

حوكمة الشركات



التحضير لإدراج الشركات المملوكة للدول الأعضاء بمجلس التعاون الخليجي بالبورصة - من منظور شركات إدارة الأصول



طارق فضل الله

الرئيس التنفيذي - شركة نومورا لإدارة الأصول في الشرق الأوسط

الساحة العالمية. وعادة ما تمثل تلك الشركات نسبة كبيرة من الناتج القومي وتوظف آلاف المواطنين، ويمكنها أن تؤدي دوراً حاسماً في تقديم بعض الخدمات التي لولاها ما توفرت، أو ربما توفرت لكن بأسعار مرتفعة.

السبب المنطقي لتأسيس الشركات المملوكة للدولة واضح، ولكنه أمر محفوف بمخاطر بما فيها احتمال سوء تخصيص الموارد النادرة، سوء استخدام المال العام، زيادة الأعباء الضريبية، خلق مساحة للتدخل السياسي، والبيروقراطية المفرطة. وبشكل عام، من الممكن أن يؤثر تواجد الشركات المملوكة للدولة في قطاعات

الشركة المملوكة للدولة (SOE) هي شركة تمتلكها الحكومة جزئياً أو كلياً. وبالرغم من أن الشركات المملوكة للدولة تبدو ظاهرياً مؤسسات تجارية إلا أنها غالباً ما تُدار بتفويض أوسع نطاقاً من أجل المساعدة في تطوير الاقتصاد وتوفير الخدمات الأساسية وخلق فرص العمل.

على مدار الخمسين عاماً الماضية، كانت الشركات المملوكة للدولة (SOEs) أداة مهمة في إدارة التنمية الاقتصادية والسياسية والاجتماعية - على سبيل المثال لا الحصر- في الدول النامية. وقد جرى استخدامها لاحتضان الصناعات، وإعادة توزيع الثروات، وتصحيح أخطاء الأسواق، بل وحتى تعزيز الأجندات الوطنية على

قيمتها على ٣٩٠ مليار ريال سعودي (١٠٤ مليارات دولار أمريكي) في ١٩ شركة مدرجة بالبورصة المحلية.

كذلك انتشرت الشركات المملوكة للدولة والتي بدأت في كثير من الأحيان مزاوله أنشطتها بوصفها شركات صغيرة نسبياً توفر خدمات هامة مثل الكهرباء والطاقة والاتصالات والخدمات المالية انتشاراً سريعاً للغاية حتى أصبحت مؤسسات ضخمة. ونما العديد من تلك المؤسسات نمواً كبيراً خارج نطاق اختصاصها الأصلي، وتوسعت داخل قطاعات أخرى ومناطق جغرافية خارج نطاق الدولة. على سبيل المثال، شركة الاتصالات السعودية - والتي تملك الكيانات الحكومية ما يزيد على ٨٣٪ من أسهمها القائمة والتي تحتكر السوق المحلية منذ ٢٠٠٧ - أصبحت تعمل في الكويت، والبحرين، والهند، وماليزيا، وتركيا، وجنوب إفريقيا، ولبنان، والأردن. وتستمر في تقديم خدمات الهاتف الأرضي والمتحرك في المملكة، وتوسعت في تقديم خدمات الإنترنت والاستثمارات التكنولوجية والتلفاز تحت الطلب.

ورغم هذا النمو الهائل خففت الحكومات استحواذها بالكاد على مدار الأعوام الأخيرة، حيث تملك الحكومة نسبة مساهمة كبيرة في أربعة من أكبر خمسة بنوك سعودية في حين تهيمن الملكية السيادية لدولة الإمارات العربية المتحدة عبر أشكال متنوعة على سجلات المساهمين، ويملك جهاز قطر للاستثمار أسهماً تتراوح بين ١٠٪ و ٩٩٪ في أكبر البنوك المحلية.

