

# دور حوكمة المؤسسات في خلق القيمة للمساهمين

## The role of corporate governance in shareholders value creation

بوزيان عثمان  
جامعة د. مولاي الطاهر سعيدة/الجزائر  
bouzianealg@yahoo.fr

بلهادف سامية<sup>1</sup>  
جامعة د. مولاي الطاهر سعيدة/الجزائر  
Belhadef-2012@hotmail.fr

تاريخ النشر: 2018/12/03

تاريخ القبول: 2018/09/12

تاريخ الاستلام: 2018/05/12

### ملخص:

تهدف هذه الدراسة لتوضيح دور حوكمة المؤسسات في خلق القيمة للمساهمين نظرا لتزايد الاهتمام بهذا الموضوع خاصة في أعقاب الإنهيارات الإقتصادية و الأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول العالم، و التي مست العديد من أسواق المال العالمية إضافة إلى اختيارات كبرى الشركات العالمية، امام الارتفاع الشديد لمخاوف اصحاب راس المال و المستثمرين مما استدعى الى ضرورة تبني مجموعة من القواعد و المعايير تحت مفهوم حوكمة المؤسسات، و التي ظهرت من أجل أن تعالج هذا المشكل الأساسي و هو ما عرف بمشكل الوكالة، من خلال توضيح المهام والمسؤوليات لكل أطراف التعامل، و تعزيز الثقة بينهم خاصة صغار المساهمين من خلال توضيح الدور الذي تلعبه حوكمة المؤسسات في خلق القيمة للمساهمين و تعظيم ثروة أصحاب رأس المال.

**الكلمات المفتاحية:** حوكمة المؤسسات، خلق القيمة، مساهمين، خلق القيمة للمساهمين.

**تصنيف JEL:** G30 ; D46

### Abstract:

This study aims at clarifying the role of corporate governance in creating value for shareholders due to the increasing interest in this subject especially in the wake of the economic collapse and financial crises witnessed by a number of countries in the world, the owners of capital and investors, which necessitated the adoption of a set of rules and standards under the concept of corporate governance, which emerged in order to address this problem, which is know as the problem of the agency, by clarifying the tasks and responsibilities of all parties to deal, and strengthen the of them especially small shareholders and to maximize the weath of the owners of capital.

**Keywords:** corporate governance , value creation, shareholders, shareholders value creation

**Classification JEL:** G30 ; D46.

**مقدمة:**

تواجه المؤسسات في الوقت الحالي العديد من الصراعات و التغيرات التي مست المجالات المختلفة لنشاطها أثناء سعيها نحو تحقيق أهدافها، الناتجة عن تعدد الأزمات المالية و الإقتصادية التي شهدتها العديد من دول آسيا و أمريكا اللاتينية و أوروبا في عقد التسعينات ليتكرر بشكل كبير بعد الأزمات المالية لسنة 2008، وكذا كثرة الفساد المالي و الإداري و التضليل و الغش في الأسواق المالية، ما نتج عنه فقدان الثقة في صحة القوائم المالية مما إستدعى ضرورة حتمية إتباع مجموعة من الإجراءات و القوانين و المبادئ ، تحت مفهوم حوكمة المؤسسات و هو الأمر الذي زاد من أهمية الحديث عنها في الشركات أو في المؤسسات المالية و أصبح تطبيقها أمر إلزاميا على كل الشركات بإختلاف أنواعها و هذا لإعتبارها وسيلة رقابية غاية في الأهمية من شأنها كشف و تجنب هذه التلاعبات و الإختلاسات، و التي تقود نحو زيادة الثقة بين المساهمين و المسيرين، و التقليل من تعارض المصالح بين كل أطراف التعامل، مما يمكننا القول أن حوكمة المؤسسات ظهرت من أجل معالجة مشكلة أساسية و هي مشكلة الوكالة مستهدفة بصفة رئيسية أصحاب رأس المال و المستثمرين بغية زيادة الثقة بين المساهمين و ضمان كل الحقوق المخولة لهم في المؤسسة، من أجل تعظيم الثروة و تحقيق العائد على المساهمين من خلال ما يسمى بخلق القيمة للمساهمين.

و عليه سيتم معالجة الإشكالية التالية: **ما مدى مساهمة حوكمة المؤسسات في خلق القيمة للمساهمين؟**

سنحاول من خلال هذه الورقة البحثية أن نستعرض حوكمة المؤسسات و خلق القيمة للمساهمين من خلال معالجة محورين أساسيين: المحور الأول: خلق القيمة للمساهمين.

المحور الثاني: أهمية حوكمة مؤسسات في خلق القيمة للمساهمين.

**أهداف الدراسة:**

تهدف من خلل هذه الورقة البحثية إلى تسليط الضوء على كل من حوكمة المؤسسات و خلق القيمة للمساهمين، من خلال توضيح الدور الفعال لحوكمة المؤسسات في هذا السياق، و بالإعتماد على مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية.

**الدراسات السابقة:**

– دراسة (MiiaMäenpää، 2016)، تحت عنوان "The Importance of Shareholder Value in Decision-Making" رسالة دكتوراه في إقتصاديات الأعمال، بجامعة العلوم التطبيقية.

