

## المحاضرة التاسعة: دور المساهمون المؤسسيين والمساهمون النشطون في حوكمة الشركات

### أولاً- أدوار المساهمون

الهدف الرئيسي للشركة من منظور الحوكمة الشركات هو زيادة ثروة الملاك، ويعني ذلك أن مسألة الحوكمة الفعالة من وجهة نظر المساهمين في خلق الموازنة بين الإدارة ومصالح المساهمين، ومن ثم تخفيض تكاليف التوكيل وزيادة قيمة حقوق المساهمين.

إلا أن ذلك تبسيط مبالغ فيه للمشكلة، فهناك اختلافات بين المساهمين حول أفضل طريقة لهيكل الحوكمة في الشركة لأن المساهمين يجد ذاتهم ليسوا مجموعة متجانسة، فهم يختلفون في العديد من السمات المهمة، فالمساهمون لا يمتلكون أفقاً استثمارياً مشتركاً، إذ اعتقدوا أن القرارات التي تتخذها الإدارة تحقق مستويات أعلى من الأرباح فقد يتسامح على المدى الطويل مع التقلبات الواضحة في الأرباح الفصلية وفي سعر السهم، وقد يفضل المساهم تركيز الإدارة على الأرباح وسعر السهم على المدى القريب إذا كان لهم أفقاً استثمارياً قصير المدى. كما أن للمساهمين أهدافاً مختلفة فقد لا يهم مؤسسة كبيرة لصناديق الاستثمار المشترك الا تحقيق النتائج الاقتصادية، في حين يكون تركيز مستثمر مؤسسي (صندوق التقاعد....) يمثل شريحة محددة على الطريقة التي يمكن من خلالها تحقيق النتائج الاقتصادية وتأثيرها في مختلف أصحاب المصالح.

علاوة على ذلك ليس لجميع المساهمين مستوى النشاط ذاته، فالمستثمرون السليبيون (صناديق المؤشرات) يأتون في نهاية نطاق الشركة، فهم يسعون لتوليد عوائد تشبه عوائد مؤشر السوق المحدد سلفاً، وربما يكونون أقل انتباهاً للأمور المتعلقة بأداء الشركة والحوكمة فيها، وفي النهاية الأخرى من النطاق يأتي المستثمرون النشطون الذين ينشطون في تجارة الأوراق المالية للشركة ويهتمون بالنتائج الفردية لها، وقد يحاولون التأثير في المسائل المرتبطة بالحوكمة داخل الشركة لهذا يسمون بالنشطين، ويتم ذلك بعقد اجتماعات بإدارة الشركة، وممارسة الضغط على تغيير أعضاء مجلس الإدارة، والتعبير عن قلقهم إزاء ممارسات التعويض المتبعة وتعزيز تدابير السياسة العامة من خلال وكيل الشركة. وأخيراً يختلف المساهمون حسب الحجم، وخلافاً لصناديق الاستثمار الصغيرة نجد أن المستثمرون المؤسسيين يميلون لأن يكونوا لديهم موارد مالية كبيرة تمكنهم من فرض آرائهم في الأمور المتعلقة بحوكمة الشركات. فعلى سبيل المثال شركة بلاك روك بموجودات خاضعة للإدارة تقدر ب 10 ترليون دولار لديها أكثر من 18 شخصاً يشكلون مجموعة تدير عمليات التصويت بالوكالة، حيث يقوم هؤلاء الأشخاص ومقراتهم في و-م-أ وأروبا، اليابان، هوكونج وأستراليا بتنسيق سياسات وأنشطة التسويق.

ويخلق عدم التجانس مجموعات المساهمين مشكلة في التنسيق، فالاختلافات بينهم في الأفق الاستثماري والأهداف الاستثمارية ومستوى النشاط والحجم يجعل من الصعوبة على المساهمين تنسيق جهودهم لتأثير في الإدارة ومجلس الإدارة من أجل تحقيق هدف مشترك، ويمكن أن يعمل المساهمون على تحقيق غايات متعارضة وان جمعهم هدف مشترك، ألا وهو تحسين من أداء الشركة.

ومما يزيد من عملية التنسيق الإجراءات التي تقوم بها المساهمين المنافسة على التوكيلات ومقترحات الوكلاء المطروحة من المساهمين تتطلب صرفاً للموارد، وفي حين أن المستثمر المؤسسي هو من يتحمل تكاليف هذه الجهود وحده، فإن المستفيدين منها هم جميع المساهمين.

