

مقياس حوكمة الشركات

ملخص المحاضرة -3 - حوكمة الشركات وسوق رأس المال

أولاً: مقدمة:

إن موضوع "حوكمة الشركات وسوق رأس المال"، موضوع جوهري يقع عند تقاطع مجالات التمويل، والمحاسبة، والقانون، ويوضح بشكل كبير لماذا وكيف تحصل الشركات على التمويل، وكيف يتخذ المستثمرون قراراتهم.

1.1. تعريفات أساسية

- **حوكمة الشركات : (Corporate Governance)** وفقاً لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) (1999a, 2004)، هي مجموعة العلاقات بين إدارة الشركة، ومجلس إدارتها، ومساهميها، والأطراف الأخرى ذات المصلحة. توفر هذه الحوكمة الهيكل الذي يتم من خلاله تحديد أهداف الشركة، وتحديد وسائل تحقيق تلك الأهداف ومراقبة الأداء.
- **أسواق رأس المال : (Capital Markets)** تشير إلى الأسواق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية طويلة الأجل (الأسهم، والسندات)، وحيث تقوم الشركات بجمع رؤوس الأموال لتمويل استثماراتها ونموها.

2.1 . مشكلة الوكالة ودور الأسواق

تتمثل نقطة الانطلاق النظرية في مشكلة الوكالة التي أبرزها جنسن ومكلينغ (Jensen et Meckling, 1976) تنبع هذه المشكلة من الفصل بين الملكية (المساهمين) والرقابة (المديرين)، خاصة في الشركات ذات الملكية المشتتة (بيرل ومينز - Berle et Means, 1932). فقد يميل المديرون إلى تعظيم منفعتهم الخاصة (الإنفاق الترفي، مشاريع استثمارية غير مربحة) على حساب قيمة المساهمين.

تعمل أسواق رأس المال، من خلال انضباط السوق (Market Discipline)، كآلية لمواءمة المصالح: يتم معاقبة الحوكمة السيئة بسرعة من خلال انخفاض سعر السهم، أو ارتفاع تكلفة التمويل (زيادة تكلفة رأس المال)، أو في الحالات القصوى، من خلال عمليات الاستحواذ العدائية (ما يُعرف بـ "سوق الرقابة المؤسسية").

ثانياً : تذكير بآليات الحوكمة وتأثيرها على الأسواق

يُنظر إلى الحوكمة الجيدة من قبل السوق على أنها إشارة جودة تقلل من مشاكل عدم تماثل المعلومات (تفاوت المعلومات) (Asymétrie d'Information) ومخاطر مصادرة حقوق المساهمين الأقلية (شفلايفر وفشني Shleifer - et Vishny, 1997).

1.2 لآليات الداخلية

تعمل هذه الآليات داخل الشركة:

- **مجلس الإدارة : Board of Directors - (CA)**

○ **استقلالية مجلس الإدارة:** يُعد وجود أعضاء مستقلين في المجلس مؤشراً رئيسياً. من المفترض أن يقوموا بمراقبة المديرين لمصلحة المساهمين. تشير الدراسات إلى أن مجلس الإدارة الفعال يمكن أن يحسن الأداء (مثل تلك التي قام بها كور، غواي، ولاركر) (Core, Guay et Larcker, 2003)، على الرغم من أن النتائج الميدانية حول مجرد الحجم أو الاستقلالية تكون غامضة في بعض الأحيان (هيرمالين ووايزباخ. 2003) - Hermalin et Weisbach.

- الفصل بين وظيفتي الرئيس التنفيذي/رئيس مجلس الإدارة :غالبًا ما يرتبط الجمع بين الأدوار بضعف الرقابة التي يفترض القيام بها من قبل المجلس و يُنظر إلى الفصل بينهما على أنه ممارسة جيدة للحوكمة.

• هيكل الملكية: (La Structure d'Actionnariat)

- التركيز مقابل التشتت: في بلدان القانون العام (Common Law) ، يكون تشتت الملكية أمرًا شائعًا. أما في بلدان القانون المدني (Civil Law) ، فغالبًا ما تكون الملكية مركزة (عائلات ، دولة، بنك). يمكن أن يقلل التركيز القوي من الصراع بين المديرين والمساهمين (مشكلة وكالة من النوع الأول)، ولكنه يزيد من حدة الصراع بين المساهمين الأغلبية والأقلية (مشكلة وكالة من النوع الثاني (لابورتا وآخرون - La Porta et al., 1998)).

