

صناع السوق ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات

أ. جابو سليم

f.market30@gmail.com

أ. بن عيسى عبد القادر

benaissiaek@gmail.com

الملخص:

تزايد الاهتمام بموضوع حوكمة المؤسسات في السنوات الأخيرة من قبل الباحثين والمهتمين في المنظمات الدولية خاصة بعد الأزمة المالية الآسيوية، والأزمة المالية العالمية. حيث زاد من أهمية الحديث عن موضوع الحوكمة في الشركات أو في المؤسسات المالية كثرة الفساد الإداري والمحاسبي بصفة عامة، والفساد المالي بصفة خاصة.

يعتبر صناع السوق آلية أساسية في مراقبة مسيري المؤسسات، وبالتالي فهم من بين الآليات الهامة لتحسين حوكمة المؤسسات. وفي هذا الصدد ستناول هذه الورقة البحثية دراسة مدى تأثير صناع السوق في بورصة الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات، وكيفية مراقبة هذه الأخيرة وتوجيهها نحو طرق محددة للتسيير واتخاذ القرارات، وذلك من خلال محاولة إعطاء مفاهيم نظرية حول حوكمة المؤسسات وجورها ودواعي الحاجة إليها، ومن ثم إعطاء صورة عن صناع السوق وكيفية عملهم، وصولاً إلى نتائج وإقتراحات. الكلمات الدالة: حوكمة المؤسسات، آليات ومحددات حوكمة المؤسسات، صناع السوق، نماذج حوكمة المؤسسات على الصعيد العالمي.

المقدمة:

أصبحت حوكمة المؤسسات من الموضوعات الهامة على كافة المؤسسات والمنظمات الإقليمية والدولية، وذلك بعد سلسلة الأزمات المالية المختلفة التي حدثت في الكثير من الشركات وخاصة في الدول المتقدمة، مثل الانهيارات المالية التي حدثت في عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية سنة 1997، وأزمة شركة Enron والتي كانت تعمل في مجال تسويق الكهرباء والغاز الطبيعي في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2001، وكذلك أزمة شركة Worldcom الأمريكية للاتصالات سنة 2002، وترجع هذه الانهيارات في معظمها إلي الفساد الإداري والمحاسبي بصفة عامة والفساد المالي بصفة خاصة.

وقد نتج عن هذه الانهيارات افتقاد الثقة في الأسواق المالية المختلفة وانصراف المستثمرين عنها وكذلك افتقاد الثقة في مكاتب المحاسبة والمراجعة نتيجة افتقاد الثقة في المعلومات المحاسبية التي تتضمنها القوائم المالية للشركات المختلفة نتيجة لكل ذلك زاد الاهتمام بمفهوم حوكمة المؤسسات وأصبحت من الركائز الأساسية التي يجب أن تقوم عليها الوحدات الاقتصادية، ولم يقتصر الأمر علي ذلك بل قامت الكثير من المنظمات والهيئات بتأكيد مزايا هذا المفهوم والحث علي تطبيقه في الوحدات الإقتصادية المختلفة، خاصة إذا تعلق الأمر بالمؤسسات التي تتداول أسهماها ببورصة الأوراق المالية.

طالما أن بورصة الأوراق المالية مستمرة ودائمة، يتعين عليها القيام بتحديد سعر عادل للأوراق المالية محل التداول وتوفير السيولة، والمساعدة على إتمام المعاملات عند أدنى قدر ممكن من التكلفة. ويلعب صانع السوق دورا هاما في البورصة، إذ يمارس مهنته بموجب ترخيص تمنحه له لجنة البورصة، ويقع على مسؤوليته تحقيق التوازن بين العرض والطلب. إذ يعتبرون كآلية أساسية في مراقبة مسيري المؤسسات وبالتالي فهم من بين الآليات الهامة لتحسين حوكمة المؤسسات، وفي هذا الصدد أجريت عدة دراسات، خاصة دراسات منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE، بشأن تأثير هؤلاء على نظام حوكمة المؤسسات وكيفية مراقبة هذه الأخيرة وتوجيهها نحو طرق محددة للتسيير واتخاذ القرارات. انطلاقا مما سبق، وفي سياق هذه الورقة البحثية يمكن طرح التساؤل الرئيسي الآتي حول:

ما مدى تأثير صناع السوق في بورصة الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات

وللإحاطة بالإجابة الشاملة عن هذا التساؤل سيتم التطرق إلى مايلي:

1. ماهية حوكمة المؤسسات؛

2. ما المقصود بصناع السوق في بورصة الأوراق المالية؛

3. كيف يآثر صناع السوق في بورصة الأوراق المالية على حوكمة المؤسسات.

1. ماهية حوكمة المؤسسات

نحاول في هذا البند التطرق إلى مفهوم حوكمة المؤسسات وذكر دورها وأهميتها ، فضلا عن آلياتها ومحدداتها

1.1 مفهوم حوكمة المؤسسات

لقد تعددت التعريفات المقدمة لمصطلح الحوكمة، بتعدد المهتمين بالمصطلح وانتماءاتهم السياسية والثقافية والاقتصادية والاجتماعية، بحيث يعبر كل تعريف عن وجهة النظر التي يتبناها مقدم هذا التعريف، وفيما يلي نقدم بعض التعاريف على سبيل المثال لا الحصر.

تعرف مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة بأنها: " هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها ".¹

كما تعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بأنها: " مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين ".

ويمكن تعريفها بأنها : " مجموع الآليات التنظيمية التي من شأنها الحد والتأثير على قرارات المسيرين ، والتحكم في توجهاتهم وتبين مجال صلاحياتهم ".²

وهناك من يعرفها بأنها: " مجموع "قواعد اللعبة" التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل، ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين ".وبمعنى آخر، فإن الحوكمة تعني النظام، أي وجود نظم تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية التي تؤثر في الأداء، كما تشمل مقومات تقوية المؤسسة على المدى البعيد وتحديد المسؤول والمسؤولية.