ويعاني المساهمون من كون تأثيرهم في الشركة تأثير غير مباشر، فلا بد من اعتمادهم على مجلس الإدارة لممارسة التأثير، فمجلس الإدارة من يعين ويفصل الرئيس التنفيذي للشركة ويحدد التعويضات، ويشرف على استراتيجية الشركة وإدارة المخاطر، ويشرف على عملية التدقيق الخارجي، ويضع لوائح الشركة التنظيمية، ويفاوض من أجل تغيير السلطة، وإذا ما رأى المساهمون بأن مجلس الإدارة لا يراعي مصالحهم في هذه الأمور مراعاة كافية فانهم إما أن يقنعوا مجلس الإدارة بتغيير سياساته أو أنهم سيعملون على تغييره.

## ثانياً- مالكو الكتل (تركز الملكية)

مالك الكتل مستثمر لديه مراكز ملكية كبيرة في أسهم الشركة، ولا يوجد أي لائحة تنظيمية تصنف مستثمراً ما بأنه مالك كمية كبيرة على الرغم من أن الباحثين عموماً عرفوا مالك الكمية بأنه أي مساهم يملك حصة في الشركة لا تقل من 1% الى 5%، ويمكن أن يكون من غير التنفيذيين كما يمكن أن يكون من التنفيذيين.

**1- التنفيذيين:** من الناحية النظرية فان التنفيذيين الذين يمتلكون أسهماً في الشركات التي يديرونها سواء كانت ملكية مباشرة على هيئة أسهم أو غير مباشرة من خلال خيارات الأسهم والأسهم المقيدة وأسهم الأداء، يكون لديهم حافز أكبر لتحسين القيمة الاقتصادية للشركة، بالإضافة الى ذلك فان حيازة الأسهم تردع سلوكيات الأنانية والمصلحة الشخصية، وعليه فان أي تصرف يتخذه التنفيذي ويضعف من قيمة الشركة يتسبب في المقابل بالأضرار بالثروة الشخصية لذلك التنفيذي، لذلك فان ملكية الأسهم أداة مهمة تستخدمها الشركات لتخفيف من المشاكل التي تواجهها الشركة بالخصوص إذا كانت نسبة ملكيته مع الثروة الشخصية كبيراً.

**2- غير التنفيذيين:** في الغالب يكون تركز الملكية مؤسسات لا أفراد، ويتمتعون بمكانة تحوّلهم إذا ما قرروا التحرك بأن يفرضوا إصلاحات في حوكمة الشركة، ويمكنهم استناداً الى حصص التصويت الكبيرة التي بأيديهم أن يحددوا مخرجات الانتخابات المتنازع عليها لأعضاء المجلس أو تحديد مقترحات التوكيل، ويمكنوا أن يغيروا معركة استحواد أو

دفع الشركة لإعلان رغبتها في البيع أو تغيير إستراتيجيتها، وإذا ما كان تركيز الملكية كبير فانه يمكنهم الحصول على تمثيل مجلس إدارة والتأثير مباشرة على الاستراتيجية، وإدارة المخاطر وتعويضات التنفيذيين والتخطيط للتعاقب.

### ثالثاً- المستثمرون النشطون

#### 3-1- تعريف المستثمر النشط:

التعريف العام للمستثمر النشط هو مالك للأسهم الذي يوظف مراكز ملكيته للعمل بنشاط على إحداث تغييرات في حوكمة الشركات، من الأمثلة على المستثمر النشط:

- صناديق التقاعد التي تدير الأصول نيابة عن نقابة الموظفين.
- الصناديق المؤسسية ذات الرسالة الاجتماعية، كالقضايا البيئية أو الدينية أو الانسانية.
- مديرو صناديق التحوط المدفوعين بالرغبة في تحقيق مكاسب على المدى القصير.
- المستثمرون الأفراد الصريحون في آرائهم ومعتقداتهم الشخصية.

وعلى الرغم من أن المستثمرين النشطين قد يكون لهم هدف صريح بتحسين قيمة حقوق المساهمين، فانهم قد يحملون أهدافاً ثانوية كأن يكونوا مدافعين عن مكونات مختارة او أصحاب مصلحة معينين، أو يُروجون لأجندات اجتماعية أو سياسية. وقد لا يعزز السعي لتحقيق هذه الأهداف من قيمة حقوق المساهمين على المدى الطويل، ولكن قد يستطيع المستثمرون النشطون من خلال جهودهم الضاغطة أن يحققوا تأثيراً كبيراً في مخرجات حوكمة الشركات المتعلقة بمراكز ملكيتهم.

