

# حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا من منظور مدير للأصول



## بقلم طارق فضل الله

المدير التنفيذي، نومورا لإدارة الأصول في الشرق الأوسط

الشركة التي تفتقر إلى الحوكمة الجيدة.

لا يكون مستوى الربحية على الأرجح أعلى فحسب بل إن جودة المكاسب ودرجة التأكد من المكاسب المستقبلية يكون أفضل. وهذا يتيح للمستثمرين في الأسهم تخفيض معدل الخصم لتقييم الشركة ويحفز المقرضين على المطالبة بعوائد أقل على قروضهم.

في يوليو ٢٠٠٥ نشرت شركة إيه بي إن أمرو لإدارة الأصول دراسة أكدت فيها أن العائد على الأسهم في الشركات البرازيلية ذات الحوكمة فوق المتوسطة كانت أعلى بنسبة ٤٥٪ وكان صافي الأرباح أفضل بنسبة ٧٦٪ من الشركات التي

إن حوكمة الشركات على أكثر مستوياتها الأساسية تهم المستثمرين نظراً لأن هناك علاقة قوية بين الحوكمة الجيدة والعوائد المالية المرتفعة. ولقد أظهرت العديد من الدراسات أن الحوكمة الجيدة للشركات تساعد الشركات على تحسين فعاليتها التشغيلية ورفع ربحيتها وتعزيز ثقة المساهمين وتؤدي إلى رفع درجة تصنيفها إلى تقييمات مرتفعة.

فعندما تتساوى جميع المعطيات وفي خلال أي فترة معقولة من الزمن فإن الشركة ذات الحوكمة الجيدة وبيئة التشغيل القوية والتي تشتمل على الضوابط وأدوات الرقابة المناسبة وتتمتع بمستويات عالية من الشفافية والافصاح وعلاقة قوية مع مساهميها تصبح على الأرجح ذات أداء أفضل من

أظهرت ممارسات أقل من المتوسط.

وتقدم البرازيل نموذجاً مثيراً للأهتمام لمنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا مع الأخذ في الاعتبار التطور الأكثر تقدماً قليلاً بها في سوق الأسهم والتعرض الكبير للمستثمرين العالميين منذ بداية القرن.

فالسوق الجديد (نوفو ميركادو) البرازيلي عبارة عن قطاع إدراج بالبورصة للتداول في الأسهم الصادرة عن الشركات التي تلزم نفسها طواعية بتطبيق ممارسات حوكمة إضافية إلى جانب تلك التي يقتضيها القانون.

فمنذ بداية السوق في يناير ٢٠٠٧ وحتى نهاية عام ٢٠١٤ حقق مؤشر الـ ١٢٥ عضواً بالسوق الجديد «مؤشر أسهم الشركات ذات الحوكمة الخاصة» نسبة ارتفاع بلغت ٧٧٪ فيما ارتفع مؤشر السوق العادي بوفيسبا القياسي بنسبة ١٤٪ فقط. لم تكن الحوكمة هل العامل الوحيدة ولكنها كانت عاملاً مهماً.

في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا تعاون معهد حوكمة لحوكمة الشركات بمركز دبي المالي العالمي مع شركة ستاندارد وبورز في وضع مؤشر بيني اجتماعي ومختص بالحوكمة. ويقوم هذا المؤشر بقياس أداء أفضل ٥٠ سهماً مصنفاً في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا ويتم حساب ذلك بمراجعة وتسجيل درجات ما يقرب من ٢٠٠ من العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة لتلك الشركات.

يتم التركيز على الحوكمة عادة في أوقات الأزمات أو بعد ظهور تجاوزات ولذا فإنه ليس من المستغرب أن الشركات ذات الحوكمة الجيدة يكون أداؤها جيداً خلال تلك الفترات وربما ليس بهذا القدر خلال فترات ارتفاع الأسواق والتي عادةً ما تتميز بزيادة مخاطر الأعمال وارتفاع المردود المالي.

ومع ذلك فإن مؤشر ستاندارد آند بورز وحوكمة للأسواق العربية قد تفوق في الأداء على مؤشرات القياسية الأساسية منذ بداية ظهوره في أكتوبر ٢٠١١ حتى مع ارتفاع الأسواق ورغم الافتقار إلى التوعية العامة بشأن حوكمة الشركات بين الكثير من المستثمرين وخاصة مستثمري التجزئة البارزين للغاية في الأسواق العربية.

