

دور الميكانزمات الداخلية للحوكمة المؤسسية في خلق القيمة في المؤسسة -دراسة عينة مؤسسات CAC40 للفترة 2014-2016.

The Role of Internal Mechanisms for Corporate Governance in Value Creation in Institutions A Case Study of the CAC40 Sample for the Period 2014-2016.

أ. طاسين عائشة أ. دحاح صحراوي حمودي

مخبر تقييم رؤوس الأموال الجزائية في ظل العولمة - جامعة سطيف 1-

ahadj-sahraoui@univ-setif.dz / aicha.tassine@univ-setif.dz

تاريخ النشر: 2018/12/31

تاريخ القبول: 2018/06/12

تاريخ الإرسال: 2018/04/21

ملخص:

تهدف الدراسة لقياس أثر الحوكمة المؤسسية على خلق القيمة، ولهذا تم الاعتماد على المتغير المفسر الذي يعكس آليات الحوكمة الداخلية المتمثلة في خصائص مجلس الإدارة وهيكلية الملكية، والمتغير التابع المعبر عن خلق القيمة، وهو EVA كمؤشر اقتصادي رائد في قياس خلق القيمة، إضافة إلى المؤشر السوقي Q de Marris. ولتحقيق هذا الهدف تم اختيار عينة تضم المؤسسات المقيدة في بورصة باريس المدرجة في مؤشر CAC 40، خلال الفترة 2014-2016، مع محاولة بناء مؤشر لكفاءة الحوكمة بالاعتماد على برنامج تطبيق البيانات DEA. وخلصت الدراسة إلى عدم وجود علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين مختلف المتغيرات التابعة والمفسرة مع وجود علاقة عكسية بين المتغير EVA وعدد اللجان. كما أثبتت الدراسة وجود علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين مؤشر كفاءة الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بالمتغير EVA و Q. وعليه فالحوكمة المؤسسية الجيدة ورغم تعددها إلا أنها تبقى أهم ضمان لأداء المؤسسة وملتخذي القرار من أصحاب المصالح.

- الكلمات المفتاحية: الحوكمة المؤسسية، القيمة الاقتصادية المضافة، الحوكمة الجيدة خلق القيمة، مؤشر الحوكمة.

Abstract

The study aims to measure the impact of corporate governance on value creation, for this purpose, an independent variable was adopted that reflects the internal governance mechanisms represented by of the board's characteristics and the structure of ownership, and the dependent variable represented by the economic value added and the Q market indicator to measure the value creation.

To achieve this objective, a sample of institutions listed in the CAC 40 index was selected for the period 2014-2016, with an attempt to use the data envelopment analysis method (DEA) to build an indicator for the governance efficiency.

The study concluded that there is no strong and statistically significant relationship between the different independent variables and any of the dependent variables. Nonetheless, 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. Despite this, good corporate governance remains the most important guarantee for enhancing performance and for decision-makers such as stakeholders.

- **Keywords:** Corporate Governance, Economic Value Added, Good Governance, Value Creation, Governance Index.

تمهيد

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 الماليين.

وعلى الرغم من أن خلق القيمة كان المعتقد الأكيد للعديد من المسيرين الأمريكيين منذ العقدين الأخيرين للقرن الماضي، إلا أن هذا المفهوم عم استعماله وأصبح في الآونة الأخيرة عنصرا أساسيا في الثقافة التسييرية للعديد من المؤسسات عبر العالم. وتجدر الإشارة إلى أن الاهتمام بالقيمة وخلق القيمة كان موازاة مع تطور مفهوم المؤسسة وخصائصها (فمن مؤسسة كعلبة سوداء إلى مجموعة علاقات تعاقدية ومركز لخلق القيمة ثم مركز لخلق معارف وتطوير كفاءات...).

فالمؤسسة ككيان ذو خصائص نوعية متعددة، تتمتع بشخصية قانونية وموارد بشرية وتنظيم واجراءات خاصة بها في العمل، وكفاءات وثقافة ومعرفة ناتجة عن تراكمات، هذه العناصر كلها غير المادية تحدد من خلال النتائج التاريخية للمؤسسة، ولكن ربما تعكس بشكل أكبر القدرة على خلق القيمة في المستقبل.

والاهتمام الخاص والمتزايد لمفهوم خلق القيمة كان أيضا نتيجة للتحويل من اقتصاد الموارد الطبيعية إلى اقتصاد المعرفة المصاحب لظاهرة العولمة وثورة المعلومات والاتصالات وانفصال الملكية عن الإدارة... ويسعى اقتصاد المعرفة إلى تعظيم القيمة المضافة لعملية التنمية الاقتصادية بدلالة الاسهام النسبي للمكونات المعرفية في تركيب المنتجات، أكثر من الاسهام النسبي لما تحويه هذه المنتجات من مواد.

كما أن مفهوم الحوكمة المؤسسية أيضا كأحد افرازات اقتصاد المعرفة حظي باهتمام كبير من قبل المنظمات والمجاميع العلمية والمهنية الدولية، ربما للدور المفترض لهذا النظام في تجنب المؤسسات التعرض لحالات الفشل المالي والإداري، فضلا عن دور الحوكمة في تعظيم قيمة المؤسسة في السوق، وضمان استمراريته الموهونة أساسا بقدرتها على خلق القيمة وانماء ميزات تنافسية نوعية، وهذا الاهتمام تزايد خاصة بعد أزمة الثقة التي عرفتها كبريات المؤسسات الاقتصادية التي أدت إلى انهيار شركات عالمية كبرى ك ENRON و PARMALAT، كنتيجة لغياب الشفافية والافصاح والمساءلة وبالتالي فقدان المساهم – بالدرجة الأولى – للقيمة التي كان ينتظر تحقيقها من خلال الاستثمار في المؤسسة. كما أن ارتباط الحوكمة الجيدة بالجانب الأخلاقي في الأعمال، تطرح فرضية ارتباطها بخلق القيمة.

مما سبق يمكن صياغة إشكالية الدراسة كما يلي:

ما مدى تأثير الحوكمة الجيدة للمؤسسة من خلال مكنزاتها الداخلية على خلق القيمة؟

وللاجابة على هذه الإشكالية الرئيسية يتم الانطلاق من الفرضية التالية:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين خلق القيمة المعبر عنها بـ EVA و Q de Marris والحوكمة الجيدة للمؤسسة في عينة 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 للمؤسسات المقيدة في مؤشر CAC 40 مع 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 الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بـ EVA و Q في شركات العينة خلال فترة الدراسة.
4. تعتبر كفاءة الحوكمة المؤسسية أهم ضمان لأداء الشركة المتميز الذي تعكسه القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

- الدراسات السابقة: للإجابة عن إشكالية الدراسة تم الاعتماد على بعض الدراسات السابقة منها:
1. دراسة (Amir Louizi 2011)¹ : هدفت الدراسة إلى تحديد الآليات الجيدة للحوكمة استنادا للأداء المالي للشركات الفرنسية، ولقد كانت الدراسة على عينة من 132 شركة 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 «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)³ : حيث انطلقت الدراسة من دراسات استخدمت مؤشر حوكمة المؤسسة لاكتشاف العلاقة بين الحوكمة وأدائها، ولقد خلصت الدراسة إلى اثبات علاقة طردية بين المتغيرين، فالمؤسسات المحكومة 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 بـ 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 الإجمالي EBE الذي يعكس الكفاءة التشغيلية.
 4. دراسة (Twinkle Prusty (INDIA 2013)⁴ : حيث تناولت الدراسة تقييم تأثير الحوكمة المؤسسية على أداء المؤسسة. وللإجابة عن الإشكالية واختبار الفرضيات درس الباحث عينة مكونة من 154 مؤسسة هندية معتمدا على قاعدة بيانات مأخوذة من MIE'S Prowest خلال 2007/2008 و 2011/2012، لمعرفة وتحديد إذا ما كانت آليات حوكمة المؤسسة، ما تعلق منها بالمساهمين والشفافية والإفصاح، تؤثر على مؤشر خلق القيمة EVA الذي يتفوق على المؤشرات المحاسبية التقليدية. وخلصت الدراسة إلى أن حوكمة جيدة تؤدي إلى تحسين أداء المؤسسات عن طريق الاعتماد على مؤشر EVA والذي هو مهم في اتخاذ القرارات المالية الاستثمارية والحوكمة الداخلية. وأن المؤشر أداة مثلى للقياس المالي ولاعتماده كمؤشر في الإدارة بالقيمة.
 5. دراسة (Kouki Marouan et Dabboussi Moez 2015)⁵ : هدفت الدراسة إلى فحص أثر الحوكمة المؤسسية على خلق القيمة للمساهمين وتم التركيز على فرضية أن فصل الملكية عن الإدارة له تأثير كبير على خلق القيمة للمساهمين، واعتمدت الدراسة التطبيقية على مجموعة بيانات لـ 30 مؤسسة مقيدة في البورصة للفترة 1997-2006. وتم اعتماد متغيرات الحوكمة التالية: تركيز 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 هيكلية الملكية للمؤسسات (ACTIONNARIAT) يسمح بأن يمارسوا رقابة فعالة على المسير الخارجي. كما أن تركيز الملكية يكون له أثر سلبي على الأداء وخلق القيمة. أيضا وجود المديرين الخارجيين له تأثير سلبي كبير على خلق القيمة وأداء الشركات التونسية.

أدبيات الدراسة:

وفق ما تم طرحه فيما سبق فإنه ينبغي التعرض لأهم جوانب الموضوع المتمثلة في خلق القيمة والحوكمة المؤسسية.

I. أهمية خلق القيمة في المؤسسة وقياسها

أولاً: ماهية خلق القيمة: تركز النظرية المالية الحديثة على أن هدف المؤسسة الاقتصادية هو تعظيم قيمتها لفائدة المساهمين (الملاك) أو لأصحاب المصالح ككل، وانطلاقاً من تعريف المؤسسة على أنها "توافق تنظيمي يهدف في النهاية إلى خلق القيمة، وباعتبار المؤسسة مشكلة من مجموعة العقود التي تربط مختلف أصحاب المصالح (مديرين، مساهمين، دائنين...)، أين يكون التنسيق بينهم مهم لعمل المؤسسة، والشكل القانوني للشركة هو بمثابة أداة تسمح بتنظيم تعاون هؤلاء الأعوان ذوي الأهداف المختلفة"⁽⁶⁾.

وباعتبار أن المؤسسة استثمار⁸، والقرارات المالية فيها تتخذ بالشكل الذي يؤدي إلى تعظيم خلق القيمة، فإن هذا الهدف يفترض أن الإمكانيات المتاحة التي تسمح بتحقيق الاستثمار تؤدي في نهاية الدورة إلى الحصول على فائض مقارنة ببديل كان من الممكن أن يستثمر فيه موفرو الأموال. ولا يكف أن يحصل موفرو الأموال على فائض بل لابد من أن يكون هذا الفائض أكبر من ذلك الذي كان من الممكن الحصول عليه، لو وضعت ادخارات موفري الأموال في سوق مالي، مع تحمل نفس درجة المخاطرة⁽⁷⁾. من خلال هذا الطرح يمكن أن نعطي تعريفاً لخلق القيمة على أنه الفائض الذي تنتجه المؤسسة باستغلالها للإمكانيات المتاحة (الموارد) التي تحصل عليها، بعد مقارنة هذا الفائض بتكلفة الموارد المستعملة لتحقيقه. ويبقى تعريف خلق القيمة مرتبطاً بمستقبلها، بمعنى بأهداف الأطراف المستفيدة من خلق القيمة (أصحاب المصلحة).

