حوكمة المؤسسات كمدخل لخلق القيمة
دراسة تحليلية من منظور المدخل الانضباطي

د. عبدي نعيمة
جامعة الأغواط

ملخص

نسعى من خلال هذه الورقة البحثية، تسليط الضوء على مفهوم خلق القيمة، هذا الأخير الذي تنوعت مفاهيمه بتنوع التخصصات والمواضيع المتناولة و أصبحت له أهمية كبيرة في المؤسسات، جعلت من خلق القيمة أساسا لكسب الميزة التنافسية وصولا إلا إدخالها في رسم الأبعاد الإستراتيجي للمؤسسة، لتنعكس في الأخير على تطور و إزدهار هذه الأخيرة، وفي هذا الإطار تعدد وتنوعت منابع و روافع خلق القيمة في المؤسسة، من روافع إستراتيجية فمالية وصولا إلى روافع مبنية على حوكمة المؤسسات، هذه الأخيرة التي أعطت تحليلا يجمع و يخدم مصالح جميع الأطراف المشاركة في هذا الخلق، لتنعكس في الأخير على قيمة المؤسسة وبقائها، معتمدة في ذلك على مداخل معرفية و أخرى انضباطية، نقتصر في هذه الورقة على توضيح كيفية مساهمة هذه الأخيرة في خلق القيمة في إطار حوكمة المؤسسات، من أجل الوصول إلى نتيجة فحولها أن هذه الأخيرة أعطت رؤية جديدة لخلق القيمة مفادها إشراك الجميع في تحقيق هذا الخلق للجميع.

الكلمات المفتاح: حوكمة المؤسسات، خلق القيمة، المدخل الإنضباطي.

Résumé:

Cet article traite du rôle de la création de valeur, en tant que mécanisme de gouvernance d'entreprise, dans le cadre de L'approche disciplinaire.

L'étude se limitera à l'analyse de la réalité du fonctionnement des leviers de la création de valeur dans l'entreprise, trois types de leviers d'essence stratégique sont à l'origine de la création de valeur par l'entreprise : des leviers stratégiques, des leviers financiers et des leviers de "gouvernance d'entreprise". Les résultats de l'étude démontrent que les leviers de "gouvernance d'entreprise" sont capables de jouer ses rôles de la création de valeur pour une bonne gouvernance des entreprises.

Mots clés : La gouvernance des entreprises, Création de valeur, L'approche disciplinaire.

مقدمة

إن ظهور مصطلح الحوكمة مع بداية سنوات التسعينيات، جاء كنتيجة لإخفاق العديد من المؤسسات العملاقة في العديد من دول العالم، حيث ساهم حدوث الأزمات و الإنهيار الإقتصادي لدول جنوب شرق أسيا و روسيا و أمريكة اللاتينية و غيرها، إضافة ممارسات الفساد، سوء الإدارة و مشاكل الوكالة التي بدأت تتزايد مع نمو و تطور طبيعة المؤسسات، في إعادة إحياء و تطوير حوكمة المؤسسات، التي أصبح لها دور في حماية المؤسسات من كل أشكال الفساد الداخلي لهذه الأخيرة، و بدأت الدراسات تحي أعمال كل من بيرل و مانس Berle et Means عام 1932، الذين ناقشا آثار الفصل بين الملكية و إتخاذ القرار الذي ميز مؤسسات المساهمة الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية.[1] إضافة إلى أعمال جيسون و مكلنيج Jensen et Meckling عام 1976، التي نبهت إلى حتمية حدوث صراع بالمؤسسة عندما يكون هناك فصل بين الملكية و الإدارة، و هو ما يسمى معضلة الوكالة و طالبا بإيجاد آليات لمنع حدوث هذه المعضلة.[2]

فبالإضافة إلى الدور السابق الذي يمكن أن تقوم به حوكمة المؤسسات في حماية أصول تلك المؤسسات من جرائم إهدار المال و الفساد، ظهرت إتجاهات حديثة للحوكمة تهدف إلى إعطاء قيمة مضافة إلى المؤسسات، من خلال التاثير، ليس فقط على

المساهماتية actionnarial، التي ترى أن قيمة المساهم يجب أن تكون المبدأ الوحيد الموجه و المرشد لحوكمة المؤسسات، و التي سيطرت لوقت طويل على أهداف و إتجاهات الحوكمة، بل عرض المؤسسة كمجموعة عوامل إنتاج تتعاضد و تتعاون فيما بينها من أجل خلق القيمة.[3]

بناءا على ما سبق، جاءت هذه الورقة البحثية لمعالجة إشكالية خلق القيمة في المؤسسة، ففي إطار الضغوط التي تعيش فيها المؤسسة، سواءا كانت ضغوطا داخلية (طبيعة المساهمين، درجة تركز أو تشتت المليكة، طبيعة المساهمين المسيطرين، السلوك التسييري داخل المؤسسة...) أو ضغوطا خارجية (المنافسة، درجة تطور الأسواق المالية، التنظيمات القانونية..)، تحتاج المؤسسة إلى تحدد نظام حوكمة يضبط سلوكها و تسييرها في كيفية خلق القيمة داخلها، بالشكل الذي يخدم مصالح كل الأطراف المشاركة في خلقها، أم التركيز على مصلحة طرف واحد، و هو ما سنحاول معالجته من خلال النقاط التالية:

- روافع خلق القيمة في المؤسسة؛
- حوكمة المؤسسات و صراع خلق القيمة؛
- خلق القيمة في إطار المدخل الإنظباطي لحوكمة المؤسسات.

I- روافع خلق القيمة في المؤسسة Les leviers de la création de valeur

إن مفهوم القيمة ليس واضحا و مباشرا كما يعتقد كثير من الناس، فقيمة أي أصل مهما كانت نوعيته تتوقف على عدة عوامل: الجهة التي يتم إجراء تقدير أو خلق القيمة لحسابها، نوعية القيمة الجاري قياسها و التوقيت الذي يتم فيه تقدير القيمة و الغرض من عملية تقدير القيمة.[4]

كما تجدر الإشارة إلى أن مفهوم القيمة مفهوم منتشر في كل العلوم التسييرية، الأمر الذي أدى إلى تقسيم القيمة إلى أنواع عديدة منها: القيمة الإقتصادية، القيمة الإستراتيجية، قيمة المحفظة، القيمة التنظيمية، القيمة التنافسية، قيمة الزبون، القيمة المحاسبية...إلخ، و القيمة عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء إستخدام ذلك الأصل، و هي تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على الأصل، أي أن القيمة توجد في جوهر الشيء و بحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر.[5]

