

أجر دون أداء

الوعود الخاوية
بشأن تعويضات
المديرين

لوسيان بيتشك
جيسي فريد

نقله إلى العربية
د. هاني الصالح

العبيكان
Abekkan

منتدی سور الازبکیه

WWW.BOOKS4ALL.NET

Original Title
Pay without Performance
The Unfulfilled Promise of Executive Compensation

Lucian Bebchuk and Jesse Fried

Copyright © 2004 Lucian Bebchuk and Jesse Fried

ISBN-10: 0674-02228-9

ISBN-13: 978-0-674-02228-7

All rights reserved. Authorized translation from the English language edition

Published by arrangement with Harvard University Press (U.S.A.)

حقوق الطبع العربية محفوظة للمبيكان بالتعاقد مع مطابع كلية إدارة الأعمال بجامعة هارفرد، بوسطن

ماسنوسنتس - الولايات المتحدة الأمريكية.

© 2009 _ 1430

ISBN 0 - 988 - 54 - 9960 - 978

الطبعة العربية الأولى 1432 هـ - 2011م

الناشر **المصالح** للنشر

المملكة العربية السعودية - شارع العليا العام - جنوب برج المملكة - عمارة الموسى للمكاتب

هاتف: 2937574/2937581، فاكس: 2937588 ص ب: 67622 الرياض 11517

مكتبة المبيكان، 1431 هـ

فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

بييتشك، لوسيان

أجر دون أداء، / لوسيان بييتشك: جيسي فريد:

هاني الصالح، - الرياض 1431 هـ

416 ص: 16.5 + 24

ردمك: 0 - 988 - 54 - 9960 - 978

أ. فريد، جيسي (مؤلف مشارك)

1 - العمل والعمال - قوانين وتشريعات

ج. العنوان

ب. الصالح هاني (مترجم)

1431 / 1771

344.01

رقم الإيداع: 1431 / 1771

ردمك: 0 - 988 - 54 - 9960 - 978

امتياز التوزيع شركة مكتبة **المصالح**

المملكة العربية السعودية - العليا - تقاطع طريق الملك فهد مع شارع المروبة

هاتف: 4654424/ 4160018 - فاكس: 4650129 ص ب: 62807 الرياض 11595

جميع الحقوق محفوظة للناشر. ولا يسمح بإعادة إصدار هذا الكتاب أو نقله في أي شكل أو واسطة، سواء أكانت إلكترونية أو ميكانيكية. بما في ذلك التصوير بالنسخ فوتوكوبي، أو التسجيل، أو التخزين والاسترجاع، دون إذن خطي من الناشر

المحتوى

5	تمهيد
11	مقدمة
29	الجزء الأول. الرؤية الرسمية ومظاهر قصورها
31	1- الرواية الرسمية
43	2- هل كانت مجالس الإدارة تساوم المديرين على مطال ذراعها؟
75	3- قدرة المسهمن المحدودة على التدخل
89	4- حدود قوى السوق
99	الجزء الثاني. السلطة والأجر
101	5- وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين
129	6- العلاقة بين السلطة والأجر
139	7- نفوذ المديرين في ساعة الرحيل
151	8- المكاسب التعاقدية
177	9- قروض المديرين
187	الجزء الثالث. فصل الأجر عن الأداء
199	10- التعميضاات القائمة على غير حقوق الملكية
213	11- ثمار المصادفة في خيارات الأسهم التقليدية
229	12- ذرائع ومسوغات لاعتماد خيارات الأسهم التقليدية
249	13- المزيد حول ثمار المصادفة في التعميضاات القائمة على حقوق الملكية
271	14- حرية التصرف بهوافز الملكية
189	الجزء الرابع. نظرة إلى الأمام
291	15- تطوير تعميضاات المديرين
309	16- تطوير حوكمة الشركات
333	ملاحظات
403	المراجع

تمهيد

هزت موجة فضائح الشركات التي اندلعت في أواخر العام 2001، الثقة في مجالس إدارة الشركات المسهمة العامة وفتت الأنظار إلى العديد من مكامن الخطأ المحتملة في سياسات تمويزات المديرين. وهناك اليوم وعي عام لحقيقة أن مجالس الإدارة كثيراً ما كانت تتبنى ترتيبات تمويزات لا تخدم مصالح حملة الأسهم. ولكن لا يزال هناك خلاف حول طبيعة تلك المشكلات والإطار الذي ينبغي وضعها فيه، وكذلك أيضاً حول منابع تلك المشكلات، وبطبيعة الحال أيضاً حول سبل معالجتها.

يرى الكثيرون أن المخاوف التي أثيرت حول موضوع تمويزات المديرين مبالغ فيها. يعتقد بعض المراقبين أن ترتيبات التمويزات غير الموفقة قد انحصرت في عدد قليل من الشركات، وأن غالبية مجالس إدارة الشركات قد دأبت على ممارسة دورها على نحو فاعل فيما يخص عملية تحديد أجور المديرين. وبعضهم الآخر يقر بحقيقة الانتشار الواسع لميوب ترتيبات التمويزات، لكنه يصر على أن تلك الميوب إنما نجمت عن أخطاء بريئة وحالات من سوء الفهم أو سوء التقدير من قبل مجالس الإدارة الساعية بطبيعة الحال إلى خدمة مصالح المسهمين. أما اليوم، على حد زعم هؤلاء، وبعد تشخيص تلك المشكلات، فمن المؤكد أن مجالس إدارة الشركات سوف تلتفت من تلقاء نفسها إلى معالجة تلك المشكلات وتلافي الأخطاء مستقبلاً.

هدفنا في هذا الكتاب هو أن نقنع القارئ بأن التعامل مع مشكلة تمويزات المديرين بهذه الدرجة من البساطة أمر غير مسوّغ. فأخطاء ترتيبات التمويزات قد اتسمت بالانتشار الواسع والديمومة، والمنهجية، وهي إنما نشأت عن عيوب بنيوية في نظام حوكمة الشركات الذي يتيح للمديرين التمتع بقدر لا يستهان به من السلطة والنفوذ إزاء مجالس الإدارة. وبالنظر إلى سلطة المديرين ونفوذهم فإن من غير المتوقع أن يكون أعضاء مجالس الإدارة

قد سموا فعلاً إلى الدخول في مساومة على مطال الذراع مع المديرين التنفيذيين بشأن تعويضات هؤلاء. وغياب التعامل الفاعل القائم على منطق مطال الذراع في ظل النظام الحالي لحوكمة الشركات - وليس الأخطاء العابرة أو زلات الحكم أو سوء التقدير - هو ما كان في حقيقة الأمر المنبع الرئيس لترتيبات التعويضات الإشكالية.

كذلك يهدف الكتاب أيضاً من منظور أكثر عمومية إلى الإسهام في تطوير فهم أفضل للمشكلات الأساسية التي تعترى نظام حوكمة الشركات الحالي. دراستنا لمسألة تعويضات المديرين تفتح نافذة نطل منها على مجالس الإدارة لاستكشاف إلى أي حد يمكننا فعلاً الاعتماد على مجلس إدارة الشركة بوصفه حارساً أميناً حريصاً على مصالح حملة الأسهم. نظامنا الحالي على صعيد حوكمة الشركات يعطي مجلس الإدارة سلطة كبيرة وصلاحيات واسعة، ويعتمد عليه اعتماداً كلياً في مراقبة أداء المديرين التنفيذيين والإشراف على عملهم. إذا ما انطلقنا من الاعتقاد السائد أن أعضاء مجالس الإدارة يؤديون مهامهم لما فيه خدمة مصالح المساهمين، فإن ترتيبات الحوكمة في شكلها الحالي - والذي يقوم على عزل مجالس الإدارة إلى حد بعيد عن دائرة تدخل المساهمين - تبدو ببساطة مسوغة ومقبولة. غير أن عملنا الذي نقدمه للقارئ في هذا الكتاب يثير الشكوك في صحة ذلك الاعتقاد وفي الحكمة من عزل المجلس عن حملة الأسهم.

عبر تقديم رؤية شاملة لمظاهر وأسباب إخفاق مجالس الإدارة في تأدية دورها المهم والحساس في حقل تعويضات المديرين، نأمل أن نسهم في دعم الجهود الرامية إلى تطوير سياسات التعويضات بوجه خاص ونظام حوكمة الشركات على نحو أكثر عمومية. إن فهم المنابع الحقيقية للمشكلات القائمة يمثل خطوة بالغة الأهمية على طريق الإصلاح. يقر بعض المراقبين اليوم بأن مجالس الإدارة لم تكن تولي الاهتمام الكافي لمصالح المساهمين، لكنهم يزعمون أن تعزيز دور الأعضاء المستقلين - وهو تطور تدعمه الشروط التي تبنتها أسواق الأوراق المالية في الآونة الأخيرة - من شأنه أن يجعل تلك المشكلات ضرباً من ذكريات الماضي. لكن الأمر ليس كذلك على الإطلاق؛ تحليلنا لواقع الشركات المسهمة العامة يشير بقوة إلى أن حل المشكلات التي أشرنا إليها أنصاً يقتضي جعل أعضاء مجلس الإدارة ليس فقط أكثر استقلالية عن نفوذ المديرين وأصحاب المناصب في الشركة، وإنما

أيضاً أكثر توعية لحملة الأسهم. لذلك فإننا نقترح استكمال مسيرة الإصلاح عبر تبني بعض الإصلاحات الإضافية التي تهدف إلى تقليص المزل القائم بين مجالس الإدارة والمساهمين. وبعقائدنا فإن إجراء إصلاحات من هذا القبيل يجسد السبيل الأكثر فاعلية لدفع عجلة التطوير والتحسين قدماً إلى الأمام ليس فقط على صعيد تمويضات المديرين، وإنما أيضاً على صعيد حوكمة الشركات بصورة عامة.

يبني هذا الكتاب على قاعدة دراسة سابقة بعنوان «تمويضات المديرين في أميركا: قوة المديرين أم استخلاص المكاسب المجانية؟». كنا قد أجريناها بالتعاون مع ديفيد ووكر في العام 2001، وقد نشرت تلك الدراسة في العام 2002، في دورية القانون التي تصدر عن جامعة شيكاغو University of Chicago Law Review حاملة العنوان: «سلطة المديرين واستخلاص المكاسب المجانية في تصميم تمويضات المديرين». كذلك يستلهم الكتاب أيضاً من عمل آخر قام به مؤلفا الكتاب، حمل العنوان: «تمويضات المديرين بوصفها واحدة من مشكلات التوكيل»، ونشر في مجلة الآفاق الاقتصادية Journal of Economic Perspectives في صيف العام 2003. وكما ننوه في مواقع عديدة على امتداد فصول الكتاب، فإننا نستند أيضاً إلى العديد من أعمالنا السابقة الأخرى التي تناولنا فيها موضوع حوكمة الشركات.

عبر مشوارنا مع إعداد هذا الكتاب تلقينا مساعدات جمة نود أن نعبر لأصحابها هنا عن عميق شكرنا وامتناننا. نوجه أولاً شكراً خاصاً إلى عنوان ديفيد ووكر، شريكنا في دراستنا السابقة التي قدمناها في العام 2001. عمل ديفيد معنا في المرحلة الأولى من هذه الدراسة وقدم إسهاماً مهماً في دفعها قدماً إلى الأمام. في خريف العام 2000، دخل ديفيد ميدان الممارسة العملية للعمل القانوني في رحلة تمتد إلى عامين كاملين، وقد اضطر تحت ضغط مقتضيات ذلك العمل إلى التوقف عن متابعة مشوار الدراسة والبحث الذي كنا قد بدأناه معاً. أحكامه الصائبة ورويته النافذة كان لها عظيم الأثر في دراستنا التي أنجزناها معاً في العام 2001، والحقيقة أننا قد افتقدنا تلك الرؤية والأحكام كثيراً بعد مفارته قطار هذه الدراسة.

كذلك فإننا نود أن نعبر عن عميق شكرنا لأشخاص آخرين كثيرين على ما أمدونا به من مناقشات ثمينة ومن تعليقات بناءة، سواء فيما يخص مسودات هذا الكتاب أو فيما يخص أعمالنا السابقة التي استندنا إليها في إعداد الكتاب. ونخص بالذكر مارك أبراموفيتش،

بيترز أبلباوم، أدي أيال، فرانكلين بالوتي، أورن بار-غيل، ليزا بيرنستين، مارغريت بلير، فيكتور براندني، براين تشيفينس، ستيف تشوي، بوب كوتر، براد ديلونغ، ميل آيسنبرغ، تشارلز إلسون، ألين فيريل، ميريت فوكس، جيف غوردون، ميتو غولاتي، دان هالبيرين، عساف حمداني، شارون هانيس، هنري هانسمان، باول هودجسون، مارسيل كاهان، لويس كابلو، إيرا كاي، راينر كراكان، ستيوارت غيلان، مايكل ليفين، سول ليفمور، باتريك ماكفارن، بوب مونكس، كيفن مورفي، ريتشارد بينتر، آدم بريتشارد، مارك روي، ديفيد شيزر، ستيف شافيل، أندري شيفر، إريك تيلي، تيموثي تايلور، راندال توماس، ديتليف فاغتس، ستيف فوجل، مايكل واتشتر، مايكل والدمان، إيفو ويلش، و ديفيد يرماك.

ومن جهة أخرى فقد تلقينا أيضاً اقتراحات مفيدة جداً أثناء مشاركاتنا في المؤتمرات وورشات العمل المختلفة في العديد من الجامعات، نود أن نتوجه بالشكر إلى عموم الزملاء الذين شاركوا في تلك المناسبات في بولت هول، كلية هارفارد للقانون، كلية كينيدي للحكومة في هارفارد، كلية الأعمال في هارفارد، الاتحاد الأمريكي لكليات القانون وقانون الأعمال - هيئة تمويزات المديرين، الندوة التي نظمتها كلية الأعمال في بيركلي حول «دور القانون في خلق القيمة طويلة الأجل لرأس المال المسهم»، وندوة دورية القانون في جامعة شيكاغو حول «إدارة وحكم مؤسسات الأعمال الحديثة».

كذلك فإننا مدينون بالشكر لعدد كبير من الباحثين المساعدين الذين قدموا لنا مساعدات جلية كان لها دور مهم في إنجاز هذا العمل، ونخص بالذكر: أليكس آيزين، كريس باسيل، إيرين كارول، ميسان إيزابيل تشانغ، لايوف غيثمانسكي، ميراندا غونغ، نيكولاس هيكس، ماتيو هين، راين كانتور، جيسون كتوت، كارين مارسبانو، ماتيو ماكديرموت، سيلينا ميدلين، دجيه ميتز، آرون مونيك، جيف ووغتر، و دان وولك، لمساعدتهم الثمينة ولتفانيهم في العمل البحثي نتوجه هنا بشكر خاص إلى مساعدينا الذين عملوا معنا أثناء مدة انشغالنا بإعداد الكتاب، وعلى وجه الخصوص إلى ميدلين برغيس، جولي جونسون، و أنيتا ساريت. نص الكتاب ما كان ليصل إلى ما هو عليه من الدقة لولا ما حظي به من العناية الفائقة في التحرير والتقيق على يد ألكساندرا ماك - كورماك، جين مارتين، إميلي أوغدن، و موشي سبينوفيتش.

نود أن نتوجه بجزيل الشكر إلى مركز جون إم. أولين للقانون والاقتصاد والأعمال في كلية هارفارد للقانون؛ كلية هارفارد للقانون؛ هيئة البحث في بيركلي؛ وجمعية بولت هول، وذلك للتكرم بتقديم الدعم المالي اللازم لإنجاز هذا العمل. لوسيان بيبتشك يرغب في توجيه شكر خاص إلى المميد السابق روبرت كلارك والحالي إلينا كاغان لكلية هارفارد للقانون، وكذلك أيضاً إلى بروفيسور ستيف شافيل، مدير مركز أولين، لما تكرموا به جميعهم من دعم وتشجيع. كذلك يرغب جيسي فريد في التعبير عن عميق امتنانه لكل من هيرما هيل كاي، جون دوير، وروبرت بيرينغ، مديري مركز بولت هول الأسبق والسابق والحالي.

وأخيراً فإننا ندين معظم الامتحان لزوجتنا، ألما كوهين وناومي فريد، اللتين قدمتا لنا منبماً حيويلاً لا ينضب للدعم، والنصيحة، والتفهم. أولادنا - ألون و يوناتان في حالة لوسيان، وجوشوا وأهيتال وأيليت في حالة جيسي - ما كان لهم أن يبدوا تلك الدرجة من التفهم، لكن حلالتهم قد أضافت إغناء كبيراً لحياتنا أثناء مدة عملنا على إنجاز هذا الكتاب.

حزيران/يونيو 2004

على صعيد الحكم فيما إذا كان عالم الشركات الأمريكية جاداً فعلاً في إصلاح نفسه يمكن القول إن أجور المدير العام لا تزال تمثل الاختبار الفاصل. والنتائج إلى اليوم ليست بالمشجعة.

وورين بوهيت رسالة إلى حملة الأسهم في

بيركشاير هافاويه المتحد، شباط/فبراير 2004

مقدمة

هل المشكلة حقاً في بعض التفاحات العفنة، أم أنه الصندوق؟

كيم كلارك، عميد كلية الأعمال

في ماريلاند، 2003

أثناء مدة الازدهار الطويلة التي شهدتها السوق في التسعينيات سجلت تعويضات المديرين التنفيذيين في الشركات المسهمة العامة - أي الشركات المطروحة أسهمها للتداول في أسواق الأوراق المالية - ارتفاعاً كبيراً أوصلها إلى مستويات غير مسبوقه. أثناء المدة الممتدة بين العام 1992 والعام 2000، تضاعف وسطي الأجر الحقيقي (المصحح بمراعاة التضخم) للمدير العام التنفيذي في الشركات المسجلة في دليل إس & بي 500 أكثر من أربع مرات متسلسلاً من 3.5 مليون \$ إلى 14.7 مليوناً¹. وقد كان للتعويضات القائمة على خيارات الأسهم حصة الأسد من ذلك الارتفاع. حيث تضاعفت قيمة خيارات الأسهم المقدمة للمديرين العامين تسع مرات أثناء المدة ذاتها². وقد تجاوز نمو تعويضات المديرين بوضوح معدل نمو تعويضات باقي العاملين. في العام 1991، كان وسطي ما يتقاضاه المدير العام في الشركات الكبيرة يماثل على وجه التقريب 140 ضعفاً من أجر العامل المتوسط؛ في العام 2003، بلغت تلك النسبة نحو 500 إلى واحد³.

وقد حظيت تعويضات المديرين منذ ذلك الحين بقدر كبير من الاهتمام بين صفوف المستثمرين، وخبراء الاقتصاد السالي. وكذلك أيضاً على صعيد الأطراف المعنية بتنظيم حركة السوق، والأوساط الإعلامية، وعامة المجتمع على وجه العموم. وكلمنا ازدادت تعويضات المديرين ارتفاعاً، ازداد معها ذلك الاهتمام حدة وسخونة. حتى إن حساباً قام به

أحد الاقتصاديين بين أن ذلك النمو العنيف في أجور المديرين أثناء التسعينيات قد رافقه نمو أعنف في عدد ورقات البحوث التي تناولت ذلك الموضوع⁴.

كذلك فإن تعويضات المديرين قد شكلت منذ زمن موضوعاً ساخناً مطروحاً بصورة دائمة على طاولة النقاش. واجه ارتفاع أجور المديرين كثيراً من النقد من قبل الأوساط العامة، وقد تعاطمت حملات النقد أكثر وأكثر عقب فضائح إدارة الشركات التي أخذت تطفو على السطح في أواخر 2001. غير أن التطور الذي شهدته تعويضات المديرين على مدى العقدين الماضيين كان له بالمقابل أيضاً أنصاره الذين دافعوا عنه بقوة وضراوة. ووفقاً لوجهة نظر هؤلاء فإن ترتيبات تعويضات المديرين، إذا ما غضضنا النظر عن بعض العثرات والنواقص وحالات إساءة استخدام السلطة، تمثل إلى حد بعيد حصيلاً عمل قوى السوق من جهة وجهود مجالس الإدارة الموالية للمساهمين من جهة ثانية.

هدفنا الرئيس الذي نسمى إليه في هذا الكتاب هو أن نقدم صورة شاملة توضح كيف أن نفوذ الجهاز التنفيذي وسلطته الواسعة هما العامل الأساسي المسؤول عن تشكيل تضاريس تعويضات المديرين والوصول بها إلى شكلها الحالي. يقوم النموذج الذي يسيطر اليوم على رؤية خبراء الاقتصاد المالي لموضوع تعويضات المديرين على افتراض أن ترتيبات الأجور ما هي إلا ناتج طبيعي لمساومة على مطال الذراع - مساومة طرفها الأول المدبرون الذين يحاولون أن يستأثروا لأنفسهم بأكبر قدر ممكن من المكاسب، والطرف الثاني مجالس الإدارة التي تسمى إلى بلوغ أقصى الممكن من منظور مصالح حملة الأسهم. وقد شكل هذا الافتراض أيضاً القاعدة التي قامت عليها أحكام قانون الشركات النافذة لمسألة التعويضات. لكننا سوف نبين في فقرات هذا الكتاب أن عملية تحديد الأجور في الشركات المسهمة العامة قد انعزفت بعيداً عن نموذج المساومة على مطال الذراع.

تحليلنا للمسألة يشير بقوة إلى أن نفوذ الجهاز التنفيذي قد لعب دوراً مفتاحياً في تشكيل ترتيبات أجور المديرين. وهذا الدور الكبير لنفوذ الجهاز التنفيذي من شأنه أن يفسر القسم الأكبر من التضاريس الحالية لتعويضات المديرين. وهو يفسر بالفعل ممارسات ونماذج حيرت خبراء الاقتصاد المالي طويلاً في دراستهم لمسألة تعويضات المديرين.

نسمى في هذا الكتاب إلى الإسهام في بناء وعي أفضل لطبيعة الأخطاء التي تعترى ترتيبات التمويل الحالية وأليات الحوكمة التي تخلق تلك الأخطاء. وبناء هذا النوع من الوعي أمرٌ ضروري جداً لمعالجة تلك المشكلات. سوف نبين أن الإصلاحات الأخيرة على صعيد حوكمة الشركات، التي تهدف إلى زيادة استقلالية مجلس الإدارة، من شأنها أن تحسن الأحوال بمض الشيء، غير أن الحاجة تبقى قائمة وملحة لإجراء الكثير من الإصلاحات الضرورية الأخرى. وسوف نعرض بعض الإصلاحات الممكنة التي من شأنها تقليص حجم الآثار السلبية عما عثر على تمويليات المديرين من تشويه، وذلك عبر زيادة مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة أمام حملة الأسهم.

الرؤية الرسمية ومظاهر قصورها

يناقش الجزء الأول من الكتاب عيوب الصورة الرسمية السائدة فيما يخص تمويليات المديرين. تعيد هذه الصورة، التي تشكل الأساس الذي تقوم عليه ترتيبات حوكمة الشركات في وجهها الحالي، بأن مجلس الإدارة يمد ذراعه على مطاله في تعامله مع المديرين التنفيذيين، ولا سيما فيما يخص القرارات المتعلقة بترتيبات أجور هؤلاء. وسعياً منهم إلى خدمة مصالح حملة الأسهم يمد أعضاء مجلس الإدارة إلى تصميم ترتيبات التمويليات المجدية اقتصادياً التي تزود المديرين بحوافز تدفعهم إلى العمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم.

وقد شكل إدراك مدى تأثير المديرين في حجم وطبيعة الأجور التي يتقاضونها النقطة المركزية في حملات النقد التي تعرضت لها تمويليات المديرين، سواء في الأوساط الإعلامية أو بين صفوف الناشطين من حملة الأسهم⁵. وبالرغم من ذلك فإن المسلمة التي تقول إن مجالس الإدارة تتفاوض مع المديرين بشأن ترتيبات أجورهم على مطال ذراعها قد ظلت طويلاً، ولا تزال إلى اليوم، تمثل واحدة من المقدسات المركزية في عالم الشركات. وكذلك أيضاً في معظم البحوث التي تناولت تمويليات المديرين، يعتقد أنصار هذه الصورة الرسمية بأنها تعكس إلى حد بعيد الصورة الواقعية. وإذا ما وجدوا أنفسهم وجهاً لوجه أمام ممارسات تتناقض مع مسلمة التفاوض على مطال الذراع، فإنهم يجنحون إلى تفسير تلك الحالات الشاذة على أنها «تفاحات عفنة، لا تمكس الواقع الحقيقي للصندوق كله، أو

على أنها ناتجة ببساطة عن هفوات أو أخطاء أنية أو بعض وجوه سوء الفهم، التي ما إن يتم تشخيصها حتى يسارع مجلس الإدارة إلى تصحيحها وتلافي تكرار حدوثها في المستقبل.

تمثل هذه الصورة الرسمية على صعيد عالم الشركات القاعدة العملية التي تقوم عليها الأحكام القانونية التي تبني عليها السياسات العامة. كما أنها تستخدم أيضاً لتسوية قرارات مجلس الإدارة المتعلقة بالتعيينات أمام حملة الأسهم وصناع القرار والهيئات القضائية، حيث يجري تصوير تلك القرارات على أنها قد اتخذت من منظور خدمة مصالح حملة الأسهم، الأمر الذي يجعلها جديرة بالاحترام والتقدير.

ومسلمة المساومة على مطالال الذراع التي تمثل عماد تلك الصورة الرسمية قد لقيت أيضاً قبولاً واسعاً في معظم الأعمال البحثية التي تناولت تعيينات المديرين. صحيح أن تأشير الجهاز التنفيذي على أعضاء مجلس الإدارة قد استرعى انتباه أولئك الذين كتبوا عن الموضوع من وجهة النظر القانونية أو التنظيمية أو الاجتماعية⁵، لكن معظم البحوث التي تناولت أجور المديرين (ولا سيما البحوث التجريبية) أجريت على يد خبراء الاقتصاد المالي. وقد كان لمسلمة المساومة على مطالال الذراع دور أساسي في توجيه القسم الأكبر من أعمال هؤلاء. بعض الباحثين في مجال الاقتصاد المالي -سوف نتطرق لاحقاً إلى مناقشة أعمالهم- تحدثوا عن اكتشافات وصفوها بأنها لا تتسجم مع مبدأ التفاوض على مطالال الذراع⁷. غير أن غالبية الأعمال في هذا الحقل قد افترضت أن مبدأ المساومة على مطالال الذراع كان ببساطة سيد الموقف في تعامل مجالس الإدارة مع المديرين.

وفق النموذج السائد في عالم الاقتصاد المالي، والذي أسميناه هنا مبدأ المساومة على مطالال الذراع، يجري تصوير مجلس الإدارة كما لو أنه يعتمد مد الذراع على مطالالها في جميع تعاملاته مع الجهاز التنفيذي، ويسمى على الدوام إلى تعظيم قيمة رأس المال المسهم. والأطراف التي تتبنى فعلاً مبدأ مطالال الذراع في تعاملاتها لديها بطبيعة الحال حوافزها القوية لتجنب المعطيات غير المجدية، التي من شأنها أن تقلص حجم الفطيرة المرجوة من ترتيبات التعاقد. ومن هنا فإن مبدأ التعاقد على مطالال الذراع قد قاد الباحثين إلى الاعتقاد بأن ترتيبات تعيينات المديرين لا بد أن تؤدي بوجه أو بأخر إلى تعظيم القيمة، الأمر الذي

يفسر استخدامنا عبارة «التعاقد المجدي» أو «التعاقد المثالي» في سياق الحديث عن ذلك المبدأ في بعض من أعمالنا السابقة⁸.

والباحثون في الاقتصاد المالي، النظريون منهم والتجريبيون، قد بذلوا جهوداً كبيرة ضمن إطار نموذج مطال الذراع في محاولات دؤوبة لتفسير ترتيبات التمويضات في شكلها العام الرائج اليوم وتفسير التباين في سياسات التمويضات بين الشركات المختلفة⁹. وبالفضل فإن هؤلاء الباحثين كانوا كلما وقموا على ممارسات أو سياسات لا تتسق مع منطق الحوافز المجدية اقتصادياً، يجهدون أدمغتهم في استنباط الحلول العبقرية التي تعيد تلك السياسات إلى حظيرة الحوافز المجدية وتبتدع وسائل الربط الجديدة لخلق نوع من الصلة بين تلك السياسات من جهة ومبدأ التعاقد على مطال الذراع من جهة ثانية. أما السياسات التي استمضت على كل أشكال التفسير، فقد أعطاها الباحثون صفة «الظواهر الشاذة، أو «الأنفاذ»، ووضموها جانباً على أمل أنها قد تختفي من تلقاء نفسها مع مرور الزمن، أو أن الأيام القادمة سوف تحمل معها حلولاً إضافية تسمح بتفسير تلك الظواهر ضمن إطار نموذج مطال الذراع.

لا شك أن الرواية الرسمية القائمة على مبدأ مطال الذراع جميلة ومرنة، فضلاً عن أنها تبعث في النفوس شعوراً بالطمأنينة. لكن هذا النموذج، كما يوضح الجزء الأول من هذا الكتاب، عاجز عن تفسير الواقع الحقيقي لتمويضات المديرين. أعضاء مجلس الإدارة كان لديهم على الدوام جملة من الحوافز الاقتصادية التي تدفعهم إلى تأييد الترتيبات التي تناسب أهواء مديري الدرجة الممتازة في الشركة، أو على الأقل إلى القبول بتلك الترتيبات ومسايرتها. كذلك فإن عوامل أخرى اجتماعية ونفسية كثيرة قد دفعت بأعضاء المجلس في هذا الاتجاه - كروابط الزمالة، والروح الجماعية، والدافع الطبيعي لتجنب أشكال النزاع ضمن فريق إدارة الشركة، بل في بعض الأحيان أيضاً علاقات الصداقة أو الولاء. وعلى الرغم من أن الكثيرين من أعضاء مجالس الإدارة يملكون أسهماً في شركاتهم، فإن دوافعهم المادية إلى معارضة الترتيبات التي تحابي المديرين كانت على الدوام أضعف جداً من أن تحدد بهم بالفعل إلى أن يسلكوا طريق المواجهة والصراع مع مديريهم العامين متحملين تبعات ذلك من أعباء ومتاعب شخصية منغصة إن لم نقل مكلفة، وأخيراً فإن الحدود

الواقعية الضيقة. من حيث الزمن وكذلك أيضاً من حيث مصادر المعلومات، قد جعلت من الصعب على أعضاء مجلس الإدارة، وحتى على أصحاب النوايا الحسنة بينهم، أن يمارسوا دورهم بالوجه المطلوب في عملية تحديد الأجور.

بعض الباحثين الذين كتبوا حول هذه المسألة، ذهبوا إلى الزعم بأن قوى السوق، حتى لو سلمنا بتمرض أعضاء مجالس الإدارة لتأثيرات كبيرة من جانب المديرين التنفيذيين، كغيلة يحد ذاتها بإرغام كلا الطرفين. مجالس الإدارة والمديرين، على تبنى ترتيبات التمويضات ذاتها التي كانا سيصلان إليها لو سارت الأمور وفق منطق التفاوض على مطال الذراع. غير أن تحليلنا للموقف يبين أن قوى السوق لا تتمتع بالدقة الكافية ولا بالقوة الكافية لفرض الترتيبات المطلوبة. صحيح أن بورصة رأس المال، وبورصة حكم الشركات، وبورصة المديرين وغيرها من قوى السوق، قد تفرض بعض القيود على تمويضات المديرين. لكن هذه القيود غير صارمة وغير ملزمة؛ بمعنى أنها تترك هامشاً عريضاً للتجاوزات التي تطوي على خروقات واضحة لمنطق التعاقد على مطال الذراع.

إن الرؤية الواقعية لجملة الحوافز والظروف المحيطة بأعضاء مجالس الإدارة تظهر بكل وضوح أن هناك الكثير من العوامل والدوافع التي تحدد بأعضاء المجالس إلى التصرف على نحو مفاير تماماً لما هو متوقع بموجب مقتضيات نموذج مطال الذراع، والإصلاحات الأخيرة، كما في مثال شروط التسجيل الجديدة في أسواق الأوراق المالية التي تسمى إلى تقييد حرية المديرين العاميين في توزيع المكافآت المالية على الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة. قد تقلع في إضعاف بعض من تلك العوامل، لكنها لن تتمكن من القضاء عليها. وإذا ما اقتصر الأمر على هذا القدر من الإصلاح فإن عملية تحديد الأجور سوف تستمر بكل بساطة في انحرافها بعيداً عن نموذج مطال الذراع.

السلطة والأجر

بعد أن نسرغ من تحليل عيوب النظرة التقليدية التي تقترض التفاوض على مطال الذراع، ننتقل في الجزء الثاني من الكتاب إلى الرؤية التي تنطلق من أن للجهاز التنفيذي نفوذاً كبيراً فيما يخص تحديد أجور المديرين. إن العوامل ذاتها التي تحد من جدوى نموذج

مطال الذراع تعيد في الوقت ذاته بأن المديرين قد كان لهم تأثير كبير في تحديد حجم الأجور التي يتقاضونها من شركاتهم. كثيراً ما شذت ترتيبات التعويضات عن إطار التفاوض على مطالال الذراع لأسباب مفادها أن أعضاء مجلس الإدارة قد تعرضوا لتأثيرات معينة من قبل الجهاز التنفيذي، أو تأثروا بأواصر الود التي تربطهم بالمديرين، أو افتقروا إلى الحوافز الحقيقية للمساومة على التعويضات، أو أنهم ببساطة لم يكونوا موقفين في تقدير الأبعاد الفعلية للتعويضات التي صدقوها. إن تأثير المديرين على أعضاء مجلس الإدارة قد مكثهم من الحصول على مكاسب مجانية، - مكاسب أكبر بوضوح من تلك التي كانوا سيحصلون عليها في مساومة حقيقية على مطالال الذراع.

بالرغم من أن مديري الدرجة الممتازة يتمتعون بصورة عامة بقدر معين من التأثير في مجالس الإدارة، فإن أبعاد ذلك التأثير تملق بعوانب بنوية عديدة في نظام الحوكمة الذي تمتدده الشركة. والرؤية القائمة على سلطة الجهاز التنفيذي تتبأ بأن المديرين الذين يتمتعون بقدر أكبر من السلطة إزاء مجالس الإدارة، لا بد أن يتقاضوا أجوراً أكثر ارتعاعاً - أو أكثر استقلالاً عن الأداء الذين يقدمونه - بالمقارنة مع نظرائهم الذين لا يمتلكون ذلك القدر من السلطة. وبالفعل فإن هناك الكثير من الدلائل التي تشير إلى أن أجور المديرين كانت أعلى وأكثر استقلالاً عن أدائهم كلما كان نفوذهم أوسع وسلطتهم أكبر.

هنالك بالطبع حدود للترتيبات التي يمكن أن يوافق عليها أعضاء المجلس، التي يمكن أن يسمي إليها المدير من قوى السوق، كبورصة حكم الشركات على سبيل المثال، قد تعاقب مجلس الإدارة إذا ما قام بتمرير ترتيبات أجور تبدو مجحفة بصورة فاضحة. وقد يضطر أعضاء المجلس والمديرين في حالة كهذه إلى تحمل التبعات الاجتماعية التي قد تترتب على فعلتهم. غير أن تلك القيود التي تفرضها قوى السوق والقوى الاجتماعية تبقى ويا للأسف بعيدة كل البعد عن القدر المطلوب من الشدة والحزم، وتسمح بهامش واسع للانحراف بعيداً عما يمليه منطلق التفاوض على مطالال الذراع. إن تبني ترتيبات منحازة لصالح المديرين نادراً ما تترتب عليه أي عواقب اقتصادية أو اجتماعية حقيقية. إلا إذا كانت تلك الترتيبات على درجة غير مسبوقه من الفساد، أو كانت بعبارة أخرى من النوع الذي لا يمكن تسويفه أو التفاوض عنه.

تجسد عواقب السخط وكثماً مهماً في بنیان الصورة القائمة على سلطة الجهاز التنفيذي. عندما يقدم مجلس الإدارة على تمرير ترتيبات أجور تطوي على معاباة واضحة للمديرين، فإن حدة العواقب الاقتصادية والاجتماعية التي قد تترتب على أعضاء المجلس والمديرين من جراء ذلك تتوقف بالدرجة الأولى على ردة الفعل التي تستثيرها تلك الترتيبات لدى بعض الأطراف الخارجية المعنية التي لا يقوى المديرون أو أعضاء المجلس على تجاهلها. إن ترتيباً يثير لدى الأطراف المعنية مشاعر السخط والاستياء من شأنه أن يضعف من تأييد حملة الأسهم لأصحاب المناصب على صعيد المناقشات الانتخابية وكذلك أيضاً على صعيد مواجهة عروض الاستيلاء. كذلك فإن السخط قد يدفع حملة الأسهم إلى ممارسة أشكال الضغط على المديرين وأعضاء المجلس، فضلاً عن أنه قد يهجر هؤلاء ويضر بسمعتهم. وكلما كبر حجم السخط المتوقع أن يثيره ترتيب معين من ترتيبات الأجور، كبر معه حجم الحرج الذي سيشعر به أعضاء المجلس لدى تمرير ذلك الترتيب. وتماظم أيضاً حجم تردد المديرين في المطالبة بمثل ذلك الترتيب.

إن الدور المهم والحساس الذي يحتسب لطبيعة إدراك الأطراف الخارجية المعنية للترتيبات المتعلقة بتعويضات المديرين، والأهمية التي تحتسب لعواقب السخط، من شأنهما أن يفسرا الموقع المهم الذي يعطى به عنصر آخر، لم نأت على ذكره بعد، من عناصر الصورة القائمة على سلطة الجهاز التنفيذي: «التمويه». إن الحاجة إلى تقليص حجم السخط تغلق لدى مهندسي ترتيبات التعويضات دافعاً يحدو بهم إلى لف الحقائق المتعلقة بحجم التعويضات واستقلالها عن الأداء بالفموض من جهة، والاهتمام بتغطيتها من الناحية القانونية من جهة أخرى - أو بالأحرى، وبمباراة أكثر عمومية، إلى انتهاج سياسة التمويه. وهكذا فإن عنصر التمويه يسمح للمديرين بحصد مزيد من المكاسب على حساب حملة الأسهم. والأهم من ذلك أن محاولات التمويه قد تقود إلى تبني ترتيبات أجور غير مجدية من شأنها أن تضعف من حوافز المديرين وتؤثر من ثم سلباً على أداء الشركة معرضة حملة الأسهم لخسائر كبيرة تفوق بوضوح الخسارة المباشرة الماثلة في التعويضات السخية بعد ذاتها.

سوف نسوق في الجزء الثاني من الكتاب أدلة تؤكد أن ترتيبات التعويضات كثيراً ما كانت تصمم وعين مصممها على وسائل التمويه التي تسمح بإخفاء حجم المكاسب الحقيقية

وتخفيف حدة السخط. لقد عمدت الشركات على نحو منهجي إلى اتخاذ إجراءات تقلل من الشفافية فيما يخص القيمة الإجمالية لتمويضات المديرين ودرجة تحررها من قيود الارتباط بالأداء. وقد وجدت مصلحة المديرين في إحلال الضبابية محل الشفافية غطاءها الشرعي في العديد من سياسات التمويضات المصممة خصيصاً لفرض التمويه، من شائكة تقديم الإيرادات الإضافية بعد التقاعد، وترتيبات العقود الاستشارية، والتمويضات المؤجلة، وبرامج التقاعد، وقروض المديرين وغيرها. وبصورة عامة فإن دافع التمويه بيدي كفاية عالية في تفسير جوانب عديدة من تضاريس تعويضات المديرين ما كانت لتقبل أي تفسير آخر.

الأجر مقابل الأداء، والوعود الخاوية بشأن أجور المديرين

أولئك الذين صفقوا لارتفاع تعويضات المديرين ركزوا كثيراً على المكاسب التي ستمود على حملة الأسهم من جراء تعزيز حوافز المديرين على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. وفي الواقع فقد عمد بعض من كبار أعلام الاقتصاد المالي في بداية التسعينيات، من شائكة مايكل جينسن وكيفن مورفي، إلى الإلحاح في حرض حملة الأسهم على إظهار مزيد من القبول حيال رزم التمويضات الضخمة التي ينتظر منها أن تزود المديرين بحوافز قوية تدفعهم إلى أداء أفضل¹⁰. وتبعاً لرؤية هؤلاء فإن حملة الأسهم مدعوون إلى الاهتمام بتزويد المديرين بحوافز تتمتع بما يكفي من القوة أكثر اهتمامهم بالمبالغ التي ستصرف على أجور المديرين.

وبالفعل فقد أبدى حملة الأسهم على مدى العقد الماضي تقبلاً كبيراً لارتفاع أجور المديرين بصفته ثمناً لا بد من دفعه من أجل تطوير حوافز الجهاز التنفيذي في الشركة. وقد جرى تصوير التمويضات المرتقمة على أنها شرط أساسي لتطوير حوافز المديرين؛ الأمر الذي يجعل منها استثماراً مربحاً في الاتجاه الصحيح. ولكن لسوء الحظ فإن القسم الأكبر من التمويضات الإضافية المقدمة للمديرين لم يكن مرتبطاً بأداء هؤلاء. وحملة الأسهم لم يحصلوا على مردود يتناسب مع التكاليف الإضافية التي تحملوها.

وكما نوضح في الجزء الثالث من الكتاب فإن المديرين قد وظفوا نفوذهم من أجل الحصول على تعويضات أعلى، وذلك عبر ترتيبات تمعدت فصل الأجر إلى حد بعيد عن

الأداء. لقد كان بمقدور الشركات أن تحقق الزيادة ذاتها في الحوافز بتكلفة أصغر جداً. أو أن توظف المبالغ المصروفة ذاتها للحصول على حوافز أكبر جداً. إن حساسية أجور المديرين لأدائهم أكبر جداً مما يفيد به الاعتقاد السائد بصورة عامة.

بالرغم من أن التمويضات القائمة على حقوق الملكية قد حظيت أخيراً بالقدر الأكبر من الاهتمام، فإن القسم الأكبر من أجور المديرين يأخذ أشكالاً أخرى غير حقوق الملكية، كالراتب والمكافآت على سبيل المثال. تشير الدلائل إلى أن التمويضات النقدية - بما فيها المكافآت الاستثنائية - كانت في أحسن أحوالها ضعيفة الصلة بمستوى أداء الشركة منسوبة إلى أداء الشركات النظيرة في حقل العمل المعني. كانت تلك التمويضات توزع بسخاء حتى على المديرين الذين يقدمون أداءً متواضعاً بالمقارنة مع نظرائهم في شركات الحقل الأخرى. وفضلاً عن ذلك فإن خبراء الاقتصاد المالي لم يميلوا اهتماماً كبيراً إلى الأشكال الأخرى للتمويضات التي لا تقوم على أساس حقوق الملكية التي دأب المديرون على تقاضيها بتواتر كبير. ومن أمثلة تلك التمويضات: القروض الميسرة، والرواتب التقاعدية، والتمويضات المؤجلة، ومختلف أشكال التسهيلات. تلك التمويضات التي لم تسترع الكثير من الانتباه، التي تأخذ في بعض الأحيان أبعاداً كبيرة جداً، لم تكن تتأثر إلا فيما ندر بواقع أداء الجهاز التنفيذي.

على ضوء تاريخ التمويضات القائمة على غير حقوق الملكية، والذي يشهد بضعف الرباط بينها وبين أداء الجهاز التنفيذي، فإن حملة الأسهم، وكذلك أيضاً منظمي حركة السوق، في سعيهم إلى جعل الأجور أكثر حساسية للأداء، قد وجهوا أنظارهم أكثر فأكثر نحو التمويضات القائمة على حقوق الملكية - التمويضات التي تستند إلى قيمة رأس مال الشركة - وأيدوا اعتماد هذا النوع من التمويضات. وقد أخذ القسم الأكبر من التمويضات القائمة على حقوق الملكية شكل «خيارات الأسهم» - خيارات تسمح بشراء عدد معين من أسهم الشركة بسعر محدد (سعر «الاستخدام»). إننا نؤيد بقوة التمويضات القائمة على حقوق الملكية التي يمكن أن تزود المديرين من حيث المبدأ بالحوافز المطلوبة. لكن لسوء الحظ فإن المديرين قد تمكنوا من استثمار نفوذهم في فرض ترتيبات خيارات تبعد كثيراً عن منطلق التعاقد على مطال الذراع، وذلك في الاتجاهات التي تناسب مصالحهم وأهواءهم. ونتائج تحليلنا تبين

أن برامج التعميـضات القائمة على حقوق الملكية قد سمحت للمديرين بحصد مكافآت ثمينة حتى في حالات الأداء المتواضع أو الضعيف.

وعلى سبيل المثال فقد فشلت الشركات في فترة ارتفاعات أسعار الأسهم التي تعود بالدرجة الأولى إلى توجهات عامة على صعيد حقل العمل المعني أو إلى تطورات عامة على صعيد السوق، التي لا فضل فيها على الإطلاق لأداء المديرين. فبالرغم من توفر طيف واسع من السبل والوسائل التي تسمح بفترة هذا النوع من «ثمار المصادفة»، ظلت الغالبية العظمى من الشركات متمسكة ببرامج الخيارات التقليدية التي تضمن بقاء القسم الأكبر من تعويضات حقوق الملكية المقدمة للمديرين في معزل عن التأثير بأداء هؤلاء. وبالإضافة إلى ذلك فقد دأبت الشركات على إعطاء المديرين حرية واسعة للتصرف بما يقدم لهم خيارات وأسهماً، سياسة عادت على المديرين بالكثير من المكاسب والأرباح، وكلفت بالمقابل حملة الأسهم غالباً. ولسوء الحظ فإن معظم مجالس الإدارة التي تذهب اليوم إلى تغيير برامجها بخصوص التعويضات القائمة على حقوق الملكية استجابة لما تتعرض له من ضغوط خارجية، لا تزال تميل بوضوح إلى تجنب البرامج التي من شأنها أن تقضي كلياً على ثمار المصادفة تلك. والأدهى من ذلك أن تلك الشركات تتحول إلى برامج أخرى، من شاكلة البرامج القائمة على الأسهم المقيدة، عاجزة تماماً عن التخلص من ثمار المصادفة، بل إنها قد تزيد من احتمال تلك الثمار في بعض الأحيان.

انتقادات من نوع آخر تستهدف بدورها تعويضات المديرين

تواجه سياسات تعويضات المديرين أشكالاً كثيرة أخرى من النقد يستند بعضها إلى وجهات نظر إيديولوجية، بينما يتناول بعضها الآخر الموضوع من جانبه المنهجي. ومن المهم هنا أن نوضح منذ البداية أن نظرنا إلى موضوع تعويضات المديرين يختلف جذرياً عن مجمل أشكال النقد الأخرى. وفي الواقع فإن مواقفنا تجاه بعض جوانب الموضوع أقرب إلى صف مؤيدي ترتيبات الأجور الحالية منها إلى صفوف بعض أشكال النقد الأخرى التي تحاول النيل من تلك الترتيبات.