ويرى بعض الخبراء أن مفهوم حوكمة المؤسسات" يشير بشكل عام إلى مجموعة القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية والممولين وأصحاب المصالح من ناحية أخرى، بحيث يضمن الممولون حسن استغلال الإدارة لأموالهم وتعظيم ربحية وقيمة أسهم الشركة في الأجل الطويل، وتحقيق الرقابة الفعالة على الإدارة"³.

وبصفة عامة يمكننا القول أن حوكمة المؤسسات هي تعبير واسع يتضمن القواعد وممارسات السوق التي تحدد كيفية اتخاذ المؤسسات لقراراتها والشفافية التي تحدد ذلك ومدى المساءلة التي يخضع لها مسيروها وموظفوها ، وتتضمن أيضا موضوعات خاصة بقانون المؤسسات وقوانين القيد ببورصة الأوراق المالية والمعايير المحاسبية التي تطبق في المعلومات المفصح عنها وقوانين مكافحة الفساد وقوانين الإفلاس وعدم الملاءة المالية ، وهي تتضمن إضافة إلى هذا التشريعات الحكومية التي يتعامل معها المساهمون والمؤسسات وكل أصحاب المصالح ، والأهم من ذلك تتضمن الآليات إلي يمكن بها حل النزاعات بين مختلف الأطراف.

2.1. جذور حوكمة المؤسسات:

تشير الأدبيات الاقتصادية لحوكمة المؤسسات أن الاقتصاديين Berle و Means كانا من أوائل من تناول فصل الملكية عن الإدارة ، وذلك في عام 1932 حيث اعتبرا آليات حوكمة المؤسسات كقيلة بسد الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبيه التي من الممكن أن تضر بالشركة وبالصناعة ككل.⁴ وفي عام 1937 نشر Ronald Coase أول مقال يبين فيه طريقة التوفيق بين الملاك والمسيرين للشركة،⁵ وكذلك تطرق كل من Jensen and Meckling⁶ في عام 1976 ، Oliver Williamson في عام 1979 إلى "مشكلة الوكالة" حيث أشارا إلى حتمية حدوث صراع بالشركة عندما يكون هناك فصل بين الملكية والإدارة. وفي هذا السياق أكدوا على إمكانية حل مشكلة الوكالة من خلال التطبيق الجيد لآليات حوكمة المؤسسات.⁷

وإزداد الاهتمام بمفهوم حوكمة المؤسسات ، حيث حرصت عدد من المؤسسات الدولية على تناول هذا المفهوم بالتحليل والدراسة، وعلى رأس هذه المؤسسات كل من صندوق النقد والبنك الدوليين، المركز الدولي للمشروعات الخاصة، ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) التي أصدرت في عام 1999 مبادئ حوكمة المؤسسات، والمعنية بمساعدة كل من الدول الأعضاء وغير الأعضاء بالمنظمة لتطوير الأطر القانونية والمؤسسية لتطبيق حوكمة المؤسسات بكل من الشركات العامة والخاصة، سواء المكتتبه أو غير المكتتبه بأسواق المال، من خلال تقديم عدد من الخطوط الإرشادية لتدعيم إدارة الشركات، وكفاءة أسواق المال واستقرار الاقتصاد ككل. وتتناول المبادئ الخمسة الصادرة في 1999 من (OECD) تطبيقات حوكمة المؤسسات في شأن الحفاظ على حقوق حملة الأسهم، وتحقيق المعاملة العادلة لحملة الأسهم، وإزكاء دور أصحاب المصالح، والحرص على الإفصاح والشفافية، وتأكيد مسئولية مجلس الإدارة،⁸ وفي سنة 2004 أصدرت ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية قائمة جديدة لمعايير حوكمة المؤسسات، مضيئة مؤشر تأمين الأسس لإطار حوكمة فعالة للشركات. أما في الآونة الأخيرة، فقد تعاطمت بشكل كبير أهمية حوكمة المؤسسات لتحقيق كل من التنمية الاقتصادية والقانونية والرفاهة الاجتماعية للاقتصاديات والمجتمعات.⁹

وقد بدأ الاهتمام بموضوع "حوكمة المؤسسات" "Corporate Governance" يأخذ حيزا مهما في أدبيات الاقتصاد إثر إفلاس بعض الشركات الدولية الكبرى مثل إنرون و وورلدكوم، وتعرض شركات دولية أخرى لصعوبات مالية كبيرة مثل سويس إير، وفرانس تليكوم، وذلك حسب تقرير صدر عام 2000 لمصرف سويسري خاص تناول موضوع حوكمة المؤسسات والمسئولية الاجتماعية للشركات الكبرى.¹⁰

3.1. دواعي الحاجة إلى حوكمة الشركات في الدول النامية:

تبرز الحاجة إلى الحوكمة في العديد من الدول المتقدمة والناشئة خلال العقود القليلة الماضية، خاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا

اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين، وكذلك ما شهده الاقتصاد الأمريكي مؤخرا من انهيارات مالية ومحاسبية خلال عام 2002. وتزايدت أهمية الحوكمة نتيجة لاتجاه كثير من دول العالم إلى التحول إلى النظم الاقتصادية الرأسمالية التي يعتمد فيها بدرجة كبيرة على الشركات الخاصة لتحقيق معدلات مرتفعة ومتواصلة من النمو الاقتصادي. وقد أدى اتساع حجم تلك المشروعات إلى انفصال الملكية عن الإدارة، وشرعت تلك المشروعات في البحث عن مصادر للتمويل أقل تكلفة من المصادر المصرفية، فأتجهت إلى أسواق المال.¹¹ وساعد على ذلك ما شهده العالم من تحرير للأسواق المالية، وتزايد لانقثال رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبوق، ودفع اتساع حجم الشركات وانفصال الملكية عن الإدارة إلى ضعف آليات الرقابة على تصرفات المديرين، وإلى وقوع كثير من الشركات في أزمات مالية. ومن أبرزها دول جنوب شرق آسيا في أواخر التسعينات، ثم توالى بعد ذلك الأزمات، ولعل من أبرزها أزمة شركتي أنزون وورلد كوم في الولايات المتحدة في عام 2001. وقد دفع ذلك العالم للاهتمام بالحوكمة.¹²