تتفاوت وبشكل واسع مستويات الحصص الاقتصادية المستهدفة من قبل المساهمين النشطين لتحقيق أهدافهم، لهذا يتعين على المستثمر النشط مالك الحصص الصغيرة العمل على التنسيق مع الصناديق الأخرى لكسب نفوذ أكبر. وحتى الصناديق التي تتمتع بمراكز ملكية معتبرة تحتاج الى تأمين التعاون من المستثمرين المؤسسيين الآخرين لكسب نفوذ الأغلبية. وحتى يقوم المستثمرين النشطين أداتين رئيسيتين لتأثير في سياسة الشركة وهما:

أ- **مقترحات التوكيلات التي يدعمها المساهمون والمنافسة عليها:** يحق للمساهم الذي يملك أوراقاً مالية للشركة بمبلغ محدد 2000 دولار لمدة سنة واحدة حتى انعقاد الاجتماع السنوي، أن يتقدم بمقترح واحد كل مرة ويكون ذلك شخصياً في الاجتماع السنوي، ويتوجب تسليمه قبل المواعيد النهائية التي تحددها الشركة. حيث تركز بشكل أساسي على إصلاحات تعويضات التنفيذيين، أو المسائل المتعلقة بمجلس الإدارة (تعيين إدارة مستقلة)، أو مواضيع الحماية من الاستحواذ، أو إجراءات متعلقة بالحوكمة كالتصويت التراكمي أو أحكام الأغلبية الساحقة.

ب- يحق للشركة استبعاد مقترحات المساهمين المخالفة للقيود المفروضة: كالمقترحات المنتهكة لقوانين الدولة، أو مقترحات تقع ضمن اختصاصات الإدارة، أو انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، أو دفع أرباح الأسهم، وعلاوة على ذلك يحق للشركة رفض أي مقترح يكون له علاقة بتظلم شخصي، أو مصالح خاصة لم يشاركه مساهمون آخرون، أو أي مقترح تناوله مقترح آخر خلال خمسة السنوات الأخيرة وغيرها من المسائل الجوهرية.

### 3-2- صناديق التقاعد التي تدير الأصول نيابة عن نقابة الموظفين:

صناديق المعاشات عبارة عن هيئات مالية في شكل صناديق استثمار، متخصصة في تعبئة مدخرات التقاعد، حيث تقوم بجمع ادخارات المستخدمين الموجهة إلى التقاعد وتوظيفها ضمن السوق المالي، حيث يتم جمع اشتراكات التقاعد التي يدفعها الأجراء و/أو مستخدميهم وتوظيفها في شراء القيم المنقولة التي تصدرها الشركات، وفي مقابل ذلك يستفيد هؤلاء المشتركين من معاش عند نهاية حياتهم المهنية ويكون هذا المعاش في شكل ريع لمدى الحياة وفي شكل دفعة واحدة. وتدار هذه الصناديق في بعض الأحيان من طرف المؤسسات نفسها التي تستخدم مشركيها الأجراء، ففي ألمانيا مثلاً جزء كبير من الاشتراكات يتم استثماره في شراء أسهم الشركات المستخدمة، كما يمكن إدارتها من الخارج من طرف كيانات مالية متخصصة وتمتلك خبرة كبيرة في التعامل في الأسواق المالية.

كما تجدر الإشارة إلى التحدي الكبير الذي تواجهه صناديق الاستثمار من واحد من منتجات الهندسة المالية، ألا وهو أسهم المؤشرات Index shares، والتي تعتبر أوراق مالية تعطي لحاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات السوق، وهي بذلك توفر للمستثمرين نفس الخدمات التي توفرها صناديق الاستثمار وتتفوق عليها في الكثير من المزايا، نذكر منها:

- السيولة الناتجة عن تداول هذه الأوراق في أسواق مالية عريقة مثل سوق نازداك.
- حق المستثمر في هذه الأوراق الحصول في بعض الأحيان على توزيعات نقدية وهو ما لا توفره صناديق الاستثمار.
- الالتفاف على القواعد التي تنص على عدم إمكانية تسعير الورقة المالية في سوقين مختلفين.