في البداية هناك وجهة النظر الأخلاقية، القائمة على مبدأ العدالة - وقد يشير إليها البعض باسم «وجهة النظر الشعبية»- التي تعارض من حيث المبدأ مسألة تضخم الأجر إلى ذلك الحد. وتبعاً لوجهة النظر هذه، وبفرض النظر عن أي تداعيات عملية، فإن إعطاء المديرين أجوراً تصل إلى مئات أضعاف ما يتقاضاه غيرهم من الموظفين الآخرين هو أمر بعيد كل البعد عن معايير العدالة ولا يمكن قبوله في أي حال من الأحوال.

وانتقدنا لسياسات تعويضات المديرين لا ينبع على الإطلاق من وجهة النظر تلك. إن مقاربتنا للموضوع تتبع من رؤية براغماتية خالصة تولي اهتماماً كبيراً للتداعيات والنتائج. وهي مقارنة تركز بالدرجة الأولى على قيمة رأس المال المسهم وأداء الشركات (ومن ثم أداء الاقتصاد ككل). إننا ما كنا لنعترض على تعويضات في مستوياتها الحالية أو حتى في مستويات أعلى من ذلك، لو أن تلك التعويضات كانت تخدم على نحو فعلي مصالح حملة الأسهم عبر ما تخلقه من حوافز. لكن ما يقلقنا هو أن ترتيبات التعويضات المعمول بها اليوم لا تحقق ذلك المعيار.

كذلك من المهم أيضاً أن نميز بوضوح موقفنا إزاء سياسات التعويضات من وجهة النظر التي تقول إن الحوافز المالية ليست على تلك الدرجة من الأهمية فيما يخص تحفيز مديري الدرجة الممتازة ومن ثم فإن تعظيم قيمة رأس المال المسهم لا يستدعي على الإطلاق تقديم رزم ضخمة من الأجور. منذ منتصف القرن الماضي على أقل تقدير، ذهب بعض علماء النفس المتخصصين في عالم المال والأعمال إلى الزعم بأن مديري الشركات، الذين يتمتعون بجمهمهم بوضع مادي ممتاز أصلاً، يتحركون بالدرجة الأولى بفعل عوامل من شاكلة الحاجة إلى كسب مزيد من الاحترام، وتحقيق الذات، وما شابه ذلك¹¹. وتبعاً لتلك الرؤية فإن «القوة المحركة الحقيقية التي تحفز المدير النموذجي... لا تتجسد في المال، وإنما في ذلك الإحساس العميق بالسعادة الداخلية لأنه ينجح عملاً صعباً وشائكاً بإتقان واقتدار»¹². وبموجب ذلك فإن زيادة حجم الأجور المقدمة لمديرين يتقاضون أصلاً أجوراً ممتازة، كما تقول حجة هؤلاء، لن يكون لها أي أثر على أداء أولئك المديرين، ولن تتمدى كونها ببساطة مضيفة لأموال حملة الأسهم.

وخلافاً لتلك الرؤية، فإننا نشاطر مؤيدي ترتيبات الأجور الحالية افتراضهم الذي يقول إن المديرين على اختلاف مشاربهم يتأثرون إلى حد بعيد بالحوافز المالية. إننا نتفق معهم على أن تقديم الأجور السخية بهدف خلق الحوافز الإيجابية المطلوبة قد يمثل بالفعل استراتيجية تمويزات ناجمة تخدم حقاً مصالح حملة الأهم. وفي الواقع فإن حقيقة أن المديرين (وكذلك أيضاً أعضاء مجالس الإدارة) يتأثرون بالحوافز المالية وأن لديهم مصلحة ملموسة في زيادة أجورهم، تلعب دوراً بالغ الأهمية في تحليلنا للموضوع. ما يقلقنا هو ببساطة أن المديرين قد استولوا جزئياً على «مكنة» التمويزات، الأمر الذي قاد إلى ترتيبات تمجز عن تزويد المديرين بالحوافز المطلوبة.

وأخيراً فإن من المفيد التأكيد على أن انتقادنا لترتيبات أجور المديرين لا يتركز مطلقاً على حجم التمويزات التي يتقاضاها المدبرون. إن ارتفاع مستويات الأجور لا يعني بحد ذاته، من وجهة نظرنا، أن ترتيبات التمويزات تتحرف عن مبدأ التعاقد على مطال الذراع، واستنتاجنا بأن الانحراف عن ذلك المبدأ كان ولا يزال يمثل حالة عامة، يستند بالدرجة الأولى إلى تحليل موضوعي لعمليات تحديد الأجور، وكذلك أيضاً إلى دراسة دقيقة للبنية غير المجدية، والمشوّهة، والضبابية التي تميز ترتيبات الأجور الحالية. وبالنسبة لنا فإن الدليل القاطع على سلطة المديرين فيما يخص الأجور لا يكمن في ارتفاع مستويات الأجور، وإنما في ظواهر مثل وجود تناسب واضح بين السلطة والأجر، والاستخدام المنهجي لسياسات التمويزات التي تسمح بالتنميط على حجم الأجور ومدى حساسيتها للأداء، وكذلك أيضاً إغداق المكاسب دون مقابل على المديرين المغادرين.

حجم الرهان

ما هي درجة أهمية قضية أجور المديرين؟ ما الذي يجبر المرء على قراءة كتاب برتمته حول هذا الموضوع؟ ربما يتساءل البعض فيما إذا كان لتمويزات المديرين أثر اقتصادي حقيقي على صعيد قطاع الشركات. وقد يذهب بعضهم إلى الزعم بأن المشكلات الكامنة في حقل تمويزات المديرين لا تملك أن تؤثر إلا على نحو طفيف فقط في إجمالي حسابات حملة الأسهم، ولذلك فإن تلك المشكلات هي بالدرجة الأولى ذات صفة رمزية.

لكن، حتى لو سلمنا جداً بأن الصفة الرمزية غير مهمة، فإن موضوع تمويضات المديرين يتمتع بأهمية عملية كبيرة بالنسبة لحملة الأسهم وكذلك أيضاً بالنسبة لصناع القرار ومهندسي السياسات، والأخطاء التي تعترى ترتيبات التمويضات تفرض تكاليف كبيرة على حملة الأسهم. في البداية هناك فائض الأجر الذي يحصل عليه المديرين بفضل ما يتمتعون به من سلطة ونفوذ، والمقصود هنا بفائض الأجر هو الفارق بين ما يتقاضاه المدير بفضل سلطته ونفوذه من جهة وما كان سيتقاضاه في ظل تعاقد على مطال الذراع من جهة ثانية. وتبعاً للنتائج التي يسعى يانيف غرنستين بالتعاون مع واحد من مؤلفي الكتاب إلى توثيقها على نحو مفصل في دراسة جارية¹³، فإن المبالغ التي تندرج ضمن إطار فائض الأجر لا يمكن على الإطلاق عدّها «هكّة عملة» (مبالغ زهيدة بخسة) بالنسبة لحملة الأسهم.

أثناء مدة خمس السنوات الممتدة من 1998 وحتى 2002، بلغت التمويضات المقدمة للمديرين الخمسة الأوائل في كل من الشركات المتضمنة في قاعدة بيانات المديرين الشهيرة إكسيكو كومب، مجموعة على عموم الشركات المتضمنة في قاعدة البيانات والبالغ عددها 1500 شركة، قيمة إجمالية تقارب 100 مليار \$ (مقاسة بدولار العام 2002). والقيمة الحالية المرسلة لمجموع تمويضات المديرين الخمسة الأوائل في عموم الشركات المسهمة العامة في الولايات المتحدة تمثل بدورها أيضاً قيمة كبيرة جداً، على مدى عشر السنوات الماضية واكب معدل نمو إجمالي تمويضات المديرين خطوة خطوة معدل نمو إجمالي القيمة المرسلة في عموم الشركات المسجلة في أسواق الأوراق المالية، وإذا ما فرضنا أن مجموع تمويضات المديرين سيتابع نموه بالتزامن مع إجمالي القيمة المرسلة في السوق، أو أن حصة المديرين في مجموع أرباح الشركات سوف تحافظ على مستوياتها الحالية، فإن القيمة الحالية المرسلة لمجموع تمويضات المديرين الخمسة الأوائل في عموم الشركات المسهمة العامة المسجلة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية قد تبلغ ما يقارب نصف تريليون دولار. ولذلك فإن المكاسب التي ستعود على المستثمرين، إذا ما أمكن إيقاف نزيف التمويضات المفرطة دون إضعاف حوافز المديرين، لن تكون رمزية فقط، بل سيكون لها أهمية حقيقية من الناحية العملية.

وفضلاً عن ذلك، وربما أكثر منه أهمية، فإن تأثير المديرين في ترتيبات التمويضات يضعف الحوافز المتضمنة فيها ويميل فيها التشويه، وبتقديرنا فإن انخفاض قيمة رأس المال

المسهم الفاجع عن ضعف الحوافز وتشوهها - وليس الانخفاض الناتج عن الارتفاع المفرط في أجور المديرين - قد يمثل الخسارة الأكبر التي يتحملها حملة الأسهم بفعل تأثير المديرين في ترتيبات التمويل.

نناقش في تحليلنا مشكلتين اثنتين من مشكلات الحوافز التي دأبت ترتيبات التمويل على تقديمها. المشكلة الأولى تتجسد في أن ما قدمته ترتيبات التمويل من حوافز لردع المديرين عن التراخي والإهمال وحثهم على بذل مزيد من الجهد لتحسين قيمة رأس المال المسهم، كان ببساطة أضعف بوضوح مما يمكن تحقيقه في ظل تماقد قائم على مبدأ مطال الذراع. إن استقلال كلا النوعين من تمويلات المديرين - القائمة على غير حقوق الملكية وتلك القائمة على حقوق الملكية - عن الإسهام الحقيقي لأولئك المديرين في تطوير أداء الشركة كان أكبر كثيراً مما قد تفضي به النظرة السطحية العابرة. ولا شك في أن زيادة حساسية الأجور للأداء من شأنها أن تعود بمكاسب كبيرة على حملة الأسهم.

أما المشكلة الثانية فتكمن في أن سياسات التمويل السائدة قد خلقت أيضاً بعضاً من الحوافز العكسية الشاذة. وعلى سبيل المثال فإن قدرة المديرين على التصرف بحرية بالخيارات والأسهم المقدمة لهم قد خلقت لديهم دوافع شخصية حدث بهم إلى التلاعب بالنتائج، والتعميم على الأخبار السيئة، واختيار المشروعات والإستراتيجيات الأقل شفافية والأقل انكشافاً على السوق. ومن هنا فإن تحسين برامج التمويل من شأنه أن يعود على حملة الأسهم بفوائد كبيرة عبر تقليص حجم الخسائر التي يتحملونها من جراء تلك الممارسات الشاذة.

نظرة إلى الأمام

ننتقل في الجزء الرابع من الكتاب إلى مناقشة بعض النتائج التي يطالمنها بها تحليلنا على صعيد تمويلات المديرين وكذلك أيضاً على صعيد نظام حوكمة الشركات بصورة أكثر عمومية. في ظل الصعوبات التي تحول دون بناء علاقة قوامها مبدأ مطال الذراع بين مجالس الإدارة من جهة والمديرين من جهة ثانية، تتضح أهمية أن يمدد حملة الأسهم إلى التدقيق والتمحيص في تمويلات المديرين للتحقق من جدوى ترتيبات الأجور المعمول بها. يلقي

تحليلنا الضوء على أنماط برامج التعويضات التي ينبغي على هيئات المستثمرين دعمها. ومن أمثلة ذلك أن يعمد المستثمرون على سبيل المثال إلى الضغط على الشركات لدفعها إلى استخدام برامج تعويضات حقوق الملكية التي تضمن فترة ثمار المصادفة وعزلها جانباً، واتخاذ التدابير الكفيلة بربط الأجور بقوة بالأداء الذي يقدمه الجهاز التنفيذي، ووضع حدود حقيقية لحرية المديرين في التصرف بحوافز الملكية المقدمة لهم.

لما كان الضغط والرقابة الخارجيان يمثلان وسيلة ناجعة لكشف ما قد يقوم به الجهاز التنفيذي من محاولات لانتزاع المكاسب لنفسه على حساب الشركة، فإن تحليلنا يفيد بأن ترتيبات التعويضات يجب أن تكون على درجة عالية من الشفافية. لا يكفي أن تكون المعلومات متاحة للعموم، وأن يكون بمقدور فئة محدودة من المتخصصين ومحتريي السوق الوصول إليها واستيعابها والإفادة منها. بالنظر إلى أهمية دور الأطراف الخارجية، من حيث الإدراك وردود الأفعال، وكذلك أيضاً من حيث الرقابة والمتابعة، يمكن الجزم بأن الشفافية تمثل عاملاً حاسماً فيما يخص الحد من قدرة المديرين على التأثير في ترتيبات التعويضات وأعمال التشويه في مضامينها.

إن تطوير ترتيبات التعويضات لتصبح أكثر انسجاماً مع مبدأ التعاقد على مطال الذراع، والدفع بمجالس الإدارة لممارسة رقابة أكثر فاعلية على أداء المديرين بوجه عام، مهمتان أصعب كثيراً مما يمتد الكثيرون. تقرر الإصلاحات التي تم تبنيها أخيراً على الشركات المسجلة في أسواق الأوراق المالية الرئيسية (سوق نيويورك للأوراق المالية، ناسداك، وسوق الأوراق المالية الأمريكية) أن يكون غالبية الأعضاء في مجالس إدارتها من الأعضاء المستقلين - أي من الأعضاء الذين لا يشغلون أي منصب وظيفي آخر في الشركة ولا تربطهم بها أي علاقة عمل أخرى. كذلك تقرر الإصلاحات الأخيرة على تلك الشركات أيضاً أن تقوم بتشكيل لجان التعويضات ولجان الترشيح من الأعضاء المستقلين حصراً، وأن تطرح خطط التعويضات القائمة على حقوق الملكية للتصويت عليها من قبل عموم المسهمين. غير أن تحليلنا يشير إلى أن تلك الإصلاحات، وبالرغم من أنها تحمل على الأرجح قدرًا لا بأس به من الفائدة، لا يمكن الاعتماد عليها في سعيًا إلى خلق علاقة قوامها التعامل على مطال الذراع بين أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين، علاقة تشكل القاعدة الصلبة التي يقوم عليها نظامنا الجديد لحوكمة الشركات.

ما الذي ينبغي فعله إذًا؟ إذا أردنا دفع مجالس الإدارة إلى الاضطلاع بدورها الحساس بالشكل المطلوب، فإن علينا أن نركز ليس فقط على عزل أعضاء تلك المجالس عن دائرة نفوذ المديرين، وإنما أيضاً على ضرورة إضعاف العزل القائم حالياً بين أعضاء مجالس الإدارة من جهة وحملة الأسهم من جهة أخرى. فبينما ينبغي أن نقلص من تسمية أعضاء مجالس الإدارة للمديرين التنفيذيين، علينا في الوقت ذاته أن نسمى إلى زيادة تسمية أولئك الأعضاء لحملة الأسهم.

وحتى عندما يتكشف ضعف وبؤس أداء المجلس ويمم الاستياء بين صفوف المساهمين، فإن ما يواجهه أعضاء المجلس من تهديد لعضويتهم، سواء عبر منافسة انتخابية أو عبر صفقة استهلاء من قبل أحد المنافسين، لا يمتدى كونه تهديداً طفيفاً جداً. وهذا الوضع لا يجوز له أن يستمر بما ينطوي عليه من خلل في موازين القوى. إذا أردنا أن نحقق تحسناً حقيقياً في أداء مجالس إدارة الشركات، فإن علينا أن نتخلص أولاً من الترتيبات التي تعطي أعضاء المجلس منعة في وجه محاولات الإقالة سواء أخذت تلك المحاولات شكل تحديات انتخابية أو شكل صفقات استهلاء. وإذا تعذر إلغاء تلك الترتيبات فإن علينا على الأقل أن نضعف من شأنها قدر المستطاع. وبالإضافة إلى ذلك لا يجوز أن تحتفظ مجالس الإدارة بحق النقض (الفيتو) -الذي يضمنه لها قانون الشركات الحالي- فيما يخص تغيير أو تعديل الترتيبات المتعلقة بنظام الحوكمة في ميثاق الشركة.

بالرغم من أننا نقدم في فصول الكتاب استعراضاً موجزاً لبعض النتائج التي خلصنا إليها في تحليلنا لمسألة تويضات المديرين، فإن هذا الكتاب لا يهدف إلى تقديم مشروع تفصيلي للتغييرات المطلوبة على صعيد ترتيبات الأجور أو على صعيد نظام حوكمة الشركات. بل إن جل ما نسعى إليه في هذا الكتاب هو التركيز على بعض الخطوات الأولية المهمة والحساسة: إيضاح أن مجالس الإدارة، خلافاً للرؤية الرسمية حول تويضات المديرين، لم تكن تتفاوض مع المديرين على مطالب ذراعها فيما يخص أجورهم؛ وتوضيح كيف أن نفوذ المديرين وسعيهم وراء المكاسب الشخصية قد لعبا دوراً مهماً في تحديد معالم تويضات هؤلاء؛ وتقديم دراسة وافية لما نتج عن ذلك من انحراف عن نموذج مطالب الذراع وما تبعه من آثار سلبية ونتائج عكسية.

نحن أمام حقل يمكن فيه للإدراك الدقيق لحقيقة المشكلات أن يساعد كثيراً في حلها أو التخفيف من حدتها. إن قدرة المديرين على التأثير في البنس الناظمة لأجورهم تتوقف إلى حد بعيد على إمكانية إخفاء ما قد يفرزه ذلك التأثير من تشوهات عن أعين المعنيين في السوق - ولا سيما المستثمرين المؤسساتيين. ومن هنا فإن استيضاح حقيقة أن سلطة الجهاز التنفيذي قد تغلق شذوذاً كبيراً عن صيغة التماقد الفاعلة، يمثل بعد ذاته أداة ناجمة تضيف ببساطة من قدرة المديرين على تمويه مكاسبهم غير المستحقة وإخفائها عن الأعين.

إن معالجة المشكلات التي نواجهها اليوم في نظام حوكمة الشركات تقتضي بالضرورة إجراء إصلاحات بنهوية إضافية تتضمن إعادة النظر في موازين القوى بين مجالس الإدارة وحملة الأسهم. لإفساح المجال أمام إصلاحات من هذا القبيل يجب على حملة الأسهم، وكذلك أيضاً على الأطراف الرسمية المعنية بتنظيم حركة السوق، التوجه أولاً نحو تطوير فهم أكثر دقة وشمولية لما تتصف به أخطاء نظام الحوكمة الحالي من المنهجية وعمق الأثر. وما يترتب على تلك الأخطاء من تكاليف باهظة. والمساعدة على تطوير ذلك الفهم تمثل واحداً من الأهداف الرئيسية للكتاب الذي بين أيدينا.

الجزء

الأول

⋮

الرؤية الرسمية

ومظاهر قصورها

1) الرواية الرسمية

مجلس الإدارة هو الأداة الرقابية الكفيلة برصد ومتابعة أداء الجهاز التنفيذي، والمسؤولة أمام حملة الأسهم.

إيرا ميلستين، مجلس الإدارة
المحترف، 1995

من المفيد أن نستهل مشوارنا بتقديم توصيف موجز للصورة الرسمية، السائدة فيما يخص تمويضات المديرين - حيث تتفاوض مجالس الإدارة على مطالب الذراع مع المديرين التنفيذيين للاتفاق على ترتيبات أجورهم بما يخدم مصالح المسهمين. تشكل هذه النظرة الأساس الذي يقوم عليه موقف قانون الشركات من تمويضات المديرين. كما أنها تساعد في شرعنة ترتيبات التمويضات وتمكس طبيعة التوجهات التي قادت تلك الكتلة الضخمة من الأعمال البحثية حول موضوع تمويضات المديرين التي أدار دفتها خبراء الاقتصاد المالي.

مشكلة التوكيل

ينصب تركيزنا في هذا الكتاب على الشركات المسهمة الأمريكية العامة (التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام) التي لا تضم بين مسهميها من يملك قدرأ من الأسهم يخوله التحكم بالشركة. هذه البنية الانتشارية للملكية هي البنية الأكثر شيوعاً في الولايات المتحدة، خلافاً لحال العديد من الدول الأخرى. يعد الاقتصاديان أدولف بيرل و غاردينر مينز أول من قام بتوثيق التشتت في مصالح حملة الأسهم عام 1932، في بحثهما الكلاسيكي «الشركة المسهمة المعاصرة والملكية الخاصة»². ولا تزال بنية الملكية هذه إلى اليوم البنية الأوسع انتشاراً بين الشركات المسهمة العامة في الولايات المتحدة الأمريكية.

إن حملة الأسهم في شركة مسهمة عامة من هذا النوع غير قادرين على مراقبة أعمال المديرين أو التأثير في وجهتها، الأمر الذي يعطي المديرين الذين يتولون إدارة الأعمال اليومية في الشركة هامشاً لا بأس به من الصلاحيات. تتفصل ملكية الشركة في هذه الحال إلى حد بعيد عن إدارتها. فحملة الأسهم يملكون الشركة، بينما يملك المديرين زمام التحكم إلى حد بعيد بتوجهات الشركة وأعمالها.

هذا الفصل بين ملكية الشركة وإدارتها يخلق ما يعرف في قاموس خبراء الاقتصاد المالي باسم «علاقة التوكيل»: مدير الشركة يعملون وكلاء لحاملي أسهمها. والموكلون (حملة الأسهم) غير قادرين على الجزم بأن الوكلاء (المديرين) سيتصرفون دوماً بما يخدم مصالح موكلهم على الوجه الأمثل. وبالنتيجة، فإن المديرين - الوكلاء، والذين لا تتطابق مصالحهم تماماً مع مصالح المسهمين - الموكلين، قد ينحرفون عن المسار الأمثل بالنسبة لحملة الأسهم. وهذه المشكلة تعرف باسم «مشكلة التوكيل»³. إن ابتعاد المديرين عن الاستراتيجيات الساعية لتحقيق مصالح المسهمين قد يتضمن فيما يتضمنه سلوكاً غير فاعل، - سلوكاً يلحق الضرر بالقيمة الرأسمالية للشركة. والخسائر التي يمتد بها رأس مال الشركة بفعل التباعد بين مصالح المديرين ومصالح حملة الأسهم يشار إليها باسم «تكاليف التوكيل».

ومشكلة التوكيل من شأنها أن تؤثر على طيف واسع من خيارات المديرين: كحجم الجهود التي يكلفون أنفسهم بذلها، وحجم التسهيلات التي يبيحون لأنفسهم الاستفادة منها، وجملة القرارات الاستراتيجية والعملية التي يتخذونها باسم الشركة. وفي كل من تلك الحالات لا يمكن الجزم على الإطلاق بأن مصالح المديرين سوف تتطابق بالضرورة مع مصالح حملة الأسهم. لنأخذ على سبيل المثال مسألة الجهود التي يبذلها المديرين في عملهم. بالنظر إلى أن المديرين يتعملون على الصعيد الشخصي تكلفة الجهد الذي يبذلونه في عملهم، ولا يجنون إلا جزءاً محدوداً فقط من المنافع التي يعود بها عملهم على الشركة، فإنهم سيميلون بطبيعة الحال إلى توفير بعض الجهد على أنفسهم. والمجهود الذي سيبذلونه لن يرتقي إلى الحد المثالي الذي يضمن للشركة أكبر قدر ممكن من المكاسب. وبالمقابل، ونظراً لأن المديرين يجنون منافع مباشرة من التسهيلات المتاحة لهم ولا يتحملون إلا النزر اليسير من تكاليفها. فهم سوف يسمون إلى الاستفادة من أكبر قدر ممكن من تلك التسهيلات.

كذلك فإن مصالح المديرين الشخصية من شأنها أيضاً أن تؤثر سلباً على القرارات التي تخص حجم الشركة. فقد يميل المديرون التنفيذيون إلى تضخيم حجم الشركة، لما في ذلك من زيادة في هيبتهم، وفي التسهيلات المتاحة لهم، وفي تعويضاتهم وغيرها من المكاسب الشخصية الأخرى⁴. لما كان غالبية المديرين يعدون أنفسهم بالمزيد من المكاسب الشخصية إذا ما تسنى لأحدهم أن يترعب على عرش شركة أكبر وأضخم، فهم قد يذهبون إلى توسيع ممتلكات الشركة، أو حيازة شركات أخرى، أو القيام باستثمارات إضافية من شأنها أن تضر بقيمة حقوق الملكية، كذلك فهم قد لا يدركون ضرورة تضييق نطاق أعمال الشركة وإعادة ترتيب الأولويات عندما تملو الأصوات المطالبة بتجسيم الشركة، وفضلاً عن ذلك فقد يعمد المديرين، بدافع تقادي انكماش الشركة أو بهدف توفير الإمكانات اللازمة لتوسيع حجم الشركة مستقبلاً، إلى احتجاز فائض مالي كبير في الشركة بدلاً من توزيع ذلك الفائض على المسهمين، حتى لو لم يكن هنالك أي أفاق للفرص الاستثمارية الإضافية المربحة⁵.

كذلك فإن مشكلات التوكيل من شأنها أن تؤثر أيضاً في العديد من القرارات الإدارية الأخرى، فالمديرون قد يميلون عموماً إلى إدارة الشركات بالسبل التي تضمن لهم إرضاء رغباتهم الشخصية، أو على الأقل بالسبل الأكثر انسجاماً مع توجهاتهم الشخصية، حتى لو كان ذلك على حساب مصالح حملة الأسهم. قد يذهب المدير إلى الاستثمار في مشروعات مشكوك بربحيتها لمجرد أنه يشعر بالميل نحو هذا المشروع أو ذاك، وقد يعجز عن اتخاذ بعض التدابير الضرورية إذا ما تعارضت مع مصالحه الشخصية، كأن يتقايس عن تسريع بعض الموظفين المقصرين بسبب ما يربطه بهم من علاقات الصداقة على سبيل المثال.

وأخيراً فقد يتمسك المديرون بمناصبهم ويظل أحدهم قابضاً على دفة قيادة الشركة بالرغم من أنه لم يعد الشخص المناسب لتولي هذه المهمة⁶. وفي هذا السياق نجد أن المديرين كثيراً ما يرفضون عروض ضم مغرية تقدم لشركاتهم، أو يقفون في طريق محاولات استيلاء من شأنها أن ترفع قيمة رأس المال المسهم؛ لأنها قد تكلفهم مناصبهم. كذلك نجد أن المديرين يجنحون عادة إلى العمل على تعزيز التدابير التي تضمن لهم القدر الأكبر من الحصانة ضد خطر الاستبدال (كتبني تدابير وقائية ضد محاولات الاستيلاء على سبيل المثال).

مجلس الإدارة بصفته الحارس الأمين لمصالح المسهمين

تترف النظرية الرسمية حول تويضات المديرين بحقيقة وجود مشكلة التوكيل. في الشركات المسهمة العامة التي تفصل إدارتها عن ملكيتها، لكنها تقترض أن مشكلة التوكيل تلك تحظى بالعلاج المناسب على يد مجلس إدارة الشركة الذي يمارس رقابة محكمة وإشرافاً مباشراً على عمل المديرين. وفقاً لقانون الشركات فإن مسؤولية إدارة الشركة لا تقع ضمن سلطة المديرين التنفيذيين أو غيرهم من أصحاب المناصب، وإنما تنحصر في مجلس الإدارة دون سواه، والذي يفترض أن يشرف على إدارة أعمال الشركة وعلاقاتها كافة⁷.

بالرغم من أن مجلس الإدارة يملك بالفعل السلطة الرسمية والصلاحيات اللازمة، إلا أن أعضاء المجلس لا ينتظر منهم أن يتدبروا إدارة الشركة بأنفسهم، فأعضاء مجلس الإدارة في الشركات المسهمة العامة لديهم أعمالهم الأخرى التي تستحوذ جل وقتهم، ولا تسمح لهم بالتفرغ للمهام المنوطة بالمجلس. فضلاً عن أن الكثيرين من أعضاء المجالس يجمعون في الوقت ذاته بين عضوية أكثر من مجلس في أكثر من شركة، لذلك فإن من الطبيعي أن يقوم أعضاء المجلس بإيصال إدارة عمليات الشركة إلى الجهاز التنفيذي بوجه عام، وإلى المدير العام على وجه الخصوص. وسلطة المجلس التي تغوله التدخل متى شاء كفيلة، وفق النظرية الرسمية، بأن تبقى المديرين على المسار السليم الذي يخدم مصالح الشركة. إن خطر تدخل مجلس الإدارة من شأنه أن يعد كثيراً من ميل المديرين نحو السياسات التي تخدم مصالحهم الشخصية، وأن يقلص بذلك حجم تكاليف التوكيل⁸.

وفترض في أعضاء مجلس الإدارة، بعد اختيار المديرين التنفيذيين وتسليمهم مهامهم، أن يراقبوا أداء هؤلاء المديرين وأن يعمدوا إلى استبدالهم عند الضرورة. والقرارات التصيرية، من شائكة قرار الرد على أحد عروض الضم، لا يمكن لها إلا أن تمر في نهاية المطاف عبر قنوات مجلس الإدارة الذي يتمتع بالسلطة المطلقة لقبول التوصيات المقدمة من الإدارة التنفيذية أو رفضها والتصرف وفق ما يراه مناسباً.

في أدائه لمهامه الإشرافية في الشركة يجب على مجلس الإدارة أن يتوجه بالدرجة الأولى نحو ما تقتضيه مصلحة الشركة ومصالح المسهمين. فأعضاء المجلس يحملون واجباً اثمناً

تجاه الشركة وحملة الأسهم. وفضلاً عن مسؤولياتهم المتعلقة بذلك الواجب فإن أعضاء المجلس لديهم أيضاً دوافعهم الشخصية التي تحضهم على خدمة مصالح المسهمين. واخفاهم في ذلك قد يدفع بحملة الأسهم، تبعاً للاعتقاد السائد، إلى استبدال هذا المجلس عبر انتخاب قائمة جديدة من الأعضاء، أو عبر بيع أسهمهم لطرف خارجي يسمى للسيطرة على الشركة.

المساومة على مطالال الذراع حول التمويضات

إذا ما أخذنا بالحسبان مصلحة المديرين الطبيعية في بذل القليل وتقاضي المزيد، فإن من البديهي الاعتقاد بأن تخويل المديرين بتحديد أجورهم بأنفسهم سوف يرتب على الشركة تكاليف توكيل ضخمة. لذلك فإن القرارات المتعلقة بتمويضات المديرين تندرج في عداد المسؤوليات المنوطة مباشرة بمجلس الإدارة. وتبعاً للنظرية الرسمية حول تمويضات المديرين فإن مجلس الإدارة يتفاوض مع المديرين حول أجورهم على مطالال ذراعه واضعاً في ذلك نصب عينيه مصالح الشركة وحملة الأسهم ولا شيء سواها. وهذا الاعتقاد يشكل الأساس الذي يستند إليه قانون الشركات في تعامله مع قرارات مجالس الإدارة حول التمويضات. وانطلاقاً من اعتقادها الراسخ بأن أعضاء مجلس الإدارة يستخدمون صلاحياتهم في إدارة أعمال الشركة بما يخدم مصالح حملة الأسهم فإن الهيئات القضائية تميل عموماً إلى تأييد قرارات المجلس في القضايا المتعلقة بالتمويضات. وكما عبرت محكمة ديلاوير العليا أخيراً فإن «المسائل المتعلقة بحجم وبنية تمويضات المديرين هي بطبيعة الحال مسائل حكمية، جديدة بأن تحظى بمعظم الاحترام، لدى الهيئات القضائية»⁹.

والافتراض ذاته يمثل أيضاً القاعدة الأساسية التي يقوم عليها ذلك الكم الهائل من الأعمال البحثية التي خص بها باحثو الاقتصاد المالي موضوع تمويضات المديرين. يفترض النموذج الأكثر انتشاراً على صعيد أدبيات العلوم الاقتصادية أن أعضاء مجالس الإدارة، في تفاوضهم حول مسألة التمويضات، يأخذون لأنفسهم مواقع مستقلة في مواجهة المديرين. ويحاول ذلك النموذج إظهار المجلس كما لو أنه يساوم المديرين واضعاً نصب عينيه هدفاً وحيداً لا ثاني له يتمثل في خدمة مصالح حملة الأسهم وحسب. وقد عمد باحثو الاقتصاد المالي، في محاولة منهم للوقوف على حقيقة السياسات الناظمة لتمويضات المديرين، إلى

بذل قدر كبير من الجهد البحثي ضمن إطار نموذج المساومة على مطالال الذراع¹⁰. حتى بعد موجة فضائح الشركات التي أخذت بالاندلاع مع أواخر العام 2001، ظل باحثو الاقتصاد المالي متمسكين بمنظور التعاقد على مطالال الذراع بصفته العدسة الرئيسية التي ينبغي النظر إلى ترتيبات التعويضات عبرها.

التعاقد المجدي والأجر المرتبط بالأداء

ما هي العلامات المميزة التي يمكن أن يستدل بها على ترتيبات التعويضات المنبثقة عن مساومة على مطالال الذراع بين المدير نفسه من جهة ومجلس إدارة يسمى بالفعل إلى تعظيم قيمة رأس المال المسهم من جهة أخرى؟ أولاً وقبل كل شيء لا بد للمقدّم من أن يقدم قيمة كافية تشجع المدير على قبول المنصب المرغوب عليه والبقاء فيه. من هنا يجب على العقد أن يقدم مكاسب بقيمة تساوي أو تتجاوز القيمة المتضمنة في فرص العمل الأخرى المتاحة أمام ذلك المرشح لمنصب المدير (قيمة حجزه المدير).

وبالإضافة إلى ذلك، عندما يتفق البائع والشاري -بفرض أن كليهما عقلاني وكليهما حريص على مصالحه- على عقد صفقة ما، فإن عقد الاتفاق ينبغي أن يميل بطبيعة الحال إلى تجنب الشروط غير المجدية، أي الشروط التي تقلل من حجم المكاسب المنصوص عليها في العقد التي يشترك فيها طرفا الصفقة. لذلك فإن عقود التشغيل تسمى عادة إلى الإفادة من صنوف التعويضات المدعومة ضريبياً التي من شأنها أن تزيد الثروة الإجمالية للطرفين معاً، كما تسمى بالمقابل إلى تجنب أشكال التعويضات التي تفرض أعباء ضريبية إضافية وتقلل بذلك الثروة الإجمالية لكلا الطرفين. ومن هنا فقد وجد باحثو الاقتصاد المالي أنفسهم في دراستهم لترتيبات التعويضات من منظور نموذج مطالال الذراع، مضطرين إلى وصف بعض الشروط التي بدت غير مجدية بأنها محيرة حقاً، الأمر الذي دفعهم إلى متابعة السعي بشتى الوسائل إلى إيجاد منفذ يسوغ ربط تلك الشروط بتطورات محتملة كان من الممكن أن تؤدي إلى تعظيم القيمة في نهاية المطاف.

لقد اعتقد الاقتصاديون منذ زمن بعيد بأن عقود التعويضات المجدية ينبغي أن تربط الأجر بالأداء كي تمنح المديرين حوافز إيجابية تدفعهم إلى تقديم أفضل ما لديهم. وفي الحقيقة،

وتبعاً للنظرة الرسمية، فإن ترتيبات التمويضات تمثل أداة مهمة لتقليص تكاليف التوكيل. وحساسية مشكلة التوكيل تضاعف من ضرورة وأهمية التوظيف الفاعل لتلك الأداة.

إن أعضاء مجلس الإدارة لا يملكون عموماً لا الوقت الكافي ولا المعلومات اللازمة لرصد ومتابعة جميع الأعمال التي يقوم بها الجهاز التنفيذي والتأكد من أنها تصب جميعها في خدمة مصالح حملة الأسهم. ولذلك فإن من المهم جداً استمالة المدير العام إلى التركيز في عمله على مصالح المساهمين والابتعاد عن خيارات المصالح الشخصية الضيقة. ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان الصلاحيات الواسعة المرتبطة بمنصب المدير العام الذي يمثل رأس الجهاز التنفيذي في الشركة. ومجلس الإدارة يستطيع بالفعل أن يؤثر في المدير العام ويضمه على سكة مصالح المساهمين عبر تصميم ترتيبات الأجور على النحو الذي يمنح المدير العام حوافز حقيقية للعمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. ومن هنا فإن أصحاب النظرية الرسمية يذهبون إلى الزعم بأن برنامج التمويضات المدروس يمكن أن يسد الثغرة المتعلقة بمجزأ أعضاء المجلس عن متابعة وتقويم الكثير من القرارات التي يتخذها كبار المديرين في الشركة. برنامج الأجور المدروس بعناية يمكن أن يحقق إنجازات كبيرة من حيث خفض تكاليف التوكيل. وتحسين الأداء. وتعظيم قيمة رأس المال المسهم¹¹.

غير أن ربط التمويضات بالأداء قد يتطلب من الشركة الاستعداد لرفع مستوى تمويضات المديرين: لأن الأجر الحساس للأداء أقل جاذبية في أعين المديرين من الأجر الثابت المماثل له من حيث القيمة المتوقعة: ولأن أداء الشركة سوف يتعلق ببعض العوامل المستقبلية الخارجة عن سيطرة المدير فإن ربط الأجر بالأداء يجعل مستوى التمويضات عرضة لبعض المخاطرة. والمديرون يميلون عموماً إلى تجنب المخاطرة - وهم يقومون الدولار الواحد مضمون الدفع بأعلى مما يقومون أجراً متنبهاً قيمته المتوقعة دولار واحد (فرصة لكسب دولارين اثنين احتمالها 50 بالمئة على سبيل المثال). والنفور من المخاطرة يقلل من قيمة التمويضات القائمة على أساس الأداء بالنسبة للمديرين. وبثبوت جميع العوامل الأخرى فإن على الشركة أن تقدم في حالة التمويضات القائمة على أساس الأداء قيمة إجمالية تتجاوز بوضوح قيمة التمويضات الثابتة اللازمة لتنطية «قيمة حجز» المديرين المنعشين. وطالما أن حوافز المديرين تتمتع بدرجة كبيرة من الأهمية، فإن العقد المجدي ينبغي أن يقدم جزءاً رئيساً

من تمويضاته بأشكال تحفز إلى تحسين الأداء وتكافئ على الأداء الجيد. ولهذا السبب فقد ذهب الاقتصاديون منذ زمن بعيد إلى التأكيد على أهمية زيادة حساسية الأجر للأداء¹².

وفي الحقيقة فإن مردود الحوافز المتضمنة في الأجر القائم على أساس الأداء قد يكون كبيراً إلى الحد الذي يجعل من مصلحة حملة الأسهم أن يقدموا لمديريهم تمويضات تتوق بوضوح، قيمة العجز، اللازمة لاجتذابهم إلى الشركة وابقائهم فيها. إن من المجدي أن تقدم الشركة \$ 1,000,000 إضافية تمويضات قائمة على أساس الأداء، إذا كانت الحوافز الإضافية التي ستخلقها هذه القيمة ستتمكس على أداء المديرين على نحو ينتظر منه أن يزيد القيمة الرأسمالية للشركة بأكثر من \$ 1,000,000. غير أن من المهم جداً هنا التركيز على أن هذه الزيادة في التمويضات خارج حدود قيمة عجز المديرين لا يمكن لها أن تتمكس بما يصب في خدمة مصالح حملة الأسهم إلا إذا قدمت على شكل تمويضات قائمة على أساس الأداء.

إن من المفيد أن نركز، في اختبارنا للواقع العملي ومدى انسجامه مع نظرية التعاقد على مطال الذراع، على بنية تمويضات المديرين وليس على حجم تلك التمويضات. لما كان مجلس الإدارة الساعي إلى تعظيم قيمة رأس المال المسهم قد يعمد إلى رفع مستوى التمويضات أملاً في تعزيز حوافز الأداء، فإن ارتفاع مستوى التمويضات بعد ذاته لا يعكس بالضرورة انحرافاً عن مبدأ التعاقد على مطال الذراع. غير أنه ما من سبب يجعلنا نتوقع من مجالس إدارة الشركات، من منظور التعاقد على مطال الذراع، ذلك إصرار واسع النطاق على التمسك بترتيبات تمويضات غير مجدبة تجزي المديرين بطرق لا تمود على الشركة بأي مكاسب بفعل ما تطوي عليه من العوامل المشوهة للحوافز وغيرها. ولذلك فإن الإثبات العملي على أن تلك الترتيبات غير المجدبة منتشرة ومتأصلة على نطاق واسع من شأنه أن يقدم دلالة أكثر قوة ووضوحاً على مظاهر انحراف الواقع العملي عن نموذج مطال الذراع من مختلف الدلالات المستمدة من حجم التمويضات بعد ذاته.

إنها السوق

كثيراً ما يحاول المدافعون عن سياسات التمويضات السائدة بناء حججهم على قاعدة التناظر المزعوم مع أسواق المواهب الأخرى. وعلى سبيل المثال فقد ذهب مستشارة

التمويضات الشهيرة إيرا كاي. في شهادة لها أمام لجنة من مجلس الشيوخ الأميركي. إلى دعم شهادتها بحجة مفادها «أن سوق عمل المديرين العامين تحقق جميع معايير السوق. شأنها في ذلك شأن أي من أسواق العمل الأخرى»¹⁴. وفقاً لهذه الرؤية فإن ترتيبات التمويضات ما هي إلا الناتج الطبيعي لقوى السوق المتضاربة. أي محصلة قوى العرض والطلب على المهارات الإدارية. وترتيبات تمويضات المديرين التي تفرزها قوى السوق وفق تلك الآلية الطبيعية ليست بأكثر إشكالية. تبعاً لهذه الحجة. ولا هي أكثر مدعاة للشك من ترتيبات التمويضات التي يحصل عليها بعض الأفراد ذوي الدخل المرتفعة من شاكلة نجوم الرياضة أو مشاهير الممثلين.

هل يمكن تشبيه المديرين العامين بنجوم الرياضة؟

غير أن الآلية التي تفرز تمويضات شخص مثل أونيل تختلف جذرياً عن تلك التي تفرز تمويضات شخص مثل مدير عام شركة ديسني مايكل أيسنر على سبيل المثال. وأولئك الذين يستحضرون مقاربة السوق يستندون في حجتهم ضمناً إلى فرضية المساومة على مطال الذراع. التي تصح في حالة نجوم الرياضة ولا تصح البتة في حالة المديرين العامين. لدى تحديد ترتيبات تمويضات نجم من نجوم الرياضة ليس هناك ما يدعو إلى التشكيك في أن مدير أعمال النادي يتفاوض مع ذلك النجم على مطال ذراعه. فمدير أعمال النادي يسمى بكل شفافية إلى خدمة مصالح النادي وليس مصالح هذا اللاعب أو ذاك. وعند انعقاد صفقة ما بين الشاري والبائع المستقلين تماماً أحدهما عن الآخر فإن الهد الخفية لقوى السوق تعمل عادة على خلق ترتيبات مجدية لكلا الطرفين.

وبالفعل فإن من المفيد أن نلاحظ هنا أن ترتيبات تمويضات نجوم الرياضة. بالرغم من ارتفاع تلك التمويضات إلى حد يتجاوز بوضوح وسطي تمويضات المدير العام في الشركات المسجلة في دليل إس & بي 500. لا تبدي أيًا من مظاهر اللاجدوى التي تزخر بها ترتيبات تمويضات المديرين الحالية بفعل ما يتمتع به هؤلاء من سلطة ونفوذ. فالنادي لا يجد لديه. بعد إتمام التفاوض على رزمة تمويضات نجمه الجديد. ما يدعو إلى محاولة تمويه حجم تلك التمويضات أو تمرير قسم منها عبر ترتيبات مصممة خصيصاً لفرض التعميم على القيمة المستحقة أو الالتفاف عليها. وبينما يتقاضى الرياضيون أجوراً سخية أثناء مدة

العقد، فإن النوادي لا تقدم لهم عموماً أي وجه من وجوه التعويضات الضخمة خارج حدود تلك المدة، فلا هي تمنحهم العطاءات السخية لدى التقاعد، ولا تقدم لهم التسهيلات المجزية لمدة ما بعد التقاعد. كذلك فإن النوادي لا تقدم للرياضيين عموماً أيًا من ترتيبات التعويضات المجلدة التي تتسم بدرجة عالية من التعقيد التي تلجأ إليها الشركات عامة لإخفاء القيمة الإجمالية للتعويضات. وعندما يقرر النادي التخلي عن أحد اللاعبين فإنه لا يقدم له عادة أي عطاءات مجانية فوق استحقاقاته المنصوص عليها في العقد. كما سنشاهد أثناء مشوارنا مع فصول هذا الكتاب فإن هذه الممارسات جميعها تدرج في عداد السياسات الرائجة على صعيد تعويضات المديرين. لذلك لا يسعنا إلا أن نختم هذه المناقشة بالتأكيد على أن المديرين لا يمكن تشبيههم في أي حال من الأحوال بنجوم الرياضة.

هل يجوز القول إن غالبية المديرين يتقاضون أجوراً مفرطاً؟

كذلك يسوق المدافعون عن ترتيبات الأجور الحالية حجة أخرى مفادها أن السبيل الوحيد للحكم فيما إذا كان فرد ما يتقاضى أجراً مفرطاً إنما يمر عبر المقارنة مع التعويضات التي يتقاضاها نظراً إلى السوق المعنية. إن من غير الممكن الحكم على ترتيبات تعويضات بعينها، وفق ما تقوله هذه الحجة، خارج سياق السوق الخاصة التي بعثت فيها تلك الترتيبات إلى الوجود. وتبعاً لهذه الرؤية فإن من غير المنطقي، بحكم التمييز، الزعم إن غالبية المديرين يتقاضون أجوراً مفرطاً. وفضلاً عن ذلك فإن هذه الرؤية تبيننا أيضاً بعدم جواز النظر إلى ترتيبات التعويضات كترتيبات إشكالية طالما أن مجالس الإدارة تستخدم نتائج استطلاعات السوق لتحديد تعويضات مديريها بما يتسق مع ما يتقاضاه نظراً لهم من مديري الشركات المسهمة العامة الأخرى.

صحيح أن من غير الممكن، بالتمريف، أن يتقاضى غالبية المديرين تعويضات تفوق القيمة الوسطى لتعويضات المديرين في مجموعة الشركات النظرية المعنية، غير أن مجالس الإدارة الساعية إلى خدمة مصالح شركائها على مطال ذراعها ينبغي ألا تقف عند حدود التأكيد على أن التعويضات التي أقرتها قابلة للتسويق كونها تتسق عموماً مع مستويات الأجور السائدة في السوق. إن مجالس الإدارة التي تتصرف فعلاً على مطال ذراعها يفترض بها

أن تبذل أقصى جهدها، في مواجهة الظروف العامة التي تفرضاها السوق، من أجل تحقيق أفضل الممكن بالنسبة لحملة الأسهم.