ليس من الضروري أن يمثل هذا النوع من الملكية عائقاً أمام تلك المؤسسات أو المساهمين الآخرين، ففي النهاية ربما يستفيدون من الدعم الحكومي الضمني والمعاملات التفضيلية والوصول إلى صناعات السياسة الرئيسية. وربما تستفيد المؤسسات المملوكة للدولة أيضاً من مزايا عدة عند الحصول على التمويل، خاصة في أوقات نقص السيولة، وعند تدبير تمويل العقود العامة.

ولكن مثل هذه العلاقات الوثيقة قد تثير تساؤلات عن تضارب المصالح، وغياب تكافؤ الفرص، والمنافسة

اقتصادية مختلفة على أداء السوق الحرة، ويرفع جميع أنواع التكاليف؛ مما يؤثر سلباً على التنافسية الاقتصادية في الأجل الطويل.

بفضل الالتزامات الناتجة عن الاحتكار العملي من جانب حكومات دول الخليج العربي لموارد المنطقة الطبيعية إلى جانب طبيعة الثقافة المجتمعية القائمة على رعاية الأب للأسرة، غدت مشاركة تلك الحكومات الواسعة النطاق والمعقدة في النشاط الاقتصادي العام سواء مباشرة أو عبر الشركات المملوكة للدولة أمراً شائعاً. وقد جرى استخدام تلك الكيانات - التي تتنوع أشكال ملكيتها لتشمل المساهمة المباشرة من الوزارات، أو صناديق الثروة السيادية، أو مؤسسات الدولة، أو حتى أموال التقاعد التي ترعاها الحكومة - في توفير المنتجات والخدمات المدعومة للمواطنين بما في ذلك المواد الغذائية الأساسية، والوقود، والمرافق الخدمية.

في حالات كثيرة، حصلت تلك الشركات المملوكة للدولة على حماية خاصة بموجب الملكية العامة، ولكن تم ادراجها بعد ذلك في أسواق أوراق المال المحلية لتمكين المستثمرين المحليين من المشاركة في النجاح، وأيضاً لتمكينها من الاستفادة من فرص الحصول على التمويل عبر الأسواق المالية والاستفادة من قواعد الانضباط والامتثال التي تفرضها تلك الأسواق. ونتيجة لذلك تضخمت ملكية الحكومة للشركات المدرجة في بورصات المنطقة وتمثل نسبة كبيرة من قيمة مؤشرات الأسهم المحلية.

فعلى سبيل المثال، يتكون المؤشر السعودي العام «تداول» (TASI) حالياً من ١٧٦ شركة تمثل أكبر ٢٧ شركة فيه حوالي ٧٢٪ من وزن المؤشر المعدل، وتبلغ القيمة السوقية لتلك الشركات حوالي ١,٢٧٠ مليار ريال سعودي (٣٣٨ مليار دولار أمريكي) نصفه تقريباً تملكه مؤسسات حكومية مثل صندوق الاستثمارات العامة، والمؤسسة العامة للتقاعد، والمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية، والشركة السعودية للصناعات الأساسية - سابك (التي تملك الحكومة ٧٠٪ منها). يملك صندوق الاستثمارات العامة السعودي وحده حصصاً معلنة تزيد

العادلة مع المنافسين من القطاع الخاص، والإشراف على معاملات الأطراف ذات الصلة.

بالإضافة إلى ذلك، قد تعرض الحكومات على الشركات المملوكة للدولة حماية مفرطة مما يؤدي إلى إعاقة التطور الاقتصادي، أو دعم أوجه القصور بها، أو فرض أعباء أكبر على المجتمع. فهناك جدل بأن تكلفة إنتاج الكهرباء وتوفير المياه عبر دول الخليج - بالرغم من أنها لا تزال مدعومة للمستهلك - إلا أنها تظل أكبر مما يمكن توقعه في بيئة أكثر تنافسية في حين أن بعض خدمات الاتصالات ما زالت غير متوفرة أو محظورة مما أثر بالسلب على المستخدمين.