### 3-3- الصناديق المؤسسية ذات الرسالة الاجتماعية، كالقضايا البيئية أو الدينية أو الإنسانية:

#### أ- تعريف الصناديق المؤسسية ذات الرسالة الاجتماعية، كالقضايا البيئية أو الدينية أو الإنسانية:

تتم بالمستثمرين ممن يهمهم تحقيق أهداف اجتماعية معينة ويرغبون في الاستثمار في الشركات التي تتسق ممارستها مع هذه الأهداف فقط، فمثلاً قد يرغب مستثمر فردي يهتم بالقضايا الإنسانية وممارسات العمل العادلة بالاستثمار في شركات تلتزم بمعايير العمل والعمال المقبولة والمعتمدة. والأمثلة على المسؤولية الاجتماعية تتضمن

ممارسات العمل العادلة، الاستدامة البيئية ونشر القيم الدينية والأخلاقية. ومثال على هذه الصناديق نجد الدن لإدارة الأصول (يهتم بتحليل خمسة مجالات رئيسية ترتبط بمخاوف العملاء: المنتجات والخدمات، الأثر البيئي، ظروف أماكن العمل، العلاقة مع المجتمع، حوكمة الشركات)، صناديق الأمانة (تستثمر وفقاً للمبادئ الإسلامية وتتجنب الفوائد والمجالات المحرمة كالخمر والمواد الإباحية والقمار).

#### ب- الصناديق المؤسسية ذات الرسالة الاجتماعية وحوكمة الشركات:

تتفاوت الصناديق في مدى انخراطها في الأنشطة الفعالة لتحقيق أهدافها، فنجد بعض الصناديق تمتنع عن الاستثمار في الشركات التي تخالف قيمها الاجتماعية، فيما تعتمد صناديق استثمارية أخرى بفعالية إلى محاولة تغيير ممارسات الشركات نحو المسؤولية الاجتماعية.

على الرغم من تعامل بعض صناديق الاستثمار - مثل ريكس ماتريكس - مع التوكيلات السنوية على أنها أداة تمكنها من كسب النفوذ في الشركة، فإنه عند اقدام المساهمون مقترحات تتعلق بالقضايا الاجتماعية والبيئية فهناك مستويات منخفضة جداً من الدعم، مما يشير أن هؤلاء المستثمرين لا يملكون نفوذاً أو تأثيراً كبيراً في عمليات التصويت بالوكالة، على سبيل المثال يدعي صندوق والدن لإدارة الأصول تأثيره في سياسات العديد من الشركات فيما يتعلق بالاستدامة وعدم التمييز والمعاملة العادلة للعمال من قبل الموردين، سواء كانت هذه الصناديق تنجح في مساعيها من خلال عملية التصويت بالوكالة أو لا، فإنها غالباً ما تشترك في مبادرات على عدة سنوات تحقيق أهدافها العامة وبذلك يتعين على الشركات اعتبار هذه المبادرات سمة دائمة من سمات نظام الحوكمة.

#### 3-4- صناديق التحوط النشطة:

أ- تعريف صناديق التحوط: هي تجمعات مشتركة خاصة من رؤوس الأموال تنخرط في مجموعة متنوعة من الاستراتيجيات: البيع والشراء، العالمية الكلية، المراجعة في الاندماجات، الديون المتعثرة...، محاولة تحقيق عوائد أعلى من متوسط العوائد في أسواق رأس المال. وتتميز هذه الصناديق بما يلي:

- ضعف التنظيم القانوني: هذا النوع من المؤسسات المالية لا يخضع للكثير من العوائق القانونية والتنظيمية (التسجيل لدى هيئات الإدارة والرقابة في البورصة...) في الكثير من الدول، وذلك ما يجعلها تتمتع بمرونة كبيرة في إدارة أموالها من خلال وضع استراتيجيات استثمار متطورة.

- ارتفاع مستوى العائد والمخاطر: نظراً لارتفاع مستوى المخاطر التي تواجهها هذه الصناديق مقارنة بباقي الصناديق (نتيجة ضعف التنوع، ارتفاع قيمة الرافعة المالية...)، والمرونة التي يتمتع بها مدراءها في تشكيله محافظتها، فإنه من الطبيعي أن تتميز عوائدها بالارتفاع.

- ربط حوافز الإدارة بأدائها: مدراء هذه الصناديق مختصين ومحترفون لها صيت طويل في إدارة الاستثمارات، كما يقوم المدراء باستثمار جزء كبير من ثرواتهم الشخصية في الصناديق التي يديرونها، مما يؤدي لتقليل مشاكل الوكالة هذا من جهة، ومن جهة أخرى عوائد مدراء هذه الصناديق تكون نسبة من عوائدها وهو ما يحفز المدراء في تحقيق أعلى العوائد.

- محدودية العضوية: تضم المستثمرين المؤسساتيين الذين يملكون ثروات كبيرة، إذ أن هناك قيود لكسب العضوية متعلقة بقيمة المدخرات التي تضعها تحت تصرف الصندوق، وقيود للانسحاب متعلقة بفترة الانسحاب من عضوية في الصندوق ومبلغ التعويض عن الأضرار الناجمة عن الانسحاب.

