



هيئة الأوراق المالية والسلع
SECURITIES & COMMODITIES AUTHORITY

ملخص تقرير

Corporate Governance Disclosure in Emerging Markets

Statistical analysis of legal requirements and company practices

تقرير صادر عن منظمة مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية UNCTAD

إعداد: سامي حطاب

أخصائي علاقات دولية

الافصاح وحوكمة الشركات في الاسواق الناشئة

تقرير صادر عن منظمة مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية

دور منظمة مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية في تحسين الحوكمة

في الشركات:

بدأت منظمة مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية UNCTAD جهودها الرامية إلى تشجيع العمل بالحوكمة منذ عام 2006 حيث قامت بنشر تقرير يتضمن خطوط عريضة وإرشادات حول الممارسات السليمة والجيدة في مجال إفصاح وحوكمة الشركات Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure، ولقد تم وضع هذا التقرير وفقا للمواصفات الدولية لنظم اعداد التقارير المحاسبية International Standards of Accounting and Reporting (ISAR) وبالتنسيق مع مجموعة من الخبراء ذوي العلاقة بهذه المواصفات وذلك بهدف التوصل إلى توصيات تتعلق بمتطلبات الإفصاح وما يجب أن يتم الإفصاح عنه من معلومات، فيما يتعلق بممارسات الحوكمة، كما أنه يهدف إلى مساعدة البلدان على وضع المتطلبات والاجراءات المتعلقة بإعداد تقارير حوكمة الشركات.

ومنذ نشر هذه الارشادات، فقد عمدت منظمة الـ UNCTAD على استخلاص أهم التوصيات ووضعها على شكل معايير للقياس تتكون من 52 بندا تغطي خمسة تصنيفات رئيسية وتسمى The UNCTAD ISAR benchmark وهذه التصنيفات الرئيسية: هيكل الملكية واستخدام حقوق السيطرة، الشفافية المالية، هيكل مجلس الادارة والادارة التنفيذية، التدقيق، ومسؤوليات الشركة والتزامها. وقد تم استخدام هذه المعايير للمقارنة مع متطلبات الحوكمة في الدول كلا على حدا كما تم

استخدامها للمقارنة مع متطلبات الإفصاح الخاص بالشركات. وعلى مدى سنوات عديدة، فقد تم استخدامها لتقييم إفصاحات أكثر من 500 مؤسسة ومشروع بالإضافة لتقييم متطلبات الإفصاح لأكثر من 45 دولة. ومما يذكر أن هذا العمل قد مكن منظمة الـ UNCTAD من تكوين الوصول إلي نتائج محددة تتعلق بآثار الاطار الرقابي والتنظيمي على ممارسات الشركات وبخاصة فيما يتعلق بالمطابقة والتمشي مع متطلبات الإفصاح اللازمة والمرتبطة بحوكمة الشركات.

يمثل عمل منظمة الـ UNCTAD بشكل عام وهذا التقرير بشكل خاص نطاقا واسعا من المقارنة لمتطلبات الإفصاح المتعلقة بحوكمة الشركات والممارسات المعمول بها حاليا. كما أنه يعتبر متفردا في فحص المناطق التي تمثل تخصصا وخبرة فريدة لمنظمة الـ UNCTAD: التدقيق والتقارير المالية.

دور الإفصاح في تطوير حوكمة الشركات:

لقد تبين بعد سنوات عديدة من النقاش والدراسات والبحوث أن حوكمة الشركات تفيد كل من الشركات والمستثمرين والأسواق ولذلك يجب على الجهات الرقابية الاهتمام بعملية الإفصاح عن الممارسات المتعلقة بحوكمة الشركات. كما أن حوكمة الشركات تؤثر بصورة أو بأخري في أداء الشركات وتعد أحد العناصر الرئيسية والهامة في تقييمات المحللين للمخاطر سواءً للأسواق أو للشركات. ومن وجهة نظر صانعي السياسات فإن الحوكمة الجيدة تدعم كفاءة الشركات والأسواق وتقلل من تكلفة رأس المال كما أنها تدعم عملية التطوير والتجديد والتحديث وباختصار فإنه ما من شك من أن حوكمة الشركات على درجة كبيرة من الأهمية.