ثانياً: أسباب تزايد أهمية خلق القيمة: رغم أن خلق القيمة في المؤسسة يعتبر شريان حياتها منذ زمن، فبدونه يكون مستقبل المؤسسة مجهول، خاصة في ظل محيط تنافسي يتطلب دوماً الجديد والابداع، لكن ظهوره بالشكل المتسارع في الآونة الأخيرة يمكن إرجاعه للأسباب التالية:

1- التحول العميق للمحيط الاقتصادي للمؤسسة: حيث تزامن تبلور وتطور مفهوم خلق القيمة وزيادة الاهتمام بهذا المفهوم مع ظهور محيط مالي اقتصادي جديد وانعكاساته العميقة على المؤسسة. حيث أن توسع رأس المال الخاص المتسارع في العالم خلال الآونة الأخيرة يعتبر أهم عامل في تطور المحيط الاقتصادي الذي يعكس تراكم وتوسع الثروة، والذي يمكن إرجاع أسبابه الرئيسية للتقدم التكنولوجي، وفترة السلم الطويلة خاصة في الغرب، وكذا نمو التجارة العالمية⁽⁸⁾. إضافة إلى هذا فعولمة المنافسة والتركيز المتصاعد للطلب في مختلف القطاعات (صناعية أو خدمية)، وردة فعل المؤسسات لمواجهة هذه التغيرات بإجراءات صارمة كإعادة الهيكلة و(OPA)، كلها أدت إلى ظهور المساهم كمركز اهتمام في استراتيجية المؤسسة⁽⁹⁾.

2- العولمة وإضفاء الطابع المالي على الاقتصاد (Financiarisation de l'économie): شهد الاقتصاد العالمي تحولات كبيرة وزيادة لظاهرة الاعتماد الاقتصادي المتبادل، ما أدى إلى ميلاد نظام عالمي يتميز بالتحريك المالي، والذي يمكن التعبير عنه بالعولمة، وتتميز 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 مستقيم"⁽¹⁰⁾، ومن خلال ما سبق فإن العولمة ليست بظاهرة جديدة ولا السبب في تحول شكل وتسيير وإدارة المؤسسات ولا لأهدافها، لكن اليوم هناك تطور كبير وسريع لهذه الظاهرة، صاحبها مميزات تعرف بـ (3D) والمتمثلة في: اللأوساطة، والأنظمة، وإزالة كل القيود والعراقيل على التعامل

(Désintermédiation, Déréglementation, Décloisonnement)، وهي ما ساهم في الآونة الأخيرة في فرض هذه التحولات، وقد ساعد في تطور هذه الظاهرة بشكل كبير التقدم التكنولوجي.

أما بالنسبة لإضفاء الطابع المالي على استراتيجية المؤسسة، فإن هذه الظاهرة تعكس تطور الهندسة المالية والتطبيقات المحاسبية الجديدة، وفي هذا المنظور فإن التمرکز في السوق الأساسي لبلوغ الحجم المقبول من التبادلات، وشراء حصص في السوق واختيار نمو خارجي، سيكون له أثراً أكبر مقارنة بالتطور الداخلي للمنظمة، فاستراتيجيات المساهمة والاندماج والشراء (بمعنى استراتيجيات الرقابة)، تسيطر أكثر مقارنة باستراتيجيات الصناعة والتكنولوجية (بمعنى استراتيجيات التقدم والتطور)⁽¹¹⁾....، فقد أصبحت الأسواق النقدية مهمة جداً وأكثر تطوراً 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 أيضاً 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.

3- وزن ودور المستثمرين المؤسسيين: المستثمرون المؤسسيون هم أشخاص معنوية لديهم نشاطات استثمارية مهمة في السوق المالي، ويعرفون مثلاً في السوق الفرنسي بـ «LES ZINZINS»¹²، ولقد شهدوا تطوراً متصاعداً منذ الثمانينات من القرن الماضي. ويمثل المستثمرون المؤسسون المتدخلون الأكثر أهمية في السوق المالي، نظراً للأموال الضخمة التي يستثمرونها، ويمكن تجميع المؤسسات الممثلة لهؤلاء المستثمرين في ثلاثة أصناف وهي⁽¹³⁾: صناديق المعاشات العمومية والخاصة. و منظمات التوظيف الجماعي بكل أنواعها "OPCVM" و"FCP" و" SICAV"، وشركات التأمين.

ويعود تصاعد دور هؤلاء المستثمرين المؤسسيين أساساً لنمو الادخار وتطور الأسواق المالية وكذا نمو وتوسع رأس المال الخاص.

4- المعلومة والاتصال المالي⁽¹⁴⁾: 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. وهناك حدثين في ثورة المعلومة سهلاً تطبيق القيمة للمساهم، مع زيادة الطلب والإلحاح على خلق سوق كفاء، وهذين الحدثين هما:

- 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، وتطوير منتوجاتها وتوسيع أسواقها.
- أصبحت كمية ونوعية المعلومات التنبؤية المتاحة للمستثمرين أكثر من ذي قبل (القدرة التنبؤية للمعلومات)، فمؤسسات كـ "Bloom-berg ReutersThomson" توفر معلومات باستمرار للسوق، وقاعدة البيانات "Edgar" تسمح بالوصول مباشرة وبسرعة للتصنيفات المالية للمؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً، والحصول على معطيات الأسواق والمنتجات تصبح متاحة أكثر فأكثر. وتظهر خلق القيمة للمساهم، من خلال كل هذه التحولات أكثر من أسلوب عادي كما عرفت في التسيير منذ حوالي نصف قرن، فهي في الآونة الأخيرة إيديولوجية¹⁵ بآتم معنى الكلمة التي تجد تطبيقها الملموس في تسيير وقيادة 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"⁽¹⁶⁾.

وفي الأخير فإن منطق خلق القيمة ينتهي بمنح المساهمين مؤشر عملي لقياس الزيادة الدورية في قيمة المؤسسة، ومنح المسيرين أداة تسيير غير مركزية تسمح لكل مركز ربح في المؤسسة باتخاذ قرارات متطابقة مع مصالح المساهمين.¹⁷

ثالثاً: الأطراف التي توجه لهم خلق القيمة

حتى يتم إدراك مفهوم خلق القيمة جيداً لابد من معرفة الأطراف التي توجه لهم، ونجد اليوم عدة مفاهيم في قلب تسيير المؤسسات تركز على القيمة للمساهم والقيمة للعميل، والقيمة التشاركية بين مختلف أصحاب المصالح.

1- القيمة للمساهم: أدت العولمة المالية إلى تعميم معيار القيمة للمساهم كنموذج لتقييم الأداء الاقتصادي للمؤسسة، حيث تم تعريف خلق القيمة للمساهم من قبل "P. Wright J. Bachman A. Black" على أنها "القيمة الاقتصادية للمؤسسة بعد تخفيض ديونها"⁽¹⁸⁾.

كما تم تعريفها بأنها المردودية الإضافية الناتجة عن نشاطات المؤسسة بعد تغطية تكلفة مصادر التمويل في المؤسسة المقدرة بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال⁽¹⁹⁾. فإذا تم الحديث عن مقاربة خلق القيمة للمساهم فإن الهدف واضح 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"⁽²⁰⁾.

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"⁽²¹⁾.

ومن خلال هذا التصريح يتضح أن السبب الذي يجعل المسيرين يأخذون مصلحة المساهمين قبل كل شيء هو بكل بساطة لأنهم المالكين، كما أن المؤسسة في النهاية هي المحرك الأساسي لثراء المجتمع، وبالتالي فخلق الثروة للمساهم تؤدي إلى خلق الثروة للجميع 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 ووقتها ليجد المجتمع نفسه في الأخير فقيراً. وتحقيق الرفاه الاجتماعي هو السبب الحقيقي الذي يجعل تعظيم القيمة للمساهم الهدف المسطر الذي يسعى نظام الحوكمة المؤسسية لاحترامه⁽²²⁾.

2- القيمة للعميل⁽²³⁾: غيرت عولمة المنافسة وتسارع الابتكارات موازين القوى حول العميل، حيث أن هذا الأخير يقيم السلع و/أو الخدمات التي يريد شراءها بدالة بأربعة أبعاد:

- التكلفة: التي يسعى دائماً لتقليصها. - النوعية: التي يسعى دائماً لتعظيمها. - تاريخ التسليم: الذي ينبغي أن يستجيب لتوقعاته. - الإبداع.

وتفرض هذه التوقعات الجديدة للعميل أن تؤقلم المؤسسة نظام معلوماتها - خاصة نظام المحاسبة التحليلية - وتنتج معلومات ملائمة لمتابعة الأبعاد الأربعة للأداء، وتقييم خلق القيمة للعميل.

ولقد طورت في المحاسبة التحليلية بعض الأفكار المبتدعة كالتسيير بمراكز النشاط، والتكلفة المستهدفة، وذلك بهدف قياس خلق القيمة للعميل، وربط هذه الأخيرة بخلق القيمة للمساهم. وبوجود عدة أطراف تتأثر وتتأثر على قرارات ونتائج المؤسسة، فإن خلق القيمة الكلية يعتبر الهدف الأكثر موضوعية وشمولية، على الرغم من أن خلق القيمة للمساهم والعميل يؤدي بشكل غير مباشر لخلق القيمة الكلية.

3- القيمة التشاركية بين مختلف أصحاب المصالح Valeur partenariale:

يمكن تعريف أصحاب المصالح (stakeholders) على أنهم "كل مجموعة أو فرد الذين (الذي) يمكن أن يكونوا مهتمين (مهمتا) بتحقيق أهداف المؤسسة"⁽²⁴⁾.

أما عن خلق القيمة التشاركية فهي هدف أشمل وأوسع بالنسبة لـ "Freedman" سنة 1994 ، لأنها تأخذ صراحة -إضافة إلى مردودية المساهمين- أهمية باقي الأطراف وهذا رغم ما تم تقديمه كمبررات لدعم خلق القيمة للمساهم ، فالميزة التي تكتسبها خلق القيمة للمساهم في المدى الطويل لا تعني تجاهل أهداف الأطراف الأخرى⁽²⁵⁾. حيث تتطلب خلق القيمة للمساهمين أن يكون للمؤسسة أكبر عدد من العملاء راضين عن المنتجات المقدمة من طرف عمال المؤسسة الأكفاء باعتمادها على أفضل الموردين والمسيرين، وكله باحترام القواعد المنصوص عليها من السلطة العامة.