تعتبر طريقة العمل والتسجيل في مؤشر ستاندارد آند بورز وحوكمة شاملة ولكن هيكله صراحة يتصف بالجمود ويعد غير متطور نسبياً. ومع ذلك فإن وسيطاً بسيطاً نوعاً ما للشركات ذات الحوكمة الجيدة قد تغلب بسهولة على العديد من مديري محافظ الأوراق النشطة في السوق المرتفع. والمحصلة هي أن وجود شاشة للحوكمة من المحتمل أن تساعد المستثمرين على تحسين الأداء ليس فقط في أوقات ازدهار السوق ولكن ربما في أي فترات ركود طويلة في السوق. إن راحة البال وحدها تستحق الجهد.

إن تفاوت الأداء بين الشركات غالباً ما يظهر جلياً في الأسواق الصاعدة التي تبدو غير فعالة نسبياً بسبب سوء تغطية البحوث أو التي تعاني من آلية متباطئة لخصم الأسعار ولكنه ينطبق أيضاً على الأسواق الأكثر تقدماً.

أشارت إحدى الدراسات التي نشرتها جامعة هارفارد وكلية وارتنون للأعمال في الدورية ربع السنوية للاقتصاديات عام ٢٠٠٣ إلى أن هناك تفاوتاً في الأداء يصل إلى نسبة ٨,٥٪ سنوياً في الولايات المتحدة والتي من المفترض أنها أكثر أسواق العالم تقدماً وتطوراً وذلك بين أفضل وأسوأ الشركات من حيث الحوكمة. ولا يكاد يكون من المستغرب أن تزدهر صناديق حوكمة الشركات حتى في ما يسمى بالأسواق المتقدمة.

ومع أن جهود الجهات التنظيمية على مدى السنوات القليلة الماضية قد رفعت المعايير العامة في أنحاء منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا إلا أن الطريق إلى أفضل الممارسات العالمية طويل ولا يزال الالتزام بهذه المعايير بين الشركات المحلية متفاوتاً إلى حد كبير.

حذرت مؤسسة فيتش الدولية في العام الماضي من أن تصنيف الشركات في منطقة الخليج مكبل بالضعف النسبي لحوكمة الشركات مقارنة بالشركات في الأسواق المتقدمة. كما أشارت فيتش إلى غياب المجالس المستقلة الفعالة وضعف الشفافية وممارسات الإفصاح المحدودة في الشركات الخاصة وفي ذات الوقت أقرت بأن الحوكمة تتحسن باستمرار في شركات المساهمة العامة.

وللمستثمرين بوضع تقييمات أعلى ودفع أسعار أعلى للشركات المحكومة بشكل جيد.

في نهاية عام ٢٠١٤ تداول السوق الجديد (نوفو ميركادو) في البرازيل على مكرر للربحية (السعر للعائد) بلغ نحو ٢١ ضعفاً مقارنة بـ ١٦ ضعف في مؤشر السوق العادي بوفيسبا بنسبة تميز ٣٠٪. هذا على الجانب الأعلى للدراسات والتي تظهر تميزاً يتراوح بين ٢٠٪ - ٣٠٪ في الكثير من الأسواق ولكنه يؤكد أنه حقيقي ويمكن إثباته.

يقيم المستثمرون تحسين فعالية التشغيل والربحية الأعلى والتقييمات المرتفعة بصورة إيجابية بما ينعكس على أداء سعر السهم وهو تحديداً ما يرغب فيه مديرو الأصول والمساهمون بصفة عامة. تكون الأولوية عادة للاستثمار في الشركات ذات الحوكمة الجيدة إلا أن هناك دليل قوي يشير إلى أنه يتم تحقيق أفضل العوائد المالية من الاستثمار في الشركات ذات الحوكمة الرديئة الملتزمة بتحسين ممارساتها. وكثيراً ما تكون الإدارة هي التي تقود وتحفز التغيير ولكن غالباً ما يقوم المساهمون بأخذ زمام المبادرة في المطالبة بتحسين ممارسات الحوكمة وتحقيق عوائد أعلى.

ومع أنه لا يتم تشجيع المساهمين النشطاء كما أنهم ليسوا بالضرورة مرغوبين في المنطقة إلا أن هناك مجموعة متزايدة من "المساهمين الاستشاريين" التي تسعى إلى الانخراط في الحوار وتعرض العمل مع الإدارة لتطوير أنظمة الشركة والتنظيم والضوابط للمنفعة المشتركة. لا يشارك مديرو الأصول التقليديون في هذه الأنشطة ولكنهم يراقبون بعناية ويدعمون حيثما كان ذلك مناسباً كمساهمين رئيسيين.