تهدف هذه الدراسة الى تبين أهمية قيمة المساهمين في عملية صنع القرار، دراسة تحليلية لمؤسسات مالية، حيث تطرقت في الجانب النظري إلى النظريات التي عاجلت قيمة المساهمين من خلال تقديم رؤية واضحة للأدوات المحددة التي يمكن للإدارة العليا إستخدامها، كما تطرقت إلى حوكمة المؤسسات من خلال توضيح القواعد التي إرتكزت عليها هذه الأخيرة في خلق القيمة للمساهمين، أما الجانب التطبيقي فقد تم الإستعانة بإستبيان مع طرح أسئلة مفتوحة من القطاع المالي.

–دراسة (جهاد خليل الوزير، 2007)، تحت عنوان " دور الحوكمة في تمكين المساهمين و المستثمرين، و إستقرار الأسواق المالية" مداخله مقدمة إلى الملتقى السنوي لسوق رأس المال الفلسطيني.

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح الآثار التي تنتج عن تحسين جودة حوكمة الشركات على حماية و تعزيز ثقتهم بالإستثمار في الأسواق المالية، كما عملت على مراجعة أثر جودة الحوكمة على كل من الإستقرار المالي و السلامة المالية، كما أشارت الدراسة أيضا إلى أن

الحكومة قد تكون أكثر أهمية بالنسبة للدول النامية ذات الموارد المحدودة، بسبب إرتباط ذلك بالقدرة على إجتذاب الإستثمارات الأجنبية الضرورية للتنمية.

### المحور الأول: خلق القيمة للمساهمين:

قبل التطرق إلى مفهوم خلق القيمة للمساهمين و لابد منا التوجه نحو تعريف القيمة أولاً، و توضيح أبرز أنواعها، ثم التطرق إلى كل من تعظيم قيمة المساهمين و أهمية قياسها.

**أولاً: مفهوم خلق القيمة** إن مصطلح خلق القيمة عرف بداية واضحة في الإقتصاد ثم في كل من النظريات المالية و المحاسبية تحت إفتراضية تمتع السوق بالمنافسة التامة،<sup>1</sup> كما أن مفهوم خلق القيمة في حد ذاته يطرح لنا مصطلح آخر و هو التعظيم، في حين بات هذان المصطلحان يقودان نحو تحقيق نفس الغاية و هي الثروة بمعنى أن خلق القيمة يقود نحو خلق الثروة، بحيث لا يمكن تحديد تعريفا لخلق القيمة إلا من خلال طرح التساؤل التالي: إلى من تعود خلق القيمة؟ و بمعنى أدق من المستفيد من خلق القيمة؟ فحسب الدراسات الأدبية يعود موضوع معالجة خلق القيمة إلى مالية المؤسسة،<sup>2</sup> و إعتبرها كأداة لتخفيض تكاليف الوكالة و ضمان توزيع أفضل لرأس المال.<sup>3</sup>

أما بالنسبة للمستشارين Brechett et Desreumaux فإن موضوع خلق القيمة يعد من بين أبرز المواضيع ذات الإهتمام المتزايد من قبل الإدارة الإستراتيجية خصوصا و في كل مجالات التسيير عموما، إلا و أنه بالرغم من الجهود المبذولة في هذا المجال يبقى مفهوم خلق القيمة من بين أعقد المفاهيم التي يصعب تحديدها و هذا راجع لتعدد الرؤى و المقاربات المختلفة دون إيجاد مفهوم موحد يضم كل المقاربات،<sup>4</sup> و هو ما يمكن توضيحه من خلال ما يلي:

#### جدول رقم(01) : جدول تلخيصي يبين عناصر خلق القيمة

خلق القيمة للموردين	خلق القيمة للزبائن		خلق القيمة للعاملين
	قيمة سوقية		
خلق القيمة الاجتماعية	قيمة محاسبية	خلق القيمة للمساهمين	خلق القيمة للشركاء

Source:Cristian Hoarau, Robert Teller, « *Création de valeur et management de l'entreprise* »,édition Vuibert,2001. p 9.

نلاحظ من خلال الجدول الموضح، أعلاه ان الباحثين ركزوا على خمسة أنواع لخلق القيمة و التي تستهدف كل الأطراف الداخلية والخارجية التي لها تأثير بصفة مباشر بالمؤسسة ( العمال-المساهمين-الزبائن- الموردين- أصحاب المصلحة- و المجتمع)، بهدف تعظيم كل من القيمة السوقية للمؤسسة و القيمة المحاسبية، هذا من جهة و ربط خلق القيمة بشكل أساسي بالزبائن من جهة أخرى، بإعتبار الزبون العنصر فعال في إنشاء و خلق القيمة للمؤسسة، فكلما حققت المؤسسة رضا الزبون، تم تحقيق خلق القيمة، و في هذا السياق يمكن تعريف خلق القيمة على أنها " وسيلة لتحسين الكفاءة عن طريق التحكم في التكاليف، و تحسين الفعالية عن طريق إرضاء الزبائن".<sup>5</sup>

كما يمكن أن تنتج خلق القيمة عند قدرة الشركة على القيام باستثمار واحد أو أكثر تكون نسبة عائدها أكبر من معدل العائد المطلوب (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) مع مراعاة مخاطر الاستثمار.<sup>6</sup>