وإذا كان المسيريون لا يعالجون بشكل سوي مصلحة أحد الأطراف، كأن تقترح المؤسسة أجورا منخفضة للعمال، بمعنى بأقل مما يقدمونه من خدمة فانه في ظل محيط تنافسي لن تتمكن من الاحتفاظ بعمالها الأكفاء ذوي الخبرة والكفاءة، وأيضا إذا كانت لا تسدد وتتدخل في التسديد لمورديها فإنهم سوف يرفعون الأسعار أو يحتجون لتسوية الوضعية، وكذا إن لم تبلغ منتوجاتها النوعية المطلوبة والمتفق عليها، فإن العملاء يتوجهون للمنافسين... كل هذا في غير صالح المؤسسة، وحسب "Business Rountable" في 1997 فإنه: "لأجل تسيير أحسن للمؤسسة على المدى الطويل وفق هدف خلق القيمة للمساهمين، فإنه على المسيرين ومجلس الإدارة الأخذ بعين الاعتبار مصالح باقي الأطراف"⁽²⁶⁾.

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

وعليه، فينبغي أن تحترم عملية التسيير في المؤسسة تعظيم خلق القيمة الكلية (التشاركية)، فالمؤسسات المسيرة وفق هذا المبدأ تظهر على المدى الطويل أكثر ازدهاراً ونجاحاً مقارنة بتلك المسيرة وفق خلق القيمة للمساهم على المدى القصير. ولقد أثبتت الدراسات أن المؤسسات الكبرى الأمريكية التي منحت أهمية خاصة للعمال مقارنة بالعملاء والمساهمين، حققت نمواً في المبيعات يفوق أربع مرات نمو المبيعات في المؤسسات التي وجهت كل اهتمامها للمساهمين⁽²⁷⁾، وهذا يؤكد أن المساهمين لديهم مصالح شرعية لكن غير مطلقة.

رابعا: 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؟

عملا بمبدأ "لا يمكن تسيير ما لا يمكن تقييمه"⁽²⁸⁾ فإنه لا بد من قياس خلق القيمة. وتندرج نماذج قياس خلق القيمة في نموذجين أساسيين :

- نموذج منحى القيمة (La droite de valeur)⁽²⁹⁾ والذي أعد من طرف "Strategic Planning Associates" في سنة 1981

والنماذج المشتقة. للتفصيل فيها يمكن العودة لـ Caby J. Op.cit, P:20. Hirogoyen G.

- النماذج المالية للتقييم: وفقا لتوصيات سلطة السوق المالي الفرنسي « AMF » نفرق بين نوعين من القياس المالي لخلق القيمة³⁰:

✓ المقاييس الاقتصادية: EVA القيمة الاقتصادية المضافة، التدفقات المالية العائدة على الاستثمار CFROI، العائد على الأموال الخاصة RF، المردودية الاقتصادية Re ...

✓ المقاييس السوقية: العائد الكلي للمساهمين (Total Shareholders Return) ; (TSR) القيمة السوقية على القيمة الدفترية M/B، القيمة السوقية المضافة MVA، Q de Tobin، Q de Marris.

حيث تعرف EVA على أنها القيمة المضافة للمؤسسة خلال الفترة والناجمة عن الأموال المستثمرة. وتعطى بالعلاقة

التالية:

$$EVA_t = R. op_t(1 - T) - CMPC * CI_{t-1}$$

$$\%EVA_t = Re_t - CMPC$$

حيث: EVA_t : القيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة t . CI : مجموع الأموال المستثمرة Re_t : المردودية الاقتصادية خلال الفترة t للأموال المستثمرة ويساوي إلى CI_t / RE_t بحيث أن:

$R. op$: نتيجة الاستغلال $CMPC_t$: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال في الفترة t .

ونسجل ثلاث مستويات لـ EVA ³¹:

$EVA < 0$ تترجم خلق القيمة خلال الفترة.

$EVA > 0$ تترجم هدم القيمة خلال الفترة، بحيث أن مساهمي المؤسسة في هذه الحالة لن يكافؤوا 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.

MVA ⁽³²⁾: 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 لـ $cmpr$.

مؤشر (Q de Marris)³⁴: يدخل هذا المؤشر تأثير السوق على تقييم خلق القيمة، ويعطى 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.

مؤشر "Q de Marris" يعطي آفاق الأداء في المستقبل للمؤسسة ويكون هناك خلق للقيمة في المؤسسة وفق هذا المؤشر إذا كان

$Q > 1$. ويتم قياس خلق القيمة في هذه الدراسة بالاعتماد على كل من EVA و Q .

II. الحوكمة المؤسسية الجيدة وخلق القيمة

أولاً: تعريف الحوكمة المؤسسية لقد ولدت فكرة الحوكمة المؤسسية من أكثر من مدرسة فكرية، فلقد جاءت هذه الفكرة في علم الإدارة وعلم السياسة، فمن الإدارة جاءت من مدرسة إدارة الجودة الشاملة³³، والتي هي فلسفة إدارية حديثة فرضت نفسها خلال عقد التسعينيات، حيث أصبحت أسلوب حياة للمنظمات الاقتصادية خاصة الصناعية ومنهج المنافسة والبقاء في الأسواق، حيث أصبح السعي نحو ارضاء العملاء والتحسين المستمر للأداء والعمل كفريق يعد السمة الأساسية للعمل الإداري.

الحوكمة المؤسسية³⁴ ترجمة لـ "Corporate governance" (بالإنكليزية) أو "Gouvernance d'entreprise" (بالفرنسية).

ونذكر فيما يلي بعض أهم التعاريف الواردة حول هذا التنظيم.

التعريف 01: "تتكون الحوكمة المؤسسية من شبكة علاقات تربط مختلف الأطراف، في إطار تحديد الاستراتيجية والأداء للمؤسسة، هذه الأطراف هي من جهة: المساهمين والمديرين ومجلس الإدارة ومن جهة أخرى: العملاء والموردين والبنك والمجتمع"⁽³⁵⁾.

التعريف 02: حسب "Pastré" في سنة 1994 فإن "الحوكمة المؤسسية هي مجموعة قواعد العمل والرقابة التي تحكم حياة المؤسسة في فترة زمنية ومكان محدد"⁽³⁶⁾.

تعريف 03: "الحكومة المؤسسية هي مجموعة قواعد وإجراءات تهدف لضمان السير الحسن للمؤسسة وضمان أنها تتوفر على مسيرين أكفاء وهم على دراية بكل القواعد القانونية وقواعد الوظيفة. وتختلف الحكومة المؤسسية للمؤسسات اختلافاً كبيراً من بلد لآخر، وحتى في نفس البلد، ولا يوجد نموذج بسيط وموحد"⁽³⁷⁾.

يرجع التعريف الأول بشكل أساسي ومباشر مفهوم الحكومة المؤسسية إلى تأثير القرارات الاستراتيجية على خلق القيمة، حيث أن السياسة العامة للمؤسسة محددة من طرف المسيرين، وتعظيم القيمة هي تحت مسؤولياتهم. وبصفة عامة فإن مختلف تعاريف الحكومة المؤسسية تتضمن بشكل صريح أو ضمني أسئلة حول السلطة والرقابة والاتجاه العام للمؤسسة والمسؤولية، لكن التركيز على مركب أو آخر وطريقة أو أسلوب عمل الحكومة المؤسسية هو الذي يختلف من تعريف لآخر.

فبالنسبة لـ "Charkham" في سنة 1994 فإن الشكل الجوهري للحكومة 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 الحكومة تركز على "نظرية الوكالة" بحيث أنه يمثلها كمجموعة إجراءات تهدف لحل مشكلة الوكالة، سواء بإعطاء المسيرين تحفيزات ليكون التسيير وفق مصالح موكلهم، أو بتوفير المعلومات الملائمة للمساهمين أو ممثلهم (مجلس الإدارة) لحثهم على مراقبة وتوجيه ومتابعة نمط تسيير المؤسسة⁽³⁸⁾.

وتعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية . OCDE وهي من المنظمات ذات الاهتمام بموضوع الحكومة "بأنها مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين"³⁹.

والجدول رقم 1 يلخص أهم الأسس النظرية للحكومة المؤسسية، والتي تضم النظريات التعاقدية (نظرية الوكالة، نظرية تكاليف المعاملات ونظرية حقوق المساهمين)، والنظريات المعرفية.

الجدول رقم 0 1: الأسس النظرية لنظريات الحكومة

المعرفيةCognitives	النظريات التعاقديةContractuelles		نظرية الحكومة
	التشاركيةPartenariale	للمساهمينActionnariale	
نظرية سلوكية نظرية ثورية نظرية التدريب التنظيمية نظرية الموارد والكفاءات.	نظرية تعاقدية (الموجبة أو المعيارية). رؤية شاملة للكفاءة والملكية.	نظرية تعاقدية أساسا. نظرية الوكالة الموجبة والمعيارية . رؤية ضيقة للكفاءة والملكية.	أسس نظريات المنشأة
مفهوم انتاجي خلق وتلقي فرص جديدة	خلق القيمة وتوزيعها. تخفيض خسائر الكفاءة المرتبطة بتعارض المصالح بين مختلف أصحاب المصالح.	خلق القيمة وتوزيعها. تخفيض خسائر الكفاءة المرتبطة بتعارض المصالح بين المسيرين والمستثمرين الماليين.	المفاهيم المركز عليها في خلق القيمة
مجموعة مكنزمات تسمح بالحصول على توقع أفضل لخلق القيمة بالتدريب والابتكار.	مجموعة مكنزمات تسمح باستمرار عقود الوكالة أو الحصول على المستوى الأمثل للتسيير.	مجموعة مكنزمات تسمح بضمان الاستثمار المالي.	تعريف نظام الحكومة
رؤية تتمحور على تأثير المكنزمات على الابداع والتدريب....	رؤية شاملة متمحورة على التنظيم الذي يسمح باستمرار عقود الوكالة. تعريف المستوى الأمثل للتسيير.	رؤية ضيقة متمحورة حول التنظيم الذي يسمح بضمان الاستثمار المالي.	مكنزمات الحكومة
البحث عن القيمة للمؤسسة	تعظيم القيمة التشاركية (معيار داخلي أو خارجي)	تعظيم القيمة للمساهمين (معيار داخلي أو خارجي)	هدف التسيير

Amir LOUIZI, Les déterminants d'une « Bonne Gouvernance » et la performance des entreprises Françaises : Etudes empiriques

Thèse en co-tutelle pour l'obtention du grade de Docteur en Sciences de Gestion ; 2011 ; Université Jean Moulin Lyon

وترتكز النظريات التعاقدية للمؤسسة على مشكل عدم التماثل المعلوماتي، وفي ظل هذه النظريات اعتبرت المؤسسة "كمعالج للمعلومات"⁴⁰، وهنا يكمن دور الحكومة المؤسسية في السعي لتجنب اهدار القيمة من خلال الرقابة للحد من مشكل

عدم التماثل المعلوماتي بين مختلف أصحاب المصالح، وعلى عكس من ذلك، فإن النظريات المعرفية تنظر إلى المؤسسة على أنها "معالج معارف"، فهي تركز على أن المعرفة هي نواة خلق القيمة، فجمع المعلومات وتخصيصها ليس الاشكال لهذا التيار بل تحديد وتوليد وتفسير وتكييف المعلومات للحصول على معارف هي ما يكون كفاءات متميزة في المؤسسة لها أن تدعم تنافسيتها. لذا فإن النظريات المعرفية لم تركز على الجانب الرقابي للحوكمة بل على حل الصراع المعرفي بين الاعوان عن طريق الاتساق (COHERENCE)⁴¹. وتواجه الحوكمة المؤسسية كأداة تسييرية ورقابية مسؤولية تنظيم العلاقات بين مختلف Stakeholders 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 الحوكمة⁴² في تطوير أنظمة تسيير يكون لها آثار إيجابية على أداءها. وانطلاقاً من تعدد أنظمة الحوكمة فلا توجد "حوكمة جيدة" أو "حوكمة سيئة" للمؤسسة، لكن هناك فقط عملياً حوكمة تسمح أو لا تسمح بمنح الثقة للمستثمرين على كيفية اتخاذ القرار في المؤسسة، وذلك في ظل احترام أو عدم احترام المبادئ الأساسية التي تتمثل في: الفعالية، المسؤولية، الشفافية، العدل والمساواة، واحترام الجانب الأخلاقي في الأعمال⁴³، 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 قيمتها⁴⁴.

