

حوكمة الشركات وتأثيرها في جذب الاستثمارات الأجنبية للأسواق الناشئة

(الهند والصين نموذجا)

Corporate governance and its impact on attracting foreign investments to emerging markets : India and China as an example

الدكتور محمد أحمد عبد الخالق سلام⁽¹⁾

أستاذ القانون التجاري المساعد - كلية العلوم والدراسات النظرية

الجامعة السعودية الإلكترونية (السعودية)

m.sallam@seu.edu.sa

تاريخ النشر
04 أبريل 2024

تاريخ القبول:
26 مارس 2024

تاريخ الارسال:
17 مارس 2024

الملخص:

يُعتبر الاستثمار بشكل عام جزءاً من الاقتصاد الذي كان سبباً في تقدم ورقي المجتمعات. ويقصد بالاستثمار الإنفاق على شراء أصول جديدة، التي تمثل إضافة حقيقية جديدة إلى ثروة المجتمع. وعلى ذلك يمكن تقسيم الاستثمار إلى الاستثمار المحلي والاستثمار الاجنبي. كما أن المضردات الاقتصادية قد توصلت إلى أن ما يلعب دوراً في نظر المستثمرين على نطاق واسع بشأن قرارات الاستثمار بالأسواق الناشئة (الهند والصين نموذجا)، هو مستوى ونوعية الحوكمة المطبقة في تلك الأسواق، وأن المستثمرين المحتملين الاستثمار في هذه الأسواق مهتمين جداً بموضوع حوكمة الشركات.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، الاستثمار الأجنبي، الأسواق الناشئة.

Abstract :

Investment is generally considered a part of the economy that has contributed to the progress and prosperity of societies. Investment means spending on purchasing new assets, which represent a new real addition to society's wealth. Therefore, investment can be divided into local investment and foreign investment. Economic vocabulary has also found that what plays a role in the eyes of investors on a large scale regarding investment decisions in emerging markets (India and China as an example) is the level and quality of governance applied in those markets, and that potential investors investing in these markets are very interested in the issue of corporate governance.

key words: Corporate governance, foreign investment, emerging markets.



مقدمة:

إن حوكمة الشركات (Corporate Governance) أضحت تحتل أهمية كبيرة في ظل ما يشهده العالم اليوم من التحول إلى النظام الاقتصادي الرأسمالي، والذي تلعب فيه الشركات الخاصة دوراً كبيراً ومؤثراً، بل هي بالفعل ركيزته الأساسية، وبما يردف ذلك من ضرورة مراقبة عمل هذه الشركات وتقويمها، بل يجب تفعيل دور حوكمة الشركات على صعيد شركات القطاع العام وشركات قطاع الأعمال العام أيضاً.

كما أن الأزمات المالية الأخيرة التي تبناها الفساد وسوء الإدارة داخل الشركات أدت إلى أن تصبح عملية جذب المستويات الكافية من رأس المال تتسم بقدر كبير من التحديات، وقد أصبحت الشركات والمؤسسات الاستثمارية قبل الالتزام بأي قدر من التمويل من جانبهم في الشركات، يطلبون من هذه الأخيرة الأدلة والبراهين على أنها تجري إدارتها وفقاً للممارسات السليمة والرشيده للأعمال (تطبيق مبادئ حوكمة الشركات) التي تؤدي إلى تقليل أوجه الفساد وسوء الإدارة إلى أقل حد ممكن.

كما أن لحوكمة الشركات دور جد رئيسي في جذب الاستثمارات الأجنبية داخل أي دولة، وبخاصة في الدول ذات الاقتصاديات الناشئة والتي هي في أمس الحاجة إلى تلك الاستثمارات لإنشاء وتطوير البنية التحتية لها، كما أن تطبيق مبادئ حوكمة الشركات تعمل على استقرار الأسواق المالية خاصة في الدول ذات الاقتصاديات الناشئة أو البازغة، كما أنها تساعد على التميز والتقدم في مجال الأعمال. وبناء على ذلك فقد أصبحت الآن حوكمة الشركات عنصراً مهماً جداً في تحقيق التنمية كونها ترتبط ارتباطاً وثيقاً بزيادة الإنتاجية وتدعم معدلات النمو الاقتصادي للدول على المدى الطويل. ويمكن القول في جملة واحد بأن مستقبل النمو في الأسواق البازغة يعتمد في الأساس على تحسين وتفعيل مبادئ حوكمة الشركات من خلال الإدارة الرشيدة سواء داخل الشركات، أو في البيئة المحيطة بها.

أهمية البحث:

تتبع أهمية هذا البحث والتمثل في حوكمة الشركات وتأثيرها في جذب الاستثمارات الأجنبية للأسواق الناشئة (الهند والصين نموذجا)، في معرفة مدى تأثير تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على جذب الاستثمارات الأجنبية خاصة المباشرة منها للأسواق الناشئة.

أهداف البحث:

يرتبط هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، والتمثلة في الآتي:

- 1- معرفة مفهوم حوكمة الشركات، وكذلك الوقوف على أهم مبادئ حوكمة الشركات.
- 2- معرفة مفهوم الاستثمار الأجنبي، وكذلك الوقوف على معرفة أنواع ذلك الاستثمار الأجنبي.

3- الوقوف على تأثير مبادئ حوكمة الشركات على جذب الاستثمارات الأجنبية إلى الأسواق الناشئة خاصة سوقى الهند والصين.

إشكالية البحث:

تتمثل مشكلة هذا البحث في الإجابة على التساؤل الآتي:

ما مدى تأثير تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على جذب الاستثمارات الأجنبية على الأسواق الناشئة، خاصة سوقى الهند والصين؟

منهج البحث:

استعان الباحث في بحثه بالمنهج الوصفي التحليلي، والذي من خلاله قام الباحث بطريقة منهجية مرتبة بدراسة موضوع البحث بهيئته الطبيعية، عن طريق قيام الباحث بجمع كمية من المعلومات الضرورية المتعلقة بالموضوع، والتي ساعدته على الوصول إلى النتائج المرجوة من البحث.