- الاستخدام الكبير للرافعة المالية: تعرف صناديق التحوط على الاستخدام الكبير للديون أو المشتقات المالية، أو البيع على المكشوف لزيادة العوائد المحتملة على الاستثمار. ببساطة، هي استخدام أموال الآخرين لزيادة حجم الاستثمار الخاص، تُشبه الرافعة في آلة بسيطة، حيث تُستخدم قوة صغيرة لتحريك حمولة أكبر.

#### ب- صناديق التحوط وحوكمة الشركة:

من المعروف أن إستراتيجية استثمار صناديق التحوط في الأسهم تركز على امتلاك حصص معتبرة في هيكل ملكية عدد قليل من الشركات، بما يسمح لها بممارسة نوع من التحكم والسيطرة على القرارات فيها. وعلى هذا الأساس أصبحت صناديق التحوط أحد الفاعلين الأساسيين في هيكل ملكية الشركات ومن ثم أضحت تشكل متغيراً مهماً فيما يخص جغرافية رأسمال الشركات وحوكمتها، وتختلف صناديق التحوط عن باقي المؤسسات المالية الأخرى، من حيث مسيروها محترفون يتقاضون أجور وحوافز ترتبط بالأداء، وهذا ما يجعلهم أكثر تحفيزاً نحو خلق مردودية إيجابية وتعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة التي يستثمرون فيها، من نظرائهم في المؤسسات المالية الأخرى لا سيما صناديق الاستثمار المشتركة.

بسبب تقلص مجال تضارب المصالح بين مسيريها وإدارتها، تعتبر أكثر فعالية في الرقابة على إدارة الشركة من باقي المستثمرون المؤسساتيين، وتعود هذا إلى العاملين الأساسيين التاليين:

- استثمار أموالها في محفظة مالية أقل تنوعاً، تتكون فقط من بعض الحصص (المساهمات) الكبيرة في رؤوس أموال عدد قليل من الشركات وذلك بهدف الرقابة عليها، مستعملة في ذلك كل من أثر الرفع المالي والأدوات المالية المشتقة.

- قبول أصحابها (ملاكها) باستثمار أموالهم في رؤوس أموال المؤسسات لمدة طويلة مما يسمح لهذه الصناديق بممارسة نوع من الرقابة والسيطرة على هذه المؤسسات، وهذا عكس صناديق الاستثمار التقليدية التي تلزمها التشريعات في الكثير من الدول بإعادة بيع حصصها إلى مستثمرين آخرين في مدة قصيرة.

وبالتالي من الواضح أن صناديق التحوط تمتاز بأفق استثماري يختلف عن ذلك الخاص بباقي المستثمرين المؤسساتيين، الذين نجدهم في غالب الأحيان يبحثون على العوائد النقدية في شكل أرباح موزعة وفوائض قيمة ومن ثم امتلاك القيم المنقولة (الأسهم...) لمدة قصيرة وإعادة بيعها في السوق، في حين تهدف صناديق التحوط إلى امتلاك الأسهم لمدة طويلة والتأثير بصورة فعالة في إدارة الشركة.

بسبب كبر حجم استثمارات صناديق التحوط في كل شركة على حدا، وضعف تنوع محافظها الاستثمارية، نجد أن صناديق التحوط أكثر تورطاً في حياة الشركات التي تستثمر فيها. فعلى عكس باقي المستثمرين المؤسساتيين والمستثمرين الأفراد الذين يتصفون بالسلبية، فيما يتعلق بالرقابة على إدارات الشركات التي يستثمرون فيها أموالهم، نجد أن صناديق التحوط تشكل استثناء عن ذلك وتلعب دوراً كبيراً في حوكمة الشركات التي تمتلك في حصص معتبرة في رأسمالها. في هذا الإطار ووفقاً لوجهة نظر نظرية الوكالة، يؤدي وجود صناديق التحوط في هيكل ملكية الشركات المسعرة في البورصة إلى التخفيف من الآثار السلبية لانفصال الإدارة عن الملكية في هذه الشركات، ومن ثم التقليل من أسباب تعارض المصالح بين المساهمين والإدارة وجعل هذه الأخيرة أكثر توجهاً نحو تحقيق الهدف التقليدي المتمثل في تعظيم ثروة المساهمين.

