

حوكمة الشركات كألية لحماية أسواق الأوراق المالية من الأزمات

- دراسة حالة الأزمة المالية العالمية " 2008 " -

Corporate governance as a mechanism to protect stock markets from crises

- Case study of the global financial crisis "2008" -

تاريخ قبول النشر: 2018/11/05

تاريخ الاستلام: 2018/07/21

د. أنيسة سدره*

أستاذة محاضرة - ب - جامعة الجزائر 3 - الجزائر

الملخص:

لقد حاولنا من خلال هذه الورقة البحثية توضيح الدور الهام الذي تلعبه مبادئ حوكمة الشركات في حماية أسواق الأوراق المالية من الممارسات السلبية التي قد يقترفها البعض من المتعاملين فيها، بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح على حساب الآخرين، والتي من شأنها التأثير على إستقرار هذه الأسواق وتعرضها لأزمات مالية حادة قد تمتد آثارها لتشمل أسواقاً دولية أخرى، مع إسقاط الدراسة النظرية على حالة الأزمة المالية العالمية "2008".

ولقد توصلنا بعد إتمامنا لهذه الدراسة إلى جملة من النتائج، تمثلت أهمها في أنّ حدوث الأزمات المالية يرتبط بعلاقة طردية وطيدة مع درجة تخلي الشركات عن تطبيق مبادئ الحوكمة وبالأخص منها تلك المدرجة في أسواق الأوراق المالية، وهذا ما حدث بالفعل خلال الأزمة الأخيرة أين تسبب ضعف الالتزام بهذه المبادئ في تفجير أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وتحولها إلى أزمة عالمية بسرعة، هذا الضعف الذي مسّ كل مبادئ وأدوات حوكمة الشركات.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، أسواق الأوراق المالية، الأزمات المالية، الأزمة المالية العالمية "2008".

Abstract:

We have tried through this research paper to explain the important role played by the corporate governance principles in the protection of the securities markets, of the negative practices that might be exercised by some of its parties in order to maximize profits at the expense of others, that will influence the stability of these markets and exposed to severe financial crises. With a case study of the international financial crisis «2008».

In addition, after the completion of our study, we have reached a set of results the most important in that: the financial crises are linked to a strong positive relationship with a degree of the non-application of the corporate governance principles. This is what happened in the international financial crisis 2008, when the weakness adherence with these principles caused in the outbreak of the subprime crisis in the United States of America.

Keywords : corporate governance, securities markets, the international financial crisis «2008».

*e-mail : cedra.anissa@univ-alger3.dz

المقدمة:

لقد تمّ تدعيم الثروة المصطلحية للغة العربية في العصر الحديث بالعديد من المصطلحات التي أصبحت شائعة الاستخدام لدى الدول النامية نقلاً عن الدول المتقدمة، ويعتبر مفهوم "حوكمة الشركات" أحد أهم هذه المصطلحات الذي أصبح يغزو نقاشات الإصلاح الاقتصادي تماشياً مع تكرار سلسلة الأزمات المالية التي اشتدت وتيرتها وأصبحت أكثر حدة وانتشاراً سواء في الدول المتقدمة أو النامية، ولعلّ أفضل دليل على ذلك هو حصول موضوع "الحوكمة الاقتصادية" على جائزة نوبل في العلوم الاقتصادية سنة "2009" عقب الأزمة المالية العالمية لسنة "2008".

وسنحاول من خلال هذه الورقة البحثية الإجابة على الإشكالية التالية :

كيف تساهم مبادئ حوكمة الشركات في حماية أسواق الأوراق المالية من الأزمات؟، وما موقع الأزمة المالية العالمية "2008" من ذلك؟.

وسنقوم بمعالجة هذه الإشكالية في إطار المحورين التاليين:

المحور الأول: دور حوكمة الشركات في حماية أسواق الأوراق المالية من الأزمات؛

المحور الثاني: الأزمة المالية العالمية "2008" من منظور مبادئ حوكمة الشركات.

1. دور حوكمة الشركات في حماية أسواق الأوراق المالية من الأزمات:

تُمثّل حوكمة الشركات إحدى أهم القضايا التي إستحوذت على إهتمام الأكاديميين والممارسين والمنظمات المهنية والجهات الرسمية ذات الصلة سواءً في الدول المتقدمة أو النامية، وذلك في محاولة لنشر هذا المفهوم وترسيخ التطبيقات المناسبة له في أسواق المال والاقتصاديات المحلية والإقليمية والعالمية. وسنحاول من خلال هذا المحور تقديم أهم التعاريف التي تناولت مصطلح حوكمة الشركات ومبادئه وأهمية تطبيقه، وذلك على النحو التالي:

1.1 مفهوم حوكمة الشركات:

تجدربنا الإشارة في البداية إلى أنه وبالرغم من الاستخدام الواسع لمفهوم حوكمة الشركات** في الدول المتقدمة والسعي إلى تطبيقه على المستوى العالمي، إلا أنه لا يوجد تعريف موحد متفق عليه بين كافة الاقتصاديين والقانونيين والمحللين الماليين لهذا المصطلح. وعليه سنحاول فيما يلي إستعراض أهم هذه التعاريف التي توضح في مجملها مفهوم حوكمة الشركات:

فحسب منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) هي: "ذلك الأسلوب الذي يتضمن مجموعة من العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها ومساهميها وأصحاب المصالح فيها،

كما يقدم أسلوب حوكمة الشركات الهيكل الذي تتحدد من خلاله أهداف الشركة، ووسائل تحقيق تلك الأهداف ومتابعة الأداء"⁽¹⁾؛

أما مجموعة الحوكمة الدولية (GGG) فلقد عرفت سنة 1995: "كمجموعة من الطرق المتعددة لتسيير الأعمال المشتركة من طرف الأفراد والمؤسسات العمومية والخاصة"⁽²⁾؛ أما بالنسبة لمركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE) فهي: "الإطار الذي تمارس فيه الشركات وجودها وتركز الحوكمة على العلاقات فيما بين الموظفين وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح وواضعي التنظيمات الحكومية، وكيفية التفاعل بين كل هذه الأطراف في الإشراف على عمليات الشركة"⁽³⁾؛

وتعرفها مؤسسة التمويل الدولية (IFC) على أنها: "الهيكل والعمليات التي تساهم في توجيه ومراقبة الشركات، والتي تتمحور حول العلاقات بين الإدارة ومجلس الإدارة والمساهمين، والمساهمين ذوي الأقلية وأصحاب المصلحة الآخرين بحيث تساهم حوكمة الشركات في تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة من خلال تعزيز أداء الشركات وزيادة فرص حصولها على رأس المال الخارجي"⁽⁴⁾؛

وحسب الإتحاد الدولي للمحاسبين (IFAC) فهي: "مجموعة من المسؤوليات والممارسات التي يتبعها مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية بهدف تقديم توجيه إستراتيجي، لضمان تحقيق الأهداف وإدارة المخاطر بشكل ملائم والتحقق من أن موارد المؤسسة تستغل على نحو مسؤل"⁽⁵⁾؛

ويعرفها تقرير كادبوري (Cadbury) على أنها: "نظام بمقتضاه تدار الشركات وتراقب"⁽⁶⁾؛ أما بالنسبة لـ (Gérard Charreaux)^{***} فهي: "مجموعة من الآليات التنظيمية التي تحدد الواجبات وتؤثر على قرارات المديرين، بعبارة أخرى التي تحكم تصرفاتهم وتعرف فضاءهم الإداري"⁽⁷⁾؛

ويلخصها Roland Pérez^{****} في عبارة: "إدارة الإدارة Management du Management"⁽⁸⁾. وبعد استعراضنا لجملة التعاريف التي وردت بشأن حوكمة الشركات، والتي ترجع الاختلافات فيما بينها أساسا إلى تعدد الزوايا التي يُنظر منها لهذا المصطلح، فبينما يَنْظُر إليها البعض من الناحية الاقتصادية على أنّها الآلية التي تساعد الشركة في الحصول على التمويل، وتضمن تعظيم قيمتها واستمرارها في الأجل الطويل، فيُعرفها آخرون من الناحية القانونية على أنها تشير إلى طبيعة العلاقة التعاقدية- من حيث كونها كاملة أم غير كاملة- والتي تحدد حقوق وواجبات حملة الأسهم وأصحاب المصالح من ناحية، والمديرين من ناحية أخرى، ويَنْظُر إليها فريق ثالث من الناحية الاجتماعية والأخلاقية مركزين بذلك على المسؤولية الاجتماعية

للشركة في حماية حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين وتحقيق التنمية الاقتصادية العادلة وحماية البيئة⁽⁹⁾.