خطة البحث:

سوف يحتوي هذا البحث بمشيئة الله، على ثلاثة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات

المبحث الثاني: ماهية الاستثمار الأجنبي

المبحث الثالث: دور حوكمة الشركات في جذب الاستثمارات الأجنبية للأسواق الناشئة

المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات

تقسيم:

سوف تقوم بمشيئة المولى تجلى في علاه، بتقسيم هذا المبحث إلى مطلبين على النحو

التالي:

المطلب الأول: تعريف حوكمة الشركات

المطلب الثاني: أهمية حوكمة الشركات

المطلب الأول: تعريف حوكمة الشركات

يمكن القول بأن مصطلح حوكمة الشركات (Corporate Governance) أخذ في الانتشار على الساحة الدولية نتيجة القصور الذي تخلل القوانين والتشريعات التي تحكم ممارسات الأعمال والأنشطة التجارية المختلفة، والتي أدت إلى حدوث حالات إفلاس ليست بالقليلة للكثير من الشركات والكيانات الضخمة، والتي ضيعت بالتالي على آلاف بل وملايين المساهمين المليارات، أدى ذلك إلى ظهور موضوع حوكمة الشركات على النطاق الدولي، وبخاصة بعد انهيار العديد من الشركات العالمية، والتي أوضح البحث في ثنايا أسباب انهيارها أن ذلك كان نتاج الفساد الإداري والمحاسبي وكذلك ضعف آليات الرقابة على الأنشطة المالية الخاصة بها من

جهة الجهات الرقابية المختصة⁽¹⁾.

في أعقاب ذلك قام صندوق النقد الدولي (*International Monetary Fund*) والبنك الدولي (*World Bank*) بجانب منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (*Organization for Economic Cooperation and Development*) بدراسة آليات حوكمة الشركات، بعد ما تبين لهم أن سبب هذه الانهيارات باختصار يتحدد في انعدام وجود أسلوب ممارسة الإدارة الرشيداً للشركات المنهارة (حوكمة الشركات) (*Corporate Governance*)، وقاموا بوضع مبادئ خاصة بحوكمة الشركات وتم تحديدها في عدد مبادئ هي: حماية حقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة للمساهمين ودور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات والإفصاح والشفافية وفي الأخير مسئوليات مجلس الإدارة. من خلال العرض السابق، توجد تعريفات عديدة لمفهوم حوكمة الشركات وذلك بالنظر إلى أهمية هذا الموضوع في الوقت الراهن، وسوف يحاول الباحث الدلوفا على أهم هذه التعريفات التي قد تستخدم موضوع البحث وتثريه.

عرف المنظم السعودي، حوكمة الشركات بأنها "قواعد لقيادة الشركة وتوجيهها تشمل على آليات لتنظيم العلاقات المختلفة بين مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والمساهمين وأصحاب المصالح، وذلك بوضع قواعد وإجراءات خاصة لتسهيل عملية اتخاذ القرارات وإضفاء طابع الشفافية والمصادقية عليها بغرض حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح وتحقيق العدالة والتنافسية والشفافية في السوق وبيئة الأعمال"⁽²⁾.

فقد عرفها البعض بأنها مجموعة من قواعد وممارسات السوق التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات في المنشآت والشفافية التي تحكم عملية اتخاذ القرار فيها ومدى المساءلة التي يخضع لها مديروها وموظفوها والمعلومات التي يجب أن يفصحوا عنها للمستثمرين والحماية المقدمة لصغار المساهمين⁽³⁾.

ويعرفها البعض الأخر، بأنها عبارة عن الإجراءات والأنشطة التي تقوم بها ممثلو أصحاب المصالح بالتنظيم أو الشركة، وذلك بغرض الرقابة على المخاطر وضمان قيام إدارة الشركة بتطبيق إجراءات الرقابة الداخلية اللازمة للتغلب على هذه المخاطر⁽⁴⁾.

على أن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (*OECD*) وضعت تعريفاً لحوكمة الشركات بأنها "مجموعة من العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها وحملة الأسهم ومجموعة أصحاب المصالح كما توفر الهيكل الذي من خلاله يتم وضع أهداف الشركة وتقرير الوسائل لبلوغ هذه الأهداف ومراقبة الأداء". والحوكمة الجيدة للشركات توفر حوافز مناسبة وسلمية لمجلس الإدارة لتحقيق الأهداف التي تكون في مصلحة الشركة ومساهمتها كما تشمل عملية الرقابة الفعالة⁽⁵⁾.

ويمكن للباحث تعريف حوكمة الشركات بأنها (القواعد والنظم والإجراءات التي تحقق أفضل حماية لمساهمي الأقلية داخل الشركات التجارية، والتي تعمل على إقامة نوع من التوازن بين مصالح مديري الشركات ومساهمي الأقلية فيها، وأصحاب المصالح الأخرى المرتبطة بتلك الشركات، بما يعود في النهاية بالنفع على الأخيرة).

إذ إنه في الواقع، ما يسعى مديري الشركة للحصول على أكبر منفعة لهم من جراء إدارتها وتقديم مصالحهم الخاصة على حساب مصلحة الشركة ومساهميها والغير المتعامل معها.

المطلب الثاني: أهمية حوكمة الشركات

إن مبادئ حوكمة الشركات قامت بالأساس على تحديد العلاقة بين المستثمرين، ومجلس إدارة الشركة وغيرهم، وهي تهدف إلى النمو المطرد والمتزايد في قيمة استثمارات حملة الأسهم إلى أقصى درجة ممكنة. ولن يحدث ذلك إلا من خلال تحسين أداء الشركة، وترشيد اتخاذ القرارات فيها بما يتضمنه ذلك من إعداد حوافز ومزايا من خلال إجراءات تخدم مصالح حملة الأسهم، وتحترم في الوقت ذاته مصالح غيرهم بالشركة⁽⁶⁾.

وعلى ذلك، يمكن تلخيص أهمية حوكمة الشركات في النقاط التالية:

1. إن تأكيد مسئوليات مجلس الإدارة وتعزيز مسائلة وحماية أصول الشركة وكذلك حماية حقوق المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح في الشركة، وتعزيز دورهم في مراقبة أداء الشركة والقائمين على إدارتها، كل ذلك من شأنه أن يقي الشركة والعاملين والمساهمين فيها من شر التلاعب والفساد الإداري والأزمات والإفلاس.