وفضلاً عن ذلك، وفي ظل غياب الآليات التي تضمن المساومة على مطال الذراع، فإن القلق بشأن ترتيبات تمويزات المديرين يصعب تحيته جانباً بهذه البساطة عبر التأكيد على أن جميع المديرين يحصلون على رزم تمويزات متشابهة فيما بينها، فغياب المساومة على مطال الذراع قد يعني في هذه الحالة أن المديرين جميعهم يتقاضون أجوراً مفرطة أو يتقاضون أجورهم بأشكال غير مجدية. وفي سوق كذلك تسود مستويات أجور أعلى بوضوح من المستويات التي كانت لتسود لو كانت معالم السوق تتحدد بالفعل عبر المساومات على مطال الذراع. وهكذا، وعندما تكون السوق بأكملها عرضة للتشويه نتيجة غياب المساومة على مطال الذراع، فإن الانسجام مع معايير السوق لا يكفي على الإطلاق لتبديد المخاوف والقلق بشأن حجم وبنية التمويزات المقدمة للمديرين.

وأخيراً يمكن القول إن صحة الحجج القائمة على ضرورة احترام جميع المعطيات التي تفرزها السوق تتوقف إلى حد بعيد على ما إذا كانت تلك المعطيات ناتجة بالفعل في المقام الأول عن تقاضيات على مطال الذراع بين مديريين يمرضون خدماتهم ومواهبهم من جهة، وطرف آخر حريص على صون مصالحه يرغب في شراء تلك الخدمات والمواهب من جهة أخرى. والسؤال الجوهرى الذي سنوليه اهتمامنا في الفصل القادم هو ما إذا كان نموذج مطال الذراع يعكس بقدر كاف من الدقة حقيقة الواقع العملي للشركات المسهمة العامة.

هل كانت مجالس الإدارة تساوّم المديرين على مطال ذراعها؟

2

أعضاء مجالس إدارة الشركات المسهمة، بصفتهم أوصياء على أموال أناس آخرين وليس على أموال تخصصهم شخصياً ... لا يمكن أن ننتظر منهم ... حماية تلك الأموال بالقدر ذاته من اليقظة والحرص الذي نتوقمه من أصحاب الأموال أنفسهم].

ادم سميت 1776

تقر وجهة النظر التي تقترض التعاقد على مطال الذراع أن المديرين ليسوا معنيين تلقائياً بخدمة مصالح حملة الأسهم. وتعتزف بأن المديرين قد يسلكون سبلاً ثلاثاً مصالحهم الشخصية على حساب مصالح شركاتهم - وهو توجه يفترض أن تتكفل الحوافز المناسبة والرقابة اللصيقة من قبل مجلس الإدارة بكبح جماحه. غير أن نموذج مطال الذراع يفترض ضمناً أن أعضاء مجالس إدارة الشركات، خلافاً للمديرين التنفيذيين، جديرون بالثقة وأنهم معنيون بطبيعة الحال بخدمة مصالح المساهمين.

إذا انطلقنا من أن المديرين لن يسموا بالفطرة إلى تمثيل قيمة رأس المال المسهم، فما من سبب يدعوننا إلى الاعتقاد سلفاً بأن أعضاء مجالس الإدارة سيقفون ذلك. بل إن من المؤكد أن لأعضاء مجالس الإدارة بدورهم دوافعهم وأهواءهم الشخصية وأن تلك الدوافع والأهواء سيكون لها أثر كبير على أدائهم. إن لدى أعضاء مجالس الإدارة دوافع مادية وأخرى غير مادية تحدو بهم إلى محاباة المديرين، أو على الأقل إلى مسابرتهم. وهناك طيف واسع من العوامل النفسية والاجتماعية التي تميز تلك الدوافع. ولما كان أعضاء المجالس لا يملكون عادةً الإقْدراً قلباً من أسهم شركاتهم، فإن ما يستشعرونه من حوافز الملكية لا يرتقي على الإطلاق إلى المستوى الذي يسمح له بالثقل على دوافعهم وميولهم للانحياز إلى

صف المديرين. وفي جميع الأحوال فإن أعضاء المجالس، أثناء انشغالهم بتحديد تمويزات المديرين، لن يجدوا أمامهم لا الوقت الكافي ولا المعلومات الضرورية اللازمة لخدمة مصالح حملة الأسهم.

بالطبع قد تكون عملية تحديد الأجر في بعض الشركات أفضل منها في شركات أخرى. غير أن الانحراف بعيداً عن مبدأ التعاقد على مطال الذراع قد جسّد طابعاَ عاماً اشتركت به جميع الشركات المسهمة العامة. وبينما قد تحمل الشروط والأحكام الجديدة التي تبنتها سوق الأوراق المالية أخيراً بعض التحسين فيما يخص عملية تحديد الأجر، فإن من غير المتوقع أن تتجح تلك الشروط والأحكام في القضاء على مظاهر الانحراف الشديد عن مبدأ التعاقد على مطال الذراع التي تنتشر اليوم على أوسع نطاق في عالم الشركات.

عملية تحديد الأجر

نبدأ رحلتنا في استكشافنا حدود نموذج مطال الذراع باستعراض سريع وموجز لعملية تحديد الأجر كما تجري اليوم في الشركات المسهمة العامة الكبيرة. مجلس إدارة الشركة هو الجهة المسؤولة عن تحديد تمويزات المدير التنفيذي العام وباقي مديري الدرجة الممتازة¹. ومجالس إدارة الشركات المسهمة العامة الكبيرة توكل إلى لجان التمويزات مهمة دراسة التفاصيل المفصلة الحساسة في ترتيبات تمويزات المديرين.

تتألف لجنة التمويزات عادة من ثلاثة أو أربعة أعضاء يتم انتخابهم من بين أعضاء مجلس الإدارة². وقد ازداد الاهتمام أخيراً بأن يكون معظم أعضاء لجان التمويزات من الأعضاء «المستقلين». يعد عضو مجلس الإدارة بصورة عامة مستقلاً إذا لم يكن موظفاً أو موظفاً سابقاً في الشركة، ولم يكن مرتبطاً بالشركة بأي علاقة عمل أخرى غير عضويته في المجلس. يفيد تقرير مركز بحوث مسؤولية حماية المستثمرين بأن 73% من أعضاء لجان التمويزات في 1500 شركة من شركات إس & بي كانوا أعضاء مستقلين تماماً تبعاً للتصنيف الذي أجراه المركز في العام 2002³.

لقد أسهمت القوانين الضريبية وقرارات الهيئات القضائية في تعزيز الانتشار الواسع لمبدأ اعتماد لجان التمويزات المكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين. وقد اتجه القانون

الضريبي الفيدرالي منذ العام 1994، إلى معاقبة الشركات التي لا تعتمد لجنة تمويزات مكونة على نحو حصري من الأعضاء المستقلين؛ فقد حظر القانون على الشركات المسهمة العامة، فيما يخص اقتطاع الأجر من الالتزامات الضريبية، تجاوز سقف المليون دولار للمدير الواحد سنوياً، إلا إذا كانت الأجر الزائدة عن ذلك السقف على شكل خيارات ملكية. أو كانت مشروطة ببلوغ أهداف إنتاجية معينة تم تحديدها من قبل لجنة تمويزات مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين⁴. كذلك فقد أيدت قرارات الهيئات القضائية عموماً مختلف ترتيبات التمويزات التي أقرتها مجالس إدارة الشركات بناءً على اقتراحات تقدمت بها لجان تمويزات قوامها من الأعضاء المستقلين. ومن هنا فإن اعتماد لجنة تمويزات من هذا النوع قد أعطى قرارات مجلس الإدارة بشأن التمويزات حصانة كبيرة ضد أشكال المراجعة القضائية⁵.

وبالرغم ما يتمتع به الأعضاء المستقلون اليوم من حضور كبير، فإن دورهم في مجالس الإدارة عموماً وفي لجان التمويزات بوجه خاص مرشح لمزيد من النمو بفضل شروط التسجيل الجديدة التي اعتمدها كل من سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE، و ناسداك NASDAQ، والسوق الأمريكية للأوراق المالية AMEX، وصدهتها هيئة الأوراق والأسواق المالية SEC في العام 2003⁶. تفرض أحكام التسجيل الجديدة على القسم الأكبر من الشركات المسهمة العامة أن يكون غالبية أعضاء مجالس إدارتها من الأعضاء المستقلين⁷. ووفقاً لقواعد التسجيل التي تبنتها سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE، يجب على كل شركة أن يكون لديها لجنة تمويزات مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين. أما أحكام التسجيل في السوقين الآخرين فتتضي بأن يتم تحديد تمويزات المدير العام أو اقتراحها على المجلس من قبل غالبية الأعضاء المستقلين في المجلس. أو من قبل لجنة تمويزات مكونة من الأعضاء المستقلين حصراً. كذلك فقد عمدت الأحكام الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق المالية إلى وضع المعايير التي تسمح بالحكم على استقلالية العضو.

وعلى الرغم من أن تلك الأحكام الجديدة قد حظيت بقدر كبير من الاهتمام. فإن من المهم أن نستدعي إلى الأذهان هنا أنها إنما عملت على فرض سياسات كانت غالبية الشركات المسهمة العامة قد تحولت إلى التزامها منذ زمن. ولذلك فإن من غير المتوقع أن تحدث هذه

الأحكام بعد ذاتها تفسيراً جدياً في العلاقة بين المديرين ومجالس الإدارة. وبالفعل فإن هناك العديد من الأسباب القوية للتشكيك في أن تعزيز حضور الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة أو في لجنة الترمييزات من شأنه أن يضمن بعد ذاته أن عملية تحديد الأجور سوف تشكل مقارنة حقيقية لمنطق المساومة على مطالب الذراع.

رغبة أعضاء المجلس في أن يعاد انتخابهم لعضوية جديدة

يحصل عضو مجلس الإدارة على مكاسب عديدة بفضل عضويته في المجلس. أولاً، هناك المكاسب المالية المباشرة التي ترتبط مباشرة بكرسي المجلس. ولهذه المكاسب المالية في معظم الأحوال انعكاسها المهم على وضع العضو من الناحية الاقتصادية. كما كانت حال أجور المديرين. فقد ارتفعت أيضاً أجور أعضاء مجلس الإدارة ارتقاعاً عنيفاً مع تطور حركة أسواق الأسهم. في العام 2002 بلغ وسطي ترمييزات عضو مجلس الإدارة في منتي شركة الكبرى في الولايات المتحدة نحو \$ 152,000. وبلغ المقدار ذاته محسوباً على الألف شركة الكبرى نحو \$ 116,000⁸. وغالباً ما يستفيد أعضاء المجلس أيضاً من بعض التسهيلات الإضافية والمكاسب غير المباشرة: فأعضاء مجلس إدارة شركة يو إيه إل (التي تملك شركة الخطوط الجوية يونتايد إيرلاينس)، على سبيل المثال، يستطيعون الطيران على متن يونتايد إيرلاينس مجاناً؛ وأعضاء مجلس إدارة شركة ستاروود هوتليس يحصلون على عدد معين من الليالي المجانية في فنادق الشركة⁹. وفضلاً عن ذلك فإن كرسي المجلس يقدم للعضو أيضاً مكانة اعتبارية وشبكة صلات نفيسة سواء على صعيد علاقات العمل أو على الصعيد الاجتماعي. وجملة المكاسب المالية وغير المالية التي ترتبط بكرسي المجلس تخلق لدى العضو بطبيعة الحال رغبة شديدة في التمسك بموقعه.

أن يكون لدى عضو المجلس الرغبة في أن يعاد انتخابه لعضوية جديدة هو أمر مفرغ منه. لكن السؤال الذي يطرح نفسه هنا هو: ما هي الدوافع التي تخلفها لديه تلك الرغبة؟ تيمناً للنظرة الرسمية التي أتينا على مناقشتها في الفصل السابق فإن رغبة العضو في أن يعاد حملة الأسهم انتخابه لعضوية المجلس من جديد سوف تجعله أكثر التصاقاً بهم وأكثر اهتماماً بمصالحهم. وكلما كان أداء عضو المجلس أفضل. بحسب حجة النظرة الرسمية. كانت فرصته للفوز بعضوية جديدة في المجلس الجديد أكبر.

أما الحقائق على أرض الواقع فتقول إن المرشحين الذين يضمهم مجلس الإدارة على قائمة الشركة يمدون عملياً قد ضمنوا إعادة انتخابهم لعضوية المجلس. أما المعارضون من حملة الأسهم، والذين يتطلعون إلى تقديم قائمة بديلة من المرشحين للمنافسة على عضوية المجلس، فيجدون أنفسهم أمام جملة من العقبات والصعوبات التي تضعف كثيراً من احتمال وصول مرشحيهم إلى صناديق الاقتراع¹⁰. ونتيجة لذلك فإن قائمة المرشحين التي تقدمها الشركة غالباً ما تكون القائمة الوحيدة التي تصل إلى صناديق الاقتراع. وقد بينا في دراسة تجريبية حديثة تناولنا فيها المدة الممتدة من 1996، ولغاية 2002، أن التحديات الانتخابية التي تهدد قوائم مرشحي مجالس الإدارة، بحسب الرؤية الرسمية، لم يكن لها عملياً أي وجود حقيقي على أرض الواقع - لم يكن هناك سوى تعديدين انتخابيين سنوياً على صعيد عموم الشركات التي تتجاوز القيمة السوقية لرأس مالها عتبة المائتي مليون دولار¹¹.

وبذلك فإن مفتاح عضوية المجلس إنما يكمن في الفوز بالانضمام إلى قائمة مرشحي الشركة. ومن هنا، على الأقل، فقد كان للمدير العام التنفيذي تأثير كبير، بل حاسم في بعض الأحيان. في سير عملية الترشح¹². صحيح أن معظم مجالس الإدارة لديها لجنة خاصة مكلفة بمهمة الترشح، ولكن خلافاً للجنة التمويضات التي باتت منذ زمن تقتصر على نحو شبه كلي على الأعضاء المستقلين دون سواهم، فإن لجان الترشح لم تشهد بعد مثل ذلك التحول. وفي الواقع فإن المديرين العامين أنفسهم كثيراً ما يكونون في الوقت ذاته أعضاء في لجان الترشح¹³. وقد كشف استطلاع أجري في العام 2002 أن 50 بالمئة فقط من أصل 1500 شركة من شركات إس & بي لديها لجان ترشيح مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين¹⁴.

والحقيقة أن المديرين العامين، حتى أولئك الذين لم يكونوا رسمياً أعضاء في لجان الترشح، كان لهم كبير الأثر في سير عملية الترشح¹⁵. فقد دأبت مجالس الإدارة ولجان الترشح على تحاشي ترشيح الأعضاء الذين لا يروقون للمديرين، وعلى أقل تقدير فقد كان للمديرين قدرة كبيرة على إعاقة ترشيح أي من الأعضاء الذين لا يتمنون أن يروهم في المجلس القادم. ومن هنا فقد كان من الواضح أن التصارع مع المدير العام بخصوص تمويضات الجهاز التنفيذي لا بد أن يضر بفرص عضو المجلس في الترشح لعضوية جديدة. أما مسابقة المدير العام فيما يتعلق بترتيبات الأجور فقد كانت على الدوام الاستراتيجية الأكثر أماناً.

وفسق شروط التسجيل الجديدة في سوق نيويورك للأوراق المالية ينبغي أن يكون لدى الشركة لجنة ترشيح جميع عناصرها من الأعضاء المستقلين حصرياً. أما أحكام التسجيل الجديدة لدى ناسداك فتقضي بأن يتم انتقاء مرشحي الشركة أو اقتراحهم بتأييد غالبية الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة أو من قبل لجنة ترشيح مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين¹⁶. هذه الأحكام الجديدة من شأنها أن تضعف تأثير المديرين العاملين في سير عملية الترشيح. غير أنها لن تغير كثيراً في القاعدة التي تقول إن الاهتمام بمرربة الترميزات والحرص على ألا تقلب يمثل الرهان الأفضل لضمان البقاء على قائمة الشركة.

وحتى إذا تراجعت سلطة المدير العام فيما يخص تسمية مرشحي الشركة، فإن من المرجح أن تستمر رغبات المدير العام في تأثيرها على قرارات لجنة الترشيح. فالمرشحون المراد تسميتهم لعضوية المجلس سيكون عليهم في نهاية المطاف أن يعملوا بدأً بيد مع المدير العام. وفي الواقع فإن العديد من كبار الخبراء قد نصحوا مجالس الإدارة، في مقابلات أجرتها مجلة وول ستريت جورنال، بالتشاور مع الجهاز التنفيذي بشأن خيارات لجان الترشيح. وكما قال حقوقي ذو باع طويل في عضوية مجالس إدارة العديد من الشركات المسهمة العامة: «أعتقد أن الغالبية العظمى من الأعضاء الجدد في المجلس لن يدعموا أي قرار إلا إذا عرفوا أن المدير العام متحمس له... لا أحد يرغب في دخول قاعة اجتماعات المجلس وفي ذهنه الاعتقاد بأنه قد فرض عنوة على المدير العام»¹⁷.

وحتى إذا سلمنا بأن المدير العام لا يملك التأثير في سير عملية الترشيح، فإن الأعضاء المستقلين في لجنة الترشيح سينظرون بطبيعة الحال شزراً إلى مشهد التصارع مع المدير العام حول حجم تعويضاته أو درجة حساسيتها للأداء. ومن هنا فإنهم سيميلون إلى استبعاد أي مرشح يرون أن علاقته الضعيفة أو السلبية مع المدير العام قد تهدد جو الزمالة والألفة في المجلس. كذلك فإنهم يميلون بطبيعة الحال أيضاً إلى تجنب أجواء التوتر والهرج التي قد تصحب المشاحنات مع المدير العام والنزاعات معه بشأن تعويضاته. وأخيراً فإن أعضاء المجلس قد يصطفون إلى جانب المدير العام لأسباب أخرى سوف نأتي على مناقشتها لاحقاً.

من المؤكد أن القواعد والأحكام الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق المالية، التي ترمي إلى تعزيز دور الأعضاء المستقلين في عملية الترشيح، لن يوضح أثرها الحقيقي إلا مع مرور

الزمن. غير أن من الواضح في المرحلة الحالية أنه طالما بقي مفتاح عضوية المجلس مائلاً في الانضمام إلى قائمة مرشحي الشركة، فإن الاستراتيجية الأسلم للأعضاء الراغبين في الحفاظ على مقاعدهم في المجلس إنما تكمن في تجنب الدخول في أي تحديات أو مواجهات حول تمويضات المدير العام. وهذا الوضع لن يتغير باعتقادنا إلا عبر إصلاح جذري يعطي حملة الأسهم دوراً أكثر فاعلية في اختيار أعضاء المجلس.

سلطة المديرين العامين في توزيع المكافآت على أعضاء المجلس

إذا ما وضعنا مسألة إعادة الانتخاب لعضوية المجلس جانباً، فإن لدى أعضاء المجلس، بمن فيهم الأعضاء المستقلون، دوافع اقتصادية أخرى تحضهم على الحفاظ على علاقات جيدة مع المدير العام. فالمديرون العامين، بعيداً عن تأثيرهم في ترشيحات المجلس، يتمتعون ببساطة بقدر كبير من السلطة. إن لديهم صلاحيات واسعة للتصرف بمقدرات الشركة ومواردها المالية، فضلاً عن ذلك فإن مواقفهم تعطيهم في كثير من الأحيان نفوذاً كبيراً حتى خارج حدود شركاتهم. وبالطبع فإن باستطاعتهم أن يستخدموا صلاحياتهم لإغراق المكاسب المادية على بعض أعضاء المجلس دون البعض الآخر وذلك بصورة مباشرة أو غير مباشرة. وقد أظهر المديرون العامين في الماضي اعتماداً كبيراً للاستفادة من صلاحياتهم في توزيع المكافآت على اللطفاء من أعضاء المجلس بمختلف الأشكال والسبل. والمعايير الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق المالية أخيراً فيما يخص الأعضاء المستقلين، التي سوف تأتي على مناقشتها بالتفصيل لاحقاً، تقلص من صلاحيات المدير العام بخصوص تقديم المكاسب المادية للأعضاء المستقلين. لكنها لا تجرد المديرين كلياً من تلك الصلاحيات.

ممارسات من الحاضر والماضي:

في أعقاب فضائح الشركات الشهيرة التي اندلعت في أواخر 2001، تواتت الدلائل التي تشير إلى أن بعض المديرين العامين قد اشتروا بعضاً من أعضاء مجالس الإدارة عبر إيرادات خاصة ومكاسب نقدية خصوهم بها دون نظرائهم¹⁸. وبينما حظيت سياسة عقد صفقات العمل مع أعضاء مجلس الإدارة باهتمام كبير في حالة الشركات التي ارتبط اسمها بالفضائح الكبرى مثل إنرون، وورد كوم، وتايكو، فإن تلك السياسة لم تكن على الإطلاق لتحصص في

تلك الشركات دون سواها. فالكثير من الشركات الأخرى كانت لها تجاربها المباشرة أو غير المباشرة مع لعبة الصفقات تلك¹⁹. ومن أمثلة ذلك أن مجلس إدارة فيريزون للعام 2001، قد ضم بين أعضائه: واحداً من المديرين التنفيذيين في شركة بوسطن كسليهتغ غروب التي تلقت من فيريزون 3.4 مليون \$ عن خدمات قدمتها في العام 2000؛ والمدير العام لإحدى شركات السكك الحديدية التي تلقت 650,000 \$ من فيريزون لقاء خدمات ومنتجات؛ ووكيلين من مؤسستين حقوقيتين قدمتا لفيريزون العديد من الخدمات القانونية. كذلك فقد ضم مجلس إدارة بنك أميركا للعام 2001، بعضاً من أصحاب المناصب العليا في ثلاث مؤسسات عقارية تلقت من البنك 3.47 ملايين \$ كرسوم إيجارات عن العام الفائت.

ومن جهة ثانية فإن الشركات تصرف سنوياً مليارات الدولارات على شكل تبرعات خيرية²⁰. وقد دأب المدبرون العامون على استخدام سلطاتهم لتوجيه أموال التبرعات في اتجاهات تمود بالفائدة على من يشاؤون من أعضاء مجالس الإدارة. وقد بات أمراً اعتيادياً أن تقوم الشركة بتقديم تبرعات خيرية إلى مؤسسات غير ربحية يعمل فيها، أو يرأسها، واحد من أعضاء مجلس إدارة الشركة. لقد تبرعت فيريزون على مدى أعوام بمئات آلاف الدولارات سنوياً لناشيونال يوربان ليغ التي كان رئسها عضواً في مجلس إدارة فيريزون²¹. كذلك فإن شركة أوراكل، التي ضمت في مجلس إدارتها ثلاثة من الأساتذة المدرسين في جامعة ستانفورد، وواحد من خريجي ستانفورد ضالماً في إدارة شؤون الجامعة، قد دأبت على تقديم تبرعات سخية للجامعة²². وفضلاً عن ذلك، وبغية مكافأة أعضاء المجلس غير العاملين في المؤسسات الخيرية، فقد عمد المدبرون إلى استخدام صلاحياتهم لتوجيه التبرعات إلى مؤسسات خيرية يختارها أولئك الأعضاء²³. وعلى سبيل المثال فقد تبرعت إنرون بملايين الدولارات لأغراض تناسب أهواء بعض أعضاء مجلس إدارتها²⁴.

معايير الاستقلالية الجديدة وحدودها:

إن معايير التسجيل الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق المالية في العام 2003، سوف تضع في المستقبل بعض القيود على حرية المديرين العاملين في توزيع المكافآت على أعضاء المجلس المستقلين²⁵. غير أن المعايير الجديدة تترك للمديرين العاملين صلاحيات واسعة في هذا

المجال. بدايةً نجد أن القواعد الجديدة لا تمنع الشركة من إعطاء أعضاء مجلس الإدارة تمويضات إضافية تضاف إلى ما يتقاضونه من أجور لقاء عضوية المجلس. وإنما تضع فقط سقفاً لتلك التمويضات. بموجب معايير التسجيل الجديدة في سوق نيويورك للأوراق المالية، على سبيل المثال، لا يخسر عضو مجلس الإدارة صفة الاستقلالية إلا إذا تجاوزت قيمة التمويضات الإضافية التي يتلقاها من الشركة مبلغ \$100,000 في العام الواحد، وأكثر من ذلك فإن شروط التسجيل في سوق نيويورك للأوراق المالية تمدد أن التمويضات التي قد تقدمها الشركة لأفراد أسرة العضو المباشرين من غير العاملين في الشركة لا تدخل في احتساب التمويضات الواجب بقاؤها تحت سقف \$100,000²⁷.

وبصورة مشابهة فإن الشروط الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق المالية تضع حداً لحرية الشركة في عقد صفقات العمل مع شركات ذات صلة ببعض أعضاء المجلس المستقلين: لكنها لا تمنع مثل تلك الصفقات. بحسب معايير سوق نيويورك للأوراق المالية فإن عضو المجلس الذي يعمل أو يشغل منصباً في مؤسسة أخرى يحتفظ بصفة الاستقلالية طالما بقيت المبالغ التي تتلقاها تلك المؤسسة من الشركة تحت سقف المليون \$ في العام الواحد (وأقل من 2 بالمئة من إجمالي دخل المؤسسة)²⁸. غير أن صفقات العمل التي لا تتجاوز هذا السقف قد تكون لها أهميتها الاقتصادية الكبيرة بالنسبة للكثيرين من أعضاء المجلس. لننظر في مثال شريك في مؤسسة قانونية كبيرة في نيويورك ويشغل منصب عضو مجلس إدارة في إحدى الشركات ويمثل في الوقت ذاته خبيراً قانونياً خارجياً تستعين الشركة بخدماته عبر التعاقد مع مؤسسته القانونية بما تصل قيمته إلى \$900,000 في العام. إن التعاقد بقيمة كهذه قد يكون له انعكاسه الاقتصادي الهام بالنسبة لعضو المجلس، حتى لو كانت تلك القيمة أقل من 2 بالمئة من إجمالي الإيرادات السنوية لمؤسسته القانونية.

لننظر الآن في مثال عضو في مجلس إدارة الشركة يشغل في الوقت ذاته موقع الشريك في مؤسسة قانونية لا تقدم حالياً أي خدمات للشركة: هذا العضو، والقانوني بأن معاً، لديه أيضاً حوافزه الاقتصادية للحفاظ على علاقات طيبة مع المدير العام للشركة، لأن الشركة مرشحة لأن تكون عميلاً مهماً من عملاء مؤسسته القانونية في المستقبل. والتنازع مع المدير العام حول مسألة التمويضات ليس بالسبيل الصحيح للفوز بمقود قانونية مع الشركة؛ بالطبع

إذا ما انتهت الشركة إلى إعطاء عقود عمل ضخمة إلى المؤسسة القانونية - لنقل عقوداً تصل قيمتها إلى عدة ملايين من الدولارات - فإن العضو الشريك لن يكون بعدها قادراً على استيفاء الشروط التي تعطيه صفة العضو المستقل في المجلس. غير أن النقطة المهمة هنا هي أن إمكانية الحصول على صفقة عمل مستقبلية قد تؤثر بقوة في الدوافع الاقتصادية لعضو مجلس الإدارة حتى أثناء تمتعه بصفة العضو المستقل. هذه النقطة تسلط الضوء أيضاً على صعوبة حماية أعضاء المجلس، والذين لهم صلاتهم الخاصة في عالم الأعمال، من الوقوع تحت تأثير سلطة المدير العام على الموارد المالية للشركة.

أما بالنسبة للتبرعات الخيرية فإن معايير سوق نيويورك للأوراق المالية تقول بكل وضوح إن سقف المليون دولار الذي فرضته على صفقات العمل لا ينسحب على حالة التبرعات الخيرية. هذا يعني أن عضو مجلس الإدارة الذي يعمل أو يشغل منصباً في واحدة من المنظمات الخيرية يحتفظ بصفته عضواً مستقلاً في المجلس حتى لو تبرعت الشركة لتلك المنظمة بأكثر من مليون دولار. الشرط الوحيد هو أن يتم إشهار التبرعات²⁹. والواقع أن شرط الإشهار يسقط بدوره أيضاً، إذا ما كانت التبرعات التي قدمتها الشركة للمنظمة الخيرية قائمة على مقترح تقدم به عضو آخر من أعضاء المجلس لا يعمل في المنظمة ولا يشغل منصباً فيها.

هل ينبغي معالجة المشكلات المذكورة آنفاً عبر مزيد من التشديد في المعايير التي تحدد استقلالية أعضاء المجلس؟ في حديثنا حول موضوع الإصلاحات المستقبلية في الفصل الأخير من الكتاب نبين أن استقلالية أعضاء مجلس الإدارة عن سلطة الجهاز التنفيذي، حتى لو بلغت حدود المطلق، لا يمكن أن تكون كافية لضمان وضع المجلس أمام مسؤولياته تجاه حملة الأسهم؛ لا بد من أن نضفي على المجلس بعض التبعية لحملة الأسهم. لكن على كل حال إذا أردنا أن نفهم التضاريس الحالية لتمويضات المديرين التنفيذيين، فإن علينا أن نعي أن استقلالية أعضاء المجلس قد تم الالتفاف عليها في الماضي عبر حرية المدير العام في إغداق المكافآت السخية على من يشاء من الأعضاء، وأن الإصلاحات الأخيرة تقلص ولكن لا تقوض حرية المديرين في فعل الشيء ذاته.

التشابكات:

عندما يكون عضو مجلس الإدارة مديراً تنفيذياً في شركة أخرى يجلس مدير عام الشركة الأولى في مجلس إدارتها. يكون لدى هذا المدير العام قناة أخرى لكفاة عضو المجلس. في هذه الحالة يستطيع المدير العام أن يستثمر نفوذه وصلاحياته بوصفه عضو مجلس إدارة في الشركة الثانية لتعزيز المكاسب المالية التي يحصل عليها عضو المجلس بصفته مديراً عاماً تنفيذياً في تلك الشركة.

هذه الحالة - التي يشار إليها عادة تحت عنوان «التشابك في عضوية مجالس الإدارة»- ليست نادرة كما قد يظن للبعض. وبموجب إحدى الدراسات فإن مجلس الإدارة في واحدة من كل 12 شركة تقريباً من الشركات المسهمة العامة يبيد «تشابكاً على مستوى المدير العام الحالي». أي إن مدير عام الشركة أ عضو في مجلس إدارة الشركة ب. ومدير عام الشركة ب عضو في مجلس إدارة الشركة أ³⁰. كذلك تخلص الدراسة ذاتها. كما هو متوقع. إلى أن أجور المديرين العاملين في الشركات ذات المجالس المتشابكة تفوق بوضوح معدلات أجور هؤلاء في باقي الشركات.

إن الشروط الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق المالية من شأنها أن تضعف التأثير المحتمل لتشابكات المجلس على الأعضاء المستقلين. لكنها غير قادرة على إلغاء ذلك التأثير على نحو كلي. بموجب تلك الشروط الجديدة لا يعد عضو مجلس الشركة أ الذي يشغل موقع مدير تنفيذي في الشركة ب عضواً مستقلاً في الشركة أ. إذا كان مدير عام الشركة أ (أو أي من مديريها التنفيذيين) عضواً في لجنة تعويضات الشركة ب. غير أن عضو مجلس الشركة أ يمكن عدّه مستقلاً حتى لو كان مدير عام أ عضواً في مجلس إدارة ب. طالما أن هذا الأخير ليس عضواً في لجنة تعويضات ب. لكن وجود مدير عام الشركة أ في مجلس إدارة الشركة ب من شأنه أن يؤثر في جميع الأحوال في توجهات عضو مجلس أ الذي يشغل موقع مدير تنفيذي في ب: فمدير عام أ يملك صوتاً مهماً في مجلس إدارة ب من شأنه أن يؤيد أو يعارض القرارات التي يرغب عضو مجلس أ (المدير في ب) في تمريرها. ولهذا السبب فإننا نتوقع أن سياسة تشابك المجالس سوف تستمر في إعطاء المديرين العاملين منبهاً إضافياً من منافع التأثير في توجهات بعض الأعضاء في مجلس الإدارة.

تمويضات أعضاء المجلس:

طبيعي أن أعضاء مجالس الإدارة لهم مصلحة مباشرة في زيادة تمويضاتهم. وأن المديرين العامين يملكون الوسيلة للتأثير في تلك التمويضات. فبصفته الريان الذي يوجه دفعة الشركة. وحيث إنه عادة ما يكون في الوقت ذاته عضواً في مجلس الإدارة وكثيراً ما يكون رئيساً للمجلس. فإن المدير العام التنفيذي له كلمته فيما يخص تمويضات أعضاء المجلس. وعلى الرغم من أن تمويضات أعضاء المجلس تتحدد بموجب مقترحات تتقدم بها لجنة التمويضات فإن المدير العام يملك الخيار بين أن يشبط أو يدعم المقترحات الرامية إلى زيادة أجور الأعضاء. والأعضاء المستقلون الذين يتعاملون بيد كريمة مع مديرهم العام لهم الحق في أن يتوقفوا منه بالمقابل أن يستخدم ثقل موقعه في دعم زيادة تمويضاتهم. وعلى أقل تقدير فإن التعامل بسخاء مع المدير العام يسهم في خلق جو إيجابي يحث هذا الأخير على التعامل بسخاء مع أعضاء المجلس.

كشفت دراسة قام بها إيمان بريك وأودد بالمون وجون وولد عن أن الشركات التي يتقاضى مديروها العامين تمويضات أكثر ارتفاعاً. يتقاضى أعضاء مجالس إدارتها بدورهم أيضاً أجوراً أكثر ارتفاعاً³¹. لا شك في أن ارتفاع تمويضات المدير العام وأعضاء مجلس الإدارة قد يمكس حقيقة وجود صموبات خاصة في تسيير أمور الشركة. أو وجود نقص في الكوادر القادرة على تسيير الشركة. أو أن أداء الشركة جيد وناجح إلى الحد الذي يدفع مجلس إدارتها إلى الاعتقاد بضرورة مكافأة المدير العام وأعضاء المجلس على ذلك النجاح. غير أن الدراسة المذكورة آنفاً قد أسقطت تلك التفسيرات البديلة باكتشافها أن الزيادة في تمويضات المديرين العامين وأعضاء المجلس ترتبط ارتباطاً عكسياً بأداء الشركة. وقد قاد هذا الاكتشاف الباحثين إلى استنتاج مفاده أن ما وقموا عليه في دراستهم من رابط قوي بين ارتفاع أجور أعضاء المجلس وارتفاع تمويضات المدير العام إنما يمود في حقيقة الأمر إلى توافل صريح أو مبطلن بين كلا الطرفين.

عوامل اجتماعية ونفسية

إذا ما وضعنا جانباً الدوافع الاقتصادية ورغبة أعضاء المجلس في إعاد انتخابهم لمضوية جديدة. فإن هنالك العديد من العوامل الاجتماعية والنفسية التي تحدو بأعضاء

المجلس إلى مساندة ترتيبات التعميوضات التي تلائم تطلعات المدير العام وكبار المديرين التنفيذيين الآخرين. هذه العوامل الاجتماعية والنفسية تبرز أثر الدوافع الاقتصادية لمحاباة المديرين التنفيذيين، كما أن من شأنها أيضاً أن تؤثر في أداء الأعضاء البعيدين إلى حد كبير عن آثار تلك الدوافع الاقتصادية. وعلى الغالب فإن معظم أعضاء المجلس مرشحون للتأثر على الأقل ببعض من تلك العوامل الاجتماعية والنفسية التي سنأتي على مناقشتها تباعاً في الفقرات القادمة.

الصدقة والولاء:

دعونا نبدأ من العوامل الاجتماعية والنفسية التي تبدأ عملها مع دخول العضو إلى المجلس. كثيرون من الأعضاء المستقلين يدخلون المجلس وفي جمعيتهم صلات اجتماعية سابقة أو حتى علاقات صدقة سابقة مع المدير العام أو بعض من كبار المديرين التنفيذيين.

وحسب الأعضاء الذين لم يعرفوا المدير العام قبل نيلهم عضوية المجلس ليس غريباً أن يبدؤوا عملهم وفي نفوسهم مشاعر الالتزام والولاء تجاه المدير العام. فالمدير العام غالباً ما يكون قد أسهم بوجه أو بأخر في إيصال واحد منهم إلى كرسي المجلس - حتى لو اقتصر دوره على عدم إعاقة ترشيح ذلك العضو. أمام خلفية كهذه يبدأ الأعضاء الجدد عملهم في المجلس مشحونين بشحنة كبيرة من النوايا الطيبة تجاه المدير العام. وهذه الشحنة تسهم بقوة في إرساء التوجه نحو تقادي المساومات العنيفة مع المدير العام حول مسألة الأجور. هذا النوع من التعامل القائم على رد الجميل متوقع من جهة، وملحوظ على أرض الواقع في العديد من الأطر الاجتماعية والمهنية من جهة أخرى. وليس غريباً أن يكتشف براين ماين و تشارلز أوريلي و جيمس ويد أن لجان التعميوضات التي وزعت مقاعدها بمد تولى المدير العام مقاليد منصبه قد أظهرت ميلاً واضحاً إلى زيادة حجم تعميوضات المدير العام.³²

الزمالة والروح الجماعية:

ينبغي ألا ننسى أن أعضاء مجلس الإدارة، والذين يتفاوضون من وقت لآخر مع المدير العام حول مسألة التعميوضات، يعملون على مدار العام مع المدير ذاته، والذي يشاركهم عضوية مجلس الإدارة بصورة عامة، بل كثيراً ما يشغل كرسي الرئاسة في المجلس. وبفض

النظر عما إذا كان العضو قد ظفر بعضوية المجلس في عهد المدير العام أو قبل ذلك. فإنه غالباً ما سيقم علاقة شخصية مع المدير العام، وكذلك أيضاً مع بعض أعضاء المجلس الآخرين الأكثر قرباً من المدير العام.

وبالإضافة إلى ذلك فإن من المتوقع أن يميل أعضاء المجلس بطبيعة الحال. باستثناء حالات الأزمات، إلى الحفاظ على جو من التعاون والتآلف في تعاملهم مع بعضهم. وعلى حد وصف عضو مخضرم جمع بين عضوية مجالس العديد من الشركات المسهمة العامة، من بينها شركة ماريوت كوربوريشن، فإن «من الصعب إيضاح الصورة لشخص لم يسبق له أن عرف المجلس من الداخل. المجلس في العديد من النواحي أشبه ما يكون بواحد من نوادي الصداقة»³³. وبينما قد تختلف القواعد الاجتماعية قليلاً بين مجلس وآخر، فإن المعايير العامة تعمل بوضوح إلى تعزيز تماسك المجلس ووحدته. وكما وجد راكيش كورانا في دراسته لمسألة التعاقد مع المديرين العامين، فإن أجواء مجالس الإدارة «يسودها التركيز الكبير على مظاهر اللطف والمجاملة، والحرص على تجنب المجاببات والصراعات المباشرة بكل أشكالها»³⁴.

مرة وربما مرتين في العام يضمطر أعضاء لجنة التعميضاات إلى نزاع قبعاتهم كزملاء للمدير العام، ووضع قبعات المفاوضين الأشداء الذين يساومون المدير العام على مطال ذراعهم حول تعميضااته. هذا التحول في المواقع والأدوار من المرجح أن يكون صعباً حتى في حالة الأعضاء ذوي النوايا الطيبة الراغبين في الاضطلاع بمسؤوليتهم وتمثيل مصالح حملة الأسهم في تلك المفاوضات.

تشير الدلائل إلى أن الفرد الذي يميل ضمن مجموعة يشعر بدوافع طبيعية إلى إرضاء أفراد المجموعة والتآلف معهم، وكثيراً ما يكون ذلك على حساب بعض المصالح غير الحاضرة بصورة مباشرة على الطاولة³⁵. وليس هناك من مسوغ واحد للاعتقاد بأن أعضاء لجنة التعميضاات يتمتعون بالمناعة ضد هذا النوع من الدوافع.

احترام المنصب:

المدير العام ليس مجرد زميل لباقي الأعضاء في المجلس. إنه الشخصية الأكثر أهمية في الشركة - القائد الذي يوجه دفة الشركة، لرؤيته وقراراته عظيم الأثر في تحديد توجهات

الشركة. لذلك فإن أعضاء المجلس يميلون بطبيعية الحال إلى التعامل مع المدير العام باحترام. إنهم يحترمون سلطته في كثير من القضايا، ويكون لموقفه، وربما لشخصه أيضاً الكثير من الاحترام والتقدير.

وفضلاً عن ذلك فإن أعضاء المجلس يميلون أيضاً إلى احترام توجهات المدير العام في الكثير من القرارات التي يتخذها مجلس الإدارة، حتى عندما تتعارض هذه التوجهات مع رؤيتهم الخاصة. ودور أعضاء مجلس الإدارة في العديد من القضايا إنما يتجسد في تقديم الاستشارات الاستراتيجية للمدير العام وتسويق آرائه وتوجهاته، لا في معاندته وفرض إرادتهم عليه، ولا في تجاوزه وصنع القرارات من دونه. طالما أن أعضاء المجلس راغبون في أن يستمر المدير العام في قيادة الشركة، فإن من المفيد ألا يجهدوا أنفسهم في فرض رؤيتهم عليه، بل أن يتركوا له كرسي القيادة ويأخذوا أمأكنهم في حافلة الشركة. وإذا ما خلاص بعضهم إلى أنه لن يستطيع، مهما اجتهد في المحاولة، أن يستمر في دعم سياسات المدير العام الذي يحظى بدعم باقي أعضاء المجلس، فالأفضل له أن ينسحب بهدوء.³⁶

مرة أخرى نجد أن تغيير القبمات لمساومة المدير العام على تعويضاته مسألة صعبة جداً. فأعضاء المجلس الذين اعتادوا التعامل مع مديرهم العام بكل احترام وتقدير سيجدون صعوبة بالغة في الانخراط فجأة في دور المفاوض الندد الذي يساوم المدير بشأن تعويضاته على مطلق ذراعه.

تضارب الاعتبارات:

لقد دأبت الشركات في اختيارها لأعضاء لجنة التعويضات على الاعتماد على نحو كبير على المديرين التنفيذيين العاملين منهم والسابقين. في العام 2002، كان 41 بالمئة من أعضاء لجان التعويضات من المديرين التنفيذيين العاملين، نصفهم تقريباً مديرون عامون ما زالوا على رأس عملهم. وفضلاً عن ذلك فإن 26 بالمئة آخرين من أعضاء تلك اللجان كانوا أشخاصاً قد تقاعدوا من عملهم الأصلي. القسم الأكبر منهم من المديرين التنفيذيين السابقين.³⁷

إن قرارات التعويضات التي يتخذها أعضاء في المجلس هم أنفسهم مديرون تنفيذيون. حالسون أو سابقون. من المرجح أن تتأثر بمسألة تضارب الاعتبارات³⁸. فمن المعروف أن

الفرد يطور قناعاته الخاصة بحيث تدعم المواقف التي تتسجم مع مصالحه الشخصية. إذ إن تلك القناعات تمكن الفرد من تجنب الإزعاجات والمضايقات التي قد تترتب على تمتعه بمكاسب يعتقد نفسه أنها غير مستحقة.

لذلك فإن المدير، الحالي أو السابق، الذي سبق أن استفاد نفسه من ترتيبات أجور سخية تنطوي على الكثير من المحاباة، من المرجح أن يكون قد كوّن قناعات مفادها أن تلك الترتيبات تمثل ضرورة لا بد منها، وأنها في النهاية تخدم مصالح حملة الأسهم. وعلى سبيل المثال فإن المدير الذي استفاد، لنقل مثلاً، من برنامج حوافز قائم على خيارات الأسهم التقليدية، سيميل على الأرجح إلى تبني الرؤية التي تصنف هذا النوع من برامج الحوافز في عداد برامج التعميصات الفاعلة والمجدية. كذلك فإن المدير الذي استفاد أو يستفيد ذاته من اتفاق تعويضات يتضمن عطاءات سخية في حالة إنهاء الخدمة لا يمكن أن نتوقع منه أن يؤيد النظرة التي تعد عطاءات إنهاء الخدمة غير ضرورية أو تترن بهذا النوع من التعويضات بعض الدوافع السلبية التي قد تضر بأداء الشركة. ومن هنا فإن وجود مديرين يتمتعون بأجور مرتفعة بين عناصر لجان التعويضات يقود على الغالب تلقائياً إلى إقرار أجور أكثر ارتفاعاً. وبالفعل فقد وجد براين ماين و تشارلز أوريلي و جيمس ويد أن هناك ترابطاً كبيراً بين مستويات تعويضات الأعضاء الخارجيين في لجان التعويضات من جهة، ومستوى أجور المديرين العامين من جهة أخرى³⁹.

وأخيراً فإن مسألة تضارب الاعتبارات قد تقود حتى الأعضاء المستقلين، الذين ليسوا أنفسهم مديرين حاليين أو سابقين، إلى تبني قناعات تبتعث على تقديم التعويضات السخية للمديرين التنفيذيين. فأعضاء المجلس سيميلون بطبيعة الحال إلى ارتكاب خطأ في الاتجاه الموجب لدى تقييمهم لأداء الشركة بالمقارنة مع نظيراتها في حقل العمل المعني، وكذلك الحال أيضاً في تقييمهم لأداء المدير العام بالمقارنة مع نظرائه في الشركات الأخرى، وهكذا. ومن المؤكد أن الدافع إلى تجنب التضارب بين القناعات والمواقف لا يقتصر على الشركات المسهمة العامة بل يمتد أيضاً لبيئتها لفسد أيضاً توجهات أصحاب الشركات الفردية الذين يمثلون المالكين الوحيدين لشركاتهم الخاصة، غير أن أولئك المالكين يتحملون بأنفسهم التكاليف الكبيرة التي تترتب على خلطهم إذا ما تركوا أنفسهم عرضة لفرط تأثير مسألة

تضارب الاعتبارات تلك. وخلافاً لذلك فإن التكاليف الشخصية التي قد تترتب على محاسبة المديرين بالنسبة لمعظم الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة أو لجان التمويضات لا تتعدى كونها ضئيلة طفيفة.

التكلفة الضئيلة لمحاسبة المديرين

إن الدوافع الاقتصادية وكذلك أيضاً العوامل النفسية والاجتماعية تتكاتف جميعها، كما رأينا، لتدفع أعضاء المجلس المستقلين إلى محاسبة المديرين التنفيذيين. والسؤال الذي يطرح نفسه والحالة هذه يقول: هل هناك من قوى معاكسة تجعل محاسبة المديرين في أعين أعضاء المجلس أمراً مكلفاً ينبغي الابتعاد عنه؟ لسوء الحظ لا. فالتكاليف التي قد تترتب على محاسبة المديرين بالنسبة لمعظم أعضاء مجالس الإدارة هي في مجملها ضئيلة للغاية. وهذه التكاليف تأخذ أحد شكلين: (1) تراجع قيمة ما يملكه أعضاء المجلس أنفسهم من أسهم الشركة، و (2) الإضرار بسعة أعضاء المجلس.