جوهر مسألة حوكمة الشركات هو تركيبة ودور مجلس الإدارة وعلاقته بالإدارة التنفيذية، الأجور والحوافز التي تحصل عليها هذه الأخيرة في الشركات المسعرة في البورصة، فمن الطبيعي أن صناديق التحوط تؤدي دوراً هاماً في ذلك لاسيما من خلال الفعاليات التي تقوم بها، التي تصب في مجملها في جمع التفويضات بالتصويت (معارك التفويض) من أجل تجميع حقوق التصويت الكافية لتمرير القرارات التي تتماشى مع مصلحة أقلية المساهمين أو معارضة تلك التي تتنافى مع مصالحهم، حيث تشير العديد من الدراسات أن صناديق التحوط تمتاز بقدرتها على الرقابة على مدراء الشركات وأن الشركات التي يوجد ضمن ملاكها صندوق تحوط نشط تتسم بارتفاع معدل استبدال المدراء.

#### رابعاً- المستثمرون المؤسساتيين

**4-1- تعريف المستثمرين المؤسساتيين:** ظهر مفهوم المستثمرين المؤسساتيين في ظل التحولات العميقة التي عرفتها الرأسمالية وبالأخص في إطار تقوية سلطة المساهمين في الشركات المسعرة، وذلك بعد أن تم إهمالهم واستغلالهم

لمدة طويلة في عهد الرأسمالية الإدارية، ويقصد بمستثمر مؤسسي كل مستثمر يمتلك أموال تدار من طرف إدارات مهنية في إطار صندوق أو هيئة تعمل لحساب مجموعة من الأفراد أو لحساب هيئة أو مجموعة من الهيئات ويندرج تحت هذا المفهوم الفئات الأربع التالية:

- صناديق المعاشات العمومية والخاصة؛
- شركات الاستثمار؛
- شركات التأمين؛
- البنوك وبالضبط أقسامها أو فروعها المتخصصة في الاستثمار في القيم المنقولة.

خلال ستين سنة السابقة عرفت الملكية المؤسسية نموا هائلاً في الشركات المتداولة في و-م-أ، ففي سنة 1950 كانوا المالكين المؤسسيين يحوزون على الأقل من 10% من أسهم الشركات المتداولة، وبحلول سنة 2005 ارتفعت هذه النسبة الى ما يفوق 70% ونظراً لكبر حجمهم فان المستثمرين المؤسسيين يتمتعون بمكانة أفضل من المستثمرين الأفراد في فرض التغييرات التي يرونها في حوكمة الشركات، وقد يمارسون هذا النفوذ من خلال توصيات إدارة الشركة حول مسائل الوكالة التي تطرحها الشركة، كانتخابات أعضاء مجلس الإدارة، المصادقة على مدقق الحسابات وخطط التعويضات المبنية على الأسهم والتعديلات المقترحة على اللوائح الداخلية للشركة.

#### 4-2- المستثمرون المؤسسيين وشركات استشارات الوكالة

يعتمد العديد من المستثمرين المؤسسيين على شركات استشارات الوكالة لمساعدتهم على التصويت في الشركة، والقيام بمسؤوليتهم الائتمانية في التصويت عن الأسهم المملوكة في صندوق الاستثمار بما يخدم مصالح المساهمين، وأكبر شركات استشارات بالوكالة هما ريسك ماتريكس وشركة جلاس لويس.

يمكن أن يحقق المستثمرون المؤسسيين فوائد عديدة محتملة من خلال الاستفادة من خدمات الشركات الاستشارية، فهذه الشركات تقوم بدراسات مفصلة للقضايا المتعلقة بحوكمة الشركة التي قد تتجاوز مجال خبرة المستثمرين المؤسسيين، وهذا ينطبق بصفة خاصة على مؤسسات الاستثمار الصغيرة التي لا تستطيع تخصيص الموارد اللازمة من الموظفين لمراجعة التوكيلات في جميع الشركات التي تستثمر فيها، كما أن بمقدور شركات استشارات التوكيلات تقديم مراجعة دقيقة للبنود التي تعرض أمام المساهمين، بما فيها انتخابات أعضاء مجلس الإدارة وخطط التعويضات بالأسهم والتغييرات في هيكلية مجلس الإدارة والتعديلات على اللوائح الداخلية.

يحتمل أن يظهر عدد من السلبيات نتيجة الاعتماد نصائح وتوصيات شركات استشارات الوكالة ومنها:

- تتبع شركات استشارات التوكيلات إلى حد ما منهجاً غير مرن فيما يخص بعض مسائل الحوكمة ولا تأخذ دوماً بعين الاعتبار الوضع الخاص لكل شركة، ونتيجة لذلك تكون التوصيات الصادرة عن شركات استشارات الوكالة اتجاه الحوكمة واحدة لجميع الشركات وأشبه ما تكون بمقارنة "مقاس واحد يناسب الجميع" ونشر ثقافة "أفضل الممارسات" غير المدعومة من البحوث والدراسات.