4.1. آليات ومحددات حوكمة المؤسسات

رغم الاختلاف في تحديد دقيق لمفهوم حوكمة المؤسسات ، إلا أن هناك شبه اتفاق بين الباحثين عن محدداته والآليات التي من خلاله يتم تطبيقه، ويمكن تقسيم هذه الآليات إلى مجموعتين رئيسيتين هما: الآليات الخارجية والآليات الداخلية.

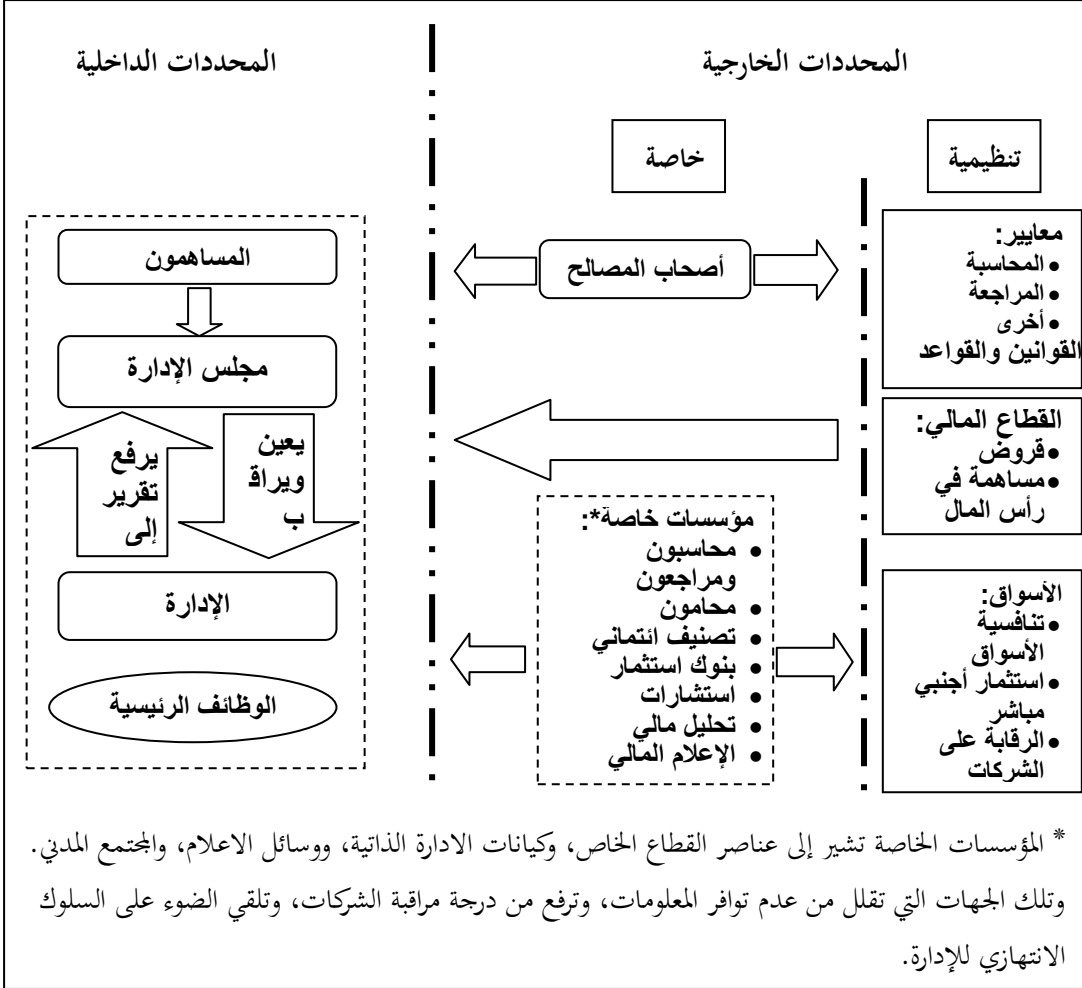
تتمثل المحددات الخارجية بصورة عامة في المناخ الاستثماري للدولة ، والذي يشمل على سبيل المثال القوانين المنظمة لعمل السوق ، مثل قوانين السوق المالية ، والمؤسسات وتنظيم المنافسة ومنع الاحتكارات والإفلاس ، وكذا كفاءة القطاع المالي في توفير التمويل اللازم للمؤسسات ، ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج ، وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية في إحكام الرقابة على المؤسسات ، وذلك فضلا عن بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن عمل الأسواق بكفاءة مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين .. وترجع أهمية المحددات الخارجية في أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تهتم بحسن تسيير المؤسسات وتقلل من التعارض والنزاعات بين أصحاب المصالح من جهة، وبين العائد الاجتماعي والعائد الخاص للمؤسسة.¹³

بينما تشير المحددات الداخلية إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل المؤسسة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدي توافرها من ناحية ، وتطبيقها من ناحية أخرى إلى الحد من تضارب المصالح والتقليل من النزاعات بين مختلف الأطراف. وتتمثل الآليات

الداخلية في : مجلس إدارة المؤسسة ، الرقابة المباشرة للمساهمين بواسطة الجمعية العمومية والرقابة التعاونية بين المسيرين ، المراجعة الداخلية...¹⁴

ويمكن تلخيص كل من المحددات الداخلية والخارجية للحوكمة في الشكل رقم (01) الآتي.