تراجع قيمة حصص أعضاء المجلس من أسهم الشركة:

بالرغم من أن التمويضات القائمة على أساس الأسهم قد باتت اليوم الشكل الأكثر شهوعاً لتمويضات أعضاء المجلس المستقلين⁴⁰، فإن نسبة ما يملكه الأعضاء المستقلون من أسهم شركاتهم ما زالت أصغر جداً من أن يكون لها أثرها الاقتصادي الملحوظ⁴¹. وقد وجد جون كور و روبرت هولتهاوزن و ديفيد لاركس في دراسة لهم أن نصف أعضاء مجالس الشركات التي شملتها الدراسة يملكون ما دون 0.005 بالمئة من أسهم الشركات التي يشغلون مقاعد في مجالس إدارتها⁴². وعلى الرغم من أن هذا الرقم مرشح لبعض الارتفاع في المستقبل⁴³، فإن معظم أعضاء المجالس سيظلون على الأرجح لا يملكون إلا قدراً قليلاً من أسهم شركاتهم⁴⁴.

وبالنتيجة فإن أعضاء المجلس لا يتحملون إلا قدراً مهملاً من التكاليف التي تترتب على ترتيبات التمويضات الخاطئة. لتأخذ مثلاً عضواً في المجلس يملك 0.005 بالمئة من أسهم الشركة، ولنفترض أن ذلك العضو يتأمل في تبعات الموافقة على اتفاق التمويضات

الذي يطالب به المدير العام والذي من شأنه أن يخفض قيمة رأس المال المسهم بمقدار 10 ملايين \$، بالنظر إلى الحصة المتواضعة من إجمالي أسهم الشركة فإن الخسارة التي سيتحملها ذلك العضو عبر تراجع قيمة ما يملكه من أسهم الشركة نتيجة الموافقة على مطالب المدير العام لن تتجاوز \$500. إن هذه التكلفة الضئيلة، حتى لو تضاعفت مرات عديدة، لن تكفي للتغلب على العوامل الكثيرة التي تضغط على عضو المجلس في اتجاه تأييد مطالب المدير العام.

بالطبع، وبالرغم من أن تكلفة محاياة المديرين صغيرة إلى حد الإهمال بالنسبة لمعظم الأعضاء المستقلين في مجالس إدارة الشركات، فإن الأمر قد لا يكون يديهاً إلى ذلك الحد في حالة البعض الآخر من الأعضاء المستقلين الذين يملكون (أو المعينين من قبل من يملكون) قدراً كبيراً من أسهم الشركة. هؤلاء الأعضاء يدركون أنهم سيتحملون القدر الأكبر من التكاليف المترتبة على ترتيبات التعويضات الخاطئة، ويميلون على الأرجح إلى معارضة تلك الترتيبات. هذه الحقيقة من شأنها أن تسر الوقائع التي تؤكد أن أجور المديرين تنخفض، وحساسية تلك الأجور لأداء الشركة ترتفع بوضوح، كلما ازدادت كمية الأسهم التي يملكها أعضاء لجنة التعويضات في الشركة⁴⁵.

خسارة السمعة:

نظرياً يمكن القول إن أعضاء المجلس الذين يمررون ترتيبات تعويضات مفرطة في تقديم المكاسب للمديرين على حساب حملة الأسهم يعرضون أنفسهم لخطر خسارة السمعة الطيبة. يقول خبير الاقتصاد المالي الشهير ان يوجين فاما ومايكل جنسن في دراسة لهما: إن لدى أعضاء المجلس المستقلين دافعاً حقيقياً لحماية مصالح حملة الأسهم، فهم حريصون بطبيعة الحال على الحفاظ على سمعتهم بوصفهم صنّاع قرار يجمعون بين الخبرة والنزاهة، بل حريصون أيضاً على تمييز تلك السمعة⁴⁶. من الواضح أن فاما و جنسن إنما يعنيان في حديثهما شريحة معينة من الأعضاء المستقلين الذين يشغلون في الوقت ذاته منصب المدير العام أو غيره من مواقع صنع القرار في هذه الشركة أو تلك، بالنسبة لتلك الشريحة من أعضاء مجالس الإدارة. يمكن القول إن قيمة ما يجسده أحدهم من رأس مال بشري قد تتعلق بالفعل بسمته فيما يخص القدرة على صنع القرارات الصائبة، وتبماً لوجهة نظر

فأما و جنسن فإن أعضاء المجلس المستقلين يستطيعون، عبر تجسيدهم دور الحارس الأمين الحريص على حماية قيمة رأس المال المسهم، أن يعبروا وأبلغ تعبير عن خبرتهم في صنع القرار وأن يبرزوا قيمة رأس مالهم البشري في مشوارهم المهني الأساسي. وبالإضافة إلى ذلك يمكن القول إن بناء السمعة الطيبة كحارس أمين حريص على مصالح حملة الأسهم يساعد العضو على تحسين فرصه للظفر بعضوية إضافية في مجلس إدارة هذه الشركة أو تلك.

إننا نتفق مع فاما و جنسن في أن سمعة أعضاء المجلس ورأس مالهم البشري، سواء في مواقعهم الأساسية أو في سوق مجالس إدارة الشركات، قد تتضرر بعض الشيء إذا ما وافق المجلس على ترتيبات تعويضات صنفت فيما بعد على أنها فاضحة في إجحافها بحق حملة الأسهم. وعلى سبيل المثال فقد توجه السخط في أعقاب فضيحة إنرون بالدرجة الأولى إلى عناوين بعض أعضاء مجلس إدارة إنرون⁴⁷. وارتفعت أصوات تطالب د. جون مهندلسون، العضو السابق في مجلس إدارة إنرون، بالاستقالة من منصبه بوصفه رئيساً لمركز إم دي أندرسون لمعالجة السرطان. كذلك فقد كان هناك أصوات عارضت إعادة انتخاب فرانك سافاج، عضو آخر من أعضاء مجلس إنرون، لعضوية مجلس الإدارة في شركتي لوكهيد مارتين وكوالكوم. ولكن في النهاية بقي مهندلسون رئيساً لمركز إم دي أندرسون لمعالجة السرطان، وأعيد انتخاب سافاج لعضوية كلا المجلسين، على أنه أثر في نهاية المطاف الاستقالة من مجلس إدارة كوالكوم. كذلك فقد بادر أعضاء مجلس إدارة إنرون السابقون وبندي غرام وروبرت جيديك وهيربرت وينكر الابن إلى التخلي ببساطة عن مواقعهم في مجالس إدارة بعض الشركات الأخرى بعد اندلاع الفضيحة؛ وذلك على الأرجح بدافع استباق الأحداث وتجنب الخوض في معارك انتخابية يتوقعون أن يواجهوا فيها بعض المعارضة⁴⁸.

صحيح أن مخاوف عضو المجلس من أن يخسر سمعته، نتيجة إقراره ترتيبات تعويضات فاضحة، قد تخلق بالفعل نوعاً من الحدود التي ليس من مصلحة العضو أن يتجاوزها، غير أن تلك الحدود ليست ضيقة في أي حال من الأحوال. طالما أن ترتيبات التعويضات التي صدقها المجلس تقع ضمن المجال المألوف والذي ينظر إليه بصفته مقبولاً، فإن أعضاء المجلس لن يتحملوا على الغالب أي خسارة في السمعة. دعونا ننظر في مثال عضوية مجلس إدارة إحدى الشركات يشفل في الوقت ذاته موقع المدير العام أو أحد كبار المديرين التنفيذيين في شركة أخرى. إن قرارات التعويضات التي يتخذها مجلس إدارة الشركة الأولى، والذي

يشارك فيه ذلك العضو بصفته عضواً مستقلاً. من غير المتوقع أن تؤثر في أي من الأطراف المعنية بتعيين ذلك العضو مستقبلاً في أي من المواقع التنفيذية الجديدة، وعلى الغالب فإن تلك الأطراف لن تكثر مطلقاً لقرارات الترميزات تلك. إن أرباب العمل المحتملين نادراً ما قد يهتمون بجمع المعلومات عن إسهامات عضو بعينه من أعضاء المجلس المستقلين في صنع أو تمرير ترتيبات الترميزات في هذه الشركة أو تلك. والأهم من ذلك أن أرباب العمل المحتملين سيركزون بالدرجة الأولى على أداء العضو في موقعه الأساسي كمدير تنفيذي، والذي يأخذ منه جل وقته، وليس على الأداء الذي يقدمه من وقت لآخر بصفته عضواً مستقلاً في مجلس إدارة هذه الشركة أو تلك.

إن الأداء الذي يقدمه أحد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة قد يحظى بكبير الاهتمام من قبل الأطراف المعنية بتعيين ذلك العضو في مجلس إدارة واحدة من الشركات الأخرى. لكن على هذا الصعيد يمكن الجزم في جميع الأحوال بأن بناء سمعة قوامها التنازع مع المدير العام بشأن تعويضاته لم يكن يوماً عاملاً إيجابياً يساعد في تحسين فرصة الحصول على عضوية إضافية في مجلس آخر، بل على العكس من ذلك فإن مثل تلك السمعة، إذا ما أتيح لها أن تؤثر في فرص العضو المستقبلية، قد تقف حائلاً دون العضوية الجديدة. ولأنس أن مفتاح الدخول إلى المجلس إنما يكمن في إدراج اسم المرشح ضمن قائمة الشركة التي يتعاون على إعدادها كل من المجلس ولجنة الترشيح. والسمعة القائمة على إثارة التحديات فيما يخص تعويضات المدير العام تمثل على الغالب عاملاً سلبياً وليس إيجابياً في نظر لجان الترشيح التي تتطلع إلى إغناء مجالس إدارة شركاتها ببعض المرشحين الخارجيين.

من هنا يتضح أن غياب الدور الذي ينبغي أن تضطلع به حوافز السمعة في دفع أعضاء المجلس إلى الحرص على حماية مصالح المساهمين في سياق ترتيبات الترميزات هو نتيجة طبيعية للآليات المتبعة في انتخاب أعضاء المجلس. في الفصل 16 من الكتاب نقترح إصلاحات جديدة تقوم على إعطاء حملة الأسهم فرصة حقيقية للمشاركة على نحو فعلي في اختيار أعضاء المجلس. إن إصلاحات من هذا النوع من شأنها أن تخلق لدى أعضاء المجلس حوافز حقيقية لبناء سمعة قوامها الحرص على خدمة مصالح حملة الأسهم بدلاً من مسابرة المديرين. أما في الوضع الراهن فليس بإمكاننا أن نمول كثيراً على عامل السمعة في مواجهة

الدوافع الاقتصادية والنزعات الطبيعية التي تدفع أعضاء مجالس الإدارة إلى الوقوف في صف المديرين على حساب حملة الأسهم.

عوز الوقت والمعلومات

حتى أولئك الأعضاء المستقلون الذين يرغبون لسبب أو لآخر في الدفاع عن مصالح حملة الأسهم خلال جلسات التفاوض على أجور المدير العام وغيره من المديرين التنفيذيين عادة ما كانوا يواجهون مشكلة عدم توافر ما يلزم من الوقت والمعلومات للنجاح في تلك المهمة⁴⁹. معظم أعضاء مجالس الإدارة المستقلين يزاولون أعمالاً أخرى تقتضي الالتزام بدوام كامل. والواقع أن الأعضاء المستقلين لم يصرفوا في الأحوال العادية إلا النزر اليسير من الوقت للوقوف على حقيقة مستوى أداء الشركات التي يشغلون مقاعد في مجالس إدارتها. وقد بينت الاستطلاعات التي تناولت سياسات مجالس الإدارة في المدة التي سبقت موجة فضائح الشركات، التي اندلعت في أواخر 2001، أن الأعضاء المستقلين لم يخصصوا للمجلس الواحد سوى نحو 100 ساعة فقط على امتداد العام⁵⁰. وفي الواقع، وكما يوثق راكمش كورانا في كتابه حول تعيين المديرين العامين، فإن المرء ليصاب بالدهشة لقلة ما صرفته مجالس الإدارة من الوقت حتى على المسائل الحساسة مثل مسألة اختيار مدير عام جديد⁵¹.

أثناء السنوات القليلة الماضية شهد الوقت الذي يخصصه أعضاء مجالس الإدارة المستقلون للمهام المتعلقة بعضويتهم في تلك المجالس تزايداً كبيراً ومطروداً. وبحسب بعض التقديرات التي تناولت 1000 شركة من كبرى الشركات المسهمة العامة في الولايات المتحدة فإن أعضاء مجالس الإدارة قد خصصوا خلال العام 2002 نحو 190 ساعة لمتابعة المهام المترتبة على عضوية المجلس⁵². وتبعاً لتلك التقديرات فإن هذا الرقم مرشح لمزيد من الازدياد. ولكن ينبغي بالمقابل ألا نغفل حقيقة أن قانون ساربنس-أوكسلي وما رافقه من تشديد على شكليات عمل مجالس الإدارة، قد خلق لأعضاء مجالس الإدارة احتياجات إضافية من حيث الوقت. لذلك فإن من المتوقع أن يستمر الأعضاء المستقلون، الذين يقتصر التزامهم مع الشركة على دوام جزئي عند الحاجة، في تخصيص قدر قليل فقط من وقتهم لتصميم وإبرام ترتيبات التعويضات المعقدة، «تقويم السياسات المثلى لمجالس إدارة الشركات، والذي وزعته أخيراً

إحدى الشركات القانونية المشهورة على عملائها. ينصح بأن تجتمع لجنة التعميـضات ثلاث مرات في العام، مرتين في كانون الثاني/يناير ومرة في تشرين الثاني/نوفمبر⁵³.

وبالإضافة إلى ما يواجهونه من حدود زمنية فإن الكثيرين من أعضاء مجالس الإدارة لا يملكون المعرفة والخبرة اللازمتين لإجراء تقويم موضوعي لترتيبات التعميـضات التي تقع على عاتقهم مسؤولية البت في أمرها. وقد لاحظ جيفري سوننغفيلد، العميد المساعد لمعهد بيل للأعمال، هذه الظاهرة قائلاً: «لقد عملت مع العديد من لجان التعميـضات، وأعلم جيداً أن أعضاء مجلس الإدارة في كثير من الأحيان يعجزون عن فك رموز الأحكام المعقدة في الوثائق التي ينبغي عليهم مراجعتها وتقييمها، وخشية الظهور بمظهر المغفل يتجنب أحدهم الاستفسار عن آلية عمل بعض الأدوات التي تنطوي عليها تلك الأحكام»⁵⁴.

في سعيهم إلى اتخاذ القرارات المناسبة بشأن التعميـضات وجد الأعضاء المستقلون أنفسهم عموماً مضطرين إلى الاعتماد على المعلومة والمشورة المقدمتين من قبل قسم الموارد البشرية في الشركة ومستشاري التعميـضات الذين يتعاقد معهم ذلك القسم؛ واعتمادهم على هذا المصدر القريب من الجهاز التنفيذي قد أسهم بطبيعة الحال في حرف بعض الأمور في الاتجاه الذي يخدم مصالح المديرين التنفيذيين⁵⁵.

مستشارو التعميـضات

رأينا أن أعضاء مجالس الإدارة لديهم دوافعهم الاقتصادية وميولهم النفسية التي تشجعهم على تبني سياسات تنطوي على بعض المحاباة للمديرين التنفيذيين حتى لو كانت المعلومة والمشورة التي يبثون عليها قراراتهم قادمة من أشخاص لا هم لهم سوى حماية مصالح حملة الأسهم. غير أن الأشخاص الذين يزودون أعضاء المجلس بالمعلومة والمشورة هم أنفسهم لديهم بدورهم دوافعهم الخاصة لمحاباة المديرين. وهذا يصح ليس فقط فيما يخص قسم الموارد البشرية في الشركة، والذي يخضع بطبيعة الحال لسلطة المدير العام، وإنما أيضاً فيما يخص مستشاري التعميـضات الذين توكل إليهم، بموجب عقد خارجي، مهمة تقديم المعلومة والمشورة. لقد واجه مستشارو التعميـضات على الدوام دوافع قوية لإرضاء المديرين العامين أو على الأقل للحرص على عدم إغضابهم. وعلى حد تعبير وورن

بوفيت فإن مستشاري التعويضات لا يجدون أي صعوبة في تمييز الجهة التي تدهن الزبدة فوق رغيفهم،⁵⁶.

عادة ما كان التعاقد مع مستشاري التعويضات يتم عن طريق قسم الموارد البشرية في الشركة، وكثيراً ما كان المدير العام يتدخلون على نحو مباشر أو غير مباشر في عملية الانتقاء.⁵⁷ وحتى في حالات عدم تدخل المدير العام لم يكن صعباً على المستشار الذي يقع عليه الاختيار أن يفهم من تلقاء نفسه أن أي اقتراح لا يرضي المدير العام من شأنه أن يقضي كلياً على فرصة الحصول على عقد آخر من الشركة في المستقبل. ومن جهة أخرى فإن مستشاري التعويضات يعملون عادة لدى شركات الاستشارات، وهذه تستمد معظم دخلها من الخدمات المختلفة الأخرى التي تقدمها لأقسام الموارد البشرية في الشركات المختلفة. وشركة الاستشارات التي يعمل لديها مستشار التعويضات المكلف كثيراً ما تربطها بالشركة المكلفة عقود خدمات أخرى، أو أنها على الأقل تأمل في الحصول على عقود مستقبلية مع تلك الشركة. وقد علق أحد مستشاري التعويضات على حساسية هذه العلاقة بالقول: «هنالك شريحتان من العملاء الذين يحرص أحدنا على ألا يفضيهم - العملاء الحاليون والعملاء المحتملون».⁵⁸

وفي النهاية، وحيث إن إيراداتهم لا علاقة لها من قريب أو من بعيد بقيمة رأس المال المسهم، فإن مستشاري التعويضات لم يتحملوا يوماً أياً من التكاليف التي فرضتها محاسبة المديرين على حملة الأسهم، لم يكن أمام المستشارين أي خيار آخر سوى جني المكاسب عبر توظيف خبراتهم وصلاحياتهم في محاسبة المديرين العاميين. وقد وصف الثتان من أعضاء مجالس الإدارة، في مقابلة أجرتها معها مجلة فورشن تحت غطاء من السرية، البنية العامة للذوايح التي تؤثر في أداء مستشاري التعويضات وصفاً لاذعاً يشير إلى الحقيقة دون مواربة بل بشيء من القسوة:

أعتقد أن من الصعب أن تجد مستشاراً واحداً لا ينتهي به الأمر في نهاية المطاف إلى مزاولة المهنة. المستشارون يحصلون على عقودهم من الجهاز التنفيذي. وهم يعلمون أن العقود التي قد يحصلون عليها في المستقبل لن تكون إلا من الجهاز التنفيذي.

أي نوع قد يخطر في بالك من أنواع المستشارين إنما يتم استقدامه بقصد خفض التكاليف. أما في حالة مستشاري التعميـضات، فإن الهدف الأساسي من استقدامهم إنما هو تقديم المسوغات لكل ما يريد المدير العام تمريره، دون قيد أو شرط، وفي النهاية يكفي أن يسأل المرء نفسه: من الذي سيقترح أسماء أولئك المستشارين على المديرين العامين الآخرين؟⁵⁹.

ودوافع مستشاري التعميـضات تمثل عاملاً مهماً لأن هؤلاء يتمتعون بصلاحيات واسعة في أدائهم لمهمتهم. فالمستشارون يقدمون المعطيات التي يبني عليها أعضاء مجلس الإدارة قراراتهم بشأن التعميـضات، وهم أيضاً يوظفون المسائل ويقومون بإعداد قائمة الحلول البديلة لهصار إلى طرحها على المجلس. إن محدودية الوقت الذي يستطيع أعضاء المجلس تخصيصه للبحث في قرارات التعميـضات، وافتقار هؤلاء في كثير من الأحيان إلى المعلومة والخبرة اللازمين، يقودان أعضاء المجلس إلى الاعتماد على نهورئيس على المعطيات التي يقدمها المستشارون. ومن هنا فإن أي انحياز إلى معابة المديرين من جانب مستشاري التعميـضات من شأنه أن يولد نتائج ترضي المديرين على حساب حملة الأسهم حتى لو فرضنا جدلاً أن أعضاء المجلس ليس لديهم أي دوافع أو مهول لمعابة المديرين.

ومن الوسائل التي يستخدمها المستشارون في معابة المديرين أن يعمد أحدهم إلى تجميع جملة متكاملة من معطيات التعميـضات تقدم المسوغ الموضوعي لبرنامج التعميـضات الذي يطالب به المدير. وعلى سبيل المثال فإن مستشاري التعميـضات يميلون على الدوام إلى تصميم إحصاءاتهم على نحو انتقائي سعياً إلى اختزال المقارنة في الجانب الذي يفيد في دعم التوجه إلى زيادة الأجور⁶⁰. فإذا كان أداء الشركة جيداً عمد المستشارون إلى اقتراح زيادة حجم التعميـضات بحجة أن الأجور ينبغي أن تمكس مستوى الأداء. ولهذا السبب ينبغي أن يكون أجر المدير العام أعلى من وسطي أجور المديرين على مستوى حقل العمل المعني، وبالتالي يؤكد أعلى بوضوح من أجور نظرائه مديري الشركات الأخرى الذين قدموا أداء متواضعاً. أما إذا كان أداء الشركة ضعيفاً فإن المستشارين يميلون إلى غض الطرف عن الأداء وتسليط الضوء على المعايير القياسية للأجور على صعيد شركات الحقل المعني مؤكداً في ذلك على ضرورة زيادة أجر المدير العام بما ينسجم مع مستويات التعميـضات السائدة⁶¹.

مستقبلاً قد تنتقل صلاحية التعاقد مع مستشاري التعويضات رسمياً من يد قسم الموارد البشرية إلى يد لجنة التعويضات. تقضي شروط التسجيل الجديدة في سوق نيويورك للأوراق المالية بأن تكون لجنة التعويضات، بموجب ميثاق تشكيلها، الجهة الوحيدة المخولة بالتعاقد مع مستشاري التعويضات وتفويض هؤلاء بمساعدة اللجنة فيما يخص تقويم تعويضات المديرين التنفيذيين⁶². غير أن قسم الموارد البشرية سيحتفظ في جميع الأحوال بدوره المهم كمصدر مطلع يوصي بالاستعانة بمستشار دون آخر. وإذا ما أخذنا بالحسبان أن المستشارين يحصلون على القسم الأكبر من إيراداتهم عن طريق تقديم الخدمات المختلفة لقسم الموارد البشرية، يمكننا أن نجزم بأنهم لن يخسروا شيئاً من دوافعهم القوية لترك انطباع طيب لدى قسم الموارد البشرية وتجنب كل ما من شأنه أن يعكر صفو المدير العام. ومن هنا فإن الإصلاحات الأخيرة قد تقلص، لكنها لن تُلغى، الانحراف الإضافي الناجم عن الدور المنحاز الذي يضطلع به مستشارو التعويضات.

وعلى كل حال فإن إعطاء لجنة التعويضات السلطة الحصرية للتعاقد مع مستشاري التعويضات من شأنه أن يدفع المستشارين إلى توجيه اهتمامهم نحو تطلعات اللجنة بدلاً من تطلعات المديرين. لكن من غير المتوقع أن يستثمر مستشارو التعويضات أي دوافع مباشرة للتركيز على مصالح حملة الأسهم. ومن هنا يمكن القول: بقدر ما سيحتفظ أعضاء المجلس بدوافعهم وميولهم لمحابة المديرين، سيستمر مستشارو التعويضات على الغالب في مساعدتهم على فعل ذلك.

المديرون العامون المعينون حديثاً

يضطلع مجلس الإدارة بمهمة المصادقة على تعويضات المدير العام لدى تعيين مدير عام جديد للشركة. وكذلك أيضاً على نحو دوري أثناء سنوات عهد المدير العام في الشركة. وفي اقتصاد لما كنا قد أوردناه في عمل سابق زعم كيفن مورفي أن المديرين العامين الجدد لن يكون لديهم ذلك القدر من القوة والنفوذ ولن تتوافر لهم الوسيلة للتأثير في قرارات مجلس الإدارة عندما يتفاوضون مع أعضاء المجلس على رزمة أجورهم الأولى. حتى إذا سلمنا بنهب المساومة على مطال الذراع عن مسرح التفاوض بين مجلس الإدارة والمدير العام

المستمر في قيادته للشركة، فإن هذا النوع من المساومة حاضر ودون أدنى شك، والقول لموريجي، لدى تعيين مدير عام جديد، ولا سيما إذا كان هذا الأخير قريباً عن الشركة⁶³. أما رؤيتنا للواقع فتقول إن مفاوضات مجالس إدارة الشركات مع المرشحين الجدد لتسلم منصب المدير العام ربما كانت أقرب قليلاً إلى نموذج المساومة على مطالب الذراع، إذا ما قورنت بالمفاوضات مع المديرين العامين المستمرين في شغلهم لمناصبهم، لكنها كانت ولا تزال بعيدة جداً عن مضمون ذلك النموذج.

من المؤكد أن بعض العوامل الاجتماعية والنفسية التي تدفع أعضاء المجلس إلى محاباة المديرين التنفيذيين الذين على رأس عملهم لن تكون حاضرة عندما يتفاوض أعضاء المجلس حول ترتيبات التعويضات مع مدير جديد محتمل قادم من خارج الشركة، فالمرشح الجديد لمنصب المدير العام لم يكن له أي دور في تسمية أي من أولئك الأعضاء لعضوية مجلس الإدارة، ولذلك فإن أياً من أعضاء المجلس لن يشعر تجاه المدير الجديد المحتمل بواجب الالتزام والولاء الذي يشعر به تجاه المدير الذي دعم تسميته لعضوية المجلس. وبالإضافة إلى ذلك فإن روح الألفة والزمالة، التي تنمو بالتدرج عبر العمل معاً ضمن إطار مجلس إدارة الشركة، لن تكون قد تطورت بعد.

ومع ذلك فإن من المرجح أن المساومة بشأن التعويضات قد كانت بعيدة كل البعد عن مطالب الذراع حتى في حالة التفاوض مع المرشحين الخارجيين لمنصب المدير العام. فبالنظر إلى أن المرشح قد يجلس قريباً على كرسي المدير العام إذا ما تكلت المفاوضات بالنجاح، سيستشعر أعضاء المجلس هنا أيضاً دوافع كبيرة لإرضاء ذلك المرشح. والمدير العام الجديد سرعان ما سيكون له نفوذه وتأثيره فيما يخص مستوى تعويضاتهم. كما أن موقعه سيعطيه أيضاً صلاحيات واسعة لتوزيع المكافآت على أعضاء المجلس كما يشاء.

ومن جهة أخرى فإن بعضاً من العوامل الاجتماعية والنفسية التي تدفع أعضاء المجلس إلى محاباة المدير العام المستمر في شغله لمنصبه ستكون حاضرة بالدرجة نفسها الدرجة في حالة التفاوض بشأن التعويضات مع المدير العام الجديد فهبل توليه المنصب. فحيث إن أعضاء المجلس سيتطلعون إلى العمل جنباً إلى جنب في جو من الزمالة مع المدير العام الجديد، لا بد أنهم سيسمعون بطبيعة الحال إلى تهمة كل الظروف كي تكون الانطلاقة

الجديدة لطيفة سلسة. كذلك فإن الدواخس التلقائية لتجنب مناقضة الذات، التي تدفع أعضاء المجلس الذين يشغلون في الوقت ذاته مناصب مديريين تنفيذيين في شركات أخرى ويتقاضون أجوراً مرتفعة لقاء مهامهم التنفيذية تلك، سوف تعمل عملها بالدرجة ذاتها في حالة المدير العام الجديد الذي تولى منصبه لتوه. ولما كان أعضاء المجلس لا يملكون عادة إلا قدرأ قليلاً من أسهم الشركة، فإن الخسارة المالية التي سيتحملونها من جراء سخائهم المفرط في تعاملهم مع زميلهم ورئيسهم الجديد ستظل بدورها صغيرة إلى حد الإهمال.

وأخيراً فإن الحدود التي يصطدم بها أعضاء المجلس من حيث الزمن والمعلومة، التي تحد من قدرة أصحاب المزية والنوايا الطيبة منهم على الخوض في مساومة موضوعية مع المدير العام، قد ثبت حضورها بالدرجة ذاتها في مفاوضات مجالس الإدارة مع المديرين الجدد الخارجيين. وعلى حد تعبير رايكيش كورانا فإن أعضاء مجالس الإدارة كانوا ولا يزالون يميدين كل البعد عن الدقة حتى في انتقاء المدير العام الجديد⁶⁴. إن اختيار المدير العام غالباً ما يكون عاملاً أكثر أهمية بالنسبة لمستقبل الشركة من تفاصيل برنامج التعميصات الذي يبدأ معه مشواره في قيادة الشركة. وإذا كان أعضاء المجلس لا يبذلون إلا قليلاً من الجهد والاهتمام في اختيارهم المدير العام الجديد، فإنهم لن يبذلوا على الغالب الكثير من الجهد والاهتمام في مساومة المدير العام الجديد على تعويضاته.

وفضلاً عن ذلك، وكما في حالة المديرين العامين المستمرين في شغلهم لمناصبهم، فإن القيود الزمنية ستضطر أعضاء المجلس في دراستهم لبرنامج أجور المدير العام الجديد إلى الاعتماد على المعلومة والمشورة التي يقدمها قسم الموارد البشرية ومن يستعين به ذلك القسم من مستشاري التعميصات. وعناصر قسم الموارد البشرية يدركون جيداً أن الشخص الذي يقومون اليوم بإعداد برنامج تعويضاته ربما يكون رئيسهم في الغد. كذلك فإن مستشاري التعميصات يدركون بدورهم أن المدير العام القادم سيكون له كبير الأثر في قرار الشركة المستقبلي بشأن الاستمرار في الاستعانة بخدماتهم. ومن هنا يتضح أن عناصر قسم الموارد البشرية، وكذلك أيضاً مستشاري التعميصات، جميعهم كان لديهم على الدوام حافز حقيقي لاستخدام صلاحياتهم في محاباة المدير العام الجديد.

وفي النهاية، وإذا ما أخذنا بالحسبان النظرة السلبية التي ستوجه إلى مجلس الإدارة إذا ما فشل في التعاقد مع مدير عام بديل في الوقت المناسب، فإن من مصلحة أعضاء المجلس أن يضحوا بالمساومة الجدية إذا ما كانت ستقود إلى إيقاف عجلة الشركة، والموافقة على الترميمات التي يطالب بها المرشح لمنصب المدير العام تقل كثيراً من خطر المساس بمشاعر المرشح ودفعه إلى الانسحاب، كما تجنب المجلس أيضاً خطر الاتهام بأنه يتمدد بفرض شروط تعجيزية؛ وهي في ذلك تمثل الطريق الأسرع والأضمن لزيادة احتمال قبول المرشح بالعرض المقدم له. والمجلس لا يريد أن ينسب إليه إفساد الأمر عبر إضاعة الشخص الذي رأى المجلس ذاته أنه الأنسب لتولي مهام المدير العام في الشركة. وبالإضافة إلى ذلك فإن أعضاء المجلس يرغبون في إتمام عملية اختيار المدير العام الجديد بالسرعة الممكنة بغية تخفيف العبء الثقيل الملقى على عاتق المجلس. وفي الوقت ذاته فإن التكاليف التي قد يتحملها أعضاء المجلس في حال استسلامهم لمطالب الترميمات المفرطة التي يقدمها المرشح ضئيلة للغاية بالنظر إلى حصصهم المتواضعة من أسهم الشركة. وهكذا فإن أعضاء المجلس إذا ما تشبثوا بدور المساوم العنيد، يضمنون أنفسهم أمام أحد احتمالين: ربح ضئيل أو خسارة كبيرة. وبالمقابل فإن المرشح لمنصب المدير العام لديه كل الدوافع للصمود والإصرار على أجور أعلى وأقل حساسية للأداء طمعاً في ضمان حصوله على دخل مرتفع حتى إذا ما كان أداءه متواضعاً. كل هذه العوامل مجتمعة تعمل على ترجيح كفة المديرين العامين حتى لو كانوا جدداً غريبين عن الشركة.

حالات إقالة المديرين العامين (على ندرتها)

سجل تواتر حوادث إقالة المدير العام من قبل مجلس الإدارة ارتفاعاً ملحوظاً في تسعينيات القرن الماضي بالمقارنة مع العقود السالفة. وقد عزى ذلك إلى تنامي دور الأعضاء المستقلين في مجالس إدارة الشركات⁶⁵. وقد لقي توجه بعض مجالس الإدارة إلى التفكير في إقالة المدير العام بسبب ضعف أدائه قدراً كبيراً من الاهتمام بصفته يمثل مؤشراً قوياً على حدوث تطور حقيقي على صعيد حوكمة الشركات⁶⁶.

اعتبر منتقدو عملنا السابق، من أمثال هولمان جنكنس الصحفي الذي يكتب عموداً في مجلة وول ستريت جورنال، أن تنامي استعداد مجالس الإدارة لإقالة المديرين العامين يقيم

الدليل على أن المجالس تتعامل مع المديرين بالفضل على مطال ذراعها⁶⁷. فمجلس الإدارة الذي يذهب في تعامله مع المدير العام إلى حد التلويح بالإقالة قادر بالتأكيد، وفق حجة هؤلاء، على التفاوض بشأن التعويضات على مطال الذراع. غير أن ظاهرة إقالة المدير العام، أو دفعه إلى الاستقالة، عاجزة في حقيقة الأمر عن إقامة الدليل على التعامل على مطال الذراع بين المجلس والمدير.

إن من المهم أن نحفظ في الذاكرة أن تواتر حوادث الإقالة لا يزال ضعيفاً إلى أبعد الحدود. وقد بينت دراسة شملت أكثر من 1000 شركة أن نسبة المديرين العامين الذين استقالوا أو أرغموا على الاستقالة بسبب ضعف الأداء أثناء المدة الممتدة من 1993 وحتى 1999، كانت أقل من المائة في العام⁶⁸. كما كشفت دراسة أخرى عن أن إيرادات المديرين العامين في الشركات المسهمة العامة أقل حساسية للأداء على نحو واضح من إيرادات نظرائهم في الشركات التابعة⁶⁹. والمديرون العامين في الشركات المسهمة العامة ليسوا مهدين بخطر الإقالة إلا إذا كان أداءهم تيمساً للغاية أو إذا تعمد أحدهم إساءة استخدام سلطاته. فمجلس الإدارة لن يلجأ إلى اتخاذ إجراء كهذا إلا إذا تعرض لضغوط خارجية شديدة من النوع الذي يتولد نتيجة خطأ إداري جسهم وفاضح أو سلوك لا أخلاقي من جانب المدير العام.

وفضلاً عن ذلك فإن مجلس الإدارة يعمد في الحالات النادرة التي يطلب فيها من المدير العام تقديم استقالته إلى إغداق العطاءات المجانية على هذا الأخير ضمن ما يعرف باسم رزمة «مع السلامة» - مبالغ مالية ومكاسب وتسهيلات خارج إطار تعويضات إنهاء الخدمة المنصوص عليها في العقد - كي يكون الرحيل حلواً جميلاً. وسوف نأتي إلى مناقشة هذا النوع من العطاءات المجانية بشيء من التفصيل في الفصل 7. وسواء كانت تلك العطاءات المجانية ضرورية للتغلب على معارضة بعض أعضاء المجلس لأي إجراء من شأنه أن يؤدي المدير، أو كانت مجرد وسيلة لتهدئة النفوس وتجنيب المجلس بعض المضايقات التي قد يتعرض لها من جراء إقصاء المدير من منصبه، فإن تواتر استخدامها في الحالات التي يطلب فيها المجلس من المدير المغادرة يشير إلى أن أعضاء المجلس لا يتعاملون مع المدير العام على مطال الذراع.

حتى لو سلمنا جدلاً بأن مجالس الإدارة قادرة على اتخاذ قرارات مستقلة بشأن إقالة المديرين في حالات الأزمات، فإن هذا لا يعني بالضرورة أنها قد تتخذ قرارات مستقلة في الأحوال العادية عندما يتعلق الأمر بمهام اعتيادية من شاكلة ترتيبات الترميمات. عندما يكون أداء الشركة تميماً يتعرض أعضاء المجلس لضغوط خارجية متنامية تدفع بهم إلى إيجاد حل. قد يخشى أعضاء المجلس، إن هم ظلوا ساكنين ولم يفعلوا شيئاً، من أن ذلك قد يمد تصبيراً واضحاً عن أداء مهامهم. الأمر الذي قد يثير موجة من الانتقادات المحرجة في الأوساط المعنية، وربما ينتهي الأمر إلى تحديات انتخابية تهدد عضوية بعضهم. عندما يصل الأمر إلى حد تعرض مصالح أعضاء المجلس المباشرة للخطر، فإن دوافع هؤلاء إلى إقالة المدير العام قد تغلب بالفعل على العوامل الاجتماعية والنفسية وعلاقات الزمالة وغيرها من العوامل التي تدفع بهم في الأحوال العادية إلى الابتعاد عن كل ما من شأنه أن يفضب المدير العام. لكن خطر حدوث مثل تلك التطورات ضئيل جداً، إن لم يكن معدوماً، حين يقف المجلس أمام مسؤوليته الاعتيادية فيما يخص المصادقة على ترتيبات ترميمات لا يبدو عليها فرط السخاء على هذا النحو الفاضح.

تفاوت عمليات تحديد الأجر بين الأفضل والأسوأ

بالرغم من ابتعاد عملية تحديد الأجر عن المساومة على مطال الذراع في الغالبية العظمى من الشركات المسهمة العامة، فإن سير تلك العملية كان في بعض الشركات أفضل بوضوح منه في بعضها الآخر. فالعوامل العديدة التي تفرقل المساومة على مطال الذراع - نفوذ المديرين التنفيذيين فيما يخص تسمية أعضاء المجلس، صلاحيات المديرين في مكافأة الأعضاء الأكثر مرونة وتعاوناً، المؤثرات الاجتماعية والنفسية التي تدفع أعضاء مجالس الإدارة إلى محاباة المديرين، محدودية التكاليف التي يتحملها أعضاء المجلس أنفسهم من جراء محاباتهم المديرين التنفيذيين، وكذلك أيضاً العوز الذي يمانيه أعضاء المجلس في الوقت والمعلومة - هذه العوامل جميعها تتأرجح في شدتها من شركة إلى أخرى. وكلما كانت محصلة هذه العوامل مجتمعة أقوى وأشد، كان الانحراف عن المساومة على مطال الذراع أكبر وأكثر وضوحاً. في الفصل 6 سوف نأتي على مناقشة دلائل تشير بقوة إلى أن أجر

المدير العام تبلغ مستويات أعلى وتبدي حساسية أقل للآداء. كلما ازداد نفوذ المدير العام واتسعت سلطته على أعضاء مجلس الإدارة.

وبمثل ما تتباين درجة انحراف تعامل المجلس مع المدير عن منطلق مطالب الذراع بين شركة وأخرى، فإنها تخضع أيضاً لتطورات من نوع آخر يفرضها عامل الزمن، والحقيقة أن العوامل التي تمرقل التفاوض على مطالب الذراع تمثل إلى حد بعيد حصيلة جملة القواعد القانونية السارية والسياسات العملية التي تعتمدها الشركات، والقواعد والسياسات الراهنة جعلت أعضاء مجالس الإدارة عرضة لتأثير جملة من الحوافز والدوافع والعوامل التي تمنعهم من مساومة المديرين على مطالب الذراع بشأن الأجور.

لا شك في أن المستقبل قد يختلف عن الماضي، والواقع أن البعض يذهب إلى الاعتقاد بأن عملية تحديد الأجور، وإن كانت إلى اليوم لا تجسد مبدأ التفاوض على مطالب الذراع، لا بد لها من أن تتحرك بفعل شروط التسجيل الجديدة التي أقرتها أسواق الأوراق المالية في العام 2003، التي تقضي بتميز دور الأعضاء المستقلين في مجالس إدارة الشركات، لتقترب كثيراً في المستقبل المنظور من الصورة المثالية للتفاوض القائم على مبدأ مطالب الذراع. غير أننا نرى أن التعديلات التي أدخلت على شروط التسجيل في أسواق الأوراق المالية، كما أوضحنا سابقاً، سوف تضعف العوامل المختلفة التي دأبت إلى اليوم على دفع أعضاء المجلس إلى محاباة المديرين على حساب حملة الأسهم، لكنها لن تقوى على اجتثاث تلك العوامل.

بالرغم من التفسيرات التي أدخلت على شروط التسجيل فإن الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة سوف يجدون، كما في السابق، أن تجنب النزاع مع المدير العام يمثل الاستراتيجية الأكثر أماناً لضمان إعادة الانتخاب لعضوية جديدة في المجلس، وكذلك أيضاً للظفر بحصة من المكافآت التي يقدمها المدير العام عبر قنوات كثيرة ستبقى في جميع الأحوال تحت تصرفه، العوامل الاجتماعية والنفسية: كروابط الصداقة، والزمالة، والولاء، وروح الجماعة، ومشاعر الاحترام تجاه قائد الشركة، سوف تستمر جميعها في تحريك الكثيرين من أعضاء المجلس، ولن يكون هناك إلا القليل مما يحض أعضاء المجلس على مقاومة تلك الدوافع والتوجهات، طالما أن التكاليف الشخصية التي يتحملها أعضاء المجلس من جراء محاباتهم للمديرين باقية على ما هي عليه من الضالة والصفر.

لقد زعم خبراء حوكمة الشركات في كتاباتهم التي حملت تواريخ الردح الأخير من تسعينيات القرن الماضي أن تنامي غلبة الأعضاء المستقلين أثناء ذلك العقد قد حقق نجاحاً ملحوظاً على صعيد إعطاء المجلس دوراً أكثر فاعلية في مراقبة أداء المدير العام والإشراف عليه⁷⁰. غير أن الواقع يؤكد. كما رأينا سابقاً. أن مظاهر الانحراف عن منطق التفاوض على مطالب الذراع قد ظلت حاضرة بقوة. وباعتقادنا فإن التوقعات الحالية بأن شروط التسجيل الجديدة في أسواق الأوراق المالية من شأنها أن تعيد السيادة إلى منطق التفاوض على مطالب الذراع هي بدورها توقعات لا مسوغ لها ولا ضامن. في الفصلين 15 و 16 سوف نقترح بعض الإصلاحات القادرة على تقليص سلطة المديرين العامين على مجالس إدارة شركاتهم. أما هنا فلا يسمنا إلا أن نختم هذا الفصل بخلاصة مفادها أن تضاريس تمويلات المديرين التنفيذيين قد تأثرت كثيراً بسلطة المديرين العامين على أعضاء مجالس الإدارة. ولا بد لنا من تبني إصلاحات إضافية إذا ما أردنا لمعامل تلك التضاريس أن تمتق حقاً من قيود التأثير الشديد بنفوذ المديرين العامين.

3 قدرة المسهين المحدودة على التدخل

أعضاء مجلس الإدارة يتمنون بالقدرة والسلطة والصلاحيات الواسعة لصنع القرار بشأن تعويضات المديرين التنفيذيين.

محكمة ديلاوير العليا
بريم ف. ايسنر، 2000

بعد أن رأينا أن مجالس الإدارة لم تكن تتعامل مع المديرين التنفيذيين على مطال الذراع. تنتقل هنا إلى السؤال عما إذا كان هناك عوامل أخرى من شأنها أن تضطر مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين إلى تبني النوع ذاته من عقود الأجور المتوقع أن ينتج نظرياً من التفاوض على مطال الذراع.

وعلى وجه التحديد يمكن القول إن مساعي حملة الأسهم لتقييد ترتيبات تعويضات المديرين قد توزعت بين ثلاثة مسالك: (1) مقاضاة مجلس الإدارة: (2) التصويت ضد خطط التعويضات القائمة على خيارات الأسهم: (3) العمل على إصدار التوصيات التي تحمل اسم قرارات حملة الأسهم. وكما سنوضح في فقرات هذا الفصل فإن أياً من تلك السبل لم يفلح في تمكين حملة الأسهم من وضع قيود حقيقية على أجور المديرين.

المقاضاة

إننا ببساطة لا نعتقد بإمكانية معالجة المشكلات المتعلقة بتعويضات المديرين عبر القنوات القضائية. فالمحاكم بكل بساطة غير مؤهلة للبت في أهمية رزم التعويضات وسياسات الأجور المختلفة. إذا أردنا أن نفهم التضاريس الحالية لتعويضات المديرين فإن علينا أن نأخذ بالحسبان أن الهيئات القضائية قد دأبت في حقيقة الأمر على تجنب الدخول

في مناهات تصميم ترتيبات الأجور، وأن خيار اللجوء إلى القضاء لم يكن يوماً متاحاً على نحو فعلي أمام حملة الأسهم.

نظرياً يمكن لحملة الأسهم التوجه إلى القضاء للطمع في الجدوى الاقتصادية لرزم التمويضات المقدمة للمديرين باعتبارها تمثل تجاوزات يرتكبها أعضاء مجلس الإدارة والمديرون على حد سواء بحق واجباتهم الائتمانية تجاه حملة الأسهم. وإذا ما اضطرت المحكمة بوجه أو بأخر إلى الخوض في قضية من هذا القبيل، فإن من غير المتوقع على الإطلاق أن تقوم بإجراء مراجعة موضوعية دقيقة للاستحقاقات المالية الحقيقية المتضمنة في ترتيبات التمويضات. من الناحية العملية يمكن القول إن المراجعات القضائية قد عجزت دوماً عن فرض أي قيود فعلية على أجور المديرين. وبالفعل فقد كشفت دراسة أجريت في العام 1992 أن المحاكم في الغالبية العظمى من قضايا الشركات قد رفضت في نهاية المطاف مطالب حملة الأسهم الداعية إلى الانقلاب على قرارات اتخذتها مجالس الإدارة في بعض الشركات المسهمة العامة¹.

في ظل القاعدة القانونية السائدة التي تصرف باسم قاعدة أحكام العمل تأخذ المحاكم ببساطة بقرارات مجلس الإدارة، وترفض مراجعة الاستحقاقات الفعلية المتضمنة فيها، طالما أن تلك القرارات تستوفي جملة الشروط القانونية المطلوبة في عملية صنع القرار. في حالة تمويضات المديرين إذا كان اتفاق التمويضات مصدقاً من قبل أعضاء مستقلين (اسمياً) في مجلس الإدارة توافرت لديهم المعلومات اللازمة، فإن قرار أولئك الأعضاء يتمتع بالحصانة القانونية بموجب قاعدة أحكام العمل. وفضلاً عن ذلك فإن الهيئات القضائية لم تكن تدقق كثيراً في المعطيات التفصيلية لدى حكمها فيما إذا كانت عملية صنع القرار في مجلس الإدارة تحقق بالفعل الشروط القانونية المطلوبة، بل إن الهيئات القضائية قد أجازت على العموم الاستناد إلى الحصانة القانونية بموجب أحكام العمل لمجرد أن رزمة التمويضات قد تمت مناقشتها وتصديقها من قبل لجنة تمويضات مكونة من أعضاء مستقلين توافرت لديهم بعض المعطيات أو استمعوا إلى عرض قدمه بعض من خبراء التمويضات من داخل الشركة أو من خارجها.

