

تجارب عالمية



بقلم: ألكسندر شكو لنيكوف

السندات أو "الصكوك" الشعبية . بين التجربة والخطأ

ودفع معدلات نموها، وهو ما سيؤدي بدوره للتقدم بالاقتصاد إلى الأمام.

تجارب الخصخصة

بإلقاء نظرة فاحصة على تجارب الخصخصة في دول مختلفة، نجد أن بعض خبراء الخصخصة في العديد من الاقتصاديات الموجهة سابقاً، طالبوا بتطبيق نموذج السندات في الخصخصة، مما يتيح إمكانية التملك للعديد من أبناء الشعب. وفي الكثير من الحالات، تهدف مثل هذه الاستراتيجيات إلى تجميل شرعية عملية الخصخصة عن طريق السماح للمواطنين بأن يصبحوا ملاكاً في الاقتصاد الجديد للسوق. ومع ذلك، فقد فشل في بعض الحالات نموذج السندات في الملكية المتفرقة لعدة أسباب منها: أن قواعد السوق لم تكن موضوعة بشكل يسمح بعمل هذه الآلية، ولم تكن حقوق المستثمرين محمية بشكل متساو، مع الافتقار إلى أنظمة التوجيه، وضعف سيادة القانون، وما إلى ذلك.

في روسيا - على سبيل المثال - نتج عن تطبيق نظام الخصخصة من خلال السندات، خلق قاعدة من الملاك من الموظفين، مما أدى إلى حدوث العديد من المشاكل للشركات بدلاً من تحقيق الفائدة المرجوة. وكان نقص الحافز لإعادة البناء والإصرار على

ينظر أغلب ملاك الشركات لحاملي أسهم الأقلية على أنهم عبء غير ضروري، أو ينظر إليهم على أنهم يمثلون وزناً غير ذي قيمة وغير مؤثر. وتنتشر هذه النظرة في كثير من الاقتصاديات التي تمر بمرحلة التحول من الاقتصاد الموجه إلى الاقتصاد الحر، وفي الأسواق النامية التي تقوم بعمليات خصخصة، حيث يكون رأسمال الأسواق ضعيفاً، ولا ينظر إلى صغار المستثمرين على أنهم مصدر رئيسي لرأس المال، ونتيجة لذلك أصبح الحافز على خلق قيمة جديدة ومضافة على المدى الطويل عن طريق تمويل التوسعات بواسطة صغار المستثمرين حافزاً مشوهاً.

وعلى الرغم من هذه النظرة السلبية، فإن حاملي أسهم الأقلية من الممكن أن يلعبوا دوراً مهماً وتوجيهياً في النجاح العام لأي من الشركات، وكذلك تطوير وضمان استمرارية أسواق رأس المال وزيادة معدلات نموها. كما أن مسؤولياتهم - بما فيها مراقبة نشاط وتصرفات مجلس الإدارة - من الممكن أن تخلق آلية مراجعة على السلطة الممنوحة لكبار حاملي الأسهم، وتعزز الشفافية، وتدعم السلوك الأخلاقي والتوجه السليم لمجالس إدارات الشركات، خاصة في الدول ذات المؤسسات الضعيفة، كما أنه من الممكن أن يؤدي تواجدهم إلى توجيه سليم للشركات

**كبير مسؤولي
البرامج
العالمية مركز
المشروعات
الدولية
الخاصة**

**المقال مأخوذ
عن ورقة
أصدرها مركز
المشروعات
الدولية الخاصة
تحت عنوان:
"حماية حاملي
أسهم الأقلية في
الأسواق الناشئة
ومسؤولية
المؤسسات
المدنية والجهات
الرقابية"**

تطبيق النظام السوفيتي التقليدي من بعض تبعات تطبيق قاعدة الملكية الداخلية، مما أدى إلى عدم القدرة على جذب الاستثمارات بشكل عام أو تحسين الأداء.

كان مؤيدو نموذج الخصخصة في روسيا يأملون في أن يقوم الموظفون ببيع أسهمهم، وأن تتطور قواعد الملكية، وفقا لنظام السوق، ولكن العديد من العوائق داخل المؤسسات حالت دون تطبيق هذا النظام.

