والاستراتيجيات التي تعتمدها الشركة. وعلى المدى الطويل يمكن النظر إلى المنافسة كعملية موجهة بواسطة التجديد. ورغم أن كل عمليات التجديد لا يتحقق لها النجاح، إلا أن عمليات التجديد التي تحرز نجاحا، يمكن أن تشكل مصدرا رئيسيا للمزايا التنافسية لأنها تمنح الشركة شيئا متميزا، بمعنى شيء يفتقر إليه المنافسون، ويسمح لها التميز بالاختلاف، فضلا عن فرض أسعار عالية لمنتجاتها أو خفض تكاليف منتجاتها بنسبة كبيرة مقارنة بمنافسيها.

4- **الاستجابة لحاجات العميل:** لتحقيق هذا العامل بشكل متفوق يتعين على الشركة أن تكون قادرة على أداء المهام بشكل أفضل من المنافسين في تحديد وإشباع احتياجات عملاءها، وعندئذ سيولي المستهلكون قيمة أكبر لمنتجاتها، مما يؤدي إلى خلق التمايز الذي يولد المزايا التنافسية. حيث أن عملية تحسين جودة المنتج يجب أن تتماشى مع تحقيق الاستجابة لحاجات العميل.

إن هذه العوامل مجتمعة (الكفاءة والجودة والتجديد والاستجابة للعميل) تساعد المؤسسة في استحداث مزيد من القيمة من خلال خفض التكاليف أو تمايز منتجاتها مقارنة بالمنافسين في السوق، ما يسمح للمؤسسة بالتفوق والتمايز في الأداء وخلق القيمة أيضا.

ثانيا- سلسلة القيمة وخلق القيمة في المؤسسة

تواجه المؤسسات خلال أداء مختلف وظائفها مسألة إثبات وجودها واستمراريتها المرهونة بخلق ميزات تنافسية أساسا عن طريق التمايز وتخفيض التكلفة. فبعد تحليل المحيط التنافسي، لابد من تحديد أين وكيف تخلق القيمة في المؤسسة. وفي هذا السياق فإن سلسلة القيمة لـ Porter (كما في الشكل 10) تعطي أهمية لتحديد مصادر الميزة التنافسية من النشاطات الخالقة للقيمة انطلاقا من تقسيم نشاطات المؤسسة إلى أنشطة أولية وأنشطة داعمة.

حيث تنقسم الأنشطة الأساسية إلى خمسة أنواع متكاملة وتتمثل أساسا في الجانب الإنتاجي: انتاج، بيع، نقل، خدمات ما بعد البيع. أما الأنشطة الداعمة فهي لمساعدة ومساندة الأنشطة الأساسية في المؤسسة من خلال توفير لها الدعم اللازم، كالتكنولوجيا والكفاءات من الموارد البشرية.

فتحقيق المؤسسة للأداء بكفاءة يتعلق بإدارة مختلف الوظائف معا، بمعنى مع استغلال تأثير التظافر بين مختلف مكوناتها، لهذا فإن تحقيق خلق القيمة يعود بدرجة أولى إلى تخفيض التكاليف أو التميز، وعلى المؤسسة أن تحدد بالضبط النشاطات التي تحقق خلق القيمة هذه، بمعنى الأنشطة المسؤولة عن تحقيق مزايا تنافسية.

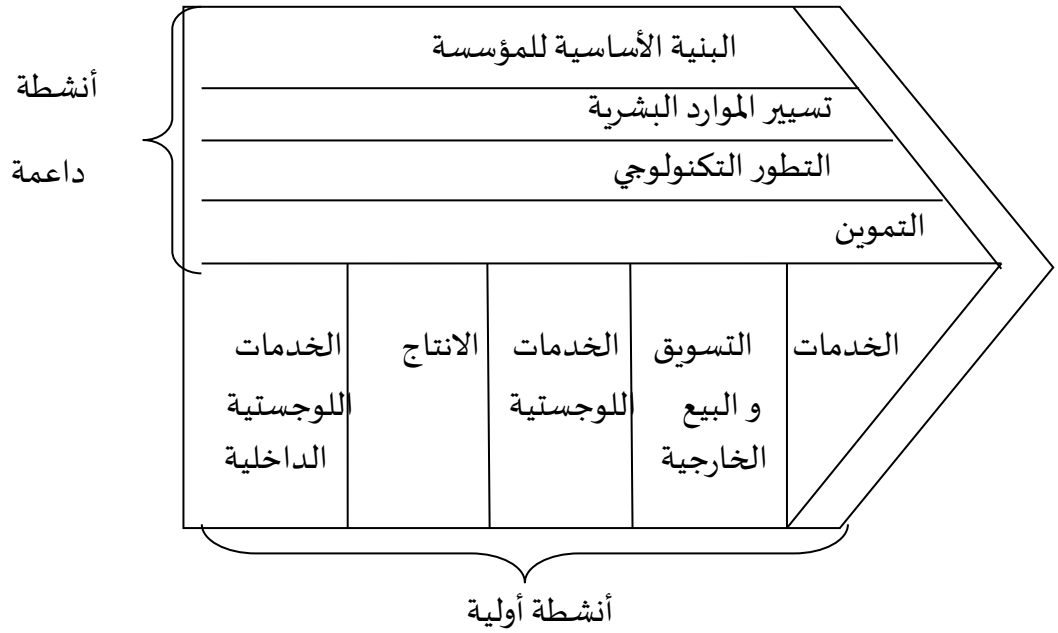
ولا يمكن لمؤسسة أن تستمر إلاّ إذا كانت مختلف عملياتها(processus)* تسمح بخلق قيمة والتي من خلالها يقبل العملاء أو أصحاب المصالح بدفع سعر مساوٍ أو أكبر من الموارد المستهلكة. إذن فمفهوم سلسلة القيمة يغطي هذه المخاوف لعمليات المؤسسة والتي تشكل مجموعة نشاطات تقود إلى خلق قيمة. حيث يمكن لأي منظمة أن تتحمل سلاسل قيمة ناقصة إذا كانت سلاسل أخرى للقيمة تعوض أكثر هدم القيمة في تلك السلاسل.[1] وبالتالي فالمنظمات عليها التعريف بمختلف عملياتها وسلاسل خلق القيمة التابعة له. فإذا كانت كل العمليات خالقة للقيمة، فالمنظمة تكون جد متوازنة، لكن هذه الحالة نادرة التحقق، وفي ظل محيط متغير فإن كل منظمة عليها أن تطلق عمليات وطرق جديدة لتستمر.

* processus وهو مجموعة أعمال أو نشاطات مترابطة في الزمان والمكان بالنسبة لتكاليفها أو نتائجها، وتؤدي إلى نتيجة مشتركة قابلة للتحديد.حيث تعرف هذه العمليات من خلال النتيجة التي تحققها، وهذه النتيجة يمكن أن تفهم على شكل خلق للقيمة للعميل أو لأصحاب المصالح Pigé B ; Op.Cit ; .P :182

[1]- Pigé B ; Op.Cit ; P :182-183.

وتسمح سلسلة القيمة (CV) بتحليل بدقة طريقة بناء المؤسسة للقيمة وإنتاج ميزة تنافسية. والشكل أدناه يمثل نموذج سلسلة القيمة، والذي يضم خمس مراحل تشكل النشاطات الأساسية أو الأولية، وأربع نشاطات ثانوية حسب الشكل أدناه.

الشكل رقم 11: نموذج سلسلة القيمة لـ*Porter*



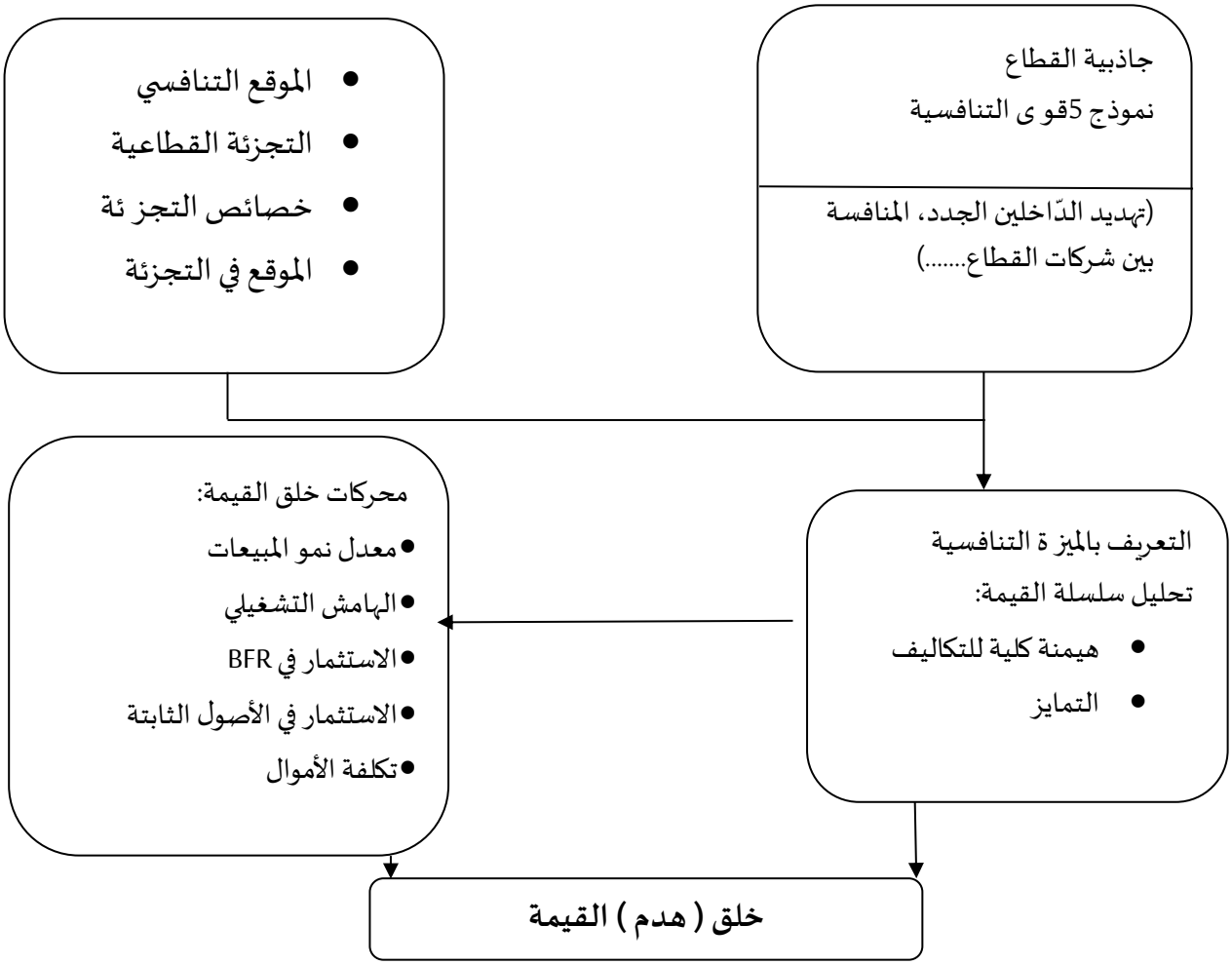
Source : Hirogoyen G. ; Caby J. ; «La création de valeur de l'entreprise»; Economica ; Paris ; 2001 ; P :35.

تفرض خلق الثروة في المدى البعيد التركيز على النشاطات الاستراتيجية، بمعنى التي تحقق أكبر قيمة مضافة وترك النشاطات الأقل مردود. ويوجه البحث عن القيمة المؤسسة إلى استراتيجياتها الأساسية: تخفيض التكاليف وتمايز منتوجاتها أو تركيز نشاطاتها[1]. كما تهدف سلسلة القيمة ليس فقط إلى تحديد الميزة التنافسية، ولكن أيضا لتحديد القيمة الناتجة عن هذه الميزة التنافسية، وهذه القيمة غير ممكن أن تكون إلّا إذا كانت المؤسسة قادرة على امتلاك بدورها ميزة تنافسية لعملائها، مع تخفيض تكاليفهم أو تحسين مردوديتهم. وتسمح سلسلة القيمة أيضا بربط الميزة التنافسية مع التدفقات النقدية الناتجة عن الاستغلال من خلال محركات خلق القيمة [2]، والتي تم التطرق إليها والمتمثلة أساسا في رقم الأعمال، الهامش التشغيلي، الاستثمار في BFR، والاستثمار في الأصول الثابتة، إضافة إلى تكلفة الأموال .

[1]- Chérif M ; Duberenlle S ; Opcit ; P :101.

[2]- Hirigoyen G. ; Caby J; Opcit ; P :35

الشكل رقم 12: التحليل التنافسي وخلق القيمة لـ *Rappaport*.*



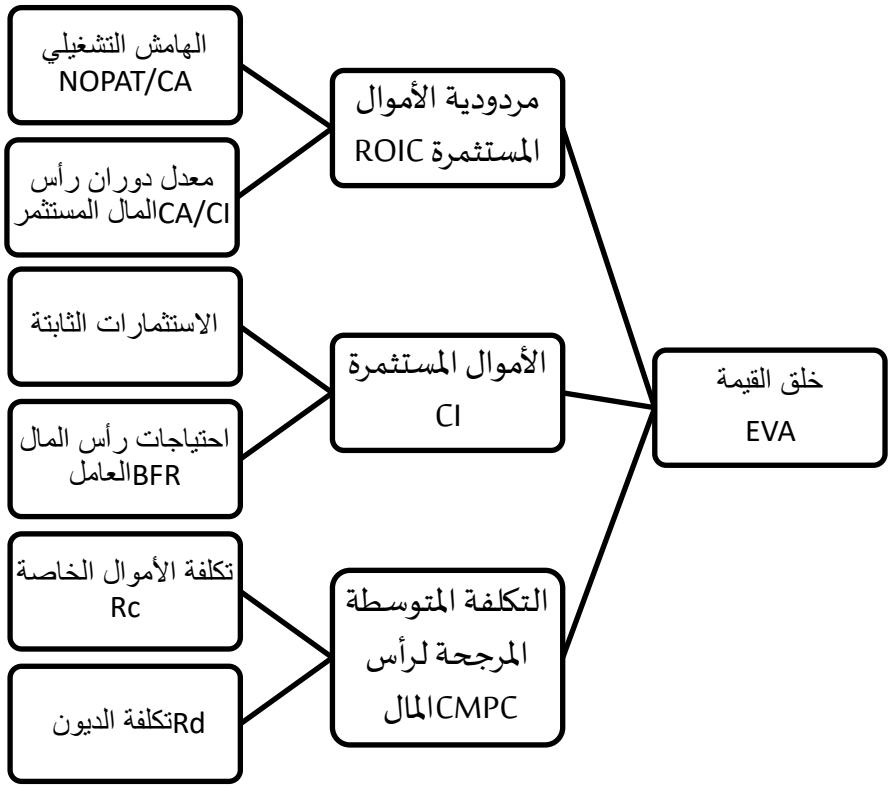
Source : Hirogoyen G. Caby J. ; " La création de valeur de l'entreprise ;"Economica ; Paris ;2001 ;P :34

حيث تقدم المؤسسات في نفس القطاع أداء مختلف، وكنتيجة فإنه ضروري تقييم الموقع التنافسي للمؤسسة في كل قطاع. وهذا الموقع التنافسي للمنشأة تابع للقرارات الاستراتيجية لها وللميزة التنافسية التي تفضلها (الهيمنة الكلية للتكاليف أو التمايز حسب Porter)، وأن التعريف بالميزة التنافسية (أو غيابها) يمكن أن يتحقق بوسائل سلسلة القيمة والتي تهدف حسب ما سبق إلى الربط بين الميزة التنافسية التي هي مصدر خلق القيمة والناتجة عن مختلف القرارات الاستراتيجية في مختلف الأنشطة الأساسية والداعمة، والتدفقات النقدية المحددة لمستوى خلق القيمة في المؤسسة.

* حيث تعتبر أعمال Alfred Rappaport، ضمن الأعمال الأولى لتقديم مقاربة خلق القيمة للمساهم والتي حددت من خلالها الوسائل الضرورية التي تمكن إدارة المؤسسة من الوصول إلى تحقيق هدف تعظيم القيمة للمساهم ، كما أضاف لهذه المقاربة فهم العلاقة بين السيرورة الاستراتيجية لخلق القيمة للمساهم والميزة التنافسية، ولقد اعتبر هذين المدخلين مرتبطين ومتكاملين، وهذه الفكرة هي ما مكن فيما بعد من تشكيل نماذج مالية للتقييم الاستراتيجي.

وتعطي شجرة القرار أدناه، والمستوحاة من نموذج (Shareholder Value Analysis SVA) لـ Rappaport(98) مختلف المتغيرات التي يمكن للمؤسسة أن تتحكم بها لتحسين خلق القيمة المعبر عنها بـ EVA كمقياس أكثر تعبير على الفوائض المحققة في المؤسسة.

الشكل رقم 13: شجرة القرار لـ *Rappaport(98)*



Source : Cherif M . ; Dubreuille S. ; Création de valeur et capital-investissement ; Pearson Educatio ; France ; 2005 ; P : 68.

حيث تعود خلق القيمة في المؤسسة حسب هذه الشجرة إلى تحكم هذه الأخيرة في ثلاث عناصر أساسية: مردودية الأموال المستثمرة وما يحددها، حجم الأموال المستثمرة في المؤسسة، وتكلفة الأموال المتحملة.

المبحث الثالث: قياس خلق القيمة في المؤسسة ودور آليات الحوكمة

إنَّ ارتباط المؤسسة بمحيطها واختلاف الأعوان المهتمة بقيمتها تجعلها بديل متاح لمختلف أصحاب المصلحة ضمن مجموعة بدائل في السوق، لهذا فإن تنظيمها يشكل مصدر تحد مهّم. فوفق الإطار المالي النيوكلاسيكي فإن تنظيما محددا للمؤسسة يسمح لها بأن تتميز عن منافسيها -تخلق ميزة تنافسية خاصة- ، ولكن بالمقابل تصبح محل منازعات بين مختلف الأعوان لتقسيم وتوزيع خلق القيمة الناتجة عن تميزها هذا، فعلى سبيل المثال إذا كان العمال يقدِّمون أداءً متميزاً (كفاءات خاصة) بهدف خلق القيمة، فإنهم ينتظرون بالمقابل أجوراً مرتفعة، أما في الحالة العكسية (بمعنى عدم تقديمهم لأداء متميز) فإن بدائلهم في السوق متاحة وبقيمة أقل. وكنتيجة لهذا فإن كل مجموعة من الأعوان تبحث عن خلق ظروف ملائمة للحصول على العوائد المطلوبة.

ومن خلال هذا يتبين أنه هناك علاقة بين خلق القيمة وضرورة إيجاد صيغة تنظيمية لتحقيق هذا الفائض من الثروة وكيفية توزيعها، وهي ما يعبر عنها في التسيير بـ"الحوكمة المؤسسية" ويعتبر وجود هذه الأخيرة ضروري لسببين:

الأول: حالة النزاعات الدائمة بين مختلف الأعوان حول تقسيم خلق القيمة.

الثاني: من غير الممكن توقع كافة النزاعات المحتملة في المستقبل، وبالتالي توقع الحلول لها (مشكل الوكالة). ولمناقشة هذه النقاط يتم التطرق من خلال هذا المبحث للمطالب التالية:

- آثار القرارات المؤدية لخلق القيمة في المؤسسة
- نماذج قياس خلق القيمة في المؤسسة
- دور آليات الحوكمة في خلق القيمة

المطلب الأول: آثار القرارات المؤدية لخلق القيمة في المؤسسة

تعتبر القرارات التي تطور التوقعات المستقبلية والتي تحسن من القيمة الحالية للتدفقات المالية هي القرارات الخالقة للقيمة، وتعتبر الخاصية المشتركة لهذه القرارات هو قدرتها على تحسين شروط استغلال المشاريع المالية، وهو الأولوية الأولى للمسيرين الماليين الذين يستهدفون بدرجة أولى خلق القيمة.

وإذا كان هدف المؤسسة هو خلق القيمة، فكيف يمكن الحكم على تحقق هذا الهدف من عدمه؟ بمعنى آخر، ماهي الآثار التي تخلفها القرارات الخالقة للقيمة في المؤسسة حتى يمكن القول أنه هناك خلق للقيمة.

وعلى اعتبار أن قيمة المؤسسة* هي مجموع القيم الحالية للتدفقات المالية المنتظرة من أصول المؤسسة الحالية ومن النمو المستقبلي والمخصومة بتكلفة رأس المال، كما أنه ليكون القرار المتخذ من طرف المؤسسة يخلق القيمة ينبغي أن يؤثر على هذه العناصر التي تدخل في تقدير قيمة المؤسسة، وهذا حسب شجرة القرار لـ Pappaport، بمعنى آخر أن يترك القرار المتخذ أحد أو أكثر من الآثار التالية:

أولا- الرفع من التدفقات النقدية المفرزة من الاستثمارات الحالية [1]

يكمن أول موضع للبحث عن القيمة في الأصول الموجودة في المؤسسة، وتمثل هذه الأصول الاستثمارات المنفّذة (الحالية) في المؤسسة والمحققة لنتيجة الاستغلال الحالية للمؤسسة. وإذا كانت هذه الاستثمارات تحقق أقل من تكلفة رأس المال، أو تحقق أقل مم ممكن أن تحققه لو تم ادارتها بطريقة مثلى فانه يمكن القول أنه هناك خلق قيمة كامنة.

وتحقق بعض الاستثمارات في المؤسسة أحيانا أقل من عتبة المردودية الأساسية، بمعنى أقل من تكلفة الأموال،

وأحيانا يذهب الحال إلى فقدان الأموال للمؤسسة وفي الوهلة الأولى يظهر أن التخلص من هذه الأصول الحالية (بتصفيتها أو بيعها) كإجراء مبرر إذا كان بإمكان المؤسسة تعويض الأموال من خلال تصفية هذه الاستثمارات، وهذا الاقتراح يكون في هذه الحالة صحيح، ولكن هذه الفرضية غير محققة دائما، فهناك في الواقع ثلاث مقاييس مختلفة لقيمة هذه الاستثمارات الموجودة والتي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار في هذا النوع من القرارات.

القيمة الأولى هي قيمة الاستمرارية، والتي تعكس القيمة الحالية للتدفقات المالية المنتظرة والمحصلة من خلال الاستمرار في الاستثمارات الحالية إلى غاية نهاية حياة الاستثمار، **والقيمة الثانية** هي قيمة التصفية أو التعويض وتمثل التدفقات النقدية الصافية التي تستقبلها المؤسسة إذا قررت توقيف المشروع الاستثماري حالا. أما **القيمة الثالثة** فهي الموافقة لقيمة التنازل أو السعر المقابل لأفضل عرض لهذا الاستثمار.

---

*وفق المقاربة المالية لتقييم المؤسسة والتي تعبر عنها النظرية المالية على أنها طرق أصلية وجوهرية في التقييم، فان قيمة المؤسسة متفق عليه أنها مرتبطة بكل من التدفقات المالية وتكلفة الأموال للمؤسسة.

[1] - Damodaran A ; « Finance d'entreprise, Théorie et pratique » ; Ed De Boeck ; 2eme Ed ; 2007; P1083 .

ويكون اتخاذ القرار باختيار أفضل مقياس للقيمة من القيم الثلاث أعلاه، تابع للقيمة الممكن الحصول عليها من خلال البدائل المطروحة بمعنى في حالة استمرار المشروع الاستثماري الحالي أو تصفية المشروع أو بيعه لطرف آخر.

فإذا كانت القيمة الناتجة عن استمرار المشروع الاستثماري هي القيمة الأعلى، فإنّ المنشأة ينبغي عليها الاستمرار في المشروع إلى نهايته، حتى وإن كان المشروع يحقق أقل من تكلفة رأس المال، وإذا كانت قيمة تصفية المشروع أو قيمة التنازل عنه هي الأكبر من قيمة الاستمرار في المشروع فإنه سيتحقق ارتفاع محتمل للقيمة من خلال الانحياز للتصفية أو التنازل للاستثمار الحالي، وتكون قيمة الارتفاع في القيمة كما يلي[1]:

1. إذا كانت التصفية القرار الأمثل فإن زيادة القيمة الحالية هي الفرق بين قيمة التصفية وقيمة الاستمرار في المشروع.
2. إذا كان قرار البيع هو القرار الأمثل فإن القيمة المنتظر تحقيقها هي الفرق بين قيمة البيع وقيمة الاستمرار في المشروع.

وتعتبر الكفاءة التشغيلية للمؤسسة هي ما يحدد هامش الاستغلال، أو نتيجة الاستغلال للمؤسسة. وكلما كانت المؤسسات كفأة كلما كان لها هوامش استغلال مرتفعة وهذا مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وبالمقارنة مع المؤسسات الأقل كفاءة في نفس القطاع. وإذا استطاعت المؤسسة زيادة هامش الاستغلال لأصولها الحالية المستغلة فإنه يمكن أن تحقق قيمة إضافية.

وهناك بعض مؤشرات الزيادة المحتملة في هامش الاستغلال، ولكن الأكثر أهمية هو قياس انحراف هامش الاستغلال للمؤسسة مقارنة بقطاع نشاطها، فالمؤسسات التي لديها هامش استغلال حالي أقل من متوسط القطاع ينبغي تحديد مصادر هذه الفروقات ومحاولة معالجتها.

وفي العديد من المؤسسات فإن أول خطوة لخلق القيمة تكون بتخفيض التكاليف وفصل العمال، وطبعا لا تحقق هذه القرارات الهدف إلا إذا كانت المصادر المخفضة لا تساهم كفاية في النتيجة التشغيلية الحالية أو حتى في النمو المستقبلي.

حيث أنه يمكن للمؤسسات بسهولة أحيانا أن تظهر ارتفاع في نتيجة الاستغلال بتخفيض النفقات (كنفقات البحوث والتكوين)، لكن بالمقابل قد تضحي بالنمو المستقبلي، ومع العلم أن قيمة المؤسسة هي القيمة الحالية

[1]- Damodaran A ; Op Cit; P1083.

للتدفقات النقدية بعد الضريبة فإن التأثير في أحد العناصر المحددة للتدفقات النقدية سيؤدي إلى خلق قيمة إما باختيار مثلا الاستثمارات التي تستفيد منها المؤسسة من مزايا ضريبية واعتماد إدارة مخاطر صارمة.

كما أن تخفيض الاستثمارات الصافية وبالضبط الجزء منها الموجه لصيانة الأصول الموجودة حاليا، سيؤدي إلى الرفع من القيمة. كما أن الزيادة في احتياجات رأس المال العامل BFRE يعبر عن خروج للتدفقات النقدية في حين أن التخفيض منها يمثل دخول لها[1].

إذن فالتخفيض من BFREكنسبة من رقم الأعمال يمكن أن يساهم في الرفع من التدفقات النقدية وبالتالي في الرفع من القيمة، بشرط ألاّ يؤثر هذا على مستوى المبيعات، لأنه عادة الزيادة في احتياجات الدورة يكون للرفع من المبيعات والتي هي في الأخير العامل المفتاح لزيادة النتيجة التشغيلية.

ثانيا-الرفع من معدل النمو المتوقع

حيث أنه يمكن لمؤسسة تحقق تدفقات مالية حالية ضعيفة أن تحصل على قيمة مرتفعة إذا كان بإمكانها تحقيق نمو سريع، والنمو السريع يتولد إما من زيادة في إعادة الاستثمار أو عن طريق تحقيق عائد أكبر على رأس المال المستثمر[2]. ولكن هذا لا يترجم دائما بتحقق قيمة أكبر، فهنا لابد من تحكيم ومفاضلة بشأن معدلات إعادة الاستثمار، حيث يكون هناك إما آثار ايجابية أو سلبية لمعدلات إعادة الاستثمار، وهذا كما هو مبين في الجدول رقم 08.

جدول رقم 08 : التحكيم بشأن معدل إعادة الاستثمار

الآثار الإيجابية	الآثار السلبية
الرفع من النمو المنتظر: النمو المنتظر = (معدل إعادة الاستثمار X العائد على رأس المال المستثمر)	التخفيض من التدفقات النقدية المتاحة للمؤسسة FCF = نتيجة الاستغلال (1 – t) x (1 – معدل إعادة الاستثمار)

Source : Damodaran A ; « Finance d'entreprise, Théorie et pratique » ; Ed De Boeck ; 2eme Ed ; 2007 ; P :1095.

بتعبير آخر فإنه يكون لمعدل نمو المبيعات أثر موجب عموما على قيمة الشركة إذا كانت ربحية الشركة مرتفعة، غير أن هذه القاعدة لا تسري إذا كان تحقيق النمو يتطلب كميات كبيرة من الاستثمارات الإضافية (رأس المال

1- Damodaran A ; Op.Cit ; P:1083 بتصرف.

2- Ibid; P:1092.

الإضافي)، وكانت تكلفة رأس المال مرتفعة نسبيا، وكذلك ترتبط قيمة الشركة بعلاقة طردية مع هامش الربح التشغيلي، فكل ما كان هذا الأخير أكبر كلما ارتفعت قيمة الشركة[1].

ثالثا- الرفع من فترة النمو المرتفع

حيث كلما كانت فترة النمو المرتفع طويلة كلما زادت العوائد الإضافية على الاستثمار في المؤسسة مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، فإن قيمة المؤسسة أيضا تزيد. ولكن لا يمكن لأي مؤسسة الاستمرار بشكل دائم في تحقيق عوائد إضافية في السوق الذي يتميز بالمنافسة، فعندما يدرك المنافسون جاذبية نشاطات المؤسسة يتغير الوضع، وكنتيجة وفي ظل فرضية نمو سريع وعوائد إضافية محققة فإنه تظهر فرضية ضمنية مضمونها أنه هناك عوائق للدخول * [2]التي تمنع المؤسسات المنافسة من اختراق السوق وتقليص العوائد الإضافية المحققة في المؤسسة[3].

حيث يرتكز نموذج التقييم للمؤسسة على تقسيم مستقبل الشركة إلى فترتين:

الفترة الأولى وتدعى بفترة النمو، وفترة ثانية هي فترة النضج حيث يكون النمو محدود، وكقاعدة عامة فإن فترة النمو تعتبر منتهية عندما تصبح المردودية الاقتصادية للمؤسسة مساوية لتكلفة الأموال. وتكون قيمة المؤسسة أكثر ارتفاعا كلما كانت فترة النمو طويلة، ولبلوغ هذا الهدف فإنه يجب أن تمتلك المؤسسة ميزة تنافسية، ويجب الاحتفاظ بها عبر الزمن، وهذا يتحقق عندما تمتلك المؤسسة علامات قوية وبراءات وتتوفر على إمكانية الحصول على بعض الموارد أو أي أصل آخر يحقق لها ميزة تنافسية[4].

ومن ضمن الوسائل المعتمدة في المؤسسات للرفع من القيمة هو الرفع من الحدود الموضوعة للدخول وزيادة عوائق أخرى جديدة، بتعبير آخر عن هذه الفكرة فإن المؤسسات التي تستفيد من العوائد الإضافية لديها ميزات تنافسية معتبرة، وبتطوير هذه الميزات يمكن أن يؤدي هذا إلى الرفع من القيمة، وعند اجراء تقييم المؤسسات لا ينبغي تجاهل الأصول المعنوية خاصة قيمة العلامة مثلا، فنموذج التقييم المعتمد على خصم التدفقات النقدية ينبغي أن يدمج تأثيرات العلامة وخاصة في المؤسسات المالكة لعلامات بقيم كبيرة والتي بإمكانها إما فوترة أسعار أكثر ارتفاع من منافسيها لنفس المنتوجات – ما يقود إلى هوامش أكثر ارتفاع-، أو إما البيع أكثر من منافسيها بنفس السعر، ما يدفع إلى معدلات دوران مرتفعة لرأس المال المستثمر. وتكون هذه

---

[1]- أجين برغام، محمود فتوح، عمر عبد الكريم، "الإدارة المالية2، أسس تقييم المشاريع وتقييم الشركات، القرارات التمويلية الاستراتيجية". الطبعة الأولى، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2010 ، ص :457.

[2]* عوائق الدخول هي عبارة عن عوامل تجعل مسألة الدخول لمجال صناعي معين أمرا مكلفا. وكلما ارتفعت التكاليف التي يتعين على المنافسين المحتملين أن يتحملوها لدخول مجال صناعي ما، كلما كان ذلك دليلا على ارتفاع عوائق الدخول. شارلز هيل ، جاريث جونز ، مرجع سبق ذكره، ص:133.

[3]- Damodaran A. ; Op cit P ; P1092

[4]- Thauvron A. ; Op Cit ; P :240 .

المؤسسات عادة لديها عوائد أكثر ارتفاع على رأس المال المستثمر، ولديها قيمة أكثر أهمية من منافسيها في القطاع المعني. فخلق علامة هو إجراء صعب ومكلف ويتطلب العديد من السنوات للنجاح، لكن يمكن للمؤسسات دوما البناء على علامة حالية بمعنى موجودة أصلا ومحاولة الرفع من قيمتها، لأن تسيير العلامة والإشهار لها يمكن أن يزيد من القيمة[1].

كما يمكن للمؤسسات الاعتماد في الرفع من القيمة على ميزة تنافسية ثانية – إضافة إلى زيادة حدود الدخول وبناء علامات خاصة وإنماءها-وهي ميزة قانونية يمكن أن تمتلكها المؤسسات ويمكنها الاستفادة من حقوق حصرية لإنتاج وتسويق منتوج معين، لأن هذه المؤسسات لديها حقوق حصرية للاستغلال على هذا المنتوج، كما هو الحال دوما في الصناعة الصيدلانية. وبالمقابل أيضا يمكن للمؤسسات أن تحصل على إجازات حصرية باقتراح خدمات في السوق، كما هو الحال في حالة الخدمات العامة في بعض الأسواق. ويعتبر مفتاح خلق القيمة ليس فقط الاحتفاظ بهذه الميزات بينما إنمائها، وإذا كانت الميزات التنافسية تأتي من براءات الاختراع هذه الموجودة أصلا فالمنشأة ينبغي عليها تطوير براءات اختراع تسمح لها بالاحتفاظ بهذه الميزة عبر الزمن.

ولكن وفي بعض قطاعات النشاط، فلا العلامة ولا براءات الاختراع تقدم حماية ملائمة ضد المنافسة، فالمنتوجات لديها دورة حياة قصيرة والمنافسة شرسة والعملاء لا يقدمون من الولاء للمؤسسة أو للمنتوج إلا القليل، وهذا ما يمكن ملاحظته بوضوح في سوق برمجيات الإعلام الآلي خلال سنوات 80 مثلا، وهي الحالة السائدة بشكل معتبر في هذا القطاع إلى الوقت الحالي، ولكن ورغم هذا نجد مثلا شركة Microsoft استطاعت النجاح وإثبات حضورها في السوق، ففي حين يرجع العديد من الباحثين النجاح لهذه الشركة كلية إلى ملكيتها لنظام الاستغلال الضروري لإمكانية استعمال البرمجيات. ولكن هناك سبب آخر يمكن إرجاعه إلى بناء حدود متنامية والتي تحدثها الشركة لدخول سوق المنافسة مثلا عن طريق برمجة وتطوير أساليب جديدة لفتح البرمجيات ....الخ. كما يوجد العديد من الوسائل والتي بفضلها يمكن للمؤسسات إعداد ميزة تكلفة مقارنة بمنافسيها واستعمالها كحدود للدخول (barrière d'entrée) فمثلا[2]:

- في قطاعات النشاط أين يمكن استعمال الحجم لتخفيض التكاليف، فإن اقتصاديات السلم يمكن أن تعطي للمؤسسات الكبيرة مزايا أكبر من المؤسسات الصغيرة، وهذه هي الميزة التي استفادت منها شركة Home Depot مثلا للحصول على أجزاء سوق مقارنة بالمنافسين المحليين والذين هم عادة المؤسسات صغيرة الحجم.

[1]- Damodaran A. ; Op cit ; P:1092.

[2]- Ibid; P ; P:1092.

- التمتع بحقوق حصرية على نظام توزيع يمكن أن يقدم للمؤسسات ميزات تكلفة مقارنة بالمنافسين. فمثلا ملكية نظام الحجر"Sabre air line " من طرف "American Airlines " أعطتها ميزة مقارنة بالمنافسين لجذب الزبائن.
- إمكانية الوصول إلى يد عاملة بأقل التكاليف وكذا إلى مختلف الموارد فهذا أيضا يقدم للمؤسسة ميزات تكلفة.

رابعا: تخفيض تكلفة التمويل:

يعكس تكلفة التمويل معدل الخصم المطبق على التدفقات النقدية لحساب قيمة المؤسسة، وعليه فالتأثير على تكلفة الأموال بالانخفاض سيؤدي إلى الرفع من قيمة المؤسسة. وهنا لابد من تعديل الهيكلة التمويلية بحيث تتحمل المؤسسة أقل تكلفة تمويل ممكنة، وعليها المفاضلة بين الديون والأموال الخاصة مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة كليهما، وكذا المحتوى المعلوماتي لهذه القرارات من خلال اعتمادها في الاتصال المالي(نظرية الإشارة، ونظرية التمويل الترتيبي) . ولتخفيض تكلفة التمويل لابد من معرفة العوامل المؤثرة على التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، وهناك من هذه العوامل ما يقع خارج نطاق سيطرة الشركة، كما هناك عوامل تتأثر بالسياسات التمويلية والاستثمارية للمؤسسة. ومع النظر لصيغة التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال يمكن استنتاج أهم العوامل المؤثرة، والمعطاة بالعلاقة التالية:[1]

$$CMPC(WACC) = Rc \times \frac{E}{E+D} + Rd\frac{(1-t)_D}{E+D}$$

$$CMPC = [Rf + B(Rm - Rf)] \times \frac{E}{E+D} + Rd(1-t)\frac{D}{E+D}$$

1- العوامل الخارجة عن سيطرة الإدارة:[2]

وهي العوامل التي لا تستطيع الشركة التحكم بها وهي أسعار الفائدة، وعلاوة مخاطر السوق، ومعدلات الضريبية.

[1] -Thomas P ; Principes de finance d'entreprise ; 2 éme ed ; Rb édition ; corporate Finance – création de valeur ; 2012 ;Paris ;P 41

[2]- أجين برغام، مرجع سبق ذكره، ص 41-42.

- ✓ **مستويات أسعار الفائدة:** حيث يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة في الاقتصاد إلى ارتفاع تكلفة الدين، لأنه سيكون على الشركات دفع أسعار فائدة أعلى للمستثمرين إذا ما أرادت الحصول على ديون إضافية. كذلك يبين نموذج MEDAF أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأسهم العادية نتيجة لارتفاع معدل العائد الخال من المخاطر R_f.
- ✓ **علاوة مخاطر السوق:** حيث تتفاعل المخاطر الملازمة للأسهم مع الرغبة في تجنب المستثمرين للمخاطرة لتحديد علاوة مخاطر السوق. ولا تملك الشركة التحكم بهذا العامل، ولكن يمكن أن يؤثر على تكلفة رأس المال العادي وعلى تكلفة الديون من خلال أثر الإحلال، وبالنتيجة على التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال CMPC.
- ✓ **معدلات الضريبية:** حيث تؤثر معدلات الضريبية على تكلفة رأس المال كما هو مبين في العلاقة أعلاه من خلال تكلفة الديون، من خلال التأثير على معدل الفائدة الاسمي.

2- العوامل الواقعة تحت سيطرة الشركة :[1]

حيث يمكن للشركة أن تؤثر على تكلفة رأس مالها من خلال السياسة الخاصة بهيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح وسياسة الاستثمار، بمعنى بآثار القرارات المالية المتخذة كمحددات لقيمتها.

2.1. سياسة هيكلة رأس المال:

يتم الاتفاق في النظرية المالية على أن المؤسسة تبحث عن هيكلة مالية مستهدفة "مثلى"، وعند حساب تكلفة الأموال نستخدم الأوزان الترجيحية لهذه الأخيرة، ولكن رغم هذا فالمؤسسة يمكنها تعديل هيكل رأس مالها وهذا ما يؤثر على تكلفة رأس المال. فمن ناحية أولى فإن قيمة المعامل " β" تتوقف على مستوى الرفع المالي، وبالتالي يمكن القول بأن هيكل رأس المال يؤثر على تكلفة الأموال الخاصة.

ومن ناحية أخرى فإن تكلفة الديون بعد الضريبة أقل من تكلفة الأموال الخاصة، لذلك فإنه وإذا قررت إحدى الشركات زيادة اعتمادها على الديون فإن هذا سيغير من الأوزان الترجيحية المستخدمة في حساب CMPC ما يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال الخاصة، غير أن زيادة الاعتماد على الديون ترفع من درجة المخاطرة والتي

[1]- أجين برغام، مرجع سبق ذكره، ص43.

تنعكس على التكلفة بالزيادة، لذا تسعى المؤسسات إلى إيجاد هيكلة تمويلية تكون عندها التكلفة في حدودها الدنيا لتكون قيمتها في حدودها القصوى، وهو موضوع دراسات النظرية المالية*.

2.2. سياسة توزيع الأرباح :

تؤثر نسبة التوزيع النقدي على تكلفة الأموال على اعتبار أنها تؤثر على معدل إعادة الاستثمار وعلى معامل المخاطرة" β"، كما أن الأساس في سياسة التوزيع هو أنها قرارات متبقية تابعة لكل من القرارات التمويلية والاستثمارية في المؤسسة، بالإضافة إلى تأثير سياسة توزيعات الأرباح المعتمدة في المؤسسة من حيث محتواها المعلوماتي، والذي ينعكس في الأخير على قيمتها **.

2. 3. سياسة الاستثمار:

يتم الانطلاق في تقدير تكلفة رأس المال من معدلات عائد مطلوبة على مختلف أشكال رأس المال التي تعكس المخاطر الملازمة للأصول الحالية للشركة، على افتراض أن رأس المال الجديد سيستثمر في مشاريع مماثلة من حيث درجة المخاطر للمشاريع الحالية للشركة، ويعتبر هذا الافتراض صحيح إلى حد بعيد كون معظم الشركات تستثمر في أصول مشابهة من حيث المخاطر للأصول الحالية، لكن إذا قامت المؤسسة بتعديل سياستها الاستثمارية على نحو واضح فإن هذا سيغير من مستوى المخاطر ومن معدل العائد المطلوب وبالتالي على تكلفة الأموال.

وفي الأخير فإن مختلف القرارات المالية المتخذة في المؤسسة لها تأثيرات على خلق القيمة. وعلى اعتبار قيمة المؤسسة دالة في كل من التدفقات النقدية المنتظرة وتكلفة الأموال***، كما أن المتغيرات المؤثرة في هذه الأخيرة تؤثر حتما في قيمة المؤسسة كالمتغيرات التي تحسن من التدفقات النقدية المستقبلية المنتظرة مثل[1]:

- النوعية المقدمة وما هو منتظر من المنتوجات المصنعة،
- الأصول المستغلة،
- العلامة،

---

* وللاطلاع أكثر على هيكل التمويل وقيمة المؤسسة يمكن الرجوع إلى:; Mourgues N. "Financement et coût du capital de l'entreprise" ; Economica ; Paris ; 1993 ; P : 266 .

**لتفاصيل أكثر حول قرارات سياسة توزيع الأرباح وأثرها على قيمة المنشأة طالع Cobbaut R. ; « Théorie Financiere ».4eme ed ;Economica ;Paris ;1997 .

أو Cobbaut R. "Politique de dividende" ; Encyclopédie de gestion ; T2 ;1997 ; P:2305-2312

***حيث هناك اختلاف وجدل نظري بين مختلف المنظرين الماليين حول أثر مختلف القرارات المالية على قيمة المؤسسة، لكن المتفق عليه هو أن قيمتها تابعة لكل من التدفقات المالية ومعدل الخصم.

[1]- Barneto P.; Op Cit ; P :4.

- نوعية اليد العاملة ونوعية التسيير والإدارة،
- شروط السوق وحالة الاقتصاد...الخ.

ويتطلب الأمر هنا قياس كمي لآثار مختلف القرارات عن طريق متابعة تطور القيمة في المؤسسة، ومن أجل الإدارة بالقيمة، وهو ما يتم تناوله في العناصر أدناه.

المطلب الثاني: قياس خلق القيمة في المؤسسة

إذا كان هدف المؤسسة هو خلق القيمة، فكيف يمكن الحكم على تحقق هذا الهدف من عدمه؟ بمعنى آخر، متى يمكن القول أنه هناك خلق للقيمة، ومتى يكون هناك هدم للقيمة كنتيجة لمختلف القرارات المتخذة؟

فوفقا لمبدأ لا يمكن تسيير ما ليس مقيم، فإنه لابد من قياس خلق القيمة لإمكانية تفعيل أسلوب الإدارة بالقيمة، ولمراقبة تحقق أهداف التسيير (تقييم الأداء)، ولاتخاذ مختلف القرارات في السوق المالي. فإذا كانت الإدارة فن، فإن أفضل وأصدق طريقة للتعبير عنها ربما تكمن في خلق القيمة.

وتندرج نماذج قياس خلق القيمة في نموذجين أساسيين:

أولا- منحنى القيمة[1]

أُعِد هذا النموذج من طرف "Strategic Planning Associates" في سنة 1981 والذي يربط بين مؤشرين Q وIv.

1- **مؤشر رفع القيمة (Iv)** أو (Levier de valeur): ويحسب بالعلاقة:

$Iv = Rf/ Rc$ حيث: $Rf = RN/ Cp$ وRf: مردودية الأموال الخاصة.

RN: النتيجة الصافية. Cp: الأموال الخاصة.

Rc: تكلفة الأموال الخاصة المحسوبة عن طريق نموذج MEDAF.

فإذا كان: $Iv > 1$ = هناك خلق للقيمة.

$Iv < 1$ = هناك هدم للقيمة.

[1] - Hirogoyen G. Caby J. Op.cit, P: 15-16.

Iv = 1 = لا خلق ولا هدم للقيمة.

والانتقاد المقدم لهذا المؤشر هو أنه لا يأخذ بعين الاعتبار مراحل الاستثمار للمؤسسة، لهذا لابد من أن يكون تحليل وتفسير هذا المؤشر باحتراس وحذر كبيرين، فإذا كان(Iv <1) يمكن أن يفسر باستثمارات مهّمة محققة من طرف المؤسسة، وإذا كان السوق المالي يتوقع بأن هذه الاستثمارات تنتج عوائد مهمة في المستقبل فإن أسعار أسهم المؤسسة تستقر في مستوى معين مع الأخذ في الحسبان هذه التوقعات، ولهذا فإن مؤشر رفع القيمة Iv يتمم بمؤشر آخر وهوQ.

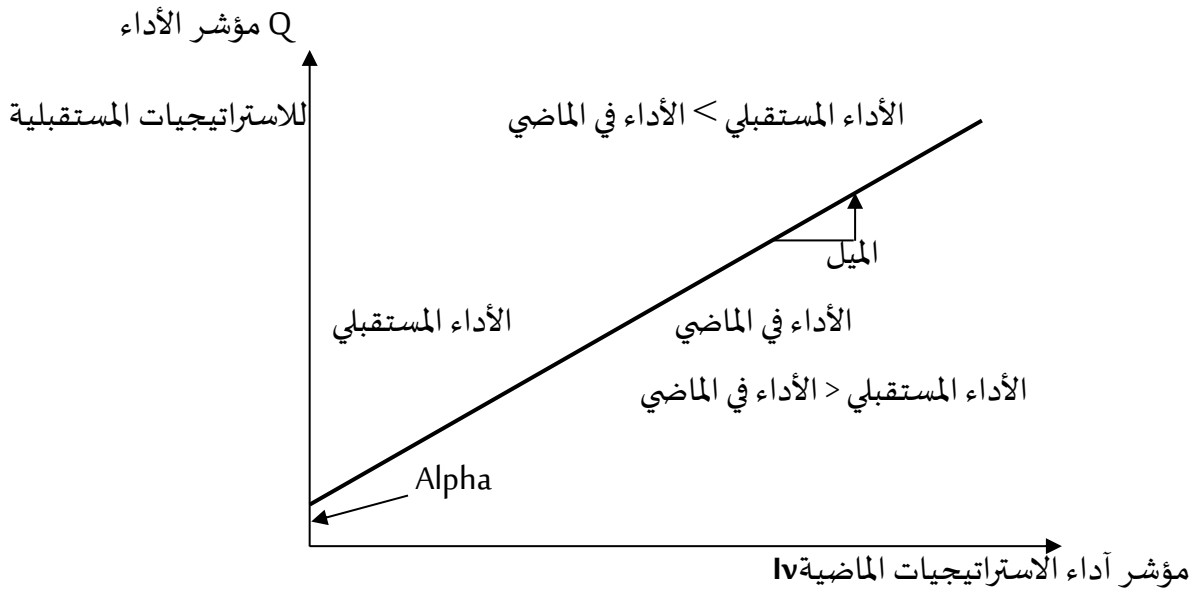
2- **مؤشر Q** « Q de Marris » : هذا المؤشر يدخل تأثير السوق على تقييم خلق القيمة، ويعطي بالعلاقة التالية: $Q = CP/FP$

حيث: CP: القيمة السوقية للأموال الخاصة، والتي توافق قيمة الرسملة إذا كانت المؤسسة مقيدة في البورصة، وتوافق القيمة الحالية في حالة ما المؤسسة غير مقيدة في البورصة.