2. إن تأكيد مسئوليات الإدارة وتعزيز مساءلتها وتحسين الممارسات المحاسبية والمالية بل والإدارية فيها من خلال التأكيد على التطبيق الكامل لمبدأ الشفافية والإفصاح داخل الشركة، من شأنه أن يساعد على الكشف عن حالات التلاعب التي تتم داخل الشركة. وبالتالي اتخاذ الإجراءات الواجبة بشأنها وعلاج أسبابها وآثارها قبل تأثيرها على حياة الشركة.

3. إن تحسين أداء الشركة وقيمة أسهمها وبالتالي قيمتها الاقتصادية في الأسواق، وكذلك تحسين الممارسات المحاسبية والمالية والإدارية فيها ونزاهة تعاملاتها واتصافها بالعدالة وشفافية المعلومات الصادره عنها من خلال الإفصاح الكامل للجميع بنفس القدر وفي ذات الوقت، من شأنه أن يدعم قدرات الشركة التنافسية داخل الأسواق المالية، وكذلك قدرتها على النمو المطرد من خلال جذب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية⁽⁷⁾.

4. إن حوكمة الشركات من خلال الإفصاح الكامل عن المعلومات تعمل على تخفيض تكلفة رأس مال المنشأة، كما أنها تعمل على إمكانية الحصول على مصادر أرخص لتمويل الشركة أو

المتشأه وهو ما يزيد من أهمية الحوكمة بالنسبة للدول النامية.

5. إن حوكمة الشركات تساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية، كما أنها تساعد على الحد من هروب رؤوس الأموال، ومكافحة الفساد الذي يعيق تحقيق النمو داخل الشركات⁽⁸⁾،⁽⁹⁾.

المبحث الثاني: ماهية الاستثمار الأجنبي

تقسيم:

بمشيئة الله تبارك وتعالى، سوف نقسم هذا المبحث إلى مطلبين، نتحدث في المطلب الأول عن التعريف بالاستثمار الأجنبي، ثم نتعرض في المطلب الثاني عن أنواع الاستثمار الأجنبي.

المطلب الأول: التعريف بالاستثمار الأجنبي

يُعد الاستثمار (*Investment*) بوجه عام جزء من الاقتصاد الذي كان من أسباب تقدم ورقي المجتمعات. ويقصد بالاستثمار الإنفاق على شراء أصول جديدة، التي تمثل إضافة حقيقية جديدة إلى ثروته المجتمع⁽¹⁰⁾، أو هو كل ما يتعلق بالادخار (*Saving*) أو تأجيل الاستهلاك، مثل شراء أصول (*Assets*) أو بضائع بهدف تجميدها لفترة من الزمن حتى يزداد الطلب ويرتفع السعر، وهذا يشمل العديد من المجالات الاستثمارية في الاقتصاد مثل إدارة الأعمال (*Business Management*) والتمويل (*Finance*) سواء بالنسبة للأسر (*Households*) أو الشركات (*Firms*) أو الحكومات (*Governments*)⁽¹¹⁾، وعلى ذلك يمكن تقسيم الاستثمار إلى الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي (*Foreign investment*). ولكن الذي يعيننا في هذا البحث هو الأخير والذي سوف نتعرض له بمشيئة الله بالتفصيل فيما يلي من سطور.

إن الاستثمار الأجنبي يعمل على إحداث تغييراً جذرياً على واقع الاقتصاد المحلي، من خلال تخفيف عبء الدولة وتوفير فرص عمل تساهم في تخفيض مستويات البطالة وبالتالي الحد من مستويات الفقر داخل المجتمعات⁽¹²⁾.

المطلب الثاني: أنواع الاستثمار الأجنبي

ينقسم الاستثمار الأجنبي (*Types of foreign investment*) إلى الاستثمار الأجنبي غير

المباشر والاستثمار الأجنبي المباشر، وذلك على التفصيل التالي:

أولاً - الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

هو عبارة عن استثمارات خارجية للبلد المصدر لرأس المال للاستثمار في الخارج عن طريق المؤسسات المالية الإقليمية والدولية وغيرها والتي تقوم باستثمار تلك الأموال في مشروعات استثمارية في جميع بلدان العالم أو تقدم في صورة قروض، وتمثل تلك الاستثمارات غير المباشرة في الاستثمارات الموجهة لشراء الأوراق أو الأدوات المالية والتي تصدرها الهيئات العامة

أو الخاصة في الدول النامية، على ألا يكون للأجانب منها ما يخول لهم حق إدارة تلك المشروعات التابعة لتلك الهيئات. كما يتمثل في تلك الاستثمارات التي تتدفق داخل الدولة في صورة قروض مقدمة من أفراد أو مؤسسات أجنبية خاصة، أو تأتي في صورة الاكتتاب في الصكوك أو الأوراق المالية الصادرة عن إحدى الدول النامية، أو في المشروعات التي تقوم بها سواء تم الاكتتاب في السندات أو الأذون التي تكون مقابل فائده ثابتة أو عن طريق الأسهم التي تصدرها أو المشروعات المقامة بها، على ألا يخول للأجانب حاملي الأسهم حق الإدارة أو اتخاذ القرارات أو الرقابة على تلك المشروعات المرتبطة باستثماراتها⁽¹³⁾.

والاستثمار غير المباشر طبقاً لهذا المفهوم إما أن يكون فردي أو متعدد، وبينما يقصد بالاستثمار الفردي شراء أصل واحد فقط، فإن الاستثمار المتعدد يقصد به شراء نوعين أو أكثر من الأصول (محفظة استثمار)⁽¹⁴⁾.