الأمر الذي يجعل مفهوم القيمة و خلق القيمة[6] Création de valeur مفهوما يكتنفه الكثير من الغموض، فقد يرتبط مفهوم قيمة المؤسسة بالقيمة السوقية ، و التي ترتبط بالدرجة الأولى بكيفية رفع سعر أسهم هذه المؤسسة في السوق المالي، من خلال توليد أرباح صافية من نشاطاتها الأساسية أو من خلال تخفيض حجم التكاليف، و هذا من أجل تعظيم ثروة المساهمين، و قد ترتبط بالقيمة المحاسبية و هي بإختصار القيمة المسجلة بالدفاتر المحاسبية للمؤسسة، كما يمكنها أن ترتبط بالقيمة الإقتصادية و هي فائض إقتصادي أو هامش إقتصادي متأتي من الفرق بين العائد والتكلفة، إضافة إلى إرتباطها بالقيمة التنافسية، الإجتماعية...إلخ من أنواع القيمة التي لا يسعنا أن نوضح مفاهيمها في هذا العنصر، كما قد يستعمل مفهوم القيمة بصفة دقيقة ومضبوطة أو يستعمل بصفة عامة و واسعة.[7]

و في هذا الإطار تباينت الدراسات بخصوص إعطاء نصنف لروافع خلق القيمة، تباينت بتباين التخصصات، فمفهوم القيمة في التسويق يختلف عنها في المالية ،كما يختلف باختلاف طبيعة نوع الدراسة و هدفها، و بغض النظر عن جميع الإختلافات السابقة، فإن هناك ثلاثة مجموعات أساسية لروافع خلق القيمة هي: الروافع الإستراتيجية، الروافع المالية و الروافع المبنية على حوكمة المؤسسات.[8] هذا الأخير الذي نفرد له عنصرا خاصا لشرحه في العنصر الأخير من هذه الورقة البحثية.

حوكمة المؤسسات كمدخل لخلق القيمة

1– الروافع الإستراتيجية لخلق القيمة Les leviers stratégique

إن تحليل تأثير القرارات الإستراتيجية على خلق القيمة، يعتمد في أساسه على الميزة التنافسية للمؤسسات، الأمر الذي يؤكد إمكانية إدراج الروافع الإستراتيجية أيضا ضمن الروافع المالية لخلق القيمة، إذا تعلق الأمر بالقرارات الإستثمارية ذات الطبيعة الإستراتيجية.[9]

في عام 1987 إقترح A.Rappaport نموذج نظامي Systématique للعلاقة بين الميزة التنافسية و خلق القيمة، إستنادا إلى أعمال بورتر M.E.Porter عام 1986.[10]

يعتبر بورتر M.E.Porter إلى حد ما الأب الروحي للتخطيط الإستراتيجي، و إقترن إسمه بالمواضيع المتعلقة بالإستراتيجية و التنافس و قيادة السوق في الثمانينات و بداية التسعينات، و في هذا المقام أكد هذا الأخير أن المسير في المؤسسة بحاجة لإدراك ثلاثة مفاهيم رئيسية من أجل كسب ميزة تنافسية على المدى البعيد، أول مفهوم رئيسي هو كيفية التعامل مع جاذبية المجالات المختلفة من ناحية الأرباح طويلة المدى، و هنا أشار بورتر أن مجالات العمل تختلف وفق خمس قوى تنافسية [11] هي:[12]

- مدى قدرة الموردين على المساومة أو التفاوض؛
- مدى قدرة الزبائن على المساومة؛
- تهديد المنتجات أو الخدمات البدلية؛
- تهديد المنافسين الجدد؛
- إتساع دائرة المنافسة بين المتنافسين المتواجدين في الصناعة.

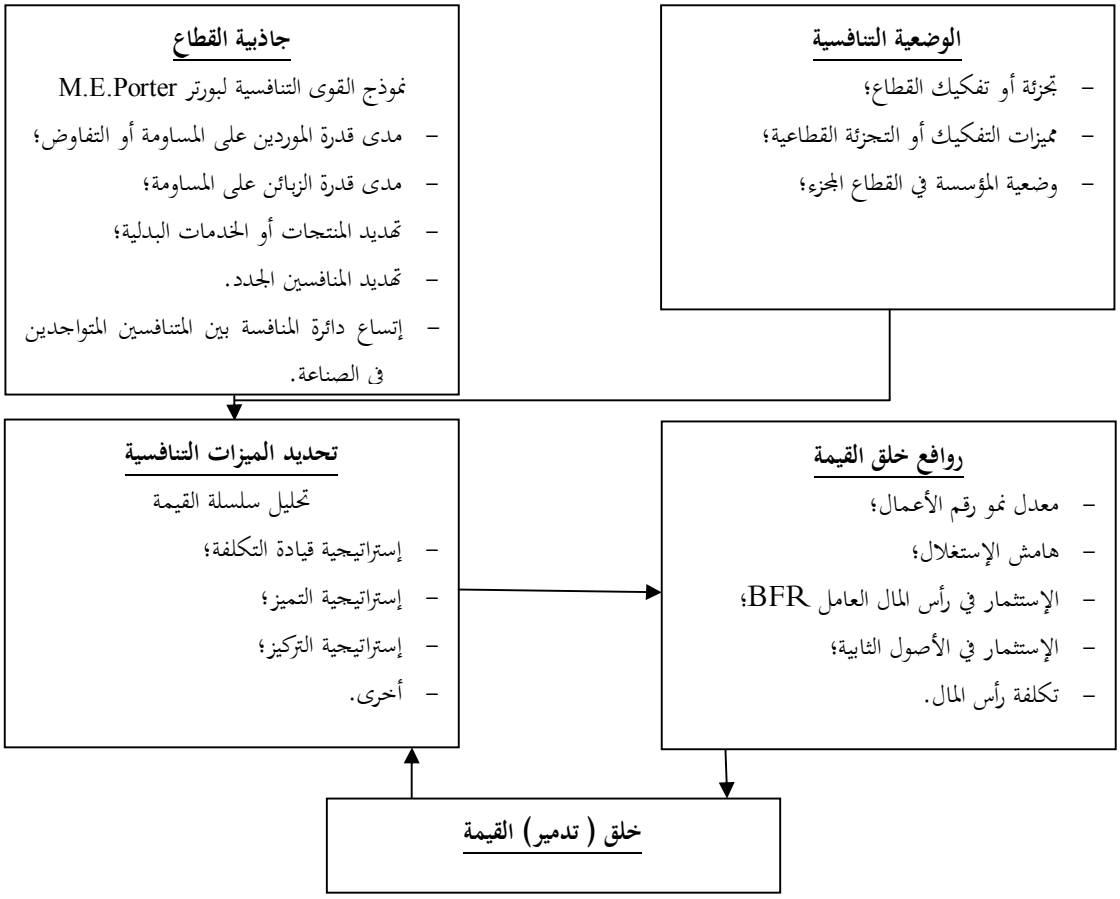
حيث أكد بورتر في هذا الإطار أن فهم تلك القوى الخمسة تشكل قاعدة أساسية لتطوير الإستراتيجية و ضمان القدرة على المنافسة، و يؤكد بورتر M.E.Porter أن أي إستراتيجية لأي مؤسسة تعتمد على الظروف الخاصة المحيطة بها، إلا أنه يوجد بشكل عام ثلاثة أوضاع دفاعية يمكن أن تتخذها المؤسسة (قيادة التكلفة، التميز و التركيز) و التي تمكنها من التعامل بنجاح مع القوى التنافسية الخمسة، أما المفهوم الثاني فإرتبط بضمان عائد مرتفع لأصحاب المصالح في المؤسسة و سبق المنافسين على المدى الطويل، في حين أكد بورتر M.E.Porter من خلال مفهومه الثالث و الأخير أن جميع التحليلات المتعلقة بالميزة التنافسية يجب أن تحدد ليس على مستوى المؤسسة ككل و إنما على مستوى المشاريع المحددة التي تقوم بها المؤسسة من تصميم و إنتاج و نقل لمنتجاتها.[13]