2.2. الآليات الخارجية

يتم ضمان هذه الآليات من قبل السوق:

• القانون وحماية المستثمرين:

- أظهرت الدراسات الارتباط القوي بين جودة الحماية القانونية للمستثمرين (حقوق المساهمين، حقوق الدائنين) وتطور أسواق رأس المال. حيثما تكون القوانين قوية ومطبقة، يكون التمويل الخارجي (رأس مال الأسهم والديون) أكثر أهمية وأقل تكلفة. (أعمال لابورتا، لوبيز-دي-سيلانيس، شفلايفر، وفشني ((LLSV, 1998))

• انضباط سوق الرقابة: (Discipline du Marché du Contrôle)

- إن خطر عرض الاستحواذ العدائي (شراء الشركة من قبل كيان خارجي) يضبط المديرين ذوي الأداء الضعيف. تكون هذه الآلية أكثر أهمية في الأسواق عالية السيولة وذات الملكية المشتتة.

• المدققون، المحللون الماليون، ووكالات التصنيف:

- يعملون كمراقبين ثانويين عن طريق إنتاج المعلومات والتحقق من صحتها، مما يقلل من تفاوت المعلومات (عدم التماثل). وتُعد في هذا الإطار مصداقية المحاسبة أمرًا أساسيًا (واتس وزيمرمان - Watts et Zimmerman, 1986).

ثالثًا: الحوكمة، تكلفة رأس المال وأداء السوق المالي

وفقًا لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) ، يُعد نظام الحوكمة الجيد مُيسرًا لأداء أسواق رأس المال لأنه يقلل من عدم تماثل المعلومات والمخاطر المتصورة.

يُظهر الإطار النظري الذي عالج العلاقة بين الحوكمة وسوق رأس المال مايلي (Faizul Haque, Thankom G. Arun - et Colin Kirkpatrick, "Corporate governance and capital markets: A conceptual framework", 2008) في دراستهم

• تؤثر الحوكمة المؤسسية على الوصول إلى التمويل والأداء المالي.

- في المقابل، فإن وجود أسواق رأس مال متطورة يمكن أن يحفز على ممارسات حوكمة أفضل.

لذا، فهناك علاقة ترابط متبادلة في الاتجاهين «أسواق رأس المال ↔ الحوكمة المؤسسية»؛ فالأمر لا يقتصر على أن الحوكمة تحسن أداء الشركة فحسب، بل إن الأسواق أيضًا تفرض حوافز للحوكمة الجيدة.

تتجلى العلاقة بين الحوكمة الجيدة وأسواق رأس المال بشكل مباشر من خلال منهجين رئيسيين: **تكلفة رأس المال وتقييم البورصة**.

1.3 . خفض تكلفة رأس المال

- الحوكمة التي يُنظر إليها على أنها ذات جودة عالية تقلل من **المخاطر التي يشعر بها المستثمرون**. (les risques perçus)
- **إنخفاض مخاطر المصادرة (Moins de risque d'expropriation)**: يكون المستثمرون أكثر استعدادًا لدفع سعر أعلى للسهم إذا كانوا واثقين من أن المديرين لن يختلسوا الأموال أو يتخذوا قرارات تتعارض مع مصالحهم.
- **علاوة الحوكمة: (Prime de Gouvernance)** أظهرت الدراسات الميدانية أن الشركات التي تتبع ممارسات حوكمة أفضل تحقق عوائد أسهم أعلى بكثير وتُظهر تقييمًا أعلى وتستفيد هذه الشركات من علاوة حوكمة وتكلفة رأس مال أقل. أبرزها هذه الدراسات دراسة (Gompers, Ishii et Metrick (GIM, 2003)

2.3. جودة المعلومات وكفاءة السوق المالي

تحدد الحوكمة الشفافية وجودة الإفصاح عن المعلومات المالية.

- **الشفافية المحاسبية**: تضمن الحوكمة الجيدة **دقة وملاءمة البيانات المالية**، وهو شرط لا غنى عنه لكفاءة المعلومات في الأسواق (قدرة الأسعار على عكس المعلومات المتاحة) وذلك من خلال **الإفصاح المالي – التقارير المالية، التقارير غير المالية، والإفصاح المتكامل**. (Le reporting financier- extra financier- et Intégré)
- **سيولة الأوراق المالية: (Liquidité des Titres)** يمكن أن تزيد الثقة في الحوكمة وجودة المعلومات من **سيولة** أوراق الشركة، مما يجعلها استثمارًا أكثر جاذبية للمستثمرين المؤسسيين.

