

إنهيار شركة "إنرون" للطاقة سنة 2001 من منظور مبادئ حوكمة الشركات

The Enron Energy Company collapsed in 2001 from the perspective of corporate governance principles

د. سدرة أنيسة¹ أ. بن قطاف محمد²

مخبر الصناعات التقليدية، جامعة الجزائر 3

ملخص:

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 استقرار هذه الأسواق وتعرضها لأزمات مالية حادة قد تمتد آثارها لتشمل أسواقاً دولية أخرى. مع إسقاط الدراسة النظرية على حالة إنهيار شركة "إنرون" للطاقة سنة 2001.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، أسواق الأوراق المالية، الأزمات المالية، إنهيار شركة "إنرون" للطاقة سنة 2001.

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 collapse of "ENRON" company in 2001.

Keywords: corporate governance, securities markets, the collapse of "ENRON" company in 2001.

مقدمة:

يتميز الاقتصاد العالمي اليوم باتساعه الحضاري الذي يمتد ويتطور يوماً بعد يوم وعلى قدر إزدياد مصالحه وتعارضها تزداد أزماته وتنوع، فلقد أصبح مُصطلح الأزمة من المفاهيم الواسعة الانتشار في مجتمعاتنا، وتأتي الأزمات المالية في مكانة متميزة من بؤرة الاهتمام بين غيرها من الأزمات لما لها من تأثير مباشر على مختلف أوجه الحياة الاقتصادية والاجتماعية.

وسنحاول من خلال هذه الورقة البحثية توضيح كيف يمكن للتخلي عن مبادئ الحوكمة من طرف الشركات المدرجة والعاملة في أية سوق للأوراق المالية أن يساهم في الإضرار بهذه الأخيرة والاقتصاد ككل، ويفرض الحاجة إلى دعم التطبيق السليم لهذه المبادئ فيها. مع دراسة حالة إنهيار شركة "إنرون" للطاقة سنة 2001.

وفي هذا الإطار فقلد قمنا بصياغة الإشكالية الرئيسية التي نصبو إلى معالجتها من خلال هذه الدراسة كما يلي:

هل توجد علاقة بين إنهيار شركة "إنرون" للطاقة سنة 2001 وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات؟

¹ cedra.anissa@univ-alger3.dz

² benguettaf.mohamed@univ-alger3.dz

وسنقوم بمعالجة هذه الإشكالية في إطار المحورين التاليين:

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

المحور الثاني: علاقة إنهيار شركة "إنرون" سنة 2001 بتطبيق 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 وأهميته تطبيقه، وذلك على النحو التالي:

1.1 مفهوم حوكمة الشركات:

تجدر بنا 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؛

أمّا مجموعة الحوكمة الدولية (GGG) فلقد عرفتها 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 مسئول"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 الإدراكي"⁷؛

ويلخصها Roland Pérez *** في عبارة: "إدارة الإدارة Management du Management"⁸.

وبعد إستعراضنا لجملة التعاريف التي وردت بشأن حوكمة الشركات، والتي ترجع الاختلافات فيما بينها أساساً إلى تعدد الزوايا التي يُنظر منها لهذا المصطلح، فبينما يَنظُر إليها البعض من الناحية الاقتصادية على أنها الآلية التي تساعد الشركة في الحصول على التمويل، وتضمن تعظيم قيمتها وإستمرارها في الأجل الطويل، فيُعرفها آخرون من الناحية القانونية على أنها تشير إلى طبيعة العلاقة التعاقدية- من حيث كونها كاملة أم غير كاملة- والتي تحدّد حقوق وواجبات حملة الأسهم وأصحاب المصالح من ناحية، والمديرين من ناحية أخرى، ويَنظُر 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 البيئة⁹.

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 إستخدام 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 المُعدّلة 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، ويركّز 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 استعمال تكنولوجيا المعلومات في اجتماعات المساهمين، وإجراءات الموافقة على المعاملات مع الأطراف ذات العلاقة، ومشاركة المساهمين في اتخاذ قرارات حول أجور ومكافآت المديرين التنفيذيين؛

ج. المستثمرون المؤسسيون، أسواق الأسهم والوسطاء الآخرون:

يُعتبر هذا المبدأ جديداً بحيث يتناول الحاجة إلى حوافز 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، المحلّلون، الوسطاء، ووكالات التصنيف الائتماني والآخرون الذين يوفّرون التحليل والمشورة التي لها علاقة بالمستثمرين. كما يتضمن 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 يُؤكد 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:

يُوفّر هذا المبدأ دليل لاحترام الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة بما في ذلك استعراض 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:

يُدرِك المستثمرون احتمالات حصولهم على عائد أكبر من الشركات التي تُدار بشكل جيد، ومن ثَمَّ فَهْمُ مستعدون لدفع مقابل حصولهم على هذا العائد المرتفع، كما أنَّهم يدركون قيمة حماية استثماراتهم من التَّعَرُّض 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 تنوع أصولهم وبيعها إذا أرادوا ذلك. وأخيراً فإنَّ إجراءات الحوكمة الرشيدة لمواجهة احتمالات فشل الأعمال تحمي الدائنين وتحدُّ من مسؤولية حملة الأسهم؛¹¹

أ.2 الشركات:

تُمثِّل 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)، تتأخّر للشركات إمكانية أفضل للحصول على التمويل، ويمكن أن يُتوقّع منها استثمار المزيد والنمو بمعدلات أسرع. كما أنه في ظلّ ظروف سوء أنظمة حوكمة الشركات ونقص تطور الأنظمة المالية والقانونية وارتفاع معدّل الفساد، فإنّ أكثر ما يتأثر سلباً هو معدل نمو الشركات الصغيرة ويقل عدد الشركات الجديدة التي تبدأ نشاطها.

ويمكن 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 تأكداً 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.

يبدو 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 استطلاع (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، استناداً إلى التقارير المالية التي نشرتها الشركات المهنية النتائج التي توصلت إليها دراسة (McKinsey)، فقد وجد البنك المركزي الألماني أنّ 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، فإنّ 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.2.3 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 أُجريت في الولايات المتحدة الأمريكية وكوريا ودول أخرى تشير بقوة إلى أنّ 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 أنّ حوكمة الشركات في معظم الدول تتعلّق بعدم وجود صراع بين جهاز الإدارة والملاك. فمثل هذه الصراعات تُؤدي عادة إلى تشغيل الشركة بطريقة تفتقر إلى الكفاءة وإلى تحقيق معدّلات عائد منخفضة من الأصول مما يؤدي إلى تقييم أدنى للشركة وإلى تساؤل إمكانية الحصول على تمويل خارجي، لأنّ 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.2.4 تحسين وتحسين إدارة الشركة:

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

- إنّ التقرير عن مستوى حوكمة الشركة يحمي مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية من الدعاوى القضائية التي قد يرفعها الغير من الأطراف ذوو المصالح بحجة تضليلهم نتيجة حجب بعض الأخبار السيئة عنهم، ومنها مستوى الأداء الضعيف لحوكمة الشركة؛
- إنّ 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 إلاّ لأسباب سليمة تدعو إليها حاجة الشركة، والتأكد من أنّ نظم المرتبات والمكافآت تعكس الأداء. وهذه الإجراءات هي التي تساعدها على جذب الاستثمارات بشروط مواتية وعلى تعزيز وتحسين أدائها؛
- قد يؤدي عدم الإفصاح عن حوكمة الشركات إلى تدخّل الغير في إدارة الشركة مثل الهيئة المشرفة على سوق الأوراق المالية أو الهيئة المُسيّرة 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 ودائنيها 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 بالتصرف بمسؤولية تجاه أصحاب المصلحة فهم يُشكّلون 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 التصرف بمسؤولية مالياً ومن جوانب أخرى؛¹⁶

أ.4 المحاسبين والمراجعين:

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

- أن الإفصاح عن مستوى حوكمة الشركات يُمثّل 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؛
- إن الإفصاح عن حوكمة الشركات يساعد في تحقيق الاتساق بين المعايير المحاسبية وقواعد قيد وإستمرار قيد وشطب الأوراق المالية التي تضعها هيئات الإشراف والرقابة على أسواق الأوراق المالية؛
- أن تجاهل الإفصاح عن حوكمة الشركة قد يُؤثّر على سمعة المحاسب والمراجع مستقبلاً.

ب. بالنسبة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

تكون السوق كفاءة 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 الكفأة 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 المرقبين) 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. علاقة إنهيار شركة "إنرون" سنة 2001 بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات:

سنخصص هذا المحور الثاني من الدراسة لتشخيص مسببات إنهيار شركة "إنرون" سنة 2001 من منظور مبادئ حوكمة الشركات، بدايةً بسرد كرونولوجيا الإنهيار مروراً بتحليل أسباب إنهيار الشركة من منظور مبادئ الحوكمة وصولاً إلى الدروس المستفادة منها.