يكتسب الإفصاح أهميته من ان التقارير التي تقوم الشركات بإصدارها بموجب قواعد الإفصاح تمثل اداة فعالة بأيدي الجهات الرقابية لتشجيع الحوكمة الجيدة في الشركات، وتضع هذه التقارير المعلومات بين يدي الاسواق وبناء عليها يقوم المستثمرين باتخاذ قراراتهم الاستثمارية. ومما لا شك فيه بأن توفر المعلومات الكافية للأسواق من حيث تقييم درجة التزام الشركات بالحوكمة يساعد هذه الاسواق

على اداء عملها بشكل فعال. إن الحوكمة الجيدة تساعد الاسواق في تحديد درجة استجابة الشركات لحاجات المساهمين، والمخاطر المحتملة، إضافة الى نوعية التدفقات النقدية المستقبلية.

يجب التأكيد هنا على ان هذا التقرير والدراسات التي اعتمد عليها لم تهدف الى قياس نوعية وجودة التقارير التي تصدرها الشركات والمؤسسات وكذلك نوعية الافصاح من قبل هذه الجهات. وقد تم استخدام اسلوب سهل وموضوعي في أعداد هذا التقرير والذي يركز على محتويات التقارير التي تصدرها الشركات ومحتوى عمليات الافصاح التي تقوم بها، لذا فان هذا التقرير يقوم بطرح ثلاثة اسئلة بسيطة ومهمة بنفس الوقت وهي:

1. هل تتضمن تعليمات الافصاح المطبقة في الدول اي من معايير منظمة

ال-UNCTAD والمسماة بـ The UNCTAD ISAR benchmark؟

2. هل تقوم الشركات والمؤسسات بعمليات الافصاح وفقا لمعايير منظمة

ال-UNCTAD؟

3. هل تقوم الشركات والمؤسسات بعمليات الافصاح وفقا للمعايير المطبقة

على مستوي بلدانهم؟

وعليه، فانه وكما أسلفنا لم يتم قياس محتوى التقارير التي تصدرها الشركات والمؤسسات وإنما تم دراسة مسألة هل تقوم الشركات والمؤسسات بإعداد تقارير وهل عملية الاعداد تتوافق مع كل من أفضل الممارسات العالمية وأيضا المتطلبات المحلية على مستوي البلدان. ويعتبر ذلك في حد ذاته على جانب كبير من الأهمية حيث أن عملية إعداد التقارير تعتبر مؤشرا فيما لو كانت الشركات تقوم بما يلي:

• تخضع للفحص والتدقيق الداخلي؛

• تخضع للفحص والتدقيق الخارجي؛

• تقوم بتقدير تأثير التقارير الصادرة عنها على الجمهور.

إن آلية الفحص الذاتي وآلية اعداد التقارير تعتبر مهمة في تطوير ممارسات الحوكمة الجيدة واكثر اهمية من تطوير بعض الممارسات الاخرى مثل اعتماد

أعضاء مجلس الإدارة المستقلين ليكونوا ضمن أعضاء مجلس الإدارة، على أية حال ينظر للفحص والتدقيق الذاتي على أنه محاولة للتطوير.

طريقة عمل هذا التقرير:

قامت منظمة مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية UNCTAD بإصدار تقرير عن الإفصاح وحوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، حيث تم إعداد هذا التقرير بناء على دراسة متطلبات الإفصاح وحوكمة الشركات في 22 سوق ناشئة وهي الأسواق التي يتم احتساب مؤشر مورغان ستانلي بناء عليها MSCI Emerging Markets Index وذلك خلال فترة الدراسة الواقعة في الأعوام 2007-2009 بالإضافة إلى شركات في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة واليابان، وقد تم خلال هذه الأعوام دراسة 218 شركة ومؤسسة عاملة في الأسواق الناشئة والمتقدمة تحت الدراسة من حيث التزامها بالمعايير التي نشرتها منظمة الـ UNCTAD والمكونة من 52 بندا .The UNCTAD ISAR benchmark

أهم النتائج:

يتضمن هذا التقرير أهم النتائج لخمس دراسات رئيسية فيما يتعلق بإفصاح حوكمة الشركات (الملحق 1.A) والذي تم اعداده من قبل فريق عمل تابع لمنظمة مؤتمر الـ UNCTAD والمسمى بـ Intergovernmental Working Group of Experts on International Standards of Accounting and Reporting (ISAR).