وفي جمهورية التشيك عمل نظام الخصخصة من خلال السندات بطريقة مختلفة، فأرصدة الاستثمار - التي كانت تدير رءوس أموال المواطنين في الشركات - أصبحت ناجحة جدا في توجيه الاستثمارات تجاه الشركات الناجحة، على الرغم من أن نفس البرنامج أثبت فشله في روسيا. ففي البيئة التي يفشل فيها النظام القانوني في حماية ملاك الأقلية من المستثمرين، وتحديد حقوقهم ومسئولياتهم، يتزايد الصراع بين حاملي أسهم الأقلية والأغلبية، ويؤدي إلى التخبط في محيط العمل، ويرفع من نسبة الخطر، ويؤدي إلى إبعاد المستثمرين الأجانب والمحليين عن هذه الشركات. وفي الاقتصاد الذي لا يمتلك قوانين واضحة لحل مثل هذه الخلافات، عادة ما يتبع ملاك الأغلبية أساليب غير شرعية "لتضييق الخناق" على حاملي أسهم الأقلية.

تلاعب مجالس الإدارة

هناك العديد من الأمثلة في الدول النامية عن الأساليب غير الشرعية المتبعة لإقضاء حاملي أسهم الأقلية من المشاركة في عملية اتخاذ القرار. ففي روسيا عام 1990 - على سبيل المثال - استخدمت طريقة بسيطة لمنع حاملي أسهم الأقلية من "التدخل في أمور" حاملي أسهم الأغلبية، وذلك عن طريق تغيير مكان الاجتماع العام، والتبكير بعقده يوما أو يومين قبل الموعد المحدد في الأصل، وتعديل جدول أعماله، حتى لا يستطيع حاملو أسهم الأقلية الحصول على المعلومة في الوقت المناسب. وبالتالي، يذهب حاملو أسهم الأقلية إلى الاجتماع ليجدوا قاعة خالية، بينما الاجتماع الفعلي كان قد تم بالفعل في تاريخ سابق وفي مكان يبعد عن المكان المحدد أصلا، وتم فيه اتخاذ القرارات في غيابهم. مثل هذه التعديلات الصارخة كان يمكن ملاحظتها في روسيا حتى نهاية عام 2002، في الوقت الذي كان يتم فيه وضع نظام التوجيه بالشركات. ومثل هذه التعديلات ليست غريبة على بعض البلدان الأخرى حتى اليوم، بالإضافة لبعض الأساليب الأخرى المستخدمة للتقليل من قوة حاملي أسهم الأقلية ومنعهم من المشاركة في عملية اتخاذ القرار، التي تتضمن بعض الحيل مثل تغيير إجراءات التسجيل قبل الاجتماع بمدة قليلة حتى لا

من خلال

الجمعيات

يستطيع حاملو

أسهم الأقلية أن

يقوموا بتوحيد

مصادرهم

والعمل جنبا إلى

جنب مع مجتمع

الأعمال وصناع

السياسات

لتحسين المناخ

القانوني

والتنظيمي،

ومن ثم يضعون

الدولة على

الخريطة

كواحدة من

الدول الصديقة

لمجتمع

الأعمال.

**بعض خبراء
الخصخصة
في العديد من
الاقتصاديات
الموجّهة
سابقاً، طالبوا
بتطبيق نموذج
السندات في
الخصخصة،
بهدف تجميل
شرعية عملية
الخصخصة عن
طريق السماح
للمواطنين بأن
يصبحوا ملاكاً
في الاقتصاد
الجديد
للسوق.**

يصبح لدى حاملي أسهم الأقلية فرصة في التصويت، أو إخفاء المعلومات المالية عنهم والحد من قدرتهم على محاسبة مجلس الإدارة على أي من المخالفات التي قد يقوم بها.

وبالإضافة إلى هذه الأساليب غير المشروعة أو ضعيفة الشرعية، هناك أيضاً بعض الأساليب القانونية التي يستخدمها ملاك الأغلبية للقضاء على حاملي أسهم الأقلية، ومنها ما يسمى بـ "الضغط على القانون"، وهي قوانين تمت الموافقة عليها في روسيا عام 2004، وفي جمهورية التشيك عام 2005، وهذه القوانين تسمح لملاك الأغلبية - الذين يتحكمون في 90% من الأسهم - بشراء أسهم الأقلية بسعر السوق العادل. ووفقاً لهذه القوانين، أصبح لدى ملاك أغلبية الأسهم الحق في بدء عملية الضغط على حاملي أسهم الأقلية لبيع أسهمهم، والاختلاف الوحيد المسموح به هو ما يتعلق بعدالة السعر، ولكن ليس على الحق الفعلي للبيع.