1.2 كرونولوجيا إنهيار الشركة:

يُعدّ إنهيار شركة إنرون سنة 2001 بأصول تُقدّر قيمتها بـ: 63,4 مليار دولار، بعد انخفاض سعر سهم الشركة فجأة من 90 دولار منتصف سنة 2000 إلى حوالي 90 سنتاً نهاية سنة 2001، أكبر إفلاس لشركة أمريكية وربما على مستوى العالم ككل،²⁰ والتي تمّ إنشاؤها سنة 1985 وتصنيفها سنة 2000 كسابع شركة في الولايات المتحدة الأمريكية برقم أعمال يُقدّر بـ 101 مليار دولار، وفي المرتبة 15 على المستوى العالمي.²¹ والجدير بالذكر أنّ إنرون بدأت نشاطها كشركة تموين بأنابيب الغاز الذي عرفت فيه نمواً سريعاً ثم تحولت إلى بيع الطاقة والمواد الأولية،²² وبعدها قامت الشركة بتحويل نشاطها كلياً من شركة صناعية أو تجارية إلى القيام بالعمليات المالية المتمثلة في ضمان عمليات تغطية المخاطر الناجمة عن التقلبات في الأسعار من خلال التعامل بالمنتجات المشتقة.²³ فلقد خرجت إنرون من مربع الاستثمار في الطاقة فقط إلى التوسع في مجالات أخرى مثل صناعة الخشب، والتأمين عن طريق المتاجرة في سندات مالية غامضة تتعلّق بتوقعات الطقس وهو شكل من أشكال التأمين لتعويض أية خسائر ذات صلة بالأحوال الجوية... إلخ، وتوسعت مشاريعها حتى بلغت الهند وأمريكا اللاتينية.

وكانت إجراءات الحكومات المتعاقبة خلال التسعينات التي استهدفت إلغاء الرقابة على الأسعار وتوليد الطاقة قد أثرت بشكل مزدوج على الشركة، فهي من جهة أطلقت لها العنان للنمو دون قيود ولكنها من جهة أخرى أدت لانهيائها كنتيجة مباشرة لعدم وجود مثل هذه الرقابة والفحص الدقيق لنشاطاتها الاقتصادية.

ومن أجل التغطية على الخسائر التي سببتها هذه المغامرات فقد أسست شركات صغيرة تابعة وسجلت قسماً من ديونها وخسائرها باسم هذه الشركات التابعة لها، وذلك لتتمكن من الإعلان عن موازنة سنوية إيجابية جداً، وتضمن

بذلك ارتفاع قيمة أسهمها في البورصة. وبعد أن ضمنت إنرون لنفسها السياسيين**** ثم المسوّقين في البورصة، كان عليها أن تكسب لصفها مكتب المحاسبة "أندرسون" أحد أهم مكاتب المحاسبة في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك للحصول على ثقة الشركات التي تتعامل معها في مجال الطاقة وثقة الجمهور بشكل عام، ولقاء 52 مليون دولار سنوياً عمل مكتب أندرسون على التستر على العمليات غير القانونية التي كانت تقوم بها إنرون وتغاضي عن وجود الشركات التابعة لها عندما وقّع على ميزانية الشركة.

فيقول المحللون أن الشركة تأثرت سلباً للغاية بعدة عوامل فاقم من آثارها فشل المديرين التنفيذيين بالشركة في التركيز على مجموعة واسعة من القضايا، وقامت الشركة خلال ذلك بسلسلة من عمليات الاستثمار الفاشلة منها القيام بإهدار مليارات من الدولارات على بناء مصنع للطاقة في الهند ومنظومة للمياه في بريطانيا وشبكات من الألياف البصرية في أنحاء مختلفة من العالم، وتسببت كافة تلك المشاريع الفاشلة في تعرض الشركة لخسائر فادحة. ثم جاء عامل آخر وهو الانخفاض غير المتوقع في أسعار الطاقة خلال فصلي الربيع والصيف والذي ضرب إيرادات إنرون وأسعار أسهمها، وهو الأمر الذي دفع مسؤولي الشركة إلى إستنزاف أرصدها من الأموال السائلة مما جعل المحللون يعيدون تحليل إستراتيجية إنرون بالكامل.