الشكل (01): المحددات الخارجية والداخلية للحوكمة



المصدر:

Iskander, M. and N. Chamlou, **Corporate Governance: A Framework for Implementation**, 2002, P122.

ويمكن توضيح دور آلية مجلس إدارة المؤسسة في تعزيز نظام الحوكمة كما يلي:¹⁵

لا يكون هيكل مجلس الإدارة هو السبب في نشوء التناقضات بشأن الممارسات السليمة في المؤسسة، وإنما قد يرجع السبب إلى تكوينه، وحتى يتمكن المجلس بالقيام بأدواره بصورة فعالة فإنه من الأفضل :

- أن يكون هناك جزء من أعضائه من المستقلين عن المؤسسة من غير الموظفين التنفيذيين أو أعضاء العائلة أو من بين المساهمين الرئيسيين. وهذا كي يتحقق الوصول إلى اتخاذ قرارات مستقلة في الحالات التي يوجد فيها تعارض في المصالح بين مختلف الأطراف ، خاصة في يتعلق التقارير المالية ؛
 - ينبغي ان يخصص أعضاء مجلس الادارة وقتا كافيا للقيام بمسؤولياتهم ؛
 - ينبغي توفير المعلومات الصحيحة وفي الوقت المناسب لأعضاء مجلس الادارة ؛
- وقد تتباين مسؤوليات مجلس الإدارة من مؤسسة إلى أخرى ، إلا أنه بصفة عامة ، وبخلاف حماية مصالح المساهمين ، فإنها تكون مسؤولة عن:

- اختيار وتقدير مكافآت الموظفين التنفيذيين ؛
- ضبط ومراقبة التناقض في المصالح ؛
- التأكد من نزاهة النظم المالية والمحاسبية ؛
- الإشراف على مدى فعالية ممارسة الحوكمة وعمل التغييرات الضرورية.

2. صانع السوق في بورصة الأوراق المالية

نحاول في هذا البند التطرق إلى مفهوم صانع السوق وذكر أهميته ومزاياه، فضلا عن التعريف على كيفية عمله

1.2. تعريف صانع السوق

صانع السوق هم جهات مرخص لها للعمل باستمرار بتحديد سعر لورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق المخصصة لهم من قبل البورصة، ويهدف صانع السوق إلى تحقيق سيولة (طلب وعرض) دائمة ومستمرة على ذلك السهم أو تلك الأسهم، كما يلتزم صانع السوق في كل يوم من أيام التداول بوضع أسعار معلنة لشراء وبيع ورقة مالية معينة - أو أكثر-، مما يتاح للسماسرة عبر شاشات التداول متابعة تلك الأسعار.¹⁶

ويمكن تعريفه على أنه شخص مرخص له من إدارة السوق بالتعامل في أسهم شركة أو شركات معينة، حيث يحتفظ بمخزون معين من أسهم تلك الشركات، ويقوم بالشراء والبيع إما لحسابه الخاص، وإما لصالح عملائه من الوسطاء والسماسرة وغيرهم، ويلتزم صانع السوق بشروط وضوابط معينة، الهدف منها مد

السوق بالمرونة والسيولة اللازمة في أي وقت من الأوقات، ومن ذلك إلزامه بالشراء عندما يكون هناك من يود البيع، والبيع عندما يكون هناك من يود الشراء وفي مقابل ذلك لا يقوم صانع السوق بدفع عمولة على العمليات التي يقوم بها.¹⁷

من خلال ما ورد سابقاً، هناك شروط لا بد من توفرها في صانع السوق:

- أن صانع السوق جزء من عملية التداول.
- أن يكون متواجداً على مدى طويل.
- أن تكون لديه القدرة على تأمين كمية الأسهم المطلوبة.
- إضافة إلى أن يكون لديه نظاماً إشرافياً وتنفيذياً.
- هو عبارة عن مؤسسات مالية قوية ومتعهدة ومستعدة للشراء والبيع.
- يجب أن تكون علاقة صانع السوق عكسية مع اتجاه السوق، وذلك لأن صناعة السوق هي إحداث استقرار واضح للسوق

وبالنظر في الأسواق العربية، فإنه لا يوجد صانع سوق بهذا المعنى،¹⁸ بينما يوجد في بعض الأسواق من يقوم بدور مماثل لصناعي السوق، ويطلق عليهم اسم المتخصصين، فهم يتعاملون على ورقة مالية معينة أو أكثر لحسابهم الخاص بغرض تخفيض الفرق بين العرض والطلب على الورقة المالية. ويقومون بدور المحفز بالنسبة للطلبات الكبيرة وذلك بالجمع بين مختلف السماسرة الذين يرغبون في شراء وبيع نفس الورقة المالية، ويوفر المتخصصون عنصر استقرار في السوق بقيامهم بدور المشتري عندما تسود رغبة البيع بين المستثمرين وبدور البائع عندما يغلب الطلب.

2.2. أهمية ومزايا صانع السوق

تظهر أهمية وجود صناع للأسواق المالية خاصة عندما تكون أسعار كثير من أسهم الشركات المدرجة بالسوق مرتفعة بنسب كبيرة اعتماداً على الإشاعات والمضاربات، ومن دون مبررات منطقية، بحيث تصبح أسعار أسهم هذه الشركات لا تتناسب ومستوي أدائها أو القيمة الحقيقية لأصولها.