ثانياً - الاستثمار الأجنبي المباشر :

إن أغلب دول العالم فيما عدا الصناعية منها تسعى للنمو وتمتلك ثروات طبيعية هائلة (الاقتصادات الناشئة)، كذلك تسارعت الدول الصناعية الكبرى في منتصف القرن المنصرم وشركاتها للحصول على امتيازات استثمارية للتنقيب عن هذه الثروات، وذلك عن طريق مشاركة الحكومات الوطنية في هذه الاقتصادات الناشئة أو عن طريق دفع مبالغ مالية مقابل الاستثمار في تلك الثروات، ثم ما لبثت أن تطورت نوعية الاستثمار في الدول النامية بالشكل الذي هي عليه حالياً وذلك عن طريق مشاركة رأس المال الأجنبي لرأس المال الوطني، بل ذهب تشريرات الدول النامية ذات الاقتصادات الناشئة إلى المصارعة في سن قوانين تجذب رؤوس الأموال الأجنبية مستفيداً من هذه الاستثمارات في إنشاء صناعات جديدة بهذه الدول النامية، ومنها مشاريع استصلاح الأراضي الزراعية والمشروعات الإسكانية لمحدودي الدخل كما حدث في مصر أواخر القرن المنصرم⁽¹⁵⁾.

والذي يهمنا هنا هو الاستثمار الأجنبي المباشر، وهو ما سوف نتعرض من خلال الفرعين

التاليين:

الفرع الأول: تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر

الفرع الثاني: أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر

الفرع الأول: تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر

إن الاستثمار الأجنبي المباشر هو عبارة عن استثمار يتم في شكل شركات أو مشروعات تؤسس في البلدان المضيضة للاستثمار بناء على اتفاقيات ثنائية أو متعددة الأطراف وتأخذ هذه الشركات أو المشروعات شكل الشركات المساهمة. ويوجه هذا الاستثمار إلى مشروعات يمتلكها

المستثمر الأجنبي ويديرها إما بسبب ملكيته الكاملة للمشروع أو بالاشتراك مع رأس المال الوطني بنسبة عالية أو نسبة حاکمة تبرر له حق الإدارة، ويستوي في ذلك أن يكون المستثمر الأجنبي فرداً أو شركة أجنبية أو مؤسسة خاصة، وإن كان حائياً يأخذ في الغالب شكل فروعاً لشركات أجنبية كبرى توصف بأنها شركات عابرة للقارات أو شركات متعددة الجنسيات، إذ أصبحت هذه الأخيرة تسيطر على الجانب الأكبر من الاستثمارات المباشرة على مستوى العالم. ويأخذ هذا الاستثمار المباشر في الغالب شكل فروع لشركات أجنبية أو مشروعات مشتركة تستهدف توسيع نطاق نشاطها في الخارج، كما قد يأخذ الاستثمار الأجنبي المباشر شكل شراء كلي أو جزئي لمشروع قائم. يترتب على ملكية الأجانب لهذه المشروعات حقوق متعددة مثل الحق في تحويلات الأرباح والعوائد إلى الخارج والتحكم كذلك في خطط الإنتاج والتسويق لتلك المشروعات، وأخيراً والأهم هو الحق في إدارته المشروع وفي اتخاذ القرارات اللازمة والرقابة⁽¹⁶⁾.

ومن خلال ما سبق، فإنه يتضح لنا أن الاستثمار الأجنبي المباشر يتميز بطابع مزدوج، الأول وجود نشاط اقتصادي يزاوله المستثمر الأجنبي في البلد المضيف (المستقبل للاستثمار)، والثاني ملكية المستثمر الأجنبي الكلية أو الجزئية للمشروع⁽¹⁷⁾.

الفرع الثاني: أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر

إن للاستثمار الأجنبي المباشر أهمية كبرى من خلال انفراده بالعديد من المزايا عن باقي مصادر التمويل الأخرى، إذ إنه بالنسبة للدول المضيفة يُعد:

1. الوسيلة الأكثر أماناً للتمويل.
2. الوسيلة الأسهل والطريقة الأكثر فاعلية في الحصول على التكنولوجيا الحديثة.
3. الوسيلة الأهم والأكبر المؤدية إلى فتح أسواق ومجالات أرحب للتصدير، ورفع مهارات وخبرات العمال، بل هي الوسيلة الأنجع في المساعدة على القضاء على البطالة وخلق فرص وظيفية مستقرة.
4. الوسيلة المثلى في مساعدة الشركات الوطنية على تطوير قدرتها الإنتاجية والدخول في سوق المنافسة الدولية إذا ما تهيأت الظروف لتحقيق ذلك.

ويري البعض⁽¹⁸⁾، أن الاستثمار الأجنبي المباشر له العديد من الآثار الإيجابية، والتي يمكن تقسيمها إلى آثار إيجابية داخلية وخارجية على النحو التالي:

أ- الآثار الإيجابية على الصعيد الداخلي:

1. تساعد على نمو الاقتصاد الوطني وتعمل على خلق فرص وظيفية ورفع مستويات المعيشة.
2. تعمل على سرعة تراكم رأس المال المطلوب للإنفاق على المشروعات الوطنية.
3. نقل المعرفة العلمية.

4. نقل التكنولوجيا الحديثة للشركات والصناعات المحلية.
5. الزيادة في الإنفاق على البحوث والابتكار والتنمية.
6. تغطية فجوة الاستثمار وضمان الحصول على عنصري المال والتكنولوجيا.

ب- الآثار الايجابية على الصعيد الخارجي:

1. تخفيض الرسوم الجمركية وبالتالي التشجيع على الاستيراد والتصدير.
2. تخفيض التكاليف التجارية مما يجعل السلع المحلية ذات قدره عالمية على المنافسة في الأسواق العالمية، وبالتالي تقليل العجز في ميزان المدفوعات⁽¹⁹⁾.