وبعد أن خطفت أحداث 11 سبتمبر 2001 الأضواء والإعلام من أزمة شركة إنرون أعلنت هذه الأخيرة عن وجود خسائر للشركة ترجع إلى خسائر في الاستثمارات المتعثرة، وعزمها تخفيض الأصول وإنفاق الأموال في إعادة هيكلة الشركة. فبدأت سلسلة من الإجراءات شملت بيع إحدى شركاتها والاقتراض من البنوك وبيع جزء من أصولها المتداولة وتدبير مبالغ إضافية بضمان شركات أخرى... إلخ، ورغم ذلك كُلِّه فإن سعر إنرون بدأ في الهبوط ففي 22 أكتوبر 2001 انخفضت قيمته في يوم واحد بمقدار 5 دولارات ليصل إلى 65,22 دولار للسهم، وهنا بدأ المستثمرون بالقلق على إستثماراتهم وزاد هذا القلق في نهاية ذلك الشهر عندما أشار بعض المراقبين إلى إمكانية التلاعب في القواعد المحاسبية لدى الشركة وذلك نظراً لعدم إكتمال المعلومات المُقدّمة من طرفها.

وقد جاء يوم 28 نوفمبر 2001 بأسوأ نتائج الشركة على الإطلاق فقد انخفض سعر سهم الشركة إلى 0,61 سنتا ذلك السهم الذي كانت قيمته في منتصف سنة 2000 في السوق 90 دولاراً، ثم جاءت النهاية بإعلان إنرون إفلاسها في 30 نوفمبر 2001. فبعد أن كانت القيمة السوقية لشركة إنرون تربو على 80 مليار دولار في السنة الأخيرة لها فإنّها وصلت إلى أقل من 500 مليون دولار في أواخر عهدها مما بلغ حد وضع المجموعة تحت حماية قانون الإفلاس في مطلع ديسمبر 2001، بديون وصلت إلى 31 مليار دولار وسببت خسائر فادحة لعشرات الآلاف من المواطنين الأمريكيين الذين إستثمروا أموالهم فيها بعد عمليات تضليل طويلة الأمد، وقد كشفت التحقيقات أنّ من أسباب انهيار شركة إنرون العملاقة للطاقة هو تَوَرُّط مسؤولي إنرون في التلاعب بحسابات الأرباح وأنّ كبار مسؤولي الشركة قد حَقَّقُوا أرباحاً خيالية عبر التلاعب بتقارير أرباحها السنوية.²⁴

2.2 أسباب انهيار الشركة من منظور مبادئ حوكمة الشركات:

يُرجِع الخبراء والمحللون الاقتصاديون أسباب انهيار الشركة إلى الإخفاقات الفعلية والملموسة لدى الأطراف الأساسية في حوكمة الشركات، وفيما يلي بعض الأمثلة على تلك الإخفاقات:

أ. مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية: اللذان ساهما بشكل كبير في هذا السقوط المُدَوِّي وذلك من خلال ما يلي:

- أوكل مجلس الإدارة مهمة مراجعة الصفقات التي تقوم بها الشركة للجنة فرعية التي لم تقم إلا بمراجعة خاطفة وسريعة لتلك الصفقات،²⁵ بحيث لم تتوفر لديها أية صلاحية لإجبار الأطراف الخارجية المعنية على الخضوع للاستجواب، بالإضافة إلى رفض بعض الموظفين السابقين التعاون معها.²⁶ وقد توصلت اللجنة إلى قيام إدارة إنرون بإنشاء شركة استثمارية تعود ملكيتها بالكامل لها وعدم التصريح بذلك، وقيام تلك الشركة بشراء الحصة بالمشروع المشترك الذي كان قائماً بين إنرون وشركة أخرى بقيمة 500 مليون دولار منذ سنة 1993 حتى 1996، وعدم تضمين أصول والتزامات كل من المشروع المشترك والشركة الاستثمارية ضمن القوائم المالية الموحدة لشركة إنرون وهي مخالفة خطيرة.

وبعد قيام شركة آرثر أندرسون بمراجعة الأمور سنة 2001، قامت شركة إنرون بالإعلان عن إعادة هيكلة قوائمها المالية بأثر رجعي منذ سنة 1997، وتضمين أصول والتزامات الشركة التابعة لها في قوائمها المالية الموحدة، مما أدى إلى قيام الفاجعة والتخفيض الهائل للدخل والارتفاع الخطير بالمديونية؛²⁷

- الموافقة على خطط مكافآت الإدارة ولاسيما خيارات الأسهم التي تُقدّم حوافز معاكسة متضمنة حوافز لإدارة الأرباح ****، وإختيار مديرين غير مستقلين غالباً ما يتم الرقابة عليهم عن طريق الإدارة؛²⁸