وبينما توجد قوانين مماثلة في الدول النامية، فالاختلاف هنا يكون في كيفية تطبيق العملية على مستوى المؤسسات. ففي الدول النامية التي تتمتع بسيادة القانون ونزاهته وتحرره من التأثير السياسي يصبح هناك قدر كبير من الشفافية يسمح بتحديد سعر "عادل" بالفعل للأسهم بالسوق. كما أن في العديد من الدول المتقدمة التي تسري بها تلك القوانين، فإن الشركات التي تحاول تجريد حاملي أسهم الأقلية من أسهمهم لديها بالفعل نسبة عالية من الملكية المركزة تزيد على 90%.

إن الجدول حول حاملي أسهم الأقلية دائر في الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء، إلا أن هناك farkاً رئيسياً يفصل بين الاثنين، ويجعل الحاجة إلى حماية حقوق ملاك الأقلية ضرورة ملحة في الدول النامية. ففي البيئة التي تتسم بضعف المؤسسات في هذه الدول، يستطيع ملاك الأغلبية بسهولة أن يقوموا بعمليات التعامل الذاتي واتخاذ القرارات وسلب الأصول، وبالتالي دفع هذه الشركات إلى إظهار إفلاسها وعدم سداد الأرباح لملاك الأقلية، الذين لا

يملكون القدرة على التحكم في مثل هذه الأفعال. وفي النتيجة النهائية يؤدي التخطيط السياسي والاقتصادي إلى نهج يدعو إلى معادلة مؤداها: "اسرق اليوم" أفضل من أن "تبني للغد"، والنظام الموجود يكافئ مثل هذا السلوك بعدم معاقبة من قاموا بتطبيقه.

القاعدة الصحيحة للملكية

المناقشات مستمرة لتحديد أفضل نظام لقاعدة الملكية، ففي دراسة قامت بها 376 مؤسسة تجارية في أوكرانيا أوضحت أن الملكية المركزة قد ارتبطت إيجابياً بأداء الشركات. ونفس الدراسة أوضحت أن الشركات ذات الملكية المركزة التي يملكها مستثمرون أجانب تفوقت في الأداء عن تلك التي يملكها مستثمرون محليون. دراسة أخرى، قامت بها الشركات في دولة التشيك، أوضحت أن قواعد الملكية المتعددة لها أثر إيجابي أكبر في المبيعات عن نظام الملكية المركزة. هناك أيضاً دليل آخر من دراسة قامت بها 156 شركة في ثماني دول أعضاء جدد في الاتحاد الأوروبي - هي جمهورية التشيك، وأستونيا، والمجر، ولاتفيا، وليتوانيا، وبولندا، وسلوفاكيا، وسلوفينيا - أظهرت عدم وجود علاقة إيجابية بين الأداء والملكية المركزة. والمثير للاهتمام، أن هذه الدراسة أوضحت أن هناك فوائد ملموسة للملكية الأجنبية على أداء الشركات.

هناك العديد من الأعمال الأخرى في عالم المال والاقتصاد التي تثير جدلاً واسعاً حول أفضلية قاعدة ملكية عن الأخرى، ولكن قبل الوصول إلى القرار النهائي هناك أمر يستحق اهتماماً أكبر، وهو خطأ المقارنة بين الدول المتقدمة والدول النامية، حيث إن قواعد الملكية في الدول المتقدمة قد تطورت وتحولت بمرور الوقت، وأصبحت نتاج عملية التنافس بالسوق، في حين أن العديد من الدول النامية تم استيراد أو نقل قواعد الملكية مع عملية الخصخصة على سبيل المثال، وبالتالي فإن تأثيرها مختلف في أداء السوق والشركات. ففي الاقتصاد النامي، القوانين التي تحمي المستثمرين تكون أضعف من مثيلاتها في الاقتصاد المتقدم، بالإضافة إلى أن هناك عيوباً في تفعيل وتطبيق مواد القانون.

وهذا الأمر الذي يتضح بجلاء في المثال السابق ذكره عن ملاك الأغلبية الضعيفة وملاك الأقلية القوية في روسيا.

دور حاملي أسهم الأقلية

كما ذكرنا سابقاً، كان نقص الحماية لحقوق حاملي أسهم الأقلية هو السبب وراء فشل نظام الخصخصة في الدول ذات الاقتصاد المسيطر مثل روسيا وبعض الدول في أوروبا الشرقية، فبالرغم من تسلم الناس لسندات تسمح لهم بأن يكونوا ملاكاً للمؤسسات التي تمت خصخصتها، إلا أن النظام الذي اتبع كان يعمل بصورة لا تمنح لملاك الأقلية الجدد أي تدخل في عملية صنع القرار التي كانت تتم عادة خلف أبواب مغلقة. وكانت النتيجة أن العديد من المؤسسات التي تمت خصخصتها دخلت في دوامة من الفشل الاقتصادي والتخبط والسقوط في الخطط التي تم وضعها لمصادرة الأصول وسوء استخدام مصادر الشركات لتحقيق ربح شخصي.