ويستخلص من دراسة قواعد الحوكمة الجيدة (المتعددة في العالم) أن معظم التوصيات التي جاءت بها تهدف بدرجة أولى إلى تحسين مستوى الرقابة في المؤسسة. لذا فالمؤسسات تسعى إلى ملاءمة تطبيقاتها للحوكمة مع تغيرات المحيط وما يفرضه لمواجهة مختلف التحديات. وفي هذا الصدد قامت العديد من الوكالات بتنقيط الحوكمة المؤسسية وركزت في البحث عن معايير حوكمة تهدف أساساً إلى احترام حقوق المساهمين وفعالية مجلس الإدارة ولجانه وتحسين تدفق المعلومات. كما أن زيادة أهمية الحوكمة جعلت عملية تنقيطها عملياً، سواء من خلال خدمات التنقيط المتخصصة مثلاً (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 في طريقة تقييم مخاطر القروض. وفيما يلي بعض وكالات التنقيط وطريقة عملها:⁴⁵

✓ Standard & Poor's : وترتكز عملية تنقيط الحوكمة وفقها على: هيكل 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 1 إلى 10 من أدنى CGS (1) إلى أعلى CGS (10).

✓ GMI - GOVERNANCE METRICS INTERNATIONAL : 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.

✓ ISS- INSTITUTIONNEL SHAREHOLDERS SERVICE : وترتكز عملية التنقيط في هذه الوكالة على 61 متغير تعود لخصائص مجلس الإدارة ومكافآت المسيرين وهيكل الملكية، بالإضافة إلى متغيرات نوعية أخرى كسند التقاعد للمسيرين واجتماعات الإداريين الخارجيين ...

ولعل ما يبرر زيادة هذا الاهتمام بالحوكمة الجيدة في المؤسسة هي نتائج الدراسات والبحوث في هذا المجال، فمثلاً نتائج دراسة قام بها مكتب متخصص «McKinsey» عن طريق عملية صبر آراء حول مساهمة الحوكمة المؤسسية في عملية خلق القيمة لمجموعة من المستثمرين المؤسسيين، وكانت النتيجة أن هؤلاء المستثمرون صرحوا بأنهم على استعداد لدفع أسعار

مرتفعة لأسهم مؤسسة بنظام حوكمة جيد. وكانت العلاوة رمزية في البلدان التي يقدم محيطها القانوني ضمان جيد للمستثمرين مسبقا (12% الى 14% في أوروبا وأمريكا الشمالية)، بينما العلاوة جد معتبرة في البلدان الناشئة (30% في أوروبا الشرقية أو إفريقيا)⁴⁶.

وتبين هذه الدراسة أن العلاوة المدفوعة هي مقابل الحصول على حماية من خلال حوكمة جيدة، وبالتالي فالحوكمة استعملت من طرف المستثمر كأداة للتحوط ضد المخاطر وهذا التصرف يعكس السلوك العقلاني للعون الاقتصادي في اتخاذ القرار.

كما تنظر نظريات الحوكمة لأداء المؤسسات على أنه مقياس لمدى تحكم هذه الأخيرة في التكاليف المتولدة من تضارب المصالح بين الأعوان، فإذا كانت هذه التكاليف يتم قياسها بمؤشرات مالية، فإن هذا في إطار النظريات التعاقدية للحوكمة، في حين أن المؤشرات غير المالية تدخل ضمن النظريات المعرفية⁴⁷، كما أن النظريات المعرفية لم تهتم بالجانب المالي للحوكمة كما في النظريات التعاقدية، لذا يتم التركيز في هذه الدراسة على النظريات التعاقدية بسبب ارتباطها بالهدف المالي للمؤسسة وهو خلق القيمة الممكن قياسه بمؤشرات مالية.

ويعتبر التقليل من الصراعات والتعارض في المصالح بين مختلف الأطراف كمصدر لخلق القيمة في المؤسسة، وهذه الأخيرة هي رؤية تشاركية بين المساهمين وباقي أصحاب المصالح، وعليه فخلق القيمة هي مسألة قانونية ومالية قائمة على الحوكمة مع التركيز على تخفيض تكاليف الوكالة.

ثانيا- مكثزمات الحوكمة: هناك اختلاف في تصنيف مختلف مكثزمات الحوكمة بين مختلف الباحثين، ويتم تبني التصنيف على أساس نظرية الوكالة، على أساس أنه التصنيف الأكثر شيوع، وبالتالي تقسيم مختلف المكثزمات إلى داخلية وخارجية.

1- المكثزمات الداخلية: وهي مجموعة القواعد والآليات المحددة لكيفية اتخاذ القرار وتوزيع السلطات داخل المؤسسة، بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمسيرين، والتي تؤدي في الأخير إلى تخفيض تضارب المصالح بين هؤلاء الأطراف، ويمكن تصنيفها إلى:

آليات رقابية (التسلسل والرقابة المتبادلة والجمعية العامة وكذا مجلس الإدارة والتدقيق الداخلي وهيكل الملكية في المؤسسة) وآليات تحفيزية: (الملكية الإدارية وعلالات المسيرين).

2- المكثزمات الخارجية: وتلعب فيها الأسواق دورا هاما كأداة رقابية على المسيرين، وتعتبر هذه الآليات كانعكاس للآليات الداخلية، لذا تم اختيار الآليات الداخلية للتركيز عليها في الدراسة.

ومن أهم آليات الحوكمة التي نصادفها في مختلف أدبيات الموضوع هي ما تعلق منها بخصائص مجلس الإدارة ووظائفه وكذا هيكل الملكية.

1- مجلس الإدارة: من حيث خصائصه التالية: حجم المجلس، نسبة الأعضاء المستقلين، عهدة أعضاءه، نسبة التزامهم بالحضور، عدد لجانه، عدد اجتماعاته في الدورة، عدد ممثلي العمال والعمال المساهمين، ازدواجية أم أحادية المجلس.

2- هيكل الملكية: (تركز الملكية أو تشتتها ووزن المستثمرين المؤسسيين، والمساهمين العمال)، وهذه العناصر هي ما يتم التركيز عليها في الدراسة لا ثبات 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 لقواعد الحوكمة AFE⁴⁸ et MEDEF، لذا سيتم تناول هذه المكثزمات مع الإشارة لهذا القانون.

✓ مجلس الإدارة: هي 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 الكبيرة⁴⁹.

وفي فرنسا طورت 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 جويلية 99، 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 التعديل الأخير في 2013. ويتولى مجلس الإدارة في المؤسسة حسب قانون medef & afep 2013 المهام التالية:⁵⁰

- يحدد المجلس استراتيجية المؤسسة ويقوم بتعيين المسيرين التنفيذيين الاجتماعيين لإدارة المؤسسة، ويتولى اختيار نموذج التنظيم للمجلس (أحادي أو مزدوج).
- يعرف المجلس بسياسة الاتصال المالي للمؤسسة، وعلى كل مؤسسة أن تمتلك سياسة جد صارمة للاتصال مع محلي السوق، وينبغي أن يسمح كل اتصال بوصول المعلومة لكل واحد وفي نفس الوقت.
- 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 عالي، 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. وتسهر هذه اللجنة على:
- 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 للتعليمات 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.

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 واستراتيجيته⁵¹. وينبغي أن تتوفر في مجلس الإدارة بعض الخصائص التي تحقق فعاليتها 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 المجلس⁵².

- حجم مجلس الإدارة وهيكلته ولجانه: حسب Kiel & Nicholson 2003، فإن المؤسسات الكبرى تميل لامتلاك مجالس كبيرة و متعددة المديرين والمديرين الخارجيين، كما أن هذه المجالس تميل لفصل مهام الرئيس والمدراء التنفيذيين، والعكس بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة⁵³.

وحضي حجم المجلس وأثاره 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 الاتصال 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 7 أو 8 بالمجلس يصبح أقل فعالية، ولقد اقترح Lipton & Lorsh تحديد عدد الأعضاء كحد أقصى بـ 10، في حين أن Van den Berghe & Levrau (2004) اعتبروا أن زيادة عدد المسيرين يسمح بتوسيع الخبرة والكفاءة في المجلس⁵⁴.

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، لأنه ببساطة العديد من العوامل تؤثر على الأداء، إلا أن الحوكمة الجيدة التي تكون من خلال اشراف ورقابة مجلس الإدارة يمكن أن تزيد من احتمالات سرعة استجابة المؤسسة للتغيرات الطارئة في محيط الأعمال"⁵⁵. وينص القانون المرجعي الفرنسي على أن يكون عدد الأعضاء في المجلس في المجال من 3 إلى 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 ملاحظة⁵⁶. لذا يتم إضافة متغيرات ضبط يتوقع أنها تؤثر بشكل ما على القيمة في المؤسسة وهذا عند دراسة علاقة الحوكمة بخلق القيمة في الدراسة التطبيقية.

واهتمت بحوث بدراسة أثر وجود لجان متخصصة في المجلس، مثلا (Wild (1994 وجد أن ردة فعل السوق لتقارير الأرباح تكون أفضل بعد تكوين لجنة تدقيق، وعلى عكس من ذلك فإن (Vafeas et Theodorou (1998، استخلصوا أن تكوين لجان متخصصة في المجلس لا يؤثر بشكل مهم على أداء المؤسسة⁵⁷.