- إعلان مجلس إدارة إنرون قبل أسابيع قليلة من إنهيار الشركة أنّ وضعها قوي، هذا ما يبيّن تعمد إدارة الشركة إخفاء خسائرها والتزاماتها وإعطاء صورة خادعة عن حقيقة نتائج الشركة ووضعها المالي؛²⁹

- إعتراف إدارة الشركة بتضخيم الأرباح بمبلغ 586 مليون دولار وإخفاء ديون بمبلغ 2,6 مليار دولار، وبذلك إهتزت صورة الشركة لدى المستثمرين والمحللين الماليين، وأدّى إلى ظهور المزيد من الخسائر والالتزامات غير المعلنة مما ساهم في حدوث الانهيار؛³⁰

- قيام كبار المسؤولين في الشركة عن طريق إستخدام المعلومات الداخلية التي أُوحت لهم بقرب إنهيارها، ببيع أسهمها بأسعار مرتفعة جداً في حين أنها كانت على وشك الانهيار، وحققوا أرباحاً خيالية ببيع أسهمهم في الشركة قبل إنهيار أسعارها في بورصة نيويورك. فلقد أعلن رئيس مجلس إدارتها في ذلك الوقت عن إستقالته في 15 أوت 2001 وأرجع ذلك لأسباب شخصية، وقد لاحظ المراقبون أنه قد باع أكثر من 450000 من أسهم إنرون تقدر بحوالي 33 مليون دولار في الأشهر التي سبقت رحيله، فضلاً على ذلك فلقد قام المدير التنفيذي للشركة في اليوم التالي بطمأنة المحللين مؤكداً أنّ الإستقالة غير مرتبطة بأمر مجهولة للجمهور.³¹ هذا بالإضافة إلى قيام مدير مالي ببيع أكثر من مليون سهم وعضو بلجنة التعويضات ببيع 1,7 مليون سهم سنة 2000، ورئيس لجنة مكافآت المدراء التنفيذيين باع 2 مليون سهم في ماي 2001، ورئيس لجنة مكافآت مكتب المراجعة باع 841 ألف سهم، ورئيس لجنة سياسات الشركة حصل على 12 مليون دولار كمكافأة في سنة 2000 كما أنه ضارب في أسهم بقيمة 123 مليون دولار ثم تحصل على مكافأة قدرها 10,6 مليون دولار في سنة 2001 وباع أسهم بقيمة 50 مليون دولار في نفس السنة، وكبير المدراء التنفيذيين بالشركة حصل على 6,5 مليون دولار كمكافأة في سنة 2001 وباع

أسهماً بقيمة 62 مليون دولار في سنة 2000، أما نائب كبير المدراء التنفيذيين ومسئول مالي بالشركة فحصل على 3 مليون دولار مكافأة عن شهري جانفي وفيفري لسنة 2001 كما أنه جمع 30 مليون دولار كشريك لإحدى الشركات التابعة لإنرون، ويوجد مسئول مالي بالشركة باع أسهماً لها بقيمة 268 مليون دولار بسعر يصل إلى 72 دولاراً للسهم؛³²

ب. حملة الأسهم: يُمكن إلقاء اللوم على حملة الأسهم فيما يتعلق ب:³³

- تركيزهم على الأسعار قصيرة الأجل؛

- الفشل في أداء تحليل النمو طويل الأجل؛

- تسليم مسؤولياتهم إلى الإدارة طالما تزايد سعر السهم.

ج. المراجعون: الذين يقع على عاتقهم الجزء الأكبر من المسؤولية فيما يتعلق بانهيار الشركة، ويمكن إثبات ذلك من خلال الحقائق التالية:³⁴

- تقاضى مكتب المراجعة العالمي الكبير آرثر أندرسون والذي كان أحد المكاتب الخمس الكبرى آنذاك مبلغ 25 مليون دولار كأتعاب لقيامه بمراجعة حسابات شركة إنرون عن سنة 2000، في حين أنه تقاضى مبلغ 27 مليون دولار لقيامه بالأعمال الاستشارية لنفس الشركة في نفس السنة، وهو الأمر الذي يُعدُّ دليلاً آخر على أن إستقلالية المراجع وحياده يُصبح مُهدداً إذا جمع بين هاتين المهمتين، هذا بالإضافة إلى قيامه بمهمة المراجعة الداخلية لنفس الشركة وهو الأمر الذي ساهم في حدوث تلك الفضائح المالية؛