المبحث الثالث: دور حوكمة الشركات في جذب

الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الاقتصادات الناشئة (الهند والصين نموذجا)

كانت الأزمات المالية التي تتعرض لها الشركات والاقتصاد العالمي عموماً، هي الدافع الأساسي والداعي لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات بداخلها، فالأطراف المعنية داخل هذه الشركات تود مستويات من الإفصاح عالية، وفي ذلك الإطار فقد تم إجراء الكثير من الدراسات والبحوث حول العلاقة بين أثر تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات الفعالة وأداء تلك الشركات على نحو أفضل. بالإضافة إلى إن الأدبيات الاقتصادية قد توصلت إلى أن ما يلعب دوراً في نظر المستثمرين على نطاق واسع بشأن قرارات الاستثمار بالأسواق الناشئة (الدول ذات الاقتصادات الناشئة أو البازغة) هو مستوى ونوعية الحوكمة المقدمة والمطبقة في تلك الأسواق، وأن المستثمرين المحتملين الاستثمار في هذه الأسواق مهتمين جداً بموضوع حوكمة الشركات. وكان لهذه النتائج آثار كبيرة، ليس فقط على رجال الأعمال والمستثمرين العاملين في الأسواق الناشئة والمجتمع المالي بأثره، ولكن أيضاً كان لها تأثير على صانعي السياسات المالية والأكاديميين الماليين ووسائل الإعلام المتخصصة، فضلاً عن مؤسسات التمويل التنموية التي تركز على التنمية الاقتصادية المستدامة في هذه البلدان وتلك الأسواق⁽²⁰⁾.

بالإضافة إلى ما سبق، فإن هناك دراسات حديثة كشفت بجلاء العلاقة بين القرارات الاستثمارية للمستثمرين الأجانب، ممن يهتمون بموضوع حوكمة الشركات، وبين تأثير أولئك على قرارات إدارة الشركة نحو أداء أقوى وأفضل لتطبيق قواعد حوكمة الشركات، وبالتالي تحقيق أداء قوي وفعال من جانب الشركة، إذ أثبتت تلك الدراسات أنه تسعى الشركات من خلال إدارتها لتطبيق قواعد حوكمة الشركات لجذب هذه الشريحة من المستثمرين، وبالتالي الحصول على التمويل اللازم لخطتها الإنتاجية والاستثمارية⁽²¹⁾. وقد توصلت تلك الدراسات إلى نتيجة هامة مفادها تأثير الإصلاحات والممارسات في مجال حوكمة الشركات في بلدان بعضها ومنها الهند، والتي أفضت إلى أن أفضل ممارسات وتطبيقات حوكمة الشركات في الأسواق

الناشئة على الإطلاق كان في الهند، إذ إنه ارتفعت القيمة السوقية للشركات الهندية بنسب مرتفعة جداً وذلك بالنظر لمثلتها في الأسواق الأخرى مثل الصين وروسيا وكوريا الجنوبية، وتوصلت إلى أن الإصلاحات التي تم إجراؤها على تطبيق مبادئ حوكمة الشركات تسببت في وصول الشركات الهندية إلى أعلى القيم السوقية (في البورصة الهندية)⁽²²⁾.

وبالنسبة للأسواق الناشئة فإن مدى تطبيق مبادئ حوكمة الشركات تكون من الاستفسارات الواضحة التي يتأملها المستثمر قبل اتخاذ قراره الاستثماري، ومع ذلك فإن تطبيق هذه القواعد والمبادئ من خلال هذه الشركات تكون شكل من أشكال حماية المستثمر في تلك الأسواق، على العكس من ذلك في الأسواق المتقدمة أو الأكثر نمواً فإن هناك العديد من المؤسسات التي تعمل على حماية المستثمر في هذه الأسواق. معنى ذلك أن المستثمرين الراغبين أو المقدمين على الاستثمار في الأسواق الناشئة يقيدوا قراراتهم الاستثمارية بمقدار تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات فيها، هذا بالإضافة إلى ما تعزوه الحوكمة لكونها الأمر الأكثر أهمية بالنسبة لهم والمؤثر في حجم الشركة وهيكمل ملكيتها⁽²³⁾.

إن شركات الأسواق الناشئة تزداد المخاوف فيها من عدم تطبيق مفاهيم ومبادئ الحوكمة بشكل أكثر وضوحاً من شركات الأسواق المتقدمة، وإن الخلفية المؤسسية وهياكل تلك الشركات يكونوا أقل اتساقاً في الأسواق الناشئة، وأن حوكمة الشركات هي الطريقة المثلى لتمويل الأسواق الناشئة وذلك بالنظر لسلوك المستثمرين في تلك الأسواق، وبالرغم من أنها يمكن أن تكون مختلفة عن سلوك المستثمرين المماثل في الأسواق الأكثر نمواً أو المتقدمة، وذلك جنباً إلى جنب مع زيادة التركيز على كثرة ووفرة الفرص الاستثمارية في الأسواق الناشئة⁽²⁴⁾.

وقد قامت في الآونة الأخيرة دراسة غاية في الأهمية، عن جوانب حوكمة الشركات الأكثر أهمية من وجهة نظر المستثمر الأجنبي في الأسواق الناشئة، وهل تختلف عن مثلتها في الأسواق المتقدمة، وقامت هذه الدراسة على استبيان رأي (29 شركة تعمل في الأسواق الناشئة)، وقد توصلت هذه الدراسة إلى نقطتين رئيسيتين تتمحور حولهما عدة نتائج على النحو التالي⁽²⁵⁾ :

أ- أهمية مبادئ وقواعد الحوكمة بشكل عام وتأثيرها على قرارات الاستثمار في الأسواق الناشئة.

ب- العوامل المحددة للحوكمة التي تؤثر على قرارات الاستثمار في الأسواق الناشئة، وهذه النتائج هي على النسق الآتي:

1. حوكمة الشركات تمثل عاملاً حاسماً في قرارات الاستثمار في الأسواق الناشئة.
2. المستثمرين على استعداد لدفع فرق القيمة من أجل حوكمة أفضل لشركات الأسواق الناشئة.