ومع انقضاء عصر الرخاء، يبحث صناع السياسة في دول الخليج بتمعن عن طرق لتطوير اقتصاداتهم وتويعها، ويعيدون تقييم دور الشركات المملوكة للدولة. إن الاستعجال في ضرورة إنجاز هذا الملف يشي بأن التمويل العام يعاني بعض المعضلات، ولكنه في الوقت نفسه إقرار جاء متأخراً عن مواعده بأن اقتصادات دول الخليج استمرت في العمل ضمن أطر عمل عتيقة كانت تلائم مناخ العمل في القرن الماضي أكثر من مناسبتها القرن الحالي.

وقد ظهرت مقترحات عديدة في شكل خطط مُفصّلة معلنة تسعى لتحقيق أهداف سامية على مدار السنوات المقبلة. وتُعد رؤية ٢٠٣٠ الخاصة بالمملكة العربية السعودية الأكثر شهرة، ولكن كل دولة لها اختلافها الذي يميزها. كذلك فمن المتوقع أن تطرح الحكومات - جزئياً في معظم الحالات - أسهماً بأعداد كبيرة لشركات متنوعة تتركز في قطاعي النفط والغاز ذوي الأهمية الإستراتيجية وقطاعات النقل والرعاية الصحية والتعليم. ومن الصعب تقدير قيمة الشركات التي سيتم خصخصتها على مدار الأعوام القليلة المقبلة، لكن من المرجح أن تكون ذات قيمة كبيرة وربما تخفض من قيمة الشركات المدرجة حالياً في البورصات الإقليمية.

وحتى يمكن توظيف المعروض المتزايد من الأسهم، من الضروري الاشتراك مع المستثمرين الأجانب وجذب

رأس المال الدولي الذي يتميز بطبيعته بتجنّب المخاطر والحساسية تجاه أمور الحوكمة في الاقتصادات الناشئة. فقد وقّعت المؤسسات المستثمرة - التي تُدير ما يزيد على ٦٠ تريليون دولار أمريكي - بالفعل على مبادئ الأمم المتحدة للاستثمار المسؤول «PRI» الذي يتطلب منهم إدماج العوامل البيئية والاجتماعية وعوامل الحوكمة (ESG) في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

لذا سيحرص هؤلاء المستثمرين على فهم الآلية التي من خلالها يتم إدارة التعارض الذي قد ينشأ بين أهداف زيادة الأرباح الخاصة بالشركات، والمصالح الوطنية - وحتى الدولية - الخاصة بالحكومات. هل سيتمكن نظام الرعاية الصحية المخصص من علاج الفقراء أو المرضى غير المؤمن عليهم؟ كيف ستتمكن شركة نפט خاصة - من حيث الاسم - من إدارة التزاماتها تجاه اتحادات الصناعة والمنظمات الدولية؟

ومن الصعوبة بمكان، خاصة في الأسواق الناشئة، تحديد النقطة التي تتحول فيها الشركات من مؤسسات مملوكة للدولة إلى شركات خاصة تُعد الحكومة فيها مجرد مساهم. ربما يمثل حجم المساهمة المعيار الأكثر دلالة إلا أنه ليس من الغريب أن يتحكم المساهمون النافذون في الشركات عبر الحصص الصغيرة نسبياً.

ومن الجدير بالذكر أن حوكمة المؤسسات المملوكة للدولة في الأسواق الناشئة قد حققت طفرة كبيرة على مدار العشرين عاماً الماضية كجزء من الاتجاه نحو العولمة، وبسبب زيادة التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود. وبالإضافة إلى ذلك، تستطيع حكومات دول الخليج الاعتماد على سجلها القوي إلى حد ما بناءً على إدارتها لحصص ملكيتها الحالية في المؤسسات المملوكة للدولة والمدرجة بالبورصة. يستطيع التقييم الإيجابي لدور الحكومات بوصفها مساهماً رائداً في الشركات المدرجة حالياً في البورصة أن يقدم دفعة هائلة لأسهم الشركات الجديدة المتوقع إدراجها في البورصة. على سبيل المثال: أُشيد كثيراً بالشركة السعودية للصناعات الأساسية - سابك - بوصفها شركة عالمية للبتروكيماويات بالرغم من امتلاك الحكومة جزءاً كبيراً منها.