كما أن التساؤل يطرح بشأن ترجيح وظيفة النصح أو المراقبة في المجلس، ولقد تباينت نتائج مختلف الدراسات بهذا الشأن، حيث أن (Brickley; Coles; et Jarrel (97 وكذا (Harris & Raviv (2008، أظهروا بأن الجمع بين مهام رئيس المجلس والمدير العام يسمح بالاتصال بين الإدارة والمجلس بشكل فعال، في حين أن (Rechner et Dalton (91 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 (Lorsh et (2001; Sen (2001; Coles, McWilliams, Sen (2001; Peel et O'Donnel (95; Maclver (89; Millstein (92⁵⁸

ويعطي القانون الفرنسي الحرية للمؤسسات في اختيار هيكله ملائمة، أحادية أو ثنائية أو مجلس مراقبة، حيث أنه في 2015 فإن 35 من مؤسسات CAC 40 اختارت هيكله أحادية أين تجمع مهام رئيس المجلس والمدير العام.

ويمكن الاستعانة بمسير مرجعي (Administrateur Référent A.R) مهمته الأساسية تقديم مساعدة للمجلس لضمان سير جيد لهيكل الحوكمة في المؤسسة، وتؤكد سلطة الأسواق الفرنسية AMF على أن ادخال (A.R) مفيد لتوقع تعارض مصالح محتمل، وعادة ما تعين المؤسسات ذات الهيكله الاحادية مسير مرجعي حيث أن 64% من المؤسسات ذات الهيكله 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 المؤسسة⁵⁹.

ويتدخل خبير خارجي عن المؤسسة (باستدعاء منها) بشكل دوري لتقييم مجلس الإدارة، وهي ضمن توصيات القانون المرجعي والذي يفصل وفقه في شروط استقلالية أعضائه وحجم المجلس وعدد اجتماعاته ولجانه.

بالإضافة الى هذه الخصائص الأساسية يمكن الإشارة الى 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 منتخبيين 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 المسيرين⁶⁰.

- **هيكل الملكية في المؤسسة:** ويقصد بها نوعية الملاك في المؤسسة وتركزهم، يعني أساسا وجود تكتلات للمساهمين، أو مساهمين مؤسسين، 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 تركيز الملكية والأداء من حيث نظرية الوكالة ونظرية التأصل⁶¹. فوفقا لـ Berle et Means (1933)، فإن الشركات التي يكون رأس مالها مشتت تعاني من عجز في الرقابة، مما قد يؤثر على الأداء المالي. وعلى العكس من ذلك، فإن تركيز رأس المال بين عدد قليل من المساهمين يسمح بتحكم ورقابة أفضل على المسيرين⁶². 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 فهناك تكاليف مصاحبة لوجود كتلة من المساهمين فأولا، تنخفض سيولة سوق الأسهم بسبب أن وجود هذه الكتلة تردع صغار المساهمين لانتاج معلومات عن المؤسسة (Holmstrom et Tirole; 93) ولأنه يرتفع احتمال مُعاملات واضحة، ما يولد عدم تماثل معلوماتي في السوق (Glosten et Milgrom; 85)، إضافة إلى أن انخفاض السيولة يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال في المؤسسة⁶³. وهو ما يخفف من القيمة.

ثانيا: أن وجود تكتل للمراقبة قد يؤدي الى تغيير القرارات الاستثمارية في المؤسسة: فاحتمال زيادة الحساسي اتجاه المخاطر الخاصة للاستثمارات جد وارد، مثلا: استثمارات التنوع. وأخيرا، زيادة عينات من الأرباح الخاصة من جراء استراتيجية ملائمة لتكتل المراقبة هذا فيما تعلق بالتعارض بين كبار وصغار المساهمين ولكن بمقابل كل المساهمين فقد تظهر أحيانا أطراف أخرى من أصحاب المصالح أهدافها متعارضة⁶⁴.

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. فغالبا ما يؤدي تعقيد النتائج إلى علاقات غير خطية بين هيكل الملكية والأداء. كما يمكن ارجاع التنوع في النتائج التي تم التوصل اليها إلى العدد الكبير من التدابير المستخدمة للتعبير عن هيكل الملكية وأداء الشركة⁶⁵.

وعلى المستوى المنهجي، فقد تم استخدام مقاييس مختلفة للتعبير عن تركيز هيكل الملكية وطبيعته وعلاقة ذلك بالأداء المالي فمثلا: دراسة Himmelberg et al (99) التي اعتمدت على Q de Tobin في تقييم الأداء، ورأس المال المملوك من طرف المسيرين الأساسيين لقياس تركيز الملكية في المؤسسة، ودراسة Margaritis et Pillaki 2010 حيث تم التعبير عن الأداء بالكفاءة المقاسة ببرنامج تطبيق البيانات DEA، وعن قياس تركيز الملكية فتم اعتماد رأس المال المملوك من طرف المساهم الأول كتعبير عن تركيز الملكية⁶⁶. ...الخ من الدراسات.

- وجود المساهمين العمال: 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 Hollandts و 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 المقيدة 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 Ouimet و Kim (2014) في الولايات المتحدة أن إطلاق برامج توزيع أسهم على العمال (أقل من 5٪ من رأس المال) لها تأثير إيجابي على القيمة للمساهم في المؤسسة⁶⁷.

كما سطر هذين الباحثين (Kim et Ouimet 2009) أن الأثر الإيجابي للمساهمين العمال يظهر لما تكون نسبة الملكية عندهم محدودة، وتكون العلاقة مهمة إذا كانت النسبة بين 5٪ إلى 10٪ وهذا حسب بعض الدراسات، 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 بسبب 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 إلى مجلس الإدارة⁶⁸. وبالتالي تخفيض عدم التماثل المعلوماتي ومنه تخفيض تكاليف الوكالة، وبالتالي الرفع من الأداء.

III. الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

أولاً. مجتمع وعينة الدراسة: تمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات المقيدة في سوق باريس للأوراق المالية Euronex، وتم اختيار عينة من المؤسسات المقيدة في مؤشر Cac 40. وتدرج 40 مؤسسة في المؤشر من ضمن 100 مؤسسة على أساس حجم التداول ورسمتها البورصية، وبما أنه يتم تحديث القائمة كل ثلاثي، وعلى اعتبار أن المعطيات المالية للمؤسسات سنوية فقد تم أخذ المؤسسات المدرجة في المؤشر في 31 / 12 على الأقل لسنتين ضمن ثلاث سنوات المختارة للدراسة وهي 2014-2015-2016. ولقد تم استبعاد مؤسسات القطاع المالي (بنوك وتأمينات) (Axa, BNP, Crédit Agricole, Société Générale) بسبب خصوصية هذا القطاع، كما تم حصر فقط المؤسسات الخاضعة لقواعد حوكمة الشركات في المناخ الفرنسي المالي والاقتصادي (AFEP ; MEDEF) لذا تم استبعاد المؤسسات التي لاتخضع لقواعد الحوكمة المنصوص عليها في هذا القانون وهي: Arcelor Mittal, Airbus, Ricard ، وكذا استبعاد Tchnip FMC بسبب اندماجها مع STMicroelectronics في 2016، لعزل الأحداث التي يمكن أن تشوش على نتائج الدراسة. وعليه أصبح عدد مؤسسات العينة المدروسة 27 مؤسسة.

وتم جمع البيانات المتعلقة بالدراسة من مصادر أصلية، حيث تم جمع بيانات حوكمة الشركات من التقارير المرجعية السنوية لمؤسسات العينة المستخرجة من مواقع رسمية والمتمثلة في الموقع الرسمي لـ Euronex، ومواقع رسمية تابعة له ك: Boursorama.com , investing.com. مع اختيار فترة دراسة تقدر بثلاث سنوات من أجل زيادة معنوية النموذج القياسي بالدرجة الأولى، وليس أساسا الحصول على سلسلة مقطعية وطولية بانل (لأنه خلال 3 سنوات لا نجد تغير كبير في معطيات الحوكمة). ولتحقيق الهدف من الدراسة وهو الإجابة عن الإشكالية الرئيسية التي تم طرحها حول تحديد طبيعة العلاقة بين محددات الحوكمة الداخلية وخلق القيمة في المؤسسة، فقد تم الاعتماد على برنامج Excel خاصة لحساب EVA و Q، وبرنامج التحليل الإحصائي Eviews9 وذلك لقياس أثر مكنزمات الحوكمة على خلق القيمة في المؤسسة. كما تم اعتماد برنامج تطويق البيانات DEA لحساب مؤشر كفاءة الحوكمة (Score de gouvernance).

ثانيا. متغيرات الدراسة: من أجل الإجابة على الإشكالية، واختبار الفرضيات حول أثر وعلاقة الحوكمة بخلق القيمة، تم اختيار اثنين من مكنزمات الحوكمة الداخلية التي تفرق نوعا ما تطبيقات الحوكمة في مؤسسات العينة والتي يتم مصادفها كثيرا في أدبيات الموضوع ومختلف الدراسات التطبيقية والتي تعتبر متغيرات مفسرة والمتمثلة في: مجلس الإدارة (من خلال : حجم المجلس TC، 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، هيكلية المجلس أحادية أم ثنائية DU حيث منحت المؤسسات ذات الهيكلية الأحادية المتغير الصوري 0، والمؤسسات ذات الهيكلية الثنائية المتغير 1 ، عدد اللجان في المجلس بما فيها لجنة التدقيق والتي كل مؤسسات العينة تتوفر عليها NCL، عهدة أعضاء المجلس لتعكس الخبرة من جهة وسلوك التأصل من جهة أخرى MOND، عدد المساهمين العمال في المجلس NAS.)، وهيكلية الملكية (من خلال: المتغير conce الذي يعكس مجموع نسب ملكية ثلاث مساهمين الأوائل بما فيهم المستثمرين المؤسسيين ، وهذا ليعكس تركيز الملكية أوتشتتها، ونسبة المساهمين العمال في هيكل الملكية ACSAL). أما المتغير التابع والمتمثل في خلق القيمة من خلال المؤشرات المالية (القيمة الاقتصادية المضافة EVA كرائد في قياس خلق القيمة، و Q de Marris كمؤشر سوق يدل على خلق القيمة).

متغيرات التحكم (متغيرات الضبط): بالتوافق مع الدراسات السابقة ، أضفنا ثلاثة متغيرات لضبط النموذج على أساس أنها تعبر عن عوامل تؤثر في تحديد أداء مؤسسات العينة وخاصة على خلق القيمة. ولقد اعتمدت المتغيرات التالية: حجم الشركة مقاس بالوغريتم النيبيري لمجموع أصول الشركة ACT، و نسبة الاستدانة DF، ومعدل نمو المبيعات grca.

الجدول رقم 02 كيفية حساب مقاييس خلق القيمة ومتغيرات الضبط المعتمدة في الدراسة:

المتغير	الرمز	طريقة الحساب
القيمة الاقتصادية المضافة	EVA	$EVA_t = R \cdot op_t(1 - T) - CMPC * CI_{t-1}$ $\%EVA_t = Re_t - CMPC$
المردودية الاقتصادية	Re	$Re_t = R \cdot op_t(1 - T) / CI_t$
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 MEDAF
العائد بدون مخاطر	Rf	$Rf_t = \sum Rf_j / 360$
علاوة مخاطر السوق	PRm	$PRm = E(Rm) - Rf$
تكلفة الديون	Rd	$Rd = \text{cout de la dette financiere} / \sum [DFLT + DFCT]$
الرسملة البورصية	CP	$CP = \text{Cours de référence} \times N$
حجم الديون	D	$\sum [DFLT + DFCT]$
Q de Marris	Q	$Q = CP / FP$
معدل نمو المبيعات	Grca	$grca = [ca_n - ca_{n-1} / ca_{n-1}] \times 100$

$DF = D / ACT$	DF	نسبة الاستدانة
$Ln ACT$	ACT	حجم المؤسسة

المصدر: من اعداد الباحثة

تم اعتماد β المؤسسات العينة المقدرة على أربع سنوات والمنشور في الموقع investing.com. R_f تم اعتماد المعطيات التاريخية لقيم أذونات الخزينة «OAT 7- 10 ans» كمعدل بدون مخاطر، وتم حسابه لكل دورة عن طريق متوسط التغير اليومي في كل دورة.