طالما أن عملية صنع القرار تحقق تلك الشروط الميسرة فإن المحكمة سوف تبادر على العموم إلى الاستناد إلى قاعدة أحكام العمل، وسوف ترفض النظر في حجج الادعاء التي تقول إن رزمة التمويضات التي حظيت بتصديق المجلس كانت منافية للمنطق العقلائي. الحجة الوحيدة التي قد تبدي المحكمة استعداداً لسماعها هي أن رزمة التمويضات المعينة قد بلغت حداً من اللاعقلانية يمنع أي إنسان عاقل من الموافقة عليها، وأنها بذلك تمثل ببساطة «هدراً فاضحاً لموارد الشركة»². غير أن هذا المقياس يمثل، كما وصفته محكمة ديلاوير العليا، «اختباراً بالغ الصعوبة، يندر أن تجتمع خيوطه في يد فريق الادعاء من حملة الأسهم»³. وقد وصف أحد مشاهير القضاة القضايا التي يمكن فيها إثبات «الهدر» بأنها - شأنها شأن حوادث ظهور وحش بحيرة نيس - نادرة إلى الحد الذي يثير الشك في وجودها⁴.

لما كان من الممكن دائماً تقديم بعض الحجج للدفاع حتى عن أسوأ خطط التمويضات وأكثرها إضراراً بمصلحة الشركة. فإن تحقيق المعيار المطلوب لتدخل القضاء يمثل أمراً بالغ الصعوبة. وبالفعل فقد بنيت دراسة قام بها مارك لوفنشتاين أن محاكم الاستئناف لم تصدر في تاريخ قضايا الشركات المسهمة العامة قراراً واحداً تثبت فيه حكماً يقضي بتقليص حجم تمويضات الجهاز التنفيذي على أساس نظرية الهدر⁵.

وحرصاً على الشمولية ينبغي أن نلاحظ هنا أيضاً أن حملة الأسهم الراغبين في الطعن ببعض ترتيبات تمويضات المديرين يواجهون، بالإضافة إلى ما تقدم، جملة من الحواجز الإجرائية تجعلهم يجدون صعوبة بالغة حتى في إيصال ادعائهم المادي إلى أذان القضاة. فالتمويضات المفرطة لا تسبب ضرراً مباشراً لحملة الأسهم، وإنما تلحق بهم ضرراً غير مباشر عبر الإضرار بقيمة حصصهم من حقوق ملكية الشركة. في ظل قانون الشركات الراهن تنحصر صلاحيات حملة الأسهم في حالات كهذه بوجه عام في رفع ما يسمى «دعوى ثانوية» - دعوى مقدمة للقضاء نيابة عن الشركة. وحيث إن مجلس الإدارة، وليس حملة الأسهم، هو الجهة المخولة عموماً باتخاذ القرارات نيابة عن الشركة - بما في ذلك قرار رفع دعوى قضائية - فإن المحاكم قد فرضت تقييداً شديداً على قدرة المسهمين على متابعة مسيرة الدعوى الثانوية.

من القهود الإجرائية الرئيسية ما يعرف باسم «شرط الطلب». ومفاده إرغام حملة الأسهم على تقديم طلب رسمي إلى مجلس الإدارة لدراسة المشكلة ومعالجتها. قبل أن يسمح لهم برفع دعوى قضائية. وفي حال عدم تقديم هذا «الطلب» فإن من حق المجلس عموماً أن يصرف النظر عن القضية⁶.

إذا طلب المسهون من المجلس متابعة مشكلة التنازع، فإن المجلس يأخذ بزمام الدعوى القضائية وقد يقرر ببساطة إيقافها، فإذا ما أعطى المجلس الانطباع بأنه قد تصرف باستقلالية واهتم بدراسة الادعاء على نحو معقول، فإن المحكمة سوف تحترم قرار المجلس وتفلق ملف القضية، وسوف تنهي مفاخرة الدعوى القضائية بالعودة مجدداً إلى قرار الترمييزات الأصلي الصادر عن المجلس. وبالنتيجة فإن السبيل الوحيد الذي يتيح للمسهمين المضي قدماً في متابعة الدعوى هو الانتفاف على «شرط الطلب». والانتفاف على ذلك الشرط يقتضي أن ينجح المسهون في إقناع هيئة المحكمة بأن تقديم مثل ذلك الطلب إلى المجلس مسألة «عقيمة» لا طائل منها.

غير أن إثبات عدم جدوى «الطلب» يقتضي أن يقوم فريق الادعاء بتقديم حقائق تفصيلية دقيقة تثير شكوكاً حقيقية حول نزاهة أعضاء المجلس واستقلاليتهم. وهذا الشرط من الصعب تحقيقه، ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان أن فريق الادعاء في هذه المرحلة من مراحل الدعوى لم يحصل بمد على فرصة المطالبة بفتح تحقيق يتيح له الوصول إلى الوثائق ذات الصلة أو إلى أي إقرار رسمي من جانب المدعى عليهم.

وأخيراً، وحتى إذا ما نجح المسهون في الانتفاف على شرط الطلب عبر إثبات عدم جدوى الطلب، فإن مجلس الإدارة يحتفظ بحقه في تشكيل «لجنة مقاضاة خاصة» من أعضائه المستقلين للنظر فيما إذا كان استمرار الدعوى القضائية ينسجم مع «المصلحة العليا» للشركة. وإذا ما اقترحت اللجنة إيقاف الدعوى، فإن المحكمة غالباً ما سوف تحترم قرار اللجنة وتعلن إغلاق ملف الدعوى. وأجمالاً فإن على المسهمين التغلب على العديد من العراقيل الإجرائية قبل أن تقبل هيئة المحكمة الاستماع لادعاءاتهم بشأن ترمييزات المديرين. وحتى عندها يظل أمامهم مهمة الفوز في المعركة القانونية حول مشروعية الترمييزات

المتنازع عليها - وهي مهمة شبه مستحيلة بالنظر إلى الاحترام الذي يكنه القضاة لأحكام وقرارات أعضاء مجالس الإدارة فيما يتعلق بشؤون أعمال شركاتهم.

حظيت قضية شركة ديسني، التي تناقلتها محاكم ديلاوير أثناء الآونة الأخيرة، بقدر كبير من الاهتمام. وقد ذهب البعض إلى القول إن مجريات تلك القضية تبشر بتغير حقيقي في موقف القضاء من مسألة ترتيبات التعويضات⁷. تدور القضية حول ما يكل أولهتيز الذي غادر ديسني بعد أن شغل فيها منصب الرئاسة مدة تقل عن عام واحد. وبالرغم من إجماع الأوساط المعنية على وصف أداء أولهتيز بالبائس والخائب، فقد أدار هذا الأخير ظهره للشركة ومضى حاملاً في جعبته رزمة تعويضات قدرت قيمتها بأكثر من 100 مليون \$ بفضل الشروط المحففة التي ينص عليها بند الإقالة في عقد الاتفاق، التي تقصّل تعويضات الإقالة كلياً عن الأداء وتقدم بذلك مثلاً للحوافز العكسية. في ظل أحكام ذلك البند يحتفظ أولهتيز في حالة الإقالة، حتى لو كان السبب ضعف الأداء، بحقه في الحصول على كامل تعويضاته التي كان سيتقاضاها لو تسنى له البقاء في منصبه طوال المدة المنصوص عليها في العقد، ولا يخسر ذلك الحق إلا في حال ارتكابه «مخالفة قانونية، صريحة».

في بادئ الأمر أيدت محكمة ديلاوير العليا فرار محكمة البداية القاضي بعدم الاستماع إلى حجج الادعاء التي تصف رزمة تعويضات أولهتيز بأنها تضر بمصلحة الشركة عبر الحوافز العكسية التي تقدمها للرئيس. غير أن المحكمة العليا أعطت فريق الادعاء فرصة الرجوع إلى محكمة البداية وتقديم شكوى معدلة تقوم على أخطاء قانونية ارتكبها مجلس الإدارة في عملية تحديد التعويضات. وعندما قام فريق الادعاء بعدئذ بكشف بعض الحقائق التي تشير بقوة إلى أن لجنة التعويضات قد تصرفت بقدر فاضح من عدم المبالاة في تصابقها على رزمة التعويضات المتنازع عليها، قررت محكمة البداية إعادة النظر في القضية والسماح بمتابعتها. والقضية اليوم قيد البحث والتداول لدى الهيئات القضائية المختصة. وقد رأى الكثيرون في مجرد قبول المحكمة بمتابعة تلك القضية، بدلاً من مواجهتها بالرفض المبدئي المهود، نصراً عظيماً لفريق الادعاء من حملة الأسهم.

وعلى الرغم من أن عملية المقاضاة ربما تعيد لحملة أسهم شركة ديسني جزءاً من أموالهم المهدورة، إلا أنها في الحقيقة تسلط الضوء على الحدود الضيقة لهاמש تدخل

القضاء في المسائل الخلافية المتعلقة بالتعويضات. إننا لا نجد في مجريات القضية أي مؤشر حقيقي على استعداد الهيئات القضائية لراجعة الاستحقاقات المالية المتضمنة في ترتيبات التعويضات. والأنكى من ذلك أن القضية لم تحصل على فرصتها في الاستمرار والتقدم إلا بفضل ظروف فردية خاصة أكدت صدقية الادعاء بأن أعضاء مجلس الإدارة قد تصرفوا بقدر غير معقول من المبالاة. فقد قام فريق الادعاء من حملة أسهم ديسني بكشف حقائق تبين أن لجنة التعويضات قد صدقت برنامج التعويضات المتنازع عليه بعد بحث لم يستغرق سوى جزء صغير من اجتماع لم تتجاوز مدته الساعة الواحدة. وأن اللجنة قد اتخذت قرارها بالموافقة على ترتيبات التعويضات تلك دون الحصول سلفاً على أي معلومات ذات صلة بالموضوع أو أي توصيات من جانب خبراء التعويضات. حتى دون الاطلاع على مسودة الاتفاق. ومن المؤكد أن مجالس إدارة الشركات يمكنها أن تضمن مستقبلاً بكل سهولة عدم تكرار توافر مثل تلك الظروف الخاصة.

وهكذا فإن قضية ديسني تبين فقط أن الهيئات القضائية قد تبدي استعداداً للاستماع إلى دعوى قضائية ضد أعضاء مجلس الإدارة إذا ما عجز هؤلاء عن إبراز أي مستند ورقي يبين على الأقل حداً أدنى من الجدية وقدراً أدنى من المداولة والمشاورة في تعاملهم مع موضوع الخلاف. بمجرد أن تقوم لجنة التعويضات بإبراز ما يثبت أنها قد تلقت بعض المعلومات والمعلومات ذات الصلة بالموضوع وأمضت بعض الوقت في دراسة تلك المعلومات. لم تكن الهيئات القضائية لتبدي أي مؤشر يشير إلى استعدادها للتخلي عن موقفها الثابت (والمفهوم) الرائب عن تقييد صلاحيات أعضاء مجلس الإدارة في التكيف برزم التعويضات شكلاً ومضموناً.

التصويت على برامج الخيارات

في العام 2003، أقرت هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي إجراء تعديلات على القوانين الناظمة لأسواق الأوراق المالية تقتضي تصويت المسهمن على برامج التعويضات القائمة على خيارات الأسهم. عندئذ سوف يتسنى لعموم حملة الأسهم، على الأقل نظرياً، التأثير في تعويضات المديرين التنفيذيين عبر التصويت على برامج الخيارات.

غير أن حملة الأسهم كانوا يصوتون أصلاً على معظم برامج خيارات الأسهم. حتى قيل أن يكتسب التصويت على برامج الخيارات صفته الملزمة⁸. فقد كان لحملة الأسهم الحق في كثير من الحالات، بموجب قانون الشركات في الولاية المعنية أو بموجب القواعد القانونية لسوق الأوراق المالية المعنية، في التصويت على خطط التمويضات القائمة على حقوق الملكية بالموافقة أو الرفض. وحملة الأسهم في الشركات المسجلة في سوق نيويورك على سبيل المثال كانوا يتمتعون بحق التصويت على جميع برامج الخيارات. كذلك فإن قوانين الشركات في مختلف الولايات تشترط موافقة حملة الأسهم على أي تعديلات يراد إجراؤها على ميثاق الشركة، واعتماد بعض من خطط الخيارات يقتضي زيادة عدد الأسهم المرخصة في ميثاق الشركة. وأخيراً فإن أسواق الأوراق المالية كان لديها قبل تعديلات 2003، قواعدها القانونية التي تشترط موافقة حملة الأسهم على جميع خطط خيارات الأسهم التي تقتدر إلى بعض التفصيل أو الوضوح.

وحتى في الحالات التي لم تكن فيها الشركات ملزمة بطرح خطط الخيارات للتصويت عليها من قبل حملة الأسهم، فإن مجالس الإدارة كثيراً ما كانت تفعل ذلك طوعاً. إن الفقرة 162(m) من القانون الضريبي الأمريكي لا تجيز اقتطاع التمويضات التي تتجاوز مليون دولار في العام من الالتزامات الضريبية السنوية إلا إذا كانت تلك التمويضات قائمة على أساس الأداء. ومن شروط إقرار خطط التمويضات القائمة على أساس الأداء أن تحظى أولاً بموافقة حملة الأسهم. ومن هنا فإن مجالس الإدارة، في سعيها إلى الاحتفاظ بحقها في اقتطاع تمويضات المديرين من الالتزامات الضريبية المترتبة على الشركة، كثيراً ما كانت تسمح لحملة الأسهم بالتصويت على برامج الخيارات حتى في الحالات التي لم يكن التصويت فيها شرطاً ملزماً منصوصاً عليه في قانون الشركات أو في القواعد القانونية المعتمدة في سوق الأوراق المالية. وأخيراً فإن مجالس الإدارة كثيراً ما كانت تسعى إلى انتزاع تصديق حملة الأسهم على خطط الخيارات لما في ذلك من حصانة مضاعفة للمجلس في مواجهة أي دعاوى قضائية محتملة في المسائل الائتمانية ذات الصلة باستخدام التمويضات القائمة على خيارات الأسهم⁹.

ولسوء الحظ فإن تصويت المسهمن على خطط الخيارات لم يكن ليمثل عائقاً حقيقياً في وجه أشكال الانحراف عن منطق المساومة على مطال الذراع. في حالة المديرين الجدد لم تكن الخطط التي يصوت عليها المسهمن تتضمن عموماً أي تفصيل حول شكل أو بنية التمويضات التي سيتقاضاها مدير بعينه. بل كانت تقتصر عوضاً عن ذلك على عرض بعض المعاملات التي تحدد الإطار العام لاستخدام خيارات الأسهم كالمعد الكلي للخيارات التي يمكن تقديمها ضمن إطار الخطة على سبيل المثال. أي أن حملة الأسهم لم يكن بمقدورهم رفض أو تأييد رزمة أجور معينة مقدمة لمدير بعينه.

لا شك في أن حملة الأسهم كانوا قادرين على رفض خطة خيارات معينة للتعبير عن احتجاجهم على التمويضات غير المناسبة المقدمة للمدير العام. لكن لم يكن بمقدورهم البتة الاعتماد على حق الرفض ذلك في سعيهم إلى تحسين أحوالهم. عندما يكون تصديق المسهمن على خطة ما عاملاً حاسماً بالنسبة لمسألة استبقاء المدير في الشركة. فإن معارضة المسهمن لتلك الخطة من شأنها أن تقود بالفعل إلى إيقاع الشركة في أزمة إدارية. وبالإضافة إلى ذلك فإن فشل المجلس في الحصول على تصديق حملة الأسهم قد يدفع به إلى تقديم تمويضات إضافية بديلة قد تأخذ أشكالاً أقل جدوى وأكثر كلفة بالنسبة لحملة الأسهم. يمكن للمجلس أن يتحول ببساطة من خيارات الأسهم إلى ترميحات أخرى مشابهة لها لكنها لا تقتضي إصدار سندات مالية فعلية. كحقوق تقدير ورفع قيمة الأسهم على سبيل المثال. هذه الحقوق تضمن للمديرين الحصول مستقبلاً على أجور نقدية تستند إلى تقديراتهم الشخصية لقيمة أسهم الشركة. وربما يلجأ المجلس إلى بدائل أكثر سوءاً ويعرض على المديرين تمويضات مستقلة تماماً عن حقوق الملكية. من شائكة خطط المكافآت النقدية الاستثنائية الضخمة مثلاً وهذا النوع من خطط التمويضات. كما سوف نوضح في الفصل 10 من الكتاب. كثيراً ما يكون مقصوداً عن الأداء إلى حد بعيد.

وفضلاً عن ذلك. وفي الحالات التي تكون فيها موافقة حملة الأسهم مطلوبة في المقام الأول من أجل تمكين الشركة من الاستفادة من إمكانية الاقتطاع الضريبي. فإن حملة الأسهم سيمن دون كمن يتعمد إيذاء نفسه بنفسه إذا ما بادروا إلى رفض خطة الخيارات المعنية. فقدررة مجلس الإدارة على إقرار خطط الخيارات لن تتأثر في هذه الحالة بنتيجة التصويت.

وكل ما هنالك أن المساهمين سيكونون قد فوتوا على شركتهم ببساطة فرصة الاستفادة من الخصم الضريبي. وبالفعل فإن المواد الدعائية التي دأبت الشركات على توزيعها ضمن إطار حملات التصويت في مثل تلك الحالات قد عنيت عموماً بلفت انتباه حملة الأسهم إلى أن مجلس الإدارة قد يمضي قدماً في اعتماد خطط الخيارات المتنازع عليها دون موافقتهم إذا ما اقتضى الأمر. كما أن المستثمرين المؤسساتيين قد بنوا حساباتهم في تلك الحالات بصورة عامة على أن مجلس الإدارة كان جاداً في تلويحه بإقرار خطط الخيارات دون موافقة المساهمين¹⁰. واليوم وقد باتت موافقة المساهمين شرطاً ملزماً بالنسبة لمعظم خطط الخيارات. فإن الشركات لن يكون بإمكانها الاستمرار في التهديد بإقرار خطط الخيارات دون موافقة المساهمين. غير أن المساهمين سوف يظل لديهم على كل حال ما يشغلهم من الهموم بشأن احتمال تحول مجلس الإدارة إلى تقديم جوائز ترضية للمديرين عبر عروض التمويضات السخية غير القائمة على خيارات الأسهم التي قد تحمل حملة الأسهم خسائر أكبر ولا سيما إذا ما نظرنا إلى التكلفة النهائية بعد احتساب الضريبة أو إلى التكاليف الإضافية التي تترتب على تقديم حوافز بديلة.

ومن المفيد أن نلاحظ هنا أيضاً أن عمليات التصويت الحالية في الشركات المسهمة العامة تخفي بين طياتها العديد من عوامل الانحياز التي ترجع جميعها كفة المشروعات التي تحظى بدعم الجهاز التنفيذي في الشركة. فبالنظر إلى صعوبة تنظيم أي مبادرة على نحو جماعي يمكن الجزم بأن من غير المجدي بالنسبة لأي من حملة الأسهم أن يفكر في بذل قدر كبير من الجهد والمال في إدارة حملة ضد خطة الخيارات التي يقترحها المجلس. وخلافاً لذلك فإن الشركة تغطي بالمقابل مختلف أشكال التكاليف التي تترتب على حملة اجتذاب الأصوات لصالح مشروع المجلس.

وهضلاً عن ذلك فقد كان بإمكان المديرين التنفيذيين في جميع الأحوال الاعتماد على أصوات أخرى لم تقصر يوماً عن الانضمام إلى أصواتهم. هناك شركات كثيرة تعتمد ما يعرف بخطة تمليك الأسهم للعاملين، والموظف الذي تعينه إدارة الشركة قيماً على تلك الأسهم، والذي يملك صلاحية التصويت عن تلك الأسهم، من المتوقع أن يعمل بوجه عام إلى التصويت لصالح المشروعات المدعومة من قبل الجهاز التنفيذي. وبالإضافة إلى ذلك، وكما

بات اليوم معروفاً على نطاق واسع، فإن أصوات بعض المستثمرين المؤسساتيين كانت بدورها منحازة بوضوح لصالح الجهاز التنفيذي¹¹. فالكثير من المؤسسات الاستثمارية، بما فيها مؤسسات التأمين والصناديق التعاونية والمصارف وغيرها، كانت مرتبطة بصفقات عمل، أو تأمل بالدخول في صفقات عمل مع الشركة، كأن تتولى إدارة الحسابات التقاعدية للمعاملين في الشركة على سبيل المثال. ومن هنا فإن تلك المؤسسات كانت لديها مصلحة واضحة في الحفاظ على علاقات طيبة مع الجهاز التنفيذي في الشركة. وبالفعل فإن الأرقام تؤكد وجود تناسب واضح بين متانة العلاقات العمل التي تربط الشركة بالمؤسسات الاستثمارية الحاملة لأسهمها من جهة، وحجم تعويضات المدير العام للشركة من جهة ثانية¹².

بالنظر إلى أن كلاً من المؤسسات المالية الاستثمارية تدرك تماماً أن أصواتها لن يكون لها على الأرجح ذلك الدور الحاسم في تحديد نتيجة التصويت، وأن المكاسب المتوخاة من التصويت لصالح التعويضات المجدية والفاعلة سوف تتوزع على جميع المؤسسات الاستثمارية الحاملة لأسهم الشركة ولن ينال المؤسسة ذاتها إلا النزر اليسير منها، نجد أن من الطبيعي أن تبني المؤسسات المالية الاستثمارية قرارها بشأن التصويت في المقام الأول على أساس مصالحها الخاصة المتعلقة بصفقات العمل الأخرى التي تربطها بالشركة. وقد حظيت هذه المشكلة باهتمام كبير من قبل الأوساط المعنية في سياق اندماج شركتي إتش بي و كومباك في العام 2002. في تلك القضية ارتفعت أصوات كثيرة تنهم المصرف الألماني دويتشه بنك بأنه قد وظف ما في جيبته من الأصوات في دعم ومحاباة الجهاز التنفيذي وذلك حرصاً منه على حماية الصفقات الكبيرة التي تربطه بالشركة¹³. ولما كانت مسألة تعويضات المديرين لها مكانتها الخاصة في قلب الجهاز التنفيذي، والتصويت ضد خطط التعويضات التي يقترحها المجلس لن يقدم في أحسن الأحوال إلا فوائد محدودة لحملة الأسهم بمن فيهم المستثمرون المؤسساتيون، فإن من غير المتوقع أن تعمد إحدى المؤسسات الاستثمارية إلى التصويت ضد خطط خيارات الأسهم التي تحظى بدعم الجهاز التنفيذي في الشركة.

لغاية العام 2003، كان بإمكان المديرين الاعتماد أيضاً على تأييد وسطاء السوق لمشروعاتهم في عمليات التصويت على نوع معين من خطط الخيارات - وتحديد الخطط التي لا تتضمن أكثر من 5 بالمائة من أسهم الشركة المطروحة للتداول في السوق¹⁴. كانت

قوانين أسواق الأوراق المالية تجيز للوسطاء (السماسرة) التصويت عن أسهم زبانتهم فيما يخص ذلك النوع من خطط الخيارات وغيرها من المقترحات، الروتينية، المقدمة من قبل الجهاز التنفيذي، شريطة ألا يتعارض تصويت الوسيط مع توجيهات الزبائن إن كان هؤلاء قد أعطوا توجيهات محددة بشأن التصويت. وقد كانت النتيجة أن الوسطاء قد استأثروا عادة بأصوات 10 - 15 بالمئة من الأسهم المتداولة، وأن أصواتهم قد ذهبت على نحو كلي تقريباً إلى مساندة مشروعات الجهاز التنفيذي¹⁵. وقد خلص باحثان عنياً بدراسة مسألة تصويت الوسطاء إلى تقديرات تعيد بأن الوسطاء قد كان لهم الصوت المرجح في نحو 12 بالمئة من عمليات التصويت على المشروعات الروتينية المتعلقة بخطط خيارات الأسهم¹⁶. في العام 2003، أقرت هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي تغييرات في القواعد الناظمة لمسألة تصويت الوسطاء من شأنها حظر تصويت الوسطاء فعلياً في جميع أسواق الأوراق المالية الرئيسية في مختلف القضايا ذات الصلة بخطط التمويضات القائمة على حقوق الملكية¹⁷. وهكذا فإن المديرين سيظل بمقدورهم في المستقبل الاعتماد على أصوات القيمين على برامج تمليك الأسهم للعاملين، وكذلك أيضاً على أصوات المستثمرين المؤسساتيين، في دعم وتأييد مشروعاتهم بشأن خطط خيارات الأسهم، لكنهم سوف يخسرون أصوات الوسطاء.

وفي تناغم تام مع ما تقدم من تحليل نجد أن خطط الخيارات التي فشلت في الحصول على موافقة حملة الأسهم لا تتجاوز 1 بالمئة من مجمل خطط الخيارات التي طرحت للتصويت عبر تاريخ الشركات المسهمة العامة¹⁸. ومن هنا فإن تصويت حملة الأسهم على خطط الخيارات لم يفرض على ترتيبات التمويضات إلا شكلاً ضعيفاً من أشكال التقييد. وعلى الرغم من الشروط الجديدة والمتنصوص عليها في التعديلات التي اعتمدها أسواق الأوراق المالية أخيراً من شأنها أن تعزز ذلك التقييد إلى حد ما. فإن تصويت المسهمين سوف يبقى على الأرجح أضعف كثيراً من أن يقوى على الوقوف في وجه ظواهر الانحراف بعيداً عن الترتيبات المتوقعة بلوغها في مساومات قائمة على مطال الذراع.

التصويت على قرارات التوصية

بالإضافة إلى حقهم في التصويت على بعض خطط الخيارات يتمتع حملة الأسهم أيضاً بحق إطلاق المبادرات لصياغة قرارات التوصية بشأن مختلف القضايا التي تمس مصلحة

الشركة وطرحها للتصويت عليها من قبل عموم المسهمن. (يطلق على هذه القرارات اسم قرارات «التوصية» لأنها ليست ملزمة لمجلس الإدارة حتى لو حظيت بتأييد غالبية أصوات حملة الأسهم) وقد تركز قسم كبير من تلك القرارات حول مسألة تمويضات المديرين. تبين دراسة قامت بها شركة غيورغسن شير هولدر المختصة بتنظيم حملات اجتذاب الأصوات في المناقشات الانتخابية وعمليات التصويت أن 40 بالمئة من أصل 427 قراراً من قرارات التوصية المتعلقة بحوكمة الشركات، التي انبثقت جميعها عن مبادرات حملة الأسهم وطرحت للتصويت في العام 2003، قد عنيت بمعالجة مسائل متعلقة بالتمويضات¹⁹.

حتى مدة ليست بالبعيدة كان معظم قرارات التوصية المتعلقة بتمويضات المديرين من صنع بعض النشطاء الاجتماعيين أو النقابيين. وقد دعا جزء كبير من تلك القرارات إلى اتخاذ تدابير حدية عنيفة من شاكلة تحديد سقف منخفضة لأجور المديرين، أو إلغاء العمل بخيارات الأسهم. وبالنظر إلى أن ذلك النوع من التدابير الحدية لم يلق أي استحسان لدى المستثمرين المؤسساتيين، فإن من غير المستغرب أن قرارات التوصية المتعلقة بتمويضات المديرين لم تحظ عموماً إلا بقدر قليل من الدعم²⁰. غير أن السنوات الأخيرة قد شهدت أعداداً متزايدة من قرارات التوصية التي تطالب بتغييرات تلائم توجهات المستثمرين المؤسساتيين، كاقترح احتساب خيارات الأسهم في الموازنة على سبيل المثال. وقد حظيت تلك المقترحات بقدر لا بأس به من الدعم²¹.

لقد نجحت قرارات حملة الأسهم المتعلقة بتمويضات المديرين، حتى في الحالات التي فشلت فيها في اجتذاب غالبية الأصوات، في الضغط على مجالس الإدارة عبر توجيه أنظار المسهمن والأوساط المعنية إلى مواقع الخلل في مسألة أجور المديرين، ولا شك في أن توصيات حملة الأسهم تلك تسهم على نحو جدي في تعزيز أثر «دافع تجنب السخط» الذي من شأنه أن يحد من ظواهر الابتعاد عن ترتيبات التمويضات المجدية المنسجمة مع مبدأ التعاقد على مطال الذراع، والقرارات التي حظيت بتأييد الغالبية العظمى من حملة الأسهم كانت بطبيعة الحال الأكثر فاعلية في الضغط على مجالس الإدارة.

غير أن التصويت على مثل تلك القرارات، وكذلك أيضاً على خطط الخيارات، لا يمكن أن يشكل عائقاً حقيقياً يمنع مجالس الإدارة من الانحراف بعيداً عن منطق العاقد على

مطال الذراع. والمشكلة الأساسية تكمن في أن تلك القرارات لن تستطيع أن تفرض إلا تقييداً طفيفاً فقط على صلاحيات المجلس طالما أنها تحمل صفة التوصيات غير الملزمة. وفي الحقيقة فإن مجالس الإدارة لا تميل على العموم إلى الأخذ بقرارات التوصية حتى لو حظيت بتأييد غالبية حملة الأسهم²². ومن المؤكد أن توصيات حملة الأسهم لن تفلح في تشكيل تقييد فعلي لحرية المجلس إلا إذا أعطي حملة الأسهم صلاحية تبني القرارات الملزمة للمجلس. الأمر الذي يجسد واحداً من الإصلاحات الضرورية التي ندعو إليها في الفصل 16 من هذا الكتاب.

4) حدود قوى السوق

القوى والذوابع الحاضرة بطبيعة الحال في الأسواق الحالية تدفع بالمديرين إلى التصرف على نحو يخدم مصالح حملة الأسهم.

القاضي (والأستاذ السابق في كلية الحقوق في
جامعة شيكاغو) فرانك إيستبروك، 1984

رأينا فيما تقدم أن مجالس الإدارة لم تكن تساوّم المديرين على مطال ذراعها، وأن حملة الأسهم يفتقرون إلى السلطة اللازمة لدفع مجالس الإدارة إلى تبني الترتيبات القائمة على مطال الذراع. وسنبحث الآن فيما إذا كان بمقدور قوى السوق أن تمارس على الشركات الضغط اللازم لإرغامها على اتباع سياسات تقود في نهاية المطاف إلى الترتيبات ذاتها المرجوة من سياسة مطال الذراع. والواقع أن واحدة من المدارس الفكرية المهمة تصر على التمسك بالفرضية التي تقول إن قوى السوق - سوق الكوادر الإدارية، وبورصة حكم الشركات، وسوق رأس المال، وسوق المنتجات - تعمل على نحو فاعل على تحقيق التناغم بين مصالح المديرين ومصالح حملة الأسهم. تقترن رؤية مدرسة شيكاغو هذه بأعمال أساتذة كبار في القانون مثل فرانك إيستبروك و دانييل فيشل، وخبراء كبار في الاقتصاد المالي مثل بوجين فاما¹. إننا نتفق مع هذه الرؤية في أن قوى السوق من شأنها أن تفرض جهوداً معينة على تعويضات المديرين، لكننا نعتقد أن تلك الجهود بعيدة كل البعد عن الدرجة المطلوبة من الشدة والحزم الكفيلة لمنع ترتيبات التعويضات من الانحراف كثيراً عن الترتيبات المرجوة من التعاقد على مطال الذراع.

في عمل سابق كان أحد مؤلفي الكتاب قد بين أن قوى السوق قادرة بالفعل على تصويب الأخطاء الإدارية فيما يخص بعضاً من قرارات الجهاز التنفيذي، ولكن ليس جميع تلك

القرارات. وعلى وجه الخصوص فإن أليات السوق لا تقوى على منع المديرين من استغلال الفرص للقيام بأعمال تطوي على إعادة توزيع واضحة، لموارد الشركة - أعمال تقدم للمديرين فوائد لا تقل قيمتها كثيراً عن قيمة الخسائر التي تلحقها بحملة الأسهم². في حالات كتلك يمكن القول إن الفائدة التي يجنيها المدير من أعمال إعادة التوزيع تفوق على الغالب بوضوح العقوبة التي تفرضها عليه قوى السوق من جراء ما تسبب به من تراجع في قيمة أسهم الشركة. يجسد انتزاع التمويضات المرتفعة مثلاً أولياً من أمثلة عمليات إعادة التوزيع الفعلية. تتسم المكاسب التي يحصل عليها المدير هنا بأنها مكاسب مباشرة وقد تبلغ حداً كبيراً من الضخامة. ومن هنا فإن ترتيبات التمويضات التي تطوي على معاباة واضحة للمديرين تجسد ذلك النوع من الأخطاء الذي يصعب على قوى السوق تصويبه. وسنناقش فيما يلي كلاً من قوى السوق ونوضح لماذا لا نتوقع لها أن تفرض قيوداً صارمة على أجور المديرين.

سوق عمل المديرين

يتأثر سلوك الموظفين عادة - كبار المديرين هم في نهاية الأمر أيضاً موظفون - بسوق العمل. وأداء الموظفين الجهد قد يكافأ بالترقية ضمن صفوف الشركة أو بعرض أكثر جاذبية للالتحاق بشركة أخرى. أما الأداء السيئ فقد يقود إلى الإقالة.

ولكن في حالة المدير العام فإن الترقية الداخلية ضمن حدود الشركة التي يترأسها أمر غير ممكن. هناك دوماً فرصة للحصول على ترقية خارجية - عبر الحصول على موقع الرئاسة في شركة أضخم أو أكثر شهرة - غير أن الواقع يؤكد أن منصب المدير العام غالباً ما يتم شغله من داخل صفوف الكوادر العاملة في الشركة³. والغالبية العظمى من المديرين العاملين لا يتبوؤون منصب المدير العام عبر سيرتهم المهنية إلا في شركة واحدة فقط⁴.

وفي جميع الأحوال فإن احتمال الترقية الخارجية يتعلق بالمستوى الكلي لأداء المدير العام وليس برزمة الأجور التي يحصل عليها. وإمكانية الحصول على عقد أفضل في شركة أخرى من غير المتوقع أن تمنع المدير العام من السعي إلى انتزاع أجور أكثر ارتفاعاً وأقل حساسية للأداء. على الأقل طالما أن رزمة الأجور لا تتجاوز بوضوح هامش ما هو مألوف

ومقبول. وبالفعل فإن الأجور الابتدائية التي يحصل عليها المديرين لدى انتقالهم إلى شركة جديدة تبدي ترابطاً قوياً مع قيمة الخيارات غير المستحقة والأسهم المقيدة التي يخلّفونها وراءهم⁵. وأفاق الوصول إلى مناصب أكثر أهمية في شركات أخرى. إن كان لها أن تؤثر في دوافع المديرين للاستئثار بترتيبات أجور سخية تتطوي على قدر كبير من المحاباة، فهي بلا شك تقوي تلك الدوافع أكثر مما تضعفها.

كذلك فإن الخوف من الإقالة لا يقوى على الحد من سمي المديرين العامين إلى الاستئثار بترتيبات أجور تحمل أكبر قدر ممكن من المحاباة. حوادث إقالة المديرين العامين نادرة جداً، وخطر الإقالة يتوقف بالدرجة الأولى على المستوى العام لأداء الشركة وليس على طبعية رزمة الأجور التي يسمي المدير إلى الحصول عليها.

وأخيراً فإن هناك عاملاً آخر من العوامل المهمة على صعيد سوق العمل، يمتد بأنه قادر على أن يتسبب المديرين عن القيام بأي عمل من شأنه أن يسبب هبوطاً في قيمة رأس المال المسهم. وهذا العامل هو تعويضات المدير بعد ذاتها. فأي انخفاض في قيمة رأس المال المسهم يعني بطبيعة الحال انخفاضاً في قيمة الأسهم والخيارات المقدمة للمدير كجزء من تعويضاته. لا شك أن التعويضات القائمة على حقوق الملكية قد تتسبب المديرين فعلاً عن اتخاذ بعض الخطوات التي تحمل لهم مكاسب شخصية صغيرة بالمقارنة مع ما تحمله من خسائر للشركة. غير أن المكاسب المباشرة التي يجنيها المديرين من زيادة أجورهم قد تكون أكبر كثيراً من الخسائر التي قد تترتب على انخفاض قيمة ما يملكونه من الأسهم والخيارات.

تبين الدراسات أن الأسهم والخيارات التي يملكها المدير العام وسطياً تقود إلى زيادة ثروة هذا الأخير بنسبة تقارب الواحد بالمئة من أي زيادة تطرأ على القيمة السوقية لأسهم حقوق ملكية الشركة⁶. لتأخذ مثلاً مديراً عاماً في شركة متوسطة يفكر في أمر المطالبة بتعويض إضلاله يقدم له 10 ملايين \$ ويكلف الشركة بالمقابل. نظراً لضعف الحوافز المتضمنة في الترتيب الناظم لذلك التعويض، هبوطاً في قيمة رأس المال المسهم بمقدار 100 مليون \$. إن ترتيب التعويض الإضلاله سوف يقدم للمدير والحالة هذه 10 ملايين \$ إضافية مقابل خفض قيمة ما يملكه المدير من الأسهم والخيارات بمقدار 1 مليون \$. أي إنه يضع بين يدي المدير

ربحاً صافياً مقداره 9 ملايين \$. وكما يتضح من هذا المثال فإن رصيد المديرين من الأسهم والخيارات ليس كافياً لثني هؤلاء عن السعي دوماً وراء الترتيبات التي تقدم تعويضات أكثر ارتفاعاً وأقل جدوى - نظراً لضعف الرابط بين الأجر والأداء.

بورصة حكم الشركات

كثيراً ما يجري تصوير بورصة حكم الشركات على أنها تمثل آلية مهمة للتقريب بين مصالح المديرين ومصالح حملة الأسهم⁷. نظرياً يمكن القول إن الشركة التي يعاني سعر أسهمها بعض الهبوط تصعب بطبيعة الحال أكثر عرضة لمحاولات الاستيلاء العدوانية التي قد تقود إلى تغيير المدير العام وطاقم مجلس الإدارة بأكمله. أو قد يتعرض أصحاب المناصب بدلاً من ذلك لخطر الاستبدال عبر المناقصات الانتخابية. والخوف من الاستيلاء العدواني أو التحديات الانتخابية، كما يقول أصحاب تلك الحجة، لا بد أن يضطر المديرين وأعضاء مجالس الإدارة إلى إبداع ترتيبات أجور تضمن تعظيم قيمة رأس المال المسهم.

غير أن الخوف من تحديات الصراع على مقاليد الشركة لم يكن يوماً مرجعاً لثني المديرين عن السعي إلى الحصول على تعويضات أكثر ارتفاعاً. وذلك لأن القوانين وترتيبات التعاقد قد حرمت دوماً على تزويد أصحاب المناصب بقدر كبير من الحصانة ضد أخطار الإقالة أو الاستبدال. وكما ذكرنا سابقاً فإن التحديات الخارجية عبر المناقصات الانتخابية نادرة إلى أبعد الحدود. أما محاولات الشراء العدوانية فقد كانت أكثر حضوراً، بيد أنها قد واجهت على الدوام دفاعات مضادة بالغة القوة.

وقد تجسدت وسيلة الدفاع الأكثر أهمية وفاعلية في البنية المرحلية لمجلس الإدارة، التي تمثل بعد ذاتها ترتيباً كفيلاً بمنع الشاري الدخيل من فرض سيطرته على نحو فعلي قبل مضي عام على الأقل على عملية الشراء. وتبعاً لدراسة قام بها جون كوتس و غوهان سبرامانين بالتعاون مع واحد من مؤلفي الكتاب فإن البنية المرحلية تمثل البنية المعتمدة لمجالس الإدارة في غالبية الشركات المسهمة العامة. ومجالس الإدارة ذات البنية المرحلية تمكن المديرين أصحاب المناصب في الكثير من الحالات من إفضال محاولات الشراء الخارجية، التي تحظى عادة باستحسان حملة الأسهم⁸. تبين الدراسة أن نسبة الشركات

التي تلقت عروض استيلاء عدوانية أثناء النصف الثاني من تسعينيات القرن الفائت لا تتجاوز 1 بالمائة فقط من عموم الشركات المسهمة العامة. وفضلاً عن ذلك فإن معظم الشركات التي تلقت عروض استيلاء عدوانية قد تمكنت من الحفاظ على استقلالها. أو قبلت في نهاية المطاف واحداً من عروض الضم الصديقة البديلة. وقد كان على الشاري المصادي. إذا ما أراد التقلب على المقاومة الشرسة التي يديرها أصحاب المناصب. أن يقدم علاوة وسطية بمقدار 40 بالمائة. وهكذا فإن بورصة حكم الشركات قد ضمنت للمديرين في حقيقة الأمر قدرأ كبيراً من السيادة.

وفضلاً عن ذلك فإن أصحاب المناصب المقالين في عملية الاستيلاء العدواني الناجحة. التي تمثل واقعة نادرة الحدوث. لا يفادرون الشركة بأيدٍ خاوية. فعملية الاستيلاء الناجحة. كما سوف نوضح في الفصل 7. كثيراً ما تعني هبوطاً ذهبياً سخياً وأمناً ومكاسب أخرى عديدة لمديرين الشركة المغادرين⁹. وقد أسهم ذلك الهبوط اللطيف. والذي يصرف باسم «المظلة الذهبية». بدوره أيضاً في إضعاف قوة الضبط والتأديب المتوخاة من محاولات الاستيلاء.

وفضلاً عن ذلك. وحتى إذا سلمنا بأن عمليات الاستيلاء تمثل احتمالاً واقعياً وباهظ التكاليف. فإن المكاسب التي يجنيها المدير العام من ترتيبات الأجور المعايية من شأنها أن تتجاوز بسهولة أي تكاليف قد تترتب على زيادة احتمال تحديثات الصراع على مقاليد الشركة الناجمة عن تلك الترتيبات. لننظر مثلاً في محاولة يطمح عبرها المديرون في شركة تبلغ ثروتها 10 مليارات \$ إلى تحقيق زيادة في تمويضاتهم الحالية بمقدار 100 مليون \$. ولنفترض أن هذه الزيادة سوف تؤثر سلباً على الحوافز وتؤدي بذلك إلى تراجع إجمالي في ثروة الشركة مقداره 250 مليون \$. من الواضح في هذا المثال أن الفائدة المباشرة التي يطمح إليها المديرون من زيادة إجمالي تمويضاتهم بمقدار 100 مليون \$ ستكون فائدة كبيرة جداً. وخلافاً لذلك فإن زيادة خطر الاستيلاء الخارجي من جرأ تراجع ثروة الشركة بمقدار 2.5 بالمائة ستكون على الغالب محدودة جداً. وفي الواقع فقد كشفت دراسة قام بها آنب أغراوال و رالف ووكغ النقباب عن أن الشركات التي يحصل مديروها على أجور مفرطة بالمقارنة مع نظرائهم في شركات القطاع الأخرى ليست بالضرورة أكثر عرضة لخطر عمليات الاستيلاء¹⁰.

من المؤكد أن بورصة حكم الشركات من شأنها أن تفرض نوعاً من التكاليف على المديرين إذا ما افتضح أمر رزم أجورهم على أنها ضارة جداً بمصالح حملة الأسهم. فمقد نقطة معينة قد يبلغ حملة الأسهم حداً كافياً من السخط والاستياء يفهمهم إلى تأييد بعض المنافسين الخارجيين في الصراع على مقاليد إدارة الشركة. وفي الواقع، وكما سوف تناقش في الفصل 6، فإن المديرين العامين في الشركات الأقل منعة في وجه محاولات الاستيلاء يحصلون على رزم تمويزات أصغر وأكثر حساسية للأداء بالمقارنة مع رزم التمويزات التي يحصل عليها نظر الأهم في الشركات الأكثر منعة. ومن هنا فإن خطر الاستيلاء قد كان له بالفعل بعض الأثر في تمويزات المديرين. غير أن النقطة الأهم هي أن بورصة حكم الشركات في حالها الراهنة ليست قادرة على فرض قيود حقيقية على تمويزات المديرين، وهي تسمح بكل بساطة بالانحراف بمبدأ عن منطلق التعاقد على مطال الذراع.

بورصة رأس المال الإضافي

هناك منبع آخر من منابع الالتزام يتجسد في حقيقة أن الشركة قد تحتاج يوماً إلى خلق رأس مال إضافي عن طريق بورصة حقوق الملكية: إذ إن التبصر في احتمال لجوء الشركة يوماً إلى بيع أسهم إضافية للموم من شأنه أن يدفع بمجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين إلى اعتماد سياسة ضبط النفس وتبني ترتيبات أجور لا تبتمد كثيراً عن تلك التي نتوخاها من التعاقد على مطال الذراع. غير أن الواقع يقول إن الشركات لا تلجأ إلى بورصة حقوق الملكية لخلق رأس مال إضافي إلا نادراً جداً. فالمصدر الرئيس لرأس المال في الشركات المسهمة العامة يتجسد في الإيرادات المحتجزة، وفي المرتبة الثانية تأتي الاستدانة. أما حقوق الملكية فتأتي ثالثاً ويفارق كبير عن المصدرين السابقين¹¹.

وحتى إذا سلمنا جداً بوجود حالات تكون فيها بورصة حقوق الملكية وسيلة التمويل الوحيدة الممكنة، فإن غياب التعاقد على مطال الذراع فيما يخص تمويزات المديرين لن يعد من قدرة الشركة على ولوج بورصة الملكية والإفادة منها كوسيلة لخلق رأس المال. إن تمويزات المديرين المفرطة لا تلغي حقوق الملكية كوسيلة للتمويل، وإنما ترفع فقط تكلفة استخدامها: ترتيبات التمويزات غير المجدية تؤثر سلباً في قيمة رأس مال الشركة، وتخفف بذلك الثمن

الذي يدفعه المستثمرون لقاء الأسهم الجديدة التي تطرحها الشركة في البورصة. وهكذا فإن الشركة سوف تضطر إلى إصدار مزيد من الأسهم لتأمين رأس المال الإضافي المطلوب، لكنها لن تخسر فرصة الإفادة من بورصة الملكية كوسيلة للحصول على تمويل إضافي.

لا شك في أن إصدار أسهم جديدة بسعر منخفض سوف يضر بقيمة ممتلكات جميع حملة الأسهم الحاليين بمن فيهم المديرون أنفسهم. لكن المديرين، كما ذكرنا سابقاً، لا يملكون إلا جزءاً صغيراً من أسهم الشركة، وهم بذلك لن يتحملوا إلا قدرأ صغيراً من الخسائر المترتبة على انخفاض قيمة الأسهم الأصلية. وعلى الغالب فإن الخسارة التي قد يتحملها المديرون في حالة كهذه ستظل أصغر جداً من أن تمثل رادعاً حقيقياً قادراً على تثبيهم عن السعي وراء المكاسب المباشرة التي تضمنها لهم ترتيبات التمويضات المعايية¹².