## ثانياً: مفهوم خلق القيمة للمساهمين

مفهوم خلق القيمة للمساهمين هو مفهوم قريب من خلق القيمة، إلا أنه يتميز عنه كون هذا الأخير يخصص القيمة التي ينبغي إنشاؤها حصرياً للمساهمين فقط، وليس لصالح جميع موردي المؤسسة بالأموال.<sup>7</sup> كما حظي مفهوم "خلق القيمة للمساهمين" أو القيمة المضافة للمساهمين (SVA)، بتدعيم أغلبية كبيرة من الإقتصاديين. وقد تم تطوير هذا النهج من قبل ألفريد رابابورت Alfred Rappaport في الثمانينات، ويمكن إستخدامه لتقدير القيمة التي تم إنشائها للمساهمين أو استخدامها كأساس لصياغة وتقييم القرارات الاستراتيجية.<sup>8</sup>

و في هذا الصدد، ذكر Pablo Fernandez et Alvaro Villanueva (2004)، أن هناك خلق قيمة للمساهم عندما تتجاوز عوائد المساهمين تكلفة الأسهم (العائد على حقوق الملكية).<sup>9</sup> كما تعرف أيضاً على "أنها مجموعة من العلاقات بين المديرين التنفيذيين للمؤسسات المدرجة في البورصة، و مجالس الإدارة و البورصات التي توظف المساهمين"<sup>10</sup>، كما تعرف أيضاً "بأنها القيمة التي تخلقها الشركة لمساهميها"<sup>11</sup>، بمعنى أنه ينبغي على الشركة أن تقوم بتعظيم أرباحها من أجل تلبية إحتياجات و توقعات مساهميها، و تستند هذه الرؤية لخلق القيمة على عدة إفتراضات خصوصاً تلك المتعلقة بالعقلانية الكاملة للأفراد و عدم تماثل المعلومات، و تضارب المصالح، في حين أن بعض هذه الإفتراضات توجه إلى النظرية التعاقدية.<sup>12</sup>

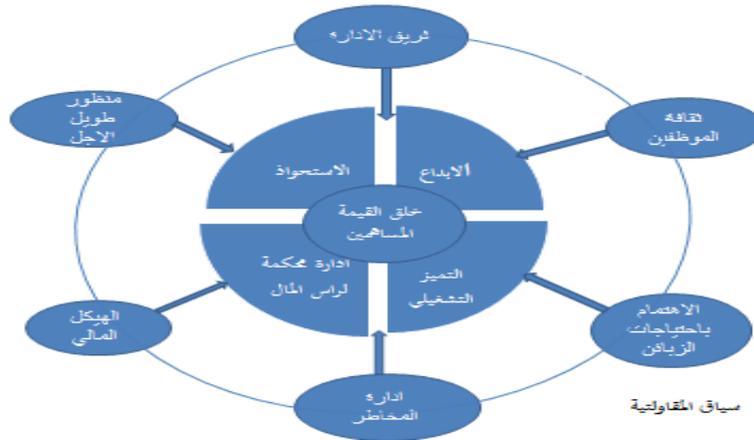
ووفقاً للمعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA)، يتم إنشاء القيمة عندما تنتج الإدارة إيرادات تتجاوز التكاليف الإقتصادية الناتجة عن هذه الإيرادات، والتي تأتي من أربعة مصادر: الأجور، المواد، الخام، استهلاك الأصول المادية والضرائب وتكلفة رأس المال يتم إنشاء هذه القيمة فقط من قبل مساهمي الشركة لأنهم أصحاب العقارات الحقيقية، فوق تكلفة الموارد المستهلكة، بما في ذلك تكلفة رأس المال.

(American Institute of Certified Public Accountants)، و من جانب آخر تطرق Howard E. Johnson لخلق القيمة للمساهمين من منظور المفاوضية و حدد من خلال الشكل رقم(2): أهم العناصر الواجب توفرها ضمن هذا السياق من أجل زيادة فرص النجاح و هي كالتالي:<sup>13</sup>

- فريق إدارة قوي يعزز التواصل المفتوح و المتكرر.
- ثقافة تنظيمية يدعمها موظفون متحمسون.
- الإهتمام بإحتياجات العملاء.
- هيكل مالي يستخدم القليل من الاقتراض.
- تصميم تدريجي لإدارة المخاطر.
- وجهة نظر طويلة الأجل لخلق القيمة للمساهم.

كما أن إنشاء سياق ريادة الأعمال يسمح لهذه المنظمات بتنفيذ إستراتيجياتها التشغيلية الأساسية من خلال: عمليات الإستحواذ، وإدارة محكمة لرأس المال، و التميز التشغيلي و الإبداع، و التي تقود المنظمة نحو توليد عائد مرتفع بالنسبة لرأس المال المستثمر، وهو أمر ضروري لخلق القيمة للمساهمين.

## الشكل رقم(01) : عناصر خلق القيمة للمساهمين



Source :Howard E. Johnson, Stratégies de création de valeur pour l'actionnaire dans un contexte de faible croissance, p5.