يقوم صانعو الأسواق المالية بدور بالغ الأهمية في عملية المحافظة على استقرار أسعار وحجم التعامل داخل بورصة الأوراق المالية، وذلك من خلال دخوله للأسواق كمشتري في حالة الانخفاض الشديد للأسعار، والدخول كدور البائع في الأسواق المالية في حالة ارتفاع الأسعار، فلا يمكن في ظل وجود صناع للسوق أن تتدفق عروض بيع من دون أن يقابلها طلب شراء، أو وجود طلبات شراء من دون أن

يقابلها في الجانب الآخر طلبات بيع، وبالتالي تحتفظ الأسواق دائماً بحال من التوازن بين العرض والطلب،¹⁹ وبالتالي، يتحقق لهذه الأسواق أهم وظائفها وهي القدرة علي تسهيل الأوراق المالية بسرعة وسهولة، وإيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب، مما يحد من تقلبات الأسعار صعوداً أو هبوطاً ويؤدي إلى استقرارها واقتربها من السعر العادل، فضلاً عن ضمان استمرارية السوق في القيام بواجباتها وتحقيق أهدافها.

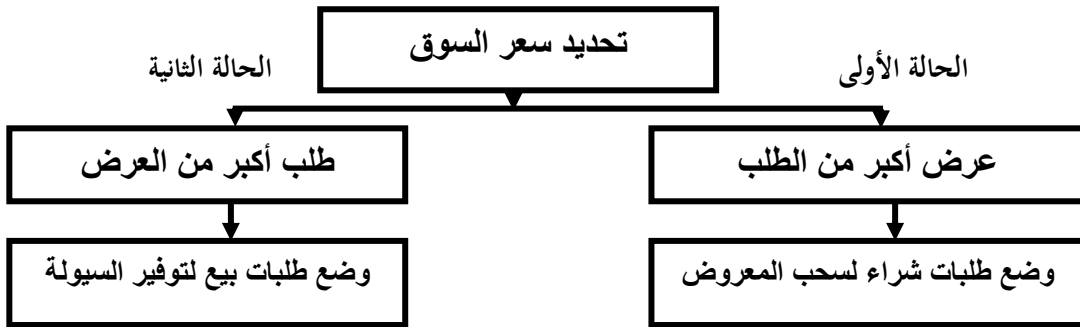
ويحقق صانعي السوق عدة مزايا أهمها:²⁰

- توفير الطلبات والعروض للأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية والإعلان عنها باستمرار.
- تحديد الأسعار بشكل توازن مستمر.
- صناعة السعر من خلال إدخال طلبات أو عروض.
- توفير الكميات اللازمة سواء في حالة الشراء أو البيع.

3.2. كيفية عمل صانع السوق

تحدد أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بواسطة صناع السوق، هذا الأخير يبدي صانع السوق استعداداه الدائم لبيع الأسهم التي يرغب المستثمرون في شرائها، كما ويبدي استعداداه بنفس الحماس لشراء الأسهم التي يرغب المستثمرون في بيعها. ونظراً لأن الراغبين في الشراء والراغبين في البيع بيع أسهم ما، عادة ما يتخذون قرارهم في توقيت مختلف، وبالتالي فإن مخزوننا كافيًا من ذلك السهم لابد أن يكون متاحاً لدى صناع السوق لتلبية طلبات العملاء،²¹ والشكل رقم (02) يوضح كيفية عمل صانع السوق.

الشكل رقم (02): كيفية عمل صانع السوق



المصدر: سليم جابو، مرجع سبق ذكره ، 2012/2011، ص41.

من المتوقع أن يكون سعر بيع السهم مساويا للقيمة التي يدفعها صناع السوق لشرائه مضافا إليها تكاليف الاحتفاظ بالمخزون والتي تشمل تكلفة التخزين وعائد الفرصة البديلة، وعائد إضافي للتعويض عن مخاطر تغير الأسعار، ويطلق على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بالهامش أو المدى.

تراقب إدارة البورصة تصرفات صناع السوق في شأن تحديد المدى وحتى غياب هذه الرقابة قد لا يستطيع صناع السوق المبالغة في قيمته، ففي ظل المنافسة الشديدة بين صناع السوق تنشأ علاقة تعويضية بين العائد والمخاطر. فصانع السوق يمكنه أن يضيق الهامش ويحصل بالتالي على قدر كبير من الصفقات غير أنه يصبح عرضة للتعرض للخسائر، أما إذا عمد على توسع المدى فإنه سيحصل على قدر صغير من الصفقات، إلا أنه يقلل من احتمال تعرضه للخسائر.²²

3. تأثير صناع السوق على حوكمة المؤسسات

يحرص صانع السوق على نجاح السوق وذلك من خلال ضبط توازن السوق وفقا لمعايير تصدرها هيئة السوق المالية، هذه الأخيرة تسعى إلى تطوير ورفع مستوى الشفافية في لائحة حوكمة الشركات إلى بلوغ مستوى يتلاءم مع متغيرات السوق كون أن نظام حوكمة الشركات يحتاج إلى توضيح أدق للتفاصيل حتى تغلق على المتلاعبين استغلالها. وقبل التطرق إلى العلاقة بين صناع السوق وحوكمة المؤسسات ينبغي معرفة النماذج المطبقة لنظام حوكمة المؤسسات.

1.3 نماذج حوكمة المؤسسات على الصعيد العالمي

تقدم لنا حوكمة المؤسسات مجموعة متكاملة من الأعراف حول دور مجالس الإدارة وكيفية تكوينه والعلاقات مع المساهمين والإدارة العليا والمراجعة والإفصاح عن المعلومات بالإضافة إلى قواعد اختيار المديرين والمسؤولين عن الإدارة العليا وعزلهم . هذه المفاهيم يختلق تطبيقها من دولة إلى أخرى ، وعلى العموم يوجد عالميا نموذجين رئيسيين لتطبيق نظام الحوكمة:²³ النموذج الأنجلو-ساكسون والنموذج الألماني-الياباني .

1.1.3 فالنموذج الأول Le modèle anglo-saxon (الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا)

يتميز بوجود عدد كبير من المؤسسات المتداول أسهمها في البورصة، سوق جد كبير للسيولة ولتبادل حقوق الملكية بالإضافة إلى وجود عدد قليل من شركات التي تشرف على رقابة مؤسسات أخرى Les holding de contrôle .