3. المستثمرين في الأسواق الناشئة يعتقدون أن حوكمة أفضل على مستوى الشركات يمكن أن تعوض عن ضعف الدول أو البلدان في مجال حوكمة الشركات.
4. يعترف المستثمرين في كثير من الأحيان عن الاستثمار في شركات الأسواق الناشئة ذات الحوكمة الضعيفة.
5. انعدام الشفافية هو الخطر الأحمر للمستثمرين في الأسواق الناشئة الذي لا يمكنهم التنازل عنه أو الانتقاص منه.
6. استقلال مجلس إدارة الشركة هو مؤشر مزعج ولكن على مستوى أقل بالنسبة للمستثمرين في الأسواق الناشئة.
7. تصعيد الأزمة المالية العالمية الأخيرة لأهمية الحوكمة.
8. عمل إصلاحات متعلقة بحوكمة الشركات تجعل من الأسواق الناشئة واجهة استثمارية جاذبة. وذلك على التفصيل التالي:

1- حوكمة الشركات تمثل عاملاً حاسماً في قرارات الاستثمار في الأسواق الناشئة:

أجمع المستثمرين في الشركات المستهدفة بالدراسة وعددها (29 شركة) على أن الحوكمة هي عامل مهم بل أنها العامل المحوري في صنع قراراتهم الاستثمارية في الأسواق الناشئة، من حيث اتخاذ القرار الاستثماري الصائب بالاستثمار في تلك الأسواق من عدمه، بل انهم جميعاً أجمعوا على أن الحوكمة كانت جزءاً من العناية الواجبة واللازمة منهم قبل اتخاذ القرار الاستثماري بالاستثمار في الشركة المستهدفة من خلال التأكد من تطبيقها بهذه الشركة، ومع ذلك اختلفت الشركات المستهدفة بالدراسة في إجراء عمليات تقييم الحوكمة، وكان ذلك بدءاً من الشكل الرسمي جداً لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات إلى الشكل الأكثر رسمية، فوجدت علاقة طردية مفادها زيادة الاستثمارات في الشركات التي تنتهج النهج الأكثر صرامة في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات عنه من الاستثمارات في الشركات الأقل صرامة في تطبيق تلك المبادئ في الأسواق الناشئة؛ على أن يكون استثمار هؤلاء المستثمرين على مراحل من خلال الاستثمار غير المباشر أولاً عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية بعد دراسة أحوال الشركة والصناعات التي تعمل فيها، ثم يأتي بعد ذلك دور الاستثمار المباشر في هذه الأسواق الناشئة وذلك تغليباً لمبدأ الحيطة والحذر الواجب في الاستثمار عموماً⁽²⁶⁾.

2- المستثمرين على استعداد لدفع فرق القيمة من أجل حوكمة أفضل لشركات الأسواق الناشئة:

توصلت الدراسة إلى أن المستثمرين في الشركات المستهدفة (29 شركة محل الدراسة) على استعداد لدفع أموالاً أكثر من أجل حوكمة أفضل في شركة تعمل في مجال الأسواق الناشئة، وذلك أكثر من الأموال والقيمة التي كانوا سيبدونونها في شركة بها بعض الثغرات ولا تتمتع

بحوكمة كافية. وتوصلت الدراسة كذلك إلى أن جميع المستثمرين الذين شملتهم الدراسة من المتوقع أن يدفعوا فرق القيمة (مبالغ أو تكاليف زائدة) لتحسين مستوى الإدارة من خلال تطبيق الحوكمة في شركة تعمل في الأسواق الناشئة عوضاً عن دفع القيمة ذاتها لشركة تتمتع بحوكمة أفضل في الأسواق المتقدمة. كما توصلت تلك الدراسة إلى أن أكثر من نصف المستثمرين الذين شملهم الاستطلاع أو الدراسة أنهم على استعداد لدفع (10%) زيادة على الأقل للشركة التي بها حوكمة أفضل، مقارنة بشركة مماثلة في نفس الأسواق الناشئة تفتقر إلى حوكمة قوية. ويمكن من خلال ما سبق، التوصل إلى تأثير حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة بالمقارنة مع الأسواق المتقدمة في نقطتين:

الأولى: أن تطوير الأسواق للمستثمرين يهدف إلى التركيز على حوكمة الشركات باعتبارها وسيلة لتجنب المخاطر بالنسبة للأسواق المتقدمة، بينما تطوير الأسواق الناشئة للمستثمرين غالباً ما يركز على الحوكمة باعتبارها وسيلة لتعزيز الربح.

الثانية: أن المستثمرين في الأسواق المتقدمة غالباً ما ينظرون إلى الحوكمة في مرحلة لاحقة من دورة الاستثمار، ولكنها على العكس في الأسواق الناشئة فلا يبد للمستثمرين من نهج العناية الواجبة في تلك الأسواق في المراحل الأولى من دورة الاستثمار؛ على سبيل المثال، النظر في نوعية الإدارة في المراحل الأولى من دورة الاستثمار.

3- يعتقد المستثمرون في الأسواق الناشئة أن حوكمة أفضل على مستوى الشركات يمكن أن تعوض ضعف الأسواق أو البلدان في مجال حوكمة الشركات:

وقد اتفق أكثر من (40%) من المستثمرين الذين شملهم الاستطلاع أو تلك الدراسة أن الشركات ذات الحوكمة الجيدة في الأسواق الناشئة يمكنها الحد من بعض مخاوف هؤلاء المستثمرين بشأن الاستثمار في تلك الأسواق، كما أن المستثمرون ينظرون بإيجابية إلى الشركات التي تفوق ممارسات الحوكمة فيها السوق الذي تعمل فيه. كما اتفق المشاركون في ذلك الاستطلاع أيضاً على أنه من المهم للمستثمرين أن يفهموا سياق وقوانين وتشريعات الأسواق الناشئة والأعراف التجارية المحلية لها قبل الاستثمار فيها.

4- عزوف المستثمرين في كثير من الأحيان عن الاستثمار في شركات الأسواق الناشئة ذات الحوكمة الضعيفة:

اتفق المشاركون في هذه الدراسة من المستثمرين والأكاديميين الذين شملهم الاستطلاع على أنهم يتوقعون انخفاضاً حاداً للأسهم في شركات الأسواق الناشئة التي تفتقر إلى ممارسات حوكمة قوية وذلك على المستويين المتوسط والطويل الأجل. كما اتفقوا على أنهم لن يستثمروا في شركات تعاني من إشكاليات كبيرة في الحوكمة⁽²⁷⁾.