فبإختصار شديد فإن كل مؤسسة يمكن تصورها على أنها سلسلة من النشاطات التي تمنح قيمة لعملائها، و أن عمل تحليلات دقيقة لسلسة القيمة هو الوسيلة التي ستمكن المؤسسة من إيجاد مصادر دائمة للميزة التنافسية القوية.[14]

و إستنادا إلى أعمال بورتر M.E.Porter أظهر رابوبورت A.Rappaport عام 1987 أن القوى التنافسية الخمسة لبورتر M.E.Porter تجعل خلق القيمة يرتبط بالتأثير الذي يمارسه هذا الأخير على عوامل مثل السعر، الكمية المباعة، الإستثمارات الجديدة المكتسبة و مخاطر المؤسسة، فعلى سبيل المثال عدم وجود أو ضعف التهديدات الداخلية الجديدة سيؤثر بشكل كبير على إمكانية خلق القيمة، و هو ما سينعكس بشكل سلبي على مقاييس مثل: السعر ، الكمية المباعة، الإستثمارت الجديدة المكتسبة، و هذا بإنخفاضها مقارنة بما كانت عليه، الأمر الذي يفسر بإنخفاض المخاطر الخاصة بالقطاع الذي تعمل فيه المؤسسة،[15] كما هو موضح في الشكل التالي:

حوكمة المؤسسات كمدخل لخلق القيمة

الشكل رقم 1: التحليل التنافسي و خلق القيمة



المصدر: Caby Jérôme, Hirigoyen Gérard, OP.Cit, p.40.

و على أساس أن المؤسسات التي تنتمي إلى نفس القطاع، تحقق أداء متباين بشكل كبير فيما بينها، وجب على المؤسسة تقييم وضعيتها التنافسية في كل قطاع، و بناءا على هذه الوضعية التنافسية تتحدد الخيارات الإستراتيجية للمؤسسة و الميزات التنافسية التي تتمتع بها (ميزة تنافسية من خلال سيطرة المؤسسة بشكل جيد على التكاليف، أو سيطرة من خلال إستراتيجية التميز أو إستراتيجية التركيز أو المزاوجة بين الإستراتيجيات السابقة)، وهو ما يسمح للمؤسسة بإختيار دائرة الزبائن التي يجب أن تستهدفهم المؤسسة بقيمتها.[16]

و في هذا الإطار أظهر بورتر M.E.Porter أن الميزات التنافسية السابقة لا يمكن تحقيقها إلا من خلال سلسلة القيمة، ففي كل مؤسسة توجد "سلسلة القيمة الداخلية" المكونة من أنشطة أساسية، القوى التنافسية الخمسة السابقة، و أخرى مساعدة، كما هو مبين في الشكل التالي:

حوكمة المؤسسات كمدخل لخلق القيمة

الشكل رقم 2: سلسلة القيمة لبورترM.E.Porter

المصدر: .Cit, p.41 Caby Jérôme

يتضح من الشكل السابق أن الانشطة الأساسية للمؤسسة تبدأ بنظم الإمداد الداخلية التي تتجه إلى داخل المؤسسة ثم مرحلة الإنتاج، تليها نظم الإمداد الخارجية التي تتجه للخارج (المخازن و التوزيع) ثم التسويق و البيع، و في النهاية الخدمات (التركيب، الصيانة، بيع قطع الغيار...)، حيث يساعد تلك الأنشطة الأساسية مجموعة من الأنشطة المساعدة (التموين، التطور التكنولوجي، إدارة الموارد البشرية، البنية القاعدية للمؤسسة)، و التي تساعد الأنشطة الأساسية و تعمل على أدائها بكفاءة و فعالية، و لكل خط من خطوط منتجات المؤسسة سلسلة القيمة الخاصة بها، و نظرا لأن معظم المؤسسات تنتج أكثر من منتج أو تقدم أكثر من خدمة، فإن التحليل الداخلي للمؤسسة يتضمن تحليل مجموعة متباينة من سلاسل القيمة.[17] حيث يؤدي الفحص المتأني لكل نشاط من أنشطة القيمة إلى فهم أفضل لكل جوانب القوة و جوانب الضعف في المؤسسة، و يرى بورتر M.E.Porter أن الإختلافات القائمة بين سلاسل القيمة للمنافسين تعد مصدرا رئيسيا للميزة التنافسية.[18] فالقيمة المجمعة أو المكتسبة بفضل الميزة التنافسية لا توجد إلا إذا كانت المؤسسة قادرة على إعطاء ميزات تنافسية لزبائنها، من خلال تخفيض التكاليف، تحسين الأداء..، ذلك أن سلسلة القيمة تسمح بوجود علاقة بين الميزات التنافسية و التدفقات النقدية Cash-Flows الناتجة عن التشغيل و الإستثمار، من خلال المرور عبر روافع خلق القيمة (معدل نمو رقم الأعمال، هامش الإستغلال، الإستثمار في رأس المال العامل BFR، الإستثمار في الأصول الثابية، تكلفة رأس المال)،[19] كما هو موضح في الشكل رقم 1.

و بالتالي سمح مفهوم القيمة، في إطار الروافع الإستراتيجة للقيمة، بإدراج تكلفة رأس المال في القرارات التسييرية، حيث إهتمت المؤسسات الأمريكية خلال سنوات 1980-1990، من خلال الأبحاث التي أجريت على العديد من المؤسسات الفرنسية، الألمانية، البريطانية و الأمريكية، بالمؤسسات التي عملت بمفهوم خلق القيمة.[20]

2- الروافع المالية لخلق القيمة Les leviers financiers

في البداية، تجدر الإشارة إلى أن هناك العديد من الروافع تندرج كلها ضمن الروافع المالية، و تشترك في هدف وحيد هو تعظيم القيمة المساهماتية، في هذا العنصر سنتطرق إلى نوعين من هذه الروافع هي: عمليات إعادة شراء الأسهم، تسيير أسعار المخاطر المالية.