FP: القيمة المحاسبية للأموال الخاصة.

يعطي مؤشر "Q de Marris" آفاق الأداء في المستقبل، على عكس Iv الذي يتعلق بالأداء في الماضي. ويعطي الشكل أدناه كيفية تقييم المؤسسة وفق منحنى القيمة، وذلك بالاعتماد على المؤشرين Iv وQ.

الشكل رقم 14: منحنى القيمة



Source : Hirogoyen G. Caby J. ; " La création de valeur de l'entreprise ;"Economica ; Paris ;2001 ; P :20 .

المؤسسات المشار إليها بنقاط والموجودة على يسار الخط (المنحنى) مقيمة من طرف السوق على أنها تحسن من أداءها في المستقبل، على العكس تلك التي تقع يمين المنحنى فهي في المستقبل لا تخلق القيمة (تراجع في الأداء)، ورياضيا نكتب معادلة الانحدار كما يلي[1]:

$$Q = \alpha + y\ Iv + \delta \text{ (Terme correctif).}$$

حيث α: القيمة المتوسطة لـ Q عند المردودية المالية المعدومة.

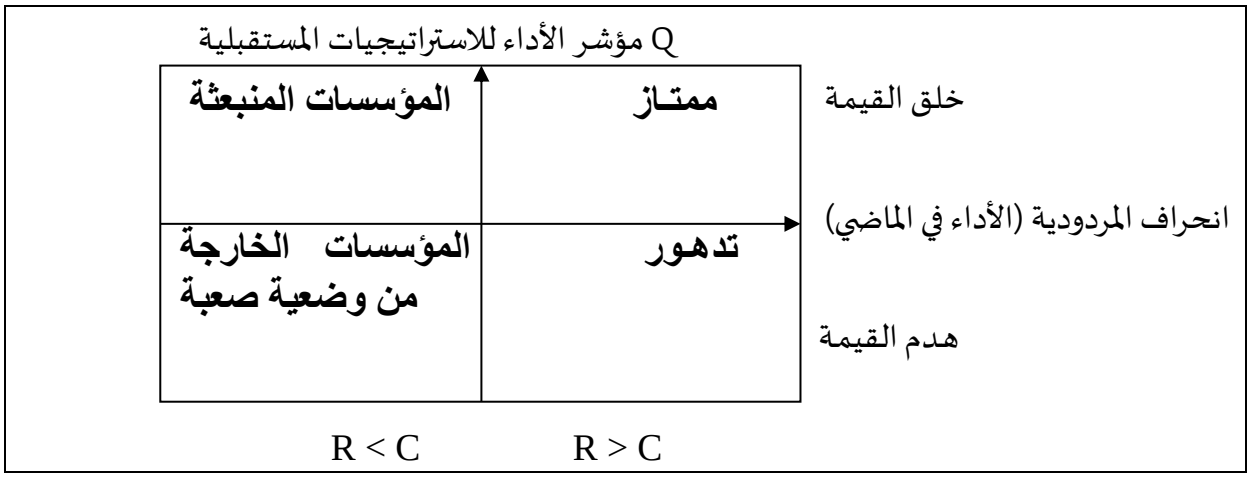
y: مقدار المعامل Iv. δ: وهو مجموع البواقي، ويمثل الفرق بين Qالمقدر لمؤسسة وفقا لمردوديتها الاقتصادية وQ لهذه المؤسسة

1. **3. النماذج المشتقة:** هناك نموذجين مشتقين من منحنى القيمة وهما:

1. 3. 1. مصفوفة الربحية لـ "Marakon Associates

في هذا النموذج فإن Q يربط بالانحراف بين مردودية الأموال المستثمرة وتكلفة رأس المال ليعطي المصفوفة التالية[2] كما يوضحها الشكل رقم أدناه.

شكل رقم 15: طريقة التقييم لـ *M. A Marakon Associates* ".



Source: Jokung-Ngéna O. Arrgle J-L. Yves de Kougé, Ulaga W. Op.cit, P:152.

R: مردودية الأموال المستثمرة.

C: تكلفة رأس المال.

[1] - Hirogoyen G. Caby J. Op.cit, P: 18.

[2] - Jokung-Ngéna O. Arrgle J-L. Yves de Kougé, Ulaga W. Op.cit, P:152.

يتم قراءة المصفوفة أعلاه كما يلي[1]:

1- المؤسسة في حالة تدهور: تلك المؤسسات التي حققت أداء في الماضي لكن التوقعات تقول بأن هذا الأداء سينخفض.

2- المؤسسات التي خرجت من وضعية صعبة (Ornière)**:** المؤسسات غير القادرة على تحسين وضعها في المستقبل والتي كان وضعها في الماضي غير كاف.

3- المؤسسات المنبعثة (Revitalisation): يتعلق بالمؤسسات التي يكون أداؤُها في المستقبل (الأداء المتوقع) أحسن من أدائها في الماضي.

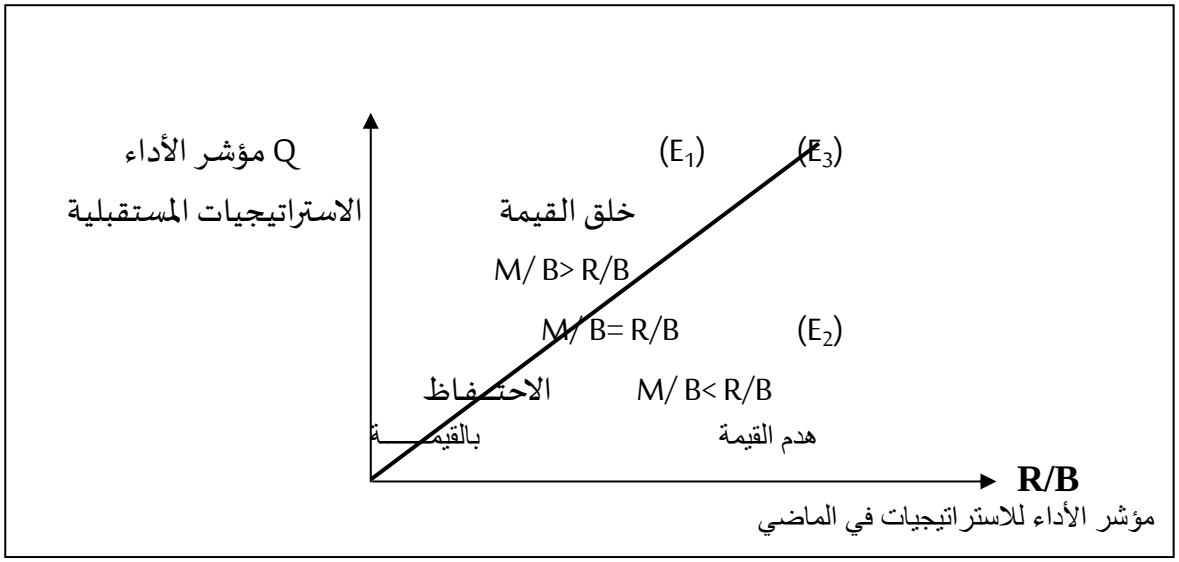
4- المؤسسات الممتازة: المؤسسات الجيدة الأداء في الماضي والمتوقع أن تستمر في أدائها هذا مستقبلا.

1-3-2- نموذج التقييم لـ "Fruhan – Mckinsey" تم طرح هذا النموذج من طرف مكتب **Mckinsey**، ويرتكز على العلاقة بين Q والنسبة R/ B كمؤشر على الأداء في الماضي حيث:

R: القيمة المستقبلية المتوقعة للمؤسسة انطلاقا من المعطيات التاريخية.

B: القيمة المحاسبية للأموال الخاصة.

الشكل رقم 16: نموذج التقييم لـ "*Fruhan –Mckinsey*".



Source: Hirogoyen G. Caby J. ; " La création de valeur de l'entreprise ;"Economica ; Paris ;2001 ; P:20.

1 - Hirogoyen G. Caby J. Op.cit, P:19.

ثانيا- النماذج المالية للتقييم

وفقا لتوصيات سلطة السوق المالي الفرنسي « AMF » نفرق بين نوعين من القياس المالي لخلق القيمة :

1- **المقاييس الاقتصادية**: وأهمها القيمة الاقتصادية المضافةEVA والتدفقات المالية العائدة على الاستثمار CFROI، ويطلق على هذه المقاييس بتسمية المقاييس الدالة على التسيير[1]، والمبدأ المشترك بين هذه المقاييس هو إيجاد الثروة الناتجة في المؤسسة بمعنى خلق القيمة وذلك مقارنة برأس المال المستثمر لتحقيقها[2].

1-1 القيمة الاقتصادية المضافةEVA :

القيمة الاقتصادية المضافة من المؤشرات الحديثة لقياس خلق القيمة وهي امتداد وتطوير للأدوات التقليدية المرتكزة على المردودية والتي يغلب عليها المفهوم المحاسبي والمنظور الداخلي لتقييم الأداء. ويستند هذا المؤشر إلى المفهوم الاقتصادي وإلى النظر للمؤسسة من وجهة نظر السوق أي المساهمين (منظور خارجي)، ولقد تم عرضها للجمهور في منتصف التسعينات من طرف مكتب Stern-Stewart، مقياس لأداء المؤسسة، وميزة هذا المقياس مقارنة بالمقاييس التقليدية للأداء هو الأخذ بالاعتبار المخاطر. وتحكم EVA على الأداء من خلال مردودية الاستثمارات مع الأخذ بالاعتبار تكلفة مصادر التمويل $CMPC$ ، وبالتالي حجم المخاطر لمختلف نماذج التمويل(CI).وتعتبر الـEVA كمقياس دال على التسيير والناتج عن أداء كل المستويات التشغيلية في المؤسسة[3].

كما تعرف EVA على أنها القيمة المضافة للمؤسسة خلال الفترة والناتجة عن الأموال المستثمرة. وتعطى بالعلاقة التالية[4]:

$$\boldsymbol{EVA_t = \mathrm{R.op}_t(1-\mathrm{T}) - \mathrm{CMPC} * CI_{t-1}}$$
$$\boldsymbol{\%EVA_t = Re_t - CMPC}$$

حيث: EVA_t : القيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة t. CI: مجموع الأموال المستثمرة

Re_t : المردودية الاقتصادية خلال الفترة t للأموال المستثمرة ويساوي إلى RE_t / CI_t بحيث أن:

[1]- Barneto P . ; Op Cit ;P :214.

[2]- Cherif M . ; Dubreuille S.; Création de valeur et capital-investissement ; Pearson Education ; France ; 2005 ; P : 68

[3] - Ibid.

[4] - Thauvron A . ; Op Cit ; P : 73 .

R. op: نتيجة الاستغلال.$CMPC_t$: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال في الفترة t .

ونسجل ثلاث مستويات لـEVA [1] :

EVA > 0 تترجم خلق القيمة خلال الفترة.

EVA < 0 تترجم هدم القيمة خلال الفترة، بحيث أن مساهمي المؤسسة في هذه الحالة لن يكافَؤُوا بما كانوا ينتظرونه، وبذلك يكونون قد فقدوا فرص استثمار أكثر مردودية خارج المؤسسة.

EVA = 0 لم تسجل المؤسسة خلال الفترة t لا رفع في القيمة ولا انخفاض.

2- التدفقات العائدة على الاستثمار CFROI: حيث يسمى أيضا بنموذج Copeland, Koller, Murrin90،حيث يعتبر هذا المؤشر كمنافس للقيمة الاقتصادية المضافة والمطور من طرف Holt Value- Braxton Associatee ثم تم تبنيه من طرف مكتب بوستن للاستشارات BCG، وتعتبر التدفقات العائدة على الاستثمار CFROI نسبة بين التدفقات النقدية للاستغلال CFE مخصومة بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال(CMPC)، ومقدار الأصول الاقتصادية الاجمالية (AEB)المستثمرة في المشاريع الصناعية[2]: et Copeland, Koller, Murrin90

$$CFROI = \frac{\sum_{t=1}^{n} CFE_t (1 + CMPC)^{-t}}{\text{AEB}}$$

وأدنى CFROI الذي يجب بلوغه هو المعدل الذي يساوي CFE المخصومة و AEB ، بمعنى آخر هو المعدل الذي تكون القيمة الحالية الصافية لـ CFE تساوي الصفر.

حيث: **CFE= RE (1-t)+ DAP- Δ BFR- ΔINV**

و **RE** : هي نتيجة الاستغلال، **t** : هي معدل الضريبة على أرباح الشركات، **DAP** : يمثل مخصصات الاهتلاكات والمؤونات، **BFR**: يمثل احتياجات رأس المال العامل، **INV** : هي الاستثمارات الصافية في الفترة.

[1] - Jokung-Ngéna O. et autres; Op.cit, Op.cit, P: 155.

[2] - Denglos G ; Op. Cit ; P :27 .

AEB: تمثل الأصول الاقتصادية بالقيمة الاجمالية الموافقة لمجموع الأصول الثابتة الاجمالية (AIB) واحتياجات رأس المال العامل (BFR)[1].

ويمتاز هذا المقياس بفعاليته في قياس المردودية الاقتصادية للأصول، ويمكن مقارنته مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال من أجل الحكم على خلق أو هدم القيمة. ويكمن الهدف الرئيسي لهذا المقياس في دراسة الأداء الإجمالي للمؤسسة باعتبار هذه الأخيرة تمثل مشروعا واحدا. أما أهم حدوده فإنه يعتبر مقياس ذو نظرة خلفية، ويهتم بالاستثمار الأصلي فقط دون الاهتمام بفرص النمو المستقبلية للمؤسسة كما أنه معقد الحساب.[2]

2- **المقاييس السوقية:** كالعائد الكلي للمساهمين (Total Shareholders Return) (TSR)، والقيمة السوقية المضافة MVA، والقيمة السوقية على القيمة الدفترية M/B وهذه الأخيرة موافقة إما لـــ Q de Tobin أو Q de Marris.

1-2 **العائد الكلي للمساهمين (Total Shareholders Return) (TSR)** [3]

ويعطي العائد الكلي للمساهمين(Total Shareholders Return)، (TSR) مقدار خلق القيمة للمساهم انطلاقا من تدفقات دخله الناتجة عن امتلاكه لسهم، والذي يوافق مجموع الأرباح الرأسمالية- (P_1 P_0)، حيث P_1 هو سعر السهم في نهاية الفترة، و P_0 هو سعر الاكتتاب في السهم، أو السعر للسهم في بداية الفترة.وتوزيعات الأرباح خلال الفترة (D_1) ويعطى بالعلاقة التالية :

$$\boxed{\mathrm{TSR} = \big((P_1 - P_0) + D_1\big)/P_0}$$

وللكشف إذا كان الاستثمار يخلق القيمة أم لا، يتم مقارنة المردودية الاجمالية بالمردودية المنتظرة من طرف المساهمين. هذه المردودية المنتظرة هي التعويضات التي يتمنى المستثمرون تلقيها مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المتحملة على الاستثمار(R_c)، وهذه المردودية المنتظرة أو تكلفة الأموال الخاصة يتم حسابها عن طريق MEDAF .حيث تخلق المؤسسة القيمة للمساهمين إذا كان:

$\boldsymbol{TSR} > \mathbf{Rc}$ والعكس في حالة هدم القيمة.

[1] - Denglos G ; Op. Cit ; P :27 .

[2]- هشام بحري، "تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم "، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 42، ديسمبر 2014، مجلد ب، ص: 94.

[3] - Denglos G ; Op. Cit ; P : 15- 16.

حيث إذا ما اعتبرنا العائد الكلي للمساهمين(Total Shareholders Return)، (TSR) كمقياس، فإنه قد يظهر جوابا منطقيا. فبالنسبة لشركة، من البديهي أن العائد الكلي (تقييم الأسهم + توزيعات الأرباح) المرتفع مفضل على العائد الكلي المنخفض، لكن في الحقيقة أن العائد الكلي لا يدل حقا أن المؤسسة نجحت أكثر من الأخرى، فمعدل العائد المطلوب من المؤسسة أو تكلفة رأسمالها يرتفع بارتفاع المخاطر[1].

كما أن الفرضية التي يقوم عليها (TSR) المتمثلة في اعتبار أن توزيعات الأرباح يعاد استثمارها مباشرة في المؤسسة هي غير واقعية، لأنه لا يمكن لكل المساهمين أن يقوموا بإعادة الاستثمار في المؤسسة، فحتى يتمكنوا من ذلك ينبغي أن يقوم البعض منهم ببيع الأسهم. وللتوضيح نأخذ هذا المثال: إذا كانت مؤسستين لهما نفس الرسملة في البورصة وبنفس المخاطر وكذا نفس العائد الكلي، ولنفترض أن كل توزيعات أرباح المساهمين أعيد استثمارها خارج هاتين المؤسستين بمعدل مساو "لتكلفة رأس المال المستثمرCCI "*، فإذا كان (RT) (العائد الكلي) لهاتين المؤسستين يفوق تكلفة رأس المال، فإن اهتمام المساهم سيكون منصبّاً على المؤسسة التي تقوم بإعادة استثمار الأرباح، أما في الحالة الثانية (CCI > RT) فإن اهتمام المساهم سيكون منصبّاً على المؤسسة التي توزع أكثر الأرباح، بمعنى آخر، أنه إذا كان (RT) للمؤسستين يفوق تكلفة رأس المال للمستثمر (CCI)، وأن مؤسسة لا توزع الأرباح والأخرى توزع الأرباح فإن الأولى هي التي تعتبر تخلق القيمة أكثر، وإذا كان (RT) أقل من تكلفة رأس المال فإن الثانية هي التي تخلق القيمة[2].

من خلال هذا فإن القيمة السوقية سوف لن تعطي إيضاحا عن خلق القيمة، لكن فقط تعطي قيمة المؤسسة في السوق وتتجاهل تساؤل جوهري ألا وهو حجم الأموال المستثمرة من طرف المؤسسة لبلوغ هذه القيمة.

لهذا فإن خلق القيمة للمؤسسة لا يحدد بالقيمة السوقية ولكن بالفرق بين هذه الأخيرة وتكلفة رأس المال المستثمر.

---

[1] - Ehbar A. Op.cit, P: 92.

* CCI: تكلفة رأس المال المستثمر، مصطلح حديث نسبيا، فأول ظهور له كان من طرف Modigaliani&Miller في 1958 ثم في 1963 من طرف E.salono ومنذ ذلك الوقت أخذ أهمية كبرى من طرف الباحثين ويبقى تطبيقه مسألة معقدة، والمقصود منه "Cout des Capitals Invsetis "CCI هو التكلفة المتوسطة المرجحة لمختلف مصادر التمويل الدائمة.

[2] - Ehbar A. Op.cit, P: 92.

وبطريقة تقنية يمكن التعبير عن خلق القيمة للمساهم في المؤسسة (من المنظور المالي) عندما تكون مردودية رأس المال المستثمر تفوق تكلفتها، أما في الحالة العكسية (مردودية رأس المال المستثمر أقل من تكلفتها) فنقول أنه هناك "هدم للقيمة".

2-2 القيمة السوقية المضافة MVA[1]: يمكن ربط مفهوم "EVA" بالسوق وذلك بأخذ بالاعتبار "EVA" للفترات المستقبلية.

حيث أدخلت "Stern et Stewart" مفهوم جديد وهو القيمة السوقية المضافة "MVA" والتي تعطى بالعلاقة التالية:

$$MVA = \sum_{n=t}^{n} EVA_t / \ (1+K)^t.$$

حيث K: معدل الخصم الموافق لــcmpc .

و توافق " MVA "الفرق الذي ينتج عن القيمة السوقية للمؤسسة ورأسمالها المستثمر، وبالتالي فهي تُعطى أيضا بالعلاقة:

MVA = القيمة السوقية للمؤسسة – رأس المال المستثمر

تقيس "MVA" و"EVA" التغير في القيمة، ولهذا فهما أدوات للمراقبة ولمتابعة الأداء والتسيير، كما يسمح تحليل تطور "MVA" بمعرفة إذا كان تسيير المؤسسة يخلق القيمة أو لا على المدى الطويل، وبالتالي فهي تهم كل مقدمي الأموال (مساهمين ودائنين). وتعتبر "EVA" الطريقة الأكثر استعمالا في قياس خلق القيمة بدون منازع. حيث قامت "La revue fortune"وجريدة "Expansion" بنشر ترتيب لمختلف المؤسسات القائم على "EVA"، مرفوقا بترتيب "MVA"، وهذا ما يسمح بالاعتماد على معلومات خارجية غير معطاة من طرف المسير للتقييم[2].

3-2 مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Price to Book Ratio ; PBR)[3] **(Q deMarris)** أو **(Q de Tobin)**، **حيث** يدخل هذا المؤشر تأثير السوق على تقييم خلق القيمة، ويعطى بالعلاقة التالية:

[1] - Jokung-Ngéna O. et autres; Op.cit, Op.cit, P: 155.

[2] - Ibid, P:235.

[3] - Palou J-M ; « Les méthodes d'évaluation d'entreprise» ; Groupe Revue Fiduciaire ;3eme Ed ;2017 ; 177.

القيمة السوقية /القيمة الدفترية، ويمكن أن تعكس هذه القيم، قيمة المؤسسة ككل، بمعنى القيمة السوقية للمؤسسة إلى قيمتها الدفترية، ويعرف المؤشر في هذه الحالة بـ **(Q de Tobin)**، أمَّا إذا عكس قيمة الأموال الخاصة فهنا يعرف بـ(**Q deMarris**)، ويعطى هذا الأخير بالعلاقة التالية:

$$Q = CP/FP$$

حيث: **CP**: القيمة السوقية للأموال الخاصة (إذا كانت المؤسسة مقيدة في البورصة والقيمة الحالية في حالة ما المؤسسة غير مقيدة في البورصة).

FP: القيمة المحاسبية للأموال الخاصة.

ويعطي مؤشر "Q de Marris" آفاق الأداء في المستقبل للمؤسسة، ويكون هناك خلق للقيمة في المؤسسة وفق هذا المؤشر إذا كان Q>1، لأن العوائد المتوقعة المستقبلية لها قيمة حالية أكبر من القيمة التبادلية للأصول. وعلى مستوى السوق المالي يمكن تسجيل انحرافات متزايدة بين القيمة السوقية والقيمة المحاسبية للمؤسسة أو للأموال الخاصة. ولقد أثبتت دراسات تطبيقية تدريجيا وجود ارتباط إيجابي بين هذا المؤشر والعوائد السوقية المنتظرة(Baruch Sougiannis 99) . وتسلم النظرية بأن هذا المؤشر(PBR) يعكس تقييم المستثمرين للعوائد الاستثنائية المستقبلية للمؤسسة[1].

3- إيجابيات وحدود القيمة الاقتصادية المضافة:

لكل طريقة مهما اعتبرت رائدة في مجال تطبيقها فبمقابل المزايا التي تحققها، نجد لها حدود تقف عندها، وتم التركيز هنا على إيجابيات وحدود القيمة الاقتصادية المضافة EVA باعتبارها الأكثر شيوع واستعمال في قياس خلق القيمة، أو حتى في اعتمادها في الاتصال المالي لكبريات الشركات، كما أنه تم اختيارها لقياس خلق القيمة في مؤسسات العينة في الجانب التطبيقي.

- إيجابيات EVA: يمكن تلخيص أهم إيجابيات اعتماد القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء من خلال مايلي:[2]

- تقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر.
- تعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض.

[1]- Palou J-M ; Op Cit ; P :177.

[2]- هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2009 /2010، ص:63.

- تربط بشكل وثيق بالقيمة وبثروة حملة الأسهم، وتلفت نظر إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم.
- تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المسيرين وتشجيعهم على التصرف كأهم ملاك للمؤسسة.
- تؤدي إلى تطابق أهداف المسيرين مع أهداف حملة الأسهم والمؤسسة ككل، حيث أن أي اقتراح استثماري يحقق قيمة اقتصادية مضافة موجبة يحقق مصلحة القسم والمؤسسة أيضا. بينما الاقتراحات الاستثمارية ذات القيمة الاقتصادية المضافة السالبة فهي غير مرغوبة سواء على مستوى القسم أو المؤسسة ككل. وذلك على العكس من بعض المقاييس المالية الأخرى كالعائد على الاستثمارات والذي قد يؤدي إلى خلق نوع من التعارض بين مصلحة القسم والمؤسسة ككل.

كما يمكن إضافة إيجابيات أخرى تتمثل أساسا في قدرة القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لخلق القيمة على الربط بين الجانب الاستراتيجي والمالي Finance/Stratégie ، مما يسهل على المسيرين التحكم بالأخص في نتائج الاستثمارات، وبشكل عام تسهيل اتخاذ القرارات وترشيدها، كما تؤدي نتائج هذا المؤشر إلى دفع المسيرين على المستوى التشغيلي إلى تحمل المسؤولية أكثر.

➢ **حدود و انتقادات EVA** : يمكن تلخيص أهم حدود اعتماد EVA فيما يلي[1]:

- يتمثل الانتقاد الأساسي الموجه للقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كمؤشرات لخلق القيمة في أنها لا يمثلان سوى طريقة القيمة الحالية الصافية، إذ لم يحملا أي إضافة عليها، ولم تكن هذه المؤشرات إلاَّ إعادة تحوير بسيط لها.
- تلقى القيمة الاقتصادية المضافة محدودية في كونها تحفز المسيرين على رعاية مصالح الملاك، وذلك في مجال الحساب، فعلى سبيل المثال فإن استعمال نموذج MEDAFفي حساب تكلفة رأس المال من شأنه أن يغير بشكل كبير قيمة EVAعندما تكون تذبذبات المؤشر"β " ذات تأثير معتبر على النتيجة النهائية. وعموما، يطرح مشكل الحساب بشكل أساسي فيما يتعلق برأس المال الذي هو تحت تصرف المؤسسة في شكل استثمارات، نظرا للحجم المعتبر له والتعديلات المحاسبية المتعلقة به. فالقيمة المحاسبية للأصول تعدل حسب مبتكري الطريقة (Stern&Stewart)لتصبح أكثر تعبيرا عن القيمة الاقتصادية. وأمام مختلف التعديلات المحاسبية التي ينصح بها، فإن نسيان تعديل أو تعديلات، -حسب خصائص

[1]- هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

كل مؤسسة- من شأنه أن لا يعطي قياسا جيدا للقيمة الاقتصادية المضافة، وينتج عن ذلك ضياع أموال كبيرة ، كما أن كثرة التعديلات المحاسبية، تحد من الاستعمال الجيد لهذا ، لذلك تدعو بعض المكاتب إلى إجراء توحيد دولي حول طريقة حساب المؤشر EVA . ولقد استدرك هذا الخلل بتوحيد الممارسات المحاسبية وتطبيق معايير IFRS بالنسبة للمؤسسات المقيدة.

- كما أنه من العيوب التي توجه إلى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة -كغيرها من المقاييس المالية- أنها تركز على الأداء لسنة مالية واحدة أي الأداء قصير الأجل، مما ينجر عنه ما يعرف بخطر الأجل القصير، ذلك أن الإدارة تحتاج إلى مقاييس طويلة الأجل خاصة عند تقييم المشاريع الاستثمارية، وبشكل عام العمليات الاستراتيجية، فحساب القيمة الاقتصادية المضافة لا يأخذ في الحسبان آثار القرارات على السنوات المقبلة، ولذلك فإن تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة الحالية قد يتم على حساب الأجل الطويل، فعلى سبيل المثال قد يخفض المسيرون الإنفاق الاستثماري لتحسين القيمة الاقتصادية المضافة في الأجل القصير، على الرغم من أن هذا الإنفاق الاستثماري قد يكون مفيدا للمؤسسة في الأجل الطويل، وذلك بسبب أن هذه الاستثمارات ستخفض من القيمة الاقتصادية المضافة في الأجل القصير وبالتالي انخفاض المكافآت والحوافز، هذا من جهة ومن جهة أخرى نجد أن أغلب المساهمين يستثمرون في الأجل الطويل، مما يدفعهم للبحث عن معلومات تمكنهم من معرفة قيمة السهم على المستوى المتوسط والطويل الأجل، إلى جانب ذلك، يفرض المستثمرون –داخليا-تسييرا طويل الأجل في المؤسسة، وعليه فالقيمة الاقتصادية المضافة لا توافق جميع دورات النشاط، فالمؤسسات التي لديها تسهيلات في التمويل تكون دورة نشاطها طويلة، وبذلك تتعقد عملية التقييم وتجعل من القياس السنوي أقل ملائمة لها. إضافة إلى ذلك، تسجل محدودية القياس وفق القيمة الاقتصادية المضافة عند استعمالها في الأنشطة البنكية والمالية، كون أن جزءا من الأموال المستثمرة تحدد وفق تنظيمات وقواعد الحيطة والحذر، والأمر كذلك بالنسبة للمؤسسات أو الأنشطة التي هي في بداية انطلاقتها Start upلخضوع تدفقات عوائدها المتوقعة لعدة افتراضات.

- باعتبار أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كغيره من المقاييس المالية يتم حسابه من البيانات المالية المعدة في نهاية الفترة -في أغلب الأحيان- فهو بذلك لا يساعد المسيرين على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية، كما أنه يوفر معلومات قد تكون محدودة لأولئك الذين يتحملون مسؤولية إدارة عمليات المؤسسة. بينما يهتم مديرو عمليات التشغيل والمهندسون بصورة أكبر بالمقاييس غير المالية ويركزون على المحركات الأساسية لهذه المقاييس، ويعتبر ذلك توجها نحو

العمليات، أي التركيز على المقاييس غير المالية بصورة أكبر من المقاييس المالية ، ولقد رد (Stewart) على هذا الانتقاد بالتأكيد على أن الفائدة الكاملة من استخدام إطار مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الأداء تتحقق فقط في حالة ربطه بمقاييس التشغيل الرئيسية والأهداف الاستراتيجية، لذلك فقد قامت شركة(Stern, Stewart & Co) بتطوير أسلوب تسيير أطلق عليه "محركات القيمة الاقتصادية المضافة" يساعد المسيرين في تتبع المحركات الأساسية، التشغيلية والاستراتيجية للقيمة الاقتصادية المضافة والتي يستطيع المسيرون التحكم فيها.

- لا يأخذ مقياس القيمة الاقتصادية المضافة الاختلافات في الحجم في الحسبان، لأنه قد يرجع السبب في انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة لقسم في المؤسسة بالمقارنة بقسم آخر لاختلاف حجم الاستثمار المتاح لكليهما .
- تلقى القيمة الاقتصادية المضافة على غرار باقي المقاييس المطورة للأداء -من طرف شركات الاستشارة المبتكرة لها -، انتقادا مفاده أن الدراسات التي يقدمها المنتسبون لهذه الشركات تتميز بعدم الحيادية أو التحيز بالنظر للمصلحة التجارية من وراء تسويق هذه المقاييس.

ومما سبق نجد أن قياس الأداء عامة وخلق القيمة خاصة شهد تطورات انطلاقا من اعتماد المقاييس المحاسبية بدءا بالنتيجة الصافية ثم المردودية الاقتصادية والمالية وصولا إلى المقاييس المذكورة أعلاه.

ويمكن تلخيص أهم مؤشرات قياس خلق القيمة من خلال الجدول التالي:

جدول رقم: *09* أهم مؤشرات قياس خلق القيمة للمؤسسة

البيان	مؤشرات اقتصادية	مؤشرات سوقية		مؤشرات محاسبية
	EVA	MVA	TSR	RF/Re
نقاط القوة	يأخذ بالاعتبار التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال	يعكس خلق القيمة الاجمالية وليس فقط دورة واحدة	يمثل مردودية المساهم على المدى المتوسط والطويل	مفهوم بسيط وسهل الحساب
نقاط الضعف	محدود بفترة واحدة ويصعب توقعه عبر الزمن	يتأثر بحركية الأسواق المالية ويصعب تطبيقه على الشركات غير المدرجة في البورصة.	يتم حسابه في فترة قصيرة ويتأثر بحركية الأسواق المالية	لا يأخذ بالاعتبار المخاطر، محدود بدورة واحدة، وينبغي مقارنته بنسب معينة ليكون ذو دلالة(متوسط الصناعة مثلا).

Source : Pierre Vernimmen par Pascal Quiry et Yann Le Fur , Finance d'entreprise , 8eme Ed , Dalloz, 2010 ,P :681.

في الختام يمكن القول أنَّ خلق القيمة تربط بين استراتيجية المؤسسة والتدفقات المالية لهذه الأخيرة، فالنماذج التقييمية منها ما يعتمد على الاستراتيجية (منحى القيمة والنماذج المشتقة) ومنها ما يعتمد على التدفقات "EVA" و"MVA"، وتعطي بذلك قيمة كمية (عددية) لخلق القيمة، كما ينبغي المزج بين مختلف المقاييس للاستفادة من مزاياها مع اجراء التعديلات اللازمة لعدم الوقوع في التعارض بينها.

كما أن اعتبار القيمة الاقتصادية المضافة كرائد في قياس خلق القيمة يعود إلى اعتبارها مؤشرا لقياس الأداء وفي نفس الوقت كأسلوب في التسيير والتحفيز للمسيرين للعمل لصالح المساهمين خاصة، وأصحاب المصالح بشكل عام. كما أنها معيار لقياس كفاءة المؤسسة الاقتصادية، بمعنى كفاءة فريق العمل في المؤسسة بالإضافة أيضا إلى كونها وسيلة للاتصال الداخلي والخارجي، بمعنى التعريف بالمعلومات المتعلقة بقدرة المؤسسة على خلق القيمة كما يعتبر هذا المؤشر ركيزة أساسية في نظام الإدارة بالقيمة.

المطلب الثالث: تحليل دور آليات الحوكمة في عملية خلق القيمة في المؤسسة

تهدف الحوكمة المؤسسية أساساً وحسب تعاريفها الواردة في الفصل الأول لضمان أن المسيرين يتبعون أهداف خلق القيمة المحددة من طرف المساهمين، وأصحاب المصالح، كما أن المسيرين يتلقون أجوراً بحسب ما يقدمونه، بمعنى بالقيمة الفعلية للخدمات التي يقدمونها.

وعلى اعتبار أن الحوكمة المؤسسية كمجموعة قواعد وآليات هادفة إلى التأكد من تبني المدراء لمبادئ الإدارة بالقيمة فعليا، أو بمعنى آخر التأكد من استخدام هدف تعظيم ثروة حملة الأسهم كموجه للنشاطات التي تقوم بها الشركة، فانه تم تنظيم أدوات حوكمة الشركات على أساس سياسة العصا والجزرة(الثواب والعقاب)، حيث يمثل تهديد العزل من المنصب العصا الكبرى التي يواجهها المدراء عند تدني مستويات أداءهم، في حين تمثل برامج التعويضات الجزرة الكبرى التي تحفز هؤلاء على أداء مهامهم بكفاءة خاصة إذا كانت تعويضات المدراء مرتبطة بأداء الشركة وسعر سهمها بالدرجة الأولى[1].

وتهتم الحوكمة المؤسسية بدرجة كبيرة بعلاقة المسيرين والمساهمين لأن هؤلاء هم فقط الذين لا تتوفر لديهم عقود تسمح لهم بضمان مصالحهم بحجة أنهم "الطرف المتبقي"، وتعارض المصالح بين هذين الطرفين يمكن أن يتقلص بربط أجور المسيرين بأدائهم لتصبح بذلك مشكلة حل التعارض في المصالح بين المساهمين والمسيرين قد حلت جزئياً، وبالنسبة لبعض الباحثين فإن امتلاك المسيرين لجزء من رأسمال المؤسسة يعتبر مؤشر ثقة على الأداء المستقبلي المطمئن لباقي الأطراف الأخرى التي ليس لديها معلومات كافية عن المؤسسة[2].

ولقد عبّر "Leland" و "Pyle" في سنة 1977 بوضوح عن المحتوى المعلوماتي لهذه الإشارة، وخاصة أنه كلما زادت نسبة مساهمة المسيرين في رأسمال المؤسسة كلما كان هناك خلق للقيمة في المؤسسة، وبالنسبة لـ"Bagnani" و"al" في عام 1994 فإنه كلما كانت نسبة مساهمة المسيرين في رأس المال كبيرة، كلما أقبل المسيرون على المشروعات الأقل مخاطرة (الإحجام عن المخاطرة للمستثمر)، وبالتالي فالمسيرون يسلكون سلوكاً قريباً من الدائنين، وقد أثبت هذان الباحثان في دراسة ميدانية أن هذا السلوك يظهر عندما يكون لدى المسيرين أكثر من ربع رأسمال المؤسسة. وإذا كانت مساهمة المسير في رأس المال مؤشراً على تقارب

[1]- أجين برغام ترجمة محمود فتوح وعمر عبد الكريم، الإدارة المالية 2، أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات، القرارات التمويلية الاستراتيجية، ط: 1، 2010، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، ص: 364-365.

[2] - Jokung-Ngéna O. Arrgle J-L. Yves de Kougé, Ulaga W. Op.cit, P:54 - 55.

المصلحة بين هذا الأخير والمساهم، فإن بعض الكتاب يعتبرون وجود اختيارات الأسهم في أجور المسيرين تؤدي بهؤلاء إلى العمل لصالح المساهمين، لأنه بخلق القيمة للمساهم، يرفع المسيرين من حظهم في ممارسة اختيارهم وكذا شراء أسهم المؤسسة بثمن أقل من سعره في البورصة[1] .

ومن أهم آليات الحوكمة التي نصادفها في مختلف أدبيات الموضوع التي يتوقع أنها يمكن أن تؤثر على خلق القيمة هي الآليات الداخلية على اعتبار أن الآليات الخارجية انعكاس للآليات الداخلية، وأهم الآليات الداخلية ما تعلق منها بخصائص مجلس الإدارة ووظائفه، وكذا هيكل الملكية –على أساس أن الآليات الخارجية كالمحيط العام التنظيمي والقانوني، خاصة في العينة المختارة للدراسة في الجانب التطبيقي، يضمن إلى حد كبير حقوق مختلف أصحاب المصالح-. وفيما يلي أهم الآليات التي يتم دراستها:

- **مجلس الإدارة:** وذلك من حيث خصائصه التالية: حجم المجلس، ونسبة الأعضاء المستقلين، وعهدة أعضاءه، ونسبة التزام الأعضاء بالحضور، وعدد لجانه، وعدد اجتماعاته في الدورة، وعدد ممثلي العمال والعمال المساهمين، وازدواجية أم أحادية المجلس.
- **هيكل الملكية:** (تركز الملكية أو تشتتها ووزن المستثمرين المؤسسيين، والمساهمين العمال).

وهذه العناصر هي ما تم التركيز عليها في الدراسة التطبيقية لإثبات أو نفي صحة الفرضيات المطروحة والاجابة عن الإشكالية. وكما تمت الإشارة إليه سابقا في إشكالية الدراسة، أن عينة الدراسة تضم المؤسسات المدرجة في مؤشر cac 40 والخاضعة للقانون المرجعي الفرنسي الخاص بالحوكمة AFEP[2] et MEDEF، لذا يتم تناول هذه الآليات مع الإشارة لهذا القانون، وهذا محاولة للتركيز على النقاط التي تم التمكن من دراستها في الجانب التطبيقي للدراسة.

أولا- تأثير مجلس الإدارة

مجلس الإدارة هيئة جماعية تمثل مجموعة المساهمين، والتي ينبغي وفي كل الظروف أن تأخذ بعين الاعتبار المصلحة الاجتماعية للمؤسسة، ويعتبر المساهمون جماعيا مسؤولون عن القرارات المتخذة، وعليه فدور مجلس الإدارة يكون مضاعفا : **فمن جهة**، يساهم في النظرة الاستراتيجية للمؤسسة، ينصح المسير ويوسع من شبكته. **ومن جهة أخرى**، يراقب المسير لحساب المساهمين.

[1] - Jokung-Ngéna O. Arrgle J-L. Yves de Kougé, Ulaga W. Op.cit, P:131.

[2]- AFEP: Association Française d'Entreprise Privées ; MEDEF : Mouvement des Entreprises de France .

وتعتمد قدرة مجلس الإدارة على أداء وظائفه بشكل كبير على خصائص وتكوين المجلس نفسه، ومؤهلات المجلس من حيث المهارات والخبرات والسمعة وطريقة انتخاب الأعضاء وانتماءاتهم وحوافزهم، وكيف تتلاءم هذه كلها مع هيكلته واستراتيجيته[1]. كما ينبغي أن تتوفر في مجلس الإدارة بعض الخصائص التي تحقق فعاليته وكفاءته في أداء مهامه مثل:

- **استقلالية المجلس**: حيث ينبغي قبل كل شيء أن يكون المسيرون مدمجين وأكفاء وذوي خبرة وحاضرين في المجلس، وهذا حسب توصيات القانون المرجعي. وحسب القانون نفسه فيجب أن يكون نصف أعضاء المجلس مستقلين وهذا بالنسبة للمؤسسات ذات الملكية المشتتة، أما بالنسبة للمؤسسات المركزة الملكية فالنسبة ينبغي أن تكون الثلث. علما أنه في هذا القانون" medef & afep "عدد المسيرين ممثلي العمال وعدد المسيرين ممثلي المساهمين العمال غير مأخوذة في حساب نسبة استقلالية المجلس[2].
- **حجم مجلس الإدارة وهيكلته ولجانه:** حسب Kiel &Nicholson 2003، فإن المؤسسات الكبرى تميل لامتلاك مجالس كبيرة ومتعددة المديرين والمديرين الخارجيين، كما أن هذه المجالس تميل لفصل مهام الرئيس والمدراء التنفيذيين، والعكس بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة[3].

وحضي حجم المجلس وآثاره المحتملة على أداء المؤسسة على حيز كبير من الدراسات، حيث أن المدافعين عن حجم مجلس إدارة صغير أمثال(Lipton& Lorsh 1992 , Jensen 1993) يؤكدون على أنه ما يمكن ربحه من مجلس إدارة موسع يتم خسارته من خلال ضعف ا لاتصال وعدم فعالية اتخاذ القرار في هذا المجلس، واستنتج Folbes&Milliken (1999) أن مجلس صغير يؤدي حتما إلى تخفيض هيمنة رئيسه ، (كما أن Jensen يتوقع أنه حينما يكون عدد الأعضاء يفوق 7أو 8 بالمجلس يصبح أقل فعالية، ولقد اقترح Lipton& Lorsh تحديد عدد الأعضاء كحد أقصى بـ10، في حين أن Van den Berghe&Levrau(2004) اعتبروا أن زيادة عدد المسيرين يسمح بتوسيع الخبرة والكفاءة في المجلس[4].

ولقد اختلفت النتائج وتباينت في قياس الأثر لحجم المجلس على أداء المؤسسة، ولهذا يتم التأكيد على "أنه ليس من الضروري أن تضمن الحوكمة الجيدة للمؤسسة الأداء الجيد في كل مؤسسة على حدى،

---

[1]- Basil Okoth&Metin Coskun" Evaluating the impact of corporate governance on firm performance using board index"; Institute of Social Sciences; Anadolu University; 26210Tepebasi/Eskisehir;Turkey. Posted 9/08/2016 www.preprints.org

[2]- www .associies-gouvernance.com /wp-content/uploads/2013/06/code_de gouvernance

[3]- Basil Okoth&Metin Coskun ; Op Cit.

[4]- Smahane M. . Op.cit, P 139-

لأنه ببساطة العديد من العوامل تؤثر على الأداء، إلّا أن الحوكمة الجيدة التي تكون من خلال اشراف ورقابة مجلس الإدارة يمكن أن تزيد من احتمالات سرعة استجابة المؤسسة للتغيرات الطارئة في محيط الأعمال"[1].

وينص القانون المرجعي الفرنسي على أن يكون عدد الأعضاء في المجلس في المجال من 3 الى 18 عضو.

وهناك العديد من الخصائص التي يمكن أن تؤثر على الأداء في المؤسسة: كالحجم، العمر(للمؤسسة)، قطاع النشاط، ..... الخ. بالإضافة إلى متغيرات أخرى قد تكون غير ملاحظة[2] . لذا يتم إضافة متغيرات ضبط يتوقع أنها تؤثر بشكل ما على القيمة في المؤسسة وهذا عند دراسة علاقة الحوكمة بخلق القيمة في الدراسة التطبيقية. كما اهتمت بحوث بدراسة أثر وجود لجان متخصصة في المجلس، مثلا (1994)Wild وجد أن ردة فعل السوق لتقارير الأرباح تكون أفضل بعد تكوين لجنة تدقيق، وعلى عكس من ذلك فإن (1998)Vafeas et Theodorou، استخلصوا أن تكوين لجان متخصصة في المجلس لا يؤثر بشكل مهم على أداء المؤسسة[3].

كما أن التساؤل يطرح بشأن ترجيح وظيفة النصح أو المراقبة في المجلس، ولقد تباينت نتائج مختلف الدراسات بهذا الشأن، حيث أن (97) Brickley ; Coles ; et Jarrel وكذا (2008) Harris et Raviv، أظهروا بأن الجمع بين مهام رئيس المجلس والمدير العام يسمح بالاتصال بين الإدارة والمجلس بشكل فعال، في حين أن (91) Rechner et Dalton يتوقعون أن هذا الجمع بين هتين الوظيفتين يسمح بتسيير فعال للنشاطات كما أنه يخفض أيضا من تكاليف الوكالة بين المساهمين والمسيرين، في حين أن المؤيدين للفصل بين الوظيفتين يظهرون أن مشاكل الوكالة تتفاقم عندما يتولى نفس الشخص الوظيفتين، وأن الفصل بين الوظيفتين يؤدي إلى أداء مالي جيد (Peel et O'Donnel (95) ; Coles, McWilliams , Sen (2001) ; Sen (2001) ; Lorsh et [4]Maclver (89) ; Millstein (92

ويعطي القانون الفرنسي الحرية للمؤسسات في اختيار هيكلة ملائمة، أحادية أو ثنائية أو مجلس مراقبة، حيث أنه في 2015 فإن 35 من مؤسسات CAC 40 اختارت هيكلة أحادية أين تجمع مهام رئيس المجلس والمدير العام. كما يمكن الاستعانة بمسير مرجعي (Administrateur Référent A.R) مهمته الأساسية تقديم مساعدة للمجلس لضمان سير جيد لهياكل الحوكمة في المؤسسة، وتؤكد سلطة الأسواق الفرنسية AMF على أن إدخال (A.R) مفيد لتوقع تعارض مصالح محتمل، وعادة ما تعين المؤسسات ذات

[1] - جون سوليفان واخرون تعريب سمير كمال "بحثا عن عضو جيد لمجلس الإدارة: دليل لارساء أسس حوكمة مؤسسية في القرن 21، مركز المشروعات الدولية الخاصة، ط3، وم أ، 2003.

[2]- Varshney P. V .K . Kaul ; V.K.Vasal ; « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance :A STADY OF SELECT Indian Firm"Working paper; University of Delhi ; P 5.

[3]- Smahane M. Op.cit; P 140.

[4]- Ibid.

الهيكلة الأحادية مسير مرجعي حيث أن 64% من المؤسسات ذات الهيكلة الأحادية من مؤسسات cac 40 سنة 2015 قررت تعيين مسير مرجعي، لتكون نسبة المؤسسات التي لديها مسير مرجعي 40% ، ويبقى تعيين هذا الأخير ليس ضمن توصيات القانون المرجعي، بل اختياري في المؤسسة[1].