وعلى هذا الأساس يمكن القول أن هذا النموذج يرتكز أساسا على الآليات الخارجية للحوكمة، والمتمثلة أساسا في السوق المالية ، أين تلعب قوانين هذه الأخيرة والهيئات المنظمة لها دورا مهما في حماية مصالح المساهمين وخاصة الأقلية ويشكل صناع السوق في هذا النموذج جانبا مهما في التأثير على قرارات المؤسسة، كما تحتل مسألة كفاءة السوق المالية محورا هامة في هذا النموذج إذ يجب ان تعكس أسعار

الأوراق المالية واقع المؤسسة بصدق ، وبالتالي فالمسيرين يخشون من الإشارات السعيرية التي تبعثها سوق الأوراق المالية، فهم يسعون دائماً إلى تعظيم عائد الأموال الخاصة.

2.1.3. النموذج الثاني le modele germano-nippon (الألماني-الياباني)

في هذا النموذج تحتل البنوك الكبيرة ومؤسسات التأمين والدولة مكانة مهمة في نظام حوكمة المؤسسات، ويدخل هذا التقسيم ضمن التقسيم التقليدي لنموذج السوق المالية ونموذج اقتصاد الاستدانة. يمكن القول أن هذا النموذج تحتل فيه الآليات الداخلية للحوكمة مكانة هامة، خاصة بالدور الذي تلعبه البنوك الكبرى في التأثير على قرارات المؤسسة من خلال مساهماتها الرئيسية في رأس أموال أغلب المؤسسات ، وبهذا تعتبر كمساهم رئيسي أو مرجعي، كما ان مجالس الادارة تمتاز بالفعالية اكثر نتيجة لمكوناته من مختلف أطراف أصحاب المصالح ، خاصة الأجراء الذين يحتلون مركزاً جيداً.

2.3. العلاقة بين صناع السوق وحوكمة المؤسسات

أصدرت هيئة الأوراق المالية والأسواق المالية في بورصة نيويورك سنة 1975 قانوناً يقضي بالسماح بتداول الأوراق المالية المدرجة فيها في بورصات أخرى وألغت العمل بنظام عمولات الوساطة، فقد انخفضت هذه الأخيرة بحوالي 25% وازداد عمق وشمولية وحيوية السوق بظهور المنافسة من صناع السوق في بورصات أخرى ينافسون المتخصصين العاملين في بورصة نيويورك. وفي هذه النقطة سيتم إبراز بعض الدراسات التي بينت أن صناع السوق كان لهم تأثير على نجاعة المؤسسة، وعلى قيمتها السوقية. فحسب كل من Pound, Barclay et Holderness Loderer et Martin ، فإن هذه العلاقة تتحدد وفقاً لسلوك المستثمرين، إذ ان هؤلاء لا يكون لهم تأثير على أداء المؤسسة إلا بمحاولة تحسينهم لحوكمة المؤسسات. أما Del Guercio et Hawkins فقد بينا أن مساهمة صناع السوق، تتبع بممارسة نشاطات الرقابة من قبلهم، وتوصل الكاتبان إلا ان أنشطة الرقابة، ستؤدي في الغالب إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة. ومن جهة أخرى فقد توصل كل من Hudson, Parrino et Starks إلى ان صناع السوق يعتبرون كآلية أساسية في مراقبة مسيري المؤسسات، وتوجيههم نحو سياسات واستراتيجيات معينة تخدم مصلحتهم، فهم من بين الآليات الهامة لتحسين حوكمة المؤسسات.²⁴

تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد صناع سوق في الأسواق المالية العربية بهذا المعنى، فيفترض بالاستثمار المؤسسي، والذي يتكون من المحافظ الاستثمارية الجماعية (صناديق الاستثمار المشتركة)، وصناديق التقاعد والمعاشات، إضافة إلى محافظ المصارف وشركات التأمين وغيرها من محافظ الشركات المساهمة العامة، أن يلعب دوراً مشابهاً لدور صناع السوق من خلال الحفاظ على استقرار الأسواق المالية العربية، من حيث شراء أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة عندما تتخفص الأسعار دون قيمتها

الحقيقية وبيع الأسهم عندما ترتفع فوق قيمتها الحقيقية، وبالتالي يحافظ على استقرار الأسواق وكفاءتها ومصداقيتها.²⁵

وبالنظر إلى ما سبق فقد بينت جل الدراسات أن للاستثمار المؤسسي كان له تأثير على نجاعة المؤسسة، وعلى قيمتها السوقية، فلقد وجد كل من McConnel و Servaes علاقة طردية بين مساهمة المستثمرين المؤسسيين وأداء المؤسسة، أما من خلال دراسة Wruck لعينة مكونة من 128 مؤسسة قامت بإصدار أسهم جديدة تم اقتناء جزء منها من قبل المستثمرين المؤسسيين، فقد وجد أنه في حالة ما رفع الإصدار الجديد نسبة تركز الملكية في يد المستثمرين إلى أكثر من 25%، سيحدث هنا أثر إيجابي على أسعار تلك الأوراق في البورصة. وبالعكس، في حالة في زادت نسبة التركز إلى ما بين 5% و 25% فسيكون هناك أثر سلبي في الأسعار البورصة. أما أي تغيير في هذه النسبة إلى ما دون 5% فلا يكون هناك أي ارتفاع يذكر. معنى ذلك أن حيازة المستثمرين المؤسسيين لنسبة أكثر من 25% فسيكون ذلك مؤشرا إيجابيا في السوق المالية على تفعيل نشاط مراقبة المسيرين وضمان خدمة مصلحة الملاك. وقد بين كل من Thomsen et Pedersen أن تأثير المساهمين في أهداف المؤسسة، إنما يتحقق طبقا لفتنته، فكل نوع من المساهمين إلا ويسعى لتحقيق أهداف خاصة به: فالمستثمرين المؤسسيين يسعون لتوجيه المؤسسة نحو زيادة الأداء وبالتالي رفع القيمة السوقية لأسهمها ومن ثم زيادة ثروة الملاك. أما المساهمات العائلية فتهتم بطول حياة المؤسسة واستمراريتها. الدولة تهدف إلى توجيه المؤسسة نحو الجوانب الاجتماعية كطبيعة العمل والحماية الاجتماعية للعمال، أم المؤسسات المساهمة فتقوم بمحاولة تطوير التبادلات التجارية وتحقيق نمو مطلوب.²⁶