2–1– عمليات إعادة شراء الأسهم Les rachats d'actions

تعتبر عمليات إعادة شراء الأسهم من أهم الآليات التي برزت في إطار التسيير بالقيمة، قامت بها العديد من الدول: أمريكا، فرنسا، بريطانيا...، في إطار الرفع من القيمة المساهماتية، أو توجيه القيمة نحو أهداف المساهمين، و إقتصرت في البداية على الو م أ ثم إنتشرت برامج إعادة شراء الأسهم على نطاق واسع في أوروبا و اليابان.[21]

إن أول ظهور لعمليات إعادة شراء الأسهم كان في الو م أ، الهدف منها حماية المؤسسات المدرجة في البورصة من عمليات السيطرة المنفذة من طرف OPA[22]، إضافة إلى تحقيق الإستقرار المالي لهذه المؤسسات، ذلك أن الو م أ من الدول الأجلوسكسونية الأكثر حماية لحقوق المساهمين، و بالتالي خلق القيمة لهم.[23] و قد كان لتقرير Rapport Essambert دور كبير في توسيع مجال إستعمال هذه العمليات، و أدرجت نصوص قانونية تسمح للمؤسسات القيام بهذه النشاطات.[24]

و عمليات إعادة شراء الأسهم تعني أن تقوم المؤسسة بإعادة شراء أسهمها و هو ما تستطيع المؤسسة تحقيقه إما بطريقة مباشرة، حيث تقوم المؤسسة بإعادة شراء أسهمها مثلها مثل أي مستثمر في السوق المالي، بدون أن تكشف عن رغبتها في الشراء، و في هذه الحالة لا يعرف البائع هل باع للمؤسسة المصدرة لهذه الأسهم أو لمستثمر آخر، و إما عن طريق العروض العمومية للشراء التي تكون إما بتشجيع الإستحواذ من خلال العرض العمومي للشراء OPA، و إما عن طريق العرض العمومي لإعادة الشراء OPRA ، و هنا تحدد القوانين النسبة التي يحق للمؤسسة إعادة شرائها، 10% في القانون الفرنسي الصادر سنة 1998، حيث تتعهد المؤسسة للمساهمين بشراء كمية محددة من أسهمها بسعر محدد أو في نطاق سعري، يتحدد ضمنه الحد الأدنى للسعر، حيث يتم تطبيق سعر إعادة الشراء على جميع العروض المساوية أو الأقل من السعر المحدد.[25]

و بالتركيز على وجهة النظر المالية، فإن عملية إعادة شراء الأسهم تتشابه مع سياسة توزيع الأرباح، ذلك أن المؤسسة في العملية الأولى تعيد توزيع الأرباح الناتجة عن إرتفاع السعر، و هو ما يكسب المؤسسة ميزات ضريبية أفضل، فضلا عن ذلك إعادة شراء الأسهم عملية تتم من خلال الأسواق المالية، كآلية تعزل القرارات المالية غير الإعتيادية، فإذا كانت عمليات توزيع الأرباح تندرج ضمن القرار المالي الإعتيادي، الذي يتحقق بتأثير عامل الزمن، فإن عمليات إعادة شراء الأسهم تعتبر أداة لتسيير رأس مال المؤسسات.[26]

و من بين التبريرات التي شجعت على إنتشار برامج إعادة شراء الأسهم، توجيه خلق القيمة نحو المساهمين، و في هذا الإطار أظهرت دراسة كل من ساشا و بلانسلوت D. Poinceloit et A. Schatt عام 1999، أن هدف تعظيم ثروة[27] المساهمين لا يعتبر الهدف الأسمى بالنسبة للمسيرين، و هذا نتيجة تضارب مصالح الطرفين، و بالتالي هذه البرامج تضمن تحقيق هذا التعظيم للثروة.[28]

بناءا على ما سبق، يطرح سؤال أساسي عن دور عمليات إعادة شراء الأسهم في خلق القيمة، و ما تأثير ذلك على حصة المؤسسة في السوق المالية.

2–1–1– دور عمليات إعادة شراء الأسهم في خلق القيمة

في هذا العنصر سنحاول دراسة دور عمليات إعادة شراء الأسهم في خلق القيمة من خلال تأثيرها على حسابات المؤسسة من جهة و على الهيكل المالي من جهة أخرى:[29]

- التأثير على حسابات المؤسسة: إن حسابات المتاحات و الأموال الخاصة سنخفض بنفس قيمة إعادة الشراء الأسهم، و هذا نتيجة إرتفاع الإستدانة الصافية بما يعادل الإنخفاض في الأموال الخاصة. في مقابل ذلك، في جدول حسابات النتائج، نلاحظ إنخفاض في النتيجة المالية التقديرية نتيجة إرتفاع الإستدانة الصافية، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض النتيجة الصافية، و بالتالي إرتفاع الربح الخاص بالسهم الواحد نتيجة تقسيم النتيجة السابقة على عدد كبير من المساهمين، و هو ما يسمى بالتأثير الإيجابي لعمليات إعادة شراء الأسهم، إضافة إلى ذلك عمليات إعادة شراء الأسهم ليس لها تأثير على المردودية التشغيلية، من حيث عدم تأثيرها على النتيجة التشغيلية و الأصل الإقتصادي، في مقابل ذلك فهي تساهم في رفع المردودية المالية، في الحالة التي تكون فيها المردودية التشغيلية أكبر من تكاليف الإستدانة.

-التأثير على الهيكل المالي: إن التأثير الذي تمارسه عمليات إعادة شراء الأسهم على الهيكل المالي يكون من خلال عاملين هما: أولا يؤدي إرتفاع الإستدانة إلى الرفع من المخاطر المالية للمؤسسة، الأمر الذي يؤدي إلى إرتفاع تكلفة رأس المال، ثانيا في حالة إنخفاض معدل الفائدة ستكون تكاليف الإستدانة أكبر من تكلفة رأس المال، الأمر الذي يؤدي إلى إنخفاض تكلفة هذا الأخير، و هو ما يؤثر في الأخير على أسهم المؤسسة من خلال عملية إعادة شراء أسهمها.

2-1-2- إنعكاسات عمليات إعادة شراء الأسهم على الحصة السوقية

على عكس النتائج التي توصلت لها نظرية جيسون و مكلنيج Jensen et Meckling عام 1958، و التي أكدت أن قيمة المؤسسة تتحدد بشكل مستقل عن هيكلها المالي، أظهرت الدراسات الحديثة أن السوق المالية تمنح منحة بمعدل 3% للمؤسسات التي تباشر عمليات إعادة الشراء لأسهمها، حيث تعتقد الأسوق المالية أن هذه المنحة تؤكد أن إرتفاع المخاطر المالية لا يبرر من خلال إرتفاع تكلفة رأس المال، بل تؤدي إلى تخفيضه، ذلك أن المؤسسات المقيمة بشكل جيد من طرف السوق المالية تتجه إلى نحو تحقيق الإستدانة المثلى.[30]

فضلا عن ذلك تؤكد الدراسات أن هذه المنحة لا تعطى بصفة نظامية، ذلك أن قيام المؤسسات التي ترتفع نسب الإستدانة فيها، بإعادة شراء أسهمها سيؤثر بشكل سلبي على الحصة السوقية لهذه المؤسسة في السوق المالي، فإرتفاع المخاطر المالية بشكل يتجاوز الهامش الإقتصادي للتكلفة سيؤدي إلى إرتفاع نسبة الإستدانة، الأمر الذي يؤدي بالسوق المالي إلى معاقبة المؤسسة عن طريق تخفيض حصتها السوقية.[31]

و بالتالي ليس من مصلحة المؤسسة أن تقوم بعملية إعادة شراء أسهمها إذا كانت تستثمر أموالها في مشاريع إستثمارية جيدة، تكون فيها المردودية أكبر من تكلفة رأس المال، حتى و إن كانت إستدانتها ضعيفة، و على العكس من ذلك يمكن للمؤسسات التي لها إمكانيات ضعيفة للإستثمار أن تستفيد من عملية إعادة شراء الأسهم، و هو الأمر الذي يشرح قصة نجاح مجمع PSA.[32]