في بعض الدول أصبحت الخصخصة مرادفة للفساد وليست الملكية، ففي العديد من الاقتصاديات الناشئة ظهر شبه إجماع عبر عشرات السنوات الماضية، على أن الحماية القانونية الضعيفة، وسيادة نظام المحسوبية - حيث يكون للسياسيين تأثير كبير في عملية اتخاذ القرار - يضعفان من سلطة حاملي أسهم الأقلية، وبالتالي قدرتهم على ممارسة الدور الإشرافي المخصص لهم. وبالرغم من ذلك، يجب ألا تستخدم تلك الأسباب كعذر أو ذريعة، بل يجب أن تستخدم كحافز لوضع المعايير التي تساعد على حماية حقوق حاملي أسهم الأقلية.

وبشكل عام، فإن حاملي أسهم الأقلية يمكنهم أن يكونوا مصدرًا لرأس المال، فلديهم الدافع للقيام بتطبيق أسس الشفافية، وتعزيز المبادئ والتوجيه الصحيح، وأن يمثلوا عامل ثقة للمستثمرين الآخرين يؤكد على عدم وجود إدارة داخلية مهيمنة بالشركات، وهو أمر ضروري في غياب آليات السوق التي توفر مثل هذه الضمانات، كما تتوفر في الدول المتقدمة. في الاقتصاديات التي تعاني من

ضعف آليات الإشراف على الشركات وعدم سيادة القانون، ولديها نسبة كبيرة من الملكية المركزة مع ضعف سبل حماية حقوق حاملي أسهم الأقلية، تتعرض الاستثمارات (الأجنبية والمحلية) بشكل عام لسوء الاستخدام والاستغلال. حيث إن العجز في آليات المحاسبة ومبادئ الشفافية يسمح لملاك الأغلبية باتخاذ القرارات في السر ليقوموا باستغلال الأرصدة لمصلحتهم الشخصية.

إن مشكلة الحماية الضعيفة لحقوق حاملي أسهم الأقلية قد أصبحت واضحة بشكل كبير في منطقة الشرق الأوسط، خاصة أن معظم الشركات مملوكة لعائلات والإشراف على هذه الشركات عادة ما يكون غير دقيق. حين تدرك الشركات أن عليها طرق أسواق رأس المال وجذب الاستثمارات حتى تستطيع أن تتنافس على المستوى العالمي، تواجهها الحاجة إلى تحسين نظم الإشراف، وتطوير آليات تضمن حماية متساوية لكافة المستثمرين.

الجمعيات ذاتية التنظيم

الإشراف المشترك يمثل أحد الحلول لمشكلة حقوق حاملي أسهم الأقلية، فتنطبق أفضل نظم الإشراف المشترك يستطيع أن يحقق أعمالاً تتسم بالشفافية والمسئولية والقابلية للمساءلة والمحاسبة. وفي الواقع، فالإشراف المشترك لا يختص فقط بالقوانين التي تحكم مجالس الإدارات أو الكشف عن الممارسات غير السليمة، وإنما يولي اهتماماً ملحوظاً بحاملي أسهم الأقلية.

فعندما يتم تجميع حاملي أسهم الأقلية معاً، ساعتها ستتولد لديهم الرغبة والإرادة على توحيد مصادرههم ليصبحوا جزءاً لا يتجزأ من أسواق رأس المال التابعة للدولة. وبهذه الطريقة لن يستطيع ملاك الأغلبية تجاهل حقوق ومشاركات حاملي أسهم الأقلية. فمن خلال الجمعيات يستطيع حاملو أسهم الأقلية أن يقوموا بتوحيد مصادرههم والعمل جنباً إلى جنب مع مجتمع الأعمال وصناع السياسات لتحسين المناخ القانوني والتنظيمي، وبالتالي يضعون الدولة على الخريطة كواحدة من الدول الصديقة لمجتمع الأعمال.

في بعض الدول أصبحت الخصخصة مرادفة للفساد وليست الملكية. . .
فضعف الحماية القانونية، وسيادة نظام المحسوبية في العديد من الاقتصاديات الناشئة يضعفان من سلطة حاملي أسهم الأقلية، وبالتالي قدرتهم على ممارسة الدور الإشرافي المنوط بهم. . .
ويكمن الحل في وضع المعايير التي تساعد على حماية حقوق حاملي أسهم الأقلية.