ويتدخل خبير خارجي عن المؤسسة (باستدعاء منها) بشكل دوري لتقييم مجلس الإدارة، وهي ضمن توصيات القانون المرجعي والذي يفصل وفقه في شروط استقلالية أعضاءه وحجم المجلس وعدد اجتماعاته ولجانه. بالإضافة إلى هذه الخصائص الأساسية يمكن الإشارة إلى خاصية وجود مسيرين عمال في المجلس، حيث هل يمكن أن تؤثر هذه الخاصية على الأداء وخلق القيمة في المؤسسة؟ بالنسبة للتشريع الفرنسي فإنه يسمح بوجود نوعين من المسيرين العمال: مسيرين منتخبين من العمال ومسيرين ممثلين للمساهمين العمال ومنتخبين من جمعية المساهمين. حيث أظهرت نتائج أبحاث Ginglinger , Megginson et Waxin (2011)، أن وجود مسيرين ممثلي العمال المساهمين يرفع من الأداء التشغيلي والسوقي للمؤسسة. هذه الجوانب الإيجابية تعزز موقف الذين يعتبرون أن العمال يحملون معلومات داخلية وملائمة للمجلس، ويساعدون المجلس في اتخاذ قرارات أكثر وضوح ويساهمون في حوكمة داخلية للمسيرين، ودحض حجج الذين يتوقعون أنه بإدخال ممثلين لأصحاب المصالح في المجلس يعقد عملية اتخاذ القرار ويشوش على الأهداف، ويساهم في تأصل المسيرين[2].

ثانيا-تأثير هيكل الملكية في المؤسسة

ويقصد بها نوعية الملاك في المؤسسة وتركزهم، يعني أساسا وجود تكتلات للمساهمين، أو مساهمين مؤسسيين، أو مساهمين عمال، وهل التغير في تركيبة الملكية أو طبيعتها يمكن أن تؤثر في الأداء أو على خلق القيمة؟

- **وجود تكتل المساهمين (تركز الملكية):**

من الناحية النظرية، يمكن تحليل دراسة العلاقة بين تركز الملكية والأداء من حيث نظرية الوكالة ونظرية التأصل[3] (Enracinement)، فوفقا لـ Berle et Means (1933) فإن الشركات التي يكون رأس مالها

---

[1]- http://www.image7.fr/wp-content/uploads/2014/10/Etude-de-la-Gouvernance-des-soci%C3%83%C2%A9t%C3%83%C2%A9s-du-CAC-40-24-06-14.pd . P: 25.

[2]- Edithe Ginglinger ; Op.cit; P: 239.

[3] - حيث يعرّف B. Pigé في عام 1998 التأصل على أنه " إجراء يسمح للمسير أن يتحرر من وصاية مجلس الإدارة في المؤسسة، حيث يمكنه بهذا الإجراء أن يسير المؤسسة حتى في اتجاه معاكس لتعظيم القيمة، ويتوقف تأصل المسير على مساهمته في رأس المال، وعلى مساهمته في شبكات العلاقات، وعلى الاعتماد على تقنيات الهندسة المالية عندما لا يتوفر لديه حجم مالي كاف، ... إلخ." Hirogoyen G Caby J. Op.cit, P: 53-54.

مشتت تعاني من عجز في الرقابة، مما قد يؤثر على الأداء المالي. وعلى العكس من ذلك، فإن تركز رأس المال بين عدد قليل من حملة الأسهم يسمح بتحكم ورقابة أفضل على المسيرين[1].

كما أن تكتل المساهمين يعني أنه من مصلحتهم انتاج معلومات على نشاط المؤسسة ومراقبة تصرفات المسيرين، من حيث أن دخلهم يعتمد على مردودية المؤسسة (Bolton et Von Thadden ,98). كما أن المسيرين في هذه الحالة لا يميلون كثيرا لرفع وبشكل معتبر لأرباحهم، ولديهم بالمقابل دفع أكثر للتصرف لصالح المساهمين، ولكن بالمقابل أيضا هناك تكاليف مصاحبة لوجود كتلة من المساهمين.

أولا، تنخفض سيولة سوق الأسهم بسبب أن وجود هذه الكتل تردع صغار المساهمين لإنتاج معلومات عن المؤسسة (Holmstrom et Tirole ; 93) ولأنه يرتفع احتمال معاملات واضحة، ما يولد عدم تماثل معلوماتي في السوق(Glosten et Milgrom ; 85) ، إضافة إلى أن انخفاض السيولة يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال في المؤسسة[2]. وهو ما يخفض من القيمة.

ثانيا: أن وجود تكتل للمراقبة قد يؤدي إلى تغيير القرارات الاستثمارية في المؤسسة، فاحتمال زيادة الحساسية اتجاه المخاطر الخاصة بالاستثمارات جد وارد، مثل استثمارات التنويع.

و**أخيرا**، زيادة عينات من الأرباح الخاصة من جراء استراتيجية ملائمة لتكتل المراقبة، هذا فيما يتعلق بالتعارض بين كبار وصغار المساهمين، ولكن بمقابل كل المساهمين فقد تظهر أحيانا أطراف أخرى من أصحاب المصالح أهدافها متعارضة[3].

ولقد اختبرت العديد من الدراسات التجريبية العلاقة بين هيكل الملكية وطبيعته مع الأداء المالي للشركات. ولقد أثبتت النتائج أن الشركات العائلية أفضل أداء من الشركات الأخرى. أما أنواع الملكية الأخرى، فالنتائج فيها متباينة فيما يخص علاقتها بالأداء. ومع ذلك، فإن تحليل هذه الدراسات لم يسمح بوضع إطار عام، بسبب تعقيد النتائج التي تم الحصول عليها وتنوعها. فغالبًا ما يؤدي تعقيد النتائج إلى علاقات غير خطية بين هيكل الملكية والأداء. كما يمكن ارجاع التنوع في النتائج التي تم التوصل إليها إلى العدد الكبير من التدابير المستخدمة للتعبير عن هيكل الملكية وأداء الشركة[4].

---

[1]-Yves Mard, Sylvain Marsat et Fabien Roux ; «Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français » ; Revue Finance Contrôle Stratégie FCS, VOL 17 ; N° 4 ,12/2014 .

[2]- Edithe Ginglinger ; Op.cit; P: 228.

[3]-Ibid.

[4]- Yves Mard, Sylvain Marsat et Fabien Roux ; Op.cit.

وعلى المستوى المنهجي، فقد تم استخدام مقاييس مختلفة للتعبير عن تركز هيكل الملكية وطبيعته وعلاقة ذلك بالأداء المالي فمثلا : دراسةHimmelberg et al (99) التي اعتمدت على Q deTobin في تقييم الأداء، ورأس المال الممتلك من طرف المسيرين الأساسيين لقياس تركز الملكية في المؤسسة ، ودراسة 2010 Margaritis et Pillaki حيث تم التعبير عن الأداء بالكفاءة المقاسة ببرنامج تطويق البيانات DEA، وعن قياس تركز الملكية فتم اعتماد رأس المال الممتلك من طرف المساهم الأول كتعبير عن تركز الملكية[1] ...الخ من الدراسات.

- **وجود المساهمين العمال في هيكل الملكية:**

تسمح مساهمة المسيرين والعمال نظريا بمراعاة ومحاذاة مصالح هؤلاء الأطراف مع مصالح المساهمين، ويتم بهذا تحفيز المساهم المسير أو العامل لزيادة قيمة المؤسسة والحد من القرارات التي تؤدي لهدم القيمة (نظرية المواءمة).

ولقد قامت العديد من الدراسات بتحليل العلاقة بين ملكية العمال والأداء المالي للمؤسسة، حيث وجد كل من Hollandtsو Guedri (2008) علاقة إيجابية من خلال دراسة على عينة مكونة من 150 شركة فرنسية مقيدة في البورصة. كما أن Ginglinger وآخرون (2011) وجدوا علاقة إيجابية بين الأداء وملكية العمال من خلال دراسة على المؤسسات المدرجة في مؤشر SBF 120 وذلك عندما تكون قيم مساهمة العمال أقل من 3٪. ومن ناحية أخرى فعندما تتجاوز حصة العمال 10٪ من رأس المال، فإن العلاقة بالأداء المالي تظهر سلبية. وبالمثل، لاحظ كل من Kim و Ouimet (2014) في الولايات المتحدة أن اطلاق برامج توزيع أسهم على العمال (أقل من 5٪ من رأس المال) لها تأثير إيجابي على القيمة للمساهم في المؤسسة[2].

كما سطر هذين الباحثين Kim et Ouimet (2009) أن الأثر الإيجابي للمساهمين العمال يظهر لما تكون نسبة الملكية عندهم محدودة، وحسب دراسات فإنه تكون العلاقة مهمة إذا كانت النسبة تتراوح بين 5% الى 10 %، وبزيادة النسبة يتلاشى الأثر ثم يصبح سلبي. ويظهر الأثر بشكل معتبر في المؤسسات ذات التكنولوجيا العالية والمبدعة، لأن العمال يستفيدون من خلق القيمة التي يحققونها بسب حجم الاستثمار المهم في الموارد البشرية. كما أن المؤسسات التي يملك عمالها نسبة من رأس المال تتبنى سياسة اتصال مالي أكثر شفافية، أيضا وجود مسيرين ممثلين للمساهمين العمال يؤدي إلى ترحيل المعلومة الداخلية

[1]- Yves Mard, Sylvain Marsat et Fabien Roux ; Op.cit.

[2]- Ibid.

إلى مجلس الإدارة[1]. وبالتالي تخفيض عدم التماثل المعلوماتي ومنه تخفيض تكاليف الوكالة، وبالتالي الرفع من الأداء وخلق القيمة.

[1]- Edithe Ginglinger ; Op.cit; P: 232.

خلاصة الفصل الثاني

يعتبر خلق القيمة مفهوم ذو بعدين متكاملين إن صح التعبير، بعد مالي وبعد اداري، فالتصور المالي لخلق القيمة يرتكز على أن المساهم هو المحور الأساسي باعتباره العنصر الأهم على اعتبار أن بقاء المؤسسة واستمراريتها مرهون بالتدفق المستمر لرؤوس الأموال، ولهذا تسعى المؤسسة بشكل دائم للاحتفاظ بالمساهمين. أما التصور الاداري فهو يركز على خلق القيمة من وجهة نظر العميل والذي ينبغي ارضاؤه بتقديم منتجات ذات جودة عالية وبأحسن التكاليف. كما يتم التركيز على تفعيل دور الاتصال المالي لتسهيل عملية اتخاذ القرار من طرف مختلف أصحاب المصالح.

وترتكز فكرة خلق القيمة على أن مردودية الأموال المستثمرة أكبر من تكلفة مصادر الأموال المستخدمة، لذا فقياس خلق القيمة يعتمد على تحديد المردودية من جهة والتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

ويرتكز التصور القائم على القيمة التشاركية بين مختلف أصحاب المصلحة على تفكير استراتيجي لا يركز على المستفيد من القيمة، بل يركز أساسا على تطوير مزايا تنافسية التي من شأنها خلق قيمة للمؤسسة، ثم التفكير تاليا في المستفيد من القيمة التي تم خلقها. ولهذا فالمبدأ الاستراتيجي بسيط وواضح ودقيق في ذات الوقت حيث يركز على المزايا التنافسية الهادفة لاستمرار المؤسسة وخلقها للقيمة لصالح كل أصحاب المصلحة، وهذا الطرح يشمل تحقيق المؤسسة لأهدافها على المدى القصير-خلق القيمة للمساهم-، وعلى المدى الطويل – انماء الميزات التنافسية -.

كما يتبين أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمؤشر لقياس خلق القيمة مسايرة لمفهوم حوكمة المؤسسة باعتبارها تحاول أن تدفع بالمسيرين نحو رعاية مصالح المساهمين بتعظيم قيمة المؤسسة، وبذلك فهي تحاول تقليل تكاليف الوكالة وتعارض المصالح بين الملاك والمسيرين .

كما أن اعتبار القيمة الاقتصادية المضافة كرائد في قياس خلق القيمة يعود إلى اعتبارها مؤشرا لقياس الأداء وفي نفس الوقت كأسلوب في التسيير والتحفيز للمسيرين من أجل العمل لصالح المساهمين وأصحاب المصالح. كما أنها أيضا معيار لقياس كفاءة المؤسسة الاقتصادية، بمعنى كفاءة فريق العمل في المؤسسة لأنها تربط بين النتيجة المحققة من الأموال المستثمرة والتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

واعتبار الحوكمة المؤسسية كمجموعة قواعد وأدوات هادفة للتأكد من تبني المدراء أو المسيرين لمبادئ الإدارة بالقيمة فعليا، فانه يسعى المسيرون في ظل هذا النظام إلى كسب ثقة مختلف أصحاب المصلحة من خلال اتخاذ قرارات بفعالية وكفاءة واضفاء الشفافية والثقة على أعمال المؤسسة من خلال الاتصال المالي الفعال. كما يتم تنظيم أدوات الحوكمة هذه على أساس سياسة العصا والجزرة، كأسلوب لردع وتحفيز المسيرين. ولقد أثبتت الدراسات تباين كبير في النتائج المتعلقة بعلاقة آليات الحوكمة خاصة الداخلية مع خلق القيمة في المؤسسة، لكن تبقى الحوكمة الجيدة الممارسة من خلال اشراف ورقابة مجلس الإدارة يمكن أن تزيد من احتمالات سرعة استجابة المؤسسة للتغيرات الطارئة، وهي بمثابة حماية للمستثمر وترفع من مستوى الثقة في أداء فريق التسيير.

من خلال ما سبق نستنتج أنه هناك تقارب كبير بين أسباب زيادة الاهتمام بخلق القيمة وأهميتها خاصة للمساهمين وأسباب زيادة الاهتمام بالحوكمة المؤسسية.

كما أن مفهوم خلق القيمة يبقى معقد ومتشابك، حيث يعبر عن هدف المؤسسة المالي الذي يخدم المصلحة الاجتماعية لمختلف Stakeholders، كما يعبر عن أسلوب تسيير للمؤسسات، إضافة إلى أن مفهوم خلق القيمة مرتبط بمفهوم المؤسسة من جهة وبالأطراف المستفيدة منها من جهة ثانية.

الفصل الثالث علاقة الحوكمة بخلق القيمة في شركات CAC 40 في الفترة 2014-2016

تمهيد

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار دور الحوكمة المؤسسية في عملية خلق القيمة في عينة الدراسة المختارة وفي الفترة المختارة أيضا، بمعنى، هل فعلا يؤثر نظام الحوكمة، من خلال أدواته، على خلق القيمة بالنسبة لمجموعة الشركات محل الدراسة. ولهذا الغرض تم الاعتماد على المتغيرات المفسرة التي تعكس أهم آليات الحوكمة والتي تتمثل في خصائص مجلس الإدارة وهيكلة الملكية، في حين تم الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA تعبيرا عن خلق القيمة كمتغير تابع، إضافة إلى المؤشر السوقي Q de Marris. ولقد تم اختيار عينة تضم الشركات المقيدة في بورصة باريس والمدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2014-2016. وتم اختيار هذه العينة لأسباب ذاتية وموضوعية أهمها إمكانية الحصول على المعلومات التي تتطلبها الدراسة والمفصح عنها للجمهور، على اعتبار أن المؤسسات مقيدة في البورصة، والتشريعات التنظيمية تضمن ورود المعلومات بشكل مستمر لمختلف مستقبلي الاتصال المالي، سواء تعلق الأمر بالمعلومات المالية (القوائم المالية)، أو المعلومات المتعلقة بالتطبيقات الفعلية للحوكمة. وبهدف ابراز أهمية الحوكمة ودورها الإيجابي المفترض في خلق القيمة، وتم اختيار هذه العينة ضمن الاقتصاديات المتطورة، وذلك انطلاقا من نتائج دراسات تطبيقية في الآونة الأخيرة أثبتت زوال أثر الحوكمة على الأداء عامة في هذا النوع من المؤسسات، بسبب أن تطبيقات الحوكمة في مؤسسات الاقتصاديات المتطورة تصبح كمعلومات تاريخية، بمجرد انعكاس هذه الاشارة أو المعلومة في أسعار الأوراق المالية، بمعنى عندما تكون تطبيقات الحوكمة مثلا جيدة فإن هذا سينعكس إيجابا على أسعار الأوراق المالية ثم فيما بعد يزول الأثر. كما أن اطلاق مؤشر جديد للسوق المالي الفرنسي CAC 40 GOVERNANCE INDEX، في 2017 بالشراكة مع VIGEO EIRIS يزيد من احتمالات الاشارة المالية الايجابية لكفاءة نظام الحوكمة لدى مختلف أصحاب المصالح خاصة المساهمين، والذي يرتكز على تركيب مؤشر CAC 40 وعلى مؤشرات تتعلق بمستويات الحوكمة فيها والمعدة وفقا لمنهجية Equitics المطورة من طرف VIGEO EIRIS. كل هذه التطورات تدفع لكشف العلاقة والدور الممكن لتطبيقات الحوكمة على خلق القيمة في هذه المؤسسات وفي هذه الفترة. ولقد تم تناول هذه الدراسة التطبيقية من خلال المباحث التالية:

- اختيار ووصف عينة الدراسة والإطار القانوني للحوكمة بها.
- تصميم منهجية الدراسة والأدوات المستعملة.
- اختبار العلاقة بين الحوكمة وخلق القيمة في شركات العينة

المبحث الأول: اختيار ووصف عينة الدراسة وتطور الإطار القانوني للحوكمة بها

تكمن نقطة الإنطلاق في هذه الدراسة بالبدء بالتعرف على العينة وتطور الإطار القانوني للحوكمة لشركاتها والهادف لضمان الإطار التشريعي والتنظيمي للأعمال وتأمين مصالح المستثمرين بشكل أساسي. ويتم تناول هذه العناصر من خلال المطالب التالية:

- تقديم مجتمع الدراسة: السوق والمؤشر
- اختيار عينة الدراسة والحدود الزمانية والمكانية
- تطور الإطار القانوني للحوكمة في مناخ الدراسة

المطلب الأول: تقديم مجتمع الدراسة: السوق والمؤشر

لتحقيق الهدف من الدراسة تم اختيار عينة تضم المؤسسات المقيدة في بورصة باريس والمدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2014-2016، وفيما يلي تقديم مختصر للسوق المقيدة فيه شركات العينة المختارة والمؤشر المدرجة فيه.

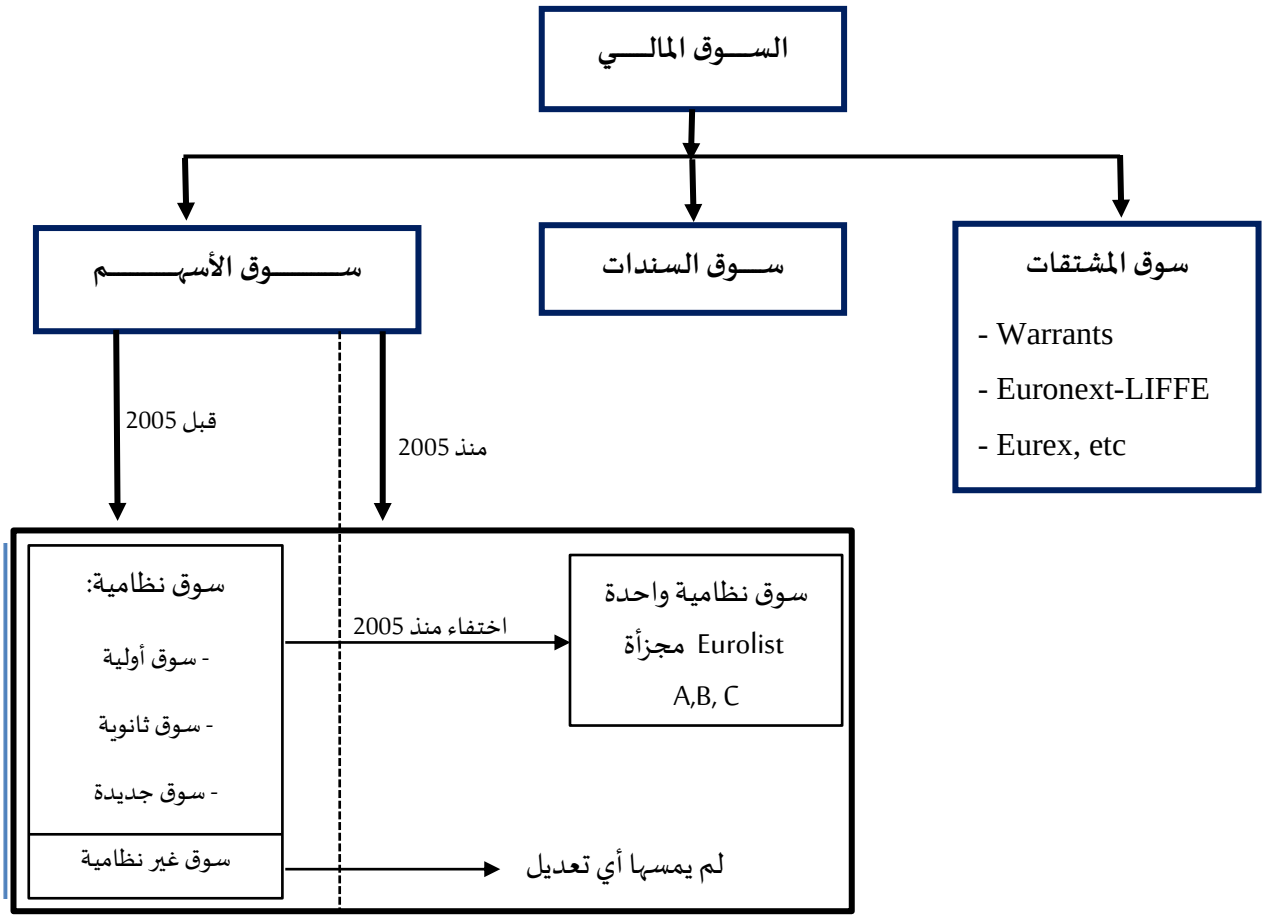
أولا-تقديم السوق

تنتمي شركات العينة إلى سوق Euronext، وهي شركة لتسيير عدة أسواق مالية أوروبية موزعة على 5 دول حيث تضم: بورصة باريس، بورصة أمستردام، بورصة بروكسل، بورصة لشبونة، بالإضافة إلى سوق المشتقات في لندن[1]، وتنتمي عينة الدراسة إلى سوق باريس للأوراق المالية Euronext Paris، والتي هي سوق نظامية، ونظاميتها الوظيفية (شروط القبول، تنظيم واشهار المعاملات،...) مضمونة عن طريق قواعد السوق المعدة من طرف Euronext Nyse ، ومراقبة من طرف سلطة من الوصاية والمتمثلة في سلطة الأسواق المالية AMF[2]. وتضمن هذه الشركة والمقيدة هي الأخرى في البورصة عمل السوق وتأمينه وشفافيته وتطوره. كما تنقسم هذه السوق إلى عدة أجزاء مستقلة يُحكَم كلٌ منها بقواعد خاصة، لأن كل منها تمثل درجات مخاطر وسيولة مختلفة. ويلخص الشكل أدناه تنظيم هذه السوق قبل وبعد إعادة تشكيله في 2005.

[1] - https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/bourse/euronext

[2] - Ibid

الشكل رقم 17: تنظيم سوق *Euronext* ست



Source : Barneto P.,Gregorio G ; DSCG2 Finance Manuel et Applications ; 3eme Ed; ; Dunod ; Paris ; 2011 ; P : 38

حيث أصبحت سوق الأسهم بعد 2005، كما في الشكل أعلاه، سوق نظامية واحدة والهدف من هذا التجميع هو جعل الإطار التنظيمي متجانس، بمعنى بنفس الشروط على كل من الشركات الأوروبية وغيرها. والسوق مقسم ومنظم حسب معيار الرسملة في البورصة إلى[1]:

- Euronext A ويضم قيم الرسملة الأكبر من 1مليار أورو (Blue chips).
- Euronext B ويضم قيم الرسملة من 1 مليار حتى 150مليون أورو.
- Euronext C ويضم قيم الرسملة الأقل من 150مليون أورو.

وتقوم هذه السوق بتثبيت القواعد التالية[2]:

- عضوية مقدمي خدمات الاستثمار الذين يرغبون في أن يكونوا أعضاء في أسواقها.

[1]- Barneto P ; Op cit; P : 38 .

[2] - https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/bourse/euronext

- قبول تقييد الشركات في السوق.
- تنظيم عمل السوق.

وعليه فيمكن جمع الخدمات التي تقدمها Euronext للمستثمرين وللمؤسسات في ثلاث أصناف هي:

1. **الادراج في البورصة**: ما يتعلق بـقبول التقييد في البورصة، وبتحديث قائمة الأوراق المالية والمشتقات المالية المتداولة ودورانها.
2. **المفاوضة**: مواجهة أوامر الشراء والبيع.
3. **نشر المعلومات**: خاصة ما يتعلق بأسعار الأسهم وبيانات السوق إلى المذيعين المتخصصين وللصحافة...الخ.[1] بمعنى السهر على تنفيذ استراتيجية للاتصال المالي.

ثانيا-تعريف مؤشر CAC 40 وكيفية ادراج المؤسسة في المؤشر

1- **تعريف المؤشرات**: تعتبر المؤشرات كتعبير عن قياس مبتكر لتطور أسعار عدة أوراق مالية، وهي أداة قياس لأداء الأسهم أو السندات. وتعكس مؤشرات السوق المالي تطور سوق أو قطاع، وتمثل المتوسط (الحسابي أو المرجح) لأسعار عينة من القيم التي تشكلها، وهي بذلك تسمح بمعرفة الاتجاه العام للسوق[2].

ويعتبر المؤشر أداة قياس لنشاط السوق ومظهره وأداة مقارنة جد مهمة للمحترفين ولكل من يمتلك محفظة أسهم[3].

وهناك العديد من مؤشرات أسهم Euronext Paris أهمها: SBF120 ; SBF250 ; MIDCAC ; IT CAC، بالإضافة إلى أنه تم اطلاق مؤشرات جديدة بعد إعادة تشكيل Euronext كـ:

Indices All Share; Indices Small Cap; Indices MidCap [4]

2- **أهمية أن تكون المؤسسة مدرجة في مؤشر**[5]: تحقق المؤسسة المدرجة في مؤشر مزايا أهمها:

- أحسن سيولة من خلال تطور ونمو عدد المتدخلين المهتمين بالقيمة.
- أحسن تقييم من خلال انخفاض مخاطر المفاجآت غير السارة، أو نقص المعلومة المرتبط بعدد المحللين المتابعين للقيمة.

[1] - https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/bourse/euronext

[2] - Barneto P ; op cit ;P :39.

[3] - Hutin H et al;toute la finance d'entreprise en pratique ; 2eme Ed ; 2003 ;Ed d'Organisation ; P :508.

[4] - Barneto P ; op cit ;P :40.

[5] - Hutin H et al ;Op .Cit ; P :508.

- الاعتراف باسم أو العلامة الخاصة بالمؤسسة من طرف عدد كبير من الجمهور، وانتشار ذلك إعلاميا. (اشهار واسع النطاق، نفس الشيء فيما إذا تم تقييد المؤسسة في عدة أسواق عبر العالم).

3- **تعريف مؤشر CAC 40**: يعتبر مؤشر (Cotation Assistée en Continu, CAC 40) أهم مؤشر يتم من خلاله قياس أداء أسهم الشركات الفرنسية، وأهم المؤشرات الأوروبية المتداولة في بورصة باريس (Euronext Paris)، وقد تم إطلاق هذا المؤشر أول مرة في 31 ديسمبر سنة 1987 عن طريق شركة وكلاء الصرف (Compagnie des agents de change) ابتداء من مستوى 1000 نقطة. ويقيس مؤشر CAC 40 أداء أكبر 40 شركة في سوق الأسهم الفرنسي والمتداولة في بورصة باريس. وتقوم لجنة خاصة بمراجعة الشركات التي تشكل المؤشر كل ثلاثة أشهر، بحيث تكون هذه الشركات ممثلة للاقتصاد الفرنسي بشكل مثالي، ويتم تصنيف الشركات المتداولة في بورصة باريس حسب القيمة السوقية(الرسملة)، والسيولة بالإضافة لأحجام التداول اليومية[1].

وينبغي أن تستوفي القيم المدرجة في مؤشر CAC 40 مجموعة معايير أهلية أهمها[2]:

- يجب أن تكون ضمن 100 أكبر قيمة رسملة لسوق باريس،
- ينبغي أن تتوفر على سيولة كافية مقاسة بالنسبة العائمة، قراءة النقطة الثالثة ومقدار المعاملات ومعدل الأوزان اليومي لرأس المال،
- يجب أن تعكس القيم التنوع القطاعي للتصنيف.

ويتم التعبير عن المؤشر بالنقاط، ولا يعكس المؤشر المتوسط الحسابي لأسعار قائمة الأوراق المالية مثل Dow Jones مثلا، لكن يمثل متوسط مرجح لقيم الرسملة في البورصة العائمة لـ 40 ورقة.

كما يتم ترجيح المؤشر حسب القيمة السوقية للشركات المدرجة فيه، وتتغير نسبة الترجيح حسب تغير القيمة السوقية العائمة، فعندما ترتفع قيمة سهم شركة ما يتم تغيير نسبة مشاركته في المؤشر، حيث يمكن إيقاف التداول على أسهم أحد الشركات الأربعين لمدة 15 دقيقة إذا ارتفعت بنسبة تفوق 10% في اليوم، ويتم تحديث مؤشر CAC 40 كل 15 ثانية من يوم الاثنين إلى يوم الجمعة من الساعة 8:00 صباحاً إلى 16:35 مساء بتوقيت غرينيتش، مع وجود فترة ما قبل الافتتاح من 6:15 الى 8:00 تعرف وضع أوامر السوق لكن دون امكانية التداول كما هو الشأن في أسواق الأسهم الأمريكية. ويتكون مؤشر CAC 40 من

[1]- https://www.lerevenu.com/bourse/cac-40-tout-ce-que-vous-devez-savoir-sur-lindice-parisien

[2]- https://admiralmarkets.fr/formation /articles/base-du-forex/composition-cac40-février 2018.

عدة شركات عالمية كبرى، وبالرغم من أن معظم الشركات المدرجة في المؤشر هي شركات فرنسية، إلا أن حصة الأجانب من أسهم هذه الشركات يفوق 47%[1].

وإذا كانت الشركة لا تحترم المعايير المنصوص عليها تخرج من المؤشر، ويتم تعويضها بواحدة أخرى من CAC 20 التالية للـ CAC Next 20، وتخضع لمعايير الأهلية للمؤشر الرئيسي.

ويؤثر وزن كل قيمة من قيم أسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC 40 على تطوره، حيث كلما ارتفعت القيمة السوقية العائمة كلما زاد تأثيرها على تطور قيمة المؤشر، فمثلا: شركة Total تمثل 9,28%من الوزن الإجمالي لـCAC40 نهاية 2017، مقارنة بـ0,73% لشركة Accor. فمثلا ارتفاع بـ1 % في Totalيرفع ميكانيكيا مؤشر cac40 بـ 0,0928، مقارنة بـ Accor ارتفاع 1% في قيمة سهمها، يرفع قيمة مؤشر CAC40 بـ 0,0073.

المطلب الثاني: اختيار عينة الدراسة والحدود الزمانية والمكانية

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المقيدة في سوق باريس للأوراق المالية Euronext، وتم اختيار عينة الشركات المقيدة في مؤشر CAC 40. وكما تم التطرق إليه فإنه تدرج 40شركة في المؤشر من ضمن 100شركة على أساس حجم التداول والسيولة والرسملة في البورصة، وبما أنه يتم تحديث القائمة كل ثلاثي، وعلى اعتبار أن المعطيات المالية للمؤسسات سنوية والدراسة تربط بين الجانب التسييري المتمثل في تطبيق أدوات الحوكمة المؤسسية، والجانب المالي كمخرجات لهذا الأسلوب التسييري وهو "البحث" عن القيمة أو خلق القيمة والإدارة وفق هذا الهدف، فلقد تم اختيار وتحديد الشركات في العينة بمراعاة الهدف المتوخى من الدراسة وما يمكن أن يتوفر من معلومات لبلوغه وكذا ما يمكن أن يزيد في دقة النموذج.

أولا-اختيارعينة الدراسة

تم اختيار الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 في 31 / 12 على الأقل لسنتين ضمن ثلاث سنوات المختارة للدراسة وهي 2014-2015-2016 –وذلك للاحتفاظ بأكبر عدد من الشركات في العينة - وهذا كما هو موضح في الجدول أدناه.

[1]- https://www.lerevenu.com/bourse/cac-40-tout-ce-que-vous-devez-savoir-sur-lindice-parisien

الجدول رقم10 : قائمة شركات *CAC 40* خلال 2014،2015،2016 .

المؤسسات المقيدة في مؤشر الـ CAC40 في 2014/12/31	المؤسسات المقيدة في مؤشر الـ CAC40 في 2015/12/31	المؤسسات المقيدة في مؤشر الـ CAC40 في 2016/12/31
ACCOR	ACCOR	ACCOR
AIR LIQUIDE	AIR LIQUIDE	AIR LIQUIDE
Airbus Group (ex-EADS)	Airbus Group (ex-EADS)	Airbus Group (ex-EADS)
ALCATEL	ALCATEL	Arcelor Mittal
Alstom	Alstom	Axa
Arcelor Mittal	Arcelor Mittal	BNP
Axa	Axa	BOUYGUES
BNP	BNP	Cap Gémini
BOUYGUES	BOUYGUES	CARREFOUR
Cap Gémini	Cap Gémini	CREDIT AGRICOLE
CARREFOUR	CARREFOUR	DANONE
CREDIT AGRICOLE	CREDIT AGRICOLE	ENG IE (ex-GDF Suez)
DANONE	DANONE	Essilor International
EDF	ENGIE (ex-GDF Suez)	Kering (ex: Pinault-Printemps-Redoute)
ENGIE (ex-GDF Suez)	Essilor International	Klepierre
Essilor International	Kering (ex: Pinault-Printemps-Redoute)	L'Oréal
Gemalto	Klepierre	Lafarge Holcim
Kering (ex: Pinault-Printemps-Redoute)	L'Oréal	Legrand
L'Oréal	Lafarge Holcim	LVMH MOET HENESSY
Lafarge Holcim	Legrand	Michelin B
Legrand	LVMH MOET HENESSY	Nokia
LVMH MOET HENESSY	Michelin B	Orange (ex: France Télécom)
Michelin B	Orange (ex: France Télécom)	Pernod Ricard
Orange (ex: France Télécom)	Pernod Ricard	Peugeot S.A.

Publicis Groupe SA	Peugeot S.A.	Pernod Ricard
Renault	Publicis Groupe SA	Publicis Groupe SA
Safran	Renault	Renault
SAINT-GOBAIN	Safran	Safran
Sanofi	SAINT-GOBAIN	SAINT-GOBAIN
Schneider (Ex-Spie Batignolles)	Sanofi	Sanofi
Société Générale	Schneider (Ex-Spie Batignolles)	Schneider (Ex-Spie Batignolles)
Sodexo (ex: Sodexho)	Société Générale	Société Générale
Solvay	Solvay	Solvay
Technip	Technip	Technip
Total	Total	Total
Unibail-Rodamco	Unibail-Rodamco	Unibail-Rodamco
Valeo	Valeo	Valeo
Veolia Environnement	Veolia Environnement	Veolia Environnement
Vinci	Vinci	Vinci
Vivendi	Vivendi	Vivendi

Source : https://www.bnains.org/archives/histocac/compocac.php

كما تم استبعاد مؤسسات القطاع المالي (بنوك وتأمينات) (Axa, BNP , Crédit Agricole, Société Général.) بسبب خصوصية هذا القطاع مقارنة بباقي القطاعات الاقتصادية الأخرى، كما تم حصر فقط الشركات التي تتبنى قواعد حوكمة الشركات في المناخ الفرنسي المالي والاقتصادي (AFEP ; MEDEF)، لذا تم استبعاد الشركات التي لا تخضع لقواعد الحوكمة المنصوص عليها في هذا القانون وهي المبينة في الجدول أدناه :

الجدول رقم 11 : قائمة شركات *CAC 40* غير الخاضعة لقواعد الحوكمة (*AFEP ; MEDEF*)

الشركة	قواعد الحوكمة الخاضعة له
Lafarge Holcim	Code Suisse de gouvernance
Solvay	Code Belge de gouvernance
Airbus Group	Dutch C . G. Code
Arcelar Mittal	Luxemburg S. E

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الوثائق المرجعية للمؤسسات Documents de Références

كما تم استبعاد أيضا الشركات التي تقفل حساباتها في 8/31 وهي خلال هذه الفترة ووفق المعيار المحدد لاختيار الشركات في هذه الدراسة : Sodexo وPernod Ricard، وكذا استبعاد Tchnip FMC بسب اندماجها مع STMicroelectrics في 2016، وهذا لعزل الأحداث التي يمكن أن تشوش على نتائج الدراسة. وعليه أصبح عدد شركات العينة المدروسة 27 شركة من 40، وهذا كما تم الإشارة إليه أعلاه، بعد أن تم اختيار الشركات المدرجة في المؤشر على الأقل مرتين في /31/12 من 2014إلى 2016، وهي موزعة على 18 قطاع استبعد منه اثنين (بنوك وتأمينات)، كما هي موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم 12: القطاعات الأساسية لشركات *CAC 40*

الشركات المدرجة في مؤشر CAC 40حسب قطاعات النشاط		
Agro-alimentaire et boissons المأكولات والمشروبات	**Biens et services industriels** السلع والخدمات الصناعية	**Produits ménagers et de soins personnels** المنتجات المنزلية والعناية الشخصية
Danone	Alstom	L'Oréal
Pernod-Ricard	EADS	LVMH
Assurance التأمينات	Legrand	**Santé** الصحة
Axa	Safran	Essilor International
Automobiles et équipementiers السيارات والتجهيزات	Schneider Electric	Sanofi

Michelin	Vallourec	**Services aux collectivités خدمات مجتمعية**
Renault	**Chimie الكيمياء**	EDF
Banque البنوك	Air liquide	GDF Suez
BNP Paribas	Solvay	Veolia Environnement
Crédit Agricole	**Distributionالتوزيع**	**Technologie التكنولوجيا**
Société Générale	Carrefour	Capgemini
Bâtiment et matériaux de construction العمارات ومعدات البناء	Kering	Gemalto
Bouygues	**Médias وسائل الاعلام**	STMicroelectronics
Lafarge SA	Publicis Groupe	**Télécommunications الاتصالات**
Saint-Gobain	Vivendi	Orange
Vinci	**Pétrole et Gaz البترول والغاز**	**Voyage et loisirs سياحة وأسفار**
Matières premières المواد الأولية	Technip	Accor
Arcelor Mittal	Total	**Immobilier العقارات**
		Unibail-Rodamco

Source: https://investir.lesechos.fr/complements/2013/10/08/918862_1381225707_binck-fiche-pedagogique-les-secteurs-en-bourse.pdf.

ثانيا-الحدود المكانية والزمانية للدراسة

1. الحدود المكانية: تمثلت الحدود المكانية للدراسة في المؤسسات المقيدة في سوق باريس للأوراق المالية Euronext، وتم اختيار عينة المؤسسات المدرجة في مؤشر Cac 40.مع استبعاد مؤسسات القطاع المالي والتأمينات، وكذلك استبعاد المؤسسات غير الخاضعة للقانون المرجعي (AFEP ; MEDEF).بالإضافة إلى اختيار الشركات المقيدة في المؤشر في نهاية على الأقل دورتين من مجموع ثلاث دورات الخاصة بالدراسة، وكذا استبعاد الشركات التي تميزت بأحداث خاصة خلال فترة الدراسة(اندماج)، لتكون في الأخير عينة الدراسة هي المكونة من الشركات التالية:

Accor ; Air Liquide ; Bouygues ; Carrefour ; Danone ; Engie ; Essilor International ; Kering ; L'Oréal ; Legrand ; LVMH moet henessy ; Michelin ; Orange ; Peugeot

S.A. ; Publicis Groupe SA ; Renault ; Safran ; Saint-gobain ; Sanofi ; Schneider ; Solvay ; Total ; Unibail-Rodamco ; Valeo ; Veolia Environnement ; Vinci ; Vivendi

2. **الحدود الزمانية للدراسة:** تمثلت الحدود الزمانية للدراسة في اختيار فترة دراسة تقدر بثلاث سنوات 2014-2015-2016 وهذا قُبيل اطلاق مؤشر CAC 40 GOVERNANCE INDEX في 2017، واختيار ثلاث سنوات كان لأجل زيادة معنوية النموذج القياسي بالدرجة الأولى، وليس أساسا للحصول على سلسلة مقطعية وطولية بانل، فبهذا تم الحصول على عدد مشاهدات 81 مشاهدة (N×T) ، حيث N =27 و T= 3، وهذه من الميزات التي يقدمها هذا النوع من السلاسل.

المطلب الثالث: تطور الإطار القانوني للحوكمة في مناخ الدراسة

لقد تتالت في فرنسا العديد من القوانين التي تعالج عدة نقاط لتشكيل وإعادة تشكيل نظام الحوكمة، وكان ذلك حسب الظروف والتطورات الحاصلة على جميع المستويات، كما أن المؤسسات المقيدة نفسها طوّرت قواعد للحوكمة في شكل تقارير كقواعد جيدة للحوكمة، وهي الأخرى تطورت حسب مقتضيات الظروف المحلية والعالمية.

أولا-أهم القوانين التنظيمية للحوكمة في المناخ الفرنسي

لقد عالجت مختلف القوانين المتتالية لتشكيل وإعادة تشكيل نظام الحوكمة عدة مسائل متعلقة بالحوكمة أهمها[1]:

- **فعالية المجلس**: قانون(NRE(2002 يتم تطبيقه على كل المؤسسات حتى المؤسسات غير المقيدة مهما كان حجمها، عدا SAS (Société par Action Simplifiées)،حيث نص هذا القانون على تحديد عدد العهدات لشخص مادي، وإمكانية المسيرين الحصول على معلومات خلال دورات عهد تهم، ومعالجة إمكانية الفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير العام في شركات المساهمة التقليدية مع إمكانية خلق وظيفة نائب الرئيس التنفيذي.
- **تقييم إجراءات الرقابة الداخلية**: قانون (2003) LSF وتعني بها كل المؤسسات وهذا مبدئيا مع استثناء SAS المحدودة، وفي 2005 (قانون Breton) الخاص بالمؤسسات المقيدة وينص على أنه ينبغي على رئيس مجلس الإدارة، و في تقريره للجمعية العامة لفت الانتباه للطرق المطبقة لتنظيم أعمال المجلس وكذلك إجراءات الرقابة الداخلية المطبقة في الشركة.

[1]- Madhar Smahane;Opcit; p: 42-43.

- **قانون Breton للثقة** وتحديث السياسات الاقتصادية في 26-07-2005 لزيادة الشفافية خاصة حول علاوات المسيرين، كما يدعم هذا القانون المعلومات واتاحتها للمساهمين حول تفاصيل دفع علاوات المسيرين، مقترحين في ذلك أن يضمن تقرير التسيير تفصيلا عن إعداد ومبالغ العلاوات والمزايا المقدمة من طرف المؤسسة لمسيريها.

كما أن القانون الفرنسي يفرض على محافظ الحسابات أن يشهد في تقريره على الدقة والمصداقية في المعلومات الواردة في تقرير التسيير، خاصة ما يتعلق بأجور المسيرين والخدمات المقدمة مقابل هذا الأجر.

- **مسؤولية المسيرين عن المخاطر** :قانون 3 جويلية 2008 حول المؤسسات المدرجة في البورصة، حيث ينص على أن رئيس مجلس الإدارة يلحق بتقرير التسيير تقرير حول بناء شروط إعداد وتنظيم الأعمال للمجلس، وكذلك إجراءات المراقبة الداخلية وتسيير المخاطر، مع التفصيل في الإجراءات المتعلقة بمعالجه المعلومات المحاسبية والمالية.

فعندما تتبع المؤسسة بشكل إرادي احدى قواعد الحوكمة، فإن التقرير يحدد الترتيبات التي تم عزلها واستبعادها وأسباب ذلك، وإذا كانت المؤسسة لا تشير إلى قاعدة حوكمة فينبغي أن يشرح التقرير القواعد المأخوذ بها بالإضافة إلى المتطلبات التي يقتضيها القانون، ويشرح الأسباب التي جعلت المؤسسة تقرر عدم تطبيق شرط أو قاعدة من قواعد الحوكمة.

- **إنشاء لجنه تدقيق**: تعليمة8ديسمبر 2008 التي تحدد إنشاء لجنة تدقيق، وتعطي بذلك إطار قانوني للتطبيق، حيث أنه أصلا 72٪ من المؤسسات المقيدة لديها لجنه تدقيق، هذه اللجنة معينة تحت إشراف ومسؤولية المجلس لضمان متابعة إجراءات إعداد المعلومات المالية، كما يضمن أيضا متابعة فعالية نظام الرقابة الداخلية وتسيير المخاطر، والرقابة القانونية للحسابات السنوية. وينبغي أن تتضمن اللّجنة على الأقل مسير مستقل يمثل كفاءات خاصة محاسبية أو مالية.
- **التوازن بين الذكور والإناث في التمثيل في مجالس الإدارة**: قانون (Zimmermann) في 27-01-2011.
- **قانون Say on pay**: وهي قاعدة تدعو إلى تفسير وتوضيح في حالة عدم تطبيق القاعدة المنصوص عليها ذكر الأسباب المفسرة لمخالفتها.

كما أنه في فرنسا طورّت المؤسسات المقيدة قواعد للحوكمة المؤسسية في شكل تقارير تتضمن اقتراحات وتوصيات على شكل قواعد جيدة أهمها: التقرير الأول " Vienot" في جويلية 1995 ثم كملت

وحدثت تدريجيا في جويلية99، ثم في سبتمبر 2002، ثم في جانفي 2007، ثم أكتوبر 2008(حول أجور المسيرين التنفيذيين الاجتماعيين DMS)، وفي أفريل 2010 (الذي ركز على نسب تمثيل العنصر النسوي في المجلس حيث انطلاقا من هذه السنه وبعد ثلاث سنوات كان ينبغي أن يصل تمثيل العنصر النسوي في مجالس الإدارة 20%، ليبلغ بعد 6 سنوات يعني في 2017، 40%).

ثم التعديل في 2013، كما صدر ت نسخة في 2016، لكن تم التركيز على اصدار 2013 بسب أن الدراسة كانت خلال الفترة 2014-2016.

ثانيا-قواعد الحوكمة المؤسسية للشركات المقيدة Medef & Afep

تشكل قواعد الحوكمة المؤسسية للشركات المقيدة **Medef & Afep** مجموعة توصيات تابعة لنصوص داخلية منشورة حول موضوع الحوكمة (تقرير Viénot)، والذي يعود إلى مبادرة المؤسسات نفسها، وهو أكثر من قاعدة مرجعية أو مجموعة قواعد القيادة الجيدة التي ينبغي على المؤسسات تطبيقها حتى لو لم تكن مقيدة في البورصة.

ويعالج**medef & afep** النقاط التالية [1]*:

1. مجلس الإدارة كهيئة جماعية
2. مجلس الإدارة والسوق
3. الفصل بين وظائف رئيس المجلس والمدير العام
4. مجلس الإدارة والاستراتيجية
5. مجلس الإدارة والجمعية العامة للمساهمين
6. تركيبة مجلس الإدارة: المدراء الأساسيين
7. تمثيل العمال
8. تمثيل المساهمين الأقلية
9. المسيرين المستقلين
10. تقييم مجلس الإدارة
11. جلسات المجلس واجتماعات لجانه

*لتفاصيل أكثر حول مضمون قواعد الحوكمة لـ afep medef . يتم العودة إلى www .associies-gouvernance.com /wp-content/uploads/2013/06/code_de 2013gouvernance d'entreprises_Afep_Medef_juin_

[1]- Barneto P. Gregorio G.; Op.Cit ; P : 640-641.

12. تكوين المسيرين
13. فترة وظائف المسيرين
14. لجان المجلس
15. لجنة التدقيق والمراجعة
16. لجنة الاختيار أو التعيين
17. لجنة المكافآت
18. عدد العهدات للمسيرين والمسيرين الاجتماعيين
19. أخلاقيات المدراء
20. أجور المدراء
21. توقيف عقد العمل في حالة عهدة اجتماعية
22. أجور المسيرين الاجتماعيين والمعلومات حول الأجور
23. تنفيذ التوصيات

ولقد كونت medef & afep لجنة عليا لمتابعة توصياته من طرف المؤسسات المقيدة ذات المرجعية لهذا القانون، هذه اللجنة مكونة من أربعة شخصيات كفأه تمارس أو مارست وظائف تنفيذية في مجموعات بحجم عالمي، وثلاثة شخصيات نوعية ممثلة للمستثمرين و/أو مختارة بسبب كفاءتها القانونية والأخلاقية. ويكون فيها الرئيس معين من ضمن الأربع شخصيات، هذه الشخصيات معينة لمدة 3 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة [1]. وتسهر هذه اللجنة على[2]:

- ضمان متابعة وتطبيق المبادئ المنصوص عليها في هذا القانون، وإذا قررت مؤسسة مقيدة عدم اتباع توصيات اللجنة العليا عليها أن تشير إلى ذلك في تقريرها السنوي وفقا للتعليمة المنصوص عليها في القانون "Appliquer ou Expliquer ". حيث يعطي هذا المبدأ للمؤسسة نوعا من المرونة في تطبيق الحوكمة.
- اقتراح تعديلات على هذا القانون المرجعي على وقع التطورات الميدانية لسلطة الأسواق الفرنسية AMF. وتقدم اللجنة دوريا تقرير نشاطها للجمهور.