## ثالثا: تعظيم قيمة المساهمين

إن النظر لخلق القيمة من المنظور المالي للمؤسسة، يستدعي بالدرجة الأولى نحو خلق القيمة المالية للمساهمين، و هو الهدف الذي يسعى المدير التنفيذي لتحقيقه من أجل تعظيم ثروة المساهمين عن طريق خلق القيمة، مما يستهدف تعظيم العائد على رؤوس الاموال<sup>14</sup>، بحيث أصبحت زيادة قيمة المساهمين جزءا مهما من الناحية الإستراتيجية في عملية صنع القرار. و في الآونة الأخيرة، بدأت العديد من الشركات لتنفيذ مبادئ قيمة المساهمين من تطوير الإستراتيجية إلى قياس الأداء ويتم تنفيذ هذه المبادئ في جميع وحدات الأعمال في الشركة، كما أظهرت الدراسات الاستقصائية الأخيرة أن العديد من الشركات العامة والخاصة لها مصالح قوية في إدارة القيمة. ويظهر ذلك كيف أن قيمة المساهمين أصبحت أكثر أهمية بالنسبة للإدارة العليا للنظر فيها كجزء من إستراتيجيتها و ذلك عند استخدام قيمة المساهمين في التقييمات الإستراتيجية للخطط المستقبلية<sup>15</sup>.

كما أن تعظيم القيمة للمساهمين تكون من خلال خلق المؤسسة لأداء فعال، و الإحتفاظ بقوة عاملة محفزة، وتركيز مكثف على تقديم فوائد لجميع المساهمين، هذا من جهة، و تبني قيمة المساهمين كجزء من الأهداف الحاكمة من جهة أخرى، و للقيام بذلك، تضيف الشركة تلقائيا قيمة المساهمين كمعايير للتخطيط الاستراتيجي وصنع القرار، و لكي تتمكن الشركة من تحقيق أقصى قدر من القيمة للمساهمين، فإنها تتطلب من الشركة إجراء بحث مستمر عن إستراتيجيات الشركات والأعمال التي من شأنها أن تخلق أكبر مساهمة للمساهمين.<sup>16</sup>

## جدول رقم(02) : أسباب نمو قيمة المساهمين

السبب الأول	التنمية المالية
السبب الثاني	التنمية السياسية والتغيرات في البيئة.
السبب الثالث	الأسباب الاقتصادية والمتعلقة بالتغيرات في هيكل الاقتصاد
السبب الرابع	المقارنة الدولية للأداء الاقتصادي.
السبب الخامس	تدويل تدفقات رأس المال
السبب السادس	التخصص الأكاديمي و تزايد شعبية نظرية الاختيار الاجتماعي العقلاني.

Source :Roderick Martin; Peter Casson; Tahir M Nisar(2007), Investor engagement : investors and management practice undershared value, Oxford University Press, New York.

بإختصار، تعظيم القيمة هو مستوى أعلى بكثير من الأداء و هو يدفع بالمؤسسة نحو تركيز جهودها لإيجاد أفضل طريقة ممكنة لتشغيل المؤسسة، و في هذا السياق تم تحويل هذا الهدف ( تعظيم قيمة المساهمين) من قبل العديد من الأوائل لتعظيم قيمة المساهمين، الى مقياس أداء واضح للمساهمين يسمى العائد الاجمالي للمساهمين (TSR).

#### رابعاً: قياس خلق القيمة للمساهمين

حسب Gillet et Levasseur يرتبط قياس خلق القيمة للمساهمين بشكل وثيق بالمحاسبة و التي تقدم في أغلب الحالات الدعم الأساسي للمحلل المالي، من خلال ما يعرف بالقيمة السوقية المضافة MAV، و القيمة الاقتصادية المضافة EVA، إلى جانب كل من بيانات السوق المالي و عناصر من حسابات المؤسسة.<sup>17</sup>

#### ➤ القيمة الاقتصادية المضافة EVA :

نموذج EVA يشكل نقطة أساسية بالنسبة لكل من خلق القيمة للمساهمين و تقنية تقييم المؤسسة، و يقترح هذا النموذج من قبل J.M. Stern et G.B Stewart اللذان تطرقا لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة و تم تعريفها بأنها مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي، حيث يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت و هو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب و تكلفة رأس المال المستثمر، التي تحسب عن طريق المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC. وللقيام بذلك، يجب تحديد ثلاثة عناصر:

- ربطا تحديد مفهومها ، بتحديد ثلاثة عناصر أساسية و هي:
- تكلفة رأس المال، أي تكلفة الأموال المتاحة للشركة؛
- إيرادات التشغيل، أي صافي إيرادات التشغيل قبل احتساب المصاريف المالية؛
- مبلغ رأس المال المستثمر.<sup>18</sup>

و يتم حساب هذا المؤشر وفقا لعلاقة التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة = ( معدل العائد على رأس المال المستثمر - معدل تكلفة رأس المال) × رأس المال المستثمر.

و يمكن توضيحها من خلال العلاقة التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة - ( تكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر). و على خلاف المؤشرات التقليدية للربحية مثل: دوران أو صافي الدخل، فإن نظام القيمة المضافة يأخذ في الاعتبار تكاليف الموارد المخصصة ، بالإضافة إلى الإيرادات، لتحقيق هذه النتائج، و التي تقترب من مفهوم الأداء، فهي لا تقتصر فقط على ربحية الاستثمارات ولكن أيضا الاستفادة المثلى من استخدام الموارد.