رابعاً: الاتجاهات الحالية والتحديات الجديدة

يتطور مجال الحوكمة وأسواق رأس المال باستمرار، مع ظهور جهات فاعلة جديدة واهتمامات مستجدة.

1.4 صعود المستثمرين المؤسسيين

أصبح **المستثمرون المؤسسيون** (صناديق التقاعد، الصناديق المشتركة (fonds mutuels)، شركات التأمين) مؤثرين رئيسيين في الحوكمة وذلك من خلال:

- **المساهمة النشطة: (Actionnariat Actif)** يستخدمون حقوقهم في التصويت ونفوذهم بشكل متزايد للانخراط في حوار مع الإدارة ("المشاركة"). وقد وثّق باحثون مثل (Black, 1998) و (Gillan et Starks, 2007) التأثير المتزايد لنشاط المساهمين على إصلاحات الحوكمة.
- **مدونات الإشراف: (Stewardship Codes)** يهدف وضع مدونات سلوك للمستثمرين المؤسسيين (كما هو الحال في المملكة المتحدة) إلى تشجيعهم على القيام بدور فعال في الرقابة على الشركات.

2.4 تكامل معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (ESG)

لم تعد الحوكمة مقتصرة على العلاقة بين المديرين والمساهمين فقط. (Shareholders) بل إنها تدمج الآن مصالح الأطراف الأخرى ذات المصلحة. (Stakeholders)

- **التمويل المستدام والأسواق**: يزداد إقبال المستثمرين على تكامل معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات، ويؤثر على قرارات التمويل في الأسواق. ولقد أصبحت ممارسات الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات الجيدة، وخاصةً ركيزة الحوكمة، ترتبط بمرونة أكبر وتقليل مخاطر السمعة والمخاطر المالية طويلة الأجل. وصار البحث العلمي يولي اهتماماً بالغاً بالعلاقة بين إدارة الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات وأداء سوق الأسهم.

3.4 الحوكمة في الاقتصادات الناشئة

في الأسواق الناشئة، غالبًا ما تسود مشاكل الوكالة من النوع الثاني (الأغلبية مقابل الأقلية) بسبب التركيز القوي للملكية (غالبًا عائلية أو حكومية).

- أهمية الإطار القانوني: تُعد جودة الإطار القانوني وتطبيقه أكثر أهمية لتطوير أسواق رأس المال، فتعمل الحوكمة كبديل لإطار قانوني قاصر أو غير مكتمل في هذه السياقات كما تؤكد دراسات.

خامساً: الحوكمة وكفاءة السوق المالي

بفترض مفهوم كفاءة الأسواق المالية، الذي صاغه (Fama, 1970)، أن أسعار الأصول المالية تعكس بالكامل جميع المعلومات المتاحة. وتُعد جودة حوكمة الرشيدة داخل الشركة محدداً أساسياً لقدرة السوق على تحقيق هذه الكفاءة.

1.5 الكفاءة ومشكلات الوكالة

تستند كفاءة المعلومات الى افتراض توفر المعلومات وموثوقيتها ودمجها الفوري في الأسعار. ويؤدي ضعف الحوكمة إلى إعاقة هذه العملية بشكل مباشر::

- عدم تماثل المعلومات (تفاوت المعلومات): (Asymétrie d'Information) تولد مشكلات الوكالة (Jensen et Meckling, 1976) وتفاوتاً في المعلومات بين المطلعين (Insiders) (المديرين، كبار المساهمين) والخارجيين (Outsiders) (المساهمين الأقلية، المستثمرين الآخرين). وذلك قد الى ميل المديرين إلى عدم الكشف عن جميع المعلومات ذات الصلة أو التلاعب بالنتائج.
- خطر نزع الملكية - المصادرة: (Risque d'Expropriation) يعبر هذا الخطر، وخاصة الصراع بين مساهمي الأغلبية والأقلية، عن معلومة غير مالية يسعى المستثمرون لتقييمها. فإذا شعر المستثمرون الاقلية بمخاطر عالية لسلب ملكيتهم، فلا يمكنهم تحديد القيمة الجوهرية للسهم، مما يجعل الأسعار غير كفؤة.