حيث يقدم الفصل الأول من التقرير حزمة من متطلبات الإفصاح الإلزامي (بناءً على النظم المحلية والوطنية) للشركات المدرجة في 25 سوقا ناشئا، كذلك يحتوى الفصل الاول على مقارنة ممارسات الشركات في 22 سوقا ناشئا بمتطلبات النظم

المحلية والوطنية وذلك بهدف الخروج بتصور حول الالتزام هذه الشركات بالمتطلبات المحلية.

يقدم الفصل الثاني تحليلا لنماذج مختلفة في وضع قواعد الحوكمة ، وكذلك ملخصا لبعض التحديات الرئيسية التي تواجه الجهات الرقابية في الأسواق الناشئة في تصميم وتطبيق قواعد الحوكمة إضافة الى تضمنه بعض التوصيات. أدناه سيتم استعراض ملخص عن النتائج وتوجهات السياسة التي تم سردها في كل من الفصلين الأول والثاني.

أولاً: متطلبات الإفصاح :

لقد اتضح بعد تحليل عينات البحث في 25 سوقا من الأسواق الناشئة فيما يتعلق بالإفصاح ان معظم هذه الاسواق تطبق الإفصاح الالزامي حيث أظهرت النتائج ما يلي:

- 18 بلدا (تقريبا ثلاثة أرباع العينة) قامت بتضمين متطلبات الإفصاح لديها بنودا تشكل ثلثين أو أكثر من الـ 52 بندا والمعروفة باسم The UNCTAD ISAR benchmark.
- أظهرت متطلبات الإفصاح الالزامية على المستوى الوطني والمحلي المتعلقة بكل بلد أنها وقعت ضمن تصنيفات أهمها يتعلق بهيكل الملكية وممارسة حقوق السيطرة ثم المسائل المتعلقة بالشفافية المالية.
- كان هناك تفاوت حول المتطلبات الالزامية بالجزء الخاص بمجلس الادارة والادارة التنفيذية حين ان هناك جهات لديها متطلبات كثير في حين اكتفت بعض الجهات بمتطلبات محدودة، وهذا الوضع يخلق صعوبة في تحديد افضل الممارسات الخاصة بالحوكمة السليمة فيما يخص مجلس الادارة والادارة التنفيذية.
- أما التصنيفين الاقل من حيث عدد المتطلبات الالزامية فهما المتعلقان بكل من متطلبات الإفصاح المتعلقة بالتدقيق، وكذلك بالمسؤولية الاجتماعية والمطابقة. ان تدني عدد متطلبات الإفصاح الالزامية الخاصة بالمسؤولية

الاجتماعية للشركات قد يعود الى ان الاهتمام بقضايا البيئة ومسؤولية الشركات تجاه المجتمع قد ظهر حديثا. اما بالنسبة لتدني عدد متطلبات الافصاح الالزامية الخاصة بالتدقيق فهذا كان مفاجئ وذلك نظرا للأهمية الكبيرة للتدقيق في الحوكمة. كما ان عدد من القضايا المتعلقة بعمليات التدقيق تعتبر حديثة، وقد تم وضع افضل الممارسات والمعايير في العقد الماضي وذلك نتيجة للفضيحة الأشهر في الحقبة الماضية فضيحة شركة انرون الأمريكية للطاقة بالإضافة الى قانون سارباناس أوكسلي في عام 2002 في الولايات المتحدة الأمريكية Sarbanes Oxley Act in 2002 .