وفقا لموريس وآخرون (2009)، "تقدم EVA نفسها (...). كأداة رمزية، والتي تهدف إلى تقديم حوافز للمديرين بما يتلاءم مع خلق قيمة المساهمين".<sup>19</sup>

#### ➤ القيمة السوقية المضافة:

تعرف القيمة السوقية المضافة بأنها الفرق بين القيمة السوقية و القيمة التاريخية لرأس المال المستخدم و تعكس القيمة السوقية المضافة الثروة التي تم إنشاؤها و التي تراكمت من قبل الشركة منذ إنشائها<sup>20</sup>، فهي توضح مقدار الثروة التي تم توليدها من رأس المال. بحيث إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة EVA تحسب لكل فترة (سنة)، فإن القيمة السوقية المضافة تحسب لمجموعة من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم و ذلك كما يلي:

حيث:

$$EVA_t = (ret - k_t) \times C_t$$

Ct: مبلغ رأس المال المستثمر في الفترة t .

Ret: معدل المردودية الاقتصادية لرأس المال المستثمر في الفترة t

Kt: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال في فترة t.

### المحور الثاني: أهمية حوكمة لمؤسسات في خلق القيمة للمساهمين

من أوائل من إهتم بموضوع حوكمة المؤسسات هي منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية (OCDE) التي قدمت أول تعريف لها عام 1999 بأنها " ذلك النظام الذي يوضح كيفية إدارة منشآت الأعمال المالية والرقابة عليها " كما كانت السابقة أيضا في وضع مبادئ الحوكمة سنة 1999 حيث غطت بذلك خمسة مجالات أساسية، و التي عدلتها سنة 2004 لتضم ستة مبادئ تهدف أساسا لتحسين الإطار القانوني و المؤسسي و التشريعي لإدارة الشركات فيها.

و لهذا يمكن القول بأن الحوكمة تعد عملية إدارية تمارسها سلطة الإدارة الاشرافية سواء داخل المؤسسات أو خارجها، و هي عملية متعددة المراحل و الأبعاد تهدف إلى ترشيد إدارة المؤسسات، و ضمان حقوق الأطراف، و تحقيق عوامل الثقة في البيانات و المعلومات التي يتم نشرها، و هي عملية تتم من خلال مجموعة من القواعد و النظم و الترتيبات لتوجه و تحكم أداء العمل، و الوفاء بالتعهدات و الالتزامات بشكل سليم، يلتزم به الجميع.

و لربط العلاقة بين حوكمة المؤسسات و قيمة المساهمين لابد للتطرق إلى نشأتها و التي تخص بالذكر كل من مشكل الوكالة و تضارب المصالح بين المساهمين و المديرين التنفيذيين، و هذا حسب كل من (Jensen and Meckling) سنة 1976، و بالأخص عندما تحول هدف المسير من خدمة الصالح العام و أصحاب رؤوس الأموال، إلى خدمة مصلحته الشخصية و تحقيق أقصى قدر ممكن من الفوائد، و هو ما نادى بالمساهمين بضرورة إستحداث آليات و أداة من شأنها الحد من سيطرة المسيرين التي تقود نحو تظليل الفوائد بحجة توسيع المشاريع الاستثمارية، و كذا من شأنها تسوية النزاعات بين كل من الاصيل و الوكيل، و في هذا السياق برزت حوكمة المؤسسات على نطاق واسع و بالخصوص في كبرى الشركات، تهدف بالدرجة الأولى نحو ضمان حقوق المساهمين و العدالة في التعامل بينهم و تعزيز ثقة صغار المساهمين فيما يخص التوظيف الأمثل للأموال و كذا إمكانية الحصول على التعويضات في حالة الإنتهاك لحقوق، كما ان أغلب الدراسات السابقة توضح أنه لا يمكن إستخدام مصطلح قيمة المساهمين بشكل منعزل عن حوكمة المؤسسات و ينبغي الربط بينهما في كل الحالات بهدف تدعيم نظام المؤسسة، و حتى يتم التوظيف الصحيح لحقوق المساهمين و حماية كل المستثمرين و أصحاب رؤوس الاموال و على هذا الأساس فإن إنشاء المؤسسة لقيمة المساهمين بالإعتماد على حوكمة المؤسسات يتضمن أربعة عناصر ذات صلة مباشرة بمشاركة المستثمرين و هي:<sup>21</sup>