إن محدودية الدور الذي لعبه الاستثمار المؤسسي خلال فترة تصاعد حدة المضاربات التي تعرضت لها الأسواق المالية العربية، والتي تراجعت فيها أسعار أسهم كثير من الشركات القيادية والواعدة من دون مبررات منطقية. ويعود ذلك إلي أسباب عدة منها محدودية حجم الاستثمار المؤسسي في مقابل حجم أموال المضاربيين بمختلف شرائحهم، وحيث وصلت قيمة أموال المضاربيين بعد الاتساع الكبير في قاعدتهم إلى أضعاف حجم الاستثمار المؤسسي، إضافة إلي أن عدداً كبيراً من مديري المحافظ الاستثمارية للمصارف وشركات التأمين وصناديق الاستثمار، تحولوا إلى مضاربيين سواء بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق أعلى مستوى من الأرباح بغض النظر عن الأسعار العادلة لأسهم الشركات المدرجة والمتداولة، إضافة إلي تجاهل مكررات الربحية التي تجاوزت الحدود المقبولة في الأعراف الاستثمارية، وبالتالي أنضم مديرو هذه المحافظ إلي شريحة المضاربيين في تجاهل المؤشرات المالية للشركات وتجاهل القيمة الحقيقية لأصولها. وفي الأخير يمكن القول أن النمو المستمر للمستثمرين المؤسسيين وامتلاكهم لنسب كبيرة من أسهم المؤسسات، أدى إلى تحول في أنظمة حوكمة المؤسسات، من النموذج الإداري المعتمد على آليات داخلية

لمراقبة سلوك المسيرين خاصة من قبل مجلس إدارة المؤسسة، إلى نموذج يعتمد على آليات خارجية في عمليات المراقبة من قبل السوق والمساهمين. هذا النموذج الأخير، المعتمد أساساً على المستثمرين المؤسسيين، له هدفين مزدوجين: من جهة تقليل عدم تماثل المعلومات الذي يكون في صالح المسيرين في الغالب، ومن جهة أخرى محاولة وضع نظام للمكافآت والتعيينات يسمح للمسيرين بمتابعة تحقيق أهداف المساهمين.²⁷

خلاصة

بناء على ما سبق، يمكن القول أن مفهوم حوكمة المؤسسات معني بإيجاد وتنظيم التطبيقات والممارسات السليمة للقائمين على إدارة الشركة بما يحافظ على حقوق حملة الأسهم وحملة السندات والعاملين بالشركة وأصحاب المصالح وغيرهم، وذلك عن طريق الإلتزام بتطبيق معايير الإفصاح و الشفافية، وأن حوكمة المؤسسات عبارة عن القواعد التي توجّه سلوك الشركات وحاملي الأسهم، ومديري الشركات، وكذلك إلى الإجراءات الحكومية الرامية إلى تعزيز وفرض تطبيق تلك القواعد.

وجود ما يسمى بصانع السوق ضرورة حتمية في بورصة الأوراق المالية لما له من دور بالغ الأهمية في تحقيق الاستقرار للأسعار، إذ يعتمدون على الأبحاث والدراسات والمعلومات الضرورية التي تمكنهم من التسعير العادل للأوراق المالية المتداولة، وبالتالي عدم سيرهم خلف المضاربيين أو شراء أسهم الشركات بأسعار مصطنعة، ويبيدي صانع السوق استعداده الدائم لبيع الأسهم التي يرغب المستثمرون في شرائها، كما ويبيدي استعداده بنفس الحماس لشراء الأسهم التي يرغب المستثمرون في بيعها. ونظراً لأن الراغبين في الشراء والراغبين في بيع أسهم ما، عادة ما يتخذون قرارهم في توقيت مختلف. وبالتالي، فإن مخزوننا كافياً من ذلك السهم لابد أن يكون متاحاً لدى صناع السوق لتلبية طلبات العملاء، فهم بهذا يؤدون دوراً كبيراً في إضفاء مزيد من السيولة خصوصاً في أوقات عدم توافر أوامر شراء وبيع متطابقة، أو حين يغيب الاهتمام بالشراء أو البيع، وتجدر الإشارة إلى أن المتخصصين في البورصة والتجار في السوق الموازية يلعبون دوراً مماثلاً لصناع السوق.

يعتبر صناع السوق آلية أساسية في مراقبة مسيري المؤسسات، وتوجيههم نحو سياسات واستراتيجيات معينة تخدم مصلحتهم، فهم من بين الآليات الهامة لتحسين حوكمة المؤسسات، غير أن إضافة صناع للأسواق المالية العربية هي إضافة نوعية بدلاً من الإضافات الكمية، حيث يتم يوماً بالترخيص لوسطاء جدد بالعمولة بحيث أصبح عددهم يشكل عبئاً على المتعاملين وعلى الأسواق المالية، فالحق يقال أن الأسواق المالية العربية أحوج ما تكون خلال هذه الفترة إلى صناع السوق، في ظل تراجع سيولة الأسواق والتقلب

الشديد في مؤشراتنا نتيجة حال التخوف والترقب وانتشار الإشاعات وتعرض صغار المستثمرين لخسائر جسيمة.