[1]- www .associies-gouvernance.com /wp-content/uploads/2013/06/code_de gouvernance d'entreprises_Afep_Medaf_juin_2013

[2] - IBID

وتبقى مختلف هذه التعليمات توصيات وليست نصوص قانونية ملزمة، وكل بلد يعرض مميزات خاصة وقوية في تأدية وظائف المؤسسة وفي هيكلة ملكيتها.

ثالثا-هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF)

هي الهيئة التنظيمية المالية في فرنسا، وقد تم تأسيسها بموجب قانون الأمن المالي في 1أوت عام 2003. وتركز هيئة الأسواق المالية الفرنسية في الغالب على فرنسا، ولكنها توفر أيضا تنظيم السوق المالي في المستويات الأوروبية والدولية، وهي عضو فاعل في هيئة الأوراق والأسواق الأوروبية .(ESMA) وهي تعمل على أساس ثنائي مع أكثر من 40 وكالة تنظيمية أوروبية ودولية عاملة في إطار اتفاقات التعاون وتبادل المعلومات.[1]

وتعد هيئة الأسواق المالية، باعتبارها هيئة عامة مستقلة، المسؤولة عن حماية الاستثمارات سواء كانت صكوك مالية أو جميع الأشكال الأخرى من المدخرات والاستثمارات، فضلا عن تنظيم الأسواق المالية. ومهمتها لتشهد على:[2]

- حماية ادخار المستثمر في الأدوات المالية وكل توظيف آخر ليعطي مكان لعرض عام للادخار.
- معلومات للمستثمرين ومراقبة مصادرها.
- السير الحسن لسوق الأدوات المالية (تطبيق تنظيمات البورصة).

كما تتولى هيئة الأسواق المالية تنظيم مشغلي السوق مثل Euronext Paris (الذي ينظم التداول في الأسهم والأوراق المالية ذات الدخل الثابت والمشتقات)، وتنظيم وتسوية الأوراق المالية وودائع الأوراق المالية المركزية، مثل يوروكلير فرنسا. كما أنها توافق أيضا على اللوائح التنظيمية من غرف المقاصة، مثل كلير نتClearnet ، الذي يعمل على مركزية المعاملات على أساس يومي، كما تحدد متطلبات التشغيل لأعضاء المقاصة.

وأخيرا، تشرف AMFعلى مقدمي الخدمات المالية مثل شركات الاستثمار وشركات إدارة ومستشاري الاستثمار المالي.

[1]- http://ar.tradimo.com/tradipedia/AMF--France_1120/

[2]- Barneto P.; Gregorio G. ; Op.Cit; P : 39.

المبحث الثاني: تصميم منهجية الدراسة والنماذج والأدوات المستعملة

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم تحضير ملف بيانات مع حساب مختلف المتغيرات، ثم بعد ذلك معالجة مختلف هذه البيانات واستغلالها، ولقد تم استخدام نماذج البيانات الطولية المعروفة أيضا بنماذج" البانل Panel Model "بهدف الحصول على نتائج مضبوطة وزيادة الدقة في التنبؤ التي يتميز بها هذا النوع من النماذج من خلال زيادة عدد المشاهدات عن طريق ربط عدد المشاهدات المقطعية بعدد الفترات الزمنية إذ أنها تمزج وتأخذ في الاعتبار أثر التغير في الزمن وكذلك أثر التغير في المشاهدات المقطعية [1].

كما تم اعتماد برنامج تطويق البيانات DEA من أجل حساب مؤشر الحوكمة وإظهار تأثير التظافر بين مختلف آليات الحوكمة المعتمدة في الدراسة وتأثيرها على خلق القيمة، كما أن هذا المؤشر يمكن أن يعكس كفاءة نظام الحوكمة من خلال تجميع مختلف الأدوات في مؤشر حوكمة واحد SCORE de GOUVERNANCE (SCOR) ويتم تناول مختلف هذه العناصر من خلال المطالب التالية:

- تقدير مختلف متغيرات الدراسة
- نماذج البيانات الطولية (البانل)
- نموذج التحليل عن طريق تطويق البيانات

المطلب الأول: تقدير مختلف متغيرات الدراسة

لدراسة العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وخلق القيمة في الشركات محل الدراسة خلال الفترة المختارة تم الاعتماد على متغيرات تعكس تطبيقات الحوكمة، وكذا المتغيرات التي تعبر عن مستوى خلق القيمة، كما سبق وأن أشرنا إليه.

ولقد تم جمع البيانات المتعلقة بالدراسة من مصادر أصلية، سواء الخاصة ببيانات حوكمة الشركات أو البيانات المعبرة عن خلق القيمة، من التقارير المرجعية السنوية لمؤسسات العينة وكذا التقارير المالية والمستخرجة من مواقع رسمية والمتمثلة في الموقع الرسمي لـ Euronext، ومواقع رسمية تابعة له كـ : Boursorama.com , investing.com. وكذا المواقع الرسمية لشركات العينة.

[1] - Breusch, T. S, Pagan, A. R. "A Simple Test for Heteroskedasticity and Random Coefficient Variation", research paper, Econometrica, N°47, Vol.5, 1979.pp. 1287–1294.

ولقد تم اختيار اثنين من آليات الحوكمة الداخلية التي تفرق نوعا ما تطبيقات الحوكمة في مؤسسات العينة، والتي يتم مصادفتها كثيرا في أدبيات الموضوع ومختلف الدراسات التطبيقية والتي تعتبر متغيرات مفسرة والمتمثلة في: مجلس الادارة كأهم آلية للحوكمة، وهيكل الملكية (actionnariat) على أساس أنه يعكس صفة المستثمرين في المؤسسة.

أولا-المتغيرات المفسرة للدراسة

لقد تم اعتماد آليات الحوكمة الأكثر شيوعا والأكثر احتمالا بأن تؤثر على خلق القيمة في المؤسسة، ولأنه يعتقد بأن تحدد من خلال هذه الآليات مستوى الحوكمة الذي يمكن التعبير عنه بالحوكمة "الجيدة "، إذا ما تم من خلالها احترام حقوق مختلف الأطراف أصحاب المصلحة، مع تحمل كل طرف لمسؤولياته في حدود عمله وصلاحياته، كما أن الحوكمة الجيدة أو الكفأة هي التي ينتظر منها تحقق أهداف المؤسسة المتمثلة أساسا في خلق القيمة، وهذا حسب تعريف الحوكمة. ولقد تم اعتماد المتغيرات المفسرة التالية:

1-**متغيرات مجلس الإدارة** من خلال:

- ✓ حجم المجلس **TC**: عدد أعضاء مجلس الإدارة في المؤسسة،
- ✓ نسبة الأعضاء المستقلين **TIND**: وتم حسابها عن طريق قسمة عدد الأعضاء المستقلين على حجم المجلس بعد استبعاد عدد المساهمين العمال في المجلس، وهذا كما ينص عليه القانون المرجعي ; AFEP MEDEF،
- ✓ عدد الاجتماعات للمجلس **NR**،
- ✓ نسبة الحضور للأعضاء في الاجتماعات **ASSI**،
- ✓ هيكلة المجلس أحادية أم ثنائية **DU** : حيث منحت المؤسسات ذات الهيكلة الأحادية المتغير الصوري **0**، والمؤسسات ذات الهيكلة الثنائية المتغير **1**،
- ✓ عدد اللّجان في المجلس **NC** بما فيها لجنة التدقيق والتي كل مؤسسات العينة تتوفر عليها بنسبة استقلالية كاملة،
- ✓ عهدة أعضاء المجلس **MOND**، وهي عدد السنوات التي يمكن لعضو المجلس البقاء في المؤسسة، والتي يمكن أن تعكس الخبرة من جهة وسلوك التأصل من جهة أخرى،
- ✓ عدد المساهمين العمال في المجلس **NAS**،

2- **متغيرات هيكل الملكية من** خلال:

- ✓ **نسبة تركز الملكية Conce :** والذي يعكس في هذه الدراسة مجموع نسب ملكية ثلاث مساهمين الأوائل ضمن هيكل الملكية بما فيهم المستثمرين المؤسسيين، وهذا ليعكس درجة تركز أو تشتت الملكية في المؤسسة، ورغم أن النظام الفرنسي –الهجين- تسود فيه ملكية مركزة* إلا أنه هناك فروقات معتبرة في هيكل الملكية المعتمد في شركات العينة، ولقد اعتمدت للتعبير عن تركز الملكية عدة مقاييس، ولقد تم اختيار في هذه الدراسة مجموع ملكية ثلاث مساهمين الأوائل بما فيهم المستثمرين المؤسسيين، لأنه في بعض هياكل الملكية لبعض مؤسسات العينة هناك أين يتم تصنيف المساهمين إلى المستثمرين المؤسسيين والمستثمرين الأفراد، وهناك أين يتم الإشارة إلى المؤسسات المساهمة بما فيها الدولة ونسبة ملكية الجمهور العام، وأحيانا نسب ملكية المؤسسات المساهمة والنسبة العائمة** (Flottant)، ... الخ، لذا تم اختيار هذه الدلالة للتعبير عن تركز الملكية على أساس أنه من خلالها يمكن التعبير عن درجة التركز للملكية مع خلق نوع من التجانس في التعبير عن المتغير في العينة. ولقد اعتمدت عدة مقاييس للتعبير عن تركز الملكية في عدة دراسات مثل[1]: دراسة لـ Charreaux(91) حيث اعتمد في التعبير عن الأداء على مقياس Sharpe والمردودية الاقتصادية والمالية و Q de Marris وQ de Tobinوبالنسبة لتركز الملكية فتم اعتماد حصة رأس المال الممتلك من طرف المساهمين المعروفين. دراسة Boubakri et al (2005) اعتمد في التعبير عن الأداء على المردودية الاقتصادية والمالية أما تركز الملكية فتم اعتماد حصة رأس المال الممتلك من طرف الثلاث مساهمين الأساسيين.
- ✓ **نسبة المساهمين العمال في هيكل الملكية ACSAL.** وهي المستخرجة من الوثائق المرجعية للمؤسسة من بند هيكل الملكية، والتي يفترض أن ارتفاع هذه النسبة يؤدي إلى تشجيع العمال على تحسين الأداء وتقريب مصالح العمال والمساهمين، وتخفيض تكاليف الوكالة.

و تشير التقارير أن عدد العمال المساهمين في الشركات الأوروبية عامة بلغ في نهاية 2014 عشر مليون، في حين أنه في 2007 كان فقط ثمانية ملايين شخص لكن يبقى الرقم بعيد عن الاحصائيات في الولايات

---

* للعودة لخصائص النموذج الفرنسي للحوكمة أنظر الفصل الأول، المبحث الثالث، المطلب الثالث من هذه الأطروحة.

**عائم (الطفو الحر): الجزء من أسهم الشركة الممتلكة من قبل الجمهور، وبالتالي من قبل المستثمرين الذين ليس لديهم منطق السيطرة. وكلما زاد تعويم الشركة، كلما زادت درجة الأمان. في الوقت نفسه، سيتم تخفيف السيطرة على الشركة، وهذه الأخيرة هي تحت ضغط عرض عام. ويأخذ التعريف الذي اعتمده المجلس العلمي لمؤشرات حساب الطفو الحر في الحسبان جميع رأس المال الصادر من الشركات مطروحا منها الرقابة الذاتية، والأسهم المملوكة بشكل مباشر أو غير مباشر من قبل المؤسسين و / أو الدولة، والسيطرة من الكتل، وكذلك الأسهم المرتبطة بملكية المساهمين التي لا تندرج ضمن الفئات المذكورة أعلاه، وحيازات يتم تحليلها على أنها مستقرة. http://www.boursereflex.com/lexique/flottant

[1] - Yves Mard, Sylvain Marsat et Fabien Roux ; «Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français » ; Revue Finance Contrôle Stratégie FCS, VOL 17 ; N° 4 ,12/2014 .

المتحدة الأمريكية والتي بلغ عدد المساهمين العمال في شركاتها في نهاية 2014 ثمانية وعشرون مليون عامل مساهم .[1]

نتائج حسابات المتغير المفسر (آليات الحوكمة) لشركات العينة خلال فترة الدراسة ملخصة في **الملحق رقم (01).**

ثانيا-المتغير التابع

ولقد تم التعبير عن خلق القيمة في عينة الدراسة من خلال مؤشرين، مؤشر اقتصادي دال على التسيير، ومؤشر سوق، وبذلك تم تجاوز المؤشرات التقليدية (المحاسبية) المعبرة عن المردودية الاقتصادية والمالية، وهذه المؤشرات المعتمدة هي:

- ✓ القيمة الاقتصادية المضافة **EVA** كرائد في قياس خلق القيمة،
- ✓ **Q de Marris** كمؤشر سوق يدل على خلق القيمة.

مختلف نتائج حساب متغيرات خلق القيمة لشركات العينة خلال فترة الدراسة ملخصة في **الملحق رقم (02).**

ثالثا-متغيرات التحكم (متغيرات الضبط)

بالتوافق مع الدراسات السابقة تم إضافة ثلاثة متغيرات ضبط، إضافة إلى متغيرات الدراسة الرئيسية المتغير التابع والمفسر، وذلك لضبط النموذج على أساس أنها متغيرات تعبر عن عوامل لها أن تؤثر في تحديد أداء شركات العينة وخاصة خلق القيمة. ولقد اعتمدت المتغيرات التالية:

- ✓ حجم الشركة معبر عنه باللوغريتم النيبيري لمجموع أصول الشركة**ACT**،
- ✓ نسبة الاستدانة **DF**،
- ✓ معدل نمو المبيعات **grca**.

وبعد اختيار المتغيرات التابعة والمفسرة والضابطة تم حسابها، مثل حساب مؤشرات خلق القيمة والمتغيرات الضابطة، وكذا بعض المتغيرات للحوكمة غير المعطاة مباشرة في الوثائق المرجعية لشركات العينة، كنسبة الاستقلالية للمجلس، ونسبة تركز الملكية.

مختلف متغيرات الضبط لشركات العينة خلال فترة الدراسة في **الملحق رقم (01) الجزء الثاني.**

ويبين الجدول رقم(13) كيفية حساب مقاييس خلق القيمة المعتمدة في الدراسة ومتغيرات الضبط.

[1] - Analyse financière ; La revue de la société Française des analystes financiers ; N° 53 ; Octobre / Novembre/ Décembre 2014 ; P : 22 .

الجدول رقم 13: تلخيص لكيفية حساب مقاييس خلق القيمة ومتغيرات الضبط المعتمدة في الدراسة

المتغير	الرمز	طريقة الحساب
القيمة الاقتصادية المضافة	EVA	$EVA_t = \mathrm{R.op}_t(1-\mathrm{T}) - \mathrm{CMPC} * CI_{t-1}$ $\%\boldsymbol{EVA_t} = \boldsymbol{Re_t - CMPC}$
المردودية الاقتصادية	Re	$Re_t = \mathrm{R.op}_t(1-\mathrm{T}) / \mathrm{CI}_t$
التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال	CMPC	$CMPC = Rc * CP/CP + D + Rd(1-T) * D/CP + D$
رأس المال المستثمر	CI	$CI_t = DFN + FP$
الديون المالية الصافية	DFN	$DFN_t = DFLT + DFCT - TR$
تكلفة الأموال الخاصة (معدل العائد الأدنى المطلوب من المساهمين)	Rc	$Rc_t = Rf_t + \beta PRM$ والمحصل عليه انطلاقا من نموذج الـــ MEDAF
العائد بدون مخاطر	R_f	$Rf_t = \sum Rf_j/360$
علاوة مخاطر السوق	PRm	$PRm = E(Rm) - Rf$
تكلفة الديون	Rd	$Rd = cout\ de\ la\ dette\ financiere\ /\sum[DFLT + DFCT]$
الرسملة البورصية	CP	$CP = Cours\ de\ référence \times N$
حجم الديون	D	$\sum[DFLT + DFCT]$
Q de Marris	Q	$Q = CP/FP$
معدل نمو المبيعات	Grca	$grca = [ca_n - ca_{n-1}/\ ca_{n-1}] \times 100$
نسبة الاستدانة	DF	$DF = D/ACT$
حجم المؤسسة	ACT	$Ln\ ACT$

المصدر: من اعداد الباحثة.

وفيما يلي بعض التوضيحات لما ورد في الجدول أعلاه:

1. بالنسبة للـ **EVA** والمعطاة وفق العلاقة التالية[1] :

$$EVA_t = \mathrm{R.op}_t(1-\mathrm{T}) - \mathrm{CMPC} * CI_{t-1}$$

فلقد تم التعبير عن EVAكنسبة من رأس المال المستثمر، وذلك لخلق تجانس واستقرار أكثر في مختلف المقاييس المعتمدة في الدراسة -أغلب المقاييس التي تم اعتمادها في التعبير عن المتغيرات كانت على شكل نسب مئوية-وذلك انطلاقا من العلاقة التالية:

$$\%\boldsymbol{EVA_t} = \boldsymbol{Re_t} - \boldsymbol{CMPC}$$

حيث تم أولا حساب المردودية الاقتصادية للمؤسسة بعد الضريبة Re، والمعطاة بالعلاقة التالية:

$$\boldsymbol{Re_t} = \mathbf{R.op}_t(\mathbf{1}-\mathbf{T}) \,/\, \mathbf{CI}_t$$

كما أنّ **TR** الواردة في الجدول أعلاه توافق **(النقدية)** و$\mathbf{R.op}_t$ (النتيجة التشغيلية، أو العملياتية) والتي تم استخراجها من حساب النتيجة لفترة الدراسة والمنشورة على مواقع شركات العينة. وينبغي الإشارة هنا أنه لم يتم اجراء تعديلات على المتغيرات التي تدخل في حساب EVAبالنسبة لشركات العينة على اعتبار أن التعديلات ستغير وتحور البيانات، وعلى أساس أن هذه الشركات تطبق معايير **IFRS**فإن شكل عرض البيانات يكون موحد ومتجانس لشركات العينة، ولقد كان هذا ضمن الانتقاد الموجه للـ**EVA** بسبب كثرة التعديلات التي كان ينبغي اجراؤها والذي تم استدراكه بتوحيد الممارسات المحاسبية وتطبيق معايير **IFRS** بالنسبة للمؤسسات المقيدة.

2. اعتماد معامل المخاطرة" β" لمؤسسات العينة المقدرة على أربع سنوات والمنشور في الموقع investing .com. لكل شركة من شركات العينة. حيث أنه يزيد احتمال الخطأ في تقدير "β " في المؤسسات الصغيرة الرسملة السوقية بسب ضعف الارتباط وهو ما يمكن تفاديه في هذا النوع من الشركات.

[1] - Thauvron A ;" Evaluation d'entreprise" ; Economica ; 3emeEd ;Paris ;2010 ; P :232.

3. تم اعتماد المعطيات التاريخية لقيم أذونات الخزينة لتقدير R_F « OAT 7- 10 ans » كمعدل بدون مخاطر، وتم حسابه خلال الفترة عن طريق متوسط التغير اليومي بالاعتماد على البيانات التاريخية لـ R_f.
4. تم تقدير علاوة مخاطر السوق *PRm من البيانات المحصل عليها من مكتب acuitem ، المتخصص في الدراسات المالية، والتي تم حسابها بطريقة التنبؤ وليس بالاعتماد على طريقة البيانات التاريخية، وهو ما يعكس بوفاء المتطلبات الحالية للسوق والوصول إلى تقييم يعتمد على قاعدة معدل خصم متوقع، وذلك من خلال البيانات التقديرية للفترة 2014-2016 والمعطاة في شكل منحنى، ومن خلالها تم حساب المتوسط لهذه العلاوة انطلاقا من التغيرات الثلاثية خلال كل فترة. (أنظر **الملحق رقم 03**)
5. **DF** : والتي تمثل الديون المالية وتم حسابها بجمع الديون الطويلة والقصيرة الأجل المسجلة في الميزانية خلال كل دورة.
6. **DFN:** الديون المالية الصافية، وهي مجموع الديون الطويلة والقصيرة الأجل مخفض منها خزينة الأصول، بهدف حساب رأس المال المستثمر.
7. بالنسبة لمعدل نمو المبيعات grca تم حسابه من المعطيات المستخرجة من جدول النتيجة للفترة 2013-2016 حسب العلاقة في الجدول أعلاه لكل مؤسسة. (أنظر **الملحق رقم 01الجزء الثاني).**
8. بالنسبة للسعر المرجعي لسهم المؤسسة(*Cours de référence*)، تم حساب متوسط سعر السهم خلال كل فترة بالاعتماد على المعطيات التاريخية المستخرجة من صفحة شركات العينة في الموقع investing .com، وبالنسبة لعدد الأسهم فهي مستخرجة من الوثائق المرجعية للمؤسسات في بند(Structure d'Actionnariat).

رابعا- حساب قيم المتغيرات

بالاعتماد على العلاقات المبينة في الجدول أعلاه تم حساب وتقدير مختلف المتغيرات وسيتم توضيح ذلك لمؤسسة واحدة من العينة المكونة من 27 مؤسسة، ونختار المؤسسة الأولى حسب الترتيب الأبجدي، أي شركة ACCOR.

*- تمثل علاوة مخاطر السوق(PRm) المردودية الإضافية المنتظرة من الأعوان للاستثمار في السوق، مقارنة بالتوظيف في أذونات الخزينة. فهي تمثل الأجر الإضافي المرتبط بتحملهم المخاطر. ونظريا هذه العلاوة مقدرة بالفرق بين المردودية المنتظرة من السوق ومعدل بدون مخاطر R_F، وتُعطى كما في العلاقة في الجدول أعلاه. ويمكن تقديرها بمقاربتين، الأولى عن طريق معطيات تاريخية (ex post)، والثانية وفقا للقيم المستقبلية للأسهم(ex ante)، ووفقا لتقديرات المحللين الماليين، حيث أنها من الناحية التطبيقية معقدة لأنها تتطلب فترة مرجعية طويلة (20-50سنة). Thauvron A ; Op .Cit ; P :80

وفيما يلي مثال لكيفية حساب الـ EVAمن خلال تقدير مختلف مدخلاتها وهذا للمؤسسة Accor، والطريقة نفسها تم اعتمادها في الحساب لجميع مؤسسات العينة لكل فترة الدراسة. وملخص مدخلات حساب EVA للشركة المختارة خلال فترة الدراسة في الجدول أدناه.

الجدول رقم 14: مدخلات حساب *EVA* خلال فترة الدراسة للمؤسسة *Accor*

Année	ROPP	Rf	B	PRM	Rc	DF	Cout des DF	Rd	Trésorerie	DFN
2016	279000	0,4298	0,94	6,9937	7,0039	2908000	70000	2,4072	1184000	1724000
2015	470000	0,8214	0,94	6,9937	7,3955	2836000	71000	2,5035	2963000	-127000
2014	443000	1,58	0,94	6,9937	8,1541	2866000	58000	2,0237	2677000	189000
2013						2232000			1928000	304000

Année	CI	N	COURS Ref	Vcp	Vcp + DF	Vcp/Vcp + DF	DF/ Vcp + DF
2016	7649000	284767,67	35,43	10089318,55	12997318,55	0,7763	0,2237
2015	3860000	235352,43	40,005	9415273,762	12251273,76	0,7685	0,2315
2014	4056000	231836,4	37,34	8656771,139	11522771,14	0,7513	0,2487
2013	3060000						

Année	T	CMPC	EVA	Re	EVA	EVA%
2016	0,3333	0,0580	-37712,73	0,02431812	-129854,087	-3,3641
2015	0,3333	0,0607	67153,8118	0,0811785	83064,7973	2,0479
2014	0,3333	0,0646	97624,9748	0,07281758	25098,6662	0,8202

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات المؤسسة ACCOR ومخرجات Excel.

وبالنسبة لـQ de Marris فلقد تم حسابه من خلال العلاقة التالية: $Q = CP/FP$ وهو يعكس القيمة السوقية على القيمة الدفترية.

CP= متوسط سعر السهم للفترة ضرب عدد الأسهم: N × Cours de Référence ،ويمثل الرسملة في البورصة

FP= القيمة المحاسبية للأموال الخاصة المسجلة في الميزانية.

الجدول رقم 15 : حساب *Q de Marris* للمؤسسة *Accor* خلال فترة الدراسة

	CP	***FP***	*Q de Marris*
2014	10089318.55	5925000	2.2386
2015	9415273.76	3987000	2.3615
2016	8656771.139	5925000	1.70

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات المؤسسة ACCOR ومخرجات Excel.

وتم الاعتماد في الحصول على نتائج EVA وQ على برنامج Excel، ثم فيما بعد ترحيلها إلى برنامج Eviews لتقدير نماذج البيانات الطولية، المعروفة بنماذج البانل.

المطلب الثاني: نماذج البيانات الطولية (البانل)

بعد تحضير ملف بيانات الدراسة وتقدير المتغيرات تأتي مرحلة استغلال هذه البيانات، ويتم الاعتماد على نماذج البيانات الطولية في الإجابة عن الإشكالية واختبار الفرضيات. حيث تتمتع نماذج البيانات الطولية بمجموعة من المزايا، منها أنها تسمح بزيادة درجات الحرية، وتقليص مشاكل الخطية المتعددة (multicollinearity)، وكذا إزالة أو تقليل التحيز في التقدير، كما توفر الأسس الدقيقة لتحليل البيانات الكلية للاقتصاد، وغيرها من المزايا التي تزيد من دقة النموذج بسب زيادة عدد المشاهدات[1].

وللإشارة فإن اعتماد نماذج البانل في الدراسة، وبالإضافة إلى المزايا التي تقدمها كما تمت الإشارة إليها، فإنه كان بدرجة أولى بدافع الحصول على نتائج مضبوطة وزيادة الدقة، وذلك من خلال زيادة عدد المشاهدات عن طريق ربط البيانات المقطعية بالزمنية، والتي هي احدى خصائص البانل. ولم يتم دراسة استقراريه السلسلة قبل تقدير النموذج، لأن ثلاث فترات غير كافية لذلك ولا يمكن تقسيم البيانات إلى شهرية أو ثلاثية لأن البيانات المالية المعتمدة سنوية، وصعوبة تقدير البيانات للحصول على قيم EVA خاصة وقد تم الحرص على اختيار عناصر العينة بالشكل الذي يستبعد القيم الممكن أن تؤثر على دقة النموذج واستقراره.

[1] - Cheng Hsiano, Analysis of Panel Data, Cambridge University Press, New York,2ndEd, 2003,P:3.

وتتميز بيانات البانل، كما تم ذكره أعلاه، بأخذها لبعدين بعين الاعتبار :البعد الزمني والبعد المقطعي (ما بين الأفراد محل الدراسة، لذلك عند اختيار نماذج الانحدار يتم التركيز على مقدار التغيرات، وبحسب البعد المأخوذ بعين الاعتبار نميز بين[1]:

- التغير بدلالة كل من الزمن والأفراد (المؤسسات في هذه الدراسة) بمعنى بدلالة البعدين، الزمني والمقطعي، وهو ما يطلق عليه بالتغير الشامل.
- التغير بين المؤسسات (الاختلاف بين المؤسسات) دون البعد الزمني، وهو ما يطلق عليه بالتغير البيني.
- التغيرات لنفس الفرد (المؤسسة أو مؤسسات نفس القطاع) بدلالة الزمن وهو ما يطلق عليه بالتغير الضمني.

ويتم تعريف نماذج البانل لعدد N من المشاهدات المقطعية خلال فترة زمنية T بالصيغة التالية[2]:

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^{k} \beta j Xj(it) + u_{it} \quad .....(1)$$

$$i=1,2,....N \; ; \; t=1,2,....T.$$

حيث أن Y_{it} تمثل قيمة متغير الاستجابة في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t، $\beta_{0(i)}$ تمثل قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة i، β_j تمثل قيمة ميل خط الانحدار، $Xj(it)$ هي قيمة المتغير التفسيري j في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t ، وأن u_{it} تمثل قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t.

ويتميز هذا النوع من السلاسل عن السلسلة الزمنية أو المقطعية من حيث أنه غني بالمعلومات ويوفر عدد أكبر من المشاهدات. وهذا لأنه إذا كان النوع الأول أو الثاني يوفران T وN مشاهدة، على التوالي، فإن النوع الثالث(البانل) سوف يوفر TxN مشاهدة وهذا ما يمكن من تجاوز مشكلة عدد دراجات الحرية عند إجراء الاختبارات المختلفة.

وانطلاقا من البعدين الزمني والمقطعي لنماذج البانل، فإن هذه النماذج تأتي في ثلاثة أشكال رئيسية، نموذج الانحدار التجميعي أو نموذج التأثير المجمع (PEM (Pooled Effect Model ، ونموذج التأثير الثابت (FEM (Fixed Effect Model، ونموذج التأثير العشوائي (REM (Random Effect Model

أولا - نموذج الانحدار التجميعي أو الشامل *Pooled regression model*

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات $\beta_{0(i)}$ و β_j ثابتة لجميع الفترات الزمنية(يهمل أي تأثير للزمن)، بمعنى أنه يعالج كل البيانات على أنها بيانات مقطعية

[1]- عبد السلام حططاش، "نظرية الهيكل المالي في اطار نظام المشاركة، دراسة تقييمية للهياكل المالية لعينه من المؤسسات الاقتصادية"، مذكرة مقدمة لمناقشة أطروحة دكتوراه علوم، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2017، ص: 286.

[2]- رتيعة محمد، استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02، 2014، ص: 154.

لذا فهو يلغي البعد الزمني للوحدات، كما يلغي خصوصية الوحدات. وبالتالي فالعيب الكبير لهذا النموذج يتمثل في إلغائه للاختلافات الموجودة بين هذه الوحدات. وباعادة صياغة النموذج في المعادلة (1)نحصل على نموذج الانحدار التجميعي بالصيغة التالية[1]:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^{k} \beta j Xj(it) + u_{it} \quad .....(2)$$

$$i=1,2,....N \; ; \; t=1,2,....T.$$

حيث أن: $E(u_{it})=0$ و $var(u_{it})= \sigma_u^2$. وتستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معلمات النموذج في المعادلة (2)، بعد أن ترتب القيم الخاصة بمتغير الاستجابة والمتغير التوضيحي بدءا من أول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا وبحجم مشاهدات مقداره TxN.

u_{it} : يسمى حد الخطأ أو الاضطراب العشوائي، وغير المفسرة من النموذج، ويمكن تجزئة مقداره إلى 3 عناصر[2]:

$$u_{it} = \alpha_i + v_t + w_{it}$$

α_i :الاثار الخاصة الفردية؛

v_t : الآثار الخاصة الزمنية؛

w_{it}: الأثر المتبقي، وهو يبين تأثير المتغيرات الأخرى المهملة في الدراسة والتي تتغير بدلالة كل من الأفراد والزمن، مع عدم ارتباطه بالبعد الفردي، ولا بالبعد الزمني (idiosyncratic).

تتميز الآثار الخاصة الفردية والزمنية بتغيرهما العشوائي، وعدم ارتباطهما ذاتيا، ولا مع بعضهما وكذا عدم ارتباطهما بالأثر المتبقي، كما أنها غير مرتبطة مع المتغيرات المفسرة x_j .

ويقل استخدام هذا النموذج في الدراسات التطبيقية نظرا لمحدوديته وإهماله للخصائص الفردية والخصائص الزمنية، وبدمجه لكل البيانات الفردية لكل الفترات.

يفترض النموذجان الآخران وجود الخصائص أو التأثيرات الفردية الملتقطة من خلال α_i وغير الملتقطة في النموذج (Unobserved heterogeneity) بحيث تمثل α_i التغيرات الخاصة بكل وحدة والتي لم يفسرها النموذج(متغيرات أخرى لم تشملها الدراسة). يختلف النموذجين من حيث وجود ترابط بين الخصائص الفردية مع المتغيرات المفسرة(نموذج التأثير الثابت)من عدم وجود هذا الترابط(نموذج التأثير

[1]- زكريا يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، 2012، ص: 270-271.

[2]- عبد السلام حططاش، مرجع سبق ذكره، ص: 287.

العشوائي)، بمعنى إذا كانت التغيرات الخاصة بكل فرد مرتبطة مع الأفراد الآخرين أي مشتركة معهم فهنا يستخدم نموذج التأثير الثابت، أما في حالة استقلالها عن بعضها فيتم استخدام نموذج التأثير العشوائي[1].

ثانيا-نموذج التأثير الثابت (*Fixed Effect Model*) *FEM*

يكون الهدف في نموذج التأثيرات الثابتة هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدى من خلال جعل معلمة القطع β_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل βj ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي أنه يتم التعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع)، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية[2]:

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^{k} \beta j X j(it) + u_{it} \quad .....(3)$$

$$i=1,2,....N \; ; \; t=1,2,....T.$$

حيث أن: $E(u_{it})=0$ و $var(u_{it})= \sigma_u^2$. ويقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة β_0 لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن، وإنما يكون التغير خاصًا بالوحدات فيما بينها فقط. وبغرض تقدير معلمات النموذج في المعادلة (3)، والسماح لمعلمة القطع β_0 بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر (N-1) لكي نتجنب حالة التعددية الخطية التامة. ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية. ويطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية. وبعد إضافة المتغيرات الوهمية D في المعادلة (3) يصبح النموذج على الشكل التالي[3]:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha d \mathrm{Dd}(it) + \sum_{j=1}^{k} \beta j X j(it) + u_{it} \quad .....(4)$$

$$i=1,2,....N \; ; \; t=1,2,....T.$$

حيث يمثل المقدار $\alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha d \mathrm{Dd}(it)$ التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع β_0 ، ويمكن كتابة النموذج بالمعادلة (4) بعد حذف α_1 كما يلي:

$$Y_{it} = \sum_{d=2}^{N} \alpha d \mathrm{Dd} + \sum_{j=1}^{k} \beta j X j(it) + u_{it} \quad ..... (5)$$

حيث تكون قيمة المتغير الوهمي D_i تساوي واحد إذا تعلق الأمر بالشركة i وصفر بالنسبة للشركات الأخرى.

[1]- عبد السلام حططاش، مرجع سبق ذكره، ص: 287.

[2]- رتيعة محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

[3]- نفسه.

وعليه فنموذج التأثير الثابت يسمح بوجود ترابط بين التأثيرات الفردية الخاصةα_1 والمتغيرات المفسرة $x_{j,it}$، وتتميز هذه التأثيرات الفردية بثباتها بدلالة الزمن لكل فرد واختلافها من فرد لآخر، لذلك لم يظهر فيها مؤشر الزمن t .

ثالثا- نموذج التأثير العشوائي (*REM (Random Effect Model*)

يعامل معامل القطع $\beta_{0(i)}$ في نموذج التأثيرات العشوائية كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي[1]:

$$\beta_{0(i)=} \mu + \nu_i \ / \quad i=1,2,3,...,N.....(6)$$

وبتعويض المعادلة (6)في المعادلة (3) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية وبالشكل:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^{k} \beta j Xj(it) + \nu_i + u_{it} \quad .....(7)$$

$$i=1,2,....N \ ; \ t=1,2,....T.$$

حيث أن ν_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i، حيث يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية بنموذج مكونات الخطأ، بسبب أن النموذج في المعادلة (7) يحوي مركبين للخطأ هما ν_i و u_{it} .

حيث يتميز نموذج التأثيرات العشوائية بالخواص الرياضية التالية[2]:

$$var(u_{it}) = \sigma_u^2 \quad و \quad E(u_{it})=0$$

أيضا: $var(\nu_i) = \sigma_u^2$ و $E(\nu_i) = 0$

ليكن لدينا حد الخطأ المركب الآتي:

$$W_{it} = \nu_i + u_{it} \ / \ E(w_{it})=0 \quad et \quad var(u_{it}) = \sigma_u^2 + \sigma_v^2$$

يعتبر نموذج التأثير العشوائي التغيرات المقطعية والزمنية عشوائية وليست ثابتة كما الحال في النماذج السابقة، مما يجعل معلمات النموذج ممثلة للعينة المدروسة[3].

رابعا- اختبارات المفاضلة بين النماذج

لتحديد النموذج المناسب بين النماذج الثلاث للبيانات الطولية يتم اعتماد أساليب إحصائية لاختبار النموذج الأنسب، وهناك اختبارين أساسيين يتم اعتمادهما وهما

[1]- زكريا يحيى الجمال، نفسه، ص: 272.

[2]- رتيعة محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

[3]- عبد السلام حططاش، مرجع سبق ذكره، ص:289.

1. **اختبار فيشر[1] Fisher:** يسمح هذا الاختبار بمعرفة وجود اختلاف بين الشركات من عدمه، بمعنى هل ثابت حساب قيمة الانحدار مشترك بين جميع الشركات أم لكل شركة ثابت خاص وقد تم الحصول على قيمة F من خلال برنامج Eviews

ومن الناحية التطبيقية كما تم ذكره سابقا فترفض فرضية العدم (H_0)، إذا كان الاحتمال (χ^2) Prob أقل من5% ، بمعنى تفضيل نموذج التأثير الثابت أو العشوائي، وفي الحالة العكسية نقبل فرضية العدم بمعنى نفضل نموذج التأثير المجمع.

حيث يتم اختبار الفرضيات التالية:

H_0: تقدير الانحدار بنموذج التأثير المجمع أنسب لمعطيات الدراسة من نموذج التأثير الثابت أو العشوائي. وهذا إذا كان: **Fc ≤ Ft ، أو أن الاحتمال المرفق بقيمة F أكبر من 5%**.

H_1: تقدير الانحدار بنموذج التأثير الثابت أو العشوائي أنسب لمعطيات الدراسة من نموذج التأثير المجمع. إذا كان Fc>Ft . أو **أن الاحتمال المرفق بقيمة F أقل من 5%**.

ومادام أن نموذج الانحدار التجميعي قائم على طريقة المربعات الصغرى، هذا يعني أنه إن كان الاختبار إيجابيا، يفضل بذلك استخدام نموذج التأثير العشوائي بدلا من نموذج الانحدار التجميعي. وفي هذه الحالة، يتم اختبار الأفضل بين نموذجي التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة وذلك من خلال اختبار هوسمان (Hausman test)

2. اختبار هوسمان[2] Hausman test (للمفاضلة بين نموذج التأثير الثابت ونموذج التأثير العشوائي (Fixed VS. Random Effect)

يعتبر هذا الاختبار هاما في تحديد أحد النماذج الأصلية الخاصة بلوحة البيانات، بمعنى الاختيار بين نموذج التأثير الثابت والتأثير العشوائي، حيث يتميز نموذج التأثير العشوائي بكونه أكثر فعالية مقارنة بنموذج التأثير الثابت، لذلك يقوم هذا الاختبار على تأكيد استخدام نموذج التأثير العشوائي من خلال قياس مدى الاختلاف بين نتائج مقدرات النموذجين، فإن كان هذا الاختلاف طفيفا، بمعنى ذلك أن لا فوارق جوهرية بين نتائجهما وبالتالي يفضل نموذج التأثير العشوائي، أما إن تم تسجيل فوارق كبيرة في نتائجهما، فهنا نستخدم نموذج التأثير الثابت.

يُمكِن هذا الاختبار من دراسة المتغيرات بدلالة الزمن فقط، وتصاغ عبارة الاختبار كما يلي:

[1]- حاج صحراوي حمودي، محاضرات في الاقتصاد القياسي، جامعة فرحات عباس سطيف 1، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، الجزائر.

[2]- عبد السلام حططاش، مرجع سبق ذكره، ص: 290.

$$H=(\hat{\beta}_{RE}-\hat{\beta}_{FE})'(V(\hat{\beta}_{RE})-V(\hat{\beta}_{FE}))(\hat{\beta}_{RE}-\hat{\beta}_{FE})$$

إذا كان الفارق بين النموذجين ضئيل جدًا فإن هذا الاختبار تقترب قيمته من الصفر، والعكس في حالة اختلاف نتائجهما.

كما تصاغ الفرضيتان الخاصتان باختبار هوسمان بطريقة أخرى كما يلي:

H_0: $Cov(X_{itj}, \alpha_i) = 0$, $t = 1, 2, \ldots, T$; $j = 1, 2, \ldots, k$.
H_1: $Cov(X_{itj}, \alpha_i)$ 0, $t = 1, 2, \ldots, T$; $j = 1, 2, \ldots, k$.

قبول فرضية العدم (H_0) يعني أن نموذج التأثير العشوائي هو الأفضل، أما في حالة الرفض، بمعنى قبول H_1، فذلك معناه أن أهم فرضية لنموذج التأثير العشوائي(فرضية أن التأثيرات العشوائية غير الملتقطة مستقلة عن المتغيرات المفسرة) خاطئة، مما يستدعي استخدام نموذج التأثير الثابت . بمعنى آخر إن أدى هذا الاختبار إلى فوارق غير معتبرة فالنتيجة هي استخدام نموذج التأثير العشوائي، أما إن كانت النتيجة معتبرة (فوارق كبيرة بين نتائج النموذجين) ، فهنا يستخدم نموذج التأثير الثابت .

ومن الناحية التطبيقية ترفض فرضية العدم (H_0)، إذا كان الاحتمال $P(\chi^2)$ أقل من5% ، بمعنى تفضيل نموذج التأثير الثابت، وفي الحالة العكسية نقبل فرضية العدم بمعنى نفضل نموذج التأثير العشوائي.

يخضع اختبار هوسمان لتوزيع كي مربع، بدرجة حرية قيمتها هي عدد المقدرات المتغيرة بدلالة الزمن.

بالإضافة إلى نماذج البيانات الطولية المعتمدة في تحليل البيانات فقد تم اعتماد نموذج التحليل التطويقي للبياناتDEA (Data Envelopment Analysis)، كأسلوب لتقدير مؤشر كفاءة الحوكمة.

المطلب الثالث: نموذج التحليل عن طريق تطويق البيانات DEA

كمحاولة لبناء مؤشر حوكمة يقيس كفاءة هذا النظام ودوره في خلق القيمة، وذلك بالاعتماد على مختلف خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية في مؤسسات العينة، تم اعتماد أسلوب التحليل التطويقي للبيانات.

أولا- ماهية التحليل عن طريق تطويق البيانات

يعتبر التحليل عن طريق تطويق البيانات من بين أهم الأساليب والأكثر شيوعا والمستخدمة في تحليل كفاءة المنظمات خاصة الحكومية، ولقد اختلفت التسمية فهناك من يطلق عليه "أسلوب التحليل عن طريق تطويق البيانات" وهناك من يطلق عليه تسمية "تحليل مغلف البيانات"، وللاختصار يرمز له بـ

(DEA) ، وهو نهج جديد نسبيا يستخدم توجيه البيانات لتقييم الكفاءة* التقنية لمجموعة من الكيانات المتماثلة أو وحدات صنع القرار، كما أن هذا الأسلوب يندرج ضمن أساليب بحوث العمليات. وبتعبير أكثر دقة فهو يرتبط ارتباطا وثيقا بأساليب البرمجة الرياضية الخطية، إذا فالتحليل التطويقي للبيانات هو التقنية التحليلية التي يمكن استخدامها في تحديد أفضل أداء ممارس في استخدام الموارد ما بين مجموعة من المنظمات، وتعود أصول استخدامه في المؤسسات الأكاديمية إلى منتصف الستينات أين بدأ اهتمام الاقتصاديين بكفاءة التعليم في الولايات المتحدة الامريكية بسبب انزعاجهم من ارتفاع كلفته وتدني جودته. وفي السبعينات تفرد باحث اقتصاديات التعليم Levin بقياس الكفاءة من خلال بناء نموذج نظري طبقه على الطلاب كوحدات من خلال استخدام البرمجة الخطية لبناء المنحى الحدودي (أي تحديد الطلاب الذين يحصلون على نتائج اختبارات معينة بمدخلات منخفضة)، وبالرغم من نجاعة نموذج Levin إلا أن طريقته النظرية تتطلب استخدام عملي، وهذا قد يعد أمرا صعبا إذا ما أردنا قياس الكفاءة تطبيقيا. وفي عام 1978 قام Edwardo Rhodes بإعداد أطروحة دكتوراه تحت اشراف البروفيسور Cooper تعالج موضوع تقييم البرامج التربوية للطلبة الزنوج والإسبان المتعثرين دراسيا، حيث تطلب التحليل مقارنة أداء مجموعة من المدارس المتناظرة، وظهرت صعوبة المقارنة في تقدير الكفاءة الفنية للمدارس حيث تشتمل على عدة مدخلات وعدة مخرجات بدون توفر معلومات عن أسعارها. وللتغلب على هذه الصعوبة قاما بالتعاون مع Charnesللوصول إلى حل يُمكِنهم من قياس الكفاءة النسبية عند غياب معلومات حول أسعار المدخلات، والذي شمل أول نموذج اشتهر بأسمائهم وهم Charnes و Cooper Rhodes ، وللاختصار يرمز له بالأحرف الأولى من أسماء الباحثين CCR أو يرمز له أيضا بـ CRSاختصارا لمفردات جملة عوائد الحجم الثابتة، وفي سنوات لاحقة تم تطوير نموذج ثاني من طرف Charnes و Cooper و Banker أطلق عليه تسمية نموذج عوائد الحجم المتغيرة، وهو يميز بين نوعين من الكفاءة: الكفاءة الفنية وكفاءة الحجم، وللاختصار يرمز له بـ BCC أو VRS وهي اختصارات مثل ما وضحنا في النموذج الأول . كما تم بموجب هذا النموذج إضافة متغير جديد لتعرف من خلاله عوائد الغلة المتغيرة BCC [1].

* الكفاءة: حيث أنه في إطار اعتبار الشركة كأداة لتحويل المدخلات إلى مخرجات، وباعتبار أن المدخلات هي عوامل أساسية للإنتاج مثل العمالة، والأرض، ورأس المال، والإدارة، والمهارة التكنولوجية، وأن المخرجات هي عبارة عن السلع والخدمات التي تنتجها الشركة، فإن أبسط قياس للكفاءة يتمثل في مقدار المدخلات المطلوبة لإنتاج مخرجات معينة، وذلك يعني أن الكفاءة هي المخرجات على المدخلات، وكلما كانت الشركة أكثر كفاءة قل مقدار المدخلات المطلوبة لإنتاج مخرجات معينة. **شارلزهل وجاريث جونز،Charles W .L.Hill& Gareth R.Jones، ترجمة ومراجعة رفاعي محمد رفاعي ومحمد سيد أحمد عبد المتعال، دار المريخ، الرياض،2001، ص196-197.**

[1]- ايمان ببة، إلياس بن ساسي، تطبيق أسلوب التحليل التطويقي للبيانات في قياس الكفاءة النسبية لمؤسسات التعليم العالي الجزائرية في ظل إدارة التغيير،)دراسة تطبيقية على تشكيلة من مؤسسات التعليم العالي الجزائرية مابين 2008-2014. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية – العدد08/2015 ، ص 95.