معايير الصناعة في المنطقة.

وبالرغم من أن السبب المنطقي وراء استمرار امتلاك الحكومة لشركات ناضجة تتزايد عالميتها موضع شك إلا أن هناك أمثلة على المؤسسات الناجحة المملوكة للدولة التي تملكها الحكومة بالكامل مثل مجال شركات الطيران الهائل والناجح للغاية، فلولا وجود درجة كبيرة من الحوكمة الرشيدة في هذه الشركات ما كانت إدارتها الناجحة ممكنة وربما ما كانت حققت أرباحاً.

وهكذا يوجد سبب قوي يجعلني متفائلاً من أن عملية خصخصة المؤسسات المملوكة للدولة في دول الخليج سوف تحظى باهتمام واسع النطاق من المستثمرين، وأن الحالة الصحية نسبياً لمستوى حوكمة الشركات في المنطقة ستلعب دوراً مهماً في هذا الشأن.

ربما يكون الاستثمار في عمليات الخصخصة -من منظور شركات إدارة الأصول- جذاباً إذا أمكن تخفيف المخاطر التجارية والتشغيلية والمالية المحتملة، وإذا كان هناك ثقة في دور البورصات والجهات التنظيمية بالأسواق والسلطات المالية. كما يمثل انضباط الأسواق المالية ومعايير الحوكمة التنظيمية المفروضة على المؤسسات المملوكة للدولة المدرجة في البورصة خط الدفاع الأول للمساهمين. وتحتمل الحكومات عبئاً إضافياً يتمثل في الفصل بين ملكيتها وأي سياسات تضعها أو وظائف تنظيمية تباشرها قد تؤثر على الشركات.

وينبغي أن يتضمن الاستعداد لطرح الأسهم في البورصة -من منظور المؤسسات المملوكة للدولة- تحسين عملية إعداد التقارير والإفصاح عن المعلومات، وتقديم ضمانات الحماية ضد التدخل الحكومي المتواصل ووضع آلية واضحة وشفافة لتعيين أعضاء مؤهلين ومستقلين في مجلس الإدارة، وتصميم عملية ذات مصداقية لتقييم الرؤساء والمديرين ومكافأتهم. ينبغي أيضاً التركيز على حماية المساهمين الذين يمثلون أقلية عن طريق دعم المشاركة الفعّالة في اجتماعات المساهمين وتمثيلهم في مجلس الإدارة، مع توثيق كل ذلك في ميثاق عمل المؤسسة. وبينما يؤدي وجود درجة عالية من الشفافية إلى تبيد العديد من المخاوف إلا أنه من المهم صياغة آليات لحل النزاعات حيث يتعلق جوهر الأمر في النهاية بحسن تنفيذ قواعد الحوكمة. وتظهر في هذا الصدد خبرة الأسواق المالية في تمييز الالتزام الفعال بالحوكمة الرشيدة من الإجراءات الأخرى التجميلية. وتتمتع مزايا الحوكمة الرشيدة -التي تشمل وصولاً أسهل وأرخص لرأس المال، وأداءً تشغيلياً أفضل، وربحية أعلى، وتحسين تقييم الشركات المدرجة في البورصة- بصيت ذائع. فقد كان إدراج شركة الاتصالات السعودية في البورصة عام ٢٠٠٥ محفزاً هائلاً لتغيير الشركة وتحسين وتطوير نشاطها في هذا المجال بأكمله؛ فقد استطاعت الشركة في غضون فترة زمنية قصيرة الانسلاخ من صورتها العتيقة بوصفها مؤسسة بيروقراطية متخمة بالحقوق المكتسبة والإقطاعات والموظفين منعدمي الكفاءة إلى التحول إلى مقدم خدمة عصري يهتم بالعميل مما ساعدها في وضع