يمكننا إذن صياغة مفهوم شامل لمصطلح حوكمة الشركات على أنها:

" الإطار المرجعي الذي يتضمن كيفية توزيع الحقوق والمسؤوليات فيما بين الأطراف ذات العلاقة بالشركة، بالطريقة التي تضمن استخدام الأصول المادية والمعنوية على النحو الذي يسمح بتعظيم قيمة الشركة لصالح المساهمين على المدى البعيد، مع الحفاظ على مصالح الأطراف الأخرى، وهذا في ظلّ توافر البيئة المناسبة التي تعمل في ظلّها هذه الشركات".

2.1 مبادئ حوكمة الشركات:

سنقوم فيما يلي بعرض مختصر للمبادئ المعدّلة التي أخذت بعين الاعتبار ما حدث من تطورات منذ أول تحديث لها أي منذ سنة 2004 من طرف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، بحيث تتضمن هذه المبادئ جملة من التعديلات الهامة التي وافق عليها وزراء المالية ومحافظو البنوك المركزية لدول مجموعة العشرين سنة 2015:¹⁰

أ. ضمان وجود أساس لإطار فعّال لحوكمة الشركات:

يؤكد هذا المبدأ على دور إطار حوكمة الشركات في تعزيز شفافية وعدالة الأسواق، والتخصيص الكفء للموارد، ويُركّز على النوعية والاتساق بين العناصر المختلفة للتنظيم التي تؤثر على ممارسات حوكمة الشركات وتوزيع المسؤوليات بين السلطات، وبالأخص التركيز على نوعية الإشراف والتنفيذ. وهذا المبدأ يتضمن أيضاً بنداً جديداً يتعلّق بدور أسواق الأوراق المالية في دعم حوكمة الشركات؛

ب. ضمان حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية:

يُحدّد هذا المبدأ الحقوق الأساسية للمساهمين بما فيها الحق في المعلومات والمشاركة في اجتماعات المساهمين حول القرارات الرئيسية للشركة، ويتناول أيضاً نشر المعلومات المتعلقة بهيكل الرقابة وبالأخص مختلف حقوق التصويت، كما يحتوي هذا المبدأ على إستعمال تكنولوجيا المعلومات في اجتماعات المساهمين، وإجراءات الموافقة على المعاملات مع الأطراف ذات العلاقة، ومشاركة المساهمين في إتخاذ قرارات حول أجور ومكافآت المديرين التنفيذيين؛

ج. المستثمرون المؤسسيون، أسواق الأسهم والوسطاء الآخرون:

يُعتبر هذا المبدأ جديداً بحيث يتناول الحاجة إلى حوافر اقتصادية سليمة على طول سلسلة الاستثمارات، مع التركيز بشكل خاص على المستثمرون المؤسسيون الذين يعملون بصفة إئتمانية، كما يُبرز أيضاً الحاجة إلى الكشف والحد من تضارب المصالح التي قد تهدّد نزاهة الاستشاريون، المحللون، الوسطاء، ووكالات التصنيف الائتماني والآخرون الذين يوفّرون

التحليل والمشورة التي لها علاقة بالمستثمرين. كما يتضمّن بنوداً جديدة تتعلق باحترام معايير الإدراج من طرف الشركات العابرة للحدود، وأهمية الوصول إلى السعر العادل والفعال في أسواق الأسهم؛

د. دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات:

هذا المبدأ يُشجّع وجود تعاون فعّال بين الشركات وأصحاب المصالح ويؤكد على أهمية الاعتراف بحقوق أصحاب المصالح المنصوص عليها في القانون أو في الاتفاقيات المتبادلة، كما يؤكد على ضرورة وصول أصحاب المصالح إلى المعلومات في الوقت المناسب وبشكل منتظم وكذا حقهم في الحصول على تعويضات عند انتهاك حقوقهم؛
هـ. الإفصاح والشفافية:

يُعرّف هذا المبدأ المجالات الرئيسية للإفصاح مثل النتائج المالية والتشغيلية، أهداف الشركة، الأغلبية المالكة، الأجور ومعاملات الأطراف ذوو العلاقة، عوامل الخطر، أعضاء مجالس الإدارة... إلخ، والبنود الجديدة في هذا المبدأ تتعلق بالمعلومات غير المالية التي لا بد على الشركة أن تنشرها بشكل طوعي مثل تقارير الإدارة؛
و. مسؤوليات مجلس الإدارة:

يُوقّر هذا المبدأ دليل لاحترام الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة بما في ذلك إستعراض إستراتيجية الشركة واختيار المديرين وتعويضاتهم، الإشراف على عمليات الاستحواذ وتصفية الأصول المنجزة من طرف الشركة، وضمان سلامة النظم المحاسبية والتقارير المالية للشركة. والبنود الجديدة التي جاء بها هذا المبدأ تتمثل في دور مجلس الإدارة في إدارة المخاطر، التخطيط الضريبي والتدقيق الداخلي، وهناك أيضا بند جديد يتعلق بالتوصية بتدريب وتقييم المديرين والتوصية بإنشاء لجان للمجلس متخصصة في أمور كالأجور، مراجعة الحسابات وإدارة المخاطر.

وفي الأخير، لكي يتحقق الغرض الأساسي من هذه المبادئ، فيجب النظر إلى الفلسفة الكامنة وراءها وفهم منشئها على نحو يجعل من الممكن تفكيكها وإعادة تقييمها وتركيبها بما يلاءم كل مجتمع ومراحل تطوره.

3.1 أهمية مبادئ حوكمة الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية:

سنحاول فيما يلي التعرف على دور وأهمية التحليل بالتطبيق السليم لمبادئ الحوكمة لدى الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بالنسبة للأطراف التالية:
أ. بالنسبة للمتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية:

نقصد بالمتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية كل من الشركات المدرجة والعاملة والمستثمرين فيها وأصحاب المصلحة المرتبطين بها، أما عن أهمية مبادئ حوكمة الشركات بالنسبة لهم فيمكن توضيحها على النحو التالي:

أ.1 المستثمرون:

يُدرِكُ المستثمرون احتمالات حصولهم على عائد أكبر من الشركات التي تُدار بشكل جيد، ومن ثَمَّ فَهْمٌ مستعدون لدفع مقابل حصولهم على هذا العائد المرتفع، كما أنَّهم يدركون قيمة حماية استثماراتهم من التَعَرُّض للخسارة بسبب الجشع والإهمال واستهتار المديرين أو محاباتهم لذوي الصلة بهم.

فالحوكمة الرشيدة تحمي حقوق المستثمرين وتضمن المساواة بينهم، وخاصة حقوق الأقلية من حملة الأسهم، بما في ذلك حقهم في إبداء الرأي في شأن إدارة الشركة وفي المعاملات الكبرى، إضافة إلى حقهم في معرفة كل ما يرتبط باستثماراتهم. كما أنَّ الحوكمة توفر للمستثمرين نسبة أكبر من السيولة وذلك بنائها للثقة والكفاءة في السوق، الأمر الذي يتيح لهم فرصة أكبر في تنويع أصولهم وبيعها إذا أرادوا ذلك. وأخيراً فإنَّ إجراءات الحوكمة الرشيدة لمواجهة احتمالات فشل الأعمال تحمي الدائنين وتحدُّ من مسئولية حملة الأسهم؛¹¹

أ.2 الشركات:

تُمثِّلُ الشركات المحور الرئيسي لمفهوم الحوكمة فهي الطرف المنوط به تنفيذ مبادئها وفي نفس الوقت هي الطرف المستفيد من التطبيق السليم لها. ويُمكن توضيح هذه الأهمية من الجوانب التالية:¹²

أ.2.1 زيادة إمكانية الحصول على التمويل:

إنَّ الدول التي تحمي حقوق الملكية (المساهمين) بقوة لديها أسواق أوراق مالية أفضل تطوراً، فلقد تبيَّن أنَّ تحسين حقوق الدائنين وحقوق المساهمين مرتبط بوجود أسواق أعمق وأكثر تطوراً.