- لا يتوفر لشركات الاستشارات عدد كافي من الموظفين لديهم خبرة لتقييم البنود الخاضعة لموافقة المساهمين، وعلى وجه الخصوص المسائل المتعلقة بخطط التعويضات المعتمدة على الأسهم أو عمليات الاستحواذ المقترحة.
- ثالثاً- بعض شركات الاستشارات لديها تضارب محتمل في المصالح، لأنها تقدم الخدمات الاستشارية للشركات وتقوم في نفس الوقت بتقييم توكيلاتهما.
- يمكن أن يمثل الاعتماد الكامل على شركات استشارات التوكيلات تنصلاً من المسؤولية الائتمانية، فالمستثمرون المؤسسيين هم المسؤولون في نهاية المطاف عن التأكد من أن تصويتهم يخدم مصالح المساهمين الموكلين عنهم.

#### 4-3- تصرفات المستثمرين المؤسسيين وحوكمة الشركات:

##### أ- طرق تعظيم الثروة:

بسبب التخصص والاحترافية التي يتمتع بها المؤسسيين الذين يمارسون تأثيراً كبيراً على إدارات الشركات التي يستثمرون فيها أموالهم، بما يدفع هذه الإدارات إلى تعظيم ثروة المساهمين، وفي هذا الصدد يشير هيرشمان إلى أنهم يتبعون في ذلك طريقتين هما:

- **الطريقة السلبية:** وتتمثل في قيام المستثمرين المؤسسيين الغير راضين عن أداء الإدارة في الشركة، بعرض الأسهم التي يمتلكونها في رأسمالها للبيع في البورصة ومن ثم زيادة المعروض منها، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار هذه الأسهم وقيمة الشركة بالتبعية، وهو الأمر الذي يجعل منها عرضة للعروض العامة للشراء والتي تستهدف السيطرة عليها وإزاحة الإدارة القائمة التي توصف بعدم الكفاءة، وإحلال إدارة جديدة محلها تكون أكثر كفاءة في خدمة مصالح أقلية المساهمين.

- **الطريقة الايجابية:** في إطار هذه المقاربة يهدف المستثمرين المؤسسيين إلى الرقابة على تصرفات الإدارات في الشركات التي يمتلكون فيها أسهم (حصص)، وذلك بهدف التأكد من أن هذه الإدارات لم تحيد عن المهمة التي انتدبت من أجلها، ألا وهي مهمة تعظيم ثروة المساهمين. في سبيل تحقيقها تمتلك هذه الهيئات المالية الآليات التالية:

- إجراء مفاوضات مع إدارة الشركة من أجل الحصول على مقعد أو مقاعد في مجلس إدارة الشركة.
- رفع دعاوي قضائية لإبطال القرارات التي تراها لا تتناسب مع مصالح أقلية المساهمين.
- الدخول في معركة جمع التفويضات من أجل جمع عدد كافي من الأصوات من أجل معارضة أي قرار غير مرغوب أو من أجل تمرير قرار تراه من مصلحة أقلية المساهمين.

ب- **مستويات التدخل في حوكمة الشركات:** تشير دراسات كل من برانكاتو، مونك، ومينو، إلى وجود أربع مستويات لتدخل المستثمرين المؤسسيين في حوكمة هذه الشركات، وهي كما يلي:

- **المستوي الأول:** يتضمن المستثمرين المؤسساتيين الأكثر فعالية على صعيد حوكمة الشركات، بحيث تمتاز استراتيجيتهم الاستثمارية بالخصائص التالية:

- الاستثمار في عدد محدود من الشركات يتم اختيارها بعناية من تلك التي تمتلك القدرة على تعظيم قيمة الأسهم.
- استراتيجية استثمارية طويلة المدى.
- عدم اعتماد محافظ المؤشرات كأساس لتشكيل المحفظة الخاصة بها.
- توجيه الاستثمارات نحو المؤسسات المسعرة في السوق بأقل من قيمتها.
- استهداف المؤسسات التي تعاني من عدم كفاءة الإدارة فيها.
- استهداف المؤسسات التي تتمتع بفرص نمو كبيرة وغير مستغلة.