سوق المنتجات

دعونا نبحث أخيراً فيما إذا كان التنافس في سوق بيع المنتجات يفرض بالفعل قيوداً حقيقية على تمويضات المديرين. فالأجور المفرطة وكذلك أيضاً مظاهر التراخي الإداري من شأنها، بحسب زعم أصحاب هذه الحجة، أن تضعف من القدرة التنافسية للشركة في سوق قائمة على التنافس بين مليوف المنتجات. ومظاهر عدم الكفاية تلك من شأنها أن تعود إلى تقليص الأرباح، وانكماش حجم الأعمال، وقد تنتهي إلى العجز والفشل¹³.

وفي الحقيقة فإن عملية إعادة توزيع الثروات التي تتجسد في تحويل أرباح الشركة من أرصدة حملة الأسهم إلى جيوب المديرين قد لا يكون لها أي تأثير واضح في الفعاليات المسؤولة عن خلق تلك الأرباح. إن انتقال الأرباح إلى جيوب المديرين قد لا يغير شيئاً في تكلفة الإنتاج أو في جودة المنتجات، وهو من ثم قد لا يؤثر على الإطلاق في القدرة التنافسية للشركة في سوق المنتجات. إن ترتيبات تمويضات المديرين تستطيع فعلاً أن تؤثر سلباً في فاعلية أداء الشركة بقدر ما يتسنى لتلك الترتيبات أن تحرف قرارات المديرين في قضايا العمل عن مسارها الصحيح. غير أن أسواق المنتجات بدورها لا يمكن عدّها في الأحوال العادية أسواقاً تنافسية على نحو تام؛ إن الشركات الكبيرة غالباً ما تطرح منتجاتها في أسواق يلب عليها طابع المنافسة الاحتكارية الفردية أو شبه الفردية¹⁴. وما تتمتع به تلك الشركات من طاقات

تناهية يجعلها قادرة على تحقيق أرباح كبيرة تعطيلها بدورها مزيداً من المرونة التفاضلية. وهكذا، وفي مثل تلك الأسواق فإن من غير المتوقع أن تشكل ترتيبات أجور المديرين، مهما بلغت من الانحياز، تهديداً حقيقياً لقدرات الشركة التفاضلية أو قدرتها على تثبيت أقدامها في السوق.

حتى لو فرضنا جدلاً بأن ترتيبات الأجور المنحازة قد تحدث ضرراً بالغا في أداء الشركة، فإن ما ينجم عن ذلك من ازدياد في احتمال الفشل لن يقوى في أي حال من الأحوال على تشي المديرين عن السعي إلى الفوز بتلك الترتيبات. فالفائدة المباشرة التي يجنيها المديرين من ارتفاع تمويضاتهم كبيرة ومضمونة، أما أثر التمويضات المفرطة في زيادة احتمال المعجز والفشل فهو عادة صغير ومحدود. فضلاً عن ذلك فإن ما يتقاضاه المديرين المفادرون - بمن فيهم أولئك الذين كان أدائهم باذي التماسه - ضمن رزمة مع السلامة الذهبية، يؤمن لهم عادة بطانة واقية تحميهم من آثار فشلهم.

لنفترض أن المدير العام في أحد البنوك ينعم برزمة تمويضات مفرطة وغير مجدية من حيث إنها تخلق لديه دوافع للإبقاء على بعض المعاملات المالية غير المربحة. لا شك أن عوائد حقوق الملكية سوف تتراجع وهيمة رأس المال المسهم سوف تتأثر سلباً، لكن من غير المتوقع أن يصل الأمر بالبنك إلى حد المعجز والإفلاس. وحتى إذا بلغ الوضع حداً بعيداً من الخطورة، وبات البنك مضطراً إلى البحث عن مشتريه، فإن عملية الشراء قد لا تتم إلا بعد انقضاء ولاية المدير العام وانتقاله إلى التقاعد. وإذا ما حدث أن أبرمت عملية الشراء قبل ذلك فإن المدير العام الذي قاد البنك إلى حافة الهاوية قد يجني من العملية أرباحاً مجزية - بنقض النظر كلياً عن أدائه الضعيف الذي ألحق الضرر بالبنك - وذلك بفضل السياسة الرائجة التي تقضي بمكافأة المدير المفاد عند إبرام صفقة الشراء.

المحصلة الكلية لقوى السوق

إن من غير المتوقع أن تلحق قوى السوق المختلفة، حتى مجتمعة، في فرض قيود صارمة على تمويضات المديرين، ربما تفرض تلك القوى نوعاً من القيود، وقد تشي المديرين فعلاً عن التطرف في الابتعاد عن ترتيبات التعاقد القائمة على مبدأ مطال الذراع، لكن تلك

القوى في مجملها تسمح بكل بساطة بهامش واسع للانحراف على نحو كبير عن الترتيبات التي تحمل طابع مطالع الذراع.

إن استنتاجنا أن قوى السوق لا تفرض قيوداً حقيقية على تمويزات المديرين يحظى بتأييد الكثير من الدراسات التجريبية التي سوف نأتي إلى مناقشة العديد منها في الفصل 6 من الكتاب. تعنى تلك الدراسات باستكشاف مدى تأثير العوامل المستقلة عن السوق - بما فيها سلطة المدير العام إزاء مجلس الإدارة، وحملة أسهم الشركة، والأطراف المرشحة لقيادة الشركة - في أجور ومكاسب المدير العام. تشير الدلائل إلى أن تلك العوامل تلعب دوراً مهماً في تحديد تمويزات المدير العام. وحقيقة أهمية ذلك الدور تعني فيما تعنيه أن عوامل السوق لا تتمتع بالقوة الكافية لإملاء وضع معين أو ترتيبات معينة.

الجزء

الثاني

⋮

السلطة

والأجر

5) وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين

الوضع الذي تسيطر الأمور في اتجاهه ليس فيه من يمثل المسهمين، وكأننا أمام

مفاوضات عمل أحد طرفيها غير معني بمجرياتهما على الإطلاق.

مدير عام إحدى شركات فورغن 500. 2001

رأينا فيما تقدم من فصول الكتاب أن نموذج التعاقد على مطال الذراع لا يقوى على تقديم تفسير مقنع لتعويضات المديرين. لا بد إذاً من النظر أيضاً في الدور الذي تلعبه سلطة المديرين. نتعرف في هذا الفصل بعض الأفكار والمفاهيم الرئيسة التي تقوم عليها وجهة النظر البديلة التي تشير إليها فيما يلي بوجهة نظر سلطة المديرين. أفكار ومفاهيم سرعان ما ستوضح أهميتها فيما يخص محاولة استكشاف وفهم تضاريس تعويضات المديرين.

سوف ننظر قبل كل شيء في طبيعة العلاقة بين سلطة المديرين من جهة وما يحصلون عليه من مكاسب مجانية من جهة أخرى. معروف أن المديرين يحاولون استغلال سلطاتهم كي يضمنوا لأنفسهم مزيداً من المكاسب المجانية - أي مكاسب إضافية خارج إطار المكاسب التي كانوا سيفوزون بها في مساومة على مطال الذراع: نظراً لأن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة قد يضطرون إلى تحمل عقوبات السوق أو بعض العواقب الاجتماعية إذا ما تبنا ترتيبات أجور فاضحة. يمكن القول إن عواقب السخط وقوى السوق من شأنها أن تضع نوعاً من الحدود لأشكال ودرجات الانحراف عن مقتضيات التعاقد على مطال الذراع. وتنادياً للسخط وتبعاته المحتملة يسعى مهندسو التعويضات إلى إخفاء وتستير حجم وشكل الأجور التي تصرف للمديرين والباسها غطاء قانونياً - وبعبارة أخرى فإنهم يعملون على «تمويه» أجور المديرين. وبعد أن نخرج من استعراض جوانب سيناريو سلطة المديرين سوف نختتم هذا الفصل بمناقشة بعض وجهات النظر البديلة. أي التي تقدم تفسيرات بديلة

لظاهرة انحراف تمويزات المديرين عن التمويزات التي يقضي بها التعاقد على مطال الذراع.

السلطة والمكاسب المجانية

تبدأ وجهة النظر التحليلية التي تركز على سلطة المديرين مشوارها. شأنها في ذلك شأن سابقتها التي تفترض التعاقد على مطال الذراع. من تلمس مشكلة التوكيل المتجذرة في صلب العلاقة بين المديرين وحملة الأسهم. غير أن سيناريو سلطة المديرين لا ينظر إلى تمويزات المديرين من حيث المبدأ على أنها مفتاح حل مشكلة التوكيل تلك. بل إنه على العكس من ذلك تماماً يرى أن عملية تحديد الأجور تمثل بعهد ذاتها جانباً أساسياً من جوانب المشكلة. وخلافاً لسيناريو التعاقد على مطال الذراع فإن سيناريو سلطة المديرين لا يفترض أن مجلس الإدارة. لدى التفاوض بشأن ترتيبات أجور المديرين. يضع نصب عينيه في المقام الأول والأخير مصالح حملة الأسهم ولا شيء سواها.

في تحليلنا على مدى الفصول السابقة تمكنا من تشخيص العديد من العوامل التي تعطي المديرين التفهيزين قدرأ كبيرأ من السلطة والنفوذ إزاء مجالس الإدارة. الأمر الذي يعطي المديرين بدوره القدرة على إدارة أجورهم بأنفسهم. ومن المتوقع أن يعمد المديرين بطبيعة الحال إلى توظيف سلطتهم ونفوذهم في محاولة الفوز بتعويضات تقدم لهم مكاسب أكبر من تلك التي كانوا سيحصلون عليها في تعاقد قائم على مبدأ مطال الذراع. وبعبارة أخرى فإن سلطة المديرين تمكثهم من استخلاص المكاسب المجانية.

يستخدم الاقتصاديون عموماً مصطلح المكاسب المجانية للتعبير عن العوائد الإضافية التي تدخل إلى خزائن الشركات أو إلى جيوب الأفراد بحكم المزايا المتعلقة بالموقع لا بالأداء. بينما نستخدم هنا المصطلح ذاته في إشارة إلى القيمة الإضافية التي يجنيها المديرين خارج إطار استحقاقاتهم التي كانوا سيحصلون عليها في تعاقد على مطال الذراع مع مجلس إدارة يسمى إلى تعظيم قيمة رأس المال المسهم من جهة ويملك ما يلزم من الوقت والمعلومات من جهة أخرى.

من المهم أن نوضح أن سلطة المديرين التي نركز عليها هنا تختلف جذرياً عن كل أشكال القوة التفاوضية التي قد يتمتع بها المديرون في تفاوض قائم على مطال الذراع بفضل قدراتهم وخصائصهم الشخصية. وعلى سبيل المثال فإن مديراً ما قد يتمتع بقوة تفاوضية كبيرة في مواجهة ممثلي الشركة لأنه قد أحضر معه إلى طاولة التفاوض جملة متكاملة وفريدة من المهارات الإدارية. إن القوة التفاوضية التي يستمدّها هذا المدير من تلك المهارات الفريدة سوف تمكنه من الحصول على أجور أعلى حتى لو كان للشركة مالك وحيد يدير التفاوض على تعويضات المدير بنفسه. وبصورة مشابهة فإن هذا النوع من القوة التفاوضية من شأنه أن يدعم موقع المدير أيضاً في مفاوضاته مع مجلس إدارة لا يهيمه إلا حماية مصالح حملة الأسهم. وهكذا فإن امتلاك المدير قوة تفاوضية من هذا النوع وميله إلى استثمار تلك القوة لا يتمازجان مطلقاً مع منطلق التفاوض على مطال الذراع. وخلافاً لذلك فإن ما نركز عليه هنا هو القوة التي يستمدّها المديرون من سلطتهم على أعضاء مجالس الإدارة التي تمكنهم من الحصول على مكاسب تتجاوز بوضوح حدود ما كانوا سيحصلون عليه في مفاوضات قائمة على مطال الذراع تبعاً لموقعهم التفاوضي. والذي يستمدونه من مهاراتهم على اختلافها. بالمقارنة مع الموقع التفاوضي لممثلي الشركة.

والمكاسب التي يستولي عليها المديرون بقوة السلطة قد تأخذ أشكالاً عديدة مختلفة. لا شك أن المديرين. شأنهم في ذلك شأن غالبية البشر. يفضلون عموماً امتلاك المزيد من المال وليس العكس. وهكذا فإن علينا أن نتوقع منهم أنهم لن يتورعوا عن استخدام سلطتهم ونفوذهم للحصول على أجور أعلى من تلك التي كانوا سيحصلون عليها بموجب تعاقد قائم على مطال الذراع. غير أن من المهم أن نستوضح أيضاً أن ترتيبات التعويضات قد تحابي المديرين بطرائق أخرى. من أجل قدر معين من التعويضات يفضل المديرون بطبيعة الحال تقليص حجم المخاطرة قدر الإمكان. وكذلك أيضاً خفض شدة ضغط الأداء المرتبط بمسؤوليات تعظيم قيمة رأس المال المسهم. يرغب المديرون عموماً بالتمتع بأكثر قدر ممكن من الحرية في التكيف بضغط العمل كما يحلو لهم. وبالمقابل فإن تقليص حرية المديرين في التراخي يمثل واحداً من الأهداف الأساسية لترتيبات الأجور المجدية: بمعنى أن تلك الترتيبات تسعى إلى ردع المديرين عن تبني إستراتيجيات معينة. من قبيل التوسيع

الإمبراطوري للشركة، من شأنها أن تخدم مصالحهم الشخصية على حساب مصالح حملة الأسهم. إن المديرين، إذا ما وجدوا السبيل لتميرير مخططاتهم، يرغبون عموماً في أن يحصلوا على كمكثهم، وأن يأكلوها أيضاً: إنهم يفضلون الحصول على قدر معين من التمويضات النقدية دون أن يضحووا في ذلك بحريرتهم في التراخي أو في التكيف بضغط العمل على حد تعبيرهم.

وبافتراض قيمة معينة للتمويضات المتوقعة فإن المديرين يفضلون بطبيعة الحال أن تكون تلك التمويضات مستقلة قدر الإمكان عن الأداء. فكلما ازداد ارتباط التمويضات بأدائهم، ازداد حجم المجازفة التي تتهدد مصالحهم، وازداد أيضاً حجم الجهد الذي يجب عليهم بذله، واضطروا تبعاً أكثر فأكثر إلى التخلي عن الاستراتيجيات التي تضمن مصالحهم الشخصية كالتوسيع الإمبراطوري للشركة على سبيل المثال.

لننظر في الخيارين الآتيين لترتيبات الأجور. الخيار الأول يضمن للمدير العام الحصول على خمسة ملايين \$ بغض النظر عن أداء الشركة. في الخيار الثاني، الذي يمثل ترتيبات الأجور المرتبطة بالأداء، يحصل المدير العام على خمسة ملايين \$ إذا تمكنت الشركة من تحقيق أهداف معينة من حيث الأداء. ولنفترض أن ترتيبات الأجور المرتبطة بالأداء سوف تدفع المدير إلى تحقيق الأهداف المطلوبة (والحصول على خمسة الملايين \$) ولكن عبر اتخاذ خطوات محفوفة ببعض التكاليف الشخصية كتقليص حجم الشركة، أو التخلي عن أحد المشروعات المحببة، أو إقالة أحد المقربين بسبب التقصير أو ضعف الأداء، وما إلى ذلك. بالرغم من أن كلا الخيارين يسمح للمدير العام بالحصول على خمسة ملايين \$، فإن المدير سيميل بطبيعة الحال إلى ترجيح كفة الخيار الأول لأنه لا يضطره إلى أي خطوات تتعارض مع مصالحه وتوجهاته الشخصية.

تجدر الإشارة إلى أن الفائدة التي يجنيها المدير المتراخي، إذا ما استخدم نفوذه لفرض الخيار الأول، التي تعادل الفارق بين الأجر الذي يحصل عليه في هذه الحالة والأجر الذي كان سيحصل عليه وفق ترتيبات أجور مجدبة مرتبطة بالأداء. غالباً ما تكون أصغر جداً من التكاليف الحقيقية التي يتحملها حملة الأسهم جراء ذلك التراخي والإهمال. لنفترض أن فائدة التراخي التي يجنيها المدير في مثالنا السابق تبلغ مليوني \$ وأن خسائر حملة

الأسهام المترتبة على تراخي المدير تقدر بنحو 20 مليون S. في هذه الحالة يمكن القول إن المكاسب المجانية التي يجنيها المدير، إذا ما ضمن لنفسه خيار الأجر المنفصل عن الأداء، التي تبلغ مليوني S، سوف ترتب على حملة الأسهم خسائر تقدر بمشرة أضعاف تلك القيمة. إن النقطة المهمة التي ينبغي تسليط الضوء عليها هنا هي أن المديرين يستخدمون نفوذهم ليس فقط للحصول على أجور أعلى، وإنما أيضاً للتأثير في بنية تلك الأجور وإعطائها أشكالاً أقل حساسية للأداء. وحيث إن الانحراف عن منطق التعاقد على مطال الذراع يقود إلى ترتيبات تمويزات من شأنها أن تضعف الحوافز أو تشوهها وأن تسبب بذلك تراجعاً في فعالية الأداء، فإن الخسائر التي ستترتب عموماً على حملة الأسهم ستكون أكبر بوضوح من المكاسب الضيقة التي يجنيها المديرين.

بسبب العلاقة المنطقية بين سلطة المديرين من جهة وقدرتهم على انتزاع المكاسب المجانية من جهة أخرى، فإن سيناريو سلطة المديرين يتنبأ بوجود ترابط واضح بين سلطة المديرين وحجم مكاسبهم المجانية. جميع المديرين التنفيذيين يتمتعون بقدر معين من السلطة والنفوذ ويستطيعون بذلك أن يضمنوا لأنفسهم بعض المكاسب المجانية. لكن مقدار سلطة المديرين يختلف من شركة إلى أخرى تبعاً للاختلاف في بنية الملكية وفي نظام الحوكمة. وكلما تمازمت سلطة المدير العام أكثر، كانت مكاسبه المجانية، وفق ما يتنبأ به سيناريو سلطة المديرين، أكبر وأعظم¹. وكما سوف نناقش بشيء من التفصيل في الفصل 6 فإن الحقائق والمعطيات التجريبية تؤكد صحة تلك التوقعات.

المدير العام ونخبة المديرين التنفيذيين الآخرين

من الذي يحصل على المكاسب المجانية وفق سيناريو سلطة المديرين؟ المدير العام التنفيذي بطبيعة الحال. لكن الآخرين من مديري الدرجة الممتازة يحصلون بدورهم أيضاً على بعض المكاسب المجانية في كثير من الأحيان. بالرغم من أن المدير العام يتفرد عادة بالقدر الأكبر من السلطة والنفوذ، فإن نخبة المديرين التنفيذيين الآخرين يتمتعون بدورهم أيضاً في كثير من الحالات ببعض النفوذ فيما يخص صنع القرار في مجلس الإدارة². وعلى سبيل المثال فإن المديرين التنفيذيين الذين يشغلون مقاعد في مجلس الإدارة إلى جانب المدير العام يستفيدون جميعهم بطبيعة الحال أيضاً من بعض العوامل التي تمد المدير العام

بالسلطة والنفوذ إزاء أعضاء المجلس. جميع المديرين التنفيذيين الذين يشغلون مقاعد في مجلس الإدارة يستفيدون على سبيل المثال من عوامل الزمالة، وروح الجماعة، والاحترام الذي يبديه أعضاء المجلس إزاء أولئك الذين يتولون قيادة الشركة. وكأعضاء في مجلس الإدارة فإن هؤلاء المديرين التنفيذيين يملكون أيضاً بعض النفوذ فيما يخص الترشيحات المستقبلية وكذلك أيضاً فيما يخص تمويضات أعضاء المجلس.

وحتى عندما يكون المدير العام المدير التنفيذي الوحيد الذي يتمتع ببعض النفوذ في مجلس الإدارة، فإن المكاسب المجانية سوف تفيض على الأرجح ليهيد منها أيضاً بعض من المديرين التنفيذيين الآخرين. عندما يكون بعض كبار المديرين التنفيذيين أصدقاء شخصين للمدير العام، أو أتباعاً يتمتعون بحمايته، فإنه قد يستخدم نفوذه للحصول على ترتيبات أجور محابية لهؤلاء أيضاً. ومن جهة أخرى فإن زيادة أجور كبار المديرين التنفيذيين الآخرين تعود بالفائدة غير المباشرة على المدير العام ذاته حيث إنها تغمي الأعين عن المكاسب المجانية التي يستأثر بها لنفسه. وبالفعل فقد وجد جيمس ويد و تشارلز أوريلي و تيموثي بولوك أن المديرين التنفيذيين في الشركات التي يتقاضى مديروها المامون أجوراً ضخمة (بالمقارنة مع نظرائهم في الشركات العاملة في الحقل نفسه) يحصلون بدورهم أيضاً على أجور منفوخة تفوق استحقاقاتهم وذلك في عموم المستويات الإدارية الأربعة التالية لموقع المدير العام³. وما من شك في أن هذه المكاسب المجانية الفياضة تأتي جميعها على حساب حملة الأسهم⁴.

وبالمحصلة يمكن القول إن تمويضات المدير العام تمكس غالباً. إن لم نقل دوماً. ما يتمتع به المدير من السلطة والنفوذ. والأمر ذاته ينسحب في الكثير من الشركات أيضاً على فئة من كبار المديرين التنفيذيين الآخرين. ولذلك فإن تحليلنا المتضمن في صفحات هذا الفصل ينطبق ليس فقط على تمويضات المدير العام وإنما أيضاً على تمويضات تلك الفئة من كبار المديرين التنفيذيين الآخرين.

تكاليف وقيود السخط،

حدود المكاسب المجانية المحتملة التي يمكن أن يحصل عليها المدبرون ليست مفتوحة. صحيح أن قوى السوق، والحاجة إلى موافقة مجلس الإدارة، والعواقب الاجتماعية وما إلى

ذلك لا تستطيع مجتمعة أن تحول دون الانحراف عن التعاقد على مطالب الذراع. لكنها تقرر في الواقع بعضاً من القيود على ترتيبات التمويضات.

بالنظر إلى تلك القيود فإن درجة تمادي الشركات في محاسبة المديرين التنفيذيين لن تتعلق بما تنطوي عليه الترتيبات المزمع عقدها من محاسبة فعلية للمديرين وحسب. وإنما أيضاً بالانطباع المتوقع أن تثيره تلك الترتيبات في نفوس المراقبين الخارجيين. والسؤال عما إذا كان المديرين وأعضاء المجلس قد يمتنعون عن تبني ترتيبات تمويضات معينة يتعلق إلى حد بعيد بالسؤال إلى أي حد قد تبدو تلك الترتيبات في أعين المراقبين الخارجيين المعنيين غير مسوغة، أو تتم على إساءة استخدام لأموال الشركة، أو بعبارة أخرى: فاضحة. سوف نشير عموماً إلى ردود الفعل السلبية لدى المراقبين الخارجيين باستخدام مصطلح «السخط». بالرغم من أن بعض تلك الردود ربما يندرج أكثر في عداد النقد ولا يصل حقيقة إلى مستوى السخط. كما سنشير أيضاً إلى التكاليف التي تترتب على المديرين وأعضاء المجلس بتأثير ردود الفعل السلبية تلك تحت اسم «تكاليف السخط». وكلما كانت ردود الأفعال تلك أقوى وأوسع انتشاراً - أي كلما كان السخط أكبر - كانت تكاليف ذلك بالنسبة للمديرين وأعضاء المجلس بدورها أيضاً أكبر. عندما تبلغ تكاليف السخط حداً معيناً فإنها قد تمنع بالفعل من تبني ترتيبات كانت لتقدم للمديرين مزيداً من المحاسبة. وسوف نشير فيما يلي إلى تلك الترتيبات التي لم تخرج إلى النور خشية تكاليف السخط على أنها ترتيبات تتعارض مع «قيود السخط».

ولكن ما الذي يجعل المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يكثرثون بالانطباعات الخارجية - وعلى وجه الخصوص بالسخط؟ بداية لا بد من الإشارة إلى أن المقويات التي قد تقررهما السوق على المديرين وأعضاء مجالس الإدارة لتبنيهم ترتيبات معينة تتعلق إلى حد بعيد بالانطباعات وردود الأفعال التي تخلفها تلك الترتيبات في الأوساط المعنية. دعونا ننظر أولاً إلى بورصة حكم الشركات. إن هذه السوق سوف تقرر عقوباتها على تبني الترتيبات المضرة في محاسبة المديرين عبر جعل المديرين وأعضاء المجلس المعنيين أكثر تعرضاً لتحديات المناضلين. غير أن هذه العقوبة لن تبلغ حد التأثير الفعلي إلا إذا بدت ترتيبات الأجر التي تبنتها الشركة في أعين المراقبين الخارجيين مثيرة للسخط إلى حد كبير. عندها قد يرى

المستثمرون المؤسسيون في تلك الترقيات إشارة قوية إلى أن المديرين التنفيذيين وأعضاء المجلس غير مكترئين بمصالح حملة الأسهم. وهؤلاء المستثمرون لن يتحمسوا والحالة هذه لدعم أصحاب المناصب في مواجهة التحديات الانتخابية أو عروض الاستيلاء العدواني المحتملة. بهذه الطريقة، وعبر آلية عمل بورصة حكم الشركات، يستطيع السخط أن يفرض بالفعل عقوبات حقيقية على المديرين وأعضاء المجالس إذا ما تبينوا ترقيات أجور فاضحة.

لننظر أيضاً إلى بورصة المديرين وسمعة المديرين وأعضاء المجالس في سوق العمل. لا شك في أن السمعة السيئة قد يكون لها أثر سلبي على أفاق الفرص المستقبلية بالنسبة للمديرين وأعضاء مجالس الإدارة. كذلك فإنها قد تضر أيضاً بما يديرونه من صفقات عمل مع أطراف أخرى خارج حدود الشركة. والواقع أن الكثيرين من أعضاء المجالس الخارجيين يهتمون لدخول المجلس إلى حد بعيد طمعاً فيما تؤمنه لهم عضوية المجلس من هيبه واحترام ومن علاقات وصلات في عالم المال والأعمال. واكتساب سمعة سيئة قد يذهب بتلك المكاسب ويفرض بدلاً منها تكاليف وعقوبات. غير أن تلك الخسائر المتعلقة بالسمعة لن تبلغ حدود التأثير العملي على أوضاع المديرين وأعضاء المجالس وأفاقهم المستقبلية. إلا إذا تبنت شركاتهم ترقيات أجور فاضحة أثارت ردود فعل سلبية عارمة - أو بالأحرى قدراً كبيراً من السخط. أما الترقيات التي ينظر إليها بوجه عام على أنها تقع ضمن هامش ما هو مألوف ومشروع. فمن غير المرجح أن يترتب عليها أي تكاليف من هذا القبيل حتى إن كانت لا تخدم مصالح حملة الأسهم.

وفي الحقيقة فإننا نعتقد أن التكاليف التي تترتب على المديرين من جرّاء الترقيات التي ينظر إليها على أن فيها إساءة استخدام لأموال الشركة، وأنها مثيرة للسخط، تتجاوز بوضوح حجم التكاليف التي يئبى بها التحليل الأولي الذي يقف عند حدود عوامل السوق التي أوردناها فيما تقدم من هذه الفقرة: أي أننا نعتقد أن القيود المفروضة على انتزاع المكاسب المجانية أكثر شدة مما يفترضه التحليل البسيط الذي يقتصر على عقوبات السوق (المحدودة) التي تترتب على ترقيات التمويضات المثيرة للسخط. لقد سبق أن أوضحنا في الفصل 2 أن أعضاء مجالس الإدارة يتأثرون ليس فقط بما تملبه عليهم مصالحهم الاقتصادية الصرفة، الضيقة، وإنما أيضاً بجملة من العوامل الاجتماعية والنفسية

(كالزمالة، والوفاء، وروح الجماعة، وما إلى ذلك) التي تدفعهم في اتجاه محاباة المديرين التنفيذيين. ومن منظور مشابه نجد أن هنالك أيضاً العديد من العوامل الاجتماعية والنفسية التي تزيد من حجم التكاليف التي يرتبها المديرين وأعضاء المجالس على أنفسهم بتبنيهم ترتيبات تبدو بنظر المراقبين الخارجيين المعنيين مثيرة للسخط إلى حد بعيد.

إن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يميلون على العموم إلى إيلاء قدر كبير من الاهتمام لما يحظون به من قبول وتأييد واحترام لدى بعض الشرائح الاجتماعية والمهنية المعنية. يميل أعضاء مجالس الإدارة عموماً إلى العمل على تعادي التعرض للنقد أو التهكم من قبل تلك المجموعات الاجتماعية أو المهنية التي يقدرون آراءها - حتى إن كان ذلك النقد أو التهكم لا يرتب عليهم أي خسائر اقتصادية⁵. وبالنتيجة، حتى إذا فرضنا بأن الدوافع الاقتصادية التي تحركها بورصة حكم الشركات وسوق عمل المديرين لن تبلغ من القوة ما يسمح لها بمنع المديرين من السعي إلى فرض ترتيبات معينة مثيرة للسخط، فإن الخوف من ضغوط النقد والإحراج قد يردعهم عن ذلك. عندما احتل جاك ويلش، المدير العام الأسبق لشركة جنرال إلكتريك، عناوين الصحف بتخليه طوعاً عن التسهيلات المقدمة له بعد التقاعد والمستحقة قانونياً بموجب عقد الاتفاق المبرم مع الشركة - بما في ذلك حق استخدام طائرة خاصة على حساب الشركة، وحق الاحتفاظ بشقة سكنية في نيويورك - إنما كان يسعى دون أدنى شك إلى الحفاظ على ما كان قد حظي به سابقاً من التأييد والاحترام، وذلك على حساب مصالحه الاقتصادية الضيقة⁶.

لا شك في أن السخط لن يقوى على فرض تكاليف فعلية ما لم يبلغ الحد الكافي من سعة الانتشار بين صفوف الفئة المعنية من المراقبين. ليس كافياً على الإطلاق أن تذهب مجموعة قليلة من الباحثين أو من المستثمرين إلى تصنيف برنامج التمويضات في عداد الترتيبات التي تضر على نحو فاضح بمصالح حملة الأسهم. كي يكون لعقوبات السوق والتكاليف الاجتماعية أثرها السلبي الفعلي والملموس على المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يجب أن تصل موجة السخط بالدرجة الأولى إلى فئات المراقبين الخارجيين الذين تحظى آراؤهم وتحليلاتهم بمظية الاهتمام لدى المديرين وأعضاء المجالس أنفسهم: المستثمرين المؤسساتيين. الأوساط المعنية بعالم المال والأعمال، وكذلك أيضاً الفئات الاجتماعية والمهنية التي ينتمي إليها المديرين وأعضاء المجالس ذاتهم.

التمويه:

إن التكاليف الرئيسية التي يتحملها المديرون وأعضاء مجالس الإدارة من جراء تبنيهم ترتيبات أجور تنطوي على قدر كبير من المعايبة للمديرين لا تتعلق في المقام الأول إذاً بالتكاليف الفعلية التي تجرها تلك الترتيبات على حملة الأسهم. وإنما بالانطباعات التي تولدها لدى هئات معينة من المراقبين الخارجيين وبالصورة التي تبدو بها في أعين أولئك المراقبين. الصورة والانطباع هما إذاً ما يهم هنا. وهذا يأخذنا إلى مفهوم آخر يلعب دوراً حساساً في فهم تضاريس التمويضات: التمويه.

لما كان للمشهد الخارجي والانطباعات التي يولدها ذلك القدر من الأهمية. فإن من الطبيعي أن يعتمد مهندسو برامج التمويضات إلى وضع حد للنقد والسخط الخارجيين عبر تغطية، وتغليف، وإخفاء - باختصار عبر تمويه - المكاسب المجانية. كلما بدت رزمة التمويضات أكثر عقلانية وتوازناً، اتسعت حرية المديرين في التمتع بمزيد من المكاسب المجانية دون أن يواجهوا في ذلك ما يستحق الذكر من مظاهر السخط، وبناء عليه، وتبعاً لمنظور سلطة المديرين، فإن المديرين سيميلون بطبيعة الحال إلى ترجيح سياسات التمويضات التي تخفي القيمة الإجمالية لتمويضاتهم، التي تبدو أكثر ارتباطاً بالأداء مما هي عليه في حقيقة الأمر، التي تغلف الأجور في أشكال يسهل تسويقها والدفاع عنها.

وبقدر ما تتسع أمام مهندسي برامج التمويضات مساحة الحرية في ممارسة التمويه، بقدر ما ينبغي أن نتوقع منهم استثمار تلك المساحة بكل أبعادها. قبل عام 1992، كانت هيئة الأوراق والأسواق المالية تعلمي على الشركات تقديم تقارير دورية حول تمويضات مديريها إلى العموم، لكنها تترك لها بالمقابل الحرية في صياغة تلك التقارير على النحو الذي تراه مناسباً. وليس مفاجئاً أن نرى تلك الشركات قد دأبت على الاستفادة على نحو أعظمي من صلاحياتها تلك لإخفاء حجم وشكل أجور مديريها. يصف أحد الموظفين المسؤولين في هيئة الأوراق والأسواق المالية واقع تعامل الشركات مع تقارير الأجور وفق ما كانت عليه الحال قبل 1992، كما يلي:

كانت المعلومات المقدمة [في حقل تمويزات المديرين] غامضة ومبهمة... كان بيان التعميزات التقليدي يمتد إلى عشر صفحات إلى أربع عشرة صفحة. وتبعاً لموقف الشركة من البيان لم يكن غريباً أن تجد رزمة أجور بقيمة \$3,500,081 قد صيغت بالأحرف الهجائية حرفاً حرفاً في بيان يخلو من الأرقام. هذا يعطي فكرة عن طبيعة تلك البيانات: كانت بيانات ملنانة، غامضة ومبهمة، مصاغة بلغة قانونية معقدة. وكانت الأرقام ذات الدلالة إما مفيدة أو مدفونة هنا وهناك بين الصفحات الأربع عشرة. ذات مرة قام أحدهم بتوزيع بيان توكيلي على عدد من المحللين الذين يعملون لصالح المؤسسات الاستثمارية، وطلب منهم أن يحسبوا التعميزات التي يتقاضاها المديرين التنفيذيون الواردة أسماؤهم في البيان. لم يكن بين النتائج رقمان متطابقان. كانت الأرقام التي حصلوا عليها شديدة التباعد بعضها عن بعض وممتدة على مجال واسع⁷.

في العام 1992، عمدت هيئة الأوراق والأسواق المالية إلى تشديد القواعد فيما يخص صياغة بيان التعميزات وذلك عبر إلزام الشركات باستخدام نماذج جاهزة تحدد آلية تقديم المعلومة حول أجور المديرين. والحق أن قوائم التعميزات النموذجية التي يجب اليوم على الشركات استخدامها قد جعلت التعميه مهمة أكثر صموبة وتمقيداً، غير أن شروط العام 1992، فيما يخص بيان التعميزات قد فشلت، كما سوف نوضح في فصول لاحقة من الكتاب، في وضع حد لقدرة الشركات على تمويه حجوم أجور المديرين وأشكالها.

قد يتساءل المرء بحق: طالما أن المكاسب المجانية ممومة، كيف للمراقب إذاً (والأمر ينسحب أيضاً على مؤلفي الكتاب) أن يجزم بأن المديرين يتمتعون بمكاسب مجانية؟ من الناحية النظرية يمكن أن يتم تمويه المكاسب المجانية بدرجة عالية من الإبتقان بحيث يصعب كشفها أمراً غير ممكن على الإطلاق. غير أن الواقع يقول إن التعميه يحافظ على نجاحه وفعاليتيه طالما ظلت المكاسب المجانية مفيدة عن أعين تلك الفئة من المراقبين الخارجيين التي إن بدا عليها السخط، فإن سخطها من شأنه أن يكلف المديرين وأعضاء المجلس غالباً. أما المراقبون الآخرون فإن إدراكهم لحقيقة المكاسب المجانية لا يغير شيئاً في المعادلة.

ومن هنا فإن مفهوم التمويه لا يتعارض مع إمكانية أن يقوم أحد المراقبين الخارجيين بتمييز المكاسب المجانية المخبأة بين مليات ترتيبات التمويضات. في هذه الحالة ينظر إلى النتيجة التي خلص إليها المراقب المعني على أنها إنما تمكس حكمه الشخصي، الذي لا يصح تميمه، والقاضي بأن برنامج التمويضات يمتريه شيء من التشويه لجهة محاسبة المديرين. ومع مرور الزمن قد يلقي ذلك الاستنتاج بطبيعة الحال مزيداً من القبول والتأييد ليفرض نفسه على نطاق واسع، عندها يكون غطاء التمويه قد سقط عن تلك المكاسب المجانية. غير أن بعض أشكال المكاسب المجانية قد تظل مخفية حتى بعد أن ينجح بعض المراقبين في استبانة أمرها.

السخط والتمويه على أرض الواقع

ذهبت بعض الأصوات الناقدة لعملقنا السابق على الزعم بأن فكرة تكاليف السخط، وكذلك أيضاً فكرة التمويه المنبثقة عنها، لا تعديان كونهما تكهئات نظرية غير قابلة للاختبار تجريبياً⁸. غير أن الأمر ليس كذلك على الإطلاق. هناك دلائل تجريبية تبين أن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يتأثرون فعلاً - فيما يخص التمويضات، وكذلك أيضاً فيما يخص أنماط أخرى من القرارات - بالنقد الخارجي والسخط عندما يبلفان حدأ كافياً من القوة. وهناك أيضاً دلائل تجريبية على أن المديرين وأعضاء المجالس يلجؤون إلى أساليب التمويه.

بداية نود أن نبين أن هنالك دلائل تثبت أن قرارات حملة الأسهم ذات الطابع الوصائي تترك وراءها آثاراً فعلية على سياسات الشركات، بالرغم من أن تلك القرارات غير ملزمة، وبالرغم من أنها نادراً ما تتجح في الحصول على التأييد المطلوب لاكتساب أي صفة رسمية، فإن وجودها يسلط ضوءاً ناقداً على الجوانب الخلافية في سياسات الشركات فيما يخص تمويضات المديرين، ويزيل قسماً لا بأس به من الغموض الذي يعتري تلك السياسات. هنالك دراسة قام بها راندال توماس و كينيث مارتين عنيت بالبحث في الأثر الفعلي للقرارات الوصائية المتعلقة بالأجور أثناء أواسط تسعينيات القرن العشرين، وخلصت إلى نتيجة مفادها أن تلك القرارات قد تركز بالفعل أثراً مطلقاً على قرارات التمويضات اللاحقة⁹.

وجدت تلك الدراسة أن العاميين التاليين لصدور قرارات حملة الأسهم الوصائية المتقدمة لأجور المديرين في شركات معينة قد شهدا تراجعاً واضحاً في إجمالي التعميمات في تلك الشركات بلغ قيمة وسطية موثوقة إحصائياً مقدارها 2.7 مليون \$ (بعد التصحيح تبعاً للعقل الذي تعمل فيه تلك الشركات). كذلك فقد وجد الباحثان في دراسة لاحقة أن ارتفاع معدل التصويت ضد مشروعات القرارات المدعومة من قبل الجهاز الإداري بشأن تصديق خطط خيارات الأسهم قد كان له أثر واضح في تبطئه نمو تعويضات المدير العام على مدى السنوات اللاحقة¹⁰.

هناك دراسة أخرى قام بها أليكساندر ديك و لويجي زينغاليس عنيت بأثار المتابعة الإعلامية على قرارات الشركات بوجه عام. وقد وجد الباحثان أن الاهتمام والمتابعة من قبل الأوساط الإعلامية يدفع بالشركات إلى تبني سياسات أكثر رفقاً بالبيئة على سبيل المثال. وعلى صعيد القضايا المتعلقة بحوكمة الشركات بينت الدراسة أيضاً أن اهتمام الأوساط الإعلامية يقلل القيمة التي يبتلمها حملة الأسهم المسيطرون¹¹.

وكواحد من الأمثلة الشهيرة التي تبين قدرة النقد الخارجي على التأثير في قرارات الجهاز الإداري الذي يقود الشركة نذكر هنا الحملة التي قادها روبرت مونكس الناشط بين صفوف حملة أسهم شركة سيرس ضد سياسات مجلس إدارة الشركة. أثناء أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات اضطر مجلس إدارة سيرس تحت ضغط حملة مونكس إلى تبني العديد من المشروعات الجديدة بهدف تحسين أداء الشركة والارتقاء به عن المستوى التعميس الذي كان قد تدنى إليه. بعد أن تم تجاهل انتقاداته مراراً وتكراراً من قبل مجلس إدارة الشركة عمد مونكس في نيسان/أبريل 1992، إلى نشر إعلان في مجلة وول ستريت جورنال أعطاه العنوان «القيادات المقصرة في سيرس» فضع فيه أوجه الإهمال والتقصير في أداء أعضاء مجلس إدارة سيرس مشيراً بالاسم إلى الأعضاء المقصرين. وعلى إثر ذلك اضطر أعضاء المجلس. بدافع الحرج، للرجوع إلى مقترحات مونكس وتبني بعض منها على نحو فعلي. الأمر الذي قاد إلى تحقيق انعطافة غير عادية في سعر أسهم الشركة؛ إذ عاد السعر ليسجل ارتفاعاً يقارب 10 بالمائة فور الإعلان عن تلك التغييرات (هذا الارتفاع في سعر الأسهم مصحح لجهة مراعاة الحركة العامة لسوق الأوراق المالية)¹².

وهنالكَ مثال آخر لا يقل وضوحاً هو مثال صندوق تقاعد موظفي الشركات العامة في ولاية كاليفورنيا (كالبيرس) والسياسة التي انتهجتها هذه المؤسسة في حث الشركات على تحسين أدائها عبر تسليط الضوء على الشركات ذات الأداء المتواضع. على مدى سنوات عديدة دأبت كالبيرس على إدراج الشركات ذات الأداء الضعيف ضمن قائمة خاصة أسمتها «قائمة العناية المركزة». وقدّمت العديد من المقترحات لتحسين السياسات الإدارية لتلك الشركات، من شاكلة اقتراح جعل لجان التمويضات ولجان الترشيح مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين. وفي حالات كثيرة عمدت الشركات المدرجة في القائمة بالفعل إلى تطبيق بعض التغييرات التي اقترحتها كالبيرس. وفي العام 1991، وبعد أن أشار العديد من المديرين العاملين على كالبيرس بأن تخفيف حدة النزعة الهجومية من شأنه أن يكسبها مزيداً من الفاعليات، قررت كالبيرس تبني سياسة أكثر «لطفاً» تغلو من عناصر التشهير بالشركات المقصرة. غير أن تلك الشركات، في ظل غياب خطر التمرض للتشهير والفضيحة، سرعان ما سجلت تطوراً عكسياً لتصبح أقل تعاوناً. وقد وصف ديل هانسون، الذي تسلّم في ذلك الحين منصب المدير العام التنفيذي في كالبيرس، الوضع الذي آلت إليه الأمور في تلك الأونة بالقول: «لقد أثبتت لنا التجربة أن بعض الشركات لن تتحرك لمواجهة المشكلة ما لم تجد نفسها مضطرة إلى التحرك لأن المشكلة قد باتت تحت عدسة الرأي العام». في العام 1992، عاودت كالبيرس اعتماد سياسة التشهير والإحراج العلني في تعاملها مع الشركات الأقل تعاوناً¹³.

وفي الواقع فإن سياسة الإحراج العلني التي اتبعتها كالبيرس قد تركت بالفعل أثراً قابلاً للقياس في الشركات التي تم تسليط الضوء عليها. فقد وجدت بيلين فو أن الشركات التي أدرجتها كالبيرس على قائمة العناية المركزة من حيث ضعف أداء جهازها الإداري قد شهدت لاحقاً توجهاً أقوى نحو تقليص أعداد أصحاب المناصب بين صفوف أعضاء مجالس الإدارة. كذلك فقد سجلت تلك الشركات أيضاً معدلات أعلى فيما يخص حوادث استبدال المدير العام¹⁴. كما أن من الواضح أن سياسة الإحراج العلني قد كان لها أثرها أيضاً على الفرص المستقبلية لأعضاء المجالس الداخليين الذين اضطروا لمغادرة مجالس إدارة الشركات المستهدفة، فقد وجد هؤلاء صعوبات أكبر كثيراً، بالمقارنة مع نظرائهم من الأعضاء

الداخليين المغادرين من مجالس الشركات الأخرى. فيما يخص الوصول إلى عضوية مجالس الإدارة في شركات جديدة. وكما يتضح من هذه الدراسة فإن الشهرة السلبية وما تثيره من السخط يفرضان بالفعل تكاليف حقيقية لا يجوز إغفالها.

وأخيراً، وربما يكون الأهم. فإن هناك دلائل قوية تؤكد الوجود الفعلي لممارسات التمويه. تقضي فكرة التمويه. في واحد من انعكاساتها المباشرة القابلة للاختبار والقياس. بأن انحراف ترتيبات التعويضات عن مقتضيات التفاوض على مطالب الذراع ينبغي أن يشير في معظم حالاته في اتجاهات تجعل حجم الأجر ودرجة حساسيتها للأداء أقل شفافية ووضوحاً. وسياسات التعويضات الحالية تؤكد بقوة صحة هذه الظاهرة التي تمثل انعكاساً مباشراً لفكرة التمويه. وكما سوف نوضح في فصول لاحقة فإن سياسات التعويضات السائدة -من قبيل تعويضات التقاعد. ترتيبات التعويضات المؤجلة. قروض المديرين. ونظام الخيارات التقليدية- تترك بدورها فسحة واسعة لممارسات التمويه.

دور مستشاري التعويضات

جرت المادة أن تكلف الشركات المأمة في الولايات المتحدة الأمريكية مستشارين خارجيين بتقديم إسهام فاعل في عملية تحديد تعويضات المديرين¹⁵. وتبعا لوجهة نظر سيناريو التعاقد على مطالب الذراع يمكن تسويق استخدام مستشاري التعويضات على قاعدة أن هؤلاء يملكون الخبرة والكفاية اللازمين لتقديم إسهام اختصاصي في عملية تصميم رزم الأجر: فالمستشارون يملكون معلومات حول الأجر لا يتم تداولها بصورة مباشرة بين الشركات. والشركات تشارك عادة في استبيانات التعويضات التي ينظمها المستشارون لمعرفة ما تبوح به من معلومات خاصة سوف يظل محفوظاً في أيد أمينه. والمستشارون يستفيدون بدورهم من جملة المعطيات المتوافرة لديهم في تطوير تصاميم جديدة لترتيبات الأجر يضعونها في نهاية المطاف في خدمة موكلهم.

بالرغم من أننا نتفق مع وجهة النظر تلك في أن مستشاري التعويضات يملكون القدرة على ممارسة دور مهم ومفيد في عملية تحديد الأجر. وأنهم يمارسون فعلاً ذلك الدور في بعض الأحيان. إلا أن من المهم أن نستوضح بالمقابل أن الشركات تستخدم مستشاري

التعويضات أيضاً مهمة تمويه المكاسب المجانية. إن حقيقة أن أعضاء مجلس الإدارة قد تبسوا رزمة تعويضات تم اقتراحها من قبل مستشار لشؤون التعويضات - ولم يصممها بأنفسهم - تضيي بعد ذاتها على رزمة التعويضات المعنية غطاء الشرعية. إذا تعرض أعضاء مجلس الإدارة لأي انتقادات أو اتهامات فيما يخص التعويضات يمكنهم أن يسوغوا قراراتهم ببساطة على أنها مبنية على مقترحات مقدمة من قبل خبير خارجي.