ففي الدول التي لديها حقوق ملكية قوية (أكبر عدد من إجراءات حماية المساهمين)، تُتاحُ للشركات إمكانية أفضل للحصول على التمويل، ويمكن أن يُتوقَّع منها استثمار المزيد والنمو بمعدلات أسرع. كما أنه في ظلِّ ظروف سوء أنظمة حوكمة الشركات ونقص تطور الأنظمة المالية والقانونية وارتفاع معدَّل الفساد، فإنَّ أكثر ما يتأثر سلباً هو معدل نمو الشركات الصغيرة ويقل عدد الشركات الجديدة التي تبدأ نشاطها.

ويُمكن تفسير ذلك وفقاً لما يلي:¹³

- يُساهم إقبال المستثمرين على الأوراق المالية التي تصدرها الشركات ذات مستوى الحوكمة الجيد إلى سرعة تسويقها، وبالتالي حصولها على الأموال اللازمة لإجراء التوسعات المطلوبة في الوقت المناسب دون تأخير، ومن ثمّ تحقيق عوائد التشغيل المتوقعة من هذه التوسعات في المواعيد المحددة لها؛
- إمكانية تسويق السندات ذات معدلات الفائدة المنخفضة عن معدّل الفائدة السائد في السوق مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف التمويل؛
- إمكانية حصول الشركة على التمويل الخارجي بشروط أفضل من الشركات الأخرى، بحيث يؤثر مستوى حوكمة الشركات على معدّل الفائدة على الائتمان الممنوح لها إذ يتضمن هذا المعدّل علاوة للمخاطر التمويلية والتشغيلية للشركة وهذا ما يوضحه مستوى حوكمة الشركات، بالإضافة إلى سرعة الحصول على القروض من شركات التمويل وذلك لاختصار وقت وإجراءات فحص نظام الحوكمة في الشركة.

أ.2.2 التقييم الأعلى للشركات:

تؤثر نوعية أطر حوكمة الشركات ليس فقط على إمكانية الحصول على التمويل الخارجي وعلى حجمه، وإنما أيضاً تؤثر على تكلفة رأس المال وتقييم الشركات. فالأطراف الخارجيين يكونون أقل رغبة في تقديم التمويل وأكثر رغبة في تقاضي معدلات فائدة أعلى مقابل ذلك التمويل إذا كانوا أقل تأكيداً من أنهم سيحصلون على معدّل عائد كاف.

والصراعات بين صغار المساهمين وكبار المساهمين الذين يملكون حصص سيطرة تكون أكبر في أوضاع حوكمة الشركات الضعيفة، مما يعني ضمناً أنّ المستثمرين الأصغر يحصلون على معدلات عائد أقل.

يبدأ أيضاً أنّ المستثمرين يُخفّضون تقييمهم للشركات والدول التي تكون أنظمة حوكمة الشركات فيها أسوأ نسبياً، إذ تُظهر مشاريع بحث كثيرة أنّ أنظمة حوكمة الشركات الجيدة ضرورية لتهيئة مناخ استثماري جذاب يتميز بوجود شركات قادرة على المنافسة وأسواق مالية تتسم بالكفاءة. وربما كان البحث المعروف على أوسع نطاق في هذا المجال هو إستطلاع (McKinsey) العالمي لآراء المستثمرين، الذي أُجري لأول مرة في سنة 2000 وتمّ تحديثه في سنة 2002، حيث شدّدت النتائج المستقاة من هذه الاستطلاعات على أنّه لا يكفي أن تكون أنظمة حوكمة الشركات جيدة فحسب وإنما أيضاً يجب أن يكون هناك تصور في السوق بأنّ أنظمة حوكمتها جيدة، ويعني هذا البحث ضمناً أنّ بوسع المديرين إضافة قيمة كبيرة للمساهمين عن طريق وضع ممارسات حوكمة جيدة.

وأكد بحث عملي أكثر تفصيلاً أجراه البنك المركزي الألماني، إستناداً إلى التقارير المالية التي نشرتها الشركات المهنية النتائج التي توصلت إليها دراسة (McKinsey)، فقد وجد البنك المركزي الألماني أن الشركات في المناطق الناشئة في أمريكا اللاتينية وإفريقيا وأوروبا الشرقية والشرق الأوسط تمتعت جميعاً بعلاوات كبيرة في القيمة بالنسبة لشركاتها التي تتمتع بأنظمة حوكمة جيدة والمدرجة في الأسواق.

وعلاوة على ذلك، فإن المساهمين المالكين لحصص سيطرة في الدول التي تُطبّق حقوق ملكية أضعف يحصلون أيضاً على جزء من قيمة الشركة يتجاوز حصة ملكيتهم المباشرة، على حساب المساهمين المالكين لحصص أقلية:

أ.2.2 تحسين الأداء التشغيلي:

يُضيف تطبيق حوكمة الشركات قيمة عن طريق تحسين أدائها من خلال الإدارة الأكثر كفاءة وتحسين تخصيص الأصول وسياسات العمل وتحقيق تحسينات مماثلة من الكفاءة، والدراسات التي أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية وكوريا ودول أخرى تشير بقوة إلى أن تحسن أنظمة حوكمة الشركات يؤدي ليس فقط إلى تحسن معدلات العائد على الأسهم وارتفاع تقييم (قيمة) الشركة، وإنما أيضاً إلى ارتفاع معدلات نمو الأرباح والمبيعات.

العلاقة المحددة بين الأداء التشغيلي وإجراءات حوكمة الشركات، يُمكن أيضاً أن تعكس حقيقة أن حوكمة الشركات في معظم الدول تتعلق بعدم وجود صراع بين جهاز الإدارة والملاك. فمثل هذه الصراعات تؤدي عادة إلى تشغيل الشركة بطريقة تفتقر إلى الكفاءة وإلى تحقيق معدلات عائد منخفضة من الأصول مما يؤدي إلى تقييم أدنى للشركة وإلى تضائل إمكانية الحصول على تمويل خارجي، لأن معظم الشركات مملوكة ملكية مغلقة أو يسيطر عليها أطراف داخليون، فحوكمة الشركات تعالج الصراعات بين المساهمين المالكين لحصص سيطرة وبين المساهمين المالكين لحصص أقلية؛

أ.2.2 تحسين وتحسين إدارة الشركة:

إعداد ونشر تقرير عن حوكمة الشركات يخدم مجالس الإدارة الإشرافية والمدراء التنفيذيين على النحو التالي:¹⁴

- إن التقرير عن مستوى حوكمة الشركة يحمي مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية من دعاوى القضاة التي قد يرفعها الغير من الأطراف ذوو المصالح بحجة تضليلهم نتيجة حجب بعض الأخبار السيئة عنهم، ومنها مستوى الأداء الضعيف لحوكمة الشركة؛

- إنَّ التقرير عن مستوى حوكمة الشركة يعمل على تحسين إدارتها من خلال مساعدة مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين في وضع إستراتيجية سليمة لها، وضمان عدم القيام بعمليات الاندماج والاستحواذ إلاَّ لأسباب سليمة تدعو إليها حاجة الشركة، والتأكد من أنَّ نظم المرتبات والمكافآت تعكس الأداء. وهذه الإجراءات هي التي تساعد على جذب الاستثمارات بشروط مواتية وعلى تعزيز وتحسين أدائها؛
- قد يؤدي عدم الإفصاح عن حوكمة الشركات إلى تدخُّل الغير في إدارة الشركة مثل الهيئة المشرفة على سوق الأوراق المالية أو الهيئة المُسيِّرة لها وغيرها من الهيئات ذاتية التنظيم؛
- يُفيد الإفصاح عن عناصر حوكمة الشركات الإدارة في أداء وظائفها المختلفة والتي من أهمها الرقابة الداخلية والمراجعة الداخلية؛
- قد يؤدي الإفصاح عن مستوى حوكمة الشركات إلى زيادة شهرة أعضاء مجالس الإدارة.