تبين من خلال هذه الورقة البحثية أن الاستثمار المؤسسي -المستثمرين المؤسسين- في وضع أفضل من حيث قيامهم بدور فعال في تحسين وتعزيز نظام حوكمة المؤسسات، إذ يعتبرون من بين أهم الآليات الخارجية في التأثير على قرارات المسيريين. تمد النتائج التي خلصت إليها هذه الورقة البحثية إلى جملة من الأفكار، يمكن صياغتها في شكل اقتراحات كما يلي:

- على الباحثين والأكاديميين والمنظمات المهنية الاهتمام بصورة اكبر بموضوع الحوكمة للوصول إلى إرساء مبادئ الحوكمة بشكل سليم في الدول العربية عامة وفي الجزائر خاصة وذلك من خلال عقد الندوات والمؤتمرات واللقاءات.

- العمل على زيادة الإفصاح والشفافية في الشركات .

- سن وتطوير العديد من التشريعات والأنظمة والقوانين في الوطن العربي للارتقاء بأداء مجالس الإدارة والمديرين وحقوق المساهمين داخل الشركة .

- تبني معايير الحوكمة العامة في التشريعات الحالية لفوائدها الكبيرة وخلق آلية لتشجيع الشركات على وضع قواعد حوكمة خاصة بها لتطبيقها والعمل فيها .

- تأسيس محاكم مالية متخصصة وإصدار لائحة عقوبات واضحة وصريحة للمخالفين، وإصدار قرارات تنظم العلاقة الخارجية بين المساهمين وشركاتهم وعدم الاكتفاء بالعلاقة الداخلية.

- الإسراع في إنشاء هيئة أسواق المال المتخصصة في رقابة السوق حيث أثبتت الدراسات وتجارب الدول الأخرى أن معايير الحوكمة تكون كفاءتها أعلى في تحقق أهدافها في ظل الدول ذات التشريعات القوية .

- التمييز ما بين تداول أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين القانوني وغير القانوني .

الاحالات والمراجع:

¹ البنك الأهلي المصري، أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الشركات: حوكمة الشركات. النشرة الاقتصادية، العدد الثاني، المجلد السادس والخمسون، 2003.

² Gérard Charreux , **Le gouvernement des entreprises** , Paris: Economica, 1997, P:01.

³ بنك الاسكندرية ، النشرة الاقتصادية ، المجلد الخامس والثلاثون ، 2003 ، ص:47.

⁴ نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات سبيل التقدم، ورقة عمل، وزارة التجارة الخارجية المصرية، 2005.

⁵ Nichlas S. Argyres; Julia Porter Liebeskind, "**Contractual commitments, Bargaining power and governance inseparability: incorporating history into transaction cost theory**", The academy of management review, vol 24, n° 01, January 1999.

⁶ Jensen and Meckling, "**Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**", Journal of Financial Economics, 1976, vol3.

⁷ Oliver Williamson, "**Corporate governance**", The Yale law journal, vol 93, n° 7, June 1984.

⁸ Organization for Economic Co -operation and Development, "**Principles of Corporate Governance**", Economic Reform Journal, Issue n°. 4, October 2000.

⁹ Organization for Economic Cooperation and Development, "**Improving corporate governance standards: the work of the OECD and the Principles**", Globe white page, 2004.

¹⁰ Helbling, C, and J. Sullivan, "**Introduction: Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies**", in Search for Good Directors, a Guide to Building Corporate Governance in the 21 Century, Center for International Private Enterprise, Washington, 2003, p 7

¹¹ كارتين .ل كوشتا هلبليغ، غرس حوكمة الشركات في الاقتصاديات الصاعدة والانتقالية، مركز المشروعات

الدولية الخاصة، متاح على الموقع (تاريخ الإطلاع: 16.08.2013) www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp

¹² لمزيد من التفصيل أنظر:

- إبراهيم العيسوي، التنمية في عالم متغير: دراسة في مفهوم التنمية ومؤشراتها. القاهرة: دار الشروق، 2003، ص: 36 - 37.

¹³ بن ثابت علال، بن حاب الله محمد، المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، المنتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006، ص:5.

¹⁴ Gerard Charreux, " **Le Gouvernement De L'entreprise** ",In Yves Simon&Patrick Joffre, Encyclopedie De Getion, Op Cit,P 1657.

¹⁵ مركز المشروعات الدولية الخاصة، "الاتجاهات الدولية في القرن الحادي والعشرين ..دور جديد لمجلس الادارة " ، في حوكمة الشركات: قضايا واتجاهات ، نشرية تصدر عن المركز ، ديسمبر 2004 ، ص:04.

¹⁶ سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2012/2011، ص:39.

¹⁷ مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية**، مركز النشر العلمي، جدة، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2010، ص56.

¹⁸ نفس المرجع أعلاه، ص56.

¹⁹ وليد صافي وأنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص36.

²⁰ سليم جابو، **مرجع سبق ذكره**، 2012/2011، ص40.

²¹ منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993، ص116.

²² منير إبراهيم هندي، **مرجع سبق ذكره**، 1993، ص117.

²³ بن ثابت علال، **بن حاب الله محمد**، **مرجع سبق ذكره**، 2006، ص6.

²⁴ Mohammed Ali OMRI, " **Rôle des Investisseurs Institutionnels et Performances des Entreprises Tunisiennes** ", Centre Africain de Formation et de Recherche Administratives pour le Développement, Tanger, Maroc – 2002.

²⁵ سليم جابو، **مرجع سبق ذكره**، 2012/2011، ص179.

²⁶ Celine DU BOYS , " **L'activisme des investisseurs institutionnels ,est-il un outil efficace?** "w.p N655, ,université de droit,d'économie et des sciences d'aix Marseille, mars 2003,P:17.

²⁷ Estherjeffers & dominique plihon," **investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises** ", revue de l'economie financiere, n°36(3-2001),p:15-16.