- كانت شركة آرثر أندرسون تتقاسم مع شركة إنرون مكاتبها وتمزيق الأوراق المجاني، حيث قامت بتمزيق مئات الأبطال من وثائق شركة إنرون مقابل 52 مليون دولار سنوياً؛

- مراجعي مكتب آرثر أندرسون لم يكونوا قادرين على فهم القوائم المالية لمثل ذلك النوع المعقد من الشركات، كما أن هؤلاء تعاملوا مع شركة إنرون منذ أن كانت مجرد منتج وموزع للغاز وإستمروا في مراجعتها حتى بعد أن أصبحت التاجر الرئيسي للسندات المالية، بحيث لم تَمُدَّها بمراجعين آخرين من ذوي الخبرة؛

- ثلاثة من أعضاء لجنة المراجعة الستة في شركة إنرون كانوا يمتلكون حوالي 100 ألف سهم، بقيمة تقارب 7,5 مليون دولار، وهذا ما جعلهم يتغاضون عن المخالفات الموجودة في القوائم المالية؛

هذا بالإضافة إلى تجاوزات أخرى من بينها:³⁵

- قيام شركة إنرون بتخصيص مكافآت لشركات المراجعة في ضوء النمو والربحية؛

- عمليات فحص النظر التي إعتمدت على فحص إحدى الشركات الكبيرة لعمليات شركة مراجعة كبيرة مماثلة، وبالطبع فإنه أي من تلك الشركات ليست لديها الرغبة إلا في إعطاء تقرير غير متحفظ للشركات الأخرى.

ومن الجدير بالذكر في هذا الشأن أن إنهيار شركة إنرون قد ساهم بشكل أساسي في إنهيار الشركة الشهيرة في ميدان المراجعة آرثر أندرسون التي كانت مسئولة عن مراجعة حساباتها، فلقد خسرت شركة آرثر أندرسون الكثير

من عملائها الكبار نتيجة دورها في سقوط إنرون بحيث وصلت تلك الخسائر إلى حوالي 30 شركة من أكبر عملائها؛³⁶

د. هيئات ذاتية التنظيم: مثل سوق نيويورك للأوراق المالية التي وضعت تحسينات لإجراء حوكمة الشركات الجيدة عن طريق أعضائها، إلا أنها فشلت في تنفيذ بعض من تلك الإجراءات الخاصة بحوكمة المجلس والإدارة؛³⁷

هـ. بنوك الاستثمار: بالإضافة إلى ما سبق يمكننا القول أنّ بنوك الاستثمار التي تعاملت مع شركة إنرون لها دور في هذه الفضيحة، مثل شركة "Merrill Lynch" التي وُجّهت لها بعض الاتهامات نتيجة قيامها بتضليل صغار المستثمرين عن طريق إصدار تقارير توصي بشراء أسهم شركة إنرون، في نفس الوقت الذي كان يقوم فيه مُحلّلو الشركة بتحذير عملاء بنك الاستثمار التابع لها من شراء تلك الأسهم. ونتيجة لذلك تَجَدَّد النقد الموجه للمؤسسات المالية لفشلها في الفصل بين أنشطتها المختلفة خاصة نشاطي البحوث والاستشارات المالية، ولقد تعالت الأصوات المطالبة بوجود فصل كامل بين تلك الأنشطة في المؤسسات المالية، وذلك نتيجة الاتهامات التي وُجّهت إلى اثنين من أكبر بنوك الاستثمار العاملة في العالم وبالتحديد "Citigroup et JP-Morgan" حيث اشتملت تلك الاتهامات على قيام البنكين بالتجاوز في منح القروض لشركة إنرون في سبيل الفوز بحصة أكبر في أنشطة الشركة الاستثمارية، ولقد زاد هذا التجاوز في منح القروض من المخاطر الاستثمارية لشركة إنرون كما اشتمل على نوع من تضارب المصالح حيث قام نفس البنك بدوري المقرض والمستشار المالي.³⁸

وعليه فلقد تواجد بشركة إنرون صورياً نظام لحوكمة الشركات، يمثل ميثاقاً أخلاقياً ولجنة مراجعة غير أنه لاشيء من ذلك حقيقي كان موجوداً على أرض الواقع، هذا ما أدى إلى التوقيع على قانون "Sarbanes-Oxley" سنة 2002 الذي وُصف بأنه أكثر التشريعات أهمية وتأثيراً في حوكمة الشركات والإفصاح المالي.