أ.3 أصحاب المصالح:

تتطلب الحوكمة الرشيدة إحترام الشركات لالتزاماتها تجاه العاملين بها وعملائها ودائمتها ومورديها والمجتمعات التي تعمل فيها، فكل هذه المجموعات تستفيد من أمانة وجودة العمل في هذه الشركات والقدرة على الاعتماد عليها.¹⁵

فتسمح مبادئ الحوكمة للشركات بالتصرُّف بمسؤولية تجاه أصحاب المصلحة فهم يُشكِّلون عوامل إنتاج يتعين أن تمتلكها الشركة لكي تعمل، لأنه أمام أصحاب المصلحة هؤلاء فرص بديلة إذا لم تعاملهم الشركة معاملة حسنة فعلى سبيل المثال يمكن للعاملين عادة العمل في مكان آخر، والأرجح أيضاً أن تستفيد الشركة من التصرُّف بمسؤولية مالياً ومن جوانب أخرى؛¹⁶

أ.4 المحاسبين والمراجعين:

باعتبار أنَّ المحاسبين مسئولين عن إعداد التقارير المالية، كما أنَّ المراجعين مسئولين عن إبداء الرأي في هذه التقارير، فتنبع أهمية تقرير حوكمة الشركات بالنسبة إليهم من الآتي:¹⁷

- أنَّ الإفصاح عن مستوى حوكمة الشركات يُمثِّل معالجة لأحد جوانب القصور في المعايير المحاسبية التي تحكم إعداد التقارير المالية التي تنشرها الشركات، والمتمثلة في عدم الإفصاح عن هيكل رأس المال ومرتببات ومكافآت أعضاء مجالس الإدارة؛

- إنَّ الإفصاح عن حوكمة الشركات يساعد في تحقيق الاتساق بين المعايير المحاسبية وقواعد قيد واستمرار قيد و شطب الأوراق المالية التي تضعها هيئات الإشراف والرقابة على أسواق الأوراق المالية؛
- أنَّ تجاهل الإفصاح عن حوكمة الشركة قد يُؤثّر على سمعة المحاسب والمراجع مستقبلاً.

ب. بالنسبة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

تكون السوق كفاءةً إذا كانت أسعار الأوراق المالية في أي وقت تعكس تماماً جميع المعلومات المتاحة عنها،¹⁸ سواءً صدرت هذه المعلومات عن القوائم المالية أو عن وسائل الإعلام أو عن السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو من تحليلات وتقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة... وغيرها من مصادر المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم.

وبتعبير آخر يُمكن القول أنه في ظلّ السوق الكفاءة تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية، التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عمّا قد يتعرض له من مخاطر جراء الاستثمار في ذلك السهم،¹⁹ حيث تتعادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية بسبب قرارات المستثمرين التي تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية.

فسوق الأوراق المالية الكفاءة هي السوق التي تسمح بالتخصيص الأمثل للفوائض المالية المتاحة بما يُساهم في تحقيق الرخاء الاقتصادي للدولة المعنية، ولا سبيل لتحقيق ذلك إلا من خلال مبادئ حوكمة الشركات نظراً لمساهمتها بما تمتلكه من آليات رقابية في الحد من مشاكل الوكالة الناتجة عن عدم التماثل في المعلومات بين الإدارة والمستثمرين (الحاليين أو المرتقبين) أو بين المستثمرين أنفسهم نتيجة إتصال بعضهم بإدارة الشركة. ممّا يُمكنهم من إتخاذ القرارات المناسبة في سوق الأوراق المالية بشأن البدائل الاستثمارية المتاحة، وبالتالي التأثير على السعر السوقي لها وصولاً إلى السعر العادل للأوراق المالية في السوق.

فهذه المبادئ تُحقّق في حال الالتزام بها جواً من الثقة وفرصاً متكافئة للمستثمرين وأصحاب المصالح في الحصول على معلومات ذات جودة عالية في الوقت المناسب وبدون تكلفة ومنه القضاء على حالة عدم التماثل فيها، وغيرها من المزايا التي من شأنها الرفع من مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية.

2. الأزمة المالية العالمية "2008" من منظور مبادئ حوكمة الشركات:

لقد عاشت أسواق الأوراق المالية العالمية منذ منتصف سنة 2008 أخطر أزمة مالية عرفها الاقتصاد العالمي وذلك بإجماع كافة المختصين، هذه الأزمة التي إندلعت شرارتها الأولى من أكبر إقتصاديات دول العالم ألا وهي الولايات المتحدة الأمريكية كأزمة رهن عقاري لتتحول بسرعة مذهلة إلى أزمة مالية عالمية تُهدد الاستقرار الاقتصادي العالمي ككل، والتي جاءت كنتيجة لتضافر الكثير من الأسباب. ومن خلال دراستنا هذه سنركز على تلك التي من شأنها توضيح العلاقة بين هذه الأزمة ودرجة التخلف عن تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.

1.2 ضعف الإطار التنظيمي والإشرافي:

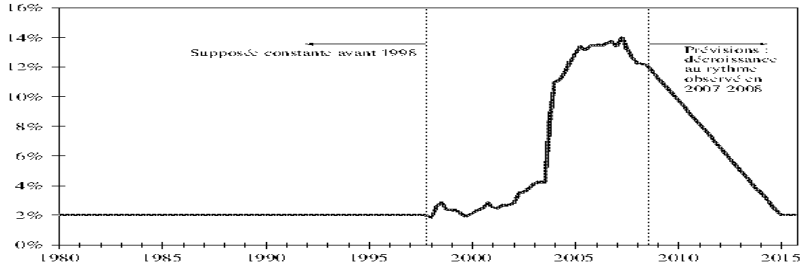
لقد مثّل هذا العامل نقطة الضعف الرئيسية التي سمحت بظهور مختلف التجاوزات في تطبيق النصوص التشريعية والتنظيمية واللوائح الإدارية المعمول بها، والذي كان أساساً لظهور كل الأسباب التي سنتطرق إليها لاحقاً.

فلقد أثبتت أزمة الرهن العقاري الأمريكية وما ترتب عنها من إفلاس العديد من الشركات الكبيرة فشل مجالس الإدارة في القيام بدورها الإشرافي بطريقة جيدة بالشكل الذي يضمن حماية حقوق المساهمين وضبط أداء الشركات، وخاصة في بعض المؤسسات المالية أين ساهم ضعف هذا الإطار والتقدير الضعيف للمخاطر بقدر كبير في حدوث الأزمة. فعلى عكس البنوك التجارية التي تخضع في معظم دول العالم لرقابة دقيقة من طرف البنوك المركزية، فتضعف أو تنعدم هذه الرقابة في مؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وصناديق التحوط وسماسرة الرهون العقارية وغيرها.²⁰

وتتجلى صور ضعف الرقابة على قطاع الأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال المظاهر التالية:

أ. تراخي معايير الإقراض: يُعتبر هذا العامل من أهم نتائج إستغلال القائمين على البنوك للثغرات التي يعرفها النظام الرقابي المصرفي، والذي تجلّى من خلال تزايد حجم قروض الرهن العقاري عالية المخاطر (Subprimes) التي شهدت تطورات كبيرة في أحجامها كنسبة من إجمالي القروض العقارية الممنوحة في الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك حسب ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (1.2): تطور نسبة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر (% من إجمالي القروض العقارية)



Source: Stéphane Sorbe, *Saisies immobilières aux Etats-Unis et pertes des institutions financières*, Revue Economie & Prévision, La Documentation Française, 2009/4 - N° 190-191, P: 174.

نلاحظ من خلال الشكل السابق تصاعد نسبة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر إنطلاقاً من سنة 1998 لتبلغ 14% من مجموع قروض الرهن العقاري سنة 2007، أي حوالي 10% من الناتج المحلي الإجمالي. فرغم أنّ هذه السوق موجودة منذ سنة 1960 غير أنّ الأزمة كشفت على النمو غير المنضبط في هذا القطاع خلال السنوات المذكورة، إلى جانب تركزها حيث أنّ حوالي 62,2% من قروض الرهن العقاري عالية المخاطر صدرت من قبل 10% من مجموع المؤسسات في الربع الثالث من سنة 2006:²¹

ب. التعامل غير المدروس بالمشتقات المالية: تُشير إحصائيات بنك التسويات الدولية في تقريره المؤرخ في ديسمبر 2007 أنّ حجم الأسواق المنظمة الخاصة بمختلف المشتقات المالية بلغ في نهاية الثلاثي الثالث من سنة 2007 ما قيمته 681000 مليار دولار أمريكي، أمّا بالنسبة للأسواق غير المنظمة فيشير نفس التقرير السابق أنّ حجمها في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2007 كان 516000 مليار دولار بزيادة قدرها 135% عمّا كانت عليه في سنة 2004 أي بمعدّل نمو سنوي 33% منذ 1995.