PRm = من الموقع acuitem.com/prime-de-risque.Php وقد تم حسابها بطريقة التنبؤ وليس على طريقة البيانات التاريخية، وهو ما يسمح أن يعكس بوفاء المتطلبات الحالية للسوق وتحقيق في الأخير تقييم على قاعدة معدل خصم متوقع، وذلك من خلال البيانات التقديرية للفترة 2016-2014 في شكل منحني ومن خلالها حساب المتوسط انطلاقا من التغيرات الثلاثية خلال كل فترة.

FP = القيمة المحاسبية للأموال الخاصة RN = النتيجة الصافية

CP = متوسط سعر السهم للفترة ضرب عدد الأسهم، CA = رقم الأعمال، ACT = مجموع الأصول في المؤسسة، باللوغاريتم النيبيري.

Gra = وتم حسابه من المعطيات المستخرجة من جدول النتيجة للفترة 2016-2013.

ثالثا. تحليل نتائج الدراسة واختبار الفرضيات:

1. تحليل الخصائص الوصفية للعينة

يبين الجدول رقم 03 الخصائص الوصفية للعينة المدروسة والتي بلغ عدد مشاهداتها 81 مشاهدة، فبالنسبة للمتغيرات التابعة وفيما تعلق بال EVA ، فقد بلغ متوسط القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسسات العينة 2,3% من مجموع الأموال المستثمرة CI ، وبانحراف معياري قدره 4,28 كما أن أدنى قيمة سجلت هي سالبة 6,75%، وأعلى قيمة 18,78%. أما بالنسبة ل Q متوسط قيمته في العينة 2,048، وهي أكبر من 1 وهو دليل على وجود خلق قيمة عامة في مؤسسات العينة، وبانحراف معياري بلغ 0,98 وأدنى قيمة 0,64 وأعلى قيمة 4,48.

أما بالنسبة للمتغيرات المفسرة: TC فمتوسط حجم المجلس في مؤسسات العينة هو حوالي 14 عضو بانحراف 2,72 مع أدنى عدد أعضاء سجل ب 8 وأقصاها 20 عضو، 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 للمؤسسات التي أخلت ببعض القيود شرح السبب وتوضيح الموقف طبعا حسب ظروف عمل المؤسسة وخصوصيتها. أما بالنسبة ل $TIND$ فمتوسط النسبة في عينة الدراسة 67% بمعنى ثلثي الأعضاء مستقلين، وفي القانون المرجعي ينص على أنه بالنسبة للمؤسسات مركزة الملكية أن يكون ثلث أعضاء المجلس مستقلين، أما المؤسسات مشتتة الملكية فينبغي أن تكون النسبة النصف، وهناك مؤسسات كل أعضاءها مستقلون وأدنى نسبة استقلالية 40% والمؤسسة التي سجلت فيها هذه النسبة هي (Kering) وهي مركزة الملكية (المساهم الأول يملك حوالي 41% من المساهمات خلال فترة الدراسة) وعليه فالعينة تحترم بشكل كلي ما هو منصوص عليه بشأن الاستقلالية سواء بالنسبة للمجلس أو للجنة التدقيق، فقط هناك اخلاخ بالقاعدة القائلة أن العضو لأكثر من 12 سنة لا يعتبر مستقل وهناك منها من يقدم توضيح، مثلا Air Liquide. التي تبرر ذلك بطبيعة نشاطها الذي يتطلب الخبرة. وبالنسبة لعدد الاجتماعات ففي المتوسط 8 اجتماعات وبين حد أدنى 4 وحد أقصى 15، ونسبة الحضور في اجتماعات المجلس $ASSI$ بين 80 الى 100%. أما بالنسبة لهيكلة المجلس DU ف79% من مؤسسات العينة تجمع بين وظيفتي المدير العام ورئيس المجلس (PDG)، وهو الطابع العام للمؤسسات الفرنسية، وحسب دراسة فإن 64% من مؤسسات $cac 40$ قررت تعيين مدير مرجعي (Administrateur Référent) وهو الذي يهدف الى ضمان سير جيد لهياكل الحوكمة في المؤسسة، وبشكل عام فان

المؤسسات ذات الهيكلة الأحادية هي من يعين مسير مرجعي الا أن « Danone » مثلا حتى بعد تغيير هيكلة مجلسها في أواخر 2014 الا أنها أبقت على المسير المرجعي. أما بالنسبة للجان المجلس ففي المتوسط مؤسسات العينة تتوفر على أربع لجان وكلها تتضمن لجنة التدقيق، ويركز القانون المرجعي على الكفاءة المالية والمحاسبية لاعضاء لجنة التدقيق بالإضافة الى الاستقلالية (حيث تنص توصيات القانون المرجعي أن تكون نسبة الاستقلالية في اللجنة ثلثي حجمها). وبالنسبة لعهداء الأعضاء ففي المتوسط العهداء محدودة بثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، ولكن يبقى بقاء المسيرين في المجلس متعلق بدرجة أولى بخصوصية المؤسسة خاصة العائلية منها، فهناك مسيرين لأكثر من 30 سنة.

أما فيما يتعلق بهيكل الملكية فمتوسط نسبة المساهمين العمال 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 ثلاث مساهمين الأوائل، لتكون القيمة المتوسطة لتركز الملكية 39,27%، مع انحراف معياري كبير 28,03، وأقصى قيمة 94,66 وأدنى قيمة 0,45 فقط.

2. تحليل الارتباط: تظهر مصفوفة الارتباط -الجدول رقم 04- أنه هناك علاقة إيجابية ومتوسطة بين مؤشرات خلق القيمة المعتمدة EVA و Q بنسبة (70 %) وهذه النسبة تعكس العلاقة بين الأداء السوقي والاقتصادي للمؤسسة، أما علاقة EVA و Q بالمتغيرات المفسرة فيتم دراستها عن طريق نماذج الانحدار الخطي المتعدد. بينما العلاقة بين المتغيرات المفسرة فمن خلال الجدول يتضح عدم وجود علاقة قوية ومعتبرة بينها وهو ما يجنبنا مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المفسرة (Multicollinearity).

3. تحليل نماذج الانحدار: للإشارة وكما سبق ذكره فان اعتماد البائل ليس بدافع دراسة سلسلة مقطعية وطولية لأن محددات الحوكمة لم تتغير في عينة الدراسة بشكل ملاحظ خلال الفترة، لكن الهدف كان زيادة عدد المشاهدات لزيادة دقة النموذج والتي هي إحدى خصائص البائل. ولهذا لم يتم دراسة استقرارية السلسلة لان ثلاث فترات غير كافية لذلك وبذلك يفترض استقرار السلسلة.

ولقد تم اعتماد برنامج التحليل الاحصائي 9 Eviews لاختبار الارتباط بين المتغيرات التابعة (خلق القيمة)، والمفسرة العاكسة بشكل فردي لمكثزمات الحوكمة وهذا لمعرفة أي منها ممكن أن يؤثر بشكل معتبر على خلق القيمة، كما تم اعتماد برنامج تطوير البيانات DEA لحساب مؤشر الحوكمة وإظهار تأثير التظافر بين مختلف آليات الحوكمة المعتمدة في الدراسة، كما أن المؤشر يعكس كفاءة الحوكمة من خلال تجميع مختلف المكثزمات في مؤشر حوكمة واحد (SCORE de GOUVERNANCE) (SCOR)، واختبار العلاقة السببية بين الحوكمة الجيدة (الكفاءة) وخلق القيمة ببرنامج التحليل الاحصائي 9 Eviews.

ويتم الاعتماد في تحليل الانحدار على المفاضلة بين ثلاث أساليب لتقدير نموذج الانحدار واختيار الأنسب منها وهي نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثير الثابت، ونموذج التأثير العشوائي، ولقد تم صياغة النموذج الأساسي للدراسة كما يلي:

$$CV_{it} = \beta_0 + \beta_1 TC_{it} + \beta_2 TIND_{it} + \beta_3 ASSI_{it} + \beta_4 MOND_{it} + \beta_5 NR_{it} + \beta_6 NC_{it} + \beta_7 DU_{it} + \beta_8 NAS_{it} + \beta_9 ACSAL_{it} + \beta_{10} CONCE_{it} + \beta_{11} ACT_{it} + \beta_{12} DFit + \beta_{13} GRCA_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots(1)$$

حيث CV_{it} تمثل خلق القيمة في المؤسسة i وخلال الفترة t، والمعبّر عنها بكل من EVA و Q وهي المؤشرات المعتمدة في هذه الدراسة.

• اختبار العلاقة، EVA والآليات الداخلية للحوكمة باعتماد نماذج البائل:

- تقدير النموذج الأول، نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Effect Model) PEM: يتميز هذا النموذج باهمال 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 العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية مع خلق القيمة المعبر عنها بـ EVA، ولاثبات أو نفي الفرضية الجزئية رقم 1 و 2، فقد كانت نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي PEM كالتالي (حسب الجدول 05):

$$EVA = 49,31 + 0,0307CONCE - 1,38NC - 1,68ACT - 10,34DF + 0,089GRCA$$

(0,0001)[°] (0,02) (0,002) (0,001) (0,009) (0,003)

$R^2 = 0,43$ $\bar{R}^2 = 0,39$ $DW = 0,93$

* ما بين قوسين يعبر عن الاحتمال المرفق باحصائية t لمقدرات النموذج الذي هو أقل من (5%).

بمعنى أن المتغيرات المفسرة المتمثلة في تركيز الملكية وعدد اللجان ومتغيرات المراقبة لها قدرة على تفسير المتغير التابع EVA بنسبة 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 تركيز الملكية لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع EVA، بينما عدد اللجان فيأثر سلباً على EVA، كما أن حجم المؤسسة ACT والرفع المالي DF، أثبتت النتائج أنها تؤثر سلباً 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.

- تقدير النموذج الثاني، نموذج التأثير الثابت (FEM: Fixed Effect Model) 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 (حسب الجدول 06):

$$EVA = 5,49 - 0,0208CONCE - 1,47NC + 0,34ACT - 23,96DF + 0,053GRCA$$

(0,95)[°] (0,71) (0,14) (0,93) (0,02) (0,07)

$R^2 = 0,78$ $\bar{R}^2 = 0,65$ $DW = 2,33$

حسب النموذج فإن القدرة التفسيرية لمتغيرات الضبط الدالة على الرفع المالي ومعدل نمو المبيعات هي المتغيرات الوحيدة في النموذج التي لها علاقة بـ EVA وذات دلالة إحصائية. للمفاضلة بين النموذجين الأول والثاني تم استعمال اختبار F.