وقد تسائل هؤلاء المستثمرين قبل الاستثمار في الشركات عن:

أ. هل يمكن للمستثمرين أن يتقوا في إدارة لا تفصح عن الحقيقة.

ب. هل لدى الإدارة التزامات واضحة نحو حوكمة أفضل من خلال العمل على إقامة

قواعد السلوك داخل الشركات، وتفصيل دور موظفي الحوكمة وما شابه ذلك داخل الشركات.

5- انعدام الشفافية هو الخط الأحمر للمستثمرين في الأسواق الناشئة:

إن هذه الدراسة قد توصلت إلى أن عوامل ومبادئ حوكمة الشركات التي أعطاها

المستثمرين الأولوية للشركات في الأسواق الناشئة، قد لا تكون نفس المبادئ التي تعتبر مهمة

للاستثمارات في الأسواق المتقدمة.

ومن المبادئ ذات الأهمية القصوى للمستثمرين في الأسواق الناشئة في حوكمة الشركات

مبدأ الشفافية والإفصاح. فقد أجمع المستثمرين الذين شملهم الاستطلاع أنهم لديهم رغبة

دائمة في الكشف عن المعلومات من خلال الإفصاح بشفافية عنها للجميع في نفس الوقت وبنفس

القدر، خاصة تلك المعلومات المتعلقة باتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وقد أشار أحد المستثمرين الذين شملهم الاستطلاع "أن عدم الإفصاح يمكن أن يكون

مؤشرا سلبيا على وجود مشاكل إضافية في الشركة، على سبيل المثال، قيام فريق الإدارة في

الشركة التي لا تريد مناقشة النتائج المالية مع المساهمين هو ليس في حد ذاته سبباً للتغيير في

سعر سهم الشركة، ومع ذلك، فإن هذا الفعل من جانب فريق الإدارة لا ينعكس على الشركة

بشكل جيد، ونتيجة لذلك، قد يفكر المستثمرون مرتين قبل شراء أسهم تلك الشركة أو أنهم قد

يصرفوا النظر تماما عن الاستثمار فيها".

إن ما قاله هذا المستثمر يتفق تماما مع جميع الدراسات التي أشارت إلى أن الإفصاح

والشفافية عن المعلومات المتعلقة بالشركات للجميع في نفس الوقت وبنفس القدر تساعد على

جذب الاستثمارات الأجنبية، ويبدو أن زيادته الإفصاح يجعل الشركات أكثر جاذبية

للاستثمارات.

6- استقلالية مجلس الإدارة هو مصدر قلق ولكن على مستوى أقل بالنسبة للمستثمرين في الأسواق

الناشئة:

أعرب بعض من شملهم الاستطلاع من المستثمرين عن بعض قلقهم من تشكيل مجلس إدارة

الشركة؛ وقالوا على وجه التحديد إن وجود أغلبية من المديرين المستقلين بمجلس إدارة الشركة

لا يقل أهمية عن مبادئ حوكمة الشركات الأخرى ولكن في المقابل هناك مبادئ أخرى أكثر

أهمية وإلحاحاً وينبغي توافرها بالشركات في الأسواق الناشئة". فالدراسة أشارت إلى أن

المستثمرين في معظم الشركات في الأسواق الناشئة لديهم سيطرته فعلية على فريق الإدارة داخل

هذه الشركات، وذلك على عكس الشركات في الأسواق المتقدمة. فاهتمام المستثمرين في الأسواق الناشئة ينصب بالأكثر على تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح عن المعلومات بنسبة (100 %) أكثر من باقي مبادئ الحوكمة الأخرى، وذلك على العكس من المستثمرين في الأسواق المتقدمة الذين يركزون على مبادئ أخرى أكثر من تركيزهم على تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح. إذ إن لديهم يقين من تطبيق هذا الأخير نظراً لما تشهده تلك الأسواق من وسائل وآليات رقابية فعالة وراسخة.

7- تصعيد الأزمة المالية العالمية الأخيرة لأهمية الحوكمة الرشيدة:

أثبتت الدراسة التي نحن بصدها، أنه في أعقاب الأزمة المالية العالمية الأخيرة والتي كانت ما بين عامي (2008 - 2009م)، وما حدث من انهيارات مالية لكبرى المؤسسات العالمية، أن أصبح المستثمرين أكثر حذراً بشأن الاستثمار بالشركات في البلدان التي لديها بعض المشاكل مع تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.

ونأخذ مثال على ذلك المستثمرين في دولة الصين الشعبية، حيث أجاب أكثر من (40 %) من

المستثمرين فيها ممن شملتهم الدراسة أنهم مع واحد أكثر من الآتي:

أ. نحن نشعر بالقلق إزاء استثماراتنا في الصين بسبب قضايا حوكمة الشركات.

ب. لقد تباطأت استثماراتنا في الصين بسبب قضايا حوكمة الشركات.

ج. نحن في حاجة إلى ارتفاع معدل العائد من الاستثمار في الشركات الصينية بسبب مخاوف من

قضايا حوكمة الشركات وبالتالي ارتفاع نسبة المخاطر من الاستثمار في الصين.

د. لقد تراجعنا عن الاستثمار في الصين بسبب مخاوف من تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.

وعلى وجه الخصوص، أشاروا إلى التخوف من غموض هياكل الملكية داخل الشركات وكذلك

الإفصاح العام عن المعلومات داخل الشركات.

8- يمكن عمل إصلاحات محددة متعلقة بحوكمة الشركات تجعل من بلدان الأسواق الناشئة واجهة

استثمارية أكثر جاذبية:

إن المستثمرين الذين شملتهم الدراسة كانوا لديهم أمل في أن يروا إصلاحات جوهرية في

قضايا حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، كما أنهم اقترحوا أن تركز تلك الإصلاحات على

عمل تحسينات أكثر اتساقاً لتعزيز الاستثمارات، وتحديداً في:

أ - قوانين حماية المستثمر .

ب - قوانين العقود.