يتضح مما سبق النمو الرهيب الذي عرفته هذه الأسواق مما جعلها تحتل مركز الصدارة بين الأسواق المالية بحيث يفوق حجم التداول فيها بعدة مرات حجم التداول في أسواق الأصول الحقيقية، نظراً لتنامي حجم ونوعية المخاطر المُغطّاة واستفحال ظاهرة المضاربة، بالإضافة إلى أنّ منتجاتها المالية تنطوي على قيمة مضافة عالية مقارنة بالأصول المالية التقليدية، ولكنّها في نفس الوقت أكثر خطورة والدليل على ذلك ما تسببت فيه من خسائر سببها راجع في بعض الحالات إلى سوء تقدير المخاطر وفي البعض الآخر إلى التجاوزات القانونية. يُضاف إلى ذلك أنّ تعقّد المنتجات المشتقة والاستعمال المفرط للنماذج الرياضية والإحصائية المُعقّدة تُعطي إنطباعاً خاطئاً لمستعملها بأنّه يتحكم في المخاطر، في حين أنّ كل الدراسات توصلت إلى استحالة التحكم باستمرار في كافة العوامل التي قد تُؤثّر على النموذج المستعمل.

وما زاد من خطورة أسواق المشتقات المالية في السنوات الأخيرة هو عنصر تركز المخاطر، ففي الأحوال العادية يتم توزيع المخاطر على الأطراف التي تقبل تحملها، لكن هذا لا يعني أن هذه الجهات تمتلك بالفعل القدرة على تحمل ذلك القدر من المخاطر، فاعتقادها بأنها تمتلك التغطية الكافية قد يدفعها إلى تحمل المزيد منها. هذا التركيز الكبير للمخاطر في محفظة واحدة أو لدى طرف واحد قد يؤدي لسبب طارئ إلى حدوث حالة إفلاس تنتقل بفعل العدوى المالية إلى باقي مكونات النظام المالي متسببة في حدوث أزمة نظامية، وبالفعل تشير الإحصائيات أنه في سنة 2006 في الولايات المتحدة الأمريكية تركزت 98% من حجم التعاملات في سوق المشتقات المالية بيد أكبر خمسة مؤسسات وهذا يتنافى طبعاً مع المبدأ الذي تقوم عليه المشتقات المالية وهو توزيع المخاطر.

ولتفادي هذا الانزلاق الخطير تبنت الولايات المتحدة الأمريكية إقتراحاً يقضي بإعادة تنظيم أسواق المشتقات واتخاذ التدابير الضرورية من أجل تحويل معظم الصفقات من الأسواق غير المنظمة نحو الأسواق المنظمة، أما ما تبقى من تعاملات في الأسواق غير المنظمة فيجب إخضاعه لرقابة صارمة لتفادي التراكم العشوائي للمخاطر لدى طرف واحد يكون سبب في بروز المخطر النظامي.

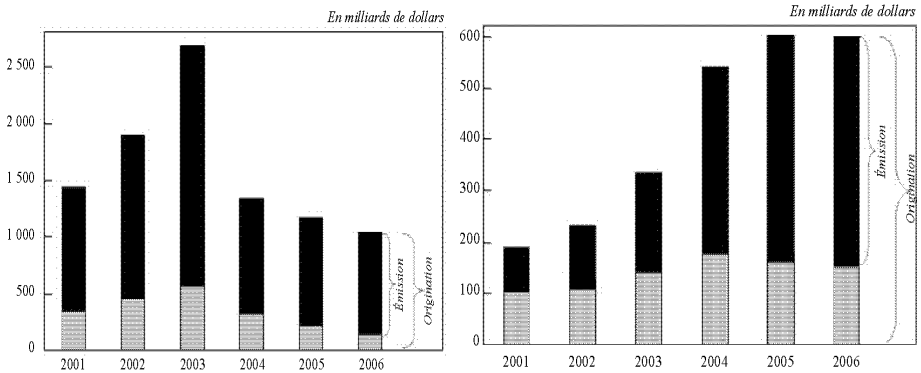
وتبرز أهمية هذا الإجراء في أن الصفقات في الأسواق غير المنظمة متروكة للتفاوض بين المتدخلين، وهذا يطرح عدة مشاكل من بينها عدم الشفافية التي تحيط بهذه الصفقات والتي تُشجّع البعض (بالأخص المؤسسات المالية الكبيرة) على المبالغة في تحمل المخاطر وتعريض النظام المالي للانهيال دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك كونها غير معلنة ومسجلة خارج الميزانية، وفي المقابل الصفقات في الأسواق المنظمة أكثر أماناً للطرفين إذ يُراعى فيها التقيد الصارم بالتنظيمات والقوانين، والأهم من ذلك أن لهذه الأسواق المنظمة خصوصيتها التي تكمن في وجود غرفة مقاصة تسهر على توازن السوق؛²²

ج. توريق الأصول منخفضة الجودة: التوريق عبارة عن ميكانيزم مالي تستطيع بموجبه البنوك سحب جزء من أصولها المالية (القروض أساساً) غير القابلة للتداول من ميزانيتها، والتنازل عنها لمؤسسة مالية ذات الغرض الخاص منشأة لهذا الغرض تسمى بمؤسسات أو صناديق التوريق، هدفها من ذلك الحصول على المزيد من السيولة والتقليل من المخاطر والحاجة للأموال الخاصة، وذلك بتحويلها إلى أوراق مالية (سندات) مسندة بأصول مالية (قروض+ضمانات) يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية الثانوية تُعرف بـ (ABS).²³

فالتوريق إذن ابتكار مالي وهو حديث نوعاً ما، فلقد تمت أولى عمليات التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية في السبعينات والتي قامت على تجميع وإعادة تشكيل حزم رهونات المساكن لإعادة بيعها كسندات يمكن للمقرضين تداولها.²⁴

وبالتالي ليس التوريق بحد ذاته هو المشكل الذي تسبب في الأزمة لأن هدفه الرئيسي هو التقليل من المخاطر التي قد يتعرض لها الدائن الأصلي بتوزيعها على قاعدة عريضة من الدائنين والحصول على السيولة، وإنما المشكلة تمثلت في أن جزءاً هاماً منه استند إلى قروض عقارية منخفضة الجودة أي عالية المخاطر "subprimes". وما عمق من حدة هذه المشكلة أن المستثمرين المكتئبين في سندات الرهن العقاري قاموا بالاقتراض بضمائمها على اعتبار أنها مستندة لأصول حقيقية، أي أنهم استخدموا ديوناً للحصول على المزيد من الديون ما يعني إبتعاد الأصل المالي عن الحقيقي، كما أنهم قاموا بضمائم هذه السندات لدى شركات تأمين تعهدت مقابل أقساط تأمينية بدفع قيمتها في حالة عجز البنك المصدر عن الوفاء بالتزاماته وهو الأمر الذي كان مستبعد الحدوث على نطاق واسع، لكن العكس هو ما حدث بالفعل خلال الأزمة. ويمكن توضيح حصة كل من قروض الرهن العقاري عالية الجودة ومنخفضة الجودة من عملية التوريق، من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2.2): حصة كل من قروض الرهن العقاري عالية الجودة ومنخفضة الجودة من عملية التوريق



Source: Patrick Artus et D'autres, **La crise des subprimes**, Rapport pour le conseil d'analyse économique, La Documentation Française, Paris/France, 2008, P: 57.

يتضح من خلال الشكل السابق أنه في سنة 2001 تم توريق 75% من القروض عالية الجودة في حين تمّ توريق 50% من القروض منخفضة الجودة، هذه الأخيرة التي ارتفعت سنة

2006 إلى ما يقارب 75% في حين أصبحت القروض عالية الجودة المُوَرَّقة 87% من الحجم الإجمالي للقروض.²⁵

وعليه، فلقد أظهرت هذه الأزمة وجود مجموعة من النقائص في الكيفية التي تُنظَّم وتُراقبُ بها أسواق الأوراق المالية، الأمر الذي يتطلب قيام المنظمات الحكومية بمجموعة من الإصلاحات التي من شأنها أن تُساعد على بناء أسواق مستقبلية تتوفر فيها خاصيتي المسؤولية والكفاءة؛

2.2 البعد عن القيم الأخلاقية:

إنَّ المتأمل لمسببات الأزمة المالية يلحظ وبوضوح أنَّ البعد عن القيم الأخلاقية والإنسانية السامية في إدارة النشاط الاقتصادي كان عاملاً حاسماً في حصول وتفاقم الأزمة، فلقد ظهرت وبوضوح معالم الفساد في الأزمة المالية من خلال سلوك الأفراد والشركات في عدة مجالات، من بينها تقديم الرشاوى وعمليات الاحتيال والغش والتدليس وغيرها.²⁶

فلقد إندلعت أزمة الرهن العقاري نتيجة تعاضم خطر في الدوافع الفردية الجشعة للسلوك البشري غير السوي، المتمثلة في الطمع والجشع ورغبات الأثرياء غير المحدودة في تحقيق أعلى الأرباح لأنفسهم على حساب الآخرين وعلى حساب المعايير السوقية المتعارف عليها.