بناء على هذه الخصائص يتضح أن المستثمرين المؤسساتيين الذين ينتمون إلى هذه الفئة يهدفون إلى التورط الكامل في حوكمة الشركات التي يستثمرون فيها أموالهم، فالمعايير التي تتبعها هذه الصناديق لاختيار الشركات المستهدفة والاستراتيجية الاستثمارية طويلة المدى التي تتبناها، توحى بأنه الهدف من وراء الاستثمار ليس الحصول على العوائد المالية (فوائض القيمة والأرباح الموزعة) وإنما إصلاح نظام الحوكمة في هذه الشركات ودفع الإدارة نحو تحسين أدائها ومن ثم تحسين أداء الشركة بما يسمح بالاستفادة من فرص النمو المتوفرة، وهو الأمر الذي يؤدي بالضرورة إلى رفع القيمة السوقية لها في البورصة.

كما تجدر الإشارة إلى أن أغلب المستثمرين المؤسساتيين ضمن هذه الفئة عبارة عن صناديق معاشات وذلك نظراً للتفوق الذي تتمتع به هذه الصناديق في حوكمة الشركات التي تستثمر فيها مقارنة بباقي المستثمرين المؤسساتيين. ومن بين الصناديق المعروفة التي تدخل ضمن هذه الفئة نذكر على سبيل المثال لا على سبيل الحصر كل من صندوق يوركشاير هاتواي الذي يمتلكه رجل الأعمال الأمريكي واران بوفيت وصندوق المعاشات التابع لولاية وسكنسون.

- **المستوى الثاني:** ويضم المستثمرين المؤسساتيين الذي يعتمدون في تشكيل محافظهم الاستثمارية على تركيبة المؤشرات البورصية المعروفة (CAC40, S P 500) ولكن في نفس الوقت يتدخلون بصفة كبيرة في حوكمة الشركات المصدرة للأسهم المتضمنة في محافظتهم، ومن بين الصناديق المعروفة بهذا التوجه نجد صندوق معاشات ولاية كاليفورنيا.

- **المستوى الثالث:** ويدخل ضمن هذه الفئة المستثمرين المؤسساتيين الذين يولون أهمية كبيرة لتركيبية محافظتهم الاستثمارية، حيث يهتمون بالعوائد المالية واستغلال نشاط الاستثمار المالي الذي يمارسونه في توطيد علاقات أعمال مع إدارات الشركات المستثمر فيها، ومن أجل تجنب التأثير السلبي لهذا التدخل على علاقة القائمة بين المستثمر المؤسسي والشركة المستثمر فيها نجد أن هذه الفئة لا تحاول التدخل في حوكمة الشركات المعنية.

**- المستوى الرابع:** تتشكل هذه الفئة من المستثمرين المؤسسيين الذي يسلكون سلوك تجار الأوراق المالية ويمتازون بالسلبية التامة على صعيد حوكمة الشركات التي يمتلكون أسهمها، بحيث تتشابه تصرفاتهم الاستثمارية وميولاتهم فيما يخص ممارسة الرقابة على هذه الشركات مع ممارسات المستثمرين الأفراد في الأسواق المالية، والتي تتسم بالنظرة قصيرة المدى وبيع ما يمتلكونه من الأسهم مباشرة بعد ورود معلومات غير سارة عن أداء الشركات، وذلك دون محاولة ممارسة أي من نوع من الضغوط والرقابة من أجل تحسين أدائها هذا النوع من المساهمين، يمثل مشكلة كبيرة لكل من الإدارة في الشركة وأقلية المساهمين، فإذا كان تصرفه القائم على التخلص الفوري من الأسهم في حالات تراجع الأداء، يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية للأسهم ومن ثم قيمة الشركة بالتبعية مما يجعلها أكثر عرضة لعمليات السيطرة العدوانية وما يمكن أن ينجر عنها من تغيير الإدارة القائمة، فهو كذلك يعتبر مساهماً سلبياً لا يمكن الاعتماد عليه في الفعاليات الخاصة بالضغط على الإدارة القائمة من أجل تحسين أداء الشركة.

أما فيما يخص هوية المستثمرين المؤسسيين الذين يصنفون ضمن هذه الفئة، فنجد على رأسهم المحترفون (المستشارين)، الذين يعهد لهم المستثمرين المؤسسيين بإدارة جزء من أموالهم، وفي الأخير لا بد من الإشارة إلى أن صناديق الاستثمار ولا سيما صناديق التحوط، لعبت دوراً محورياً في العقود الأخيرة في تصاعد وتيرة عمليات الاندماج- استحواذ، إذ شكلت هذه الصناديق القاطرة التي قادت هذه العمليات في الكثير من الأحيان، كما قدمت الإطار الأمثل لتوفير التقنيات والكيفيات المستخدمة في مثل هكذا عمليات تتسم بالتعقيد الخطورة والاستخدام المكثف لمنتجات وتقنيات الهندسة المالية.