- وجد أنه وفي معظم الدول تكون متطلبات الافصاح مباشرة وواضحة، بينما لم تزل متطلبات الافصاح غير المباشرة وغير الواضحة تسعى لزيادة الاهتمام بها. ان تعليمات الافصاح الواضحة تعتبر من الادوات الفعالة في عملية الرقابة وذلك لان تفسيرها يكون واضح وليس هناك مجال للاختلاف في تفسيرها إضافة الى ان احتمالية حدوث الخطأ فيها قليلة. يمكن ان يتم تشديد متطلبات الافصاح من خلال زيادة الوضوح في هذه المتطلبات وان تكون مباشرة. ان القيام بنشر متطلبات الافصاح من خلال الاسواق يمكن ان يوضح عملية اعداد التقارير بالنسبة للشركات ويساعد المستثمرين معرفة المعلومات المتوقع الحصول عليها من الشركات.

- نلاحظ أيضا أن بعض الشركات تقوم بالإفصاح للجمهور حال تقديم افصاحاتها إلي الجهات الرقابية وعند القيام بفحص هذه الافصاحات تبين بأن الوصول الى هذه الافصاحات من قبل المستثمرين لم يكون سهلا. ويمكن للجهات الرقابية والشركات اتخاذ بعض الخطوات التي تسهل وصول المعلومات التي تقوم الشركات بإعدادها بناء على متطلبات الحوكمة الى المستثمرين ويمكن ان يتم ذلك من خلال انشاء قاعدة بيانات مركزية للتقارير والافصاحات عن الحوكمة بحيث تكون في متناول الجمهور ويمكن

الوصول اليها من خلال الانترنت. وبالنسبة للشركات فيمكن ان تقوم بإرسال المعلومات التي تقوم بإعدادها وارسالها للجهات الرقابية الى المستثمرين.

ثانياً: ممارسات الشركات:

• من خلال استعراض افصاح الشركات التي تم دراستها طبقا لمتطلبات الافصاح المعروفة باسم The UNCTAD ISAR benchmark، فقد وجد في المعدل أن الشركات قد أفصحت عن حوالي 70% من المتطلبات. كما نلاحظ أيضاً أن العديد من المؤسسات والشركات بالأسواق الناشئة قد أفصحت عن المعلومات بقدر أكبر من الشركات والمؤسسات الموجودة والمدرجة بالأسواق المتطورة، ومما يذكر بأن الشركات والمؤسسات في ست اسواق ناشئة قامت بالإفصاح عن معلومات بشكل اكبر او يساوي افصاح مثيلاتها في اكثر الاسواق تطوراً. ولعل هذه النتيجة تعكس حقيقة أن بعض الشركات مدرجة بأكثر من سوق، بحيث تكون مدرجة في السوق المحلي في موطنها، وإدراج آخر بالسوق الدولية والذي يتطلب معايير افصاح اكثر تشدداً.

• أظهرت النتائج بأن الشركات تلتزم بمتطلبات الافصاح الالزامية وخاصة النقاط المتعلقة بالنواحي المحاسبية والتدقيق، ولعل أحد الفجوات التي لم تسدها المتطلبات هو مسائل تتعلق : بتأثير القرارات المحاسبية البديلة ، كما أن هناك فجوات أخرى وثغرات تتعلق بدورية اسناد أعمال التدقيق للمدققين الخارجيين، وكذلك ثقة مجلس الادارة في استقلالية ونزاهة المدققين الخارجيين، وكذلك انخراط المدققين الخارجيين في أعمال أخرى غير التدقيق والأتعاب المستحقة عن هذه الأعمال. لقد وردت هذه المسائل والثغرات من الدروس المستفادة من درس انهيار شركة انرون الأمريكية العملاقة للطاقة، وعليه ، فان إغفال الافصاح عن مثل هذه المسائل التي ما تزال تمثل ثغرات واسعة في أعمال التدقيق التقليدي الحالية، من شأنه أن يؤدي إلي وقوع كوارث وأن يعيد التاريخ نفسه.