2-2- تسيير أسعار المخاطر المالية La gestion des prix des risques financiers

يعتبر تحليل الشروحات التي إهتمت بتسيير أسعار المخاطر المالية، من أهم الروافع المالية التي وجهت نحو خلق القيمة، و في هذا الإطار عرفت الأسعار المالية Prix financiers من طرف سميث و ويلفورد C.W.Smith Jr et D.S.Wilford عام 1995 كمرادف لسعر الفائدة، سعر الصرف و أسعار المواد الأولية . من أجل مطابقة و تقدير وضعيات الأسعار السابقة مع مخاطرها، و في هذا الإطار تم إدراج مفهوم يسمى بجاذبية المخطر Profil de rique، هذا الأخير الذي يتم عرضه في علاقة إنحدارية في إطار عرض منظم يظهر تباين قيمة المؤسسة، على محور الفواصل، و التباين في أسعار المخاطر المالية كمتغير تابع، لتنعكس في الأخير على خلق القيمة للمساهم.[33]

II- حوكمة المؤسسات و صراع خلق القيمة

لم تكن الأخطاء و الفضائح المالية التي منيت بها العديد من المؤسسات العملاقة، مثل مؤسسة إنرون، وولدكم، هي وحدها من أبرزت أهمية حوكمة المؤسسات، فما شوهد في إطار الروافع المالية لخلق القيمة، زاد من أهمية تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتبر مرادف لتعظيم القيمة السوقية لأسهمها العادية التي تعكس تعظيم ثروة الملاك، و التي تؤكد وجود موشور واحد تخلق لأجله القيمة و هو تحقيق مصالح المساهمين، أو تحقيق القيمة للمساهمين، بل هناك أيضا الفجوة الكبير بين أداء المؤسسات و ما يحصل عليه المدراء من مكافآت، إضافة إلى إساءة إستخدام خيارات الأسهم، التي يقصد بها منح أعضاء الإدارة الحق في شراء عدد من أسهم المؤسسة بسعر محدد مسبقا، عادة ما يزيد عن السعر الذي يتداول به السهم في السوق. و إذا كان الهدف من تلك الخيارات هو حث الإدارة على بذل الجهد لتحسين الأداء، حتى يرتفع سعر السهم إلى مستوى يفوق السعر المحدد في خيار السهم، إلا أن هذا الهدف قد أسيء إستخدامه.[34]

حيث ركزت الإدارة في كثير من الأحيان على الأنشطة التي تحقق أرباح سريعة، متجاهلة تأثيرها السلبي في المدى الطويل، و كل هذا حدث نتيجة لإنفصال الملكية عن الإدارة، و التي تتجلى مرجعياتها إلى علاقة الوكالة و ما تثيره هذه الأخيرة من تساؤلات، بداية بتأملات أدم سمث A Smith حول عدم كفاءة المؤسسات التي يسيرها عون لا يملكها، مما يجعل المسير في موقف لا يشعر فيه بالتحفيز أثناء القيام بمهامه التسييرية بمستوى مرضي.[35]

كما أعاد كل من بيرل Berle و مانس Means في كتاب نشراه في عام 1932 بعنوان: " المؤسسات الحديثة و الملكية الخاصة"."The Modern Corporation and private property"، مسألة العلاقة بين المالكين و المسيرين في مؤسسات المساهمة إلى الأحداث، و تم عرض هذه العلاقة كحالة خاصة لما يسمى بعلاقة الوكالة، حيث أشار هذا العمل، بعد فترة الكساد العالمي لسنة 1929، إلى المشكلات الناتجة عن الفصل بين الملكية و الإدارة، و التي باتت ميزة المؤسسات الحديثة، في ظل الحاجة المتزايدة إلى التمويل الخارجي.[36]

كما أشار كل من جسن و مكلنيج Jensen et Meckling في عملهما عام 1976 أن نتيجة الفصل بين الملكية و الإدارة تؤدي إلى ظهور مشكلة الوكالة، التي تنشأ نتيجة تضارب المصالح بين كل من الموكل و الوكيل، و بغية الموازنة بين هذه المصالح نشأت الفكرة الأساسية لنظرية الوكالة، القائمة على فكرة التعاقد في المؤسسة، فبالنظر إلى هذه الأخيرة من الناحية القانونية نجد أنها مجموعة من التعاقدات التي تربط بين كل من مالكي المؤسسة و إدارتها، و أضاف كوفي و كلين Klein et Coffee أن هذا الإطار التعاقدي يهدف إلى تقليل تكاليف الوكالة بالشكل الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة الكلية للمؤسسة.[37] كما أعطت دراسة فاما E.Fama عام 1980 زخما قويا لمفهوم نظرية الوكالة، تقضي بوجود تكلفة لقيام الوكيل، و هو المسير المحترف، بتسيير شؤون المؤسسة بعيدا عن رقابة ملاكها، بشكل يتيح لها الفرصة لتقديم مصلحتها على مصلحة الملاك، و هو ما يستدعي وضع أنظمة و أسس للحيلولة دون ذلك، مع العلم أن أنظمة التحفيز و المتابعة هذه تبنى بهدف التحقق من أن إدارة المؤسسة (المسيرين) تعمل لخدمة مصالح الملاك (المساهمين)، الذين يتكبدون في سبيل تحقيق ذلك تكاليف بناء هذه الأنظمة، يطلق عليها تكاليف الوكالة.[38]

بناءا على ذلك ركزت بعض التعاريف، و من بينها التعريف الذي قدمه جرار شارو Gérard Charreaux على أن الحوكمة هي: **"مجموع الآليات التي تملك قوة التأثير على الحدود التي يستعملها المسيرون عند إتخاذ القرارات في المؤسسة و ذلك للحد من السلطة التقديرية لهم".**[39]

و في هذا الإطار قدمت حوكمة المؤسسة في البدايات الأولى شرحا يبرر موقفها المؤيد لمصالح المساهمين، يظهر أن نموذج سلسلة العقود المترابطة للمؤسسة يعني ضمنيا أن المؤسسات ليس لها مالك بالمعنى التقليدي لذلك المصطلح، حيث أن لا أحد يستطيع إمتلاك السلسلة التي يترابطون من خلالها مع بعضهم البعض، لكن أنصار قيمة المساهم يذهبون إلى أن المساهمين يعملون بمثابة المطالبين بالحصة المتبقية، و أيضا لهم حقوق سيطرة معينة، و هكذا يعتقد أنصار النظرية أنه من المفيد إطلاق إسم المالك على المساهمين.