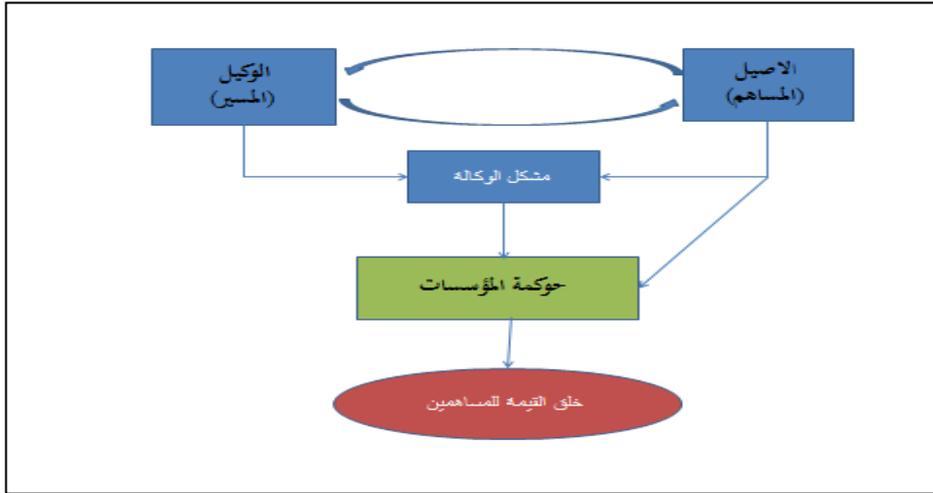
العنصر الأول: تعريف و تحديد مصالح و مبادئ وكلاءها.

العنصر الثاني: إنشاء آليات لرصد أداء المدير التنفيذي و ضبط أي إختلاس محتمل.

العنصر الثالث: صب الإهتمام بين كل من الاصيل و الوكيل و تحقيق التوافق بينهما.

و يمكن توضيح العلاقة بين حوكمة المؤسسات و خلق القيمة للمساهمين من خلال الشكل الموضح أدناه:

## الشكل رقم(02) : خلق القيمة للمساهمين باعتبار حوكمة المؤسسات



المصدر: من إعداد الباحثين.

أما بالنسبة لمبادئ حوكمة المؤسسات فقد كانت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) السابقة أيضا في وضع مبادئ الحوكمة سنة 1999 حيث غطت بذلك خمسة مجالات أساسية، و التي عدلتها سنة 2004 لتضم ستة مبادئ تهدف أساسا لتحسين الإطار القانوني و المؤسسي و التشريعي لإدارة الشركات فيها و هي موضح كالتالي:

### المبدأ الأول: حقوق المساهمين<sup>22</sup>

ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات حماية حقوق المساهمين:

1. تشمل الحقوق الأساسية للمساهمين على ما يلي:

1. تأمين أساليب تسجيل الملكية،
2. نقل أو تحويل ملكية الأسهم،
3. الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة في الوقت المناسب و بصفة منتظمة،
4. المشاركة و التصويت في الإجماعات العامة للمساهمين،
5. انتخاب أعضاء مجلس الإدارة،
6. الحصول على حصص من أرباح الشركة.

ب. للمساهمين الحق في المشاركة، و في الحصول على معلومات كافية عن القرارات المتصلة بالتغيرات الأساسية في الشركة، و من بينها:

1. التعديلات في النظام الأساسي أو في مواد الشركة أو في غيرها من الوثائق الأساسية للشركة،
2. طرح أسهم إضافية،
3. أية تعاملات مالية غير عادية قد تسفر عن بيع الشركة.

ت. ينبغي أن تتاح للمساهمين فرصة المشاركة الفعالة و التصويت في الإجماعات العامة للمساهمين، كما ينبغي إحاطتهم علما بالقواعد التي تحكم إجتماعات المساهمين، و من بينها قواعد التصويت:

1. يتعين تزويد المساهمين بالمعلومات الكافية في التوقيت المناسب، بشأن تواريخ و أماكن و جداول أعمال الاجتماعات العامة، بالإضافة إلى توفير المعلومات الكاملة في التوقيت الملائم بشأن المسائل التي يستهدف إتخاذ قرارات بشأنها خلال الاجتماعات.
  2. يجب إتاحة الفرصة للمساهمين لتوجيه أسئلة الى مجلس الإدارة و لإضافة موضوعات إلى جداول أعمال الاجتماعات العامة، على أن توضع حدود معقولة لذلك.
  3. ينبغي أن يتمكن المساهمون من التصويت بصفة شخصية أو بالإنابة، كما يجب أن يعطي نفس الوزن للأصوات المختلفة، سواء كانت حضوراً أو بالإنابة.
- ث. يتعين الإفصاح عن الهياكل و الترتيبات الرأسمالية التي تمكن اعداد معينة من المساهمين ممارسة درجة من الرقابة لا تتناسب مع حقوق الملكية التي يجوزونها.
- ج. ينبغي السماح لأسواق الرقابة على الشركات بالعمل على نحو فعال و يتسم بالشفافية.

1. يجب ضمان الصياغة الواضحة و الإفصاح عن القواعد و الاجراءات التي تحكم حيازة حقوق الرقابة على الشركات في أسواق راس المال، و يصدق ذلك أيضا على التعديلات غير العادية، مثل عمليات الإندماج و بيع نسب كبيرة من أصول الشركة، بحيث يتسنى للمستثمرين فهم حقوقهم و التعرف على المسارات المتاحة لهم، كما أن التعاملات المالية ينبغي أن تجرى بأسعار مفسح عنها، و أن تتم في ظل ظروف عادلة يكون من شأنها حماية حقوق كافة المساهمين و وفقا لفتايم المختلفة.

2. يجب ألا تستخدم الآليات المضادة للإستحواذ لتحسين الادارة التنفيذية ضد المساءلة.