وهناك أمثلة كثيرة عن ملاحظات قضائية في الولايات المتحدة الأمريكية تدل على فساد أعضاء مجالس إدارات بنوك ومؤسسات مالية مشهورة، تمكَّنوا من الاستيلاء على ثروات طائلة شاركهم فيها مراقبو حسابات شهدوا لهم بصحة حسابات مزورة لتبرير حصولهم على مكافآت غير مسبوقة، ومن مظاهر الفساد أيضاً استخدام المعلومات المتوفرة لديهم عن أحوال الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية لتحقيق عوائد عالية في المضاربات، إضافة إلى استخدام أساليب احتيالية في تقويم استثمارات البنوك والمؤسسات المالية برفع قيمتها بعيداً عن قيمتها الحقيقية وتقويم العقارات عند الاقتراض بقيمة أعلى من قيمتها السوقية بهدف الحصول على قروض عالية.

ومن قصص الفساد والاحتيال التي كشفت الأزمة الغطاء عنها وتستحق الذكر في هذا السياق، قصة احتيال المصرفي الأمريكي "برنارد مادوف Bernard Madoff" الرئيس الأسبق لسوق ناسداك للأسهم، الذي يُعتبر مُنقذ أكبر عملية احتيال ونصب استثمارية تمَّت على يد شخص واحد في العالم حقق منها لصالحه ما قيمته 50 مليار دولار على مدى عقود من الزمن، بحيث أنه لم يستثمر شيئاً من الأموال التي وُكِّل لإدارتها في محافظ صندوقه الاستثماري الذي أنشأه سنة 1960 فلقد كان يُسَدِّد العوائد للمستثمرين القدامى من الأموال التي يودعها مستثمرين جدد، وهكذا سار نظامه بشكل عادي حتى يوم 14 ديسمبر 2008 حين تكاثرت طلبات السحب مع إندلاع الأزمة المالية العالمية وعجزَ عن تلبيةها.²⁷

ولقد اعترفت لجنة الأوراق المالية والبورصة الأميركية بأنها ارتكبت أخطاء جسيمة بتقاعسها عن إجراء تحقيقات شاملة في البلاغات والتقارير التي وصلتها، والتي دارت حول أن ثمة خطأ ما يتعلق بـ "مادوف" الذي تتحدى مكاسبه كافة أنماط النمو والتراجع في وول ستريت، ويقول منتقدون أن دوره الداخلي منذ 50 سنة كمتعامل في وول ستريت وك رئيس لمؤشر ناسداك للتكنولوجيا المتقدمة قد أضفى عليه الحماية:

3.2 نظام الأجور والعلاوات كأحد المحفزات على المبالغة في المخاطرة:

لقد إتضح أن القصور في الالتزام بأخلاقيات الأعمال كان من بين مسببات الأزمة المالية العالمية 2008، حيث تبيّن للجميع أن من بين الدوافع التي أدت إلى تفاقم هذه الأزمة هو عدم التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات لاسيما منها تلك التي يتم تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وخاصة فيما يتعلق بأجور ومكافآت المديرين. فلقد أصبح هناك إجماع على أن المبالغ الخيالية التي تُمنح لهؤلاء المسيرين غير مقبولة فهي تتنافى مع كل المعايير الأخلاقية.

فلقد لوحظ أن أجور المدراء العامين في الشركات المنهارة لم تكن متناسقة مع أداء هذه الأخيرة حسب ما أظهرته دراسة أجريت سنة 2008 حول الأجور الوسطى للمدراء العامين للشركات المدرجة أسهمها وفق مؤشر "S&P-500" أين بلغت حوالي 8,4 مليون دولار في سنة 2007 وأن الأجور لم يصعب التدهور الذي عرفه أداء الشركات التي يشرفون على إدارتها.

هذا الواقع هو منافي لمبادئ حوكمة الشركات حيث أن هذه الأخيرة تنص على ضرورة وجود توافق بين أجور المسيرين والأهداف طويلة الأجل للشركات ولمساهميها، وتنص نفس المبادئ على أن الأجور التي يتقاضاها المسيرين يجب أن تكون محسوبة على أساس مؤشرات كمية تُركّز على الأهداف الإستراتيجية دون مراعاة الأداء المُحقّق من عمليات قصيرة الأجل.

ولقد بينت دراسة مست خمسة من الفاعلين في سوق الأوراق المالية أن أربعة من هؤلاء الفاعلين يطبقون نظام تعويضات يشجع على تراكم المخاطر مما أدى إلى تفاقم الأزمة، حيث أن الميكانيزمات التي تُسيّر وتنظم الأجور والعلاوات لديها أثر مباشر على النظام المالي، فنظام العلاوات المبني على تشجيع أداء المسيرين نتيجة قراراتهم قصيرة الأجل كان له الأثر على ملاءة الشركة ومن ثم على قدرتها على ضمان بقائها وذلك أنه شجعهم على المخاطرة بدرجة كبيرة. وقد تراكمت تلك المخاطر إلى درجة أنها أدت إلى إفلاس معظم الشركات خاصة المالية منها.

ولقد حاول الكثير من الباحثين قبل حدوث الأزمة لفت إنتباه الشركات ومجالس إدارتها إلى الخطورة التي قد تنجم من جراء تطبيق مثل هذا النظام في التعويضات (بواسطة إمتلاكهم لأسهم في رؤوس أموال الشركات التي يُسيرونها مثلاً) معتبرين إياه أحد الوسائل التي قد تشجع المسيرين على المبالغة في المخاطرة رغبة منهم في تحسين مداخيلهم.

وَيُبيِّن الجدول التالي بعض الأمثلة عن التعويضات التي تَلَقَّها بعض مسيري البنوك من الذين حطمتهم الأزمة المالية:

الجدول رقم (1.2): علاقة التعويضات التي تلقاها المسكرون بالخسائر التي لحقت بالبنوك

اسم المسير	اسم البنك	التعويض الذي إستفاد منه	الخسارة التي لحقت بالبنك
ميد Mudd	فاني ماي Fannie Mae	9,3 مليون دولار	غير محددة
سيرون Syron	فاني ماي Fannie Mae	14,1 مليون دولار	غير محددة
برينس Prince	سي تي بنك Citi Bank	100 مليون دولار	تدهور قيمة 31 مليون سهم بنسبة 50%
أونيل O'Neal	ميريل لينش Merrill Lynch	161 مليون دولار	تدهور قيمة الأسهم
كاين Cayne	بيير ستيرنس Bear stearns	غير معلن عنه رسمياً	تدهور قيمة محفظة الأسهم ووصولها إلى 425 مليون دولار

المصدر: عبد الرحمان العايب وبالرقي تجاني، إشكالية حوكمة الشركات وإلزامية احترام أخلاقيات الأعمال في ظل الأزمة الاقتصادية الراهنة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: "الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات"، قسم علوم التسير، جامعة باجي مختار، عنابة/الجزائر، المنعقد يومي: "18 و 19 نوفمبر 2009"، ص: 12.