حيث وضح العديد من الكتاب، أن المناصرين لفكرة أن المؤسسة هي سلسلة مترابطة من العقود، بالأخذ بعين الإعتبار أن علاقات كل الأطراف المشاركة في المؤسسة، بإستثناء المساهمين، تحكمها عقود تحدد ما يجب أن يفعله كل طرف و ما ينبغي أن يحصل عليه كل طرف في المقابل، و دور المساهم هو أن يكون الدائن المتبقي و لا يحق له الحصول على مبلغ ثابت و لكن يحصل على ما تبقى بعد أن يحصل كل المشاركين الآخرين على ما يحق لهم تعاقديا الحصول عليه، و إذا كانت مطالبات كل المشاركين محمية تماما بواسطة العقد، وفقا لمنطق هذه النظرية فإن تعظيم ما تبقى للمساهمين يعادل تعظيم حجم الكعكة كلها.[40]

و بقي هدف تحقيق قيمة للمساهمين يحتل صدارة الأبحاث التي تصب في إطار حوكمة المؤسسات، إلا أن جاءت مداخل أخرى للحوكمة، تأخذ بعين الإعتبار مصالح جميع الأطراف المشاركة في خلق القيمة.

III- خلق القيمة في إطار المدخل الإنظباطي لحوكمة المؤسسات

يقوم التيار الإنظباطي على فكرة رئيسية مفادها إعتبار المؤسسة كمركز للتعاقد، حيث يدير هذا المركز التعاقدي مختلف العقود المبرمة في المؤسسة.[41]

ففي إطار النظريات التعاقدية، نجد أن مصدر المشاكل المنظماتية هو في عدم تماثل المعلومات بين الأطراف ذات المصلحة، و بالتالي فإن مصدر فعالية المؤسسة يتمثل في الجانب الإنظباطي Disciplinaire ، الذي يركز على مراقبة المسؤولين عن إدارة المؤسسة بتحديد أو تعريف الإنظباط طبقا لقواعد اللعبة التسييرية، التي تظبط تصرفات هؤلاء المسؤولين (المسيرين)، لتغطي بذلك حوكمة المؤسسات مجمل الآليات الداخلية و الخارجية التي تعمل على تحديد السلطة و لها أثر على قرارات المسيرين، بمعنى آخر التي تضبط مسارهم و مجال حريتهم، مما يعني أن المدخل الإنضباطي لحوكمة المؤسسات هو مقاربة إنظباطية Disciplinaireتضبط سلوك و تصرفات المسؤولين عن إدارة المؤسسة، تقارب مالي– قانوني Juridico-Financière يهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين و تقارب معياري Normatif على إعتبار أن العلاقة بين المساهمين و إدارة المؤسسة هي علاقة الوكالة المعترف بها. تبعا لذلك يهدف المدخل الإنضباطي لحوكمة المؤسسات إلى تحقيق التقارب بين مصالح المساهمين و مصالح القائمين على إدارة المؤسسة من خلال قدرته على تخفيض تكاليف الوكالة الناجمة عن أزمة المصالح.

والأكثر من ذلك، وضع فردمان، الذي على إثر نشر كتابه المعنون ب: A : Strategic Management-stakeholder Approach-، عام 1984، الأساس لما يسمى بنظرية أصحاب المصلحة، التي تقضي بأن للمؤسسات تأثير على المجتمع بأسره، و من ثم لا ينبغي أن تقتر مسؤولية الإدارة على حماية مصالح حملة الأسهم، بل ينبغي أن تمتد رعايتها إلى كل من يهمه أمر المؤسسة، فالدائنون و العملاء و الموردون، و المسيرون تربطهم مصالح متبادلة مع المؤسسة، و من ثم يتوقعون منها أن ترعى مصالحهم، لأنهم مشاركون في خلق القيمة، و لقد حضيت نظرية أصحاب المصالح بإهتمام

كبير من طرف الباحثين في مجال الحوكمة، فهذه النظرية تتبع إذن إيديولوجية جديدة، حيث مسؤولية المؤسسة تجاه الأطراف المكونة لها تسجل كجزء من الإستراتيجية و الحوكمة الجيدة.[42]

في هذا العنصر سنعالج إشكالية خلق القيمة في إطار المدخل الإنضباطي ضمن مدخلين، مدخل إنضباطي مساهماتي و مدخل إنضباطي تشاركي، و ذلك بهدف إعطاء نقد شامل لهذا المدخل.

1– المدخل الإنضباطي المساهماتي

مع بداية عقد التسعينات خرجت الولايات المتحدة الأمريكية من كساد عام 1929 و دخلت أطول حقبة توسع في تاريخها، أثبتت من خلالها أن الأسواق المالية الأمريكية أبعد ما تكون عن التركيز فقط على المدى القصير و أنها قادرة تماما على توجيه الموارد إلى المشروعات الإبتكارية طويلة المدى، و كذلك التكيف بسرعة مع التغيرات الحادثة في البيئة الإقتصادية، في الوقت نفسه تباطأ النمو في الإقتصاديات اليابانية و الأوروبية.[43]

كل هذه التطورات قدمت سندا لأنصار منظور نظام السوق المالية، و تبنى العديد من الباحثين و صناع السياسات وجهة النظر القائلة أن الهدف المناسب لحوكمة المؤسسات هو تعظيم ثروة حملة الأسهم، و بحلول أواخر التسعينات أصبحت هذه النظرة بارزة أكثر فأكثر في أوروبا و اليابان و في الدول المتحولة و النامية.[44]

و النتيجة أن قيمة المساهم يجب أن تكون المبدأ الأوحد الموجه و المرشد لحوكمة المؤسسات، و أنه لدعم هذا الهدف يجب تشجيع تعظيم الرقابة و الإشراف من جانب المساهمين، ذلك أن إعتبار المؤسسة كمجموعة من العقود ترتبط فيها المؤسسة بمجموعة من حاملي الموارد، قاد إلى إعتماد و إحتفاظ المؤسسة بنموذج بسيط للحوكمة تمثل أساسا في علاقة للوكالة بين المسؤولين عن إدارة المؤسسة و بين المساهمين، و قد كان لذلك نتائج وخيمة تمثلت في تأسيس المدخل الإنضباطي المساهماتي،[45] وهو ما يؤدي إلى أن يصبح لنظام الحوكمة دور حصري هو حماية المستثمرين الماليين، و بالتالي فإن آليات الحوكمة تتألف، حسب البعد الإنضباطي، من وسائل تجبر المسيرين على تعظيم القيمة المساهماتية، و ذلك ما يبرز في الأعمال التي تركز على مجلس الإدارة، الجمعية العامة للمساهمين، أنظمة مكافآت المسيرين..إلخ.[46]

و من الأمور التي زادت من حدة المشكلة، أن المؤسسة قد تكون مملوكة لعدد كبير من صغار المستثمرين، الذين لا يعرف بعضهم البعض، كما قد يكونوا مبعثرين في أماكن جغرافية متباعدة، بشكل يجعل من الصعب عليهم مراقبة تصرفات الإدارة. و حتى بالنسبة لكبار المستثمرين، فعادة ما يمتلكون محفظة أوراق مالية جيدة التنويع، و ثم فإن الأضرار التي تلحق بهم من جراء قرار خاطيء إتخذته الإدارة في شركة ما، عادة ما تكون محدودة، بشكل قد يقلل الدافع لديهم لمراقبة تصرفاتها. ذلك أن المدخل الإنظباطي المساهماتي مستوحى أساسا من المؤسسة التسييرية (المناجغيالية) الأنجلوسكسونية، التي عرفت تطورا كبيرا و تميزت بتشتت كبير في هياكل ملكيتها.[47]