واليوم يدرك آثار الحوكمة دائرة أوسع من مجرد المستثمرين والمساهمين. فللحوكمة تأثير على العديد من الأطراف المعنية بالشركة مثل العملاء والموظفين والمجتمع ككل. فالعملاء يريدون من بائعيهم أن يحسنوا التصرف في أموالهم ويسعى الموظفون إلى الإنجاز وإلى تحصيل مدفوعات معقولة. وتعتبر قوة وسائل التواصل الاجتماعي في صناعة أو تدمير المنتجات والخدمات أمراً هاماً بالنسبة للكثير من الأعمال. وللإنصاف نقول إن الكثير من الشركات في منطقة

ومع كل ما يدور من أحاديث حول تحسن الحوكمة إلا أن هناك سلسلة مستمرة من الحوادث المثيرة للإحباط حتى بين أكبر شركات المنطقة والتي تبرز حقيقة أنه لا يزال يتعين على الكثير من الشركات تطبيق أفضل الممارسات العالمية بصرف النظر عما تعنيه تصنيفات مؤشر أسواق بورصات الأسهم العالمي.

يقول المدافعون إن منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا بحاجة إلى إتباع منهج تدريجي نحو الأخذ بأفضل الممارسات بسبب «المسائل الثقافية» أو منحها «مجالاً للمناورة» ولكن ليس هناك عذر حقيقة للبطء في التطبيق. لا يطلب المستهلكون في المنطقة استخدام الانترنت عبر الاتصال الهاتفي لأنه سيتم الانتقال قريباً إلى خدمات النطاق العريض ولا يسعى المقاولون إلى بناء خامس عشر أطول برج في العالم أو عاشر أكبر مجمع تجاري لأنه من الطموح استشرف ما هو أكبر من ذلك. فالمنطقة التي تطمح إلى أن تصبح الأكبر والأعظم في التجارة والصناعة يجب ألا تقبل بأي شيء أقل من أفضل الممارسات في الحوكمة.

إن أمام الجهات التنظيمية دوراً هاماً للقيام به وكذلك المساهمين والمدراء والمراجعين. ولكن المجتمع كله بما في ذلك المحللين الماليين وحتى وسائل الإعلام لابد أن تساعد أيضاً في مراقبة الشركات وتفرض ممارسات الشركات التي تفشل في تحقيق أعلى معايير الحوكمة.

إن وجود ضوابط قوية يساعد في التسويق إلى الأجنبي ويوفر الطمأنينة حول مستوى حوكمة الشركات ولاسيما في الأسواق الجديدة وإلى المستثمرين الجدد. إن تخفيف القيود وفتح الأسواق في المنطقة يعد أمراً إيجابياً ولكن من المهم أيضاً ألا يتم استدراج الأجنبي بفعل مظاهر كاذبة وينتهي بهم المطاف إلى خيبة الأمل.

ونظراً لأن المديرين مسئولين عن أموال الآخرين فإن مديري الأصول عليهم مسئولية الاستثمار بحكمة وعناية. إن الأمن النسبي المدعوم بشركات ذات حوكمة جيدة يتيح لنا يوماً أهدأ في الليل.

فلاستدامة والتأكد وجودة وشفافية المكاسب تسمح

الشرق الأوسط وشمال أفريقيا قد تبنت مفهوم مسؤولية الشركات والمسئولية الاجتماعية.

#### المراجع:

«حوكمة الشركات في البرازيل: هل هناك ارتباط بين حوكمة الشركات والأداء

المالي في سوق البرازيل؟» شركة إيه بي إن أمرؤ لإدارة الأصول، يوليو ٢٠٠٥.

«حوكمة الشركات وأسعار الأسهم»، الدورية ربع السنوية للاقتصاديات،

فبراير ٢٠٠٣.

أخيراً، لا شك أن التطور في حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وتحديداً داخل منطقة مجلس التعاون الخليجي كان كبيراً على مدى السنوات العشر الماضية. ولكن حوكمة الشركات ليست هدفاً جامداً كما لا يزال يغيب الالتزام العام بجوهر الحوكمة وكذلك المتطلبات القانونية لتحقيق ذلك غائبة. ليس هناك وقت للجلوس على أي أمجاد فهناك الكثير من العمل في الانتظار.