والواقع أن هيئات المحكمة قد دأبت بدورها على إبداء مزيد من الاحترام إزاء قرارات مجالس الإدارة التي تستند إلى استشارات مقدمة من قبل خبراء خارجيين. وبصورة مشابهة فإن مستشاري التعويضات يمكنهم أن يصفوا على قرارات التعويضات التي يتخذها مجلس الإدارة مزيداً من الشرعية في نظر شرائح أخرى من المراقبين الخارجيين أيضاً. وقد أثبتت دراسة قام بها جيمس ويد و جوزف بوراك و تيموثي بولوك أن مستشاري الأجور يتم استخدامهم على نحو منهجي لفرض تسوية تعويضات المديرين أمام المراقبين الخارجيين. لقد وجدت هذه الدراسة أن الشركات التي لديها أعداد أكبر من المسهمين الخارجيين النشيطين والحريصين على رصد ترتيبات الأجور ومتابعة تطوراتها هي في الوقت ذاته الشركات الأكثر ميلاً إلى الاعتماد على مستشاري التعويضات في تسوية قراراتها المتعلقة بتعويضات المديرين¹⁶.

لكن ويا للأسف فإن مجرد كون رزمة الأجور مقترحة من قبل أحد مستشاري التعويضات لا يعني بالضرورة أنها تستحق بالفعل شهادة جودة. وقد بحث ويد وبوراك وبولوك ضمن إطار دراستهم المذكورة أنفاً في الطرائق التي تتبعها الشركات في اختيار الشركات النظرية، لاستخدامها كمقياس لدى تقييم الأداء الذاتي للشركة. وقد وجد الباحثون أن تعريف الشركات النظرية، يتجاوز بوضوح الحدود الفعلية لحقل العمل المعني في حالة الشركات ذات الأداء الضعيف بالنسبة لعموم شركات الحقل. وكذلك أيضاً في حالة الشركات التي يتقاضى مديرها العام أجوراً مفرطة بالمقارنة مع المديرين العامين لشركات الحقل المعني¹⁷. وفي دراسة أخرى وجد كيفن مورفي، أن ثلثي الشركات الألف الكبرى قد سجلت نجاحاً مزعوماً بتحقيق أداء يفوق وسطي أداء الشركات المنافسة في حقل العمل المعني أثناء السنوات المالية الخمس الفائتة¹⁸. ومن المفيد أن نستوضح أن اصطلاح مثل هذه التقديرات المتناقضة يتم بالتعاون الوثيق مع مستشاري الأجور.

توالي الارتفاع

إن الجهود المشتركة لمستشاري التعميـضات، الذين لديهم دوافعهم للسمي إلى إرضاء المديرين العامين، ومجالس الإدارة التي تبدي بدورها ميولاً مشابهة، قد قادت إلى تفاقم ظاهرة ارتفاع مستويات الأجور مع مرور السنين. قام جون بيزجك ومايكل ليمن ولاليتا نالغين بإجراء مراجعة دقيقة لتقارير التعميـضات عن العام 1997. في مثال 100 شركة من الشركات المسجلة في دليل إس & بي 500، وخلصوا في ذلك إلى أن الغالبية العظمى من الشركات التي تعتمد طريقة المقارنة مع الشركات النظرية، تختار لتعميـضات مديريها موقع الوسط أو ما فوق ذلك على سلم تعميـضات شركات الحقل المعني¹⁹. وهذا الاختيار الذي لا يخلو من السخاء من شأنه أن يدفع تعميـضات المديرين على نحو مطرد نحو الأعلى مع الزمن حتى ولو لم يكن هناك أي تحسن في أدائهم.

للبحث في هذه الظاهرة عمد بيزجك وزملاؤه إلى دراسة تطور قرارات التعميـضات في ما يقارب 1500 شركة من الشركات المسهمة العامة أثناء المدة 1992 - 1998. وقد وجدوا أن المديرين العامين الذين كانت أجورهم أدنى من القيمة الوسطى قد حصلوا على زيادات تفوق بوضوح وسطي زيادات الأجور سواء على صعيد القيمة النسبية أو المطلقة، وذلك حتى في حالة الشركات التي سجلت تراجعاً في الميزانية وفي سعر الأسهم. ومما لا شك فيه أن مثل هذه السياسات تقود بصورة حتمية إلى ارتفاع مستمر في مستوى التعميـضات²⁰.

وقد وصف كيم كلارك، عميد كلية الأعمال في هارفارد، أخيراً عملية توالي الارتفاعات تلك بالمبارات الآتية: «إن استخدام مستشاري التعميـضات... قد خلق... مفعول ليك ووبغان». تلمون أن الجميع في تلك البلدة التخيلية كان فوق الوسط. والآلية التي تحكم سير النظام في الكثير من الشركات هي أن غالبية المديرين العامين يريدون لأنفسهم الموقع 75 بالمئة في التوزع الإحصائي للتعميـضات... والنتيجة هي مفعول توالي ارتفاع الأجور بعد كل ارتفاع يعم خبره في السوق، الأمر الذي يقود إلى تشوهات جدية في تعميـضات المديرين العامين²¹.

سلطة المديرين وتطورات العقد الماضي

لقد انتقد كين مور في و براين هول عملنا السابق حول العلاقة بين سلطة المديرين وأجورهم مفترضين أن السهنايو الذي قدمناه في ذلك العمل يعجز عن تفسير الزيادات الكبيرة في

تمويضات المديرين أثناء تسمينيات القرن العشرين.²² كذلك فإن هولمان جنكس الذي يكتب عموداً في مجلة وول ستريت جورنال قد شكك بدوره في صحة عملنا على أرضية افتراضات مشابهة²³. تقوم هذه الانتقادات إلى افتراض أن سلطة المديرين العاملين قد تراجعت أثناء التسمينيات بفعل تحول مجالس الإدارة إلى ضم المزيد من الأعضاء المستقلين على حساب الأعضاء أصحاب المناصب. ولو كان سيناريو سلطة المديرين صحيحاً لاقتضى ذلك أن تراجع الأجور أثناء تلك الحقبة لا أن تشهد ارتفاعات كبيرة، وفق ما يزعمه المنتقدون.

غير أنه ليس مؤكداً على الإطلاق أن نفوذ المديرين قد تراجع فعلاً خلال التسمينيات. فبالرغم من التطورات التي طرأت على تركيبة مجالس الإدارة، نجد أن وسائل الدفاع المتاحة لأعضاء المجلس في مواجهة تحديات الاستهلاء الخارجية قد تميزت بالمقابل أيضاً. وهكذا فإن تكررات المديرين ومجالس الإدارة بالتهديد المائل في محاولات الاستهلاء الخارجية كان أثناء عقد التسمينيات أقل جداً منه أثناء العقد الذي سبقه.

كذلك فقد لحظت الانتقادات الموجهة لعملائنا السابق أيضاً أن ارتفاع التمويضات أثناء التسمينيات قد حدث في أعقاب تبني شروط الإشهار المشددة في العام 1992²⁴. وقد حاول المنتقدون استثمار هذه الحقيقة زاعمين أن تلك الزيادة في الشفافية كان ينبغي لها أن تقود إلى انخفاض وليس إلى ارتفاع في مستويات الأجور. لو كان لسلطة المديرين بالفعل ذلك الدور المهم في تحديد تمويضاتهم.

إننا نؤيد منتقدينا في أن زيادة الشفافية ينبغي أن تسهم في تقييد الأجور بافتراض أن العوامل الأخرى باقية جميعها على حالها. ولكن في الواقع كان هناك تغيرات أخرى في مدة التسمينيات عملت على رفع الأجور بمعدلات أكبر بوضوح من الزيادة اللازمة لتعديل أثر الإمان في الإشهار وزيادة الشفافية. وبنظرنا فإن ارتفاعات أجور المديرين أثناء التسمينيات قد جاءت بفعل تطورات طرأت على بيئة التمويضات - كترزايد اهتمام حملة الأسهم بربط الأجور بالأداء، والازدهار العام الذي شهدته أسواق الأوراق المالية - وقد تمكن المديرين التنفيذيون من استثمار تلك التطورات لتحقيق المزيد من المكاسب الإضافية.

في أوائل التسمينيات عمدت المؤسسات الاستثمارية والهيئات الاتحادية الناطمة لحركة السوق، بدعم من خبراء الاقتصاد المالي، إلى الضغط على الشركات لتعزيز استخدام

برامج التمييزيات القائمة على قاعدة الأداء. وقد جاء إقرار المادة 162 (m) من قانون الضرائب الاتحادي في العام 1992، التي تمنع إدخال التمييزيات المقدمة لمدير ما التي تزيد عن المليون \$ للعام الواحد في حسابات الخصم الضريبي ما لم تكن التمييزيات الزائدة مرتبطة بالأداء. بهدف تشجيع الشركات على استخدام هذا النوع من التمييزيات.

وقد عرف المديرين كيف ينتزعون لأنفسهم المكاسب من موجة الحماسة للتمييزيات القائمة على قاعدة الأداء. فقد أفادوا من نفوذهم في مجالس الإدارة للحصول على أجور إضافية ضخمة اتخذت شكل خيارات الأسهم دون أن يترتب على ذلك أي تخفيضات مقابلة في تمييزياتهم النقدية. في عالم يسود فيه منطلق مطال الذراع قد يوافق صاحب العمل في كثير من الأحيان على زيادة في قسم معين من رزمة التمييزيات مقابل خفض مكافئ في قسم آخر من الرزمة. أما في عالم واقع الشركات، حيث تخضع التمييزيات لنفوذ المديرين أنفسهم، فقد استجاب المديرين ومجالس الإدارة للدعوات المنادية بالتمييزيات القائمة على أساس حقوق الملكية بكل بساطة عبر إضافة تمييزيات من هذا النوع إلى ترتيبات التمييزيات القائمة بدلاً من الاستعاضة عن التمييزيات غير الحساسة للأداء بتمييزيات حقوق الملكية المرتبطة بالأداء.

وفضلاً عن ذلك فقد أفاد المديرين من نفوذهم في تصميم برامج الخيارات على النحو الذي يضمن لهم القدر الأكبر من المكاسب. وكما سوف نوضح لاحقاً فإن خلط الخيارات التقليدية لا تضمن الربط القوي بين أجور المديرين وأدائهم الذاتي بقدر ما تسمح للمديرين بجني ثمار المصادفة التي تتجسد في ارتفاعات أسعار الأسهم الناجمة كلياً عن حركية السوق والتطورات العامة التي يشهدها حقل العمل المعنى، التي لا دور فيها للمديرين أنفسهم على الإطلاق. وبالنتيجة فإن المديرين يحصدون مكاسب أكبر كثيراً مما كان ينبغي في خلط الخيارات المجدية أن تقدمه لهم.

بالنظر إلى الزيادات الهائلة التي طرأت على الأجور أثناء العقد الماضي قد يتساءل البعض من منتقدي وجهة نظرنا، لماذا لم يستخدم المديرين، الكارهون بطبيعة الحال للمجازفة، نفوذهم المزعوم في محاولة الحصول على زيادات في تمييزياتهم النقدية بدلاً من أن تنحصر تلك الزيادات في خيارات الأسهم. لو كانت القيمة الإجمالية للتمييزيات المتاحة ثابتة، لكان

من المؤكد أن المديرين سيفضلون الحصول على تلك التعميصات نقداً وليس على صورة خيارات الأسهم. لكن المديرين لا سعيهم إلى زيادة أجورهم أثناء التسعينيات لم يكن لهم أن يختاروا بين تعميصات نقدية إضافية وتعميصات قائمة على خيارات الأسهم مكافئة لها في القيمة التقديرية. وبالمقابل فإن الحماسة الكبيرة التي أبدتها الأوساط الخارجية إزاء التعميصات القائمة على حقوق الملكية قد أعطت المديرين فرصة ذهبية لانتزاع تعميصات إضافية قائمة على خيارات الأسهم دون أن يقابل ذلك أي خفض في تعميصاتهم النقدية تحفظ التوازن ولو جزئياً في إجمالي قيمة التعميصات.

وبالإضافة إلى ذلك، ونظراً لأن تعميصات خيارات الأسهم تفتح آفاق جديدة لتحسين حوافز الأداء، فإن استخدام برامج الخيارات قد مكن الشركات من تسويق رزم التعميصات المفرطة التي بلغت قيمياً كانت ستثير موجة عارمة من السخط من شأنها أن تمارس دوراً رادعاً لو كانت قد أخذت شكل تعميصات نقدية. في العام 2001، استطاع مدير عام شركة إبل الحصول على رزمة خيارات تجاوزت قيمتها نصف المليار من الدولارات، وإن رافق ذلك بعض من صيحات الاحتجاج²⁵. ومما لا شك فيه أن التعميصات النقدية من هذه المرتبة لا تزال إلى اليوم خارج حدود التصورات. وكما سوف نناقش بالتفصيل في الفصل 11، فقد كان بمقدور الشركات الوصول إلى تصاميم أفضل لخطط الخيارات من شأنها أن تخلق القدر ذاته من الحوافز بتكاليف أصغر جداً. غير أن عناصر ثمار المصادفة الضخمة المخبأة بين طيات خطط التعميصات التي عمدت الشركات إلى استخدامها لم تكن واضحة وشفافة على النحو الكافي لافتضاح حقيقتها كتعميصات غير منصفة وغير مسوغة. وباختصار فقد تمكن المديرين من استغلال التوجه العام لدى حملة الأسهم نحو زيادة حساسية الأجر للأداء - وكذلك أيضاً من استغلال سهولة الدفاع عن تعميصات الخيارات وتغطيتها قانونياً حتى ولو كانت تقوم على خطط مفلوطة - ليحصلوا على مقادير غير مسبوقة من التعميصات التي تمتاز بدرجة كبيرة من الاستقلال عن أدائهم الذاتي.

ومن جهة أخرى فإن الازدهار الذي شهدته سوق الأسهم أثناء التسعينيات شكل بدوره عاملاً مهماً ثانياً سبب في خدمة مصالح المديرين. لقد كانت تعميصات المديرين تاريخياً، ولا تزال إلى اليوم، مرتبطة ارتباطاً مباشراً بالقيمة السوقية لرأس مال الشركة. مدير

الشركات التي تملك رأس مال أكبر في السوق يحصلون عادة على تمويلات أكثر ارتفاعاً²⁶. وهكذا فإن النمو الكبير الذي شهدته سوق الأسهم في التسعينيات، والذي فاض ليموم الكثير من الشركات ذات الأداء الضعيف فوق سطح الماء، قد أعطى معظم الشركات مسوغات مقننة سمحت بتمرير زيادات ضخمة في الأجور.

وبالإضافة إلى ذلك فإن المستثمرين وغيرهم من الأطراف الخارجية المعنية الأخرى يعتمدون دون على الموم حساسية أقل إزاء ترتيبات الأجور المفرطة والمشوهة أثناء أوقات الازدهار التي تحقق فيها الأسواق نمواً سريعاً. وهكذا فإن السوق الصاعدة أثناء التسعينيات -التي شهدت أكبر صعود عرفته الأسواق منذ عهد الركود- قد كان لها أثر كبير في إضعاف قيود السخط وإعطاء المديرين ومجالس الإدارة هامشاً كبيراً من الحرية لدفع أجور المديرين أكثر فأكثر نحو الأعلى. وبعبارة أخرى يمكن القول إن ازدهار سوق الأسهم قد لعب دوراً فاعلاً في الازدياد الكبير الذي شهدته تمويلات المديرين أثناء التسعينيات. وعلى العكس من ذلك فإن حملة الأسهم عندما يرون أن قيمة استثماراتهم ماضية في انحدار شديد نحو الأسفل. يصبحون بطبيعة الحال أكثر شغفاً بمتابعة أداء الجهاز الإداري وأقل استعداداً للتنازلي عما يرون فيه (بحق أو بغير حق) تجاوزات من قبل ذلك الجهاز. وليس من قبيل المصادفة أن التراجعات الكبيرة في أسواق الأسهم كثيراً ما يتبهما إصدار قوانين جديدة تعمل على وضع حد للممارسات التي ينظر إليها عموماً على أنها تجاوزات من قبل أصحاب المناصب²⁷. ومن هنا فإن توقف أجور المديرين منذ العام 2000، عن الاستمرار في تصاعدها السريع يرجع في جزء منه أيضاً إلى بعض التشديد الذي طرأ على قيود السخط.

تفسيرات بديلة للعقود غير المجدية

سوف نأتي في الفصول القادمة على مناقشة العديد من سياسات التمويلات المختلفة التي تبدو غير مجدية وبذلك أيضاً غير متوافقة مع التعاقد القائم على مطال الذراع. وتلك السياسات تتفق بالمقابل مع سيناريو سلطة المديرين. ولكن قبل أن نتقل إلى الخوض في تلك السياسات نود هنا أن نناقش اثنين من التفسيرات البديلة لسياسات التمويلات غير المجدية. وأن نسلط الضوء على الاختلاف بين الاستنتاجات والتوقعات التي تنبثق عنهما وتلك التي تنبثق عن سيناريو سلطة المديرين.

المعايير والتقاليد

لا شك أن النزعة الطبيعية للالتزام بالمعايير والتقاليد السائدة تترك أثرها على سلوك الأفراد في مختلف المجالات. أثناء السنوات الأخيرة اهتم العديد من الباحثين في شؤون القانون بدراسة الدور الذي تضطلع به المعايير على صعيد قانون الشركات وكذلك أيضاً على صعيد حوكمة الشركات²⁸. من الطبيعي أن نتساءل عما إذا كانت المعايير تلعب دوراً فاعلاً في تحديد تمويضات المديرين. قد يذهب البعض إلى الحجة التي تقول إن التمويضات غير المجدية قد تنبعث إلى النور بوجه أو بأخر، ثم لا تلبث أن تصمد وتمزج وجودها، لأن مجالس الإدارة تميل بطبيعة الحال إلى اتباع سياسات تتسجم إلى حد بعيد مع السياسات السائدة في الشركات النظرية، وذلك بفض النظر عما إذا كانت تلك السياسات تخدم مصالح حملة الأسهم أم لا.

إننا نتفق مع وجهة النظر التي تقول إن الميل إلى الالتزام بالمعايير السائدة قد يلعب دوراً فاعلاً في قرارات مجلس الإدارة بشأن تمويضات المديرين. لا شك أن أعضاء مجلس الإدارة سوف يبدون استعداداً أكبر للمصادقة على ترتيبات الأجور المشابهة لتلك التي تتبناها الشركات الأخرى، فلحاق المرء بركب الجماعة لا يتطلب منه ذلك الجهد الكبير في التحليل والتفسير والتسوية، ولا يتطلب منه تلك الدرجة من الثقة بسلامة حكمه الشخصي، مثل ما قد تتطلب منه محاولته شق طريق جديد.

ومن هنا فإن لجان التمويضات ومجالس الإدارة تتأثر جميعها بالنزعة الطبيعية إلى الالتزام بالمعايير السائدة، أو على الأقل إلى الظهور بمظهر من يلتزم بتلك المعايير.

إن النزعة إلى الالتزام بالمعايير تجعل أي تفهير في الوضع الراهن - أي انتقال من توازن إلى آخر - يسير بإيقاع أبطأ من الإيقاع الذي كان سيسير به في حال غياب تلك النزعة. وتطور ترتيبات الأجور يتباطأ بالفعل ويتحول إلى عملية شائكة ومطالمة بفعل ميل لجان التمويضات إلى الالتصاق بالترتيبات التقليدية الرائجة ومقاومتها لمحاولات الانحراف بعيداً عن سياسات الأجور السائدة.

على أن النزعة إلى الالتزام بالمعايير لا يمكنها أن تقدم تفسيراً للسبل التي سلكتها ترتيبات التمويضات في تطوراتها السالفة. كما إنها عاجزة أيضاً عن التنبؤ بالتطور المستقبلي لتلك

الترتيبات. إن المطالبة الناجمة عن الميل إلى الالتزام بما هو سائد تبقى فقط بأن الانتقال من توازن إلى آخر سوف يكون تدريجياً وبطيئاً. لكنها لا تستطيع أن تقصر وصولنا إلى التوازن القائم ولا أن تتكهن بطبيعة التوازن الجديد الذي ستؤول إليه الحال مستقبلاً.

إن نماذج تعويضات المديرين تتغير بوجه كبير مع الزمن. بعض السياسات التي سوف نأتي على مناقشتها في فصول قادمة لم تخرج إلى النور. أو لم تكتسب أهميتها الكبيرة. إلا أثناء العقد الماضي. والمطالبة الناجمة عن الميل إلى التزام المعايير لا يمكنها أن تخبرنا الكثير حول الأسباب التي دفعت بترتيبات الأجور إلى السير في هذا الاتجاه دون سواه.

إذا أردنا أن نقدم توصيفاً شاملاً لتعويضات المديرين فإن علينا أن نربط فرضية التزام المعايير والتقاليد مع واحدة من النظريات الأخرى كنظرية التعاقد على مطال الذراع أو نظرية سلطة المديرين. إن أي نظرية تجمع التزام المعايير مع سيناريو التعاقد على مطال الذراع سوف تتبأ لقوى السوق بالدور الأهم في تحديد مسار تطور ترتيبات تعويضات المديرين وإن كانت ستعترف لنزعة التزام المعايير بدورها في تبطيء ذلك التطور. وتبعاً لمثل هذا النموذج فإن الظروف المتغيرة تجعل التوازن القائم يبدو أقل جدوى من وقت إلى آخر. وعندها فإن قوى السوق سوف تعمل على دفع مجالس الإدارة إلى تبني ترتيبات تبدو أكثر جدوى في ظل الظروف الجديدة. وبالرغم من أن نزعة التزام المعايير تحول دون التكيف الفوري مع المتغيرات، فإن قوى السوق تدفع الترتيبات في الاتجاه الذي يضمن زيادة الجدوى بحيث يتم في نهاية المطاف القضاء كلياً على نقص الجدوى الذي أحدثته الظروف الجديدة.

وخلافاً لذلك فإن النظريات التي تجمع نزعة التزام المعايير مع سيناريو سلطة المديرين تتبأ بأن تطور تعويضات المديرين لا بد أن يكون محكوماً، جزئياً على الأقل، بنزعة المديرين إلى الاستئثار بالمكاسب المجانية. وعندما تخلق الظروف المتغيرة فرصة جديدة للاستئثار بمكاسب مجانية إضافية، أو لتمويه المكاسب الرهنة على نحو أفضل، فإن المديرين سوف يسمون على الفور إلى استغلال تلك الفرصة. أما المطالبة الناجمة عن نزعة الالتزام بالمعايير السائدة فإنها سوف تعمل على تبطيء إيقاع تلك التغيرات، لكن التغيرات سوف تسير بطبيعة الحال في الاتجاهات التي تخدم مصالح المديرين لتعكس بذلك قدرة المديرين على أن يؤثرُوا في أجورهم بأنفسهم.

ينبغي أن نؤكد هنا أن تضاريس تمويضات المديرين ليست ثابتة مع الزمن ولا عسوية على التغيير. إن العديد من المحترفين الموهوبين - من مستشاري التمويضات إلى وكلاء الضرائب - يعملون دون كلل أو ملل على تطوير وضبط وأتمتة ترتيبات جديدة لأجور المديرين، لينتقلوا بعد ذلك إلى العمل على إدخال تلك الترتيبات الجديدة حيز التنفيذ. سوف نناقش في الفصول القادمة طيفاً من سياسات التمويضات المرجح أنها غير مجدية لكنها محببة إلى قلوب المديرين، التي تطورت وانتشرت بسرعة كبيرة أثناء العقد الماضي أو ربما أثناء العقدين الماضيين. كذلك سوف نناقش بعض مقترحات التطوير التي من شأنها أن تقود إلى سياسات أجور أكثر جدوى، التي تم طرحها أثناء المدة ذاتها وشكلت مادة غنية لكثير من النقاشات، لكنها لم تتمكن من تثبيت جذورها على أرض الواقع.

ما الذي جعل الشركات تتبنى بكل سهولة الإبداعات الجديدة التي تخفق لها قلوب المديرين، وتوصد أبوابها بالمقابل في وجه الإبداعات الأخرى التي لا تروق لهؤلاء؟ إن العطالة الناجمة عن الميل إلى الالتزام بالمعايير السائدة، في اقتراحها مع سيناريو التعاقد على مطال الذراع، لا ينبغي لها على الإطلاق أن تقود على نحو منهجي إلى نتائج محايدة للمديرين. بيد أن توجه التفتير في اتجاه محاياة المديرين ينسجم على كل حال مع عطالة التزام المعايير مقترنة مع سيناريو سلطة المديرين.

الأخطاء وسوء الفهم

هنالك تفسير طبيعي آخر لعقود التمويضات غير المجدية: الخطأ البشري. حتى في محيط اقتصادي نموذجي يتفاوض فيه ممثلو الشركة على مطال الذراع، تقودهم في ذلك دوافع حقيقية للخروج بنتائج مجدية، لا يجوز لنا أن نفعل حقيقة أن هؤلاء معرضون شأنهم شأن غيرهم من البشر لارتكاب بعض الأخطاء. قد يسيئون الفهم، قد يخطئون في الحساب، قد يخطئون في التقدير، وهم أيضاً عرضة للوقوع تحت تأثير مصادر المعلومات المنحازة. وهذه الثغرات البشرية قد تتصافر لتعود إلى تبني عقود تمويضات غير مجدية. وقد أشار أحد المراقبين إلى هذا التفسير البديل لمرزم التمويضات غير المجدية مستخدماً عبارة «الحماقة البريئة»²⁹.

للكشوف على تعويم موضوعي لهذا التفسير القائم على أساس الأخطاء البشرية علينا أن نتفحص أولاً هوية أولئك الأشخاص الذين يرتكبون تلك الأخطاء. أحد سيناريوهات هذا التفسير يقوم على افتراض أن جميع الأشخاص المعنيين بعملية تحديد الأجور - بمن فيهم المديرين، ومستشاروهم، وخبراء التعمييزات - مشتركون ممّا في ارتكاب الأخطاء. لكن تفسيراً كهذا يبدو غير معقول على الإطلاق ولا سيما بالنظر إلى ديمومة سياسات التعمييزات غير المجدية التي سنأتي على مناقشتها فيما يلي.

إن المشكلات التي سنقوم بمناقشتها ليست بالمعقدة ولا بالصعبة التي تستعصي على الفهم. ومن غير المعقول أن تكون قد ظلت غائبة عن مدارك المديرين ومستشاريهم الحذقين الذين يتقاضون أجوراً ضخمة لقاء ما يقدمونه من خدمات استشارية. فضلاً عن ذلك فإن سيناريو الأخطاء الجماعية هذا يمجز عن توسيع حقيقة أن مظاهر الانحراف عن التعاقد على مطال الذراع تصب جميعها على نحو منهجي في خدمة مصالح المديرين. إن «الحماقة البريئة» ينبغي أن ترجع مرة الانحراف في اتجاه بلائم أهواء المديرين وأخرى في اتجاه آخر لا يروق لهم.

في سيناريو آخر من سيناريوهات «الحماقة البريئة»، يمكن وصفه بأنه أقرب بعض الشيء إلى الواقع. يتم التركيز على الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة الذين لا يعيرون القرارات المتعلقة بالتعمييزات إلا القليل من وقتهم؛ إذ ليس لهم فيها الكثير مما يخسرونه أو يربحونه. قد يزعم بعضهم أن هؤلاء لم يتمكنوا من الوقوف على حقيقة بعض الثغرات في سياسات التعمييزات التي سوف نأتي على مناقشتها لاحقاً. في رد له على دراستنا السابقة، ومن ثم في مقالة لاحقة أعدتها بالتعاون مع براين هول، قدم كيلن مور في تفسيراً من هذا القبيل - أطلق عليه اسم «سيناريو الكلفة المدركة» - لظاهرة انتشار خطط الخيارات التقليدية بالرغم من عيوبها البادية للعيان التي تجعل منها خطئاً غير مجدية³⁰.

إنه لأمر محير من وجهة نظر التعاقد على مطال الذراع، كما سوف نوضح في الفصل 11، أن خطط الخيارات التقليدية لا تميز إلا القليل من الاهتمام لفترة ارتفاع أسعار الأسهم

العائدة إلى الحركية العامة للسوق أو لحقل العمل المعني. يذهب هول وموريجي إلى الزعم بأن مجالس الإدارة إنما اعتمدت خطط الخيارات التقليدية بسبب عدم إدراكها للكلفة الاقتصادية الحقيقية التي تترتب على تلك الخيارات بالنسبة لحملة الأسهم. نظراً لإمكانية تقديم الخيارات التقليدية دون أي إنفاق نقدي، ولكونها لا تتطلب أي أعباء محاسبية، فقد بدت تلك الخيارات في أعين مجالس الإدارة كخيارات غير مكلفة وفق مزاعم موريجي وهول، الأمر الذي جعل مجالس الإدارة تميل بقوة إلى استخدام هذا النوع من الخيارات قبل سواء، ومن جهة أخرى فإن الخيارات التي تهتم بفلترة ثمار المصادفة، وبالرغم من أنها تمتاز بالفعل بكلفة أدنى، قد بدت لمجالس الإدارة خطأ كخيارات أكثر كلفة لأن الخيارات منقوصة ثمار المصادفة تفرض على الشركات أعباء محاسبية إضافية.

إننا نشك في أن أعضاء مجالس الإدارة يمكن أن يكونوا بالفعل قد فشلوا في إدراك أن الخيارات التقليدية تفرض تكاليف باهظة على حملة الأسهم الذين يتأملون بحسرة وأسى قيمة أسهمهم وهي تتهاوى بفعل رزم الخيارات السخية المقدمة للمديرين. كذلك فإننا نشك أيضاً في أن أعضاء مجالس الإدارة قد كانوا غير مدركين لحقيقة أن كلفة الخيارات التقليدية بالنسبة لحملة الأسهم تفوق بوضوح كلفة الخيارات التي تعنى بفلترة ارتفاعات أسعار الأسهم الناجمة عن عوامل منفصلة تماماً عن الجهود التي يبذلها المدبرون. لكن دعونا نفترض، بهدف تتبع الحجة، أن السادة الأعضاء لدى بدء تعيينهم في المجلس -وعلى الرغم من أن العديد منهم هم في الوقت ذاته مدبرون تنفيذيون أو شخصيات بارزة في عالم المال والأعمال- كانوا فعلاً غافلين عن الكلفة الحقيقية للخيارات الاعتيادية. دعونا نفترض فوق ذلك أن مستشاري التمويضات بدورهم قد تعذر عليهم تعريف الأعضاء بتكاليف تلك الخيارات بعد دخول أولئك إلى المجلس. في هذه الحالة يمكن القول إن احتمال الإدراك الخاطئ من قبل أعضاء المجلس يمثل في أحسن الأحوال دليلاً إضافياً على صحة سيناريو سلطة المديرين. وليس تفسيراً بديلاً يمكن أن يحل محل ذلك السيناريو.

كما سبق أن أوضحنا من قبل فإن هناك العديد من الأسباب التي تفسر فشل مجالس الإدارة في فرض ترتيبات تمويضات تضمن خدمة مصالح حملة الأسهم على النحو الأمثل.

فأعضاء مجلس الإدارة لديهم في الغالب دواخع مالية وأخرى غير مالية تحتمهم للسعي إلى إرضاء المدير العام أو على الأقل لتجنب ما من شأنه أن يفضبه. وحتى في حال غياب تلك الدواخع فإن هناك جملة من العوامل الاجتماعية والنفسية المرجح أن تقود أعضاء المجلس إلى محاباة المديرين التنفيذيين. وبالإضافة إلى هذا وذاك فإن أعضاء المجلس يفترون إلى الوقت الكافي والمعلومات اللازمة للبحث في ترتيبات التعويضات البديلة الأكثر جدوى ومناقشتها مع المديرين التنفيذيين، وإدراكهم الخاطئ لكلفة الخيارات يقدم بعد ذاته مثلاً يعبر خير تعبير عن تلك المشكلة.

بالنسبة للعديد من الأغراض قد لا يهم على الإطلاق ما إذا كانت سلطة المديرين على تعويضاتهم الشخصية نابعة من مرونة مجلس الإدارة أم من سداجة أعضاء المجلس. سواء كانت المشكلة مشكلة محسوبيات واعية، أو حماقة بريئة، أو مزيج من كلا الاثنين معاً، فإن النقطة المهمة هنا هي أن أعضاء المجلس كانوا مستعدين إلى حد ما للمصادقة على ترتيبات خيارات تحابي المديرين على حساب حملة الأسهم.

لكن فيما يخص بعض الأغراض الأخرى - كفرض تطوير ترتيبات التعويضات على سبيل المثال - قد يكون بالمقابل مهماً جداً أن نميز ما إذا كانت العقود غير المجدية نابعة من المحسوبيات الواعية أم من الحمافة البريئة. لو كان الإدراك الخاطئ هو المنبع الوحيد لما شهدناه في الماضي من اعتماد عن منطق التعاقد على مطال الذراع. على سبيل المثال، لكان بمقدور المراقبين الخارجيين أن يصححوا التصورات المغلوطة بكل بساطة - عبر إيضاح الأمر لأعضاء مجالس الإدارة، أو عبر تزويد هؤلاء بمعلومات أكثر صحة وشمولاً - وصولاً إلى ترتيبات أقرب كثيراً من الترتيبات المجدية المفترض بلوغها في تفاوض مثالي على مطال الذراع.

لذلك فإن من المفيد أن نلاحظ هنا بإيجاز أن سلطة المديرين الذاتية على أجورهم لم تبلغ ما بلغت في وقتنا هذا. الحمافات البريئة التي بدرت عن أعضاء مجالس الإدارة، وإنما أيضاً، جزئياً على الأقل، بفعل ميل أعضاء المجالس إلى محاباة المديرين. حتى لو فرضنا أن فشل الشركات في فترة ثمار المصادفة يعود كلياً إلى إدراك أعضاء المجالس الخاطئ للتكاليف التي تترقب على الخيارات التقليدية، فإن محاباة المديرين قد تجلت في أشكال

عديدة أخرى ليس من السهل أن نجد التفسير الكفيل بإزاحتها عن الطاولة. فإساءة الفهم والتقدير لا يمكنها أن تفسر على سبيل المثال ماثرة الشركات على تقديم برامج التقاعد وقروض المديرين بطرائق تبدو كأنها قد صممت خصيصاً بحيث تغطي الأعباء عن حقيقة حجم التمويضات.

ثم لو فرضنا أن المديرين لم يكن لهم أن يؤثروا في أجورهم. وأنهم كانوا يستفيدون ببساطة من سوء الفهم والتقدير لدى أعضاء مجالس الإدارة. لما كان لنا أن نتوقع وجود أي وجه من وجوه الترابط بين أجور المديرين من جهة وما يتمتعون به من سلطة ونفوذ من جهة أخرى. لكن، وكما سنوضح في الفصل القادم، هناك دلائل قوية تشير إلى وجود هذا الترابط. إن ما تقدم يشير بقوة إلى أن ميل أعضاء مجالس الإدارة إلى معاقبة المديرين، وليس ببساطة إدراكهم الخاطئ، هو العامل الذي لعب الدور الأكثر أهمية في تحديد معالم ترتيبات التمويضات.

6 العلاقة بين السلطة والأجر

إننا نجد أن تعويضات المدير العام تبلغ سويات أعلى عندما ... يكون أعضاء المجلس الخارجيون معينين من قبل المدير العام ذاته.

من دراسة تجريبية أجريت في العام 1999. من قبل جون كور وروبرت هولتفا ورن وديفيد لاركر

يتمتع المدير العامون عادة في الشركات ذات الملكية الموزعة، التي لا يملك فيها أي من المساهمين ما يكفي من الأسهم للتدخل في صنع القرار. بقدر كاف من السلطة والنفوذ يتيح لهم الحصول على تعويضات أعلى وهامش حرية أكبر مما تسمح به الترتيبات القائمة على مطالب الذراع. غير أن حجم نفوذ المديرين ليس واحداً في جميع تلك الشركات. يتنبأ سيناريو سلطة المديرين بأن رزم التعويضات لا بد أن تكون أكثر محاباة للمديرين - أي إن الأجور لا بد أن تكون أعلى و/أو أقل حساسية للأداء - في الشركات التي يتمتع فيها المديرين بقدر أكبر من السلطة والنفوذ. بافتراض أن العوامل الأخرى باقية جميعها على حالها فإن المديرين يملكون سلطة أكبر عندما (1) يكون مجلس الإدارة ضعيفاً أو غير فاعل. (2) لا يكون بين المساهمين من يملك حصة كبيرة من الأسهم. (3) ي كون إسهام المستثمرين المؤسساتيين ضعيفة. (4) يكون المديرين محصنين بترتيبات مضادة لمحاولات الاستيلاء الخارجية. تبين الدلائل التجريبية أن كلاً من هذه العوامل يؤثر فعلاً في تعويضات المديرين على النحو الذي يتنبأ به التحليل القائم على سلطة المديرين.

قوة مجالس الإدارة واستقلاليتها

بالرغم من أن المدير العام يملك عموماً القدرة على التأثير في مجلس الإدارة، فإن درجة تأثره تختلف من شركة إلى أخرى تبعاً للقوة النسبية التي يتمتع بها المجلس. تشير الوقائع

التجريبية إلى أن المديرين المامين يحصلون على ترتيبات أجور أكثر محاباة كلما كانوا أكثر قوة ونفوذاً مقابل مجالس الإدارة.

وعلى الغالب فإن قوة المدير العام وسلطته تتمازجان بازياد حجم مجلس الإدارة؛ إذ إن مجالس الإدارة الكبيرة تفتقر إلى التماسك لأن «المسؤولية» تضع ببساطة بين ذلك العدد الكبير من الأعضاء فلا يشعر أي منهم بالدافع الحقيقي لتركيز اهتمامه على شؤون الشركة بوجه عام وعلى ترتيبات الأجور بوجه خاص. كذلك فإن أعضاء المجالس الضخمة أقل تأثراً في قراراتهم بخاطر السخط الأوساط العامة، فكلما اتسع حجم المجلس أكثر أصبح توجيه السخط نحو عضو بعينه أكثر صعوبة بالنسبة للمراقبين الخارجيين. وبالإضافة إلى ذلك فإن الأعضاء الذين قد يفكرون في التصدي للمدير العام، فيما يخص تمويضاته أو غيرها من القضايا، سوف يجدون صعوبة أكبر في إقناع غالبية الأعضاء وكسب تأييدهم كلما كان المجلس أكبر وأكثر تشتتاً. هذه الأسباب مجتمعة تعطي المديرين في الشركات ذات المجالس الضخمة عموماً المزيد من السلطة والنفوذ وتزيد من فرصهم في الظفر بترتيبات أجور أكثر محاباة. وبالفعل فقد وجد جون كور وروبرت هولتهاوزن وديفيد لاركر أن تمويضات المدير العام تأخذ هيماً أكبر كلما اتسع حجم مجلس الإدارة أكثر¹. وبصورة مشابهة فقد كشفت دراسة قام بها ديفيد برماك أن حساسية الأجور للأداء تتراجع بدورها أيضاً مع ازدياد حجم المجلس².

كذلك فإن وجود أعضاء يشغلون في الوقت ذاته عضوية العديد من المجالس -ويوزعون اهتمامهم من ثم على العديد من الشركات مما يضعف من تركيزهم على قضايا شركة بعينها- من شأنه أيضاً أن يسهم في زيادة القوة النسبية للمدير العام³. وبموجب ذلك فإن من المتوقع أن تكون ترتيبات الأجور أكثر محاباة للمدير العام كلما ازدادت نسبة أعضاء المجلس الخارجيين الذين يتمتعون بعضوية مضاعفة في مجالس إدارة العديد من الشركات. وبالفعل فإن الدراسة التي قام بها كور وهولتهاوزن ولاركر تسوق وقائع تجريبية تتفق تماماً مع هذه التوقعات. تبين هذه الدراسة أن تمويضات المدير العام تزداد، بافتراض ثبات جميع العوامل الأخرى، مع ازدياد عدد الأعضاء الخارجيين الذين يتمتعون بعضوية مضاعفة في ثلاثة أو أكثر من مجالس إدارة الشركات الأخرى⁴.

ومن جهة أخرى فإن المدير العام الذي يشغل في الوقت ذاته منصب رئيس مجلس الإدارة من المتوقع أن يتمتع بمزيد من القوة والنفوذ. رئيس مجلس الإدارة يدير اجتماعات المجلس ويحدد لتلك الاجتماعات جداول أعمالها. ومن هنا فإن من غير المفاجئ أن نجد المديرين العاملين الذين يشغلون في الوقت ذاته منصب رئاسة المجلس أهل تعرضاً لخطر الإقالة على يد المجلس بسبب ضعف الأداء⁵. لذلك فإننا نتوقع أيضاً أن المدير العام الذي يشغل في الوقت ذاته منصب رئاسة المجلس سوف يحصل على ترتيبات أجور أكثر محاباة. وبالفعل فإن العديد من الدراسات التجريبية تخلص إلى أن تعويضات المدير العام تبدي ارتفاعاً واضحاً في حالة المديرين الذين يجمعون بين كلا المنصبين⁶.

كذلك فإن وجود الأعضاء الذين تربطهم بالمدير العام علاقات شخصية، أو الذين يستثمرون شيئاً من الواجب أو المديونية تجاه المدير العام، قد يزيد بدوره أيضاً من سطوة المدير العام ونفوذه. تبين الدراسات أن أجور المدير تكون أعلى. وحظوظه في الفوز بجوائز الهبوط اللطيف بمظلة ذهبية، أوفر. كلما ازداد عدد الأعضاء الخارجيين الذين تم تعيينهم في المجلس أثناء عهده - والذين قد يشعرون تجاهه بمزيد من مشاعر العرفان أو المديونية⁷. وبصورة مشابهة نجد أيضاً أن حساسية أجور المدير العام لأداء الشركة تضعف كلما طال عهد المدير في منصبه - أي كلما ازداد احتمال تعيين أعضاء المجلس في ظل رايته⁸.

وبدوره فإن تشابك عضوية المجالس من شأنه أن يزيد أيضاً من قدرة المدير على التأثير في مجلس الإدارة. كذلك فإن تشابك العضوية على مستوى المديرين العاملين - أي عندما يكون مدير عام الشركة أعضواً في مجلس إدارة الشركة ب. ومدير عام الشركة ب عضواً في مجلس إدارة أ - يزيد من سلطة كلا المديرين على مجلس إدارة الشركة التي يديرها. وفي توافق تام مع توقعات سيناريو سلطة المديرين تبين الوقائع أن أجور المدير العام تبدي ارتفاعاً واضحاً في الشركات التي تضم مجالس إدارتها أعضاء متشابهي العضوية⁹.

وبالانتقال من المجلس إلى لجنة التعويضات نجد أن تركيبة لجنة التعويضات تؤثر بعد ذاتها في بنية منظومة أجور المدير العام على النحو الذي تقترضه وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين. أولاً: أجور المدير العام تزداد بوضوح عندما يكون رئيس لجنة التعويضات قد تم تعيينه في عهد المدير العام ذاته¹⁰. ثانياً: حساسية الأجر للداء تضعف بوضوح عندما

يكون أحد أعضاء اللجنة على الأقل عضواً داخلياً أي من أصحاب المناصب في الشركة ومن ثم من مرؤوسى المدير العام التنفيذي¹¹. وأخيراً فإن أعضاء لجنة التعميـضات الذين يملكون حصصاً كبيرة من أسهم الشركة من المتوقع أن يكونوا أكثر اهتماماً بقضايا الشركة وأكثر حرصاً على قيمة رأس المال المسهم. وبالفعل فإن إحدى الدراسات تؤكد أن أجور المدير العام تتأثر سلباً بملكية أعضاء لجنة التعميـضات من أسهم الشركة¹².

وجود حملة الكتل الخارجيين

إن وجود المسهمين الخارجيين الذين يملكون كتلاً ضخمة من أسهم الشركة لا بد أن يكون له أثره على حجم ما يتمتع به المديرون من قوة ونفوذ. فالمسهم الذي يملك كتلة كبيرة من الأسهم لديه دوافع قوية لرصد تحركات الجهاز الإداري وبذل المزيد من الجهد من أجل تقليص حرية المديرين في انتهاز فرص الكسب على حساب رأس المال المسهم. ومثل هذه الدوافع يصعب أن تتوافر عندما تنتشت كتلة الأسهم ذاتها بين عدد كبير من المسهمين¹³. ومن هنا فإن سيناريو سلطة المديرين يتنبأ بأن وجود مسهم يملك كتلة كبيرة من أسهم الشركة، حتى إن لم يكن يستحوذ على الحصة التي تخوله المشاركة في صنع القرار، سوف يضعف من قدرة المديرين على الاستئثار بترتيبات التعميـضات المحابية.

وقد تمززت صحة هذه التوقعات عبر دراسة كشفت أن هناك علاقة سلبية بين حجم ملكية كبير المسهمين في الشركة من جهة وتعميـضات المدير العام من جهة أخرى. وقد خلصت الدراسة إلى أن وجود مسهم يملك حصة من الأسهم تفوق ملكية المدير العام من أصول الشركة يخفض تعميـضات المدير العام وسطياً بمقدار 5 بالمائة¹⁴. كذلك فإن دراستين أخريين قد عنيتا باستكشاف أثر وجود مسهم كبير (باستثناء المدير العام نفسه) يملك كتلة تفوق 5 بالمائة من أسهم الشركة على تعميـضات المدير العام. وقد خلصت كلتا الدراستين إلى أن وجود مسهم من هذا الطراز يخفض بوضوح تعميـضات المدير العام¹⁵.

وكما هو متوقع فقد وجدت تلك الدراسات أيضاً أن الأجر بيدي حساسية أقل للأداء في الشركات التي تفتقر إلى مسهم خارجي يستحوذ أكثر من 5 بالمائة من أسهم الشركة¹⁶. إن من المفيد أن نوضح هنا أن سيناريو التماقد على مطال الذراع لا يملك تفسيراً لمثل هذه

العلاقة. فمشكلات التوكيل غالباً ما تكون أكثر حدة في ظل غياب حملة الكتل الخارجيين. لذلك فإن نموذج التعاقد على مطال الذراع، إذا ما شاء إقحام نفسه في تحليل حالة كهذه، لن يسمه إلا أن يتوقع أن مجلس الإدارة سوف يذهب في هذه الحالة إلى زيادة حساسية الأجر للأداء بغية تحييد مشكلات التوكيل المتفاقمة.