و بالتالي فإن فعالية خلق القيمة تقاس من جانب واحد هو القيمة المساهماتية، و هو ما فسح المجال لتعدد الدراسات التجريبية، التي أعطت، في بعض الأحيان، نتائج غامضة، ما أدى إلى القول أن القدرة التفسيرية للمدخل الإنضباطي المساهماتي محدودة.[48]

2– المدخل الإنضباطي التشاركي

تمتد جذور المدخل الإنضباطي التشاركي إلى المدخل الذي يعرض المؤسسة كمجموعة عوامل إنتاج تتعاضد و تتعاون فيما بينها من أجل خلق القيمة و الريع التنظيمي الناتج عن عوامل الإنتاج السابقة، على العكس من ذلك فإن خلق القيمة في المدخل الإنضباطي المساهماتي يتموضع في مستوى توزيع الثروة، على إعتبار أن المساهم هو الدائن الوحيد المتبقي، الأمر الذي

حوكمة المؤسسات كمدخل لخلق القيمة

أدى إلى إلغاء هذه الفرضية و الإتجاه إلى التساؤل عن كيفية تقسيم الريع التنظيمي علما أن عوامل الإنتاج الأخرى لا تتحفز للمساهمة في خلق القيمة إلا إذا تحصلت على جزء مرضي من هذه القيمة، الأمر الذي نقلها هي الأخرى إلى مستوى الدائن المتبقي، بعبارة أخرى و كما يقول زنقيلس Zingales ، أن الحوكمة لا تؤثر على خلق القيمة إلا من خلال التوزيع، ذلك أن نظام الحوكمة ما هو إلا مجموعة من القيود تدير توزيع الثروة بين مختلف الشركاء.[49]

فهذا البعد التحليلي إحتل مكانة مركزية، بسبب إنطلاقه من فكرة واقعية مفادها أن المساهم ليس هو الدائن الوحيد المتبقي، و هو ما لفت الإنتباه إلى الدور المركزي الذي من الممكن أن تلعبه الأطراف الأخرى ذات المصلحة، خاصة المسيرين و دورهم في خلق القيمة الناتجة عن كفائتهم و خبرتهم.[50]

و بغض النظر عن فكرة الدائن المتبقي، نستطيع تبرير منطق المدخل التشاركي من خلال الأدوار المتبادلة بين المساهمين و المسيرين، فإذا إقتصرت الوظيفة المساهماتية La fonction actionnarial على جلب الملكية عديمة النشاط، و إذا كان السوق المالي تنافسيا فإن قدرة المساهمين ستكون ضعيفة، في الوقت الذي تحدد فيه أرباحهم من خلال التكلفة الفرصية التي يفترض تعادلها مع معدل توازن السوق، في المقابل فإن المسير من مصلحته تقاسم الثروة مع المساهمين من أجل ضمان إستمرارية تعاقده و تجنب إستبعاده من قبل المساهمين، الأمر الذي يقلل من حدة التعارض القائم بين المسيرين و المساهمين مقارنة بالمدخل المساهماتي.[51]

و في هذا الإطار يشير فاما Fama إلى أن الإدارة تمارس وظيفة المدرب الذي يتمثل دوره في التنسيق بين لأعضاء الفريق (ملاك، دائنين، عاملين...)، و توظيف إمكانياتهم لخدمة هدف تعظيم القيمة السوقية للاسهم العادية، أي تعظيم ثروة الملاك، فيبدوا بوضوح وجود تعارض بين هدف الملاك و أهداف الأطراف الأخرى، غير أن هذا التعارض يمكن التغلب عليه، بأن تتخلى المؤسسة في المدى القصير، عن هدف تعظيم ثروة الملاك، و الإكتفاء بهدف تحقيق زيادة مرضية فيها، بما يتيح الفرصة لمشاركة الأطراف الأخرى في تلك الثروة. هذه المشاركة– التي تتحقق في المدى القصير — هي ذاتها المصدر الذي بفجر الطاقات و الإبداعات، التي من شأنها تعظيم ثروة الملاك في المدى الطويل.[52]

خاتمة

و في الأخير نستطيع أن نقول أن ملاك المؤسسات هم أداة المجتمع لتحقيق الثروة و الرخاء، و أن تعظيم ثرواتهم هو تعظيم لثروة كل من يهمه أمر المؤسسة. فلو لم تحقق المؤسسات تعظيم لثروة ملاكها، بتحقيق عائد يفوق تكلفة الأموال، فسوف تجد صعوبة في توفير الموارد المالية اللازمة لبقائها و إستمرارها، مما ينعكس بالسلب على كل الأطراف. كذلك فإنه عندما يسود شعور بين حملة الأسهم أن الإدارة لا تسعى إلى خدمة مصالحهم، فسوف تصبح المؤسسة صيدا سهلا للسيطرة العدوانية أي محاولات الإستحواذ، التي أعتبرت من أهم الرافع المالية، و التي قد يفقد بسببها أعضاء الإدارة التنفيذية وظائفهم. و بذلك يطفوا تعظيم ثروة الملاك على السطح، و يمثل تعبيرا غير مباشر عن إيتجابة المؤسسة لأهداف الأطراف الأخرى، وتحقيق مصالحها.

وبالتالي وضع المدخل التشاركي أمامنا إعتبارات أخرى، من غير رأس المال، متعلقة بالكفاءات الخاصة للعمال و المسيرين و دورها ومكانتها في الأبحاث الحديثة، فخصوصية رأس المال البشري و دورها في تحسين أداء المؤسسة يجعل من هذا الأخير مركزا للتنافس، وهنا تبرز قدرة نظام الحوكمة من خلال قدرته على حماية رأس المال البشري و تطوير قدراتهم و مواهبهم الخاصة، لا سيما و أن التجارب الميدانية أظهرت أن المؤسسات التي تأخذ بعين الإعتبار جميع الأطراف ذات المصلحة في خلق القيمة أكثر نجاحا و إزدهارا من تلك التي لا تهتم إلا بخلق القيمة للمساهمين.

الهوامش و المراجع

[1]– محمود إبراهيم نور،" التفكير الإداري و الإستراتيجي في عالم متغير "، (الأردن: المجتمع العربي للنشر و التوزيع، 2010)، ص.25.

[2] – الدوري زكريا مطلك ، صالح أحمد على، " إدارة التمكين و إقتصاديات الثقة في منظمات أعمال الألفية الثالثة"، (عمان: اليازوري، 2009)، ص ص.347-348.

[3]– Charreaux Gérard, Wirtz Peter, " Gouvernance des entreprises, Nouvelles perspectives ", (Paris : Economica, 2006), p.309.

[4]– طارق عبد العال حماد، "التقييم و إعادة هيكلة الشركات – تحديد قيمة المنشاة"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2008)، ص.11.

[5]– صابر عباسي،" دور التسيير بالقيمة للضرائب في إتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الإقتصادية– دراسة حالة عينة من المؤسسات في قطاع المحروقات"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم تخصص محاسبة و جباية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016، ص.03.