H_0 : تقدير الانحدار بنموذج التأثير المجمع أنسب لمعطيات الدراسة من نموذج التأثير الثابت أو العشوائي. وهذا إذا كان: $F_c > F_t$ ، أو $\leq$ ، 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 $F_c > F_t$ ، أو أن الاحتمال المرفق بقيمة F أقل من 5%. ويقدم برنامج Eview نتيجة اختبار F، حيث أن الاحتمال المرفق بقيمة F أقل من 5%. وعليه قبول H_1 . كما في الجدول أدناه.

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 الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews.

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 التالية (حسب الجدول 07):

$$EVA = 58,95 - 1,16NC - 1,79ACT - 13,16DF + 0,065GRCA$$

$$\begin{matrix} (0,002) & (0,032) & (0,01) & (0,001) & (0,013) \\ R^2 = 0,29 & \bar{R}^2 = 0,25 & DW = 1,51 \end{matrix}$$

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 (8)، 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 (8)، 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.

وعليه فالمتغيرات المفسرة مجتمعة لها قدرة تفسيرية لـ EVA بنسبة 29% وأن كل المتغيرات الخاصة بخصائص المجلس وهيكل الملكية ليس لها أثر معتبر على EVA، وأن عدد اللجان في المجلس هو الذي يؤثر سلبا على EVA ، وهي النتيجة المقاربة لـ (Vafeas et Theodorou, 1998)، حيث استخلصوا أن تكوين لجان 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 لذا لم يتم إبراز هذا المتغير باعتباره متجانس لكل مؤسسات العينة، لكن عدد اللجان قد يرفع أكثر من التكاليف دون وجود مقابل لتخفيض مشاكل الوكالة،

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 تركيز الملكية مثلا) والبيئة التي تتم فيها الدراسة تؤثر على النتائج.

• تحليل نماذج الانحدار، Q والاليات الداخلية للحوكمة:

وبالنسبة لـ Q de Marris فإنه يتم اتباع المنهجية نفسها في اختبار نماذج الانحدار مع إعطاء مباشرة النموذج الأنسب . ولقد أظهرت النتائج بعد المفاضلة بين النماذج الثلاث أن نموذج الاثار العشوائية REM هو الأنسب لتقدير نموذج الانحدار، والذي أعطى النتائج التالية:

$Q = 13,84 + 0,005GRCA - 1,52DF - 0,47ACT$			
(0,001)	(0,08) *	(0,06) *	(0,01)
$R^2 = 0,19$	$\bar{R}^2 = 0,16$	$DW=2,02$	

* مستوى المعنوية 10%

حيث كما يظهر النموذج فإن متغيرات الحوكمة بشكل فردي غير ظاهرة في النموذج، لسبب عدم وجود دلالة إحصائية لهذه المكنزومات على Q de Marris (المؤشر السوقي)، وهي النتيجة 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 المحكومة جيدا والمؤسسات ضعيفة الحوكمة، وانطلاقا من لحظة أن أسعار الأسهم عكست هذا الفرق أصبح من غير الممكن استعمال مؤشر الحوكمة Scoring de Gouvernance لترجمة الزيادة في الأداء مقارنة بالسوق⁶⁹. لكن هذا لا يعني اطلاقا أن آليات الحوكمة المتضمنة في المؤشر لا تؤثر إيجابا على الأداء، فالحوكمة دائما تبقى مهمة لكن ربما بشكل متظافر. 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، لسبب أنه يعبر فعلا عن تطور نشاط المؤسسة وبالتالي تطور قيمتها، 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 الديون المالية في المؤسسة تزيد من تكاليف الوكالة بسبب زيادة التعارض في المصالح بين المقرضين والمساهمين.

• تحليل نماذج الانحدار، مؤشر الحوكمة وخلق القيمة:

من خلال مكنزمات الحوكمة الداخلية المحصل عليها من التقارير المرجعية للمؤسسات خلال فترة الدراسة تم بناء مؤشر يعكس درجة كفاءة الحوكمة في مؤسسات العينة، ولهذا الغرض تم الاعتماد على برنامج التحليل التطويقي للبيانات DEA، حيث مثلت خصائص نظام الحوكمة (مكنزمتها المتمثلة في: خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية) مدخلات البرنامج في حين مثلت مؤشرات خلق القيمة مخرجاته، وتم اختيار EVA و Q كمخرجات وذلك لدمج مؤشر مالي ومؤشر سوقي، مع اعتماد نموذج اقتصاديات الحجم الثابتة والتوجه الخارجي.

ومن خلال برنامج DEA تم التوصل إلى أن متوسط الكفاءة للحوكمة في مؤسسات العينة المدروسة 73%، في حين أن أضعف نسبة سجلت هي 19,9%، ونسبة المؤسسات ذات الكفاءة التامة 100% خلال الثلاث سنوات هي 40%، ولقد تمت دراسة تحليل الانحدار بواسطة برنامج Eviews للعلاقة بين مؤشر الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بكل من EVA و Q وهذا بعد المفاضلة والاختبارات بين نموذج PEM, FEM, REM، -تم انتهاج نفس المنهجية السابقة في تقدير نماذج الانحدار بمعنى المفاضلة بين النماذج والاختبارات- ولقد تم التوصل إلى أن نموذج الآثار العشوائية هو الأنسب للدراسة في كل من EVA و Q.

- بالنسبة لعلاقة مؤشر نظام الحوكمة بـ EVA : أعطى نموذج الآثار العشوائية النتائج التالية وفق الجدول 4

$$EVA = -6,36 + 11,83SCOR$$

(0,000) (0,000)

$$R^2 = 0,43 \quad \bar{R}^2 = 0,42 \quad DW=1,53$$

من خلال النموذج فان مؤشر كفاءة الحوكمة يفسر بنسبة 43% خلق القيمة في المؤسسة المعبر عنها بـ EVA، والعلاقة ذات معنوية إحصائية بنسبة 100 %، أما بالنسبة لمتغيرات الضبط فكانت في النموذج بدون دلالة إحصائية لذا تم حذفها. ونتيجة الدراسة موافقة لدراسة (2013) TWINKLE PRUSTY (INDIA)، التي خلصت إلى أن حوكمة جيدة تؤدي إلى تحسين أداء المؤسسات عن طريق الاعتماد على مؤشر EVA.

بالنسبة لعلاقة المؤشر بـ Q de Marris : النموذج الملائم والأنسب هو نموذج الآثار الثابتة وذلك بعد المفاضلة بين النماذج الثلاث، ويلخص النموذج أدناه نتيجة النموذج:

$$Q = 1,465 + 0,797SCOR$$

(0,00) (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 بـ Q بنسبة 95%، والعلاقة ذات دلالة إحصائية. وإذا ما تم تقسيم العينة إلى قسمين حسب درجة الكفاءة المحصل عليها وفق برنامج DEA، قسم أول يضم المؤسسات ذات الكفاءة التامة $\theta = 1$ ، وقسم ثاني يضم المؤسسات ذات كفاءة غير تامة $\theta < 1$ ، فانه نجد أن متوسط EVA لمشاهدات العينة في القسم الأول هو 5,569 %، مقابل متوسط نفس المؤشر لكل العينة بـ 2,3% فقط، وهو ما يؤكد الأثر الإيجابي للحوكمة المؤسسية على خلق القيمة.

كما أنه في 2017 تم اطلاق مؤشر جديد للسوق المالي الفرنسي CAC 40 GOVERNANCE INDEX، بالشراكة مع VIGEO EIRIS، حيث يركز هذا المؤشر على تركيب مؤشر CAC 40 وعلى SCORES المحصلة من المؤسسات فيما يتعلق بحوكمتها وفقا لمنهجية Equitics المطورة من طرف VIGEO EIRIS والتي تركز على 45 متغير للحوكمة مقسمة على 4 مجموعات:⁷⁰

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 لذلك تقسم المؤسسات حسب مؤشر الحوكمة الى أربعة مجموعات من عشرة مؤسسات لكل مجموعة.

- المجموعة الأولى: تضم العشر مؤسسات التي لديها وزن في المؤشر بنسبة 40%.
- المجموعة الثانية: مرجحة بـ 30%.
- المجموعة الثالثة: وهي مرجحة بنسبة 10%. حيث أن وزن المؤسسات في المؤشر يكون وفقا لتلقيط الحوكمة وليس لرسمتها البورصية .

وإطلاق هذا المؤشر دليل على الضغط الذي يمارسه المساهمون خاصة للبحث عن خلق القيمة مع التحوط من المخاطر، كما أن إطلاق هذا المؤشر دليل على زيادة أهمية الحوكمة حتى في البيئة التي تضمن فيها التشريعات القانونية حقوق الأقلية.

IV. تلخيص نتائج الدراسة واختبار الفرضيات

لقد أثبتت الدراسة أن مؤسسات العينة بشكل عام تتبع قواعد الحوكمة المنصوص عليها في قانون Afep & Medef ، وتسعى في حالة عدم استجابتها لهذا القانون في بعض بنوده خاصة ما تعلق منه بشروط الاستقلالية للأعضاء بشرح تبريراتها كما جاء في قاعدة "Appliquer ou Expliquer". أما بشأن اختبار الفرضيات فانه تم التوصل للنتائج التلخيصية التالية:

بالنسبة للفرضية الجزئية الأولى: «هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية للشركات المدرجة في مؤشر CAC 40 مع EVA».

فقد تم نفي هذه الفرضية، 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 اللجان في المجلس و EVA ، كما أن هيكل الملكية من خلال تركيز الملكية لثلاث المساهمين الأوائل ونسبة المساهمين العمال لم يكن لها أية علاقة ذات دلالة إحصائية مع EVA. وهذه النتيجة عكسية لما توصل اليه (KOUKI MAROUAN ET DABBOUSSI MOEZ 2015) اللذين وجدوا أن تركيز الملكية كان له أثر سلبي على خلق القيمة في السياق التونسي. وبالنسبة للفرضية الجزئية الثانية: «هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية لشركات العينة مع 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 بـ Q، وفقط متغيرات الضغط المعتمدة في الدراسة ((ACT; DF; GRCA) فسرت تغيرات Q بنسبة 36%. مع وجود دلالة إحصائية للمتغيرات بدرجة ثقة 95%. أما فيما تعلق باختبار الفرضية الجزئية الثالثة: «هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بـ EVA وQ في شركات العينة خلال فترة الدراسة».

فتم اثبات أن لكفاءة نظام الحوكمة المؤسسية أثر إيجابي ودال على خلق القيمة المعبر عنها بـ EVA و Q ، لكن الأثر كان أكبر في علاقة Q بمؤشر كفاءة الحوكمة، 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.