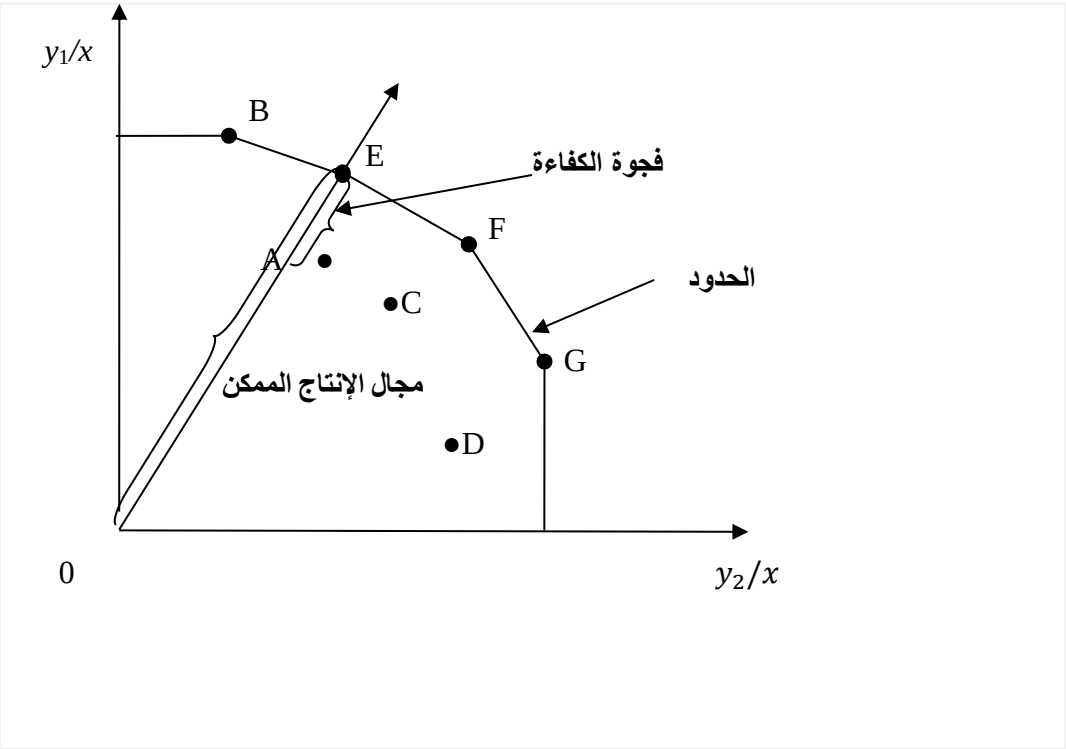
ويرجع سبب تسمية هذا الأسلوب باسم التحليل عن طريق تطويق البيانات أو تغليف البيانات فيعود إلى كون وحدات القرار ذات الكفاءة تكون في المقدمة وتطوق أو تغلف الوحدات غير الكفؤة، وعليه يتم تحليل البيانات التي تغلفها الوحدات الكفؤة.

وتتكون الكفاءة الاقتصادية للمنشأة من الكفاءة التقنية والكفاءة التوظيفية، حيث تعني الكفاءة التقنية مقدرة المنشأة على الحصول على أعلى مستوى للانتاج باستخدام المقادير المتاحة من المدخلات. وتعكس الكفاءة التوظيفية مقدرة المنشأة على استخدام المزيج الأمثل للمدخلات آخذة بعين الاعتبار أسعار المدخلات والتقنيات الانتاجية المتاحة. وهناك طريقتان لحساب مؤشرات الكفاءة، الأولى من جانب المدخلات والثانية من جانب المخرجات. وتسمى الأولى المؤشرات ذات التوجه الادخالي (Input-Oriented Measures)وتسمى الثانية المؤشرات ذات التوجه الاخراجي (Output-Oriented Measures)[1] .

وتعرف الكفاءة من جانب المخرجات بالكمية التي يمكن بها زيادة المخرجات تناسبيا بدون تقليص كمية المدخلات. ويوضح الشكل أدناه الخريطة التقنية للمخرجات لمنشأة تنتج نوعين من المخرجات y_1 و $y2$ وتستخدم مدخل الانتاج x_1 تحت ظروف تقنية تتميز بثبات اقتصاديات الحجم. والشكل الموالي يوضح هذا المفهوم.

[1]- فريح خليوي حمادي الدليمي، قياس الكفاءة النسبية لقطاع صناعة السكر في الباكستان باستخدام أسلوب تحليل مغلف البيانات، أطروحة مقدمة إلى جامعة سانت كلمنتس العالمية استكمالاً لمتطلبات منح درجة الدكتوراه فلسفة في الإدارة الصناعية، 2008، ص:

الشكل رقم 18: حالة التطويق بالتوجه الاخراجي



Source: W. W. Cooper, L. M. Seiford, K. Tone, *Introduction To Data Envelopment Analysis And Its Uses*, Springer Science Business , Media, USA, 2006, p. 9**.**

و يمثل الشكل رقم (18) مجموعة من وحدات اتخاذ القرار تنتج المنتجين y_1 و y_2 بإستعمال المدخل x، و يظهر مجال الإنتاج الممكن بين المحورين y_2/x و y_1/x، و الحدود الكفؤة المكونة من الوحدات G-F-E-B، حيث تعتبر هذه الأخيرة ذات كفاءة إنتاجية كاملة بالمقارنة بالنقاط D-C-A التي لا تحسن استخدام مدخلاتها المتاحة، ويتم حساب كفاءة هذه الأخيرة بالمقارنة مع الحدود الكفؤة، كأن نحسب كفاءة الوحدة A عن طريق قسمة الشعاع $\overrightarrow{0A}$ على الشعاع $\overrightarrow{0E}$ فتكون النتيجة 0.75، و يعني أن الوحدة هذه يمكنها أن تزيد من مخرجاتها بنسبة 25 % باستعمال نفس القدر من المدخلات، وهكذا يتم قياس وتحسين الكفاءة بالنسبة لـ C و D.

ويسمي أسلوب DEA المؤسسة المراد قياس كفاءتها بوحدة اتخاذ القرار DMU، وبشكل عام DMU هي كل كيان مسؤول عن تحويل المدخلات إلى مخرجات، بحيث يمكن تقييم أداءه، ففي المجال التسييري يمكن أن تتضمن: البنوك، أقسام المخازن، الأسواق المركزية، الشركات، المستشفيات، الجامعات، ...إلخ، فبهذا

فمفهوم وحدة اتخاذ القرار واسع، بشرط أن تمتلك كل DMU درجة معينة من الحرية الإدارية في اتخاذ القرارات[1].

ويصنف أسلوب DEA كأحسن وسيلة للمقارنة المرجعية (*Benchmark*)،[2] نظرا لتميزه بتحديد أحسن الوحدات النظيرة بالنسبة للوحدات غير الكفأة، بالاعتماد على مدخلات ومخرجات متعددة. ولا يتطلب قياس الكفاءة بهذا الأسلوب توفر معلومات عن أسعار المدخلات أو المخرجات، ولا يتطلب أن تكون المدخلات والمخرجات من نفس وحدة القياس، ويتم التركيز على كل وحدات اتخاذ القرار وليس على متوسط العينة، كما أنه ليس هناك تقييد في استعمال شكل معين من أشكال دوال الإنتاج، يرضي معايير العدالة الصارمة في التقييم النسبي لكل وحدة قرار.[3]

ولقد أثبت بانكر وآخرون(Banker et Al) سنة 1984 بأن قياس الكفاءة المحدد في أعمال شارنز وآخرون (Charnes et Al)سنة 1978 يمكن تقسيمها إلى قسمين الكفاءة الفنية وكفاءة الحجم، كما عرفت طريقة التحليل بتطويق البيانات في السنوات الأخيرة نجاحا كبيرا من خلال استعمالها في البحوث والدراسات الميدانية، وخاصة بعد التغييرات والتعديلات التي أحدثت على هذه التقنية من طرف ترال وسيفور (Thrall et Seiford) سنة1990، ونولاس وميلار(Miller et Noulas) في 1996، وسميك (Semmick) سنة 2001،حيث أن طريقة التحليل بتطويق البيانات تحدد المشاهدات بطريقة تبين حدود الكفاءة[4].

لكن هذه الطريقة لا تأخذ بعين الاعتبار أخطاء القياس أو الآثار العشوائية، ولا تحتاج DEA فرضية التوزيع أو دالة نوعية، ولكن تبقى غير عشوائية مقارنة بطريقة التحليل العشوائي (SFA)، وتتضمن تحديد التكلفة المنخفضة لكمية المدخلات باستعمال تقنيات البرمجة الخطية[5].

ثانيا-أهم ايجابيات وحدود طريقة التحليل بتطويق البيانات DEA[6]

- **الإيجابيات**:

[1]- W. W. Cooper, L. M. Seiford, Kaoru Tone, *Data Envelopment Analysis*, 2end ed. Springer Science + Business Media, USA. 2007. p. 22.

[2]- H. Sherman David. Zhu Joe, *Service Productivity Management*, Springer Science+Business Media, New York, USA, 2006, p. 50-51.

[3]- A. Manzoni, S.M.N. Islam, *Performance Measurement in Corporate Governance*, Physica-Verlag Heidelberg, 2009, p. 98.

[4]- شوقي بورقبة، الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية، دراسة تطبيقية مقارنة، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف 1، 2010 ، ص: 108.

[5] -Randall Campbell, and al,Efficient Frontier Estimation: A Maximum Entropy Approach, Department of Finance and Economics Mississippi State University, p: 6.

[6]- محمد عبد الرحمن إسماعيل، تقييم أداء نماذج تحليل مغلف البيانات في ظل وجود مشاهدات متطرفة، مجلة الإدارة العامة، م49، العدد 4، الرياض، السعودية، نوفمبر 2009، ص: 760 - 747.

1- تستعمل طريقة التحليل بتطويق البيانات في دراسة كفاءة مختلف الوحدات الإنتاجية وخصوصا بالنسبة للعينات الصغيرة، حيث تقوم هذه الطريقة بتحليل كل وحدة إنتاجية على حدى وقياس كفاءتها مقارنة بمجموع وحدات العينة المدروسة، ويشكل هذا العنصر الميزة الأساسية لهذه الطريقة بالإضافة إلى المرونة العالية في استعمال المعطيات؛

2- إن دراسة العلاقة بين المدخلات والمخرجات ليست محصورة في دالة محددة مسبقا حيث لا تتطلب الطريقة المعلماتية تقدير مختلف المعاملات لأي دالة، وبالتالي تعتبر ميزة مهمة بالنسبة لطريقة التحليل بتطويق البيانات نظرا لمحدودية المعلومات المتعلقة بالتكنولوجيا المستعملة من طرف وحدات الإنتاج؛

3- -تسمح هذه الطريقة بدراسة وبكل سهولة الحالات متعددة المدخلات والمخرجات، وتسمح بإمكانية إدخال متغيرات إضافية بكل سهولة؛

4- تأخذ طريقة التحليل بتطويق البيانات بعين الاعتبار القيم القصوى؛

5- تسمح بتسيير مزدوج للمدخلات والمخرجات من خلال قدرتها على تعظيم العلاقة بينهما؛

6- يسمح أسلوب DEA بالتمييز بين عدم الكفاءة التقنية وعدم الكفاءة في الحجم والنطاق.

- **الحدود**

1. الحساسية العالية لنوعية البيانات المعتمدة، فأي خطأ مهما كان صغيراً في العلاقة بين المدخلات والمخرجات يمكن أن يغير من نتائج الدراسة،
2. كثرة الحسابات الناتجة عن حجم البرامج الخطية والواجب حلها بالنسبة لكل وحدة قرار،
3. تعتبر هذه الطريقة نسبية، وبالتالي قد لا تعطي نتائج دقيقة تبين مدى كفاءة الوحدات المدروسة
4. لا يمكن معرفة مساهمة مختلف المتغيرات، لأنه لا يتم تقدير مختلف معاملات الدالة مثلما هو الحال في الطرق المعلماتية،
5. -تعتبر هذه الطريقة أن مقدار الخطأ يساوي الصفر عكس الطريقة المعلماتية التي تأخذ بعين الاعتبار الخطأ في الدالة المقدرة للكفاءة، وبالتالي فإن هذه الفرضية يمكن أن تؤثر على نوعية النتائج وبالتالي التفسيرات، وبالخصوص إذا ما كان المحيط المدروس يتميز بالصدمات العشوائية،
6. لا تأخذ طريقة تطويق البيانات بعين الاعتبار الكفاءة التخصيصية عند عملية التحليل وبالتالي لا تأخذ بعين الاعتبار تغير أسعار المعاملات.

وبالاعتماد على نموذج DEA تم تقدير مؤشر الحوكمة المعتمد على آليات الحوكمة المختارة في الدراسة كمدخلات وعلى خلق القيمة المعبر عنها بالمؤشرين EVAو Q de Marris كمخرجات، في المطلب الثالث من المبحث الموالي.

المبحث الثالث: اختبار العلاقة بين الحوكمة وخلق القيمة في شركات العينة

بعد تحضير ملف بيانات الدراسة وتقدير المتغيرات تأتي مرحلة استغلال هذه البيانات، ويتم الاعتماد على نماذج البيانات الطولية في الإجابة على الإشكالية واختبار الفرضيات. وكخطوة أولى يتم الاعتماد على مقاييس النزعة المركزية التي تعطي فكرة أولية عن تحليل وتوزيع مختلف المتغيرات في عينة الدراسة. ثم تحليل الارتباط بين المتغيرات التابعة والمفسرة للدراسة، أي بين آليات الحوكمة الداخلية ومؤشرات خلق القيمة في شركات العينة، ثم تحليل الارتباط بين مؤشر كفاءة الحوكمة، المحصل عليه ببرنامج التحليل التطويقي للبيانات، ومؤشرات خلق القيمة EVAوQ .وتم تناول هذه العناصر من خلال المطالب التالية:

- تحليل الخصائص الوصفية لمتغيرات العينة والارتباط بين المتغيرات.
- تحليل واختبار نماذج الانحدار بين مؤشرات خلق القيمة وآليات الحوكمة
- تحليل واختبار نماذج الانحدار بين مؤشر الحوكمة وخلق القيمة.

المطلب الأول: تحليل الخصائص الوصفية لمتغيرات العينة والارتباط بين المتغيرات.

قبل اجراء اختبارات نماذج الانحدار بين المتغيرات التابعة والمفسرة، ينبغي التعرف أولا على مقاييس النزعة المركزية لمتغيرات العينة والارتباط بين المتغيرات فيما بينها المفسرة والتابعة.

أولا- تحليل الخصائص الوصفية لمتغيرات عينة الدراسة

تعطي مقاييس النزعة المركزية فكرة أولية عن تحليل وتوزيع مختلف المتغيرات في عينة الدراسة.

1- بالنسبة للمتغيرات التابعة

الجدول رقم16: الخصائص الوصفية للمتغيرات المعبرة عن خلق القيمة لدى شركات العينة

	EVA	Q	RE	RF
Mean	2.304972	2.048545	8.343986	10.97716
Median	1.579700	1.787800	7.669977	11.03000
Maximum	18.78010	4.484500	24.95920	28.83000
Minimum	-6.757600	0.640000	-2.745664	-10.49000
Std. Dev.	4.285797	0.984655	4.970787	6.804681
Skewness	0.637377	0.666349	0.600968	-0.162783
Kurtosis	4.218047	2.394514	3.446791	4.542535
Jarque-Bera	10.49165	7.231606	5.549415	8.388251
Probability	0.005269	0.026895	0.062368	0.015084
Sum	186.7027	165.9322	675.8629	889.1500
Sum Sq. Dev.	1469.444	77.56371	1976.698	3704.295
Observations	81	81	81	81

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الوثائق المرجعية لشركات العينة وتقاريرها المالية وبالاعتماد على مخرجات برنامج Eview 9

حيث يبين **الجدول رقم 16** الخصائص الوصفية للعينة والمتعلقة بالمتغيرات التابعة للدراسة والتي بلغ عدد مشاهداتها 81 مشاهدة.

ولقد بلغ متوسط خلق القيمة المعبر عنه بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA في شركات العينة 2,3% من مجموع الأموال المستثمرة CI، وهذا الأخير قدر متوسط قيمته خلال فترة الدراسة بـ5.188.333.000 أورو، بمعنى أن متوسط المردودية الاقتصادية المحققة Re فاق متوسط تكلفة الأموال في هذه العينة CMPC خلال فترة الدراسة بـ2,3،وبانحراف معياري للـ EVA مرتفع قدربـ 4,28 ، كما أن أدنى قيمة سجلت هي سالبة 6,75% لشركة Engie خلال 2015، وأعلى قيمة 18,78%سجلت لدى شركة Safran خلال 2016 .

أما بالنسبة للمؤشرQ فمتوسط قيمته في العينة 2,048، وبانحراف معياري بلغ 0,98، وQ أكبر من الواحد وهو دليل على تحقق خلق قيمة في شركات العينة، بمعنى أن متوسط القيمة السوقية للأموال الخاصة فاقت متوسط القيمة الدفترية خلال الفترة، وأدنى قيمة سجلت أقل من الواحد 0,64 لدى شركة Engie في 2016، وأعلى قيمة سجلت لدى شركة Safran في 2015 قدرت بـ 4,48.

أما بالنسبة للمقاييس المحاسبية فقد سجلت نسبة متوسطة للمردودية المالية لشركات العينة بـ10,9% ، مقابل متوسط مردودية اقتصادية قدرت بـ .8,34

2- بالنسبة للمتغيرات المفسرة

يتم تحليل الخصائص الوصفية للمتغيرات المفسرة في عينة الدراسة والموضحة في الجدول رقم(**17**)، وهذا في ظل توصيات قواعد الحوكمة لـ afep&medef. وفيما يلي بيان لهذه المقاييس.

الجدول رقم17: الخصائص الوصفية للمتغيرات المفسرة في عينة الدراسة

	TC	TIND	NC	NR	NAS	DU	MOND	ASSI	CONCE	ACSAL	ACT	DF	GRCA
Mean	14.20988	0.673924	3.592593	8.125000	1.888889	0.790123	3.759259	0.920463	39.27235	4.421884	24.32287	0.226619	1.248989
Median	15.00000	0.670000	4.000000	8.000000	2.000000	1.000000	4.000000	0.924000	30.91000	2.750000	24.29646	0.221973	2.286053
Maximum	20.00000	1.000000	5.000000	15.00000	4.000000	1.000000	5.000000	1.000000	94.66000	23.30000	25.98505	0.467700	32.33632
Minimum	8.000000	0.400000	2.000000	4.000000	0.000000	0.000000	3.000000	0.800000	0.450000	0.400000	22.68842	0.023191	-71.27755
Std. Dev.	2.723582	0.147487	0.891316	2.177997	1.483240	0.409758	0.570696	0.039311	28.03469	4.646778	0.793748	0.099963	13.00839
Skewness	-0.192617	0.232337	-0.388005	0.460262	0.122489	-1.424897	0.106447	-0.572007	0.537355	2.280446	0.032961	0.353129	-3.065691
Kurtosis	2.484947	2.315918	2.403895	2.999876	1.689437	3.030331	2.668980	3.186175	1.977245	8.967773	2.742035	2.586078	17.51536
Jarque-Bera	1.396185	2.251141	3.231668	2.824547	5.999365	27.41257	0.522781	4.086270	7.428465	162.1961	0.239260	2.261692	837.9772
Probability	0.497533	0.324467	0.198725	0.243589	0.049803	0.000001	0.769980	0.129622	0.024374	0.000000	0.887249	0.322760	0.000000
Sum	1151.000	53.24000	291.0000	650.0000	153.0000	64.00000	304.5000	67.19380	3181.060	305.1100	1970.152	18.35611	101.1681
Sum Sq. Dev.	593.4321	1.696684	63.55556	374.7500	176.0000	13.43210	26.05556	0.111268	62875.52	1468.293	50.40288	0.799403	13537.45
Observations	81	79	81	80	81	81	81	73	81	69	81	81	81

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الوثائق المرجعية لشركات العينة وتقاريرها المالية وبالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

انطلاقا من معطيات الجدول رقم **(17)** الملخص للخصائص الوصفية للمتغيرات المفسرة في عينة الدراسة، فقد سجلت القيم التالية:

بالنسبة لحجم المجلس **TC**: فمتوسط حجم المجلس في شركات العينة هو حوالي 14 عضو بانحراف 2,72، مع تسجيل أصغر مجلس بعدد أعضاء قدر بـ8 أعضاء وأكبر مجلس بـ20 عضو في شركات العينة، وحسب توصيات القانون المرجعي كما تم الإشارة له سابقا ينبغي أن يكون عدد الأعضاء ضمن المجال [3 18]، لكن هناك بعض المرونة مع قاعدة " Appliquer ou Expliquer " التي تسمح للشركات التي أخلّت ببعض القيود المنصوص عليها شرح السبب وتوضيح الموقف والذي يتعلق بظروف عمل المؤسسة وخصوصيتها .

أما بالنسبة لنسبة استقلالية المجلس **(TIND)** فمتوسط النسبة في عينة الدراسة قدرت بـ 67% ، بمعنى ثلثي الأعضاء مستقلين، وفي القانون المرجعي ينص على أنه بالنسبة للشركات مركزة الملكية أن يكون ثلث أعضاء المجلس مستقلين، أما المؤسسات مشتتة الملكية فينبغي أن تكون النسبة النصف، وهناك شركات كل أعضاءها مستقلون وأدنى نسبة استقلالية 40%، والشركة التي سجلت فيها هذه النسبة هي(Kering) وهي مركزة الملكية (المساهم الأول في هذه الشركة يملك حوالي 41% من المساهمات خلال فترة الدراسة)، وعليه فالعينة تحترم بشكل كلي ما هو منصوص عليه بشأن الاستقلالية سواء بالنسبة لاستقلالية المجلس ككل أو بالنسبة لاستقلالية لجنة التدقيق به، فقط هناك اخلال بالقاعدة التي تنص بأنه العضو لأكثر

من 12 سنة لا يمكن اعتباره مستقل، وهناك من الشركات من يقدم توضيح حول ذلك، مثلا: Air Liquide والتي تُرجِع سبب وجود مسيرين في الشركة لأكثر من 12 سنة إلى طبيعة نشاطها الذي يتطلب الخبرة.

وبالنسبة لعدد الاجتماعات (**NR**)ففي المتوسط يجتمع أعضاء المجلس 8 مرات في السنة، وسجلت الشركات حد أدنى لاجتماعات المجلس بـ 4 مرات وحد أقصى بـ 15اجتماع، ونسبة الالتزام بالحضور في اجتماعات المجلس(**ASSI**) بين 80% إلى 100%.

وبالنسبة لهيكلة المجلس (**DU**)ف79% من شركات العينة تجمع بين وظيفتي المدير العام ورئيس المجلس (PDG)، وهو الطابع العام للشركات الفرنسية، وحسب دراسة *فإنه في 2015، 35 شركة من شركات CAC 40 اختارت هيكلة تجمع بين وظيفتي الرقابة والإدارة (PDGأو مجلس مراقبة)، كما أنه 64 % منها قررت تعيين مسير مرجعي (Administrateur Référent)، ويهدف هذا الأخير إلى ضمان سير جيد لهياكل الحوكمة في الشركة، وبشكل عام فإن الشركات التي تجمع بين وظيفتي المدير العام ورئيس مجلس الإدارة هي من يعين مسير مرجعي، إلا أنه قد تحدث استثناءات فمثلا « Danone » فحتى بعد تغيير هيكلة مجلس ادارتها أي فصل الوظيفتين في أواخر 2014 ، إلا أنها أبقت على المسير المرجعي، كما أن Peugeot هي الشركة الوحيدة من شركات العينة التي تعمل بمجلس مراقبة وتُعيِن مسير مرجعي.

أما بالنسبة لعدد لجان المجلس (**NC**)، ففي المتوسط شركات العينة تتوفر على أربع لجان وكلها تتضمن لجنة التدقيق، ويركز القانون المرجعي على الكفاءة المالية والمحاسبية لأعضاء لجنة التدقيق بالإضافة إلى الاستقلالية-حيث تنص توصيات القانون المرجعي أن تكون نسبة الاستقلالية في اللجنة ثلثي حجمها-.

وبالنسبة لعهدة الأعضاء (**MOND**)ففي المتوسط فإن العهدة محددة بثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، ولكن بقاء المسيرين في المجلس متعلق بدرجة أولى بخصوصية الشركة، فمثلا بالنسبة للشركات العائلية فهناك مسيرين لأكثر من 30 سنة.

أما فيما يتعلق بهيكل الملكية فمتوسط نسبة المساهمين العمال (**ACSAL**) في عينة الدراسة بلغت 4,42% بانحراف معياري 4,64 وأعلى نسبة سجلت لمؤسسة Bouygues 23,3%، وأدنى نسبة 0,4 %.

وبالنسبة لتركز الملكية فلقد اعتمد -كما سبق ذكره – على مساهمات مجموع ثلاثة مساهمين الأوائل في هيكل الملكية، لتكون القيمة المتوسطة لتركز الملكية 39,27%، مع انحراف معياري كبير 28,03، وأقصى قيمة 94,66 وأدنى قيمة 0,45 فقط.

* دراسة Image 7حول الحوكمة في مؤسسات عينة CAC 40 على الموقع: http://www.image7.fr/wp-content/uploads/2014/10/Etude-de-la-Gouvernance-des-soci%C3%83%C2%A9t%C3%83%C2%A9s-du-CAC-40-24-06-14.pdf

ثانيا-تحليل الارتباط بين المتغيرات التابعة فيما بينها والمتغيرات المفسرة فيما بينها

تُظهر مصفوفة الارتباط -**الجدول رقم (18)**- الارتباط بين المتغيرات التابعة، حيث أنه هناك علاقة إيجابية ومتوسطة بين مؤشرات خلق القيمة المعتمدة EVA و Q بنسبة (67%)، وتعكس هذه النسبة العلاقة بين الأداء السوقي والاقتصادي للمؤسسة . أما علاقة EVA مع المردودية الاقتصادية فهي جد قوية باعتبارهما مقاييس اقتصادية، حيث بلغت نسبة الارتباط بينهما 96%، بينما الارتباط بين EVA والمردودية المالية أقل فقدرت بـ 78%.

جدول رقم 18: الارتباط بين المتغيرات التابعة

	EVA	Q	RE	RF
EVA	1.000000			
Q	0.676651	1.000000		
RE	0.960035	0.652080	1.000000	
RF	0.782931	0.619624	0.776611	1.000000

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews9

كما تظهر مصفوفة الارتباط – الجدول رقم 19- علاقة الارتباط بين المتغيرات المفسرة. وذلك حسب الجدول أدناه.

الجدول رقم 19: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المفسرة

Correlation

	TC	TIND	NC	NR	NAS	MOND	ASSI	DU	CONCE	ACSAL	ACT	DF	GRCA
TC	1.000000	-0.424436	0.066877	0.227198	0.561381	-0.082082	-0.230336	-0.007426	-0.096852	0.219906	0.430106	0.179484	-0.069837
TIND	-0.424436	1.000000	-0.202457	-0.023832	-0.312041	0.068075	0.129542	-0.203386	0.002342	-0.173723	-0.121704	-0.028674	-0.016304
NC	0.066877	-0.202457	1.000000	-0.066848	0.067034	-0.236605	-0.268223	0.504769	0.163116	-0.046470	0.003921	0.332476	0.100034
NR	0.227198	-0.023832	-0.066848	1.000000	0.473152	0.331766	-0.169040	-0.123143	-0.274267	0.217466	0.454004	0.273856	-0.272814
NAS	0.561381	-0.312041	0.067034	0.473152	1.000000	0.147327	0.147295	-0.064141	0.177272	0.532665	0.305963	0.180995	-0.033712
MOND	-0.082082	0.068075	-0.236605	0.331766	0.147327	1.000000	0.171873	-0.187157	-0.122871	0.011598	-0.107204	-0.193710	0.132435
ASSI	-0.230336	0.129542	-0.268223	-0.169040	0.147295	0.171873	1.000000	-0.148161	0.335459	0.159518	-0.206899	-0.186719	0.219831
DU	-0.007426	-0.203386	0.504769	-0.123143	-0.064141	-0.187157	-0.148161	1.000000	-0.075779	0.128799	0.046384	0.156433	0.096850
CONCE	-0.096852	0.002342	0.163116	-0.274267	0.177272	-0.122871	0.335459	-0.075779	1.000000	0.080823	-0.166680	0.079018	0.201973
ACSAL	0.219906	-0.173723	-0.046470	0.217466	0.532665	0.011598	0.159518	0.128799	0.080823	1.000000	-0.058788	0.094645	0.004744
ACT	0.430106	-0.121704	0.003921	0.454004	0.305963	-0.107204	-0.206899	0.046384	-0.166680	-0.058788	1.000000	0.248283	-0.171513
DF	0.179484	-0.028674	0.332476	0.273856	0.180995	-0.193710	-0.186719	0.156433	0.079018	0.094645	0.248283	1.000000	-0.021770
GRCA	-0.069837	-0.016304	0.100034	-0.272814	-0.033712	0.132435	0.219831	0.096850	0.201973	0.004744	-0.171513	-0.021770	1.000000

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج09 **Eviews**

حيث تسجل نتائج الجدول وجود علاقة متوسطة بين بعض المتغيرات فقط والتي يفترض أن تكون كذلك، فمثلا أقصى معامل ارتباط سجل هو بين حجم المجلس وعدد المساهمين العمال في المجلس بنسبة 56%، كما تم تسجيل أيضا نسبة متوسطة بين حجم المجلس وحجم المؤسسة 43%، أيضا سجلت نسبة ارتباط متوسطة بين نسبة عدد العمال المساهمين في هيكل الملكية وعدد ممثلي المساهمين العمال في المجلس 53%.

عدا ما تم الإشارة له، فنتائج الجدول تبين عدم وجود علاقة قوية ومعتبرة بين باقي المتغيرات المفسرة فيما بينها، وهو ما يجنب مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المفسرة (Multicolinearity).

المطلب الثاني: تحليل واختبار العلاقة بين مؤشرات خلق القيمة وآليات الحوكمة

تعالج مختلف الدراسات موضوع الحوكمة المؤسسية بتسليط الضوء على العلاقة بين الحوكمة والأداء في المؤسسة، سواء من وجهة نظر كلية وسواء عن طريق الاهتمام بآلية خاصة من آليات الحوكمة. ولقد تم دراسة علاقة بعض آليات الحوكمة بخلق القيمة، كما تم جمع مختلف هذه الآليات في مؤشر حوكمة واحد (Scor) عن طريق برنامج التحليل التطويقي للبيانات، ودراسة علاقة هذا المؤشر بخلق القيمة. وكل هذا كان باعتماد نماذج البانل في تحليل نماذج الانحدار بين المتغيرات التابعة والمفسرة.

ولقد تم صياغة النموذج الأساسي للدراسة الذي يربط خلق القيمة بمجموعة من آليات الحوكمة كما يلي:

$$CVit = \beta_0 + \beta_1 TCit + \beta_2 TINDit + \beta_3 ASSIit + \beta_4 MONDit + \beta_5 NRit + \beta_6 NCit + \beta_7 DUit + \beta_8 NASit + \beta_9 ACSALit + \beta_{10} CONCEit + \beta_{11} ACTit + \beta_{12} DFit + \beta_{13} GRCAit + \varepsilon it \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(1)$$

حيث CV_{it} تمثل خلق القيمة في المؤسسة i وخلال الفترة t، والمعبر عنها بكل من **EVA** و**Q** وهي المؤشرات المعتمدة في هذه الدراسة.

TC(حجم المجلس)، **TIND**(نسبة الاستقلالية لأعضاء مجلس الإدارة في المجلس)،**ASSI**(نسبة الحضور للأعضاء في المجلس)، **MOND** (فترة عهدة العضو)، **NR** (عدد الاجتماعات في السنة للمجلس)، **NC**(عدد اللجان)،**DU** (هيكلة أحادية أم ثنائية)، **NAS** (عدد المساهمين العمال في المجلس)، **ACSAL** (نسبة المساهمين العمال في هيكل ملكية الشركة)، **CONCE** (نسبة تركز الملكية المعبر عنها بمجموع مساهمات الثلاث المساهمين الأوائل)، **ACT** (حجم المؤسسة، من خلال مجموع الأصول باللوغريتم النيبيري)،**DF** (نسبة الاستدانة)، **GRCA** (معدل نمو المبيعات)

ولاختبار فرضيات الدراسة والاجابة على الإشكالية تم الاعتماد على نماذج البيانات الطولية "البانل"، بين المتغيرات التابعة والمستقلة المختارة. وانطلاقا من البعدين الزمني والمقطعي لنماذج البانل، فإن هذه النماذج تأتي كما تم الإشارة إليه، في ثلاثة أشكال رئيسية، نموذج الانحدار التجميعي أو المجمع (PEM) ونموذج التأثير الثابت(FEM)، ونموذج التأثير العشوائي(REM).

وتجدر الإشارة إلى أنه لم نقم باختبار استقرارية السلاسل الزمنية، رغم أهمية مثل هذا الاختبار، لأن فترة الدراسة (2014-2016) تعتبر صغيرة نسبيا وبالتالي من المفترض أن تكون السلاسل الزمنية مستقرة خلالها.

أولا- تحليل العلاقة، EVAوالآليات الداخلية للحوكمة

بتطبيق النموذج في العلاقة رقم (1) أعلاه مع تعويض CV بمؤشر خلق القيمة EVA ثم المفاضلة بين نماذج البانل الثلاث **PEM**، **FEM** ، **REM**.

$$EVAit = \beta_0 + \beta_1 TCit + \beta_2 TINDit + \beta_3 ASSIit + \beta_4 MONDit + \beta_5 NRit + \beta_6 NCit + \beta_7 DUit + \beta_8 NASit + \beta_9 ACSALit + \beta_{10} CONCEit + \beta_{11} ACTit + \beta_{12} DFit + \beta_{13} GRCAit + \varepsilon it$$

1. تقدير النموذج الأول، نموذج الانحدار التجميعي(PEM(Pooled Effect Model : يتميز هذا النموذج وكما تمت الإشارة إليه، بإهمال تأثير الزمن وتكون فيه جميع المعاملات ثابتة لكل فترة الدراسة، بمعنى أنه يتم معالجة البيانات كبيانات مقطعية، ويلغي بذلك البعد الزمني، كما يلغي خصوصية كل مؤسسة ويعتبر أن العينة متجانسة.

بالنسبة لاختبار وتقدير نموذج الانحدار بين خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية مع خلق القيمة المعبر عنها بEVA، ولإثبات أو نفي الفرضية الجزئية رقم(1) و (2)، فقد أعطت نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعيPEM النتائج في الجدول أدناه (بعد حذف المتغيرات التي ليس لها دلالة إحصائية):

الجدول رقم 20: نتائج تقدير نموذج الانحدار المجمع بين *EVA* ومتغيرات الحوكمة

Dependent Variable: ?EVA Method: Panel Least Squares Sample: 2014 2016 Included observations: 3 Cross-sections included: 27 Total pool (balanced) observations: 81				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

Variable				
C	49.31325	11.90996	4.140507	0.0001
?NC	-1.383463	0.434060	-3.187264	0.0021
?ACT	-1.686105	0.490556	-3.437130	0.0010
?CONCE	0.030701	0.013721	2.237473	0.0282
?DF	-10.34790	3.892659	-2.658312	0.0096
?GRCA	0.089798	0.029313	3.063386	0.0030
R-squared	0.434303	Mean dependent var		2.304972
Adjusted R-squared	0.396590	S.D. dependent var		4.285797
S.E. of regression	3.329184	Akaike info criterion		5.314519
Sum squared resid	831.2599	Schwarz criterion		5.491885
Log likelihood	-209.2380	Hannan-Quinn criter.		5.385680
F-statistic	11.51597	Durbin-Watson stat		0.935458
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر:من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج **Eviews 9**

ويمكن صياغة النموذج كالتالي:

$$EVA = 49{,}31 + 0{,}0307CONCE - 1{,}38NC - 1{,}68ACT - 10{,}34DF + 0{,}089GRC$$
$$(0{,}0001)\ ^{*}(0{,}02) \quad (0{,}002) \quad (0{,}001) \quad (0{,}009) \quad (0{,}003)$$
$$R^2 = 0{,}43 \qquad \bar{R}^2 = 0{,}39 \qquad DW = 0{,}93$$

*القيم(.) تعبر عن احتمال الخطأ (Prob) بالنسبة لمقدرات النموذج الذي يجب أن يكون أقل من (5%).

بمعنى أن المتغيرات المفسرة المتمثلة في تركز الملكية وعدد اللجان ومتغيرات المراقبة لها قدرة على تفسير المتغير التابع EVAبنسبة 43% وهو ما يبينه معامل التحديد، كما أن الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر معدوم وهو ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج. كما يبين النموذج أن تركز الملكية لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع EVA، بينما عدد اللّجان فيؤثر سلبا على EVA، كما أن حجم المؤسسة ACT والرفع المالي DF، أثبتت النتائج أنها تؤثر سلبا على EVA، بينما معدل نمو المبيعات ذو علاقة ايجابية وذات دلالة إحصائية مع EVA. في حين أن المتغيرات الأخرى المتعلقة بمجلس الإدارة وهيكل الملكية فلم تكن لها دلالة إحصائية لذا تم اسقاطها من النموذج.

2. **تقدير النموذج الثاني، نموذج التأثير الثابت (Fixed Effect Model) :FEM** حيث يتميز هذا النموذج بإمكانية وجود ترابط بين التأثيرات الفردية الخاصة والمتغيرات المفسرة، وتتميز التأثيرات الفردية باختلافها عبر الزمن لكل مؤسسة واختلافها من مؤسسة لأخرى. تقدير الانحدار وفق هذا النموذج أعطى النتائج التالية:

الجدول رقم 21: نتائج تقدير نموذج الانحدار الثابت بين *EVA* ومتغيرات الحوكمة

Dependent Variable: ?EVA

Method: Pooled Least Squares
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.498641	94.81851	0.057991	0.9540
?NC	-1.473513	0.995645	-1.479957	0.1453
?CONCE	-0.020810	0.056615	-0.367566	0.7148
?ACT	0.340457	3.959020	0.085995	0.9318
?DF	-23.96509	10.29054	-2.328848	0.0240
?GRCA	0.053938	0.029704	1.815837	0.0755
Fixed Effects (Cross)				
ACC—C	0.753340			
AIR—C	1.094287			
BOUY—C	-2.434657			
CAP—C	1.795251			
CARR—C	-0.209882			
DAN—C	6.142341			
ENG—C	-3.899506			
ESS—C	5.430296			
KER—C	-0.604137			
LOR—C	0.188669			
LEG—C	3.775503			
LVMH—C	-0.072550			
MICH—C	0.393927			
ORAN—C	0.145602			
PEUG—C	1.894457			
PUB—C	-2.576795			
SAFR—C	5.344479			
SAIN—C	-5.081486			
REN—C	0.851028			
SANO—C	-4.797039			
SCHN—C	-4.708905			
TOT—C	-3.812371			
UNI—C	-0.133965			
VALE—C	3.860197			

VIN—C	5.575971		
VEO—C	-0.470377		
VIVE—C	-8.443678		
Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.786772	Mean dependent var	2.304972
Adjusted R-squared	0.651873	S.D. dependent var	4.285797
S.E. of regression	2.528719	Akaike info criterion	4.980798
Sum squared resid	313.3267	Schwarz criterion	5.926753
Log likelihood	-169.7223	Hannan-Quinn criter.	5.360327
F-statistic	5.832290	Durbin-Watson stat	2.332550
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج **Eviews 9**

ويمكن تلخيص نتائج الجدول في النموذج التالي:

$$EVA = 5{,}49 - 0{,}0208CONCE - 1{,}47NC + 0{,}34ACT - 23{,}96DF + 0{,}053GR$$
$$(0{,}95) \quad (0{,}71) \quad (0{,}14) \quad (0{,}93) \quad (0{,}02) \quad (0{,}07)$$
$$R^2 = 0{,}78 \qquad \bar{R}^2 = 0{,}65 \qquad DW = 2{,}33$$

حسب النموذج فإن القدرة التفسيرية لمتغيرات الضبط الدالة على الرفع المالي ومعدل نمو المبيعات هي المتغيرات الوحيدة في النموذج التي لها علاقة بـ EVAوذات دلالة إحصائية. وللمفاضلة بين نموذج التأثير المجمع ونموذج التأثير الثابت أو العشوائي تم اختبار الفرضيات التالية:

H_0: تقدير الانحدار بنموذج التأثير المجمع أنسب لمعطيات الدراسة من نموذج التأثير الثابت أو العشوائي. وهذا إذا كان: **Fc ≤ Ft ، أو أن الاحتمال المرفق بقيمة F أكبر من 5%**.

H_1: تقدير الانحدار بنموذج التأثير الثابت أو العشوائي أنسب لمعطيات الدراسة من نموذج التأثير المجمع. إذا كانFc>Ft . أو **أن الاحتمال المرفق بقيمة F أقل من 5%**.

ويقدم برنامج **Eviews** نتيجة اختبار **F** وذلك كما هو مبين في الجدول رقم 22.

الجدول رقم 22 : نتائج اختبار *F* بين *EVA* ومتغيرات الحوكمة

Redundant Fixed Effects Tests Pool : POOL01 Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	**3.115295**	(26,49)	**0.0003**
Cross-section Chi-square	79.031387	26	0.0000

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج **Eviews**.

حيث أن **P(F)** أقل من 5% وعليه يتم رفض الفرض العدم ونقبل H_1. وعند هذه الحالة بمعنى رفض H_0، فإن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل من نموذج التأثير المجمع. وهنا ننتقل للخطوة الرابعة وهي تقدير **نموذج التأثير العشوائي.**

3. **تقدير النموذج الثالث، نموذج التأثير العشوائي (REM (Random Effect Model** :حيث يفترض هذا النموذج أن التأثيرات الخاصة لكل مؤسسة مستقلة عن المتغيرات المفسرة، حيث أن هذا النموذج يتعامل مع التأثيرات المقطعية والزمنية على أنها عشوائية وليست ثابتة. ولقد أعطى تقدير الانحدار وفق هذا النموذج النتائج المبينة في **الجدول (23).**

الجدول رقم 23: نتائج تقدير نموذج الانحدار العشوائي بين *EVA* ومتغيرات الحوكمة

Dependent Variable: ?EVA Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects) Sample: 2014 2016 Included observations: 3 Cross-sections included: 27 Total pool (balanced) observations: 81 Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	52.95172	16.65697	3.178954	0.0021
?NC	-1.161132	0.533439	-2.176693	0.0326
?ACT	-1.791443	0.688507	-2.601922	0.0111
?DF	-13.16822	4.887707	-2.694150	0.0087
?GRCA	0.065581	0.025904	2.531733	0.0134
Random Effects (Cross)				
ACC—C	-1.601029			
AIR—C	-0.309775			
BOUY—C	-1.604378			
CAP—C	-0.682147			
CARR—C	0.809513			
DAN—C	2.773391			
ENG—C	-0.590441			
ESS—C	1.249398			

KER—C	-1.894436		
LOR—C	1.036246		
LEG—C	0.687790		
LVMH—C	1.268468		
MICH—C	0.207515		
ORAN—C	0.673994		
PEUG—C	1.504882		
PUB—C	-1.530222		
SAFR—C	4.608715		
SAIN—C	-2.984258		
REN—C	0.170259		
SANO—C	-1.083523		
SCHN—C	-2.590558		
TOT—C	0.066909		
UNI—C	-0.150646		
VALE—C	1.850854		
VIN—C	3.485863		
VEO—C	-1.036816		
VIVE—C	-4.335569		
	Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random		2.344350	0.4666
Idiosyncratic random		2.506753	0.5334
	Weighted Statistics		
R-squared	0.292494	Mean dependent var	1.210819
Adjusted R-squared	0.255256	S.D. dependent var	2.925214
S.E. of regression	2.524416	Sum squared resid	484.3235
F-statistic	7.854883	Durbin-Watson stat	1.513130
Prob(F-statistic)	0.000024		
	Unweighted Statistics		
R-squared	0.384659	Mean dependent var	2.304972
Sum squared resid	904.2097	Durbin-Watson stat	0.810481

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج **Eviews09**

نتائج الجدول ملخصة في النموذج التالي:

$$EVA = 52{,}95 - 1{,}16NC - 1{,}79ACT - 13{,}16DF + 0{,}065GRCA$$

(0,002) (0,032) (0,01) (0,001) (,0,013)

$R^2 = 0{,}29$ $\bar{R}^2 = 0{,}25$ *DW= 1,51*

وللمفاضلة بين نموذجي الانحدار **:FEM** و**REM** فإنه يعتمد في ذلك على اختبار **Hausman** ، ويقدم برنامج **Eviews09** نتائج هذا الاختبار كما هو وارد في الجدول (24)، حيث يتم اختبار الفرضيات التالية:

H_0: تقدير الانحدار بنموذج التأثير العشوائي أنسب لمعطيات الدراسة من نموذج التأثير الثابت.

$$P(\chi^2) > 5\%$$

H_1: تقدير الانحدار بنموذج التأثير الثابت أنسب لمعطيات الدراسة من نموذج التأثير العشوائي إذا كان $P(\chi^2) < 5\%$.

ومن خلال نتائج الاختبار في **الجدول رقم (24)**، فإن الاحتمال المرفق بتوزيع χ^2 يساوي 0,2797 وهو أكبر من 5% إذن نقبل الفرضية H_0 ، أي أن النموذج الثالث **REM** هو الأفضل.

الجدول رقم 24: نتائج اختبار *Hausman*

Correlated Random Effects - Hausman Test Pool: MODEL1 Test cross-section random effects				
Test Summary		Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random		**5.074792**	**4**	**0.2797**
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
?NC	-1.517216	-1.161132	0.675713	0.6649
?ACT	0.152162	-1.791443	14.670784	0.6118
?DF	-23.484126	-13.168217	78.491100	0.2443
?GRCA	0.053494	0.065581	0.000195	0.3863
Cross-section random effects test equation: Dependent Variable: ?EVA Method: Panel Least Squares Sample: 2014 2016 Included observations: 3 Cross-sections included: 27 Total pool (balanced) observations: 81				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.309824	93.43116	0.099644	0.9210
?NC	-1.517216	0.979934	-1.548285	0.1279
?ACT	0.152162	3.891635	0.039100	0.9690
?DF	-23.48413	10.11834	-2.320947	0.0244
?GRCA	0.053494	0.029422	1.818187	0.0750
	Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.786184	Mean dependent var		2.304972
Adjusted R-squared	0.657895	S.D. dependent var		4.285797
S.E. of regression	2.506753	Akaike info criterion		4.958860

Sum squared resid	314.1906	Schwarz criterion	5.875254
Log likelihood	-169.8338	Hannan-Quinn criter.	5.326529
F-statistic	6.128201	Durbin-Watson stat	2.331918
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج **Eviews09**

وعليه وانطلاقا من نتائج نموذج **REM** الأنسب لمعطيات الدراسة بعد اجراء اختبار **Hausman**، فإن النموذج يوضح أنّ المتغيرات المفسرة مجتمعة لها قدرة تفسيرية للـ EVA بنسبة 29%، وأن كل المتغيرات الخاصة بخصائص المجلس وهيكل الملكية ليس لها أثر معتبر على EVA،(تم حذف كل المتغيرات التي مقدراتها ليس لها معنوية إحصائية)، وأن عدد اللّجان في المجلس هو الذي يؤثر سلبا على EVA ، وهي النتيجة المقاربة لنتائج .Vafeas et Theodorou(1998) ، حيث استخلصا أن تكوين لجّان متخصصة في المجلس لا يؤثر بشكل معتبر على أداء المؤسسة، فقد يكون من المهم وجود لجنة تدقيق مستقلة تضمن المصداقية والشفافية في المعلومات، وهو ما تتوفر عليه كل مؤسسات العينة، ولهذا لم يتم ابراز هذا المتغير باعتباره متجانس لكل شركات العينة، لكن عدد اللّجان قد يرفع أكثر من التكاليف دون وجود مقابل لتخفيض مشاكل الوكالة.

كما أنه وانطلاقا من قيمة الثابت أو القاطع الخاص بكل شركة على حدى فإنه في حالة تساوي تأثير كل المتغيرات المفسرة البارزة في النموذج وهي عدد اللّجان وحجم المؤسسة والرفع المالي ومعدل نمو المبيعات في كل شركات العينة فإن قيمة EVA في هذه الحالة ستكون أكبر في شركة SAFRAN لأن أكبر قيمة للقاطع C لكل شركة على حدى هو الخاص بشركة SAFRAN ،والذي بلغت قيمته 4,60(حسب معطيات الجدول رقم 23)، ثم لتليها شركة VINCI بقيمة قاطع خاص بلغت قيمته 3,48، ثم شركة DANONE بقيمة قاطع خاص بلغت قيمته 2,77 وهكذا.

ومن خلال ما سبق يمكن القول أنه ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية للشركات المدرجة في مؤشر CAC 40 مع EVA. حيث أثبتت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين EVA وخصائص مجلس الإدارة (حجم المجلس ونسبة الأعضاء المستقلين وعدد الاجتماعات ونسبة الحضور في الاجتماعات وهيكل الإدارة وعدد المساهمين العمال في المجلس وعهدة الأعضاء) ، وعلاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عدد اللّجان في المجلس وEVA ، كما أن هيكل الملكية من خلال تركز الملكية لثلاث المساهمين الأوائل ونسبة المساهمين العمال لم يكن له أية علاقة ذات دلالة إحصائية مع EVA. وجاءت هذه النتيجة عكس ما توصل إليه Kouki Marouan et Dabboussi Moez (2015) اللّذان وجدا أن تركز الملكية كان له أثر سلبي على خلق القيمة في سياق بعض الشركات التونسية.