ح. ينبغي أن يأخذ المساهمون و من بينهم المستثمرون المؤسسيين في الحسبان، التكاليف و المنافع المقترنة بممارستهم لحقوقهم في التصويت.

### المبدأ الثاني، المعاملة المتكافئة للمساهمين:<sup>23</sup>

يجب أن يكفل إطار حوكمة الشركات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين، و من بينهم صغار المساهمين و المساهمين الأجانب. كما ينبغي أن تتاح لكافة المساهمين فرصة الحصول على تعويض فعلي في حالة إنتهاك حقوقهم.

ا. يجب أن يعامل المساهمون المنتمون إلى نفس الفئة معاملة متكافئة.

1. ينبغي أن يكون للمساهمين داخل كل فئة نفس حقوق التصويت.

فكافة المساهمون يجب أن يتمكنوا من الحصول على المعلومات المتصلة بحقوق التصويت الممنوحة لكل من فئات المساهمين و ذلك قبل قيامهم بشراء الأسهم كما يجب أن تكون أية تغييرات مفتوحة في حقوق التصويت موصفا لعملية تصويت من جانب المساهمين.

2. يجب أن يتم التصويت بواسطة الأمانة أو المفوضين بطريقة متفق عليها مع أصحاب الاسهم.

3. ينبغي أن تكفل العمليات و الإجراءات المتصلة بالاجتماعات العامة للمساهمين المعاملة المتكافئة لكافة المساهمين، كما يجب ألا تسفر إجراءات الشركة عن صعوبة أو عن إرتفاع في تكلفة عملية التصويت.

ب. يجب منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح أو الشفافية.

ت. ينبغي أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بسائل تملكها الشركة.

و هو ما يستدعي القول أن حوكمة المؤسسات قد تطرقت لمبدأ قيمة المساهمين من خلال مجموعة من القواعد الأساسية التالية:<sup>24</sup>

- تعظيم القيمة للمساهمين هو الهدف الاجتماعي الصحيح للشركات لأنه يعادل تعظيم الثروة الإجمالية التي يتم إنشاؤها من قبل شركة.
- الأسواق المالية تقوم بعمل جيد لتقييم القيمة الحقيقية للأوراق المالية مثل: الأسهم العادية. و بالتالي فإن أداء سعر السهم هو أفضل مقياس للقيمة التي يتم إنشاؤها للمساهمين.
- إن تعظيم قيمة الأسهم يساعد على انضباط المديرين لأنه ينطوي على مساءلتهم عن مقياس واحد، من الناحية النظرية، هو النظر إلى الأمام. بحيث ان إدخال مقاييس أخرى من شأنها أن تخلط بين الأمور وتسهل على المديرين استخدام مواقفهم لدفع مصالحهم الخاصة بدلا من مصالح المساهمين.
- المسكرون و المدراء التنفيذيون يقومون بعمل أفضل لتعظيم القيمة السوقية إذا أعطيت لهم حوافز ريفية المستوى في شكل حزم تعويض مرتبطة بأداء سعر السهم، مثل خيارات الأسهم. stock-options.
- ولكي يعمل الانضباط الكامل للأسواق المالية، يجب أن يكون للمستثمرين الخارجيين الحرية في الرقابة على عمليات الشراء المعادية في الشركة، وينبغي ألا يكون المسكرون و المدراء التنفيذيون قادرين على ترسيخ أنفسهم من خلال وضع حواجز لا يمكن اختراقها أمام هذه من خلال وضع حواجز لا يمكن اختراقها أمام هذه المعاملات.

#### الخاتمة:

تعتبر خلق القيمة للمساهمين هي من أبرز أهداف و إهتمامات حوكمة المؤسسات منذ نشأتها و ظهورها إلى حد الساعة، تحت مفهوم تحقيق المصلحة الخاصة تؤدي بالضرورة إلى تحقيق المنفعة العامة أي تحقيق مصلحة كل أطراف التعامل، فالحوكمة المؤسسية تمثل الممارسة الرشيدة لسلطات الإدارة من خلال التركيز على القوانين و التنظيمات و قواعد السلوك المهنية و التي تحدد العلاقة بين مجالس إدارة الشركات من ناحية و أصحاب المصلحة من ناحية أخرى، و التي تصب نحو تعظيم ثروة أصحاب رأس المال و المستثمرين، كما يتضح من خلال ما سبق ذكره أن حوكمة المؤسسات أولت إهتماما بالغا بالمساهمين و عملت على رد الإعتبار لهم خاصة بعد الأزمات التي شهدتها كبرى المؤسسات، و هو ما عرف بأزمة الثقة، لتصبح الحوكمة بعد ذلك تمثل محل جذب و إستقطاب للمستثمرين:

و تتلخص أهم النتائج التي خلصت إليها الأدبيات التي تم التطرق إليها من خلال إعداد هذه الورقة بمايلي:

- خلق القيمة للمساهمين تعتبر الأساس الذي قامت من أجله حوكمة المؤسسات، من خلال تخفيض من مشكل الوكالة و تعارض المصالح بين الأصيل و الوكيل.
- تكفلت حوكمة المؤسسات من خلال مبادئها بالمساهمين و اولت لهم عناية خاصة شملت كل التفاصيل ذات العلاقة بهم.
- عملت الحوكمة على رد الاعتبار لأصحاب رأس المال بعد أزمة الثقة التي شهدتها عالم الاعمال، عند إنحيار كبرى المؤسسات العالمية، ما أدى إلى تعدد الأزمات الناتجة عن تفشي ظاهرة الفساد المالي و الإداري.
- إهتمت حوكمة المؤسسات بكل المساهمين بشكل عام، و صغار المساهمين بشكل خاص، تحت مبدأ المعاملة العادلة و المتساوية بين المساهمين ما يزيد من تعظيم ثروتهم.