كما أن حصر المؤسسات ذات الكفاءة التامة بين أن متوسط القيمة الاقتصادية المضافة لهذه الشركات كان 5,69% مقابل متوسط EVA لكل العينة خلال فترة الدراسة فقط 2,3% ، وهذا دليل على أهمية الحوكمة الجيدة في الرفع من

القيمة الاقتصادية المضافة، وهو ما يثبت صحة الفرضية الجزئية الرابعة : "تعتبر كفاءة الحوكمة المؤسسية أهم ضمان للمساهمين عن خلق القيمة في المؤسسة، ومؤشر عن زيادة الثقة حول استثماراتهم".

إضافة إلى أن دراسات أثبتت أن المستثمرون على استعداد لدفع علاوة في المؤسسات المحكومة جيداً، وهذا مقابل الحصول على حماية إضافية نتيجة لهذه الحوكمة الجيدة، وبالتالي فالحوكمة يمكن أن تعتبر كأداة للتحوط من المخاطر عند اتخاذ القرار.

خاتمة: هدف هذا البحث الى محاولة ربط الهدف المالي للمؤسسة وهو خلق القيمة، بالجانب التنظيمي المهيكل لهذا الهدف وهو الحوكمة المؤسسية، وذلك من خلال ارساء وتطبيق محدداتها، باعتبارها مجموعة مكنزمات واجراءات تؤطر قرارات خلق وتوزيع القيمة. 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 للمؤسسة يكون لها أثرا ايجابية على نتائجها واستمراريتها. ولقد أثبتت نتائج الدراسات التي تربط الحوكمة بالأداء عامة وبشكل خاص بخلق القيمة تباين كبير، 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 لافرازات العولمة وزيادة تفشي ظاهرة الفساد في الأعمال وانهيار شركات كبرى دورا كبيرا في زيادة أهمية الحوكمة المؤسسية والسعي لتفعيلها. وإطلاق مؤشر "CAC 40 GOVERNANCE INDEX" لدليل عملي على أهمية الحوكمة. فالشركة المحكومة جيدا تضمن أداء مقبول لأصحاب المصالح -خاصة المساهمين- وهذا موازاة مع حجم المخاطر المتحملة. كما تعطي ثقة أكثر في الأداء المستقبلي للمؤسسة. ويعتبر تعميم مبادئ الحوكمة كنتيجة للضغط الذي يمارسه المستثمرون كمحاولة لإضفاء الشفافية وزيادة روح المسؤولية خاصة لدى المسيرين من أجل العمل للمصالح 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 خاصة هي التي تسعى لتوفير لمجلس الإدارة والمسيرين التنفيذيين ما يلزم لبلوغ الأهداف المرجوة من كل أصحاب المصالح (خلق القيمة) واستغلال مختلف الموارد بكفاءة.

الجدول رقم 03: الخصائص الوصفية للعينة

	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 الباحثة بالاعتماد على Eviews 9

الجدول رقم 04 : 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 الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 9

الجدول رقم 05: 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

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
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 الباحثة بالاعتماد على Eviews 9

الجدول رقم 06: 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 الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews09

الجدول رقم 07: 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 الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews09

الجدول رقم 08: 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 الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews9

المراجع والهوامش

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 grade 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>.

³ - 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>.

⁴ -Twinkle Prusty ; Corporate Governance through the EVA Tool: A Good Corporate Performance Driver, India; Journal of Asian Business Strategy ;2013

5- 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 .

⁶ - Charreaux G ; « Finance d'entreprise » ; ed EMS ; Paris ;2000 ; P : 28- 29.

⁷ – Charreaux G,Op Cit, P:22.

- ⁸ - Black A. Wright P. Bachman J. "Gestion de la valeur actionnariaire", Dunod, Paris, 1999, P : 10.
- ⁹ - Casta J. F. Colasse B ; « Juste Valeur : Enjeux Techniques et Politiques » ;Economica ;Paris.2001 ; P : 181.
- ¹² - اسم الكاتب غير موجود، شكل التكامل العالمي، مجلة التمويل والتنمية، عدد مارس 2002، ص: 8.
- ¹¹ - Casta J. F. Colasse B. Op.cit, P:182.
- ¹² http://www.challenges.fr/tag_lexique-economique/ MAI 2017.
- ¹³ - Cobbaut R ; « Théorie Financiere » 4^{eme} ed ;Economica ;Paris ; P : 347.
- ¹⁴ -Black A. Writh P. Bachman J, Op.cit, P: 13-14.
- ¹⁵ الادبولوجية: ترتكز على أسس المعرفة الاجتماعية وفي هذا المضمون فإن مهمتها تنحصر في المحافظة على مصالح الأغلبية.
- « Dictionnaire Encyclopédique Larousse 1979 ».
- ¹⁶ - Casta J. F. Colasse B. Op.cit, P : 184.
- ¹⁷ Barneto P. Gregorio G." DSCG2 Finance. Manuel et Applications"; 3 ed; Dunod; Paris ; 2011; P210
- ¹⁸ - Black A. Writh P. Bachman J. Op.cit, P: 14.
- ¹⁹ - Jokung-Ngéna O. Arrgle J-L. Yves de Kougé, Ulaga W." Introduction au management de la valeur"; ; Dunod; Paris ; 2011 ; P : 15.
- ²⁰ - Ehbar A. "EVA: Economic Value Added" éd: Village Mondiale, Paris, 2000, P: 68-69.
- ²¹ - Jokung-Ngéna O. et autres; Op.cit, . Op.cit,P:17.
- ²² - Jokung-Ngéna O. et autres; Op.cit, . Op.cit, P: 17.
- ²³ - Jokung-Ngéna O. et autres; Op.cit, . Op.cit, P: 17.
- ²⁴ - Hirogoyen G. Caby J. "La création de valeur de l'entreprise", Economica, Paris, 2001, P : 104
- ²⁵ Ehbar A. Op.cit, P: 9.
- ²⁶ - Jokung-Ngéna O. et autres; Op.cit, P:17-18
- ²⁷ - Jokung-Ngéna O. et autres; Op.cit, P:17
- ²⁸ - Denglos G. "La création de valeur", Dunod, Paris, 2003, P : 15.
- ²⁹ - Hirogoyen G. Caby J. Op.cit, P: 15-16.
- ³⁰ Barneto P; Op.cit. ; P214
- ³¹ - Jokung-Ngéna O. et autres; Op.cit, Op.cit, P: 155.
- ³² - Ibid, P: 155-156.
- ³³ إدارة الجودة الشاملة يمكن تعريفها "طريقة لإدارة المنظمة تهدف إلى 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 الحوكمة الرشيدة ص 29.
- ³⁴ الترجمة العلمية المتفق عليها "أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة" خلال هذه الدراسة يتم اعتماد مصطلح الحوكمة المؤسسية.
- ³⁵ - Hirogoyen G. Caby J. Op.cit, P: 51.
- ³⁶ - Bessire D. Meunier J. "Conception du gouvernement des entreprises et modèles d'entreprise: Une lecture épistémologique", Finance d'entreprise, CREFIB, Op.cit, P:186.
- ³⁷ - Plusieurs auteurs "L'art de la finance", Glossaire, Financial Times Limited, Village Mondial, Paris, 1998, P : 348.
- ³⁸ - Bessire D. Meunier J. Op.cit, P:187.
- ³⁹ محمد حلي الجيلاني « الحوكمة في الشركات » ، دار الاعصار العلمي، ط1، 2015، عمان، الأردن، ص.11-14.
- ⁴⁰ Charreaux G. Wirtz P. « Gouvernance des entreprises Nouvelles perspective ;Economica ; 2006 ; P : 303 .
- ⁴¹ Charreaux G. Wirtz P. Op.cit, P:303.
- ⁴² اليات الحوكمة أو مكزمات أو أدوات الحوكمة يعنى بها نفس المصطلح وهي مايشكل نظام الحوكمة، وهي نقطة الانتقال من النظرية للتطبيق، وفيما يتعلق بالنظريات التعاقدية للمنشأة هذه الأدوات يعتمد عليها أساسا لحل مشاكل الوكالة الناشئة بين الإدارة وحملة الأسهم وبين الأقلية والأغلبية المسيطرة من حملة الأسهم .
- ⁴³ Vernimmen P; Quiry P. ; Le Fur Y. « Finance D'entreprise » ; Dalloz ; 2011 ; P 965 .

- ⁴⁴ 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).
- ⁴⁵ Louizi A.;P:16 .
- ⁴⁶ Madhar S « Corporate Gouvernance et Performance des Entreprises : Cas des Emetteurs Marocains » groupe institut superieur de commerce et d'administration des entreprises Centre des Etudes Doctorales en Gestion ; Laboratoire de Recherche en Management (LAREM) ; 2016 ; P 139.
- ⁴⁷ Alain Finet ; « Gouvernance D'entreprise nouveaux defit financier et non financier » éd de boeck ;Paris ;2009 ; P 49-50 .
- ⁴⁸ AFEP : Association Française d'Entreprise Privées ; MEDEF : Mouvement des Entreprises de France
- ⁴⁹ Edithe Ginglinger ; Quelle gouvernance pour créer de la valeur? ; Association d'économie financière ; Revue d'économie financière ; 2012/2 N° 106 ;P: 227-242 .
- ⁵⁰ www.associies-gouvernance.com/wp-content/uploads/2013/06/code_de_gouvernance_d'entreprises_Afep_Medef_juin_2013 »
- ⁵¹ 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
- ⁵² www.associies-gouvernance.com/wp-content/uploads/2013/06/code_de_gouvernance
- ⁵³ Basil Okoth&Metin Coskun ; Op Cit.
- ⁵⁴ Smahane M. . Op.cit, P 139-
- ⁵⁵ جون سوليفان واخرون تعريب سمير كمال "بحثا عن عضو جيد لمجلس الإدارة: دليل لارساء أسس حوكمة مؤسسية في القرن 21، مركز المشروعات الدولية الخاصة، ط 3 ، وم أ، 2003.
- ⁵⁶ 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
- ⁵⁷ Smahane M. Op it; P 140 .
- ⁵⁸ Smahane M. Op it; P 140 .
- ⁵⁹ Image 7 P 25
- ⁶⁰ Edithe Ginglinger ; Op it; P: 239 .
- ⁶¹ حيث يعرف 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". Op.cit, P: 53-54. Caby J. Hirogoyen G. .
- ⁶² Yves Mard, Sylvain Marsat et Fabien Roux ; « Structure de l'actionariat et performance financière de l'entreprise : le cas français » ; Revue Finance Contrôle Stratégie FCS, VOL 17 ; N° 4 ,12/2014 .
- ⁶³ Edithe Ginglinger ; Op C it; P:228 .
- ⁶⁴ Edithe Ginglinger ; Op C it; P: 228.
- ⁶⁵ idem
- ⁶⁶ idem.
- ⁶⁷ idem
- ⁶⁸ Edithe Ginglinger ; Op it; P: 232.
- ⁶⁹ Smahane M. Op it; P: 137.
- ⁷⁰ <http://www.investmenteurope.net/regions/euronext-vigeo-eiris-launch-governance-index/> ; décembre 2017.