كما أنه في اطار هيكل الملكية والأداء عامة فإنه قد أثبتت دراسات سابقة أن في المناخ الفرنسي، والذي يغلب عليه وجود تكتلات لمجموعات عائلية، فإن Anderson et Reeb (2003) يؤكّدان أن المؤسسات العائلية هي أكثر كفاءة، بمعنى أحسن أداء. ويفسر زيادة هذه الكفاءة في المؤسسات العائلية بقدرتها على اعداد علاقات اجتماعية جيدة في الشركة. كما أن نسبة تركز الملكية لدى تقريبا ثلثي المشاهدات في شركات العينة (64%)، هي أقل من القيمة المتوسطة39,27 % التي تعبر عن متوسط ملكية ثلاث مساهمين الأوائل بما فيهم المستثمرين المؤسسيين الذين يعتبر وجودهم مهما من حيث أنهم يساهمون في تخفيض عدم التماثل المعلوماتي بسب مصلحتهم في إنتاج معلومات عن المؤسسة، واستعدادهم لتحمل تكاليف البحث عن المعلومة والحصول عليها. واستنادا للقيمة المتوسطة في العينة فأن نسبة تركز الملكية في عينة الدراسة غير مبالغ فيها لتؤثر ربما على صغار المساهمين. حيث أن نتائج Kirchmaier et Grant (2005)و Thomsen, Pedersen et Kvist (2006)أبرزت وجود علاقة سلبية بين تركز الملكية والأداء في السياق الأوروبي عامة، كما خلص Thomsen et al. (2006)أن هذه العلاقة مؤكدة لا سيما عندما يكون أوّل مساهم يملك أكثر من 10 ٪ من رأس المال. Boubakri et al. (2005) توصلوا إلى وجود علاقة إيجابية بين تركز الملكية والأداء في عينة من المؤسسات عبر العالم وأن التأثير الإيجابي أكبر عندما تكون حماية حملة الأسهم الأقلية ضعيفة. ففي اسبانيا وجد:Alonso-Bonis et Andrés-Alonso (2007) من خلال دراسة قاموا بها علاقة إيجابية بين تركز الملكية والأداء، خاصة عندما تكون نسبة التركز كبيرة[1].

كما نجد أن معدل نمو المبيعات مرتبط إيجابيا مع EVA، لسبب أنه يعبر فعلا عن تطور نشاط المؤسسة وبالتالي تطور قيمتها، بينما حجم الأصول والرفع المالي يفترض أن يؤثران سلبا على EVA، فبالنسبة لحجم الأصول فإن زيادته تؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال المستثمرة وبالتالي تنخفض EVA، كما أن الديون المالية في المؤسسة تزيد من تكاليف الوكالة بسبب زيادة التعارض في المصالح المحتمل بين المقرضين والمساهمين وهذا ما ينعكس سلبا على EVA.

وحسب تباين نتائج مختلف الدراسات بشأن أثر مختلف المتغيرات التي تم إدخالها في هذه الدراسة فيمكن استنتاج أن سياق الدراسة ذاتها يؤثر في نتائج الدراسات التجريبية، وكذا طريقة التعبير عن المتغيرات (عن تركز الملكية مثلا) والبيئة التي تتم فيها الدراسة تؤثر حتما على النتائج.

[1]- Yves Mard, Sylvain Marsat et Fabien Roux ; Op Cit .

ثانيا- تحليل العلاقة بين مؤشر Q وآليات الحوكمة

بالنسبة لـــ Q de Marris وفي اطار اختبار أثر مختلف آليات الحوكمة المعتمدة على خلق القيمة المعبر عنها بـ Q ،نقوم أيضا بتطبيق النموذج في العلاقة رقم (1) مع تعويض CV بمؤشر خلق القيمة السوقي Qواتباع المنهجية نفسها في اختيار النموذج الملائم من خلال المفاضلة بين نماذج البانل الثلاث **PEM**، **FEM**، **REM**.

$$Qit = \beta_0 + \beta_1 TCit + \beta_2 TINDit + \beta_3 ASSIit + \beta_4 MONDit + \beta_5 NRit + \beta_6 NCit + \beta_7 DUit + \beta_8 NASit + \beta_9 ACSALit + \beta_{10} CONCEit + \beta_{11} ACTit + \beta_{12} DFit + \beta_{13} GRCAit + \varepsilon it$$

ولقد أظهرت النتائج بعد المفاضلة بين النماذج الثلاث نموذج الانحدار التجميعي (PEM) ، أنظر **الملحق رقم (04)**، ونموذج التأثير الثابت(FEM) ، أنظر **الملحق رقم (05)**، ونموذج التأثير العشوائي، REM)أن نموذج الآثار العشوائية **REM** هو الأنسب لتقدير نموذج الانحدار، وهذا بعد اجراء اختبار Hausman و FISHER أنظر **الملحق رقم (06)**، كما أنه تم حذف كل المتغيرات التي ليس لديها دلالة إحصائية، وقد أعطى نموذج **REM** النتائج في الجدول(25).

الجدول رقم 25 نموذج الآثار العشوائية *REM*، *Q* والآليات الداخلية للحوكمة

Dependent Variable : ?Q
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/16/18 Time: 14:01
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.84691	4.290623	3.227249	0.0018
?ACT	-0.471151	0.178622	-2.637703	0.0101
?DF	-1.522061	0.815103	-1.867324	0.0657
?GRCA	0.005055	0.002894	1.746832	0.0847
Random Effects (Cross)				
ACC—C	-0.327827			
AIR—C	0.639989			
BOUY—C	-0.842297			
CAP—C	-0.626829			
CARR—C	-0.305183			
DAN—C	1.153374			
ENG—C	-0.500226			

ESS—C	1.049352		
KER—C	-0.344869		
LOR—C	1.422817		
LEG—C	0.675379		
LVMH—C	1.073299		
MICH—C	-0.753861		
ORAN—C	-0.190785		
PEUG—C	-0.652604		
PUB—C	-0.237074		
SAFR—C	1.607242		
SAIN—C	-0.735076		
REN—C	-0.493333		
SANO—C	0.094514		
SCHN—C	-0.329114		
TOT—C	0.288912		
UNI—C	-0.647779		
VALE—C	0.248580		
VIN—C	0.467398		
VEO—C	-0.790547		
VIVE—C	-0.943454		
	Effects Specification		
		S.D.	Rho
Cross-section random		0.775810	0.9009
Idiosyncratic random		0.257350	0.0991
	Weighted Statistics		
R-squared	0.191848	Mean dependent var	0.385329
Adjusted R-squared	0.160361	S.D. dependent var	0.282844
S.E. of regression	0.259175	Sum squared resid	5.172212
F-statistic	6.093028	Durbin-Watson stat	2.024557
Prob(F-statistic)	0.000893		
	Unweighted Statistics		
R-squared	0.331264	Mean dependent var	2.048545
Sum squared resid	51.86961	Durbin-Watson stat	0.201880

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج **Eviews09**

يمكن تلخيص نتائج الجدول أعلاه في النموذج التالي:

$$Q = 13{,}84 + 0{,}005GRCA - 1{,}52DF - 0{,}47ACT$$
$$(0{,}001) \quad (0{,}08)^{*} \quad (0{,}06)^{*} \quad (0{,}01)$$
$$R^2 = 0{,}19 \qquad \bar{R}^2 = 0{,}16 \qquad DW = 2{,}02$$

*مستوى المعنوية 10%

حيث يظهر النموذج أن متغيرات الحوكمة بشكل فردي غير ظاهرة في النموذج، لسبب عدم وجود دلالة إحصائية لآليات الحوكمة علىQ de Marris (المؤشر السوقي)، وهي النتيجة التي يمكن ربطها بالنتائج التي أشار إليها Bedchuck , Cohen et Ferrel(2010) والمتضمنة أن العلاقة بين الحوكمة ومردودية الأسهم اختفت في السنوات الأخيرة .حيث خلصت هذه الدراسة إلى أنه خلال العقد الأخير من القرن الماضي فرق المستثمرون تدريجيا بين المؤسسات المحوكمة جيّدًا والمؤسسات ضعيفة الحوكمة، وانطلاقا من لحظة أن أسعار الأسهم عكست هذا الفرق أصبح من غير الممكن استعمال مؤشر الحوكمة لترجمة الزيادة في الأداء في السوق[1]. لكن هذا لا يعني اطلاقا أن آليات الحوكمة لا تؤثر إيجابا على الأداء، فالحوكمة دائما تبقى مهمة، لكن ربما تعدد المؤثرات في الأداء وسياق الدراسة يؤثر على النتائج.

أما فيما يخص متغيرات الضبط المستعملة في الدراسة فكانت ذات دلالة إحصائية، وقدرة على تفسير خلق القيمة بنسبة 19%. حيث نجد أن معدل نمو المبيعات مرتبط إيجابيا مع Q كما هو الأمر بالنسبة للـEVA، فتطور المبيعات مؤشر مفتاحي لنشاط المؤسسة، وبالتالي القيمة الاقتصادية المضافة، بينما حجم الأصول والرفع المالي يؤثران سلبا على Q، فبالنسبة لحجم الأصول فإن زيادته تؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال المستثمرة وبالتالي ينخفض Q، كما أن الرفع المالي في المؤسسة يزيد من تكاليف الوكالة بسبب زيادة التعارض في المصالح بين المقرضين والمساهمين، وهذا ما ينعكس سلبا على Q.

كما أنه وانطلاقا من قيمة الثابت أو القاطع الخاص بكل شركة على حدى في نموذج REM المبين في الجدول رقم(25)، فإنه في حالة تساوي تأثير كل المتغيرات المفسرة البارزة في النموذج وهي وحجم المؤسسة والرفع المالي ومعدل نمو المبيعات في كل شركات العينة فإن قيمة المؤشر Q في هذه الحالة ستكون أكبر في شركة SAFRAN لأن أكبر قيمة للقاطع C لكل شركة على حدى هو الخاص بشركة SAFRAN ،والذي بلغت قيمته

[1] - Smahane M. Op.cit; P: 137.

1,60، ثم لتليها شركة LEGRAND بقيمة قاطع خاص بلغت قيمته 1,42، ثم شركة DANONE بقيمة قاطع خاص بلغت قيمته 1,15وهكذا.

ومن خلال هذا فإنه ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية لمؤسسات العينة مع Q de Marris، وفقط متغيرات الضبط المعتمدة في الدراسة(ACT ; DF ; GRCA) حسب النموذج النهائي أعلاه فسرت تغيرات Qبنسبة 36%، مع وجود دلالة إحصائية لهذه المتغيرات بدرجة ثقة 95%.

المطلب الثالث: تحليل واختبار العلاقة بين مؤشر كفاءة الحوكمة وخلق القيمة لشركات العينة خلال 2014-2016

تواجه الحوكمة المؤسسية كأداة تسييرية ورقابية مسؤولية تنظيم العلاقات بين مختلف Stakeholders لتحقيق هدف خلق القيمة وتوزيعها بشكل عادل بينهم. ويرجع سبب زيادة الاهتمام بالحوكمة المؤسسية بدرجات متفاوتة بين الدول وكذا المؤسسات إلى ما يمكن في اعتقادهم أن تساهم به آليات الحوكمة في تطوير أنظمة تسيير يكون لها آثار إيجابية على آداءها. كما أن زيادة أهمية الحوكمة في الآونة الأخيرة للأسباب المذكورة سابقا*، جعلت عملية تنقيطها عمليا، سواء من خلال خدمات التنقيط المتخصصة مثلا (GMI,ISS, ...) أو بادماج نظام الحوكمة المؤسسية في التنقيط المالي، كما هو الحال لدى وكالة(S&P). إضافة إلى أنه في نفس السياق بدأت العديد من التنظيمات بادماج نوعية الحوكمة المؤسسية في طريقة تقييم مخاطر القروض. وفي هذا السياق تمت محاولة بناء مؤشر حوكمة الذي يعبر عن مدى كفاءة نظام الحوكمة المؤسسية المطبق في شركات العينة من خلال تأثير هذا النظام على خلق القيمة.

أولا: بعض مؤشرات الحوكمة العالمية

انطلاقا من تعدد أنظمة الحوكمة وتطبيقاتها فلا توجد "حوكمة جيدة " أو "حوكمة سيئة" للمؤسسة، لكن هناك فقط عمليا حوكمة تسمح أو لا تسمح بمنح الثقة للمستثمرين على كيفية اتخاذ القرار في المؤسسة، وذلك في ظل احترام أو عدم احترام المبادئ الأساسية المتفق عليها والتي تتمثل في: الفعالية (Efficacité)، المسؤولية (Responsabilité)، الشفافية (Transparence)، العدل والمساواة

* أنظر الفصل الأول، المبحث الأول، المطلب الثاني.

(L'équité)، واحترام الجانب الأخلاقي في الأعمال(L'éthique)[1]، ، وعليه فالحوكمة الجيدة هي ما يسمح بتحقيق هذه المبادئ.

ومن وجهة النظر المالية، فإن التحدي الأساسي للحكم على تطبيقات الحوكمة هو قدرة آلياتها على التأثير في خلق القيمة، وعليه يتم الحكم على الحوكمة أنها "جيدة"، إذا ساهم تطبيقها في المؤسسة في الرفع من قيمتها[2].

ويستخلص من دراسة قواعد الحوكمة الجيدة (المتعددة في العالم، كما تم الإشارة إليه في الفصل الأول) أن معظم التوصيات التي جاءت بها تهدف بدرجة أولى إلى تحسين مستوى الرقابة في المؤسسة. لذا فتسعى المؤسسات إلى ملاءمة تطبيقاتها للحوكمة مع تغيرات المحيط وما يفرضه لمواجهة مختلف التحديات. وبالنظر إلى أن متغيرات الحوكمة منفردة لم تثبت وجود علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بينها وبين خلق القيمة المعبر عنها بـ EVAو Qفي عينة الدراسة، لكن يبقى هذا لا يعني اطلاقا عدم أهمية أدوات الحوكمة الجيدة في عملية تحقيق الأهداف، وبالمقابل يمكن القول أن الحوكمة السيئة ستؤدي إلى أداء سيئ. وفي هذا السياق تمت محاولة تقييم كفاءة نظام الحوكمة ببناء مؤشر حوكمة الذي يمكن أن يعكس تأثير التظافر بين مختلف الآليات السابقة المختارة، والتي بدورها تنعكس على خلق القيمة.

وفي هذا الصدد فقد تم الاعتماد على دراسات وتجارب في هذا المجال، فقد قامت العديد من الوكالات بتنقيط الحوكمة المؤسسية وركزت في البحث عن معايير حوكمة تهدف أساسا إلى احترام حقوق المساهمين وفعالية مجلس الإدارة ولجانه وتحسين تدفق المعلومات.

وفيما يلي بعض وكالات التنقيط وطريقة عملها باختصار:[3]

- ✓ Standard& Poor's : وترتكز عملية تنقيط الحوكمة وفقها على: هيكلة الملكية وتركزها، وطبيعة العلاقة التي تجمع أصحاب المصالح، والشفافية والافصاح عن المعلومات ، وهيكل مجلس الإدارة ووظائفه. ويتوقف مؤشر الحوكمة هذا على حسابات معمقة حول تقارير الإدارة ومختلف الوثائق للمؤسسة بالإضافة إلى المقابلات واللقاءات مع مسيري المؤسسة. وتكون المؤسسة مقيمة من 1إلى 10 من أدنى مؤشر حوكمة CGS(1) إلى أعلى مؤشر حوكمة CGS(10).

[1]- Vernimmen P ; Quiry P. ; Le Fur Y . «Finance D'entreprise» ; Dalloz ; 2011 ; P : 965.

[2]- Peter, W., Meilleures pratiques de gouvernance, théorie de la firme et modèles de création de valeur: une appréciation critique des codes de bonne conduite », cahier de FARGO n° 1040401 (2004).

[3]- Louizi A.; Op.cit, P :16.

- ✓ GOVERNANCE METRICS INTERNATIONAL GMI -: وتعتمد في تنقيط الحوكمة على معلومات من مصادر عامة ومعلومات خاصة كالمقابلات والحوارات المعمقة مع الإدارة وأعضاء المجلس ، وترتكز معايير التصنيف لـ-GMI على 600 من المعطيات التي يتم جمعها في 7 أصناف (مسؤولية المجلس، والكشف المالي، وحقوق المساهمين، وسياسة العلاوات والأجور، والرقابة الداخلية ، وهيكل رأس المال، وسمعة المؤسسة). وتكون المؤسسات وفق هذه الوكالة مقيمة بسلم تدريجي مكون من 10 درجات أيضا.
- ✓ INSTITUTIONNEL SHAREHOLDERS SERVICE -ISS-: وترتكز عملية التنقيط في هذه الوكالة على 61 متغير تعود لـ خصائص مجلس الإدارة ومكافآت المسيرين وهيكل الملكية، بالإضافة إلى متغيرات نوعية أخرى كسن التقاعد للمسيرين واجتماعات الإداريين الخارجيين ...

ثانيا-محاولة بناء مؤشر الحوكمة بالتحليل التطويقي للبيانات

من خلال آليات الحوكمة الداخلية المحصل عليها من التقارير المرجعية للمؤسسات خلال فترة الدراسة تمت محاولة بناء مؤشر يعكس درجة كفاءة الحوكمة في مؤسسات العينة، ولهذا الغرض تم الاعتماد على برنامج التحليل التطويقي للبيانات DEA.

تم تطبيق هذا البرنامج لحساب مؤشر الحوكمة، والذي مثل نظام الحوكمة (آليات الحوكمة المتمثلة في: خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية) مدخلات البرنامج، في حين مثلت مؤشرات خلق القيمة مخرجاته، وتم اختيار EVA وQكمخرجات وذلك لدمج مؤشر مالي ومؤشر سوقي في التقييم، مع اعتماد نموذج اقتصاديات الحجم الثابتة والتوجه الخارجي. ولقد تم تلخيص نتائج هذا البرنامج في الجدول رقم (26)، لمختلف مؤسسات العينة وخلال سنوات الدراسة.

الجدول رقم 26: مؤشر الحوكمة الذي يعكس كفاءة النظام في شركات العينة والمحصل عليه ببرنامج *DEA* للفترة 2014-2016

المؤسسات	فترة الدراسة	SCORE G		المؤسسات	فترة الدراسة	SCORE G
Accor	2014	0.93098		PEUGEOT	2014	0.22671
	2015	1			2015	0.814892
	2016	0.57901			2016	1
AIR LIQUIDE	2014	1		PUBLICIS	2014	1
	2015	1			2015	1
	2016	1			2016	1
BOUYGUES	2014	0.394215		SAFRAN	2014	1
	2015	0.426048			2015	1
	2016	0.433858			2016	1
CAP GEMINI	2014	0.989371		SAINT-GOBINT	2014	0.364064

	2015	0.565288			2015	0.348685
	2016	0.468749			2016	0.385424
CARREFOUR	2014	0.85562		RENAULT	2014	0.199074
	2015	0.762179			2015	0.26006
	2016	0.581454			2016	0.230464
DANONE	2014	1		SANOFI	2014	0.564628
	2015	1			2015	0.608385
	2016	1			2016	0.627362
ENGIE	2014	0.346309		SCHNEIREDELECTRIC	2014	0.509436
	2015	0.299489			2015	0.404626
	2016	0.297233			2016	0.485362
ESSILOR	2014	1		TOTAL	2014	0.609234
	2015	1			2015	0.478547
	2016	1			2016	0.531895
KERING	2014	0.73216		UNIBAIL	2014	1
	2015	0.772391			2015	1
	2016	0.884213			2016	1
L'OREAL	2014	1				
	2015	1		VALEO	2014	1
	2016	1			2015	1
LEGRANT	2014	1			2016	1
	2015	1		VINCI	2014	0.613828
	2016	1			2015	0.58075
LVMH	2014	1			2016	0.592317
	2015	1		VEOLIA	2014	0.464021
	2016	1			2015	0.624677
MICHELLIN	2014	1			2016	0.687979
	2015	1		VIVENDI	2014	0.61327
	2016	1			2015	0.61981
ORANGE	2014	0.350579			2016	0.573317
	2015	0.328287				
	2016	0.313189				

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج **DEA**

من خلال مخرجات برنامج DEA(التوجه الاخراجي) تم التوصل إلى أن متوسط الكفاءة للحوكمة لمختلف وحدات اتخاذ القرار -شركات العينة المدروسة- θ = SCOR = 73%، في حين أن أضعف نسبة سجلت هي 19,9% لشركة Renault خلال 2014 ، ونسبة المؤسسات ذات الكفاءة التامة 100% خلال الثلاث سنوات هي 40%.

ثالثا-اختبار العلاقة بين مؤشر كفاءة الحوكمة وخلق القيمة

لقد تم الاعتماد في تحليل نماذج الانحدار ودراسة العلاقة بين كفاءة نظام الحوكمة من خلال المؤشر المحصل عليه ببرنامج DEA وخلق القيمة المعبر عنها بكل من القيمة الاقتصادية المضافة **EVA** و **Q de Marris**، على أسلوب تحليل البيانات الطولية أيضا، ودراسة تحليل الانحدار من خلال النماذج الثلاث PEM,FEM ,REM والمفاضلة بينها بواسطة الاختبارات **Fisher** و**Hausman**. وكل هذا باعتماد برنامج Eviews 9.

1. **قياس العلاقة بين مؤشر الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بـ EVA**: يُعطى النموذج الأساسي للدراسة بالصيغة التالية:

$$EVAit = \beta_0 + \beta_1 SCORit + \beta_2 ACTit + \beta_3 DFit + \beta_4 GRCAit + \varepsilon it$$

لقد تم انتهاج المنهجية السابقة نفسها في تقدير نماذج الانحدار، وبعد المفاضلة بين نماذج البانل الثلاث **PEM**، **FEM** ، **REM**. باستعمال الاختبارات اللازمة تم التوصل إلى أن نموذج الآثار العشوائية هو الأنسب لتحليل نموذج الانحدار بين EVA ومؤشر الحوكمة المحصل عليه SCOR. (أنظر نتائج مختلف النماذج بين EVA ومؤشر الحوكمة والاختبارات **Fisher** و**Hausman**. في **الملاحق (7،8،9،10)**، ولقد أعطى نموذج الآثار العشوائية النتائج التالية وفق الجدول(27).

الجدول رقم 27: نموذج الآثار العشوائية *REM* بين *EVA* ومؤشر الحوكمة

DependentVariable:?EVA
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.360348	1.212217	-5.246871	0.0000
?SCOR	11.83040	1.517886	7.793996	0.0000
Random Effects (Cross)				
ACC—C	-2.789847			
AIR—C	-2.670915			
BOUY—C	1.311177			
CAP—C	1.505535			
CARR—C	0.364543			
DAN—C	-1.055867			
ENG—C	0.143449			
ESS—C	-0.136753			

KER—C	-2.913692		
LOR—C	0.376006		
LEG—C	0.160962		
LVMH—C	0.324725		
MICH—C	0.945143		
ORAN—C	2.056168		
PEUG—C	1.227773		
PUB—C	-2.152154		
SAFR—C	4.935713		
SAIN—C	0.208594		
REN—C	0.786724		
SANO—C	-0.782827		
SCHN—C	-0.398293		
TOT—C	-1.662001		
UNI—C	-2.391406		
VALE—C	2.490628		
VIN—C	2.653213		
VEO—C	-1.230278		
VIVE—C	-1.306320		
Effects Specification			
		S.D.	Rho
Cross-section random		2.178856	0.5045
Idiosyncratic random		2.159144	0.4955
Weighted Statistics			
R-squared	0.433851	Mean dependent var	1.144639
Adjusted R-squared	0.426685	S.D. dependent var	2.856449
S.E. of regression	2.162835	Sum squared resid	369.5505
F-statistic	60.53924	Durbin-Watson stat	1.530504
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.502044	Mean dependent var	2.304972
Sum squared resid	731.7186	Durbin-Watson stat	0.772972

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews9

تلخص نتائج الجدول أعلاه في النموذج التالي :

$$EVA = -6{,}36 + 11{,}83SCOR$$
$$(0{,}000) \qquad (0{,}000)$$
$$R^2 = 0{,}43 \quad \bar{R}^2 = 0{,}42 \quad DW=1{,}53$$

من خلال النموذج فإن مؤشر كفاءة الحوكمة يفسر بنسبة 43% خلق القيمة المعبر عنها بـ EVAفي شركات العينة خلال فترة الدراسة، والعلاقة ذات معنوية إحصائية بنسبة 100 %، بمعنى أن الدراسة تثبت أن لكفاءة نظام الحوكمة المؤسسية أثر إيجابي ودال على خلق القيمة المعبر عنها بـ EVA.

كما أنه وانطلاقا من قيمة الثابت C الخاص بكل شركة على حدى، فإنه في حالة تساوي تأثير كفاءة نظام الحوكمة على خلق القيمة لكل شركات العينة فإن قيمة EVA في هذه الحالة ستكون أكبر في شركة SAFRAN، لأن أكبر قيمة للقاطع C لكل شركة على حدى هو الخاص بشركة SAFRAN ،والذي بلغت قيمته 4,93(حسب معطيات الجدول رقم 27)، ثم لتليها شركة VINCI بقيمة قاطع خاص بلغت قيمته 2,65، ثم شركة VALEO بقيمة قاطع خاص بلغت قيمته 2,49 وهكذا.

ونتيجة هذه الدراسة موافقة لنتائج دراسة [1] TWINKLE PRUSTY (INDIA) (2013) على عينة من المؤسسات الهندية، التي خلصت إلى أن حوكمة جيدة تؤدي إلى تحسين أداء المؤسسات عن طريق الاعتماد على مؤشر EVA، وهذا الأخير مهم في اتخاذ القرارات المالية الاستثمارية والحوكمة الداخلية. كما أن المؤشر أداة مثلى للقياس المالي وفلسفة متضمنة في تسيير المؤسسات.

كما أنّ هذه النتيجة موافقة لنتيجة دراسة Pankaj Varshney ; Vijay Kumar Kaul ; V.K.Vasal (2012) في السياق الهندي، ومنافية لنتيجة دراسة Ghorbel Hanen et Kolsi Manel (2011) في السياق الكندي.

وانطلاقا من النتائج المتوصل إليها من تحليل نموذج الانحدار السابق يمكن القول أنه هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بـ EVA في شركات العينة خلال فترة الدراسة.

2. قياس العلاقة بين مؤشر الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بـ Q de Marris : تم اعتماد المنهجية نفسها المطبقة سابقا في دراسة نموذج الانحدار، وبعد المفاضلة بين النماذج الثلاث واجراء الاختبارات اللازمة تم التوصل إلى أن النموذج الملائم والأنسب هو نموذج الآثار الثابتة، -أنظر النماذج

[1] - Twinkle Prusty ; Corporate Governance through the EVA Tool: A Good Corporate Performance Driver , India; Journal of Asian Business Strategy ; 2013.

والاختبارات الخاصة في الملاحق رقم 11، 12،،أما نتائج النموذج الأنسب **FEM** مبينة في الجدول أدناه، وذلك بعد حذف المتغيرات التي ليس لها دلالة إحصائية.

الجدول رقم 28 :نموذج الآثار الثابتة*FEM* بين *Q* ومؤشر الحوكمة *Scor*

Dependent Variable: ?Q
Method: Pooled Least Squares
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.464492	0.224646	6.519107	0.0000
?SCOR	0.797383	0.304316	2.620250	0.0114
Fixed Effects (Cross)				
ACC—C	-0.031600			
AIR—C	0.388691			
BOUY—C	-0.562697			
CAP—C	-0.060236			
CARR—C	-0.352375			
DANO—C	0.804791			
ENG—C	-0.951811			
ESSIL—C	1.477191			
LOREA—C	-0.180846			
LEGR—C	1.588258			
LVMH—C	1.227558			
MICH—C	0.852525			
ORAN—C	-0.617775			
PEUG—C	-0.537285			
PUB—C	-0.789872			
RENAU—C	-0.037075			
SAFR—C	1.729791			
SAINT—C	-0.584447			
SANO—C	-0.817850			
SCHN—C	-0.183022			
SOLVA—C	-0.122651			
TOT—C	-0.424293			
UNIB—C	-1.092742			
VALEO—C	0.691291			
VEOLI—C	0.170728			
VINCI—C	-0.869623			
VIVEN—C	-0.714622			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.956743	Mean dependent var	2.048545
Adjusted R-squared	0.934706	S.D. dependent var	0.984655
S.E. of regression	0.251606	Akaike info criterion	0.345297
Sum squared resid	3.355198	Schwarz criterion	1.173008
Log likelihood	14.01548	Hannan-Quinn criter.	0.677385
F-statistic	43.41578	Durbin-Watson stat	3.155509
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج **Eviews**

نتائج الجدول ملخصة كما يلي:

$$Q = 1{,}465 + 0{,}797SCOR$$
$$(0{,}00) \qquad (0{,}01)$$
$$R^2 = 0{,}95 \quad \bar{R}^2 = 0{,}93 \quad DW=3{,}11$$

يشير النموذج إلى أن كفاءة الحوكمة لها أن تفسر خلق القيمة المعبر عنها بـQ بنسبة 95%، بمعنى هناك علاقة قوية جدا بين خلق القيمة المعبر عنها بـQ ومؤشر الحوكمة الذي يعكس كفاءة هذا النظام SCOR، والعلاقة ذات دلالة إحصائية بنسبة 99%.

كما أنه وانطلاقا من معطيات الجدول رقم (28)، المتعلقة بقيمة الثابت أو القاطع الخاص بكل شركة على حدى، فإنه في حالة تساوي تأثير كفاءة نظام الحوكمة على خلق القيمة لكل شركات العينة فإن قيمة المؤشر Q في هذه الحالة ستكون أكبر في شركة SAFRAN لأن أكبر قيمة للقاطع C لكل شركة على حدى هو الخاص بشركة SAFRAN ،والذي بلغت قيمته1,72 ثم لتليها شركة LEGRAND بقيمة قاطع خاص بلغت قيمته 1,58، ثم شركة ESSILOR بقيمة قاطع خاص بلغت قيمته 1,47 وهكذا.

وهذه النتيجة المتوصل إليها في هذه الدراسة مطابقة لنتيجة Drobetz ;Schillhofer ; et Zimmerman(2003) حيث أنهم قاموا ببناء مؤشر حوكمة دمجوا فيه متغيرات كحقوق الأقلية من المساهمين ولجنة التدقيق والشفافية ومجلس الإدارة، ولقد سمح هذا المؤشر باستنتاج علاقة ايجابية بين مؤشر الحوكمة للشركات الألمانية وقيمتها. كما أن Compers وIshiiو Metrick(2003) أثبتوا في دراسة وجود علاقة إيجابية بين حوكمة جيدة والأداء افي المؤسسة. وبتبني استراتيجيات استثمار قائمة على أفضل التطبيقات للحوكمة يحقق المستثمرون عائد استثنائي بـــ8,5%، واستنتجوا أن التطبيق الجيد للحوكمة المؤسسية لها أثر معتبر على سمعة المؤسسة فيما يتعلق بخلق القيمة[1].

[1]- Boulerne S. ; Sahut J-M « les sources d'inefficacité des mécanismes de gouvernanced'entreprise » ; Management&Avenir 2010 / » n°33 ;P : 374-387 .

وعليه نخلص إلى أنه هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بـ Q في شركات العينة خلال فترة الدراسة.

وإذا ما تم تقسيم العينة إلى قسمين حسب درجة الكفاءة لنظام الحوكمة المحصل عليها وفق برنامج DEA، قسم أول يضم الشركات ذات الكفاءة التامة $\theta = 1$، وقسم ثاني يضم الشركات ذات كفاءة غير تامة $\theta < 1$، فإننا نجد أن متوسط EVA لمشاهدات العينة في القسم الأول هو 5,569 %، مقابل 2,3% فقط، بالنسبة لكل العينة، أنظر الجداول رقم (16،17،24)، وهو ما يؤكد الأثر الإيجابي للحوكمة المؤسسية على خلق القيمة في شركات العينة خلال فترة الدراسة.

كما أنه في سنة 2017 تم اطلاق مؤشر جديد للسوق المالي الفرنسي CAC 40 GOVERNANCE INDEX ، بالشراكة مع VIGEO EIRIS، حيث يرتكز هذا المؤشر على تركيب مؤشر CAC 40 وعلى SCORES المحصلة من الشركات فيما يتعلق بحوكمتها وفقا لمنهجية Equitics المطورة من طرف VIGEO EIRIS والتي ترتكز على 45 متغير للحوكمة مقسمة على 4 مجموعات:[1]

1 مجلس الإدارة: فعالية وتوازن السلطة مع ادماج متغيرات المسؤولية الاجتماعية.

2 التدقيق والمراقبة الداخلية: يركز على استقلالية اللجان المتخصصة والمخاطر.

3 حقوق المساهمين: معاملة عادلة للمساهمين وحماية الأقلية.

4 أجور وعلاوات المسيرين.

ووفقا لهذه المعايير تقسم شركات CAC40 حسب مؤشر الحوكمة إلى أربعة مجموعات من عشرة شركات لكل مجموعة حيث:

المجموعة الأولى: تضم العشر شركات الأولى التي لديها وزن في المؤشر بنسبة 40%.

المجموعة الثانية: مرجحة في المؤشر بـ30%.

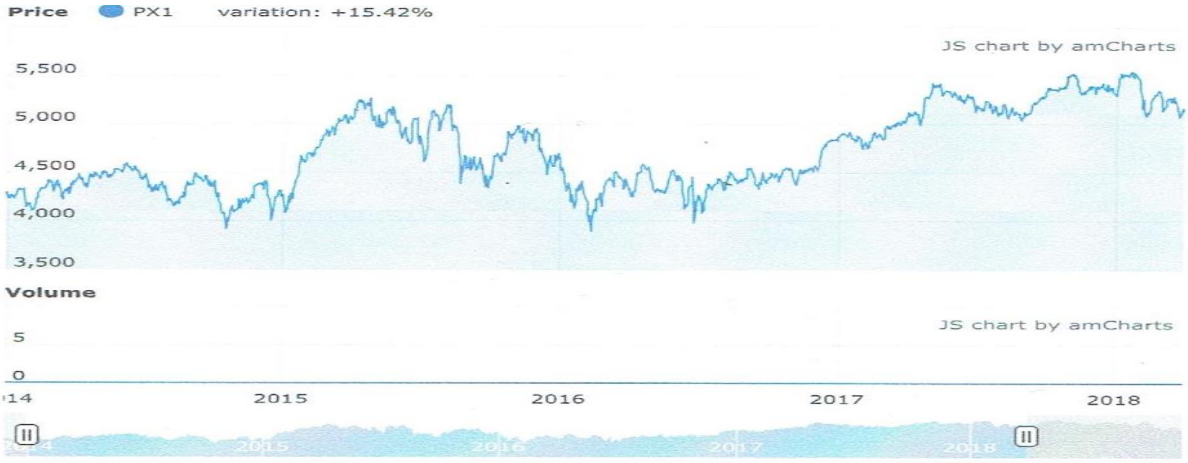
المجموعة الثالثة: وهي مرجحة بنسبة 20%.

المجموعة الرابعة: وهي مرجحة بنسبة 10%.

والمنحنيين أدناه يُبينان تطور قيم مؤشر (CAC 40 GOVERNANCE INDEX)، خلال الفترة من 2014 إلى الثلاثي الأول من 2018 –قيم المؤشر CAC GOVقبل 2017 كانت بأثر رجعي فقط- وتطور قيم المؤشر الرئيسي CAC40 خلال نفس الفترة، والتي تشمل فترة الدراسة وفترة اطلاق المؤشر CAC GOV.

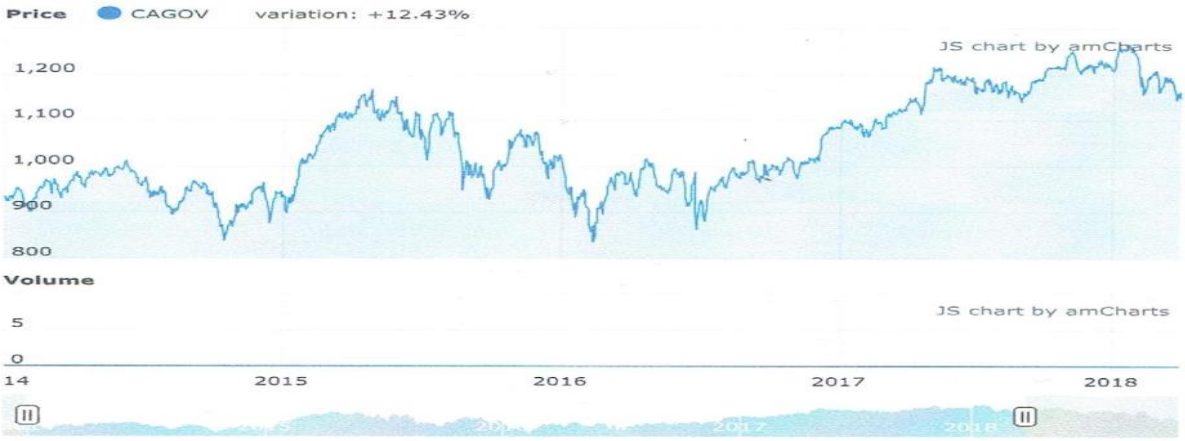
[1]- http://www.investmenteurope.net/regions/euronext-vigeo-eiris-launch-governance-index/ ; décembre 2017.

الشكل رقم 19: تطور قيم مؤشر*(CAC 40)*، خلال الفترة من 2014 إلى الثلاثي الأول من 2018



المصدر: https://www.euronext.com/fr/products/indices/FR0013232188-XPAR

الشكل رقم 20: تطور قيم مؤشر*(CAC GOV)*، خلال الفترة من 2014 إلى الثلاثي الأول من 2018



المصدر: https://www.euronext.com/fr/products/indices/FR0013232188-XPAR

حيث يظهر من خلال المنحنيين أعلاه أن قيم المؤشرين متطابقة من حيث الاتجاه العام لتطورها ويبقى الاختلاف في تصنيف الشركات داخل المؤشر وفقا للأوزان الترجيحية للمؤشر والتابع كما تم ذكره لتطبيقات الحوكمة في هذه الشركات.

ويتبين من خلال هذين المنحنيين أن أفضل سنة كانت سنة 2017، حيث كانت أسعار المؤشر الأعلى خلال الفترة الموضحة أعلاه،(سنة أول اطلاق للمؤشر)، وكذا بالنسبة للمؤشر الرئيسي **(CAC 40)**، أما بالنسبة لأوزان الشركات في المؤشر وكما تم ذكره سابقا فيكون وفقا لتنقيط الحوكمة وليس للرسملة البورصية للشركة. فمثلا نجد أن شركة DANONEمرجحة بنسبة 40% فيما يتعلق بموضوع الحوكمة، بمعنى أنها

ضمن تصنيف المجموعة الأولى، ولقد حافظت الشركة على بقاءها ضمن الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 من ضمن 100 شركة، كما أنها حافظت على بقاءها ضمن المجموعة الأولى في مؤشر(CAC GOV)، بمعنى ضمن العشر مؤسسات الأولى من ضمن الأربعين في المؤشر من حيث تصنيف تطبيقات الحوكمة فيها، وهذا خلال الأربع ثلاثيات لـــ 2017، وهو العام الأول الذي تم اطلاق فيه مؤشر CAC GOV، وحتى خلال الثلاثي الأول من 2018، أنظر **الملحق رقم (14)**. كما أن هذه الشركة ومن خلال دراستنا هذه سجلت مؤشر كفاءة للحوكمة تام $\theta = 1$ وخلال طيلة فترة الدراسة (تسع ثلاثيات) وهي الفترة السابقة لاطلاق مؤشر CAC GOV.

ويعتبر إطلاق هذا المؤشر دليل على الضغط الذي يمارسه المساهمون خاصة، وذلك في إطار البحث عن خلق القيمة مع محاولة التحوط من المخاطر، كما أن إطلاق هذا المؤشر دليل على زيادة أهمية الحوكمة حتى في البيئة التي تضمن فيها التشريعات القانونية حقوق الأقلية.

ومن خلال نتائج نماذج الانحدار بين مؤشرات خلق القيمة ومؤشر كفاءة الحوكمة في عينة الدراسة، وانطلاقا من اطلاق مؤشر CAC GOV، يتضح أن كفاءة الحوكمة المؤسسية تعتبر أهم ضمان للمساهمين عن خلق القيمة في الشركة، ومؤشر عن زيادة الثقة حول استثماراتهم. كما أثبتت دراسات أن المستثمرون على استعداد لدفع علاوة في المؤسسات المحوكمة جيدا، وهذا مقابل الحصول على حماية من خلال حوكمة جيدة، وبالتالي فالحوكمة تستعمل من طرف المستثمر كأداة للتحوط من المخاطر عند اتخاذ القرار.

خلاصة الفصل الثالث

تشكل قواعد الحوكمة المؤسسية **Medef & Afep** للشركات المقيدة مجموعة توصيات تابعة لنصوص داخلية منشورة حول موضوع الحوكمة (تقرير Viénot)، ويعود تشكيل هذه القواعد إلى مبادرة المؤسسات نفسها، وهو أكثر من قاعدة مرجعية أو مجموعة قواعد القيادة الجيدة التي ينبغي على المؤسسات تطبيقها حتى لو لم تكن مقيدة في البورصة. ولقد أثبتت الدراسة أنّ شركات العينة تستجيب عموما لهذه القواعد. وفيما تعلق بعلاقة الحوكمة بخلق القيمة في هذه الشركات خلال هذه الفترة فلقد تم التوصل للنتائج التالية:

- سجلت شركات العينة في المتوسط خلق للقيمة خلال فترة الدراسة والمعبر عنها من خلال المقياس الاقتصادي EVAوالمقياس السوقي Q، وأعلى قيمة وأدنى قيمة سجلت كانت لنفس المؤسسات بالنسبة للمؤشرين.
- حسب القانون المرجعي للحوكمة الذي تتبعه شركات العينة AFEP&MEDEF فإنّ هذه الشركات تستجيب للقواعد المنصوص عليها في هذا القانون بشأن خصائص المجلس فيما تعلق بحجمه، استقلاليته، توفره على اللّجان المنصوص عليها وخاصة لجنة التدقيق التي تتوفر عليها كل شركات العينة وتتمتع هذه اللّجنة بنسبة الاستقلالية المنصوص عليها في AFEP&MEDEF . كما أن ما نسبته 79% من شركات العينة تجمع بين وظيفتي المدير العام ورئيس المجلس (PDG)، وهو الطابع العام للشركات الفرنسية.
- تحدد عهدة الأعضاء (**MOND**)في المجلس في المتوسط بثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، ولكن بقاء المسيرين في المجلس متعلق بدرجة أولى بخصوصية المؤسسة، فمثلا بالنسبة للشركات العائلية فهناك مسيرين لأكثر من 30 سنة.
- تركز الملكية في شركات العينة يمتد من نسبة0,45% إلى 94,66%، و القيمة المتوسطة هي 39,27%.
- أعطت نتائج تحليل نماذج الانحدار، بين EVAوالآليات الداخلية للحوكمة، بعد اختبار نماذج الانحدار والمفاضلة بين النماذج الثلاث **PEM**، **FEM** ، **REM**،أن نموذج التأثير العشوائي **REM** أنسب لمعطيات الدراسة، ويوضح النموذج أنّ المتغيرات المفسّرة مجتمعة لها قدرة تفسيرية للـ EVA بنسبة 29%، وأن كل المتغيرات الخاصة بخصائص المجلس وهيكل الملكية ليس لها أثر معتبر على EVA، وهذا بعد أن تم حذف كل المتغيرات التي ليس لها معنوية إحصائية، وأن عدد اللّجان في المجلس هو المتغير الدّال والذي يؤثر سلبا على EVA.

- يظهر نموذج الانحدار بين *Q de Marris* وآليات الحوكمة أن متغيرات الحوكمة بشكل فردي غير ظاهرة في النموذج، لسبب عدم وجود دلالة إحصائية لآليات الحوكمة على*Q de Marris* . لكن متغيرات الضبط المعتمدة في الدراسة(ACT ; DF ; GRCA) حسب نموذج **REM** فسّرت تغيرات Qبنسبة 36%، مع وجود دلالة إحصائية لهذه المتغيرات بدرجة ثقة 95%.
- معدل نمو المبيعاتGRCA مرتبط إيجابيا مع EVA، لسبب أنه المؤشر الأكثر تعبيرا عن تطور نشاط المؤسسة وبالتالي تطور قيمتها، بينما حجم المؤسسة من خلال حجم أصولها ACT والرفع المالي من خلال DF ، يؤثران سلبا على EVA، فبالنسبة لحجم الأصول فإن زيادته تؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال المستثمرة وبالتالي تنخفض EVA، كما أن الديون المالية في المؤسسة تزيد من تكاليف الوكالة بسبب زيادة التعارض في المصالح المحتمل بين المقرضين والمساهمين وهذا ما ينعكس سلبا على EVA.
- من خلال مخرجات برنامج DEA (التوجه الاخراجي) تم التوصل إلى أن متوسط الكفاءة للحوكمة لمختلف وحدات اتخاذ القرار -مؤسسات العينة المدروسة- θ = SCOR = 73%، في حين أن أضعف نسبة سجلت هي 19,9% لشركة Renault خلال 2014 ، ونسبة المؤسسات ذات الكفاءة التامة 100% خلال الثلاث سنوات هي 40%.
- من خلال النموذج المتحصل عليه تبين أن مؤشر كفاءة الحوكمة يفسر بنسبة 43% خلق القيمة المعبر عنها بـ EVAفي شركات العينة خلال فترة الدراسة، بمعنى أن الدراسة أثبتت أن لكفاءة نظام الحوكمة المؤسسية أثر إيجابي ودال على خلق القيمة المعبر عنها بـ EVA.
- أثبت تقدير نموذج الانحدار بين مؤشر الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بـQ de Marris، أن النموذج الملائم والأنسب هو نموذج الآثار الثابتة FEM، حيث يشير النموذج إلى أن كفاءة الحوكمة لها أن تفسر خلق القيمة المعبر عنها بـQ بنسبة جد مرتفعة، بمعنى هناك علاقة قوية جدا بين خلق القيمة المعبر عنها بـQ ومؤشر الحوكمة الذي يعكس كفاءة هذا النظام SCOR، والعلاقة ذات دلالة إحصائية بنسبة 90%.
- لكفاءة نظام الحوكمة المؤسسية أثر إيجابي ودال على خلق القيمة المعبر عنها بـ EVA وQ في مؤسسات العينة خلال فترة الدراسة، لكن الأثر كان أكبر في علاقة Q بمؤشر كفاءة الحوكمة، على أساس أن حوكمة جيدة للشركة بمثابة إشارة مالية إيجابية للسوق المالي عن أداء ومصداقية وشفافية ومسؤولية أعمال الشركة، وهذه الإشارة المالية تنعكس في تطور أسعار الأسهم للشركة.

- بيّن تقسيم عينة الدراسة إلى قسمين حسب درجة الكفاءة لنظام الحوكمة المحصل عليها وفق برنامج DEA، قسم أول يضم المؤسسات ذات الكفاءة التامة وقسم ثاني يضم المؤسسات ذات كفاءة غير تامة. ذلك لأن متوسط EVAلمشاهدات العينة في القسم الأول هو 5,57 %، مقابل متوسط نفس المؤشر لكل العينة بـ: 2,3% فقط، وهو ما يؤكد الأثر الإيجابي للحوكمة المؤسسية على خلق القيمة في شركات العينة خلال فترة الدراسة.
- يعتبر إطلاق مؤشر CAC GOV في سنة 2017 دليل على الضغط الذي يمارسه المساهمون بصفة خاصة، وذلك في إطار البحث عن خلق القيمة مع محاولة التحوط من المخاطر، كما أن إطلاق هذا المؤشر دليل على زيادة أهمية الحوكمة حتى في البيئة التي تضمن فيها التشريعات القانونية حقوق الأقلية. حيث تستعمل الحوكمة من طرف المستثمر كأداة للتحوط من المخاطر عند اتخاذ القرار.