3.2 الدروس المستفادة من انهيار الشركة:

لقد أظهر انهيار شركتي إنرون وأرثر أندرسون العديد من الدروس التي يُمكن الاستفادة منها في تجنب تكرار مثل هذه الانهيارات مستقبلاً، والتي من أهمها:³⁹

- تُعدُّ حادثة إنرون تذكيراً هاماً بطبيعة العلاقة المهمة بين المراجعة الداخلية ولجنة المراجعة، حيث من واجب المراجعين الداخليين كما هو الحال بالنسبة للمراجعين الخارجيين رفع تقاريرهم إلى لجنة المراجعة بكل ما يواجههم مباشرة بدلاً من الرفع للإدارة؛

- مما أفرزته نتائج الانهيار أنّ الأكاديميين وأصحاب الخلفيات النظرية ليست لهم في كل الأحوال خلفية تطبيقية، فقد كان يتواجد ضمن أعضاء لجنة المراجعة لشركة إنرون أعضاء لهم ثقل علمي، أحدهم على درجة أستاذ محاسبة متقاعد؛

- لا بد من وجود فصل كامل بين نشاطي المراجعة والاستشارات في شركات المراجعة؛⁴⁰

- تطوير طرق عرض المعلومات المالية لشركات المساهمة بحيث لا يتم السماح للشركات بإصدار قوائم أو تقارير مالية مبهمّة وغير واضحة.⁴¹

الخاتمة:

بعد إتمامنا لهذه الدراسة المتعلقة بتوضيح العلاقة بين إنهيار شركة "إنرون" للطاقة سنة 2001 وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات، فلقد توصلنا إلى إستخلاص جملة من النتائج وإقتراح مجموعة من التوصيات.

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؛

- وفيما يخص شركة إنرون، فيُرجع الخبراء والمحللون الاقتصاديون أسباب إنهيار الشركة إلى الإخفاقات الفعلية والملموسة لدى الأطراف الأساسية في حوكمة الشركات، وفيما يلي بعض الأمثلة على تلك الإخفاقات:

• **مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية:** اللذان ساهما بشكل كبير في هذا السقوط المدوي وذلك من خلال قيامهم بالعديد من الممارسات غير المشروعة؛

• **حملة الأسهم:** الذين ألقى اللوم عليهم نظراً لتقصيرهم في بعض الأمور؛

• **المراجعون:** الذين يقع على عاتقهم الجزء الأكبر من المسؤولية فيما يتعلق بإنهيار الشركة، ومن أهمهم مكتب المراجعة العالمي الكبير آرثر أندرسون الذي كان مسؤولاً عن مراجعة حساباتها. ونتيجةً لدوره في سقوط شركة إنرون فلقد خسر الكثير من عملائه الكبار، بحيث وصلت تلك الخسائر إلى حوالي 30 شركة من أكبر عملائه؛

• **هيئات ذاتية التنظيم:** مثل سوق نيويورك للأوراق المالية التي وضعت تحسينات لإجراءات حوكمة الشركات الجيدة عن طريق أعضائها، إلا أنها فشلت في تنفيذ بعض من تلك الإجراءات الخاصة بحوكمة المجلس والإدارة؛

• **بنوك الاستثمار:** بالإضافة إلى ما سبق يمكننا القول أن بنوك الاستثمار التي تعاملت مع شركة إنرون لها دور في هذه الفضيحة، مثل شركة "Merrill Lynch" و "Citigroup et JP-Morgan".

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 المسايمة للاتجاهات الدورية، وتعزيز قوة الترتيبات المُحَقَّقة 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؛
 - 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 وموافقتهم؛
 - 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 مسؤولين أمام المساهمين؛
 - التمويل الإسلامي يعد مكملا عمليا وموثوقا 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 القادرة على الاستمرار والتي تواجه ضائقة مؤقتة أو محتملة أهمية خاصة.
- هذا، ولقد أظهر انهيار شركتي إنرون وأرثر أندرسون العديد من الدروس التي يُمكن الاستفادة منها في تجنب تكرار مثل هذه الانهيارات مستقبلاً، والتي من أهمها:
- تُعدُّ حادثة إنرون تنكيراً هاماً بطبيعة العلاقة المهمة بين المراجعة الداخلية ولجنة المراجعة، حيث من واجب المراجعين الداخليين كما هو الحال بالنسبة للمراجعين الخارجيين رفع تقاريرهم إلى لجنة المراجعة بكل ما يواجههم مباشرة بدلاً من الرفع للإدارة؛
 - مما أفرزته نتائج الانهيار أنَّ الأكاديميين وأصحاب الخلفيات النظرية ليست لهم في كل الأحوال خلفية تطبيقية، فقد كان يتواجد ضمن أعضاء لجنة المراجعة لشركة إنرون أعضاء لهم ثقل علمي، أحدهم على درجة أستاذ محاسبة متقاعد؛
 - لا بد من وجود فصل كامل بين نشاطي المراجعة والاستشارات في شركات المراجعة؛
 - تطوير طرق عرض المعلومات المالية لشركات المساهمة بحيث لا يتم السماح للشركات بإصدار قوائم أو تقارير مالية مبهمه وغير واضحة.