خاتمة:

أولاً - النتائج:

من خلال ثنايا هذا البحث، توصل الباحث إلى عددٌ نتائج هي على النحو التالي:

- 1- الوقوف على مفهوم حوكمة الشركات، وكذلك معرفة أهميتها.
- 2- الوقوف على مفهوم الاستثمار الأجنبي، وأقسامه الذي ينقسم إلى استثمار أجنبي مباشر، واستثمار أجنبي غير مباشر.
- 3- إن الشركات ذات الحوكمة الجيدة في الأسواق الناشئة يمكنها الحد من بعض مخاوف المستثمرين بشأن الاستثمار في تلك الأسواق، مما يحفز فرص هؤلاء في الدخول إلى تلك الأسواق.
- 4- توجد علاقة طردية بين تطبيق مبادئ حوكمة الشركات من قبل الشركات في الأسواق الناشئة، وبين جذب الاستثمارات الأجنبية إليها.

ثانياً - التوصيات:

من خلال ثنايا هذا البحث، توصل الباحث إلى عددٌ توصيات هي على النحو التالي:

- 1- العمل على زيادة الإفصاح والشفافية من قبل أعضاء مجلس إدارة الشركات في الأسواق الناشئة، من خلال وضع جل المعلومات والتقارير المالية وغيرها أمام الكافة في نفس الوقت وبنفس القدر، تطبيقاً لأهم مبدأ من مبادئ حوكمة الشركات، والتي لا تؤثر بالسلب على النشاط والخطط والأهداف والأسرار التجارية والصناعية للشركة.
- 2- العمل على تطوير البنية التشريعية من أجل حوكمة أفضل للشركات في الأسواق الناشئة، بغية جذب المزيد من رؤوس الأجنبيّة إليها.

الهوامش:

- 1- عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، كتاب صادر عن اتحاد -المصارف العربية، 2007، ص 7.
- 2- المادة الأولى من لائحة حوكمة الشركات، الصادر عن مجلس هيئة السوق المالية السعودي، بموجب القرار رقم (8-16-2017)، بتاريخ 1438/5/16 هـ.
- 3- عدنان بن حيدر بن درويش، المرجع السابق، ص 12.
- 4- سمير كامل محمد عيسى، العوامل المحددة لجودة وظيفة المراجعة الداخلية في تحسين جودة حوكمة الشركات مع دراسة تطبيقية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد رقم (1)، المجلد رقم (45) يناير 2008، ص 1.
- 5- تقرير بنك باركليز مصر، حوكمة الشركات في القطاع المصرفي... سبيل الأمان، ص 6.

- 6 - تقرير مركز المشروعات الدولية الخاصة *CIPE*، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، أغسطس 2008، ص 3.
- 7 - عدنان بن حيدر بن درويش، مرجع سابق الإشارة، ص ص 22-23.
- 8 - محمد حسن يوسف، محددات الحوكمة ومعاييرها، كتيب صادر عن بنك الاستثمار القومي، يونيو 2007، ص 16.
- 9 - ألكسندر شكو لنيكوف، اندرو ولسون، من شركات مستدامة إلى اقتصاديات مستدامة: حوكمة الشركات كأداة تنمية، إصدارات مركز المشروعات الدولية الخاصة *CIPE*، ص 7.
- 10 - نادية النمر، فتحي علي سعد، كتاب تخطيط الاستثمار، برنامج محاسبة بنوك وبورصات، كلية التجارة جامعة بنها، 2010، ص 6.
- كما يمكن تعريف الاستثمار بأنه "توظيف المال بهدف تحقيق العائد أو الدخل أو الربح" انظر في هذا التعريف طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع - الأردن - عمان، الطبعة الأولى، 1997، ص 13.
- 11 - راجع في ذلك الرابط التالي: [investment - and- finance - definition. htm](http://investment-and-finance-definition.htm).
- 12 - ظاهر القشي، هيثم العبادي، أثر تبني وتطبيق معايير المحاسبة الدولية في الشركات الأردنية على استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر، مرجع إلكتروني بشبكة الانترنت، 2007 م، ص 3.
- 13 - محمد عثمان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 1993، ص ص 10-15.
- 14 - المحفظة الاستثمارية هي: عبارة عن مجموع ما يملكه المستثمر من أصول بشرط أن يكون الهدف من هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال، وبطبيعة الحال فان امتلاك الأوراق المالية يعتبر جزءاً هاماً في أي محفظة استثمارية (انظر في ذلك: <http://fiqh.islammesage.com/NewsDetails.aspx?id=9066>).
- 15 - حاتم فارس الطعان، الاستثمار أهدافه ودوافعه، منشورات كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2006م، ص 4.
- 16 - انظر الرابط الإلكتروني التالي: http://www.profmoamedantar.blogspot.com/2010/06/blog-post_1864.html.
- 17 - يحيى عبد الرحمن رضا، الجوانب القانونية للشركات غير الوطنية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1994، ص 18.
- 18 - ظاهر القشي، هيثم العبادي، المرجع السابق، ص ص 3-5.
- 19 - المرجع نفسه، ص ص 3-4.

(20) Vikramaditya Khanna and Roman Zyla, *Corporate Governance Matters To Investors in Emerging Market Companies, Survey Says*, International Finance Corporation, USA, April 2010, P. 2.

(21) La Porta, Lopez-de- Silanes, Shleifer and Vishny (1997) ; La Porta, Lopez-de- Silanes, and Shleifer (2006), " What Works in Securities Laws? " *Journal of Finance* , American Finance Association, Vol. 61 (1), Pages 1-32, 02.

⁽²²⁾ Balasubramaniam, Black and Khanna (2010); Dharmapala and khanna (2010); " The relation between Firm – Level Corporate governance and market value: A Case Study of India, Emerging Markets Review, December 2010, pages: 319- 340.

⁽²³⁾ R. Aggarwal & Isil Erel & R. Stulz and Williamson, Differences in Governance Practices between U.S. and Foreign Firms: Measurement, causes, and Consequences , Journal The Review of Financial Studies, August 2009, pages: 3131- 3169.

⁽²⁴⁾ Vikramaditya Khanna, Op. cit. P. 5-6.

⁽²⁵⁾ Ibid, P. 6-16.

⁽²⁶⁾ Ibid. P. 8.

⁽²⁷⁾ Ibid. P. 12.