[6] – إن إلحاق كلمة خلق إلى القيمة لا يعني الإيجاد من العدم، لأن ذلك ينسب إلى المولى عز و جل، و إنما يؤكد بأن القيمة ترتبط بشيء معين، كما أنه يطابق الترجمة من حيث أصل الكلمة Création de valeur.

[7]– Caby Jérôme, Hirigoyen Gérard, "Création de valeur et gouvernance de l'entreprise", (Paris : Economica, 2005), 3e édition, pp.9-20.

[8] –Ibid, p. 39.

[9] – Laurent Batsch, "Finance et stratégie", (Paris : Economica, 1999), p.17.

[10] – Caby Jérôme, Hirigoyen Gérard, OP.Cit, p.39.

[11]– طارق السويدان،" قيادة السوق"، (بيروت: دار إن حزم للطباعة و النشر و التوزيع، 2001)، الطبعة الأول، ص ص.14-15.

[12]– عباس خضير الخفاجي،" الإدارة الإستراتيجية – المدخل و المفاهيم و العمليات"، (الأردن: مكتبة دار الثقافة للنشر و التوزيع، 2004)، الطبعة الأول، ص ص.193-194.

[13] – طارق السويدان، مرجع سبق ذكره، ص.15.

[14]– عبد العزيز صالح بن حبتور،" الإدارة الإستراتيجية –إدارة جديدة في عالم متغير"، (عمان: مكتبة دار المسيرة للنشر و التوزيع، 2004)، الطبعة الأول، ص ص.189-190.

[15] – Caby Jérôme, Hirigoyen Gérard, OP.Cit, p.40.

[16]– A.Tugrul, R.Calori, "Diagnostic et décision stratégique", (Paris : Dunod, 2003), 2e édition, pp.10-11.

[17]– Maik Kleinschmidt, "Venture capital, Ccorporat Governance, and firm value", (New Yorks : Springer, 2007). P.72.

[18] – عبد العزيز صالح بن حبتور، مرجع سبق ذكره، ص.189.

[19] – Caby Jérôme, Hirigoyen Gérard, OP.Cit, p.42.

[20] – Maik Kleinschmidt, OP.Cit, p.71.

[21]– Peltie Frédéric, "La corporate governance au secours des conseils d'administration", (Paris: Dunod, 2004), pp.71-73.

[22]– OPA ﴿offre publique d'achat﴾ العرض العمومي للشراء: بموجب هذه الطريقة يتعين على راغب الإستحواذ أن يقدم عرضا للشراء يوضح فيه رغبته في الإستحواذ، و النسبة التي يرغب في الإستحواذ عليها، و نسبة ملكيته الحالية في المؤسسة التي يرغب في الإستحواذ على أسهمها، و السعر الذي يعرضه للإستحواذ، و يقوم حائزوا الأسهم الذين يستجيبون لعرض الشراء بإبلاغ عروضهم للبيع للسمسار الذي حدده مقدم عرض الشراء، فإذا زادت الكميات المعروضة للبيع عن الكمية المطلوب الإستحواذ عليها يكون من المتعين على المشتري أن يقوم بالشراء من جميع المساهمين العارضين للبيع بنسبة ما عرضه كل منهم إلى إجمالي الكمية المطلوبة. مع الإشارة إلى أن عمليات الإستحواذ لا تؤدي دائما إلى تحسين أداء المؤسسة المستهدفة، حتى أن البعض منها قد يظهر إنخفاضا في الأداء، و ذلك لمجموعة من الأسباب أهمها أن الهدف من وراء الإستحواذ يكون بدافع السيطرة و ليس نتيجة إستيائهم من الطرق التي تدار بها المؤسسة.

[23] – Jack Forget, "Stratégie financiére", (Paris: Ellipses, 2007), p.17.

[24] –Bellalah Mondher, "Finance moderne d'entreprise", (Paris : Economica, 2éme Edition, 2003), pp.466-467.

[25] – Caby Jérôme, Hirigoyen Gérard, OP.Cit, pp.51-52.

[26] – Laurent Batsch, OP.Cit, pp.23-24.

[27]– يجب التفرقة بين خلق القيمة و إنشاء الثروة، حيث تستند الأولى إلى القياس المباشر من خلال المعلومات المستمدة من المحاسبة، في تعتمد الثانية على المعلومات الموجودة في سوق رأس المال.

[28] – Caby Jérôme, Hirigoyen Gérard, OP.Cit, p.51.

[29] – Jack Forget, OP.Cit, p.18.

[30] – Caby Jérôme, Hirigoyen Gérard, OP.Cit, p.53.

[31] – Ibid, p.53.

[32] – Ibid, p.53.

[33] – Ibid, p.55.

[34]– هندي منير إبراهيم، "حوكمة الشركات: مدخل في التحليل المالية و تقييم الأداء"، (الإسكندرية: دار المعرفة الجامعية، 2011)، ص ص.13-14.

[35]– زكريا مطلك الدوري، أحمد على صالح، مرجع سبق ذكره، ص.347.

[36]– Roland Perez, " La gouvernance de l'entreprise", (Paris : Editions la Découverte, 2003), pp.31-32.

[37] – Benoit Pige, " Gouvernance, Contrôle et Audit des organisations", (Paris: Economica, 2008), pp.17-18.

[38]–Marc-Hubert Depret et autres, "Gouvernement d'entreprise Enjeux managèriaux, comptables et financiers ", , (Paris : Editions de boeck université, 2005, p.44.

[39]– Olivier Meier, Guillaune Schier, "Entreprises Multinationales, stratégie, restructuration, gouvernance ", (Paris: Dunod, 2005), p.262.

[40]– طارق عبد العال حماد، "حوكمة الشركات : المفاهيم – المبادىء – التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف"،(الإسكندرية: الدار الجامعية، 2005)، ص. 119.

[41]– Evelyne Poincelot, Grégory Wegmann, " Utilisation des critères non financiers pour évaluer ou piloter la performance : Analyse théorique ", La Revue de l'association francophone de comptabilité: comptabilité, contrôle et Audit, Tome 11, Volume 2, Edition Vuibert, France, Décembre 2005, p.112.

[42] – Didier Stephany, "Développement durable et performance de l'entreprise –bâtir l'entreprise développement durable " , (Paris : liaisons, 2003), p.266.

[43]– طارق عبد العال حماد، "حوكمة الشركات : المفاهيم – المبادىء – التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف"، مرجع سبق ذكره، ص ص.116-117.

[44]– المرجع السابق، ص. 117.

[45]– Gérard Charreaux, Peter Wirtz, OP.Cit, p.304.

[46]– Ibid, p.304.

[47] – هندي منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص.14.

[48] – Frédéric Peltie, "La corporate governance au secours des conseils d'administration", (Paris: Dunod, 2004), pp.71-72.

[49] – Marc-Hubert Depret et autres, OP.Cit, p.45.

[50] – Roland Perez, "La gouvernance de l'entreprise", (Paris : Editions la Découverte, 2003), pp.27-28.

[51] – Gérard Charreaux, Peter Wirtz, OP.Cit, p.308.

[52]– هندي منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص.53.