ثالثاً: المطابقة :

- لقد تناول التقرير موضوع المطابقة والالفاذ من جانبين، الجانب الأول تم فيه استعراض التباين في ممارسات اعداد التقارير المطبقة في البلدان المختلفة قيد الدراسة. الجانب الثاني قدم مقارنة بين البنود المطلوب من الشركات ان تفصح عنها بموجب التشريعات الوطنية او بموجب تعليمات الدراج المطبقة من قبل الاسواق. كما قام التقرير بدراسة مدى التزام الشركات بمتطلبات الافصاح من خلال احصاء عدد الافصاحات التي تقوم بها الشركة بموجب تعليمات الافصاح الالزامية، فقد تبين أنه قد تم الافصاح عن 75% من متطلبات الافصاح الالزامية. وعلى أية حال فقد تبين أن هناك انحرافات الالتزام. ففي بعض البلدان فأن هذه الثغرات تعتبر قليلة، وفي بلدان أخرى كبيرة، وعليه ، فان هذا التقرير يمكن ان يساعد هذه الدول في مراجعة لطريقة تطبيق تعليمات الافصاح لديها لسد هذه الثغرات.

التغيرات المقترحة:

طرح التقرير العديد من التساؤلات ومنها كيفية تقوية متطلبات الافصاح المطبقة بحيث يصبح النظام الحالي كامل وذلك سواءً كان الافصاح جزءاً من النظام أو عملية قائمة بذاتها. ففي حالة النظم المستقلة Substantive regulations بذاتها والمتعلقة بالافصاح فإنها تقتضي قيام الشركات بعملية الافصاح تمشياً مع القوانين المعمول بها. أما إذا كان الافصاح جزء من نظم السوق Disclosure-based regulations، فانه يقتضي أيضاً مكافئة الشركات المفصحة افصاحاً كاملاً أو معاقبتها في حال التقصير وفي الغالب يكون هذا من قبل المستثمرين، على أية حال معظم الأسواق تطبق كلا النظامين، الافصاح المكمل للنظام والافصاح المستقل وذلك بدرجات متفاوتة.

أن نظام الافصاح Disclosure-based regulations يقوم بنقل جزء من مسؤوليات الرقابة والتنفيذ من الجهات الرقابية إلي الأسواق. إن الاعتماد على

Substantive regulations يتطلب وضع الآليات فعالة للرقابة والتنفيذ. في حين ان نظام Disclosure-based regulations ليس كاملاً وليس الحل لكافة المعضلات. ونتيجة لذلك فإن السؤال الذي يطرح نفسه هو كيفية العمل على جعل النظام Disclosure-based regulations يعمل بشكل أفضل؟ وللإجابة على هذا السؤال فقد أثبتت نتائج الدراسة والعينة أن هناك ثلاث اجراءات يمكن اتخاذها لتحسين الحوكمة في الاسواق الناشئة وهي:

- زيادة مواد وبنود الافصاح
 - زيادة الوضوح في التشريعات التي تحكم الافصاح
 - التأكد من وصول المعلومات إلي الجمهور
- إن مسألة زيادة مواد وبنود الافصاح يتطلب معرفة أي من عناصر هذه المواد والبنود يجب زيادتها وبخاصة ما يتعلق بحوكمة الشركات ويمكن الاعتماد على The UNCTAD ISAR benchmark كأفضل الممارسات المطبقة كبداية وبالتالي يمكن الرجوع إليه في هذا الخصوص . ومن المواضيع الجديرة بالاهتمام والأولوية كذلك المتعلقة بالتدقيق ومجلس الادارة والادارة التنفيذية، حيث ان العناصر الرئيسية للإفصاح المتعلقة بهذه المواضيع لم يتم التطرق اليه في متطلبات الإفصاح المطبقة في بعض البلدان. ومما يذكر بأن هذه المواضيع وثيقة الصلة بجودة الحوكمة المؤسسية.