2.5 الكفاءة شبه القوية وجودة الإفصاح

تشتد كفاءة السوق، بمعناها شبه القوي (Semi-Forte)، أنى تعكس الأسعار جميع المعلومات العلنية. (العامة) و تعمل الحوكمة كرافعة لهذه الكفاءة:

- آليات الإفصاح: (Disclosure) تتطلب الحوكمة الجيدة شفافية وجودة عالية للمعلومات المالية وغير المالية ويُعد دور لجنة التدقيق واستقلالية المدققين أمراً بالغ الأهمية لضمان موثوقية البيانات المحاسبية.
- الحد من التقلبات: (Réduction de la Volatilité) عندما تكون الأسواق غير متأكدة من التزام الإدارة بخلق قيمة للمساهمين، يزداد تقلب الأسعار. لذلك فالحوكمة الجيدة تعمل على تقليل حالة عدم اليقين هذه من خلال توفير إشارات واضحة، مما يسمح للأسعار بعكس القيمة الجوهرية بشكل أفضل وتقليل أخطاء التقييم (Mispricing).

3.5 الحوكمة وانضباط السوق

في سوق كفؤ، يعاقب المستثمرون الشركات سيئة الحوكمة بسرعة:

آلية عقوبة السوق	الصلة بالحوكمة	النتيجة على الكفاءة
انخفاض سعر السهم	انخفاض الثقة بسبب ضعف حماية المساهمين.	يتكيف السعر ليعكس تكلفة الوكالة الأعلى (كفاءة أقل).
زيادة تكلفة رأس المال	يطلب السوق علاوة مخاطر الحوكمة لتعويض مخاطر المصادرة.	يتم دمج السعر هذه المخاطر الأعلى، ويقترب من قيمته المعدلة للمخاطر (تأثير انضباطي يدفع نحو الكفاءة).
التهديد بعرض الاستحواذ (OPA) (انضباط سوق الرقابة)	التقييم المنخفض للشركة في السوق المالي (بسبب سوء الحوكمة) يجعلها عرضة للخطر.	يتم شراء الشركة، ويتم استبدال المديرين، ويُفترض أن الحوكمة الجديدة تستعيد كفاءة الأسعار عن طريق زيادة القيمة.

4.5 حدود الكفاءة والحوكمة السلوكية

ينتقد التمويل السلوكي فرضية الكفاءة الكاملة (شفلايفر (Shleifer, 2000) - ودراسة "المتداولين المُشوشين (Noise)" (Traders).

- **العقلانية المحدودة:** حتى مع توفر معلومات مثالية (حوكمة جيدة)، يمكن أن تؤدي نفسية (سيكولوجية) المستثمرين إلى تشوهات في الأسعار (Anomalies de Prix) وفقاعات/انهيارات.
- **دور الحوكمة:** في هذا السياق، يجب ألا تتضمن الحوكمة القوية جودة المعلومات فحسب، بل أيضًا الاستقرار الاستراتيجي للشركة ومرونتها للتخفيف من صدمات سوق الأسهم غير العقلانية. وتساعد الحوكمة الجيدة الشركة على التركيز على القيمة الجوهرية طويلة الأجل، حتى في مواجهة تقلبات السوق قصيرة الأجل وغير الفعالة.

الخاتمة

تُعد حوكمة الشركات هي العمود الفقري الذي يربط عملية اتخاذ القرار الداخلي للشركة بالبيئة الخارجية لسوق رأس المال. لقد أثبتت الأعمال التأسيسية ليرل ومينز (1932)، وجنسن ومكلينغ (1976)، وشفلايفر وفشني (1997)، ولابورتا وآخرون (1998) أن حماية مقدمي رأس المال هي الشرط الأساسي لسوق رأس مال كفؤ، وقادر على تمويل النمو الاقتصادي.

واليوم يكمن التحدي في الانتقال من رؤية الامتثال (احترام القواعد) إلى رؤية الأداء المستدام، حيث تكون الحوكمة ميزة تنافسية تجذب رؤوس الأموال بتكلفة أقل وتضمن خلق قيمة طويلة الأجل، مع الأخذ في الاعتبار متطلبات ESG.