الخاتمـــة

هدف هذا البحث إلى محاولة ربط الهدف المالي للمؤسسة وهو خلق القيمة، بالجانب التنظيمي المهيكل لهذا الهدف وهو الحوكمة المؤسسية، وذلك من خلال ارساء وتطبيق محدداته، باعتبار الحوكمة مجموعة آليات واجراءات تؤطر قرارات خلق وتوزيع القيمة في المؤسسة. حيث أن زيادة الاهتمام بالحوكمة المؤسسية بدرجات متفاوتة بين مختلف الدول وكذا المؤسسات بعد انهيارات شركات كبرى ومواجهة أزمات مالية، يرجع بدرجة أولى إلى ما يمكن أن تساهم به آليات الحوكمة في تطوير أنظمة تسيير تكون لها آثارا ايجابية على نتائجها واستمراريتها. ولقد أظهرت نتائج الدراسات التي تربط الحوكمة بالأداء عامة وبخلق القيمة خاصة تباينا كبيرا، وعليه فمن الخطأ التسليم بأن الالتزام بنفس القاعدة في الحوكمة تكون مثلى لجميع الشركات، فالمرونة وبعض الحرية في الاختيار هي خطوط مهمة لتنظيم جيد لحوكمة المؤسسة.

ولقد كان لإفرازات العولمة وزيادة تفشي ظاهرة الفساد في الأعمال وانهيار شركات كبرى دورا كبيرا في زيادة أهمية الحوكمة المؤسسية والسعي لتفعيلها. وبالنسبة لشركات العينة المدروسة والمدرجة في مؤشر CAC" 40" فإن إطلاق مؤشر" CAC 40 GOVERNANCE INDEX" لدليل عملي على أهمية الحوكمة بالنسبة للمستثمرين في السوق المالي بشكل خاص. فالمؤسسة المحَوْكمة جيدًا تضمن أداءا مقبولا لأصحاب المصالح –خاصة المساهمين- وهذا موازاة مع حجم المخاطر المتحملة، كما تعطي ثقة أكبر في الأداء المستقبلي للشركة.

ويعتبر تعميم مبادئ الحوكمة وكذلك أعمال وكالات عالمية على تنقيط الحوكمة لمختلف الشركات الكبرى، كنتيجة للضغط الذي يمارسه المستثمرون كمحاولة لإضفاء الشفافية وزيادة روح المسؤولية خاصة لدى المسيرين من أجل العمل للصالح العام، والبحث عما يمكن أن يخلق القيمة في المؤسسة من خلال تخفيض عدم التماثل المعلوماتي وتقريب مصالح مختلف الأطراف، فالحوكمة الجيدة من خلال آلياتها الداخلية والخارجية هي التي توفر لمجلس الإدارة والمسيرين التنفيذيين ما هو ضروري لبلوغ الأهداف المرجوة من كل أصحاب المصالح (خلق القيمة) واستغلال مختلف الموارد بكفاءة للرفع من آداءها وخلق القيمة.

نتائج اختبار الفرضيات

لقد تم اختبار فرضيات الدراسة والتي أسفرت على مايلي:

- **بالنسبة للفرضية الجزئية الأولى**: "هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية للشركات المدرجة في مؤشر CAC 40 مع القيمة الاقتصادية المضافة EVA."

فقد تم نفي هذه الفرضية، في شقيها الأول والثاني، حيث أثبتت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين EVAوخصائص مجلس الإدارة المتمثلة في: (حجم المجلس، ونسبة الأعضاء المستقلين، وعدد الاجتماعات، ونسبة الحضور في الاجتماعات، وهيكل الإدارة، وعدد المساهمين العمال في المجلس، وعهدة الأعضاء)، وعلاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عدد اللّجان في المجلس وEVA ، كما أن هيكل الملكية من خلال تركز الملكية لثلاث المساهمين الأوائل ونسبة المساهمين العمال لم يكن لها أية علاقة ذات دلالة إحصائية مع EVA. وهذه النتيجة تعتبر مختلفة عما توصل إليه Kouki Marouan et Dabboussi Moez (2015) اللّذين وجدا أن تركز الملكية كان له أثر سلبي على خلق القيمة في السياق التونسي.

- **بالنسبة للفرضية الجزئية الثانية**: "هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية لشركات العينة مع مؤشر Q de Marris". فتم نفيها، فلم يثبت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية مع خلق القيمة المعبر عنها بـQ، وفقط متغيرات الضبط المعتمدة في الدراسة: حجم المؤسسة من خلال اللوغريتم النيبيري لمجموع الأصول ACT، والرفع المالي DF ، ومعدل نمو المبيعاتGRCA ، قد فسرت تغيرات Q بنسبة 36%، مع وجود دلالة إحصائية لهذه المتغيرات بدرجة ثقة 95%.

- **بالنسبة للفرضية الجزئية الثالثة**: "هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر كفاءة الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بـ EVA و Q في شركات العينة خلال فترة الدراسة."

فتم اثبات أن لكفاءة نظام الحوكمة المؤسسية أثر إيجابي ودال على خلق القيمة المعبر عنها بـ EVA وQ ، لكن الأثر كان أكبر في علاقة المؤشر Q بمؤشر كفاءة الحوكمة، على أساس أن حوكمة جيدة للشركة هي بمثابة إشارة مالية إيجابية للسوق المالي عن أداء ومصداقية وشفافية ومسؤولية أعمال الشركة، وهذه الإشارة المالية تنعكس في تطور أسعار الأسهم للشركات. وهي النتيجة المطابقة لنتيجة دراسة Pankaj Varshney ; Vijay Kumar Kaul ; V.K.Vasal (2012) في السياق الهندي، ومنافية لنتيجة دراسة Ghorbel Hanen et Kolsi Manel (2011) في السياق الكندي.

- **بالنسبة للفرضية الجزئية الرابعة** : "تعتبر كفاءة الحوكمة المؤسسية أهم ضمان للمساهمين عن خلق القيمة في المؤسسة، ومؤشر عن زيادة الثقة حول استثماراتهم".

حيث أن حصر المؤسسات ذات الكفاءة التامة بيّن أن متوسط القيمة الاقتصادية المضافة لهذه اللشركات كان 5,57% مقابل متوسط EVA لكل العينة لم يتعد 2,3%. وهذا دليل على أهمية الحوكمة الجيدة في الرفع من القيمة الاقتصادية المضافة، وبالتالي فقد تم اثبات صحة هذه الفرضية بالنسبة لشركات العينة في فترة الدراسة.

إضافة إلى أن دراسات أثبتت أن المستثمرون على استعداد لدفع علاوة في المؤسسات المحوكمة جيّدا، وهذا مقابل الحصول على حماية إضافية نتيجة لهذه الحوكمة الجيدة، وبالتالي فالحوكمة يمكن أن تعتبر كأداة للتحوط من المخاطر عند اتخاذ القرار.

وبهذا تمت الإجابة عن إشكالية البحث الرئيسية، حيث أن للحوكمة دور في تفسير خلق القيمة، وهذا من خلال تظافر مختلف آلياتها لتحقيق كفاءة في النظام ككل الذي بدوره يوجه ويدعم هدف خلق القيمة المعبر عنه بالقيمة الاقتصادية المضافة، وQ الذي يعكس القيمة السوقية على القيمة الدفترية، وكفاءة الحوكمة كانت أكثر تأثير على المؤشر السوقي Q مقارنة بالمؤشر الاقتصادي EVA بالنسبة لشركات العينة وفي الفترة 2014-2016. أما عدم اثبات علاقة ذات دلالة إحصائية مقبولة بين آليات الحوكمة المعتمدة بشكل فردي وبين مؤشرات خلق القيمة فهذا لا يعني اطلاقا أن الحوكمة كنظام لا تؤثر على خلق القيمة.

هذا فيما يخص اختبار الفرضيات التي تم وضعها من أجل الإجابة على الاشكالية المطروحة، أما النتائج الأخرى التي تم التوصل إليها فيمكن تلخيصها فيما يلي:

نتائج البحث النظرية

- ظهر مفهوم الحوكمة كجزء من ثقافة عالمية ترتكز على تعزيز مشاركة الأطراف المجتمعية المختلفة مع الحكومة في صنع وتنفيذ السياسات العامة، وللتعبير عن التفاعل أو المشاركة بين الدولة والمجتمع المدني والقطاع الخاص لتحقيق التنمية المستدامة.
- تُلِح مختلف المنظمات بعد الأحداث التي وقعت خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي من فساد وسوء إدارة وغياب لأخلاقيات الأعمال في عديد من المؤسسات الكبرى والتي أدت ببعضها إلى الافلاس والزوال، على تحصين وضع المؤسسات بتطبيق أسس وقواعد الحوكمة المؤسسية، وتدعو الدول التي كانت تطبق نظم رقابة ضعيفة إلى الإسراع في تفعيل هذه النظم.

- هناك تبايَنا كبيرا فيما يخص تعريف الحوكمة المؤسسية بين مختلف الباحثين والجمعيات، حيث أن كل منهم يركز على جوانب معينة ، فمنهم من ركز على جانب ضيق تمثل في استهداف خدمة مصلحة المساهمين، باعتبارهم الملاك ولأنهم الطرف المتبقي (في إطار العلاقات التعاقدية)، وهناك من ركز على استهداف الحوكمة لخدمة مصلحة أصحاب المصالح ككل بمعنى المصلحة الاجتماعية، وهي النظرة الأوسع والأشمل في ظل محيط تأثيراته شاملة وبعيدة المدى.
- يتكوّنُ نظام الحوكمة من مجموعة أجزاء تعمل على تفعيل الامكانيات وتوظيف الموارد بطريقة كفأة، وهذه الأجزاء هي ثلاث، المدخلات، وهي ما تحتاج إليه الحوكمة من مستلزمات وما يتعين توفيره لها من مطالب سواء كانت مطالب تشريعية أم إدارية أم قانونية أم اقتصادية مجتمعة. والمعالجة، وهي تشغيل الحوكمة من خلال الجهات المسؤولة عن تطبيقها والمشرفة على ذلك وكذا جهات الرقابة وكل كيان إداري داخلي أم خارجي يسهم في تنفيذ الحوكمة ويشجع على الالتزام بها فضلا عن تطوير أحكامها. والمخرجات لهذا النظام، والمتمثلة في مختلف المبادئ والقوانين والقواعد والممارسات التي يتم بها تحقيق أهداف مختلف أصحاب المصالح في المؤسسة مع تعزيز الافصاح والشفافية.
- يسمح وجود نظام للحوكمة المؤسسية بتنظيم علاقات مختلف الأعوان ذوي المصالح المختلفة، والحد من إمكانية استغلال المسير لمركزه وتوفره على المعلومات للقيام بتسيير وادرة المؤسسة وفقاً لأهدافه الشخصية والحد من تأصله.
- تبرز أهمية الحوكمة في المجال الاقتصادي في كونها تعمل على ضمان رفع الأداء المالي وتخصيص أموال الشركة وتدعيم مركزها التنافسي من خلال كسب ثقة أصحاب المصلحة في السوق، بالإضافة إلى أنها تساعد على جذب الاستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية. أمّا من الناحية القانونية، فأهميتها تبرز في عمل القانونيين على ضمان حقوق أصحاب المصلحة، لهذا تعتبر التشريعات المنظمة لعمل الشركات العمود الفقري لأطر وآليات حوكمة الشركات. أمّا أهميتها في المجال الاجتماعي فهي تتجلى من خلال استهدافها الحفاظ على استمرارية الشركة ودفعها لتحقيق الأفضل بحسن تسييرها، والتي تعتبر عناصر مهمة في معادلة الأداء الاجتماعي.
- ترتكز النظريات التعاقدية للمؤسسة على مشكل عدم التماثل المعلوماتي، وفي ظل هذه النظريات اعتبرت المؤسسة "كمعالج للمعلومات"، وهنا يكمن دور الحوكمة المؤسسية في السعي

لتجنب اهدار القيمة من خلال الرقابة والحد من مشكل عدم التماثل المعلوماتي بين مختلف أصحاب المصالح.

- ترتكز النظريات المعرفية للمنشأة على أن المؤسسة هي "معالج معارف "، وتركز هذه النظريات على أن المعرفة هي نواة خلق القيمة، فجمع المعلومات وتخصيصها لا يعتبر اشكالا لهذا التيار بل تحديد وتوليد وتفسير وتكييف المعلومات للحصول على معارف هي ما يُكوِّن كفاءات متميزة في المؤسسة لها أن تدعم تنافسيتها. لذا فإن النظريات المعرفية لم تركز على الجانب الرقابي للحوكمة، بل على حل الصراع المعرفي بين الأعوان عن طريق الاتساق.
- تَعتبِر نظريات الحوكمة أداء المؤسسات كمقياس لمدى تحكم هذه الأخيرة في التكاليف المتولدة عن تضارب المصالح بين الأعوان، فإذا كانت هذه التكاليف تقاس بمؤشرات مالية، فإن ذلك يكون في إطار النظريات التعاقدية للحوكمة، في حين أن المؤشرات غير المالية تدخل ضمن اختصاص النظريات المعرفية.
- لا توجد نظرية ريادية للحوكمة، فهذه الأخيرة هي نتيجة بناءات نظرية ترتكز إمّا على النظريات التعاقدية، والتي تتمحور حول مشكل عدم التماثل المعلوماتي بين أطراف العقد في المؤسسة، أو ترتكز على النظريات المعرفية المتمحورة حول بناء واستغلال الكفاءات وقدرة المؤسسة على التوسع.
- تقسم الأسس النظرية للحوكمة إلى مدخلين، مدخل منظماتي ومدخل مؤسساتي، ويعود المدخل الأول إلى مفهوم الحوكمة والتي تهدف إلى تحقيق مصلحة المساهمين أو اشراك كل أصحاب المصالح في تحقيق الهدف المنشود. أما المدخل المؤسساتي فيعود إلى التصنيف حسب هيكل الملكية إلى نظام الداخليين المركز، ونظام الخارجيين المشتت.
- تثبت المقاربة التشاركية بين مختلف أصحاب المصلحة نجاعة أكبر من المقاربة المساهماتية، نظرا لوجود تبريرات منطقية تثبت السعي لتحقيق أهداف المؤسسة في ظل هذه النظرية، وفي ظل احترام القيود القانونية مع أخذها المحيط الذي تنشط فيه المؤسسة وما يفرضه من تغيرات عليها. كما أن هدف المؤسسة في ظل النظرية المالية هو تعظيم القيمة الذي يكون في فائدة كل الأطراف بسبب ارتباط أهدافهم بحياة واستمرارية المؤسسة.

- لتحقيق مختلف أهداف الحوكمة تُعتمَد مجموعة عناصر يتوقف عليها تحديد مستوى التطبيق الجيد لها، وهي مختلف آليات الحوكمة الداخلية والخارجية. وبتعدد مختلف الأسس النظرية للحوكمة ومختلف التشريعات والآليات الخارجية التي تدعم تنفيذ الآليات الداخلية للحوكمة، فإن تطبيقها أخذ عدة أشكال عبر العالم حسب خصوصية كل إقليم وركائز العمل المتوفرة فيه.
- تهدف آليات الحوكمة الداخلية (التسلسل الترتيبي والرقابة المتبادلة، وخصائص مجلس الإدارة، والتدقيق الداخلي، وهيكل الملكية، وملكية المساهمين العمال، وعلاوات المسيرين)، إلى مراقبة السلوكيات غير الأخلاقية في الأعمال، والرفع من الأداء لمختلف النشاطات في المؤسسة مع ضمان تخفيض آثار المخاطر.
- يعتمد النظام الجيد لحوكمة الشركات على مجموعة من الأدوات والآليات الداخلية والخارجية، وهذه الآليات الداخلية هي ما يشكل ضوابط عبارة عن ترتيبات في داخل الشركة تهدف إلى تخفيض المخاطر عن طريق التنسيق والتنظيم لعلاقات مختلف أصحاب المصالح، وأساسا المديرين والمساهمين ومجالس الإدارة، وحتى يكون للآليات الداخلية أثر فإنه يجب أن يتم تأطيرها أو دعمها بمجموعة تشريعات وهيئات منسجمة مع بيئة الدولة محل نشاط المؤسسة. وهي ما يعرف بالآليات أو الأدوات الخارجية للحوكمة المؤسسية وهي نتاج السوق والتشريعات في آن واحد.
- انطلاقا من تعدد أنظمة الحوكمة، فلا توجد "حوكمة جيدة " أو "حوكمة سيئة" للمؤسسة، لكن هناك فقط عمليا حوكمة تسمح أو لا تسمح بمنح الثقة للمستثمرين حول كيفية اتخاذ القرار في المؤسسة، وذلك في ظل احترام أو عدم احترام المبادئ الأساسية التي تتمثل في: الفعّالِية، والمسؤولية، والشفافية، والمساواة، واحترام الجانب الأخلاقي في الأعمال، وعليه فالحوكمة الجيدة هي ما يسمح بالعمل في ظّل هذه المبادئ.
- تظهر عملية خلق القيمة بالنسبة للمساهم، في ظل مختلف التحوُّلات، على أنها أكثر من أسلوب عادي، كما عرفت في التسيير منذ حوالي نصف قرن، حيث أنها تظهر اليوم كإيديولوجية حقيقية تجد تطبيقها الملموس في تسيير وقيادة المؤسسات. وهذا الهدف لا يعني فقط مصلحة الملاك في المؤسسة، لكنه أيضا القاعدة التي تسمح بضمان أن الموارد المحدودة مهما كان نوعها يتم تخصيصها وتسييرها وتوزيعها بأكثر فعالية ممكنة، مما يزيد من الثروة بالمعنى الواسع.

- إن المسيرين الأكفاء يدركون جيداً أن الطريقة الأكيدة للحصول على عوائد وفيرة للمساهمين هي المعالجة الجيدة لمصالح باقي الأعوان، نظراً لتأثيراتهم على قيمة المؤسسة، فخلق القيمة للمساهمين يتطلب أن يكون للمؤسسة أكبر عدد من العملاء، راضين عن المنتوجات والخدمات المقدمة من طرف عمال المؤسسة، باعتمادها على أفضل المورّدين والمسيرين، وكله باحترام القواعد المنصوص عليها من السلطة العامة، إذن فالمساهمين لديهم مصالح شرعية لكن غير مطلقة.

- رغم كون خلق القيمة للمساهم الهدف الشائع، فإنها بعيدة على أن تكون شاملة وعامة رغم شرعيتها، وفي احترام أهداف باقي أصحاب المصلحة التزام أخلاقي لمجلس الإدارة والمسيرين وضمان أطول لمصالح المساهمين.

- يعتبر خلق القيمة مفهوم ذو بعدين، بعد مالي وآخر إداري، فالتصور المالي لخلق القيمة يرتكز على أن المساهم هو المحور الأساسي باعتباره العنصر الأهم، على اعتبار أن بقاء المؤسسة واستمراريتها يكون مرهونا بالتدفق المستمر لرؤوس الأموال. لهذا تسعى المؤسسة بشكل دائم إلى تحقيق مصالح المساهمين. أما التصور الاداري فهو يركز على خلق القيمة من وجهة نظر العميل والذي ينبغي ارضاؤه بتقديم منتجات وخدمات ذات جودة عالية وبأقل التكاليف. كما يتم التركيز على تفعيل دور الاتصال المالي لتسهيل عملية اتخاذ القرار من طرف مختلف أصحاب المصالح.

- يرتكز التصور القائم على القيمة التشاركية بين مختلف أصحاب المصلحة، على تفكير استراتيجي لا يركز على المستفيد من القيمة بوجه خاص، بل يعطي الأولوية لتطوير مزايا تنافسية من شأنها خلق قيمة للمؤسسة، ثم التفكير بعد ذلك في المستفيد من القيمة التي تم خلقها. ولهذا فالمبدأ الاستراتيجي بسيط وواضح ودقيق في ذات الوقت، حيث يركز على المزايا التنافسية الهادفة لاستمرار المؤسسة وخلقها للقيمة لصالح كل أصحاب المصلحة، وهذا الطرح يشمل تحقيق المؤسسة لأهدافها على المدى القصير-خلق القيمة للمساهم-، وعلى المدى الطويل – انماء الميزات التنافسية -.

- تساير القيمة الاقتصادية المضافة EVA مفهوم الحوكمة المؤسسية باعتبارها تحاول أن تدفع بالمسيرين نحو رعاية مصالح المساهمين بتعظيم قيمة المؤسسة، وبذلك فهي تحاول تقليل تكاليف الوكالة وتعارض المصالح بين الملاك والمسيرين والحد من تأصل هذا الطرف الأخير.

- اعتبار الحوكمة المؤسسية كمجموعة قواعد وأدوات هادفة للتأكد من تبني المدراء أو المسيرين لمبادئ الإدارة بالقيمة فعليا، فإن هذا يدفع المسيرين في ظل هذا النظام إلى كسب ثقة مختلف أصحاب المصلحة، من خلال اتخاذ قرارات بفعالية وكفاءة، واضفاء الشفافية والثقة على أعمال المؤسسة من خلال الاتصال المالي الفعّال. كما يتم تنظيم أدوات الحوكمة هذه على أساس سياسة العصا والجزرة، كأسلوب لردع وتحفيز المسيرين.
- هناك تقارب كبير بين أسباب زيادة الاهتمام بخلق القيمة وأهميتها خاصة للمساهمين، وأسباب زيادة الاهتمام بالحوكمة المؤسسية كأسلوب للإدارة بالقيمة. حيث أن مفهوم خلق القيمة يبقى معقدا، حيث يعبر عن هدف المؤسسة المالي الذي يخدم المصلحة الاجتماعية لمختلف أصحاب المصلحة، كما يعبر عن أسلوب تسيير للمؤسسات، إضافة إلى أن مفهوم خلق القيمة مرتبط بمفهوم المؤسسة من جهة وبالأطراف المستفيدة منها من جهة ثانية.
- يربط خلق القيمة في المؤسسة بين استراتيجيتها والتدفقات المالية التي تحققها، فالنماذج التقييمية منها ما يعتمد على الاستراتيجية (منحى القيمة والنماذج المشتقة)، ومنها ما يعتمد على التدفقات "EVA" و"MVA" مثلا، وتعطي بذلك صيغة كمية لخلق القيمة، كما ينبغي المزج بين مختلف المقاييس للاستفادة من مزاياها.
- يعود اعتبار القيمة الاقتصادية المضافة كرائد في قياس خلق القيمة إلى اعتبارها مؤشرا لقياس الأداء وفي نفس الوقت كأسلوب في التسيير والتحفيز للمسيرين للعمل لصالح المساهمين خاصة، وأصحاب المصالح بشكل عام. كما أنها معيار لقياس كفاءة المؤسسة الاقتصادية، بمعنى كفاءة فريق العمل في المؤسسة بالإضافة أيضا إلى كونها وسيلة للاتصال الداخلي والخارجي، بمعنى التعريف بالمعلومات المتعلقة بقدرة المؤسسة على خلق القيمة، كما تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة ركيزة أساسية في نظام الإدارة بالقيمة.
- من أهم آليات الحوكمة التي نصادفها في مختلف أدبيات الموضوع والتي يُتوقع أنها يمكن أن تؤثر على خلق القيمة، نجد الآليات الداخلية وأساسا مجلس الإدارة وخصائصه وكذا هيكل الملكية، على اعتبار أن الآليات الخارجية كالمحيط العام التنظيمي والقانوني هي انعكاس للآليات الداخلية.

- يعتبر المساهمون جماعيا مسؤولون عن القرارات المتخذة، وعليه فدور مجلس الإدارة يكون مضاعفا فمن جهة، يساهم في النظرة الاستراتيجية للمؤسسة، ينصح المسير ويوسع من شبكته. ومن جهة أخرى، يراقب المسير لحساب المساهمين. ويختلف احترام الوزن الترجيحي بين الوظيفتين (النصح والمراقبة) حسب حجم وخصائص المؤسسة. فالوظيفة الاستشارية للمجلس تسود في المؤسسات المتوسطة الحجم مع هيكل ملكية مركز، في حين أن الوظيفة التأديبية والرقابية تأخذ أهمية أكبر في المؤسسات الكبيرة.
- أثبتت نتائج بعض الدراسات أن الجمع بين مهام رئيس المجلس والمدير العام يسمح بالاتصال بين الإدارة والمجلس بشكل فعّال، كما أن هذا الجمع بين هتين الوظيفتين يسمح أيضا بتسيير فعّال للنشاطات، كما أنه يخفّض أيضا من تكاليف الوكالة بين المساهمين والمسيرين، في حين أن المؤيدين للفصل بين الوظيفتين يُظهِرون أن مشاكل الوكالة تتفاقم عندما يتولى نفس الشخص الوظيفتين، وأن الفصل بين الوظيفتين يؤدي إلى أداء مالي جيد.
- إنَّ وجود مسيرين ممثلين العمال المساهمين يرفع من الأداء التشغيلي والسوقي للمؤسسة. حيث أن العمال يحملون معلومات داخلية وملائمة للمجلس، ويساعدون المجلس في اتخاذ قرارات أكثر وضوح، ويساهمون في حوكمة داخلية للمسيرين، هذا من جهة، وبمقابل ذلك يتوقع البعض أنه بإدخال ممثلين لأصحاب المصالح في المجلس يعقد عملية اتخاذ القرار ويشوش على الأهداف، ويساهم في تأصل المسيرين.
- لقد اختبرت العديد من الدراسات التجريبية العلاقة بين هيكل وطبيعة الملكية مع الأداء المالي للشركات، وأثبتت النتائج أن الشركات العائلية تظهر أداءا أفضلا من غيرها من الشركات. أما أنواع الملكية الأخرى، فالنتائج فيها متباينة فيما يخص علاقتها بالأداء. ومع ذلك، فإن تحليل هذه الدراسات لم يسمح بوضع إطار عام، بسبب تعقيد النتائج التي تم الحصول عليها وتنوعها. فغالبًا ما يؤدي تعقيد النتائج إلى علاقات غير خطية بين هيكل الملكية والأداء. كما يمكن ارجاع الاختلاف في النتائج التي تم التوصل إليها إلى العدد الكبير من التدابير المستخدمة للتعبير عن هيكل الملكية وأداء الشركة.
- تسمح مساهمة المسيرين والعمال في هيكل الملكية نظريا بمراعاة والحفاظ على مصالح هؤلاء الأطراف مع المحافظة على مصالح المساهمين، ويتم بهذا تحفيز المساهم المسير أو العامل لزيادة قيمة المؤسسة والحد من القرارات التي تؤدي لهدم القيمة .

- لقد أظهرت الدراسات تباينا كبيرا في النتائج المتعلقة بعلاقة آليات الحوكمة، خاصة الداخلية منها، مع خلق القيمة في المؤسسة. لكن تبقى الحوكمة الجيدة الممارسة من خلال اشراف ورقابة مجلس الإدارة تحسن في سرعة استجابة المؤسسة للتغيرات الطارئة، وهي بمثابة حماية للمستثمر، وأداة للرفع من مستوى الثقة في أداء فريق التسيير.
- من وجهة النظر المالية، فإن التحدي الأساسي للحكم على تطبيقات الحوكمة هو قدرة آلياتها على التأثير في خلق القيمة، وعليه يتم الحكم على الحوكمة أنها "جيدة"، إذا ساهم تطبيقها في المؤسسة في الرفع من قيمتها.

النتائج التطبيقية

بالنسبة لتقييم الحوكمة وتحليل الخصائص الوصفية للعينة:

- طورّت المؤسسات المقيدة في فرنسا قواعد للحوكمة المؤسسية في شكل تقارير تتضمن اقتراحات وتوصيات على شكل قواعد جيدة أهمها: التقرير الأول "Vienot" في جويلية 1995 ثم كمِّلت وحدِّثت تدريجيا في جويلية99، ثم في سبتمبر 2002، ثم في جانفي 2007، ثم أكتوبر 2008(حول أجور المسيرين التنفيذيين الاجتماعيين DMS)، وفي أفريل 2010 (الذي ركز على نسب تمثيل العنصر النسوي في المجلس). ثم صدور نسخة في 2013، كما صدرت نسخة في 2016، لكن تم التركيز على اصدار 2013 لـ AFEP&MEDEF بسب أن الدراسة كانت خلال الفترة 2014-2016.
- سجلت شركات العينة في المتوسط خلق للقيمة خلال فترة الدراسة معبر عنها من خلال المقياس الاقتصادي EVAوالمقياس السوقي Q، وأعلى قيمة وأدنى قيمة سجلت كانت لنفس المؤسسات بالنسبة للمؤشرين.
- حسب القانون المرجعي للحوكمة الذي تتبعه شركات العينة AFEP&MEDEF فإنّ هذه الشركات تستجيب للقواعد المنصوص عليها في هذا القانون بشأن خصائص المجلس فيما تعلق بحجمه، استقلاليته، توفره على اللّجان المنصوص عليها وخاصة لجنة التدقيق التي تتوفر عليها كل شركات العينة وتتمتع هذه اللّجنة بنسبة الاستقلالية المنصوص عليها في AFEP&MEDEF . كما أن ما نسبته 79% من شركات العينة تجمع بين وظيفتي المدير العام ورئيس المجلس (PDG)، وهو الطابع العام للشركات الفرنسية.

- تحدد عهدة الأعضاء (**MOND**)في المجلس في المتوسط بثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، ولكن بقاء المسيرين في المجلس متعلق بدرجة أولى بخصوصية المؤسسة، فمثلا بالنسبة للشركات العائلية فهناك مسيرين لأكثر من 30 سنة.
- تركز الملكية في شركات العينة يمتد من نسبة0,45% إلى 94,66%، و القيمة المتوسطة هي 39,27%.

بالنسبة لتحليل نتائج الانحدار:

- أعطت نتائج تحليل نماذج الانحدار، بين EVAوالآليات الداخلية للحوكمة، بعد اختبار نماذج الانحدار والمفاضلة بين النماذج الثلاث **PEM**، **FEM** ، **REM**،أن نموذج التأثير العشوائي **REM** أنسب لمعطيات الدراسة، ويوضح النموذج أنّ المتغيرات المفسّرة مجتمعة لها قدرة تفسيرية للEVA بنسبة 29%، وأن كل المتغيرات الخاصة بخصائص المجلس وهيكل الملكية ليس لها أثر معتبر على EVA، وهذا بعد أن تم حذف كل المتغيرات التي ليس لها معنوية إحصائية، وأن عدد اللّجان في المجلس هو المتغير الدّال والذي يؤثر سلبا على EVA.
- يظهر نموذج الانحدار بين *Q de Marris* وآليات الحوكمة أن متغيرات الحوكمة بشكل فردي غير ظاهرة في النموذج، لسبب عدم وجود دلالة إحصائية لآليات الحوكمة على*Q de Marris* . لكن متغيرات الضبط المعتمدة في الدراسة(ACT ; DF ; GRCA) حسب نموذج **REM** فسّرت تغيرات Q بنسبة 36%، مع وجود دلالة إحصائية لهذه المتغيرات بدرجة ثقة 95%.
- معدل نمو المبيعاتGRCA مرتبط إيجابيا مع EVA، لسبب أنه المؤشر الأكثر تعبيرا عن تطور نشاط المؤسسة وبالتالي تطور قيمتها، بينما حجم المؤسسة من خلال حجم أصولها ACT والرفع المالي من خلال DF ، يؤثران سلبا على EVA، فبالنسبة لحجم الأصول فإن زيادته تؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال المستثمرة وبالتالي تنخفض EVA، كما أن الديون المالية في المؤسسة تزيد من تكاليف الوكالة بسبب زيادة التعارض في المصالح المحتمل بين المقرضين والمساهمين وهذا ما ينعكس سلبا على EVA.
- من خلال مخرجات برنامج DEA (التوجه الاخراجي) تم التوصل إلى أن متوسط الكفاءة للحوكمة لمختلف وحدات اتخاذ القرار -مؤسسات العينة المدروسة- θ = SCOR = 73%، في حين أن أضعف نسبة سجلت هي 19,9% لشركة Renault خلال 2014 ، ونسبة المؤسسات ذات الكفاءة التامة 100% خلال الثلاث سنوات هي 40%.

- من خلال النموذج المتحصل عليه تبين أن مؤشر كفاءة الحوكمة يفسر بنسبة 43% خلق القيمة المعبر عنها بـ EVAفي شركات العينة خلال فترة الدراسة، بمعنى أن الدراسة أثبتت أن لكفاءة نظام الحوكمة المؤسسية أثر إيجابي ودال على خلق القيمة المعبر عنها بـ EVA.
- أثبت تقدير نموذج الانحدار بين مؤشر الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بـ Q de Marris، أن النموذج الملائم والأنسب هو نموذج الآثار الثابتة FEM، حيث يشير النموذج إلى أن كفاءة الحوكمة لها أن تفسر خلق القيمة المعبر عنها بـQ بنسبة جد مرتفعة، بمعنى هناك علاقة قوية جدا بين خلق القيمة المعبر عنها بـ Q ومؤشر الحوكمة الذي يعكس كفاءة هذا النظام SCOR، والعلاقة ذات دلالة إحصائية بنسبة 90%.
- لكفاءة نظام الحوكمة المؤسسية أثر إيجابي ودال على خلق القيمة المعبر عنها بـ EVA وQ في مؤسسات العينة خلال فترة الدراسة، لكن الأثر كان أكبر في علاقة Q بمؤشر كفاءة الحوكمة، على أساس أن حوكمة جيدة للشركة بمثابة إشارة مالية إيجابية للسوق المالي عن أداء ومصداقية وشفافية ومسؤولية أعمال الشركة، وهذه الإشارة المالية تنعكس في تطور أسعار الأسهم للشركة.
- بيّن تقسيم عينة الدراسة إلى قسمين حسب درجة الكفاءة لنظام الحوكمة المحصل عليها وفق برنامج DEA، قسم أول يضم المؤسسات ذات الكفاءة التامة وقسم ثاني يضم المؤسسات ذات كفاءة غير تامة. ذلك لأن متوسط EVAلمشاهدات العينة في القسم الأول هو 5,57 %، مقابل متوسط نفس المؤشر لكل العينة بـ: 2,3% فقط، وهو ما يؤكد الأثر الإيجابي للحوكمة المؤسسية على خلق القيمة في شركات العينة خلال فترة الدراسة.
- يعتبر إطلاق مؤشر CAC GOV في سنة 2017 دليل على الضغط الذي يمارسه المساهمون بصفة خاصة، وذلك في إطار البحث عن خلق القيمة مع محاولة التحوط من المخاطر، كما أن إطلاق هذا المؤشر دليل على زيادة أهمية الحوكمة حتى في البيئة التي تضمن فيها التشريعات القانونية حقوق الأقلية. حيث تستعمل الحوكمة من طرف المستثمر كأداة للتحوط من المخاطر عند اتخاذ القرار.

التوصيات

- على ضوء نتائج هذا البحث يمكن تلخيص أهم التوصيات لمختلف الشركات سواء الخاصة بالعينة أو الشركات الاقتصادية بشكل عام :

- ينبغي على الشركات خاصة المقيدة منها الاهتمام بمجلس الإدارة، حيث تعتمد قدرة هذا المجلس على أداء وظائفه بشكل كبير على خصائص وتكوين المجلس نفسه، ومؤهلات المجلس من حيث المهارات والخبرات والسمعة وطريقة انتخاب الأعضاء وانتماءاتهم وحوافزهم، وكيف تتلاءم هذه كلها مع هيكلته واستراتيجيته.
- ينبغي أن تعطى أهمية كبرى لتركيبة مجلس الإدارة وحجمه، حيث ينبغي أن لا يكون كبيرا بالشكل الذي يضعف الاتصال ولا يسمح بفعالية اتخاذ القرار في هذا المجلس، ويزيد من هيمنة رئيسه، ولا صغيرا بحيث لا يمكن الاستفادة من توسيع الخبرة والكفاءة فيه ، وأن يتوفر المجلس على تمثيل منصف للمساهمين الذين يعتبرون أقلية ويتوفر على مسيرين مستقلين، وأن يكون متنوع من حيث الجنس والعمر والأصول العرقية وذلك للاستفادة قدر الإمكان من مختلف الخصائص النوعية لمختلف الفئات وخلق تكامل بينها بشكل دائم، مع التركيز على أخلاقيات الأعمال. كما ينبغي على المؤسسات عامة أن تحدد دفتر شروط لنوعية وخصائص المسيرين الذين تبحث عنهم، واللّذين ينبغي أن يتم اختيارهم على أساس معارفهم وكفاءاتهم وسلوكياتهم بالإضافة إلى استقلاليتهم.
- حتى تحقق الحوكمة المؤسسية أهدافها ينبغي أن تتوفر على تركيبة جيدة لمجلس الإدارة وعلى مسيرين نوعيين وهذه كشروط ضرورية لحوكمة فعّالة، لكن ينبغي أيضا توفير بعض القواعد لعمل الحوكمة كتوفير المعلومات اللازمة والنوعية والسهلة الاستغلال للمسيرين، إضافة إلى تنظيم العمل الجماعي، وتبادل الخبرات والمعارف واستغلالها للصالح العام للمؤسسة.
- تواجه الحوكمة المؤسسية كأداة تسييرية ورقابية مسؤولية تنظيم العلاقات بين مختلف أصحاب المصلحة لتحقيق هدف خلق القيمة وتوزيعها بشكل عادل. ويرجع سبب زيادة الاهتمام بحوكمة المؤسسة بدرجات متفاوتة بين الدول وكذا المؤسسات، إلى ما يمكن في اعتقادهم أن تساهم به آليات الحوكمة في تطوير أنظمة تسيير يكون لها آثار إيجابية على أداءها وعليه ينبغي ملائمة قواعد الحوكمة مع خصوصية المؤسسة، فقاعدة الحوكمة التي تكون مناسبة لمؤسسة ما قد لا تناسب مؤسسة أخرى.
- ينبغي أن تهتم مختلف المؤسسات بالتقييم الأخلاقي أو المراجعة الأخلاقية لسلوكها من فترة لأخرى، فكما تحرص المؤسسات على تقييم أداءها المالي من حين لآخر للوقوف على نقاط الضعف ومعالجتها، فعليها أن تقوم أيضا بمراجعة أخلاقية لتصرفاتها من أجل كشف الممارسات غير المرغوب فيها (بعض النشاطات المضرة بالبيئة مثلا) ومناقشتها لعلاجها. حيث تشكل الضوابط

الأخلاقية في الادارة العمود الفقري للمؤسسة القوية، والخلل في أخلاقياتها كافٍ بهدم المؤسسة، فالمؤسسات التي تخلق القيمة تدرك أهمية الموقف الأخلاقي.

- ينبغي أن تكون العلاقات بين الأطراف الرئيسية للحوكمة: المساهمين ومجلس الإدارة والإدارة التنفيذية منظمة لتسمح للمؤسسة بالعمل بفعالية في ظل قناعة من طرف الجميع بأن الحوكمة المؤسسية الهادفة تدعم وتقوي استمرارية المؤسسة وتنافسيتها وخلقها للقيمة، والتي هي في النهاية للفائدة العامة لكل أصحاب المصالح. وهذا في ظل زيادة الحاح المساهم على ضرورة إدارة الشركة بالشكل الذي يضمن عوائد استثماراته هذا من جهة، ومن جهة أخرى ظهور تحديات جديدة كالمسؤولية المجتمعية للمؤسسات (RSE)، وهذا ما يجعل قيادة وإدارة المؤسسات أكثر تعقيدًا وأكثر مسؤوليةً.

- ينبغي التأكد من خلال هيئات خاصة أن تطبيق مختلف تعليمات الحوكمة الواردة أساسا في قواعد الحوكمة الجيدة ليست مجرد شكليات تحسينية، إنّما هي ممارسات يومية تهدف لتحقيق مخططات المساهمين وكل أصحاب المصلحة، ودعم المركز التنافسي للشركة. كما لا ينبغي أن تصبح الشركات في سياق احترام شكلي لقواعد الحوكمة ومسايرة مستمرة لتطبيق الجديد منها دون التركيز على خصوصية المؤسسة ومتطلباتها الحقيقية لتحقيق أهدافها، ولا ينبغي أن تتحول الشفافية المطلوبة كمظهر فقط والمعلومة الواردة كمجرد شاشة ماهرة، والتركيز بدلا من ذلك على جوهر نظام الحوكمة في استهدافه لتحسين صورة المؤسسة وزيادة الثقة لمختلف أصحاب المصالح.

- اعتماد مؤشر EVA ليس فقط من أجل قياس أداء المؤسسة لكن في نفس الوقت كأسلوب في التسيير والتحفيز للمسيرين من أجل العمل لصالح المساهمين وأصحاب المصالح. حيث أنَّ اعتماد مؤشر EVA كمعيار لقياس كفاءة المؤسسة الاقتصادية، بمعنى كفاءة فريق العمل في المؤسسة يربط بين النتيجة المحققة من الأموال المستثمرة والتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال. كما أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمؤشر لقياس خلق القيمة مسايرة لمفهوم حوكمة المؤسسة باعتبارها تحاول أن تدفع بالمسيرين نحو رعاية مصالح المساهمين بتعظيم قيمة المؤسسة، وبذلك فهي تحاول تقليل تكاليف الوكالة وتعارض المصالح بين الملاك والمسيرين أساسا.

آفاق البحث:

في ختام هذا البحث أتمنى أن يعتبر هذا العمل إضـــافة جديدة للمكتبة، والذي تناول موضـــوعا مهما خاصـــة في الفترة الأخيرة حيث أن الحكم على تأثير الحوكمة على خلق القيمة في المؤســـســـة يتطلب قياس ذلك الأثر عمليا ســـواء من خلال مختلف الآليات للحوكمة أو من خلال مؤشـــرات الحوكمة التي أصـــبحت أحد أهم منتجات مكاتب الاســـتشـــارة المالية، ووجدنا أنّ النتائج متباينة، ومدى تأثير الحوكمة يختلف حســـب ســـياق الدراســـة والحدود الزمانية والمكانية لها، لكن تبقى الحوكمة كنظام متكامل مهم في تأطير هدف المؤسسة المتمثل في تعظيم قيمتها لفائدة مختلف أصحاب المصالح. كما يمكن أن يفتح هذا البحث آفاقا أخرى للدراسة مثل:

- ادخال الاعتبارات المعرفية التي تفرض على المؤســـســـة إعادة تنظيم مفهوم الحوكمة المؤســـســـية، وذلك بتجاوز البعد التنظيمي الوحيد الذي يرتكز على النظريات التعاقدية للمنشـــأة في إطار مســـاهمتها في تخفيض عدم التماثل المعلوماتي، وضـــرورة إدخال أبعاد تكميلية ترتكز على النظرية المعرفية تخدم أكثر أهداف خلق وتوزيع القيمة بين مختلف الأعوان في المؤســـســـة ذات المصـــالح والمعارف المختلفة وحتى المتعارضة. ثم قياس أثر الحوكمة في ظل هذه النظريات على قيمتها.
- محاولة اقتراح اطار تنظيمي للحوكمة هادف لتحسين الأداء يتلاءم وطبيعة ومناخ عمل المؤسسات الاقتصـادية الجزائرية، مع الاسـتفادة من التجارب العربية والدولية في هذا المجال وتوظيف نتائج الأبحاث الجامعية.