ولا يتعلق الأمر فقط بالبنوك بل يتعداه إلى شركات التأمين والتي من أمثلتها نذكر شركة التأمين "AIG" التي قامت بالإفصاح عن الخسارة التي ألحقها الأزمة المالية العالمية بها، والتي قدرتها بحوالي 100 مليار دولار أمريكي مما أدى إلى حصولها على دعم مالي من الحكومة الأمريكية قُدِّر بـ 170 مليار دولار، وفي نفس الوقت قَدِّمت ما يُقدَّر بـ 165 مليون دولار منه على شكل مكافآت لمسيريها.²⁸

وبالإضافة إلى البنوك وشركات التأمين فلقد تميزت صناديق التحوُّط نظراً لارتفاع درجة المخاطرة فيها وارتفاع الأرباح التي تُحَقِّقها بحصول مدرائها على دخول غير مسبوق، فمثلاً تجاوز الدخل السنوي في سنة 2006 لـ 25 مديراً نحو 15 مليار دولار (أي ما يزيد عن الإيرادات العامة في نفس السنة لخمسة دول عربية عدد سكانها 65 مليون نسمة).²⁹

إذن تُعتبر سياسات أجور ومكافآت المسيرين من النقاط الهامة المرتبطة بالأزمة المالية العالمية، هذه النقطة التي تولي لها كل الأطراف ذات المصلحة الاهتمام البالغ خاصة منهم وسائل الإعلام والباحثين وأصحاب القرار والجمهور بصفة عامة، بحيث يتفق هؤلاء على أنَّ الأجر والمكافآت والعلاوات التي تُسَطَّرُ للمسيرين والمبينة على المردودية قصيرة الأجل دون مراعاة المخاطر التي قد

تترتب عليها قد ساهمت في إنتهاج ممارسات عالية الخطورة من طرف مسيري البنوك والمؤسسات المالية؛

4.2 فشل أنظمة إدارة المخاطر:

لقد كشفت الأزمة المالية العالمية عن الفشل الكامل لأنظمة إدارة المخاطر، بحيث أنه في العديد من الحالات لم يتم إدارة المخاطر على مستوى الشركة ولم تكن تُعدّل وفقاً لإستراتيجيتها، ومديرو المخاطر كانوا غالباً ما يبقون بعيدين عن إدارة الشركة ولا يُعتبرون جزءاً أساسياً من تنفيذ إستراتيجيتها فضلاً على أنهم كانوا في بعض الأحيان يجهلون المخاطر التي تكبّدها الشركة.³⁰

ففي بنك "Lehman Brothers" مثلاً إجتمعت لجنة إدارة المخاطر مرتين فقط بين سنتي 2006 و2007 بينما أنشأ بنك "Bear Stearns" لجنة إدارة المخاطر قبل إنهياره بفترة قصيرة جداً؛³¹

5.2 تراجع مصداقية وكالات تصنيف الجدارة الائتمانية:

من المفروض أن دور هذه الوكالات يتمثل في تحسين شفافية المعلومات المالية والتخفيض من عدم تماثلها بين مصدري الأوراق المالية والمستثمرين فيها بإعتبارها كمرجع من أجل تقدير مخاطر القروض، إلا أنه في ظلّ الأزمة المالية العالمية وُجّهت لها جملة من الانتقادات أهمها:³²

- التصنيف الموحد للمخاطر، بحيث أنّ النقطة الممنوحة تدفع طالبي التقييم إلى التعامل مع المنتجات المعقدة مثل المنتجات البسيطة دون الأخذ بعين الاعتبار الأصل محل التعاقد أو السيولة المرتبطة بتعقيدها؛

- تُركّز هذه الوكالات على كيفية تجميع المنتجات أكثر من تركيزها على الجوهر؛

- قد تؤدي هذه الطريقة في التصنيف إلى إنحراف الإدراك الحسي لدى المستثمرين الذين لا يدركون درجة تعقيد المنتج الذي يشترونه ومشاكل السيولة التي يمكن أن يتعرضوا لها، وبالتالي التقلبات التي يمكن أن تطرأ على أسعار البيع؛

- تتميز صناعة التصنيف الائتماني بدرجة تركّزها العالية خاصة ما تعلق بالتصنيف المالي، بحيث تمثل الوكالات الثلاثة الكبرى (Moody's, Standard & Poors, Fitch) 90% من السوق العالمية ما هو نادر في الصناعات الأخرى، لكن مع دخول وكالات جديدة مثل: l'américaine A.M Best (Spécialisée Sur L'assurance et La Réassurance) أو La Canadienne DBRS (Dominion Bond Rating Services) فسوف تسمح بالقليل من المنافسة مع عدم إحداث تغيير ملموس في الواقع؛

- تَلْقِي أجراها من مصدري القروض الذين يطلبون التصنيف قد يُنَبِّي لديها حافزاً على تصنيف الأوراق المالية المعنية بأعلى من قيمتها بكثير، لتضمن قدرة المقرض على جذب العملاء وتتفادى عندما تتدهور الظروف أن تنزل بمرتبة التصنيف لتبدو أن لديها نظاماً للتصنيف مستقر وموثوق به،³³ وهذا ما حدث خلال هذه الأزمة بحيث قامت بمنح تقييم مرتفع لمعظم الأوراق المالية التي تستند إلى قروض عقارية من الدرجة الثانية ولم تقم بالتخفيض التدريجي لها عندما بدأ السوق يتراجع إلى أن قامت بتخفيض كبير مرة واحدة مما سبب انهيار السوق.

الخاتمة:

لقد ساهم التوجُّه الدولي نحو التحرير المالي وعمولة الأنشطة المالية التي غدَّتْها الثورة الهائلة في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في تكامل الأسواق المالية الدولية، بالشكل الذي أدَّى إلى تزايد حدة وسرعة إنتشار الأزمات المالية بمختلف آثارها السلبية والخطيرة والتي تجسَّد القاسم المشترك بينها في تلك الثغرة الموجودة بين وضع مبادئ حوكمة الشركات وتنفيذها في قطاع الأعمال، مما جعل من التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات ضرورة حتمية لا مفر منها في العصر الحديث.

ومن جملة ما توصلنا إليه من نتائج بعد إتمامنا لهذه الورقة البحثية ما يلي:

- إكتسب مفهوم حوكمة الشركات هذه الأهمية كأحد أهم القضايا المطروحة في نقاشات الإصلاح الاقتصادي في العصر الحديث لما له من أهمية في ضمان الإدارة الرشيدة للشركات إلى جانب المزايا التي يوفرها لجميع الأطراف ذات العلاقة بالشركة، وبالأخص لسوق الأوراق المالية من خلال مساهمتها في رفع كفاءتها وتحسين أدائها على المدى البعيد؛
- حدوث الأزمات المالية يرتبط بعلاقة طردية وطيدة مع درجة تخلي الشركات عن تطبيق مبادئ الحوكمة وبالأخص منها تلك المدرجة في أسواق الأوراق المالية، لأن عدم وجود موثيق الحوكمة أو عدم الاهتمام بها من شأنه أن يؤدي إلى قيام فئة قليلة من المتعاملين ببعض الممارسات السلبية التي تسمح لهم بتحقيق أرباح طائلة على حساب عامة المستثمرين مما يؤثر على إستقرار هذه الأسواق وبالتالي التأثير سلباً على الاقتصاد القومي؛
- ولقد قمنا من خلال هذه الدراسة بتوضيح كيف تسبب الضعف في الالتزام بهذه المبادئ في تفجير الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية وتحولها إلى أزمة عالمية، هذا الضعف الذي مسَّ كل مبادئ وأدوات حوكمة الشركات سواء تَعَلَّق الأمر بالجانب الرقابي والتنظيمي على قطاع الأعمال (الذي تجلَّى في عدة صور منها تراخي معايير الإقراض والتعامل غير المدروس بالمشتقات المالية وتوريق الأصول عالية المخاطر)، بالإضافة إلى البعد عن القيم الأخلاقية

ونظام الأجور والعلاوات الذي مثل أحد المحفزات على المبالغة في المخاطرة، فضلاً عن فشل أنظمة إدارة المخاطر وتراجع مصداقية وكالات تصنيف الجدارة الائتمانية.