- توفر حوكمة المؤسسات مستويات عالية من الإفصاح و الشفافية في التقارير المالية، مما يساعد المستثمرين في توظيف أموالهم بعيد عن المخاوف و التظليل.
- من بين أهم قواعد حوكمة المؤسسات أنها تضم قواعد للسلوك المهني للمديرين و العاملين في المؤسسة بما يتوافق مع معايير المهنية و الأخلاقية السليمة، و التي تعتبر نقطة مهمة في خلق القيمة للمساهمين.
- حسب تقارير و دراسات عديدة تم توضيح أن المؤسسات التي تطبق نظام الحوكمة، تعتبر نقاط جذب للمستثمرين، مما يعزز ثقتهم في المؤسسة.
- موضوع خلق القيمة للمساهمين قد حظي إهتمام كبير من قبل حوكمة المؤسسات و هذا ما تم التماسه من خلال تخصيص لهم مبدئين من أصل ستة مبادئ حسب ما جاءت به منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية OCED، و هو ما يوضح المكانة التي قدمتها حوكمة المؤسسات للمساهمين من أجل خلق القيمة و تعظيم العائد على المساهمين، بإعتبارهم الأصل العام الذي يمكن الرجوع إليهم في كل الحالات التي يمكن أن تواجه المؤسسة سواء داخليا أو خارجيا.

### الإحالات و المراجع :

1. Caby, J., Hirigoyen, G. (2005). Création de valeur et gouvernance de l'entreprise. 3e éd., Paris :Economica.
2. Fligstein Neil,(2001), Le mythe du marché. In: Actes de la recherche en sciences sociales. Vol. 139, L'exception américaine(2) pp. 3-12. P.4
3. Malek saïhi, (2009), la pertinence de la création de valeur dans l'explication de la valeur de marché de la firme , Revue sciences de gestion n° 74, P45 à P64 ? P46.
4. Brechet, Desreumaux,(1998), valeur marché et organisation , Actes des XIVE Journées nationales des IAE, Nantes, tome 1, Coordonnateur, Jean-Pierre Brechet.
5. Jaunet. P, la création de valeur: approche financière ou managériale , www.memoireonline.com/.../m\_managementvaleur-financiere-approche-necessaire-demarche-strategique16.htm, vu le 15-09-2017, 20 :45.
6. Philippe DANJOU,(2012),Système Financier Et Création,Revue d'économie financière, No. 106, DEVALEUR, pp. 205-225, Association d'économie financière, <http://www.jstor.org/stable/42904892>, Accessed: 12-01-2017 16:45 UTC, p208.
7. Ibid, p208.
8. DankaStarovic, Stuart Cooper, Matt Davis (2004), MaximisingShareholder Value Achievingclarity in decision-making, The Chartered Institute of Management Accountants, P10.
9. Pablo Fernandez et Alvaro villanueva (2004), shareholder value creation in Europe EUROSTOXX 50, workingpaper, P1.
10. FligsteinNeil.Op. Cit, P.4
11. MiiaMäenpää,(2016),The Importance of Shareholder Value in Decision-Making, Rosmeriany Nahan-Suomela.p15
12. Howard E. Johnson, Stratégies de création de valeur pour l'actionnaire dans un contexte de faible croissance, P6.
13. Ibid, p5.
14. Fligstein Neil, Op. Cit, P.4
15. MiiaMäenpää, Op. Cit p15.
16. Ibid, P17.
17. Gillet, R., Levasseur, M., (2000), Finance et comptabilité. In Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit,(Colasse, B., ed). Paris: Economica, 701-717.P715.
18. Fateh Saci.La création de valeur des alliances stratégiques et fusions-acquisitions : justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière. Cas des sociétés du SBF 250, Thèse de doctorat en Sciences de gestion, Université Nice Sophia Antipolis, 2013. Français. P101.
19. Mottis N. et Ponsard J. P. (2009), Création de valeur, 10 ans après...,Revue Française de Gestion, n°198-199, pp. 209-226
20. Ben moussa f., Gouvernance et création de valeur, Mémoire présenté pour l'obtention du diplôme de mastère en gestion des organisations, option : Finance, Ecole Supérieure De Commerce De Tunis, 2005.
21. MiiaMäenpää, Op. Cit16.
22. OECD Principles and Annotations on CorporateGovernance, Arabic translation, p5.
23. Ibid, p8.
24. Blair, Margaret M., (2003), Shareholder Value, CorporateGovernance and Corporate Performance: A Post-Enron Reassessment of the Conventional Wisdom. CORPORATE GOVERNANCE AND CAPITAL FLOWS IN A GLOBAL ECONOMY, Peter K. Cornelius and Bruce Kogut, eds., Oxford UniversityPress, P56.