وما التوفيق إلّا بالله عليه توكّلت وإليه أنبت، وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

الملاحـــــق

الملحق رقم 01: نتائج حسابات المتغيرات المتعلقة بالمتغير المفسر خلال فترة الدراسة (آليات الحوكمة الداخلية +متغيرات الضـــبط) بواســـطة EXCEL، أو المســـتخرجة مباشـــرة من الوثائق المرجعية للمؤسسة

Entreprise	Année	TC	TIND	NR	ASSI	DU	NC
Accor	2014	12	0.55	10	NA	1	3
	2015	12	O.55	9	NA	1	4
	2016	16	0.6	9	0.87	1	4
AIR LIQUIDE	2014	13	0.83	6	NA	1	3
	2015	12	0.82	6	NA	1	3
	2016	12	0.82	6	0.93	1	3
BOUYGUES	2014	20	O.38	12	0.91	1	4
	2015	17	0.46	9	0.94	1	4
	2016	16	0.42	9	0.95	1	3
CAP GEMINI	2014	12	0.78	7	0.92	1	4
	2015	11	0.88	10	0.91	1	4
	2016	15	0.67	6	0.93	1	4
CARREFOUR	2014	14	0.64	8	0.85	1	3
	2015	16	0.56	8	0.8	1	5
	2016	17	0.53	6	0.89	1	5
DANONE	2014	15	0.77	6	0.95	0	4
	2015	15	0.77	5	0.92	0	4
	2016	16	0.79	9	0.88	0	4
ENGIE	2014	17	0.54	12	0.83	0	4
	2015	19	0.53	12	0.89	0	4
	2016	19	0.53	11	0.86	0	4
ESSILOR	2014	15	0.64	6	0.97	1	5
	2015	16	0.66	5	0.9673	1	5
	2016	14	0.64	5	NA	1	5
KERING	2014	11	0.4	8	0.93	1	5
	2015	11	0.4	8	0.92	1	5
	2016	11	0.6	7	0.95	1	5
L'OREAL	2014	15	0.54	7	0.935	1	4
	2015	15	0.54	7	0.96	1	4
	2016	15	0.54	6	0.98	1	4
LEGRANT	2014	10	0.7	6	0.88	1	4
	2015	10	0.7	6	0.87	1	4
	2016	10	0.7	6	0.86	1	4
LVMH	2014	17	0.53	5	0.88	1	2
	2015	17	0.59	4	0.94	1	3
	2016	15	0.6	4	0.87	1	3

MICHELLIN	2014	8	0.75	6	0.967	0	2
	2015	9	0.78	8	1	0	2
	2016	9	0.78	6	0.977	0	2
ORANGE	2014	15	0.64	15	0.93	1	3
	2015	15	0.64	12	0.93	1	3
	2016	15	0.64	NA	NA	1	3
PEUGEOT	2014	14	0.5	10	0.95	1	4
	2015	14	0.5	6	0.93	1	4
	2016	14	0.5	9	0.89	1	4
PUBLICIS	2014	13	0.62	11	0.96	1	4
	2015	11	0.55	8	0.91	1	4
	2016	12	0.58	7	0.96	1	4
SAFRAN	2014	17	0.54	11	0.91	0	3
	2015	17	0.54	12	0.95	0	2
	2016	17	0.54	11	0.94	0	2
SAINT-GOBINT	2014	16	0.53	7	0.92	1	3
	2015	17	0.44	8	0.92	1	3
	2016	16	0.47	10	0.92	1	3
RENAULT	2014	19	0.67	7	NA	1	5
	2015	19	0.67	8	NA	1	5
	2016	19	0.53	7	0.9345	1	4
SANOFI	2014	15	0.85	11	0.92	1	4
	2015	14	0.92	11	0.91	1	4
	2016	12	0.9	10	0.92	1	3
SCHNEIREDELECTRIC	2014	15	0.71	8	0.94	1	4
	2015	16	0.73	9	0.86	1	4
	2016	13	0.75	8	0.94	1	4
TOTAL	2014	14	0.58	10	0.919	1	4
	2015	12	0.7	9	0.949	1	4
	2016	12	0.8	10	0.88	1	4
UNIBAIL	2014	9	1	8	0.97	1	2
	2015	11	1	8	0.95	1	2
	2016	9	1	7	0.85	1	2
VALEO	2014	12	0.75	8	0.99	0	3
	2015	12	0.83	9	0.924	0	3
	2016	14	0.93	8	0.96	1	3
VINCI	2014	15	0.75	8	0.947	1	4
	2015	15	0.75	10	0.913	1	4
	2016	15	0.75	8	0.92	1	4
VEOLIA	2014	16	0.78	8	0.87	1	4
	2015	17	0.8	9	0.879	1	4
	2016	17	0.87	7	0.916	1	4
VIVENDI	2014	14	0.83	10	0.924	0	2

	2015	14	0.83	5	0.972	0	2
	2016	14	0.75	6	0.93	0	2

Entreprise		NAS	MOND	CONC	ACSAL	ACT	DF	Grca
Accor	2014	1	3	23.91	0.55	22.8928908	0.3273	-1.48121387283237
	2015	1	3	13.91	0.84	22.9152545	0.3167	2.32856618995233
	2016	1	3	30.91	1	23.1967744	0.2451	-71.2775488263752
AIR LIQUIDE	2014	1	4	63	NA	24.0885389	0.27	0.874208548984578
	2015	1	4	64	NA	24.0885389	0.2834	6.65112675230983
	2016	1	4	67	NA	24.5101292	0.3828	10.7144165374425
BOUYGUES	2014	4	3	39.27	23.3	24.2748353	0.2108	-0.620782726045884
	2015	4	3	39.27	21.4	24.2453525	0.187	-2.14255537449454
	2016	4	3	39.27	20.2	24.2744337	0.1897	-2.03527815468114
CAP GEMINI	2014	3	4	94.1	8.9	23.1620413	0.0886	4.76615140705509
	2015	3	4	93.8	7.8	23.5101888	0.2347	12.6927078407264
	2016	3	4	89.34	5.5	23.5241383	0.2067	5.23709609735627
CARREFOUR	2014	0	3	10.03	1.06	24.5473097	0.1872	-0.271874453222789
	2015	0	3	20.48	1	24.5320372	0.1691	3.09864097061959
	2016	0	3	19.42	0.98	24.6119179	0.1653	-0.443757935936539
DANONE	2014	2	3	78	1.5	24.1810641	0.27	-0.723072588975491
	2015	2	3	78	1.5	24.2110078	0.312	5.99697313658721
	2016	2	3	78	1.5	24.5062957	0.4677	-2.08816705336427
ENGIE	2014	4	4	38.84	3.18	25.831052	0.2318	-16.3650615901456
	2015	4	4	37.81	2.72	25.8025437	0.2437	-6.43092413571486
	2016	4	4	37.05	2.75	25.7890141	0.2331	-4.64204456019347
ESSILOR	2014	4	3	81.2	8.4	23.1017929	0.2268	11.9447186574531
	2015	4	3	82.8	8.2	23.2057529	0.2154	18.4479717813051
	2016	4	3	82.5	8.4	23.3006757	0.1982	5.94103633114949
KERING	2014	1	4	41.38	0.43	23.8697387	0.2356	2.96561487013253
	2015	1	4	50.92	0.4	23.8950836	0.2442	15.4092154420922
	2016	1	4	94.66	0.4	23.9070946	0.2245	6.91200082871497
L'OREAL	2014	3	4	57.04	0.81	24.1909686	0.080712	-1.93501214278875
	2015	3	4	56.88	0.82	24.2410989	0.023191	12.0956861352743
	2016	3	4	57.37	1.2	24.2964594	0.035492	2.29516894058771
LEGRANT	2014	0	4	4.24	4.05	22.6884182	0.221973	0.874439461883408
	2015	0	4	4.11	4.05	22.7790548	0.242032	6.91264725494554
	2016	0	4	4.54	4.03	22.8165363	0.2338	4.34303534303534
LVMH	2014	0	3	47.72	0.5	24.7003647	0.1732	5.10823698926207
	2015	0	3	47.5	0.5	24.7768058	0.1437	16.4044650434101
	2016	0	3	47.65	0.5	24.8112905	0.1237	5.42844324809332
MICHELLIN	2014	0	4	83.1	1.8	23.8333531	0.0993	-3.42766829653776
	2015	0	4	84.4	1.8	23.8968514	0.1193	8.41814555311205
	2016	0	4	85.8	2.1	23.9549394	0.1149	-1.37742346337091
ORANGE	2014	4	4	30.13	5.08	25.2051831	0.3888	-3.74807837778483
	2015	4	4	30.13	4.99	25.2388395	0.3725	2.00532386867791
	2016	4	4	28.04	4.9	25.2736419	0.3556	1.6949995029327
PEUGEOT	2014	2	4	61.51	1.98	24.8376091	0.358	-0.892956184137549
	2015	2	4	64.87	2.37	24.6173285	0.1525	1.99414255600948
	2016	2	4	65.29	2.15	24.5333226	0.146	-1.18150559660546

PUBLICIS	2014	0	3.5	12.24	NA	23.7498183	0.1047	4.34344887099094
	2015	0	3.5	13.1	NA	23.9598244	0.1332	32.3363197794624
	2016	0	3.5	13.1	NA	23.937973	0.133	1.37485678575148
SAFRAN	2014	4	5	35.38	8.22	23.9864647	0.1483	4.49132357944879
	2015	4	5	29.69	7.94	24.0734155	0.117	13.4093129273852
	2016	4	5	28.23	9.23	24.1591223	0.13	-5.3520156196164
SAINT-GOBINT	2014	3	4	24.2	7.6	24.5255633	0.2473	-2.31052944675788
	2015	3	4	24.5	7.6	24.5267232	0.2266	-3.48565304233449
	2016	3	4	19.2	7.7	24.5021459	0.2143	-1.33760694546097
RENAULT	2014	4	4	33.11	2.5	25.1244944	0.4485	0.300498387569628
	2015	4	4	37.84	2.08	25.2297752	0.3963	10.4055535257581
	2016	4	4	37.84	2.09	25.3492479	0.4488	13.0518234165067
SANOFI	2014	2	4	18.56	2.28	25.3020099	0.1521	2.48550878577281
	2015	2	4	15.67	1.28	25.3513808	0.1617	2.28605270950548
	2016	2	4	16.23	1.43	25.3740975	0.1775	-2.08731399455735
SCHNEIRED ELECTRIC	2014	1	5	13.8	4	24.4406842	0.1864	5.89359262876311
	2015	1	5	14.4	3.8	24.47458	0.1792	6.8206423673764
	2016	1	5	17.3	4.5	24.4573815	0.182	-7.30855855855856
TOTAL	2014	2	3	10.8	4.6	25.9799299	0.2455	3.99798250519674
	2015	2	3	10.4	4.9	25.9565337	0.2537	-29.9742467344335
	2016	2	3	10.4	4.8	25.9850489	0.2467	-9.43667889103566
UNIBAIL	2014	0	3	0.45	NA	24.294774	0.3929	7.42914851985104
	2015	0	3	0.53	NA	24.3637373	0.3456	-0.99882491186839
	2016	0	3	0.68	NA	24.430599	0.3395	5.06231454005935
VALEO	2014	0	4	11.74	1.68	23.0277491	0.1929	5.0784475639967
	2015	0	4	11.68	1.68	23.1603818	0.1559	14.294695481336
	2016	0	4	11.82	1.68	23.3889651	0.2028	13.5794829482948
VINCI	2014	2	4	79.4	9.7	24.8668766	0.3362	-4.05325003718578
	2015	2	4	81.8	9.4	24.8527684	0.3055	-0.477999121515128
	2016	2	4	82.4	9.2	24.9417583	0.3164	-1.15530401370788
VEOLIA	2014	2	4	19	NA	24.2707113	0.3324	7.00969759979924
	2015	2	4	18	NA	24.3036855	0.3438	4.54709158674986
	2016	2	4	13.83	NA	24.3595143	0.3518	-2.30164071011985
VIVENDI	2014	2	4	13.52	3.11	24.2994804	0.06474	-54.4206008583691
	2015	2	4	22.6	3.3	24.2770698	0.069161	6.67063138071167
	2016	2	4	28.43	3.27	24.2003434	0.12161	0.529641330607694

الملحق رقم 02: نتائج حســابات المتغيرات المتعلقة بخلق القيمة لشــركات العينة خلال فترة الدراسة (EVA ;Q ;Re ;RF) بواسطة EXCEL

Entreprise	Année	Q	EVA	Re	RF
Accor	2014	2.2386	0.8202	7.28175788954635	6.21
	2015	2.3615	2.0479	8.11784974093264	6.8
	2016	1.7	-3.3641	2.43181200156883	5.05
AIR LIQUIDE	2014	2.9875	2.3804	9.7424705	14.58
	2015	2.7882	2.6075	9.1911283	14.4
	2016	2.176	0.7867	6.277544	11.25
BOUYGUES	2014	1.0656	0.9028	5.96565392513031	11.25
	2015	1.3572	-1.1522	3.76144932432432	5.17
	2016	1.2826	1.2262	5.59522243885147	8.32
CAP GEMINI	2014	1.9143	6.8463	14.7025620475698	11.27
	2015	2.1320	1.4631	7.8707104077625	16.01
	2016	1.7799	2.5423	8.84618122977346	12.46
CARREFOUR	2014	1.81	3.94	10.9310409893542	13.37
	2015	1.84	2.9231	9.55363636363636	10.52
	2016	1.44	1.5255	7.72081356538324	7.45
DANONE	2014	2.98	3.1253	8.37756572029443	10.67
	2015	3.22	2.877	7.42457545981356	11.03
	2016	3.00	6.2034	9.68372559733744	13.85
ENGIE	2014	0.84	0.6545	4.76930831768397	5.56
	2015	0.81	-6.7576	-2.74566372805569	-10.49
	2016	0.64	-1.2503	2.25258832607617	0.36
ESSILOR	2014	3.804	6.2667	11.5055415901709	18.75
	2015	4.0879	4.9347	9.61250578915296	13.35
	2016	3.3253	4.6642	8.96513611020007	12.48
KERING	2014	1.7882	-0.4684	6.60992608445665	4.88
	2015	1.7160	-1.2025	5.1250326023616	6.2
	2016	2.2515	-0.7524	5.63362459210099	7.26
L'OREAL	2014	3.8724	5.743	11.8339439884688	24.31
	2015	3.7020	6.364	11.8403684210526	13.97
	2016	3.976	5.8004	10.8725100799869	12.69
LEGRANT	2014	3.2616	5.2533	12.817084561324	14.99
	2015	3.66	5.9608	12.8222658282741	14.5
	2016	3.5467	5.837	12.3959429868217	15.5
LVMH	2014	3.1981	4.53	12.8604073876754	26.54
	2015	2.8483	6.2458	13.961662456946	15.51
	2016	3.2968	6.9274	14.5027941269141	15.64
MICHELLIN	2014	1.4679	4.914	12.542754417462	10.83
	2015	1.6766	6.5857	13.5726123051379	12.19
	2016	1.7878	8.674	15.4266265959211	15.66

ORANGE	2014	1.1823	0.3064	5.3793685	3.86
	2015	1.2329	0.3336	5.0695587	8.89
	2016	1.15747	0.203	4.5444543	9.84
PEUGEOT	2014	0.7682	-4.4489	0.664435555952807	-5.33
	2015	1.9721	5.0528	14.9466666666667	9.84
	2016	0.9115	9.357	19.1039694907814	14.7
PUBLICIS	2014	2.1574	7.5425	13.9281278092632	12
	2015	2.075	5.5244	11.0661599614551	13.84
	2016	2.442	-5.2266	0.0839437604924455	-8.57
SAFRAN	2014	3.3	8.195	15.1484512209102	20.27
	2015	4.4845	9.089	15.6562540628386	26
	2016	4.1905	18.7801	24.9592028254289	28.83
SAINT-GOBINT	2014	1.0748	-1.4637	5.66264341741003	8.01
	2015	1.1570	-3.2772	3.57911466976435	7.54
	2016	1.284	-0.5177	6.19785668173015	8.32
RENAULT	2014	0.7189	-3.4043	1.50402903107264	8.02
	2015	0.9620	-3.1046	2.81379106556562	10.4
	2016	0.8089	-1.2812	3.48126556709557	11.47
SANOFI	2014	1.774	-0.7845	6.42528058863212	5.43
	2015	1.763	-0.747	5.7143391855645	6.97
	2016	1.743	0.6324	6.59733121308496	7.06
SCHNEIREDELECTRIC	2014	1.7821	-1.3124	7.66997656218965	10.23
	2015	1.4628	-2.4554	5.73331134259259	7.06
	2016	1.8965	-0.3435	7.72238371864819	8.77
TOTAL	2014	1.5711	-0.4364	5.71573184459337	4.54
	2015	1.3726	-3.0733	2.43920885416486	5.02
	2016	1.4684	-3.028	2.44731586076871	6.11
UNIBAIL	2014	1.2405	1.5797	6.32341058776984	11.83
	2015	1.1947	2.3441	6.75290294616575	13.68
	2016	1.0722	2.9638	6.94733124952839	13.4
VALEO	2014	2.7915	7.7925	16.9186203840473	20.11
	2015	3.068	8.8855	17.7561530258598	20.96
	2016	3.00	9.6498	17.6655132382892	22.58
VINCI	2014	1.8092	4.6731	9.54002461891272	16.92
	2015	2.2810	3.8655	8.70729653717701	13.63
	2016	2.2403	4.0851	8.52427781988127	14.06
VEOLIA	2014	0.8787	-3.1957	1.54627948136324	3.5
	2015	1.2961	-0.4411	3.86476347335892	5.8
	2016	1.0265	0.6756	4.29178945982186	5.48
VIVENDI	2014	1.2164	-3.1459	2.6585642303733	21.86
	2015	1.2887	0.4395	5.37182680979186	9.38
	2016	1.1849	-0.206	4.08728589032656	6.5

الملحق رقم 03: حساب علاوة مخاطر السوق لشركات CAC40 حسب ACUITEM

الملحق رقم 04 : نموذج الانحدار التجميعي: Q وآليات الحوكمة (قبل وبعد التعديل)

Method: Pooled Least Squares
Date: 04/16/18 Time: 13:44
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 23
Total pool (unbalanced) observations: 62
Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	18.60706	5.807924	3.203737	0.0024
?TC	0.099457	0.065935	1.508399	0.1380
?TIND	1.041242	0.931575	1.117722	0.2692
?NR	0.004965	0.080077	0.062008	0.9508
?ASS	0.834400	3.594848	0.232110	0.8174
?DU	0.024052	0.318242	0.075578	0.9401
?NC	0.007874	0.174457	0.045135	0.9642
?NAS	0.104229	0.142181	0.733071	0.4671
?MOND	-0.244163	0.237381	-1.028571	0.3088
?CONCE	-0.001097	0.004882	-0.224667	0.8232
?ACSAL	-0.045798	0.035738	-1.281473	0.2062
?ACT	-0.741706	0.181233	-4.092566	0.0002
?DF	-1.870428	1.451850	-1.288307	0.2038
?GRCA	0.019766	0.008748	2.259405	0.0284

R-squared	0.436173	Mean dependent var	2.141419
Adjusted R-squared	0.283469	S.D. dependent var	1.021323
S.E. of regression	0.864531	Akaike info criterion	2.742421
Sum squared resid	35.87587	Schwarz criterion	3.222741
Log likelihood	-71.01504	Hannan-Quinn criter.	2.931007
F-statistic	2.856341	Durbin-Watson stat	0.404892
Prob(F-statistic)	0.004079		

Dependent Variable: ?Q
Method: Pooled Least Squares
Date: 04/16/18 Time: 13:49
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15.56951	2.812372	5.536078	0.0000
?ACT	-0.533799	0.117198	-4.554662	0.0000
?DF	-2.457981	0.918545	-2.675950	0.0091
?GRCA	0.015683	0.006964	2.252054	0.0272

R-squared	0.366710	Mean dependent var	2.048545
Adjusted R-squared	0.342036	S.D. dependent var	0.984655
S.E. of regression	0.798703	Akaike info criterion	2.436466
Sum squared resid	49.12033	Schwarz criterion	2.554711
Log likelihood	-94.67689	Hannan-Quinn criter.	2.483908
F-statistic	14.86242	Durbin-Watson stat	0.264783
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 05 : نموذج التأثير الثابت: Q وآليات الحوكمة

Dependent Variable: ?Q
Method: Pooled Least Squares
Date: 04/16/18 Time: 13:54
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.263367	9.591595	0.444490	0.6586
?ACT	-0.075687	0.399321	-0.189540	0.8504
?DF	-1.677224	1.032546	-1.624358	0.1105
?GRCA	0.004963	0.003018	1.644718	0.1062
Fixed Effects (Cross)				
ACC--C	0.191185			
AIR--C	0.714262			
BOUY--C	-0.855298			
CAP--C	-0.291548			
CARR--C	-0.419867			
DAN--C	1.224048			
ENG--C	-1.105181			
ESS--C	1.529774			
KER--C	-0.184661			
LOR--C	1.478966			
LEG--C	1.318866			
LVMH--C	0.927021			
MICH--C	-0.630243			
ORAN--C	-0.537681			
PEUG--C	-0.812280			
PUB--C	-0.086559			
SAFR--C	1.750561			
SAIN--C	-0.839167			
REN--C	-0.839589			
SANO--C	-0.315031			
SCHN--C	-0.401237			
TOT--C	-0.351181			
UNI--C	-0.666593			
VALE--C	0.699036			
VIN--C	0.275495			
VEO--C	-0.796794			
VIVE--C	-0.976305			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.956453	Mean dependent var	2.048545
Adjusted R-squared	0.931691	S.D. dependent var	0.984655
S.E. of regression	0.257350	Akaike info criterion	0.401359
Sum squared resid	3.377683	Schwarz criterion	1.288192
Log likelihood	13.74498	Hannan-Quinn criter.	0.757168
F-statistic	38.62562	Durbin-Watson stat	3.110698
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 06 : اختبارFISHERوHausmanلـQ والآليات الداخلية للحوكمة

TEST FISHER

Redundant Fixed Effects Tests
Pool: POOL01
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	26.564354	(26,51)	0.0000
Cross-section Chi-square	216.843731	26	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:
Dependent Variable: ?Q
Method: Panel Least Squares
Date: 12/02/18 Time: 22:46
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15.56951	2.812372	5.536078	0.0000
?ACT	-0.533799	0.117198	-4.554662	0.0000
?DF	-2.457981	0.918545	-2.675950	0.0091
?GRCA	0.015683	0.006964	2.252054	0.0272

R-squared	0.366710	Mean dependent var	2.048545
Adjusted R-squared	0.342036	S.D. dependent var	0.984655
S.E. of regression	0.798703	Akaike info criterion	2.436466
Sum squared resid	49.12033	Schwarz criterion	2.554711
Log likelihood	-94.67689	Hannan-Quinn criter.	2.483908
F-statistic	14.86242	Durbin-Watson stat	0.264783
Prob(F-statistic)	0.000000		

TEST HAUSMAN
Correlated Random Effects - Hausman Test
Pool: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	4.095788	3	0.2513

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.

?ACT	-0.075687	-0.471151	0.127551	0.2682
?DF	-1.677224	-1.522061	0.401758	0.8066
?GRCA	0.004963	0.005055	0.000001	0.9139

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: ?Q
Method: Panel Least Squares
Date: 04/16/18 Time: 14:02
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.263367	9.591595	0.444490	0.6586
?ACT	-0.075687	0.399321	-0.189540	0.8504
?DF	-1.677224	1.032546	-1.624358	0.1105
?GRCA	0.004963	0.003018	1.644718	0.1062

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.956453	Mean dependent var	2.048545
Adjusted R-squared	0.931691	S.D. dependent var	0.984655
S.E. of regression	0.257350	Akaike info criterion	0.401359
Sum squared resid	3.377683	Schwarz criterion	1.288192
Log likelihood	13.74498	Hannan-Quinn criter.	0.757168
F-statistic	38.62562	Durbin-Watson stat	3.110698
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 07 : نموذج التأثير التجميعي EVAوSCOR

Dependent Variable: ?EVA
Method: Pooled Least Squares
Date: 04/16/18 Time: 14:18
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.974959	13.51759	-0.146103	0.8842
?SCOR	9.445058	1.620773	5.827501	0.0000
?ACT	-0.048453	0.525927	-0.092129	0.9268
?DF	-6.710438	3.573907	-1.877620	0.0643
?GRCA	0.048848	0.026865	1.818295	0.0730

R-squared	0.541681	Mean dependent var	2.304972
Adjusted R-squared	0.517559	S.D. dependent var	4.285797
S.E. of regression	2.976828	Akaike info criterion	5.079334
Sum squared resid	673.4742	Schwarz criterion	5.227140
Log likelihood	-200.7130	Hannan-Quinn criter.	5.138636
F-statistic	22.45585	Durbin-Watson stat	0.869625
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: ?EVA
Method: Pooled Least Squares
Date: 04/16/18 Time: 14:21
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.761383	0.959989	-6.001509	0.0000
?SCOR	11.01266	1.227115	8.974428	0.0000

R-squared	0.504828	Mean dependent var	2.304972
Adjusted R-squared	0.498560	S.D. dependent var	4.285797
S.E. of regression	3.034878	Akaike info criterion	5.082601
Sum squared resid	727.6284	Schwarz criterion	5.141723
Log likelihood	-203.8453	Hannan-Quinn criter.	5.106322
F-statistic	80.54037	Durbin-Watson stat	0.786500
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 08: نموذج التأثير الثابت EVAوSCOR

Dependent Variable: ?EVA
Method: Pooled Least Squares
Date: 04/16/18 Time: 14:22
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.114653	1.927789	-4.209306	0.0001
?SCOR	14.22548	2.611470	5.447307	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
ACC--C	-3.952616			
AIR--C	-4.185958			
BOUY--C	2.493430			
CAP--C	2.137238			
CARR--C	0.482378			
DAN--C	-2.042258			
ENG--C	1.191831			
ESS--C	-0.822291			
KER--C	-4.020216			
LOR--C	-0.141691			
LEG--C	-0.427124			
LVMH--C	-0.209758			
MICH--C	0.613742			
ORAN--C	3.691501			
PEUG--C	1.754032			
PUB--C	-3.497391			
SAFR--C	5.910542			
SAIN--C	1.154441			
REN--C	2.247999			
SANO--C	-0.722112			
SCHN--C	0.108395			
TOT--C	-1.744802			
UNI--C	-3.814958			
VALE--C	2.665109			
VIN--C	3.849408			
VEO--C	-1.297107			
VIVE--C	-1.421767			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.831854	Mean dependent var	2.304972
Adjusted R-squared	0.746195	S.D. dependent var	4.285797
S.E. of regression	2.159144	Akaike info criterion	4.644502
Sum squared resid	247.0809	Schwarz criterion	5.472213

Log likelihood	-160.1023	Hannan-Quinn criter.	4.976590
F-statistic	9.711209	Durbin-Watson stat	2.250741
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 09: اختبار FISHERلنموذج الانحدار EVAمع SCOR

Redundant Fixed Effects Tests
Pool: POOL01
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.964603	(26,53)	0.0000
Cross-section Chi-square	87.486052	26	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:
Dependent Variable: ?EVA
Method: Panel Least Squares

Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.761383	0.959989	-6.001509	0.0000
?SCOR	11.01266	1.227115	8.974428	0.0000

R-squared	0.504828	Mean dependent var	2.304972
Adjusted R-squared	0.498560	S.D. dependent var	4.285797
S.E. of regression	3.034878	Akaike info criterion	5.082601
Sum squared resid	727.6284	Schwarz criterion	5.141723
Log likelihood	-203.8453	Hannan-Quinn criter.	5.106322
F-statistic	80.54037	Durbin-Watson stat	0.786500
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 10: اختبار Hausman لنموذج الانحدار EVA مع SCOR

Correlated Random Effects - Hausman Test
Pool: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1.270297	1	0.2597

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
?SCOR	14.225477	11.830398	4.515795	0.2597

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: ?EVA
Method: Panel Least Squares
Date: 04/16/18 Time: 14:30
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.114653	1.927789	-4.209306	0.0001
?SCOR	14.22548	2.611470	5.447307	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.831854	Mean dependent var	2.304972
Adjusted R-squared	0.746195	S.D. dependent var	4.285797
S.E. of regression	2.159144	Akaike info criterion	4.644502
Sum squared resid	247.0809	Schwarz criterion	5.472213
Log likelihood	-160.1023	Hannan-Quinn criter.	4.976590

F-statistic	9.711209	Durbin-Watson stat	2.250741
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 11: نموذج الانحدار المجمع Qو SCORقبل وبعد المعالجة

Dependent Variable: ?Q
Method: Pooled Least Squares

Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
?SCOR	2.432537	0.286566	8.488578	0.0000
?ACT	0.020439	0.013426	1.522359	0.1320
?DF	-1.064022	0.813377	-1.308152	0.1947
?GRCA	0.006442	0.006122	1.052394	0.2959

R-squared	0.542638	Mean dependent var	2.048545
Adjusted R-squared	0.524819	S.D. dependent var	0.984655
S.E. of regression	0.678756	Akaike info criterion	2.111013
Sum squared resid	35.47469	Schwarz criterion	2.229257
Log likelihood	-81.49602	Hannan-Quinn criter.	2.158454
Durbin-Watson stat	0.391486		

Dependent Variable: ?Q
Method: Pooled Least Squares

Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
?SCOR	2.771089	0.096347	28.76161	0.0000

R-squared	0.525372	Mean dependent var	2.048545
Adjusted R-squared	0.525372	S.D. dependent var	0.984655
S.E. of regression	0.678361	Akaike info criterion	2.073994
Sum squared resid	36.81389	Schwarz criterion	2.103555
Log likelihood	-82.99677	Hannan-Quinn criter.	2.085855
Durbin-Watson stat	0.374444		

الملحق رقم 11نموذج التأثير العشوائي QوSCOR

Dependent Variable: ?Q
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
Date: 11/20/18 Time: 15:33
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.035789	0.224615	4.611404	0.0000
?SCOR	1.382674	0.256374	5.393188	0.0000
Random Effects (Cross)				
ACC--C	-0.087824			
AIR--C	0.220161			
BOUY--C	-0.359184			
CAP--C	-0.024940			
CARR--C	-0.334588			
DANO--C	0.614850			
ENG--C	-0.670706			
ESSIL--C	1.252651			
LOREA--C	-0.206956			
LEGR--C	1.358002			
LVMH--C	1.015862			
MICH--C	0.660127			
ORAN--C	-0.734517			
PEUG--C	-0.286582			
PUB--C	-0.720399			
RENAU--C	-0.183698			
SAFR--C	1.492253			
SAINT--C	-0.350955			
SANO--C	-0.496738			
SCHN--C	-0.100134			
SOLVA--C	0.031329			
TOT--C	-0.295551			
UNIB--C	-1.185044			
VALEO--C	0.507190			
VEOLI--C	0.237908			
VINCI--C	-0.747020			
VIVEN--C	-0.605495			

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.623693	0.8600
Idiosyncratic random	0.251606	0.1400

Weighted Statistics

R-squared	0.242730	Mean dependent var	0.464691
Adjusted R-squared	0.233144	S.D. dependent var	0.307936
S.E. of regression	0.269660	Sum squared resid	5.744612
F-statistic	25.32210	Durbin-Watson stat	1.822640
Prob(F-statistic)	0.000003		

Unweighted Statistics

R-squared	0.413715	Mean dependent var	2.048545
Sum squared resid	45.47444	Durbin-Watson stat	0.230247

الملحق رقم 12: اختبار FISHERلنموذج الانحدار Qمع SCOR

Redundant Fixed Effects Tests
Pool: POOL01
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	20.186557	(26,53)	0.0000
Cross-section Chi-square	193.510883	26	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:
Dependent Variable: ?Q
Method: Panel Least Squares
Date: 12/02/18 Time: 14:48
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.152588	0.215249	0.708891	0.4805
?SCOR	2.588471	0.275144	9.407711	0.0000

R-squared	0.528372	Mean dependent var	2.048545
Adjusted R-squared	0.522402	S.D. dependent var	0.984655
S.E. of regression	0.680480	Akaike info criterion	2.092345
Sum squared resid	36.58119	Schwarz criterion	2.151467
Log likelihood	-82.73996	Hannan-Quinn criter.	2.116065
F-statistic	88.50504	Durbin-Watson stat	0.357019
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 13: اختبار Hausman لنموذج الانحدار Qمع SCOR

Correlated Random Effects - Hausman Test
Pool: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	12.744090	1	0.0004

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
?SCOR	0.797383	1.382674	0.026880	0.0004

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: ?Q
Method: Panel Least Squares
Date: 11/20/18 Time: 15:39
Sample: 2014 2016
Included observations: 3
Cross-sections included: 27
Total pool (balanced) observations: 81

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.464492	0.224646	6.519107	0.0000
?SCOR	0.797383	0.304316	2.620250	0.0114

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.956743	Mean dependent var	2.048545
Adjusted R-squared	0.934706	S.D. dependent var	0.984655
S.E. of regression	0.251606	Akaike info criterion	0.345297
Sum squared resid	3.355198	Schwarz criterion	1.173008
Log likelihood	14.01548	Hannan-Quinn criter.	0.677385
F-statistic	43.41578	Durbin-Watson stat	3.155509
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 14:تصـــنيفات شـــركات CAC40 حســـب تطبيقات الحوكمة في الفترة 2017 والثلاثي الأول لـ2018

قائمة المراجع

المراجع باللّغة العربية

الكتب:

- أجين برغام ترجمة محمود فتوح وعمر عبد الكريم، الإدارة المالية 2، أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات، القرارات التمويلية الاستراتيجية، ط: 1، 2010، شعاع للنشر والعلوم، سوريا.
- جون سوليفان واخرون تعريب سمير كمال "بحثا عن عضو جيد لمجلس الإدارة: دليل لارساء أسس حوكمة مؤسسية في القرن 21، مركز المشروعات الدولية الخاصة، ط3، وم أ، 2003.
- شارلز هيل، جاريث جونز، ترجمة رفاعي محمد رفاعي، محمد سيد أحمد عبد المتعال "الإدارة الإستراتيجية " ، مدخل متكامل،دار المريخ للنشر، السعودية ، 2001 .
- عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2006.
- علاء فرحان طالب، ايمان شيحان المشهداني، "الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف"، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2011.
- محمد حلمي الجيلاني، "الحوكمة في الشركات"، دار الاعصار العلمي، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2015.
- محمد مصطفى سليمان، " دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري (دراسة مقارنة)"، الدار الجامعية ، الإسكندرية ،2009
- مدحت محمد أبو النصر، الحوكمة الرشيدة، فن ادارة المؤسسات عالية الجودة، المجموعة العربية للتدريب والنشر، القاهرة، الطبعة الأولى، 2015.
- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي(الإدارة المالية)، دروس وتطبيقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، 2011.

المجلات والمقالات:

- اسم الكاتب غير موجود، شكل التكامل العالمي، مجلة التمويل والتنمية، عدد مارس 2002.
- ايمان ببة، إلياس بن ساسي، تطبيق أسلوب التحليل التطويقي للبيانات في قياس الكفاءة النسبية لمؤسسات التعليم العالي الجزائرية في ظل إدارة التغيير، دراسة تطبيقية على تشكيلة من مؤسسات التعليم العالي الجزائرية مابين 2008-2014. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية – العدد08/2015 ،
- بابركاني أم خليفة، آليات الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة التنظيم والعمل، جامعة معسكر- الجزائر، جانفي 2014، العدد5.

- حاج صحراوي حمودي، محاضرات في الاقتصاد القياسي، جامعة فرحات عباس سطيف 1، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، الجزائر.
- حسام الدين غضبان، مساهمة ركائز حوكمة الشركات في خلق القيمة للمؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة المؤسسة العمومية لأشغال الطباعة باتنة، الجزائر- مجلة الحقيقة، جامعة أدرار، الجزائر، العدد 25.
- خيري علي الجزيري "التحكم في المنشأة من وجهة نظر نظرية الوكالة المالية، توصيف المشكلة في المنشأة المصرية ومناقشة التراث العلمي" مجلة آفات جديدة، جامعة المنوفية، العدد الرابع،1997، ص:27-28.
- رتيعة محمد، استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02، 2014.
- زكريا يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، 2012، ص: 270-271.
- سامح محمد رضا، رياض أحمد، دور لجان المراجعة تأكد دعائم الحوكمة في تحسين جوده التقارير المالية، دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المصرية، المجلة الأردنية في إدارة الإعمال، المجلد 7، العدد الأول، 2011.
- شوقي بورقبة، عبد الحليم غربي، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات في أداء المصارف الإسلامية حالة دول منطقة الخليج، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، م 28، ع 3، مركز النشر العلمي، 2015، ص 127.
- محمد عبد الرحمن إسماعيل، تقييم أداء نماذج تحليل مغلف البيانات في ظل وجود مشاهدات متطرفة، مجلة الإدارة العامة، م49، العدد 4، الرياض، السعودية، نوفمبر 2009.
- هشام بحري، "تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم "، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 42، ديسمبر 2014، مجلد ب.
- هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2009 / 2010.
- مجدي مليجي، عبد الحكيم مليجي و آخر ون "أثر حوكمة الشركات على القيمة المضافة لرأس المال الفكري دراسة تطبيقية على الشركات السعودية المسجلة، http : www.bn.edu.eg/uploads/commerce/accounting.

المداخلات والاطروحات

- شوقي بورقبة، "الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية، دراسة تطبيقية مقارنة" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف -1-، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2011/2010
- عبد الرحمان العايب، "ميكانيزمات تحفيز المسيرين كأحد محددات حوكمة الشركات وتأثيرها في الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة"، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، أكتوبر 2009.
- عبد السلام حططاش، "نظرية الهيكل المالي في اطار نظام المشاركة، دراسة تقييمية للهياكل المالية لعينه من المؤسسات الاقتصادية"، مذكرة مقدمة لمناقشة أطروحة دكتوراه علوم، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2017.
- فريح خليوي حمادي الدليمي، قياس الكفاءة النسبية لقطاع صناعة السكر في الباكستان باستخدام أسلوب تحليل مغلف البيانات، أطروحة مقدمة إلى جامعة سانت كلمنتس العالمية استكمالاً لمتطلبات منح درجة الدكتوراه فلسفة في الإدارة الصناعية، 2008.

المراجع باللّغة الأجنبية

DICTIONNAIRE ET ENCYCLOPÉDIE

- Cobbaut R. "Politique de dividende" ; Encyclopédie de gestion ; T2 ;1997 .
- Decandin J-M. "Théorie de la communication", Encyclopédie de Gestion, T3,1997 .
- Dictionnaire Encyclopédique Larousse 1979 .
- Hirigoyen G. Jobard J. P., “ Financement d’entreprise: révolution récente et perspectives nouvelles.” Encyclopédie de gestion ; T 1 ;1997 .

LES OUVRAGES

- Anthony R. N. Dearden J. Bedford N. M. "Management control systems", Irwin, Inc, 1984.
- Bancel F. "La gouvernance des entreprises", Economica, Paris, 1997.
- Barneto P.,Gregorio G ; DSCG2 Finance Manuel et Applications ; 3eme Ed; ; Dunod ; Paris ; 2011 .

- Bekkar .B ; La gouvernance d'entreprise, Avec référence à l'entreprise public ; Ed Universitaires Européennes ;Allemagne ;2017.
- Bergery L. ; « Management par les valeurs » ; Lavoisier ; Paris ; 2011.
- Bessire D. Meunier J. "Conception du gouvernement des entreprises et modèles d'entreprise: Une lecture épistémologique", Finance d'entreprise, CREFIB ;Economica ;Paris ;2001 .
- Black A. Wright P. Bachman J. "Gestion de la valeur actionnariale", Dunod, Paris, 1999.
- Brilmane J. Maire C. "Manuel d'évaluation des entreprises", Organisation, Paris, 1990.
- Cabane P . ; Manuel de Gouvernance D'entreprise ; Eyrolles ; Paris ;2013.
- Calori R ; Atamer T ; " Diagnostic et décision stratégique ; Dunod ;2 eme ed ;Paris ; 2003.
- Casta J. F. Colasse B ; « Juste Valeur : Enjeux Techniques et Politiques »; Economica ; Paris. 2001.
- Charles Piot , "Gouvernance ; Audit et qualité de l'information financiere ", Gouvernance d'entreprise nouveaux défis financiers et non financiers, De Boeck, 2009.
- Charreaux GI ;Wirtz p ; " Gouvernance D' entreprise" ; economica ; 2006.
- Charreaux G. "Finance d'entreprise" éd: EMS, Paris, 2000.
- Cherif M ;Duberenlle S ; "Création de valeur et capital investissement" , Pearson Education ;France ; 2005.
- Cobbaut R. ; « Théorie Financiere ».4eme ed ;Economica ;Paris ;1997.
- Damodaran A, "Finance d'entreprise, Théorie et pratique", De Boeck ; 2eme Ed ; 2007.
- David Larcker , Brian Tayan , "Corporate governance hatters, a closer look at organizational choices and their consequences , Pearson Education , 2011.
- Denglos G. "La création de valeur", Dunod, Paris, 2003.
- Ehbar A. "EVA: Economic Value Added" éd: Village Mondiale, Paris, 2000.
- Emery R. D. Finnerty J.;"Principles of finance with corporate applications"; West Publishing Company; 1991.
- Felix B. "La création de valeur", Organisation, Paris, 2000.
- Finet A., « Gouvernance d'entreprise, nouveaux défit financier et non financier » ; Ed de Boeck ; Paris ; 2009.

- Grégory Denglos , " création de valeur , risque de marché et gouvernance des entreprises , Economica , Paris, 2010 .
- Guimard A. "La communication financière", 2éme éd, Economica, Paris , 1998.
- Guimard A. "la communication financière", 2éme éd, Economica, Paris, 1998.
- Hirogoyen G. Caby J. ; " La création de valeur de l'entreprise ;"Economica ; Paris ;2001 .
- Hutin H et al;toute la finance d'entreprise en pratique ; 2eme Ed ; 2003 ;Ed d'Organisation .
- Hutin H. ; « Toute la finance d'entreprise en pratique » ; Organisation ;3eme Ed ; 2003 .
- Jokung-Ngéna O. Arrgle J-L. Yves de Kougé, Ulaga W. "Introduction au management de la valeur", Dunod, Paris, 2001.
- Lanord B–F. "La problématique des systèmes d'informations", sous la direction de Gerard Balantzian, "Les systèmes d'informations, Art et pratiques", 2ème éd, Organisation, Paris, 2003.
- Louafa T.,Perret F . ; "Créativité & innovation ";Presses polytechniques et universitaires romandes ; Espagne ; 1ere ed ;2008.
- Marc Ingham et autres, L'art de la finance, Finance d'entreprise et finance de marché, principes et applications, Village Mondial, Paris, 1998.
- Marc-Hubert Depret et autres, " Gouvernance d'entreprise : En jeux Managériaux comptables et financiers",1ere, ed : De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2005.
- Mouchot C. "Les théories de la valeur", Economica, Paris, 1994.
- Mourgues N. "Financement et coût du capital de l'entreprise" ; Economica ; Paris ; 1993 ; P : 266.
- Palou J-M ; « Les méthodes d'évaluation d'entreprise » ; Groupe Revue Fiduciaire ;3eme Ed ;2017 .
- Pateyrou E. A. Salmou R. "Les nouvelles technologies de l'information et l'entreprise", Economica, Paris, 1996.
- Peaucelle J-L. "Système d'information, le point de vue des gestionnaires", Economica, Paris, 1999.
- Philippe Bissara et autres, "Droit et pratique de la Gouvernance des sociétés cotées , Joly éditions, 2007.

- Pierre Vernimmen par Pascal Quiry et Yann Le Fur , Finance d'entreprise , 8eme Ed , Dalloz, 2010.
- Pigé B ; "Gouvernance , Contrôle et Audit des Organisation" ; Economica ;Paris ; 2008.
- Pilverdier .J.E et autres ; « Finance d'entreprise » ; Economica ;9eme Ed ; 2016.
- Raimbourg P. "Asymétrie d'information, théorie de l'agence et gestion de l'entreprise" Encyclopédie de gestion, T1.
- Reix R. "Systèmes d'information et management des organisations", 4éme éd, Vuibert, 2002
- Soltani B. "Le marché financier et le contrôle de qualité de l'audit externe: une étude comparative, "Finance d'entreprise", Recherche du CREFIB, Economica ,Paris , 2001 .
- Stéphane Rousseau ; "Gouvernance d'entreprise et analyse économique du droit ; Quelle perspective suite à la crise financière ?(la gouvernance des sociétés cotées face à la crise", LGDJ, 2010 .
- Thauvron A ; "Evaluation d'entreprise" ; Economica ; 3emeEd ;Paris ;2010.
- Thierry,W,G et al , "Developpement durable et gouvernance d'entreprise , un dialogue promoteur", ed d'organisation, Paris,2003.
- Thomas P ; "Principes de finance d'entreprise" ; 2 éme ed ; Rb édition ; corporate Finance – création de valeur ; Paris; 2012.
- Vernimmen P ; Quiry P. ; Le Fur Y . «Finance D'entreprise» ; Dalloz ; 2011.

LES THESES

- Amir Louizi; « Les déterminants d'une bonne gouvernance et la performance des entreprises françaises : études empiriques » Thèse en co-tutelle pour l'obtention du grade de Docteur en Sciences de Gestion ; Université Jean Moulin Lyon 3, (2011).
- Ghorbel Hanen et Kolsi Manel « Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière : cas des entreprises canadiennes » 2011. http://hal.archives-ouvertes.fr.
- Jaunet P., «la création de valeur : approche financière ou managériale », www.memoireonline.com/.../ m_management-valeur- financiere-approche-necessaire-demarche-strategique16.htm, vu le 12-05-2013 .
- Madhar S « Corporate Gouvernance et Performance des Entreprises : Cas des Emetteurs Marocains » groupe institut supérieur de commerce et

d'administration des entreprises Centre des Etudes Doctorales en Gestion ; Laboratoire de Recherche en Management (LAREM) ; 2016.

ETUDES ET ARTICLES

- Alphonse P. "Communication financière et gestion de l'asymétrie de l'information. le cas des réunions avec les analystes financières" Anne – Vlérie Hllot – Gauquie. Avril 2001.
- Analyse Financière ; La revue de la société Française des analystes financiers ; N° 53 ;Octobre / Novembre/ Décembre 2014 ; P : 22 .
- Basil Okoth &Metin Coskun" Evaluating the impact of corporate governance on firm performance using board index"; Institute of Social Sciences; Anadolu University; 26210Tepebasi/Eskisehir;Turkey. Posted 9/08/2016 www.preprints.org
- Basil Okoth&Metin Coskun" Evaluating the impact of corporate governance Oetudes et n firm performance using board index"; Institute of Social Sciences; Anadolu University; 26210Tepebasi/Eskisehir;Turkey. Posted 9/08/2016 www.preprints.org.
- Boulerne S. ; Sahut J-M « les sources d'inefficacité des mécanismes de gouvernanced'entreprise » ; Management&Avenir 2010 / » n°33 ;P : 374-387
- Breusch, T. S, Pagan, A. R. "A Simple Test for Heteroskedasticity and Random Coefficient Variation", research paper, Econometrica, N°47, Vol.5, 1979.pp. 1287–1294.
- Cheng Hsiano, Analysis of Panel Data, Cambridge University Press, New York,2ndEd, 2003.
- Cherif Lahlou , Gouvernance des entreprises , Actionnariat et performances, la revue de l'Economie et de Management, N7, Université de Tlemcen , Avril 2008.
- Edithe Ginglinger ; Quelle gouvernance pour créer de la valeur? ; Association d'économie financière ; Revue d'économie financière ; 2012/2 N° 106.
- H. Sherman David. Zhu Joe, *Service Productivity Management*, Springer Science+Business Media, New York, USA, 2006.
- Khaldi M.A. ; Impact des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale, Finance Contrôle Stratégie, 2016.
- Kouki Marouan et Dabboussi Moez; International Business Research; Vol .8 ; N° 5 ; (2015) .

- Manzoni, S.M.N. Islam, *Performance Measurement in Corporate Governance*, Physica-Verlag Heidelberg, 2009.
- Pankaj Varshney ; Vijay Kumar Kaul ; V.K.Vasal (2012), Corporate Governance Index and Firm Performance : Empirical evidence from India; ARTICLE available at SSRN: https://ssrn.com.
- PETER, W., Meilleures pratiques de gouvernance, théorie de la firme et modèles de création de valeur: une appréciation critique des codes de bonne conduite », cahier de FARGO n° 1040401 (2004).
- Randall Campbell, and al,Efficient Frontier Estimation: A Maximum Entropy Approach, Department of Finance and Economics Mississippi State University.
- Stephen S.; "Corporate Governance & The Role of Government" ; International Journal of Disclosure & Governance ; Vol.1 ; No. 4 ; September 2004 ; P:310.
- Twinkle Prusty(2013) ; Corporate Governance through the EVA Tool: A Good Corporate Performance Driver , India; Journal of Asian Business Strategy .
- Varshney P. V .K . Kaul ; V.K.Vasal ; « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance :A stady of select Indian Firm"; Working paper; University of Delhi, 2012.
- W. W. Cooper, L. M. Seiford, K. Tone, *Introduction To Data Envelopment Analysis And Its Uses*, Springer Science Business, Media, USA, 2006.
- Wamba H.; "L'impact de l'asymétrie d'information dans l'optimisation de la valeur de l'entreprise: exemple de la PME Camerounaise"; Université de Yaoudi; Cameroun; 2004.
- Wirtz P ; Meilleures pratiques de gouvernance de gouvernance ; théorie de la firme et modeles de création de valeur. Une appréciation critique des codes de bonne conduite. cahier du FARGO n 1040401 ; Avril 2000 .
- Yves Mard, Sylvain Marsat et Fabien Roux ; «Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français » ; Revue Finance Contrôle Stratégie FCS, VOL 17 ; N° 4 ,12/2014 .

LES RAPPORTS

- Cadbury committee ,Report of the committee on the financial aspect of corporate governance, London, Gree and Colt,92.
- Organization for economy cooperation and developement (2004), principales of corporate governance, OECD publications survi.

LES CITES D'INTERNET

- http://ar.tradimo.com/tradipedia/AMF--France_1120/
- http://www.boursereflex.com/lexique/flottant
- http://www.image7.fr/wp-content/uploads/2014/10/Etude-de-la-Gouvernance-des-soci%C3%83%C2%A9t%C3%83%C2%A9s-du-CAC-40-24-06-14.pd .
- http://www.investmenteurope.net/regions/euronext-vigeo-eiris-launch-governance-index/ ; décembre 2017.
- https://admiralmarkets.fr/formation /articles/base-du-forex/composition-cac40-février 2018.
- https://investir.lesechos.fr/complements/2013/10/08/918862_1381225707_binck-fiche-pedagogique-les-secteurs-en-bourse.pdf.
- https://www.bnains.org/archives/histocac/compocac.php
- https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/bourse/euronext.
- https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/bourse/euronext
- https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/bourse/euronext.
- https://www.lerevenu.com/bourse/cac-40-tout-ce-que-vous-devez-savoir-sur-lindice-parisien.
- https://www.lerevenu.com/bourse/cac-40-tout-ce-que-vous-devez-savoir-sur-lindice-parisien .
- www .associies-gouvernance.com /wp-content/uploads/2013/06/code_de gouvernance d'entreprises_Afep_Medef_juin2013
- www .associies-gouvernance.com /wp-content/uploads/2013/06/code_de gouvernance.
- www .associies-gouvernance.com /wp-content/uploads/2013/06/code_de gouvernance d'entreprises_Afep_Medef_juin2013.
- www.dauphine.fr/cereg/chahiers, .mars 2004.
- www.boursorama.com
- www.lesechos.com
- www.acuitem.com
- www.investing.com

ملخص:

تهدف الدراسة لاختبار دور الحوكمة المؤسسية في خلق القيمة، ولهذا الغرض تم الاعتماد على نماذج البانل، لدراسة العلاقة بين المتغير المفسر الذي يعكس آليات الحوكمة الداخلية المتمثلة في خصائص مجلس الإدارة وهيكلة الملكية، والمتغير التابع المعبر عن خلق القيمة وأساساEVA كمؤشر اقتصادي وكمؤشر معتمد في الإدارة بالقيمة، إضافة إلى المؤشر السوقي Q de Marris. ولتحقيق هذا الهدف تم اختيار عينة تضم الشركات المقيدة في بورصة باريس والمدرجة في مؤشر CAC 40خلال الفترة 2014-2016، مع محاولة بناء مؤشر لكفاءة الحوكمة في شركات العينة بالاعتماد على برنامج تطويق البيانات DEA. وخلصت الدراسة إلى عدم وجود علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين مختلف آليات الحوكمة الفردية وخلق القيمة، مع وجود علاقة عكسية بين المتغير EVA وعدد اللّجان في مجلس الادارة. وبالمقابل أثبتت الدراسة وجود علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين مؤشر كفاءة الحوكمة الذي يجمع مختلف الآليات في مؤشر واحد مع خلق القيمة المعبر عنها بالمتغير EVA وخاصة مع Q. وعليه فالحوكمة المؤسسية الجيدة ورغم تعددها إلّا أنها تبقى أهم ضمان لأداء المؤسسة ولمتخذي القرار.

الكلمات المفتاحية: الحوكمة المؤسسية، خلق القيمة، نماذج البانل، مؤشر الحوكمة.

Abstract

The study aims to use some panel data models to measure the impact of corporate governance on value creation. For this purpose, an explanatory variable that reflects the internal governance mechanisms represented by the board's characteristics and the structure of ownership was adopted, while value creation as the dependent variable was represented by the economic value added (EVA) and the Q market indicators.

To achieve our objective, a sample of institutions listed in the CAC 40 index was selected for the period 2014-2016 and in order to build an indicator for the governance efficiency for these companies, we had to use the data envelopment analysis method (DEA).

The study concluded that there is no strong and statistically significant relationship between the different explanatory variables and any of the dependent variables. Nonetheless, we found that there is negative relationship between the number of committees and EVA. The study also showed a positive and statistically significant relationship between the efficiency index of governance and the value creation expressed in EVA and the Q indicator.

Despite all this, good corporate governance remains the most important guarantee for enhancing performance and for decision-makers such as stakeholders.

Keywords: Corporate Governance, Creation Value, Panel data, Governance Index, panel data models,