وفي ضوء النتائج التي توصلنا إليها يمكننا التأكيد على التوصيات التالية:

- ينبغي توسيع حدود التنظيم وزيادة مرونته مع توافر القدر الكافي من الإفصاح لتحديد الأهمية النظامية للمؤسسات ودرجة الإشراف اللازمة المصاحبة، كما ينبغي أن يؤدي إتباع منهج السلامة الاحترازية الكلية تجاه هياكل التنظيم والتعويضات إلى تخفيف حدة الآثار المسيرة للاتجاهات الدورية، وتعزيز قوة الترتيبات المُحقَّقة لتوازن السوق والقواعد المحاسبية وزيادة درجة الشفافية المتعلقة بطبيعة المخاطر وموقعها من أجل تقوية الانضباط السوقي وتسهيل إدارة السيولة التنظيمية؛
- إصلاح أطر وإجراءات وممارسات تطبيق إدارة المخاطر من أجل تصحيح مواضع الخلل التي كشفت عنها الأزمة المالية؛
- مراجعة دور وصيغة التنظيمات الخاصة بوكالات التصنيف الائتماني؛
- ربط مكافآت المدراء التنفيذيين وهيكله الحوافز بكل من الأداء على المدى البعيد ومستوى المخاطر، كما ينبغي توفير مزيد من الإفصاح والشفافية بشأن نظام مكافآت المدراء التنفيذيين وإخضاعه لتدقيق المساهمين وموافقهم؛
- يجب تعزيز ممارسات حوكمة الشركات، لاسيما من خلال تطوير كفاءات ومسؤوليات أعضاء مجالس الإدارة، الذين يجب أن يبقوا على إطلاع دائم على مستجدات القطاع الاقتصادي والمالي ليتمكنوا من القيام بالمهام المنوطة بهم، كما يمكن أن يخضعوا إلى التدريب عند الضرورة ويجب على مجالس الإدارة إجراء تقييم سنوي لأداء أعضائها الذين يجب أن يكونوا مسئولين أمام المساهمين؛
- التمويل الإسلامي يعد مكملاً عملياً وموثوقاً للتمويل التقليدي فقد أبدى التمويل الإسلامي مقاومة كبيرة للأزمات المالية، وذلك نتيجة لترتيبات مشاركة المخاطر والتركيز على الممارسات الأخلاقية في الاستثمار؛
- يكتسب وجود أنظمة فاعلة لحقوق الدائنين عند الإعسار وتطوير أطر الإنقاذ للبنوك القدرة على الاستمرار والتي تواجه ضائقة مؤقتة أو محتملة أهمية خاصة.

الهوامش و المراجع :

* - والتي كانت من نصيب الأمريكيين "Elinor Ostrom & Oliver E. Williamson" عن أعمالهما في الحوكمة الاقتصادية.

** - باللغة الفرنسية: "Gouvernance d'entreprise". وباللغة الإنجليزية: "Corporate Governance".

¹ - **Principes de Gouvernement d'Entreprise de l'OCDE**, Organisation de Coopération et de Développement Economiques, services des publications de l'OCDE, Paris/ France, 2004, P: 11.

² - Abdelkader Ben Henni, **De la gestation de l'ordre international à la gouvernance de l'ordre mondial**, Revue Idara, Ecole nationale d'administration, Hydra- Alger, 2-2005, Vol: 15, N°: 30, P: 59.

³ - قائمة بالمصطلحات المتعلقة بحوكمة الشركات، الطبعة الثالثة، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2003، ص: 02.

⁴ - **Corporate Governance : why corporate governance**, International finance corporation " IFC", 2005, P: 01.

⁵ - Bernard le Roux et Joseph Paumier, **La Gouvernance de l'évolution du SI- alignement et agilité**, Lavoisier, Paris/France, 2006, P-P: 32-33.

⁶ - Adrian Cadbury, **Report of the committee on the financial aspects of corporate governance - " code of best practice "**, Great Britain, first published, 1 December 1992, P: 14.

^{***} - هو أستاذ مشارك في كلية علوم التسيير بجامعة " Bourgogne " ومسئول عن برنامج الدكتوراه وإدارة مركز البحث في الهياكل المالية وحوكمة الشركات " FARGO " الذي قام بإنشائه.

⁷ - Gérard Charreaux et Peter Wirtz, **Gouvernance des entreprises- Nouvelles perspectives**, Economica, Paris/France, 2006, p: 09.

^{****} - هو أستاذ مشارك في كلية العلوم الاقتصادية والتسيير بجامعة " Montpellier " أين يشغل منصب مدير مدرسة الدكتوراه "الاقتصاد والتسيير" وعضو فاعل في شبكة " حوكمة الشركات، الأداء والتنمية المستدامة ".

⁸ - Roland Pérez, **La gouvernance de l'entreprise**, Edition la découverte, Paris/ France, 2003, P: 24.

⁹ - Samiha Fawzy, **Assessment of corporate Governance in Egypt**, working paper N°: 82, The Egyptian centre for Economic studies, Egypt, August 2003, P: 03.

¹⁰ - **G20/OECD Principles of corporate governance**, OECD Report to G20 finance ministers and central bank governors, September 2015, p: 05-06.

¹¹ - حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة من سلسلة نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن/الولايات المتحدة الأمريكية، أوت 2008، ص: 05.

¹² - مجموعة الأدوات رقم 02: وضع مدونات قواعد أفضل ممارسات حوكمة الشركات (المجلد 01: المبررات)، المنتدى العالمي لحوكمة الشركات/البنك الدولي، واشنطن/الولايات المتحدة الأمريكية، 2005، ص: 13-07.

- ¹³ - يونس حسن عقل، تقييم دور الهيئة العامة لسوق المال في تحسين فعالية التقرير المالي في ضوء المبادئ الدولية لحوكمة الشركات -دراسة تحليلية-، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، مجلة ربع سنوية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، السنة: 2005، ص: 83-84.
- ¹⁴ - نفس المرجع السابق، ص: 85.
- ¹⁵ - حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة من سلسلة نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح، مرجع سبق ذكره، ص: 85.
- ¹⁶ - مجموعة الأدوات رقم 02: وضع مدونات قواعد أفضل ممارسات حوكمة الشركات (المجلد 01: المبررات)، مرجع سبق ذكره، ص: 18.
- ¹⁷ - يونس حسن عقل، مرجع سبق ذكره، ص: 86.
- ¹⁸ - Eugene F.Fama, **Efficient capital markets: a review of the theory and empirical work**, The Journal of finance, American Finance Association, New York, May 1970, Vol: 25, N°: 02, P: 383.
- ¹⁹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية/مصر، 2006، ص: 489-490.
- ²⁰ - نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة "دكتوراه علوم" في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة/الجزائر، 2012-2013، ص: 176-177.
- ²¹ - نفس المرجع السابق، ص: 164.
- ²² - بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية (2008)، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف/الجزائر، المنعقد يومي: "20 و 21 أكتوبر 2009"، ص: 15-16.
- ²³ - نفس المرجع السابق، ص: 07-08.
- ²⁴ - سوهاس كتكار ودلييب رانا، تحويل تدفقات المبالغ المستحقة القبض الآجلة لأوراق مالية، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن/الولايات المتحدة الأمريكية، مارس 2001، المجلد: 38، العدد: 01، ص: 46.
- ²⁵ - Patrick Artus et D'autres, **La crise des subprimes**, Rapport pour le conseil d'analyse économique, La Documentation Française, Paris/France, 2008, P: 56.
- ²⁶ - سعيد الحلاق، الأزمة المالية العالمية ومعالجتها من منظور إسلامي، مداخلة ضمن مؤتمر: "الأزمة المالية العالمية- التداعيات والآثار على الدول العربية"، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، مصر، 2010، ص: 70.
- ²⁷ - سميح مسعود، الأزمة المالية العالمية (نهاية الليبرالية المتوحشة)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2010، ص: 63-65.

²⁸- عبد الرحمان العايب وبالرقي تجاني، إشكالية حوكمة الشركات وإلزامية احترام أخلاقيات الأعمال في ظلّ الأزمة الاقتصادية الراهنة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: "الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات"، قسم علوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة/الجزائر، المنعقد يومي: "18 و19 نوفمبر 2009"، ص: 11-12.

²⁹- سميح مسعود، مرجع سبق ذكره، ص: 72-73.

³⁰- **Gouvernement d'entreprise et crise financière: Conclusions principales et messages clés**, Organisation de coopération et de développement économiques (OECD), Juin 2009, P: 12.

³¹- Grant Kirkpatrick, **The corporate governance lessons from the financial crisis**, Financial market trends – Issn 1995-2864, Organization for economic co-operation and development (OECD), 2008, P: 19.

³²- Patrick Artus et D'autres, **op.cit**, P: 120-124.

³³- لورا كودرس، أزمة ثقة... وأكثر من ذلك، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن/الولايات المتحدة الأمريكية، جوان 2008، المجلد: 45، العدد: 02، ص: 12.