إن علينا عندما نناقش الإفصاح المطلوب فيجب الأخذ بعين الاعتبار التوازن في كمية الإفصاحات المطلوبة، ولاشك زيادة كمية الإفصاح والمعلومات يرضي كل من المستثمرين والأسواق معا في حين انه يزعم الشركات. هناك جدال حول زيادة الإفصاح بشكل كبير حيث ان عملية اعداد التقارير مكلفة إضافة الى ان المعلومات المفصح عنها ليست كلها معلومات مفيدة. ولهذا فان على البلدان التركيز عناصر اساسية ورئيسية في الإفصاح الالزامي سيساعد هذه الدول في تقوية نظام الإفصاح لديها ويساعد الشركات في اعداد افصاحاتها بالطريقة الصحيحة والتركيز على المعلومات المهمة.

يظهر التقرير عدد مرات الإفصاح المطلوبة في عدد من المجالات، وسيكون من السهولة توجيه عملية الإفصاح نحو تلك العناصر والبنود التي يوجد عليها توافق دولي. بيد أنه سيكون من الخطأ أن يتم اعتبار البنود والعناصر التي في العادة لا يتم الإفصاح عنها بأنها غير مهمة. أحد العناصر التي يتم الإفصاح عنها بشكل قليل ومحدود هي حماية الـ Whistle Blower وقد لاقى هذا العنصر اهتماما متزايدا في الولايات المتحدة في أعقاب الأزمة المالية 2009/2008. وعليه، فإنه يمكن للعناصر أو البنود التي لا تحصل عادة على الاهتمام في نظام الإفصاح أن تكون من أهم نقاط الضعف في هذا النظام.

يجب على صناع السياسات والقرارات أن يعلموا بأنه على الرغم من أن الشركات تقوم بالإفصاح عن البنود والعناصر الإلزامية إلا أن هذه الشركات لا تلتزم دائما بالقواعد الإلزامية نفسها. لذا فإن على صناع القرار أن يأخذوا بعين الاعتبار مسألة الانفاذ والالتزام. ففي معظم الاقتصاديات، نجد أن الانفاذ المباشر من قبل الحكومات لقواعد الإفصاح ليس عمليا، ويعود ذلك إلى أن هناك عدد كبير من بنود الإفصاح التي يجب التأكد من الالتزام بها وفي المقابل فإن الموارد المتاحة قليلة ومحدودة. لذلك فإن صناع القرارات يمكنهم أن يركزوا الرقابة على عدد قليل من الشركات الرئيسية التي تلعب دورا رئيسا في السوق والتي تشكل النسبة الأكبر من القيمة السوقية للسوق، ومن الملاحظ أن عددا محدودا من الشركات في بعض الأسواق الناشئة يمثل ما يزيد عن 50% من القيمة السوقية. إن المراجعة الدورية للشركات الرئيسية المدرجة في السوق والقيام بفرض غرامات معقولة في حالات عدم الالتزام، من شأنه أن يوجه رسالة إلى الشركات بأن الجهات الرقابية تأخذ مسألة الإفصاح بشكل جدي. على الجانب الآخر فإن أخذ الجهات الرقابية مبادرات الإشادة والمكافآت على الإفصاح الملتزم والمتوافق مع المتطلبات سوف يكون عاملا محفزا وضروريا للتشجيع على الإفصاح وبشكل جيد.

ومما لا شك فيه أن قيام صناع القرار بعملية الترويج والتطوير لممارسة الاستثمار المسئول والملكية الفعالة من قبل المستثمرين، كما يجب أن يقوم المستثمرون بدور

فعال كمشاركين ولاعبين رئيسيين في الأسواق وذلك عبر التواصل مع الشركات
المستثمرين فيها وبخاصة فيما يتعلق بمسألة الإفصاح. ومن ثم فيجب تعميق المفاهيم
والوعي لدي كل من المستثمرين وأعضاء مجلس الإدارة عن الالتزامات والمزايا
المرتتبة على الإفصاح المرتبط بالحوكمة وكذلك الحاجة إلي تعميق الإفصاح في
مناطق ونقاط معينة.