الهوامش والمراجع:

* - 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 " ومسؤول 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 لمدرسة 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: 07-13.

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: 05.

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 - إحسان بن صالح المعتاز، أخلاقيات مهنة المراجعة والمتعاملين معها: إختيار شركة إنرون والدروس المستفادة، مجلة الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2008، المجلد: 22، العدد: 01، ص: 263-264.

²¹ - Philippe Bernoux, **Le cas enron fiche de synthèse**, Disponible sur le site:

"www.lyon-ethique.org/IMG/pdf/enron_fiche_de_synthese.pdf", Consulté Le: "01 janvier 2018", à: "02:02", P: 01.

²² - Richard Brealey et D'autres, **Principe de gestion financière**, 8^e Edition, Pearson Education, France, 2006, P: 1025.

²³ - Philippe Bernoux, **Op.cit**, P: 01.

**** - فلقد كانت لإنرون علاقات مع إدارتي "بيل كلينتون" و "جورج بوش" حيث قامت بدفع مبلغ 100000 دولار من أجل تمويل حملة كلينتون الانتخابية الثانية، كما قامت أيضا بتمويل حملة جورج بوش الابن الأولى بمقدار 2,3 مليون دولار وهي أكبر مساهمة يمكن أن تقدمها شركة صناعية، فلقد كان رئيس مجلس إدارتها من المرشحين لشغل منصب وزير الخزانة عندما تولى بوش مهام منصبه رسميا... لمعلومات أكثر، أنظر: أحمد علي خضر، حوكمة الشركات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية/مصر، 2012، ص: 157-158.

²⁴ - أحمد علي خضر، مرجع سبق ذكره، ص: 156-164.

²⁵ - إحسان بن صالح المعتاز، مرجع سبق ذكره، ص: 264.

²⁶ - ظاهر القشي وحازم الخطيب، الحاكمية المؤسسية بين المفهوم وإمكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية، مجلة إربد للبحوث العلمية، جامعة أربد الأهلية، الأردن، 2006، المجلد: 10، العدد: 01، ص: 07.

²⁷ - نفس المرجع أعلاه، ص: 12.

***** - يُقصد بإدارة الأرباح: التحريف المتعمد للأرباح، الأمر الذي يُفضي بدوره إلى أرقام محاسبية تختلف بشكل أساسي عما يمكن أن تكون عليه في غياب التلاعب، وذلك عندما يتخذ المديرون قرارات لا تخضع لأسباب إستراتيجية بل مجرد التعديل على الأرباح.

²⁸ - أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة وخدمات التأكيد بعد قانون Sarbanes-Oxley، الدار الجامعية، الإسكندرية/مصر، 2007، ص: 100.

²⁹ - إحسان بن صالح المعتاز، مرجع سبق ذكره، ص: 267.

³⁰ - نفس المرجع أعلاه، ص: 269.

³¹ - أحمد علي خضر، مرجع سبق ذكره، ص: 159.

³² - إحسان بن صالح المعتاز، مرجع سبق ذكره، ص: 271.

³³ - أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

³⁴ - إحسان بن صالح المعتاز، مرجع سبق ذكره، ص: 266-269.

³⁵ - أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص: 104-107.

³⁶ - عبد الوهاب نصر علي وشحاته السيد شحاته، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية/مصر، 2006-2007، ص: 158.

³⁷ - أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

³⁸ - عبد الوهاب نصر علي وشحاته السيد شحاته، مرجع سبق ذكره، ص: 161.

³⁹ - إحسان بن صالح المعتاز، مرجع سبق ذكره، ص: 265-270.

⁴⁰ - عبد الوهاب نصر علي وشحاته السيد شحاته، مرجع سبق ذكره، ص: 165.

⁴¹ - نفس المرجع أعلاه، ص: 165.