كذلك من المفيد هنا أن نتطرق إلى دراسة تجريبية إبداعية قامت بها ماريان برتراند و سندهيل مليش وهدمتا عبرها إثباتاً إضافياً على أن أجور المديرين أقل حساسية للأداء في الشركات التي تقتصر إلى المسهين الخارجيين الكبار¹⁷. اهتمت هذه الدراسة باستكشاف ما إذا كان وجود مسهم يملك 5 بالمئة (أو أكثر) من أسهم الشركة يؤثر بوجه أو بآخر في احتمال وألية حصول المديرين على تمويضات مجزية لقاء «الحظ السعيد» - أي جزاء تطورات إيجابية في أداء الشركة لا يد لهم فيها. وقد وجدت الدراسة أن المديرين العامين في الشركات التي تقتصر إلى المسهين الخارجيين الكبار هم بالفعل الأوفر حظاً في الحصول على تلك المكافآت القائمة على الحظ. وفي دراسة أخرى كشفت الباحثان ذاتهما عن أن المديرين العامين في الشركات التي تقتصر إلى المسهين الكبار يتمرضون لتخفيضات أصغر في تمويضاتهم النقدية مقابل زيادة تمويضاتهم القائمة على خيارات الأسهم¹⁸.

إن الدلالات التي يقدمها المسهون الخارجيون كمقياس لسلطة المديرين لا تتوقف على وجود المسهم الخارجي الكبير أو غيابه، وإنما تتعلق أيضاً بحصة المستثمرين المؤسساتيين من أسهم الشركة. بالرغم من أن المستثمرين المؤسساتيين لا يميلون عادة إلى التنازع مع الجهاز الإداري حول قضايا الأجور، فهم عموماً أكثر تيقظاً وحذراً من المستثمرين الأفراد الذين نادراً ما يجتمع لأحدهم ما يستحق الفناء من أصول أي من الشركات التي يستثمر فيها.

في دراسة تناولت شركات إس & بي أثناء التسعينيات وجد جي هارتزل و لاورا ستاركس أن زيادة تركيز الملكية المؤسساتية تقود ليس فقط إلى خفض تمويضات المديرين وإنما أيضاً إلى أجور أكثر حساسية للأداء¹⁹. تبين هذه الدراسة التجريبية أن وجود المستثمرين المؤسساتيين يفيد في خفض الأجور الزائدة وكذلك أيضاً في تقليص هامش التراخي والإعمال عند المديرين. تذهب دراسة أخرى قام بها بارثيبان ديفيد و راؤول كوتشر و إدوارد ليفيتاس

إلى التمييز بين طائفتين من المسهمن المؤسساتين. تضم الطائفة الأولى أولئك الذين لا تربطهم بالشركة أي علاقات عمل أخرى ولذلك فإن اهتمامهم ينحصر فقط في قيمة أسهم الشركة (مؤسسات مقاومة للضغط). أما الطائفة الثانية فتضم المؤسسات التي ترتبط بالشركة بعلاقات عمل إضافية (كإدارة صندوق التقاعد مثلاً). الأمر الذي يجعلها عرضة للتأثر بالضغوط التي قد تمارسها إدارة الشركة (مؤسسات حساسة للضغط). وكما تعيد تبؤات سيناريو سلطة المديرين فقد تبين أن أجور المدير العام تبدي ترابطاً سلبياً مع حصة المستثمرين المؤسساتيين المقاومين للضغط وترابطاً إيجابياً مع حصة المستثمرين الحساسين للضغط.²⁰

الحماية المضادة لمحاولات الاستيلاء

صحيح أن بورصة حكم الشركات -التهديد المائل في محاولات الاستيلاء الخارجية- تقتصر إلى القوة اللازمة للحيلولة دون الانحراف عن التعاقد على مطال الذراع، إلا أنها تفرض مع ذلك بعض التقييد على نزعة المديرين إلى الاستئثار بترتيبات الأجور المعايية وقدرتهم على تحقيق ذلك. وتبعاً لهذه الرؤية فإن من المرجح أن ترتفع تعويضات أصحاب المناصب وتراجع حساسيتها للأداء أكثر فأكثر. كلما ازدادت الحصانة التي يتمتعون بها في مواجهة محاولات الاستيلاء الخارجية.

بينت دراسة قام بها كينيث بوروكوفيتش وكيلى برونارسكي وروبرت بارينو أن تعويضات المديرين العامين تبدي بالفعل ارتفاعاً واضحاً عقب إقرار شركاتهم بنوداً مضادة لمحاولات الاستيلاء - أي أحكاماً تقلل من انكشاف المديرين العامين على خطر المناقصة عبر عروض الاستيلاء الخارجية²¹. وهذه الحقيقة عصبية على التفسير ضمن إطار نموذج التعاقد على مطال الذراع: إذ إن زيادة حصانة المناصب ينبغي أن تقود هنا إلى خفض أجور المديرين بما يتناسب مع تراجع حجم تكاليف المخاطرة²².

كذلك فقد كشفت دراسة أخرى عن أن المديرين العامين الذين يحصلون على الحصانة المرجوة عبر تبني شركاتهم تشريعات مضادة لعروض الاستيلاء يعمدون غالباً إلى تقليص ملكيتهم من أسهم الشركة في انعكاس جلي لحقيقة أنهم ينظرون إلى ملكية أسهم الشركة في

المقام الأول كوسيلة للحفاظ على مناصبهم²³. هذه الظاهرة بدورها يتعذر تفسيرها أيضاً ضمن إطار نموذج التعاقد على مطال الذراع. وفي الحقيقة فإن نموذج التعاقد على مطال الذراع يقضي بأن تتوقع عكس ذلك تماماً. فمجلس الإدارة الحريص على حماية مصالح حملة الأسهم ينبغي أن يدفع بالمدير العام، بعد تحصيله بتشريعات مضادة للاستيلاء، إلى توسيع رصيده من أسهم الشركة وذلك انطلاقاً من ضرورة الحفاظ على الحوافز التي تحت المدير إلى العمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم.

من المفيد أن نلاحظ هنا أيضاً أن المديرين الأقل انكشافاً على خطر عروض الاستيلاء يعمدون عادة إلى الإفادة من سلطتهم بطرائق عديدة أخرى. هنالك العديد من الدراسات التي تبين أن المديرين العاميين عندما يحصلون على الحصانة المرجوة، عبر قوانين حازمة مضادة للاستيلاء أو عبر تضمين ميثاق الشركة بنوداً مضادة للاستيلاء، يصبحون أقل فاعلية في عملية خلق القيمة التي يفيد منها حملة الأسهم²⁴. تبين إحدى الدراسات أن تراجع خوف المديرين على مناصبهم من التهديد المائل في خطر الاستيلاء، يترافق عادة مع تراجع واضح في فاعلية أداء الشركة، وانحسار في هوامش الربح، وانخفاض في معدل نمو المبيعات²⁵. كما تشير الدراسة ذاتها إلى أن تحسين المديرين ضد التهديد المائل في محاولات الاستيلاء، يترافق أيضاً مع زيادة واضحة في حجم مكاسبهم الشخصية وميل أشد إلى سياسة التوسع الإمبراطوري.

حجة المديرين الجدد

في انتقاد لملنا السابق يسلط كيلن مور في الضوء على ظاهرة يزعم أنها تتناقض مع ما ينبغي به سيناريو سلطة المديرين²⁶. لقد وجد مور في أن المديرين العاميين المعينين حديثاً من خارج الشركات المعنية يتقاضون في عامهم الأول ما يقارب ضعف ما يتقاضاه نظرائهم الذين ارتقوا مناصبهم من داخل صفوف شركاتهم. وحسب مزاعم مور في فإن أولئك المديرين الخارجيين لم يتسن لهم بعد امتلاك القوة والنفوذ ليكون لهم ذلك التأثير الذاتي على أجورهم، الأمر الذي يضع تمويضاتهم المرتفعة في تناقض صريح مع الفرضية القائمة على سلطة المديرين.

غير أننا، وكما أوضحنا في الفصل 2، لا يمكننا أن نتوقع من مجالس الإدارة أن تتفاوض على مطالب ذراعها حتى مع مرشح خارجي لمنصب المدير العام؛ إذ لا يمكن إغفال حقيقة أن أعضاء المجلس في تقاضهم مع المدير العام الجديد المحتمل سوف يدخلون في حساباتهم أن الشخص الذي أمامهم، إذا ما تسنى له الفوز بذلك المنصب، سوف يكون له نفوذ كبير فيما يخص إعادة تسميتهم لعضوية المجلس وكذلك أيضاً فيما يخص تمويضاتهم. وبالإضافة إلى ذلك فإن أعضاء المجلس يدركون أيضاً أن الشخص الذي يقاوضونه اليوم على تمويضاته سرعان ما سيصبح قائد الشركة وواحداً من زملائهم - أي إن المدير الجديد هو باختصار شخص سيكون من الأفضل لهم أن تربطهم به علاقات زمانة طيبة. وهذا يسهم بطبيعة الحال في إضمار دوافع أعضاء المجلس للدخول في تقاض على مطالب الذراع مع ذلك الشخص المرشح لأن يكون مديرهم العام القادم.

إننا نتفق مع مور في بوجه أو بأخر على أن المرشحين الخارجيين لمنصب المدير العام لا يملكون من السلطة والنفوذ للتأثير في أجورهم المستقبلية المرتقبة ما يملكه نظرائهم المرشحون الداخليون. وسيناريو سلطة المديرين يفترض بالفعل أن المديرين ذوي النفوذ الأضعف ينبغي أن يحصلوا على تمويضات أقل محاباة من تلك التي يظفر بها نظرائهم ذوو النفوذ الأقوى. إذا ما تساوا معهم في جميع الجوانب الأخرى. غير أن الواقع يقول إن طريقتي المقارنة التي يجريها مور في بين المرشحين الخارجيين والداخليين مختلفين ببساطة في جميع تلك الجوانب الأخرى. وسيناريو سلطة المديرين لا يزعم على الإطلاق بأن السلطة هي المقياس الوحيد الذي يحدد أجور المديرين. هنالك معايير شخصية عديدة - كقدرات المدير ومهاراته، وموقفه التفاوضي - لا شك أنها تؤثر أيضاً في تمويضات المديرين. ومن المرجح أن تختلف شريحة المرشحين الخارجيين عموماً عن شرائح المرشحين الداخليين على صعيد تلك الأبعاد الإضافية للمقارنة.

تميل الشركات عموماً إلى التعاقد مع مديرين من داخل صفوفها إذا ما تمكنت من إيجاد المرشح المناسب. وهي تفضل المديرين الداخليين بسبب إلمام أحدهم بشؤون شركته، وربما أيضاً بسبب علاقات واحدهم القائمة أصلاً مع أعضاء مجلس الإدارة. وبالنتيجة فإن 75 إلى 80 بالمائة من المديرين العامين يتم تعيينهم داخلياً²⁷. ويفعل ممانعة غالبية المجالس

لتوسيع دائرة البحث خارج حدود الشركة. فإن مجلس الإدارة لن يتعافد عموماً مع شخص من خارج الشركة إلا إذا كان ذلك الشخص يتفوق بوضوح في مقدراته على عموم المرشحين الداخليين. وبالنتيجة فإن المديرين الجدد المعيّنين من خارج الشركة يشكلون عموماً شريحة أكثر قوة. وفضلاً عن ذلك فإن المديرين الجدد المعيّنين من خارج الشركة كثيراً ما يكونون أصلاً مديريين عامين سابقين في شركات أخرى. أما المرشحون الداخليون فهم بالتعريف لا يتمتعون بمثل ذلك الماضي العريق. وأولئك المرشحون الخارجيون. الذين هم أصلاً مديرون عامون في شركات أخرى. يستخدمون مواقفهم الحالية للاستئثار ببعض المكاسب المجانية. والشركات التي تأمل بالتعافد معهم لا بد لها من أن تعرض عليهم ما يموضهم عن تلك المكاسب. وخلافاً لذلك فليس هناك حاجة لأي تمويضات من هذا القبيل في حالة المرشحين الداخليين؛ إذ إن هؤلاء ليس لديهم أصلاً أي مكاسب يضحون بها بتوليهم منصب المدير العام. ومن هنا فإن حقيقة أن المديرين الخارجيين يتقاضون أجوراً أعلى من نظرائهم الداخليين لا تقدم أي حجة مناقضة لسيناريو سلطة المديرين.

الصورة

إن الدراسات التجريبية العديدة التي أتينا على ذكرها في هذا الفصل تتكامل جميعها لتعطي صورة جلية واضحة. هناك دلائل تجريبية تؤكد وجود رابط قوي بين سلطة المديرين وأجورهم. كلما كان المديرين يتمتعون بسلطة أكبر، كانت تمويضاتهم تتطوي على المزيد من المحاباة.

وخلافاً للغالبية العظمى من خبراء الاقتصاد المالي المهتمين بمسألة تمويضات المديرين فقد استنتج بعض الباحثين من القائمين على تلك الدراسات أن الاستئثار بالمكاسب المجانية يمثل ظاهرة استثنائية محصورة في حالة المديرين الذين يتمتعون بقدر فائق من السلطة. فقد خلصت برتراند وملينثن على سبيل المثال إلى استنتاج مفاده أن هناك من يقشط الزبدقة من على وجه الحليب في الشركات التي تقتصر إلى مسهم كبير يملك بمفرده ما لا يقل عن 5 بالمئة من الأسهم²⁸. ومن الواضح أن الباحثين تمقدان أن الاستئثار بالمكاسب المجانية لا يمكن أن يحدث إلا في ظل غياب المسهمين الكبار من ذلك الطراز.

وخلافاً لذلك فإننا نرى، ولا سيما بعد أن أدركنا حقيقة العلاقة بين السلطة والمكاسب، أن المديرين لا بد أن يستأثروا بقدر لا بأس به من المكاسب المجانية حتى في الشركات التي تضم بين حملة الأسهم من يستحوذ بمفرده أكثر من 5 بالمئة من الأصول. لا شك في أن سلطة المديرين في تلك الشركات سوف تكون بوجه أو بأخر أضعف من سلطة نظر انهم في الشركات التي تقتصر إلى المسهين الكبار. لكنهم سوف يملكون على كل حال قدرأ لا بأس به من السلطة والنفوذ.

لنأخذ مثلاً واحداً من حملة الأسهم الخارجيين يستحوذ بمفرده على 5 بالمئة أو حتى على 10 بالمئة من أصول الشركة. إن مسهماً من هذا النوع قد يملك بالفعل بعض النفوذ، لكن نفوذه لن يبلغ على الأرجح من القوة ما قد يكفي لتهديد عروش الجهاز الإداري، ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان ما يتمتع به المديرون عادة من قوة دفاعية في مواجهة محاولات الاستيلاء ومن صلاحيات تتيح لهم إمكانية التحكم إلى حد بعيد بسير العملية الانتخابية. إن المرجح أن يظل المديرون في مثل هذه الحالة محتفظين بقدر لا يمكن إغفاله من السلطة - وأن يكونوا من ثم في موقع يسمح لهم بالظفر بقدر لا بأس به من المكاسب المجانية.

وبالفعل فإن سياسات التعويضات التي سوف تأتي على مناقشتها في فصول لاحقة من الكتاب - سياسات تعكس واقعاً تسوده مظاهر السلطة والتمويه - لا تقف عند حدود الشركات التي تقتصر إلى مسهم كبير يملك بمفرده 5 بالمئة أو أكثر من أسهم الشركة. بل إن تلك السياسات مألوفة ورائجة حتى على صعيد الشركات التي تضم بين صفوف مسهميها واحداً أو أكثر من حملة الكتل الوازنة أو التي يملك المستثمرون المؤسسيون حصة كبيرة من أسهمها. تبين لنا هذه الصورة أن الاستئثار بالمكاسب المجانية يمكن أن يحدث، وإن بدرجة أقل، حتى على صعيد الشركات التي تضعف فيها سلطة المديرين نسبياً نتيجة الحضور القوي لحملة الكتل أو للمستثمرين المؤسسيين.

7) نفوذ المديرين في ساعة الرحيل

طبعي جداً أن يرغب مجلس الإدارة في أن يكون المدير العام المغادر بعد رحيله عن الشركة صديقاً وليس خصماً.

محامي خبير في قانون الشركات

في مقابلة أجرتها معه مجلة فوربس، 2000

يحصل المديرون المغادرون عادة على عطاءات سخية تقدمها لهم شركاتهم في الساعات الأخيرة من عهدهم فيها. وفي حين أن بعضاً من تلك العطاءات المرتبطة بالرحيل منصوص عليه في عقد العمل المبرم بين الشركة والمدير. فإن اهتمامنا ينصب في هذا الفصل على عطاءات الرحيل المجانية - أي العطاءات التي لم يكن منصوصاً عليها في العقد حين قرر المدير المغادرة (أو حين طلب منه المجلس ذلك). هذه العطاءات المجانية يتم إقرارها على مسؤولية مجلس الإدارة وتقدم إليه على شكل مكافآت إضافية تضاف ببساطة إلى رزمة التعويضات المنصوص عليها في العقد. وكما سنناقش في فقرات هذا الفصل فإن المدير العام المغادر كثيراً ما يحصل على عطاءات مجانية من هذا النوع (1) عند إقالته، (2) عندما يوافق على عرض لضم الشركة من قبل شركة أخرى، (3) عندما يتقاعد.

وقد أخذت العطاءات والمكاسب المجانية المقدمة للمديرين المغادرين أشكالاً عديدة. بما في ذلك إعفاء المدير المغادر من تسديد القروض المقدمة له، تسريع استحقاق الخيارات والأسهم المقيدة، زيادات على تعويضات التقاعد (عبر إهداء المدير بعضاً من سنوات الخدمة الإضافية على سبيل المثال). مكافآت نقدية استثنائية، وعود بمقود استشارية من شأنها أن تضمن للمدير المغادر تعويضات سنوية سخية مقابل القليل من الجهد وأحياناً دون أي مقابل.

معظم العاملين يحصلون عند التقاعد أو الإقالة على استحقاقات نهاية الخدمة المنصوص عليها في العقد، ولا شيء سواها يستحق الذكر. ولا يمكننا أن ننتظر من صاحب العمل، في علاقة قائمة على مطال الذراع، أن يصدق على العاملين المغادرين عند نهاية خدمتهم عطاءات سخية غير منصوص عليها في عقود عملهم. لذلك فإن عطاءات الرحيل المجانية التي يتلقاها المديرين العامون المغادرون تقدم دليلاً واضحاً على أن أعضاء مجالس الإدارة لا يتعاملون مع المديرين على مطال ذراعهم، حتى في تلك الحالات الاستثنائية النادرة عندما يدفع مجلس الإدارة المدير العام خارج بوابة الشركة.

عند إقالة المدير العام

كما سبق أن أشرنا فإن مجالس الإدارة نادراً ما تذهب إلى إكراه المديرين العاملين على الاستقالة. لما كان الكثيرون من أعضاء المجالس -حتى من أولئك المستقلين اسمياً- يميلون إلى التأثر برأس الهرم في الشركة أو يشعرون بالولاء تجاهه، فقد دأبت مجالس الإدارة عموماً على التقاعس عن إقالة المديرين طالما كان أداء أحدهم ضمن حدود ما يمكن وصفه بالمقبول. لكن عندما يبلغ أداء المدير العام درجة كبيرة من الضعف وتصبح الحاجة إلى استبداله حقيقة بادية للعيان، فإن أعضاء المجلس لا يسمهم إلا أن ينصاعوا لضغط الحاجة إلى إجراء تغيير في رأس الهرم.

ومجلس الإدارة عندما يقرر تغيير المدير العام غالباً ما يقدم للمدير المغادر العديد من المكاسب كي يسهل له خروجه من الشركة. وعلى سبيل المثال فإن مدير عام شركة ماتل، السيدة جيل باراد، قد كوفئت لدى إقالتها بإعطاء من تسديد فرض بقيمة 4.2 مليون \$ وتلت ذلك 3.3 مليون \$ نقداً لتغطية الالتزامات الضريبية المترتبة على إعفائها من فرض آخر. وبالإضافة إلى ذلك فإن خياراتها غير المستحقة قد حولت تلقائياً بقرار من مجلس الإدارة إلى خيارات مستحقة قابلة للاستخدام حتى انقضاء أجلها الأصلي. وقد جاءت هذه المكاسب المجانية عطاءات إضافية رافقت رزمة تعويضات الإقالة التي كانت المديرية المقالة قد حصلت عليها بموجب عقدها مع الشركة، التي تضمنت مبلغاً نقدياً بقيمة 26.4 مليون \$ كتعويض نهاية خدمة فضلاً عن تعويض تقاعد سنوي يتجاوز 700,000 \$ وبعض المكاسب الإضافية الأخرى¹.

ومن الأمثلة الأخرى مثال ترتيبات المغادرة التي قدمت لمدير عام شركة وبيلمان . السيد جورج شاهين. قدم شاهين استقالته قبيل إشتهار وبيلمان لإفلاسها بمدمة وجيزة زاعماً أنه قد شعر بأن الشركة بحاجة إلى مدير عام من نوع آخر يتولى قيادتها في المرحلة القادمة. وقد حصل السيد شاهين على إعفاء من قرض بقيمة 6.7 مليون \$ مقابل أسهمه البالغة قيمتها آنذاك \$ 150,000. صفقة تبادل مجزية لم يكن منصوصاً عليها بطبيعة الحال في عقده مع الشركة².

وبصورة مشابهة عندما أجبر مدير عام بنك ون. جون ماكوي. على المغادرة بسبب ضعف الأداء. اجتمع مع أصدقائه في مجلس الإدارة ليخرج ظاهراً باتفاق ينظم ترتيبات رحيله عن المصرف. وقد تضمنت الرزمة التي حصل عليها مبلغاً تقديماً بقيمة 10.3 مليون \$ (بالإضافة إلى مكافآت أخرى بقيمة 7.5 مليون \$.كشكر خاص، عن خدماته أثناء العامين 1997-1998) فضلاً عن تمويض تقاعدي بقيمة 3 ملايين \$ سنوياً بدءاً من العام 2001³. وعلى الغالب فإن هذا الاتفاق قد سهل على أصدقاء ماكوي في مجلس إدارة البنك مساندة أعضاء المجلس الآخرين في رغبتهم بإنهاء خدمة ماكوي والاستعانة بمدير عام جديد.

إن من الصعوبة بمكان التوفيق بين مثل تلك العطاءات المجانية ومنطق التعاقد على مطال الذراع. فمجلس الإدارة يملك صلاحية إقالة المدير العام دون أن يقدم له أي تمويضات أو مكاسب أخرى خارج حدود ما هو منصوص عليه في العقد. ولا يبدو أن هناك أي حاجة حقيقية لإغراء المدير العام ذي الأداء المتواضع «برشوة مجزية» كي ينزل عن عرشه. وبالإضافة إلى ذلك فإن الرسالة التي يقدمها مجلس الإدارة عبر عطاءات الرحيل المجانية تلك من شأنها أن تضعف من حوافز المدير العام القادم لرفع سوية الأداء.

وبالمقابل فإن تلك العطاءات يمكن تفسيرها بكل وضوح إذا ما قبلنا بحقيقة سلطة الجهاز التنفيذي على مجلس الإدارة. أولاً: بعض أعضاء المجلس على الأقل قد يتخذون موقفاً ممانعاً لإقالة المدير العام حتى لو ثبتت مسؤوليته عن ضعف أداء الشركة. ولذلك فقد يكون من الضروري تشجيع المدير العام على تقديم استقالته طوعاً، أو على الأقل إغناء ترتيبات الإقالة بمزيد من العروض السخية بغية انتزاع موافقة أولئك الأعضاء بأسلوب لطيف. وعندما يشكل أولئك الأعضاء غالبية أعضاء المجلس لن يكون من الممكن تعبير

المدير العام دون تقديم رزمة مغرية من عطاءات الرحيل المجانية. وحتى عندما يشكل حلفاء المدير العام أقلية في مجلس الإدارة فإنهم يظلون قادرين على تحويل عملية استبدال المدير العام إلى موضوع خلافي بسبب لزملائهم في المجلس الكثير من المضايقات، وأعضاء المجلس الآخرون سوف يرغبون على الغالب في تجنب احتدام النزاع عبر إظهار المزيد من السخاء في تعاملهم مع المدير العام المغادر. وفي جميع الأحوال فإن العطاءات المجانية المقدمة للمدير العام المغادر تعمل هنا عمل «الرشوة» لفرض ضمان تعاون حلفاء المدير العام في المجلس أو لفرض إضعاف ممانعتهم.

ثانياً: حتى أعضاء المجلس الراغبين في تقييد المدير العام قد يفضلون تحلية فعلتهم بهدية ثمينة يقدمونها للمدير المغادر. إنهم قد يرغبون في تخفيف الشعور بالانزعاج أو حتى بالذنب الذي قد يراودهم لدفعهم زميلهم وقائدهم خارج بوابة الشركة، وقد يرغبون في إرضاء المدير المغادر أو مواساته. وفي التعبير عن امتنانهم ووفائهم. وكذلك أيضاً في الظهور بمظهر أكثر جاذبية أو على الأقل بمظهر أقل خطورة في أعين مديري الشركات الأخرى الذين قد يجيلون النظر بحثاً عن أعضاء خارجيين لمجالس إدارة شركاتهم.

إن القاعدة التي تقوم عليها جميع هذه التفسيرات تتجسد ببساطة في علاقة بين المدير العام وأعضاء مجلس الإدارة تختلف جذرياً عن تلك التي يرسمها لنا نموذج مطال النزاع. وحقيقة أن رزمة عطاءات «مع السلامة» المجانية يتم تمويلها من أكياس حملة الأسهم تسهل على أعضاء المجلس إظهار مزيد من اللطف والسخاء في تعاملهم مع المدير المغادر، ولا سيما أنهم لا يتحملون شخصياً في ذلك كله إلا كلفة زهيدة لا تستحق الذكر.

من المهم أن نشير هنا إلى أن العطاءات المجانية المقدمة للمدير العام المغادر قد تصب أحياناً، إذا ما سلمنا بسلطة المديرين كحقيقة واقعة، في مصلحة حملة الأسهم. بالنظر إلى ولاء الكثيرين من أعضاء المجلس للمدير العام فإن تقديم سكرة من هذا القبيل قد يكون ضرورياً لاستمالة غالبية أعضاء المجلس إلى تأييد فكرة استبدال المدير ذي الأداء الضعيف. وعطاءات الرحيل المجانية تقيد المسهمين في هذه الحالة طالما أن رحيل المدير المقصر سوف يسهم في تعظيم قيمة رأس المال المسهم بأكثر من كلفة تلك العطاءات. غير أن المهم، بالنسبة لموضوعنا في هذا الفصل، هو أن سياسة عطاءات «مع السلامة» المجانية تمكس ببساطة سلطة المديرين على أعضاء مجالس الإدارة.

عند حيازة الشركة من قبل شركة أخرى

لدى حيازة شركة من قبل أخرى يحصل مدير الشركة المستهدفة عادة على مكاسب مرتبطة بعملية الحيازة خارجة عن نطاق التمويزات المنصوص عليها في عقده. وعطاءات الحيازة المجانية يمكن أن تأخذ أشكالاً عديدة كتقديم العطاءات النقدية الخاصة، أو إقرار زيادات مجزية على القيمة المتفق عليها، لمظلة الهبوط الذهبية. وهكذا نجد أن مجلس إدارة يو إس ويست على سبيل المثال قد صوت لصالح دعم مظلة الهبوط الذهبية المقدمة للمدير العام سول تريجلو بقيمة قدرت آنذاك بنحو 46 مليون \$، وذلك قبل إقرار حيازة الشركة من قبل كويست كومونيكيشنس بعمدة وجيزة⁴. تبين دراسة قام بها جي هارتزل و إيلي أوفك و ديفيد يرمالك أن مجلس إدارة الشركة المستهدفة قد عمد في نحو 27 بالمئة من عمليات الحيازة إلى تقديم هدية نقدية خاصة إلى المدير العام ساعة إقرار الموافقة على عملية الضم. كذلك فقد أقر المجلس في 12 بالمئة من حالات الضم التي كان فيها مدير عام الشركة المستهدفة يتمتع بمظلة هبوط ذهبية زيادة مجزية على القيمة النقدية المتضمنة في المظلة الذهبية لدى تصديقه على عملية الضم⁵.

إن الحجتين اللتين كنا قد سقناهما لتفسير عطاءات الرحيل المجانية تتسحبان بصورة مشابهة أيضاً على حالة عطاءات الضم المجانية. أولاً: بعض أعضاء المجلس قد لا يؤيدون عملية الضم إلا إذا حظيت بمباركة المدير العام أو على الأقل إذا تضمنت إكرام هذا الأخير بعطاءات تليق بمرشه الذي يضعي به. وعندما يشكل هؤلاء الأعضاء الأغلبية فإن تزيين عملية الضم في عيني المدير العام تصبح أمراً ضرورياً لإنجاح الصفقة. وحتى إذا كان أولئك لا يشكلون إلا أقلية في المجلس فإن الرغبة في تجنب المواجهات قد تكون كافية لدفع الأغلبية إلى تقليف رحيل المدير العام المنيق عن عملية الضم بطيقة من السكر عبر بعض العطاءات المجانية المجزية.

ثانياً: حتى لو كان المجلس بأكمله مستعداً للتصديق على عملية الضم دون أي معاملة خاصة للمدير العام، فإن أعضاء المجلس قد يفضلون إكرام المدير العام برزمة من عطاءات «مع السلامة» الذهبية. إنهم قد يرغبون في محاباة المدير العام الموشك على خسارة منصبه

بفعل عملية الاستيلاء العدواني للأسباب ذاتها التي تدفعهم إلى تقديم المكاسب للمدير العام المفاد بفعل الإقالة. قد يتأثرون بمشاعر الولاء والامتنان وبمواصل الصداقة. أو يحاولون تخفيف ما يشعرون به من حرج بسبب موافقتهم على تخليص المدير العام من سلطة منصبه. ولما كان أعضاء المجلس لا يتحملون أنفسهم إلا جزءاً مهماً من تكاليف تلك العطاءات، فإنهم بطبيعة الحال لن يترددوا كثيراً في إقرارها.

تجدر الإشارة هنا إلى أن هيود السخط غالباً ما تكون فضفاضة نسبياً في ظل الظروف الخاصة المرتبطة بعمليات ضم الشركات. الأمر الذي يسمح للمدير العام ومجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بتمرير عطاءات مجانية تقوq بوضوح ما كان من الممكن تمريره في الأحوال العادية. وعادة ما يعطى حملة الأسهم في الشركة المستهدفة علاوة مجزية فوق سعر السوق المتضمن في العرض المبدئي. الأمر الذي يضعف بطبيعة الحال من ميلهم إلى المتابعة والتدقيق والانتقاد فيما يخص الترتيبات المالية التي يقرها مجلس إدارة الشركة في ساعاته الأخيرة. يضاف إلى ذلك أن أعضاء مجلس الإدارة في الشركة الجارية حيازتها والموشكة على خسارة استقلالها ليسوا معنيين كثيراً برود أفاعل حملة الأسهم، لأنهم جميعاً سيخسرون موافقتهم بطبيعة الحال. ولذلك فإن العطاءات المجانية المقدمة للمدير العام في سياق عملية الضم لن تثير على الغالب إلا قدرأ محدودأ من السخط. وذلك السخط لن يترتب عليه إلا قدر قليل من الكلفة بالنسبة للمدير العام ومجلس الإدارة.

من جديد نود أن نوضح هنا أن تقديم العطاءات المجانية للمدير العام في الشركة المستهدفة بعملية الحيازة قد يعود بالفائدة على حملة الأسهم. إذا ما سلمنا بسلطة المديرين كحقيقة واقعة. إذا كانت سكاكر التحلية من هذا القبيل أمراً ضرورياً من أجل انتزاع موافقة المجلس على عملية الضم المجزية، فغير لحملة الأسهم أن يتم الأمران، العطاءات المجانية والضم، من الأي يتم أي منهما. ولذلك فإن إعاقفة تقديم مثل تلك العطاءات لا يمكن عدها أمراً مرغوباً به. إذا ما قبلنا بحقيقة نفوذ المديرين وسلطتهم على مجالس الإدارة. ومع ذلك نود أن نذكر هنا مرة أخرى أن النقطة الأهم بالنسبة لموضوعنا في هذا الفصل إنما تكمن في أن تلك العطاءات تمثل دليلاً إضافياً يؤكد سلطة المديرين على أعضاء مجالس الإدارة.

السكاكر المقدمة من قبل الشركة الشارية

بالإضافة إلى المكاسب المقدمة لهم من مجالس إدارة شركاتهم فإن مديري الشركات الجارية حيازتها كثيراً ما يحصلون على مكاسب مجزية من الشركات الشارية أيضاً. بالطبع ليس هناك من عقد أو اتفاق يلزم الشركة الشارية بتقديم أي عطاءات لمدير عام الشركة المستهدفة. لكنها كثيراً ما تفعل ذلك. والسبب بسيط وواضح: تمويل أولئك المديرين عن مناصبهم يسمح للشركة الشارية بالمضي قدماً في عملية الحيازة أو بإتمام الصفقة ضمن شروط أكثر يسراً.

على سبيل المثال عندما كانت شركة إم سي سي أي تتفاوض مع شركة بريتهش تيلي كوميونيكيشنس (بي سي تي) في العام 1996 حول عرض الشراء المقدم من الأخيرة للأولى عمد رئيس إم سي سي أي. تيموثي ف. برايس، إلى التنسيق بشأن تضمين صفقة الشراء مبلغاً مقداره 170 مليون \$ تدفقه شركة بي تي، كتمويض احتباس، لرئيس إم سي سي أي وبعض من كبار المديرين فيها⁶. واهرار تمويل الاحتباس هذا لم يكن مرتبطاً بإبرام الصفقة وفق الشروط الأصلية المتفق عليها بين الطرفين. وهكذا، عندما عمدت بي تي إلى خفض قيمة عرضها بمقدار 20 بالمائة سارع برايس إلى الموافقة محاولاً إقناع حملة الأسهم بأن السعر الجديد يجسد اتفاقاً من الطراز أربح - تربح بين الشركتين. وفي النهاية دخلت شركة ثالثة هي شركة وورد كوم على الخط. وقدمت عرضاً منافساً تمكنت بموجبه من حيازة إم سي سي أي. ولكن ليس قبل أن توافق بدورها على صرف مكافآت احتباس مجزية للمدير العام وكبار المديرين التنفيذيين في إم سي سي أي.

أحد مشاهير المحامين الضلمين في شؤون الاندماج والحيازة أفاد في مقابلة أجرتها معه صحيفة نيويورك تايمز بالمشهد الآتي: كثيراً ما كنا نقصد إدارة إحدى الشركات بهدف التنسيق لصفقة حيازة ونضطر إلى الوقوف أمام الباب إلى أن يتم الاتفاق أولاً على ترتيبات التمويضات وتمهر تلك الترتيبات بالخاتم والتوقيع ويتم تسليمها إلى إدارة الشركة. وقد وصف محام آخر ذلك الوضع على النحو الآتي: في الأوساط العامة نحن مدعوون إلى أن نطلق على تلك العطاءات اسم «مكافآت الاحتباس». وفي حقيقة الأمر فإن تقديم تلك

العهادات يجسد في كثير من الأحيان السبيل الأوضح لإبرام الصفقة. إنها ببساطة «رشوة»، وأحياناً يكون التفاوض حول تلك الرشوة جزءاً لا يتجزأ من المهام الموكلة إليّ في عملي⁷.

وقد عمد هارتزل وأوفك ويرماك إلى دراسة سياسة سكاكر الضم المقدمة من قبل الشركات الشارية على نحو أكثر منهجية. وقد وجدوا عبر رصد 311 عملية حيازة على مستوى الشركات الكبيرة تم إبرامها بين العام 1995 والعام 1997. أن المديرين العامين في الشركات المستهدفة قد يرضون بمكافآت ضم متواضعة نسبياً مقابل الحصول على وعود من الشركات الشارية بتعيينهم في مراتب متقدمة بين صفوف الجهاز التنفيذي بعد إتمام عملية الحيازة⁸. كذلك فإن دراسة أخرى قامت بها جولي وولف وتركزت حول عمليات الاندماج التي كان طرفاها شركتين من الحجم نفسه أثناء التسعينيات، قد كشفت عن أن المديرين العامين في 40 حالة من حالات التفاوض حول عملية الاندماج كانوا مستعدين لمقايضة تمويضات الضم المجزية بمواقع تنفيذية متقدمة في الشركة الجديدة⁹.

إن استعداد الشركات الشارية لتقديم عطاءات مجزية لمديري الشركات المستهدفة يقدم دليلاً إضافياً على سلطة المديرين ونفوذهم. نظراً لنفوذ المديرين العامين في مجالس الإدارة فإن بمقدور أحدهم أن يدفع بالمجلس إلى رفض عروض الضم التي قد تضر بمصالحه الشخصية حتى لو كانت مجزية بالنسبة لحملة الأسهم. وعلى العكس من ذلك فإن بمقدور أحدهم أيضاً أن يدفع بالمجلس إلى قبول عروض الضم التي تخدم مصالحه الشخصية، حتى لو لم تكن تصب في مصلحة حملة الأسهم. وبالنظر إلى سلطة المديرين تلك فإن التعامل بسخاء مع مديري الشركات المستهدفة يصب في كثير من الأحيان في خدمة مصالح الشركات الشارية.

عندما يتقاعد المدير العام

كثيراً ما تمعد الإدارة إلى تقديم المكاسب المجانية للمدير العام الذي يقرر أن يتقاعد بسبب تقدمه في السن أو لأسباب شخصية أخرى، وذلك حتى في الحالات التي يحصل فيها المدير المتقاعد على استحقاقات تقاعدية ضخمة بموجب أحكام العقد المبرم بينه وبين الشركة. على سبيل المثال في عام 1999، حين كانت السوق عموماً في صعود وأسعار أسهم

إستمان كوداك في هبوط. قدمت كوداك لمديرها المتقاعد مبلغاً نقدياً قدره 2.5 مليون \$ هدية وداع تقديرأ لفضله فيما يخص الأداء المالي للشركة¹⁰. وفي العام 2000 تلقى جاك ويلش، مدير عام شركة جي.بي. هدية تقاعد تضمنت 3 ملايين من خيارات أسهم الشركة قدرت قيمتها آنذاك بنحو 20 مليون \$¹¹.

وهديا «مع السلامة، التقاعدية تأخذ أحياناً أشكالاً أكثر دهاءً. أحد السبل المتبعة لتعظيم قيمة العطاءات المقدمة للمديرين المتقاعدين يمر عبر تعديلات الدقائق الأخيرة التي يدخلها المجلس على برنامج الترمييزات التقاعدية قبيل مفادرة المدير العام منصبه. وعلى سبيل المثال لدى تقاعد تيرينس موري، مدير عام المؤسسة المالية فليت بوسطن، عمد مجلس إدارة المؤسسة إلى إدخال بعض التعديلات إلى برنامج ترمييزاته التقاعدية أدت إلى مضاعفة استحقاقاته السنوية أكثر من مرتين. وفق أحكام البرنامج الأصلي يقوم حساب ترمييز التقاعد السنوي على قاعدة وسطي المرتب السنوي والمكافآت على مدى السنوات الخمس السابقة للتقاعد. أما صيغة الحساب المعدلة فتقوم على قاعدة وسطي الترمييزات السنوية الخاضعة للضريبة على مدى السنوات الثلاث التي بلغت فيها ترمييزات المدير العام قيمتها العظمى. وقد تم تعريف الترمييزات الخاضعة للضريبة بحيث تشمل ليس فقط المرتب السنوي والمكافآت، وإنما أيضاً الأرباح المترتبة على استخدام خيارات الأسهم، وعائدات مبيعات الأسهم المقيدة المستحقة، وكذلك أيضاً بعض الترمييزات المؤجلة المستحقة للدفع قبيل التقاعد. وبالمحصلة فقد قاد التعديل المدخل في اللحظات الأخيرة على برنامج الترمييزات التقاعدية إلى تضخيم قيمة ترمييز تقاعد موري السنوي من نحو 2.7 مليون \$ إلى نحو 5.8 مليون \$¹². ولا رد على ذلك التعديل أشار أحد المحللين المصرفيين في برودنتشل سيكيوريتيس إلى أن أداء أسهم فليت بوسطن في عهد موري قد ظل «دون الوسط على امتداد عقد كامل من الزمن» وتساءل متمجباً: «ما الذي حدث كي تقدم الشركة لموري الآن مثل هذه الهدية الذهبية؟»¹³.

إحدى المزايا المهمة لعملية تعزيز المكاسب التقاعدية، من منظور مجلس الإدارة والمدير العام الموشك على التقاعد، تكمن في أنها أقل انكشافاً على الأوساط العامة من العطاءات المالية المكافئة في القيمة. وكما سوف نناقش في الفصل 8، فبالرغم من أن الشركات ملزمة

بإشهار الصيفة التي تعتمد في حساب المكاسب التقاعدية ضمن أرشيفها الإلكتروني لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية. فهي ليست مضطرة إلى التصريح عن القيمة النقدية لتلك المكاسب. والأهم من ذلك أن قيمة تلك المكاسب يتم إغفالها أيضاً في قوائم التعميصات التي يفترض أن تقدم عرضاً متكاملًا لبنية تعميصات المديرين. الأمر الذي يقلل كثيراً من درجة انكشاف تلك المكاسب على الأوساط العامة ويساعد على إخفائها عن أعين المراقبين الخارجيين. في حالة بنك هليث بوسطن، على سبيل المثال، لم يطلب من البنك إشهار القيمة النقدية المترتبة على التعديلات التي أدخلت على برنامج تعميصات موري التقاعدية (وفي الحقيقة فإن البنك لم يعلن عن تلك القيمة). ولم تكن لتعلم اليوم أن تلك القيمة قد بلغت 3.1 مليون \$ لولا أن إحدى الصحف قد عمدت، في خطوة غير اعتيادية، إلى توكيل أحد خبراء حسابات التأمين بمهمة تقدير قيمة المكاسب المخبأة بين طيات تلك التعديلات.

إن عقود المديرين تضمن لهم بطبيعة الحال مكاسب تقاعدية كبيرة. وسياسة إدخال الزيادات على تلك المكاسب الضخمة أصلاً عندما يتقاعد المدير العام لا تمس على الإطلاق منطق التعاقد على مطال الذراع. وسوف نطرح لاحقاً تساؤلات جذرية حول جدوى دخول الشركات في معترك تقديم التعميصات التقاعدية للمديرين بدلاً من أن تشجعهم على أن يدخروا بأنفسهم لمرحلة التقاعد. أم بالنسبة لموضوعنا في هذا الفصل فإن اهتمامنا ينصب على الهدايا التي تقدمها الشركات لمديريها العامين ساعة الرحيل. قد يذهب البعض إلى الزعم بأن الأمل بهدية تقاعد مجزية من شأنه أن يمنح المديرين حافزاً إضافياً لتقديم أداء أفضل أثناء مدة توليهم قيادة شركاتهم. غير أن من الصعب أن نجد عاملاً واحداً يرجح كفة هدايا التقاعد تلك مقابل كفة خطط الخيارات والمكافآت المصممة بعناية بما يضمن التناسب بين المكافأة والأداء.

هدايا التقاعد الضخمة يسهل فهمها على ضوء العلاقات الشخصية التي تربط بين أعضاء مجلس الإدارة والمديرين العامين المفاديين. ربما يرغب أعضاء المجلس في استثمار فرصتهم الأخيرة لتقديم هدية ثمينة للمدير العام قبل رحيله. أو في التعبير عن تقديرهم لعلاقات الزمالة التي جمعت بينهم وبين مديرهم. أو عن امتنانهم لما قدمه لهم أثناء مدة ولايته. وعلى حد تعبير أحد مستشاري التعميصات فإن العقود الاستشارية التي كثيراً ما تقدمها الشركات لمديريها المتقاعدين، تتصل برد الجميل عن أفعال من الماضي أكثر من

صلتها المزعومة بخدمات مستقبلية¹⁴. ولما كانت تكاليف تلك العطاءات الإضافية على اختلاف أنواعها تقع بالدرجة الأولى على كاهل حملة الأسهم ولا يتحمل منها أعضاء المجلس أنفسهم في حقيقة الأمر إلا النزر اليسير، فإن هؤلاء لا يجدون حرجاً في إرسال رسائل الوفاء والامتنان تلك التي ترضي نوازعهم الشخصية.

إنها الفرصة الأخيرة

في جميع الحالات التي أتينا على مناقشتها -إقالة المدير العام، أو حيازة الشركة من قبل شركة أخرى، أو تقاعد المدير العام- هنالك عامل مشترك يزيد من اندفاع المدير العام وراء العطاءات المجانية ومن استعداد المجلس لتقديم تلك العطاءات. هذا العامل هو طابع الجولة الختامية الذي يفرض نفسه على الموقف: في كل من تلك الحالات يقف المدير العام على بوابة الشركة متأهباً للرحيل. وفي واحدة من تلك الحالات -حيازة الشركة من قبل شركة أخرى- يجب على أعضاء المجلس أن يستمدوا بدورهم أيضاً لمغادرة الشركة. ولذلك فليس لديهم في الأمر ما يخسرونه إلا القليل القليل.

إن المدير العام، طالما هو محتفظ بموقعه، يعلم جيداً أن بمقدوره أن يستخدم نفوذه وسلطته على المجلس للظفر بترتيبات معايية في المستقبل. كذلك فإن أعضاء المجلس يدركون بدورهم أن أمامهم المزيد من الفرص لمكافأة مديرهم العام. لكن الظرف الاستثنائي الذي يفرض نفسه مع الرحيل الوشيك للمدير -سواء كان ذلك بفعل استقالة فرضت على المدير، أو بفعل حيازة الشركة من قبل أخرى، أو ببساطة بفعل التقاعد الطوعي- يضع كلا الطرفين، المدير والمجلس، أمام خيار الفرصة الأخيرة: «الآن والآن فقط» الأوان. إن المديرين العامين لديهم والحالة هذه أسباب جمة لانتزاع المكاسب المجانية بكل شراسة ولتحويل أرصدهم لدى أعضاء المجلس من الصداقة والاحترام والولاء بأكملها إلى قيمة نقدية. وبصورة مشابهة فإن أعضاء المجلس يدركون بدورهم أن ذلك هو المطلب الأخير لمديرهم والفرصة الأخيرة المتاحة أمامهم لإكرامه ببعض المكاسب المالية الضخمة. وعندما يقفون أمام الخيار بين «الآن، وهنوات الأوان»، فإن الكثيرين من أعضاء المجلس يرجحون خيار «الآن، ويوافقون على منح المدير المغادر رزمة من عطاءات «مع السلامة، الذهبية».

8 المكاسب التقاعدية

سيارة واحدة ماركة فورد في السنة مع إمكانية شراء أكثر من سيارة بسعر مخفض، استشارات مجانية في التخطيط المالي، مكتب مدير في مبنى إدارة الشركة مع الخدمات الإدارية اللازمة، إطلاق منحة دراسية باسمه الشخصي في المؤسسة التعليمية التي يختارها، وراتب تقاعدي قدره 1.27 مليون \$ سنوياً.

رزمة المكاسب التقاعدية المقدمة للسيد جاك ناصر
المدير العام السابق لشركة فورد، كما جاء في تقرير
نشرته مجلة وول ستريت جورنال عام 2002.

من أهم السمات التي تقلب على المشهد العام لتضاريس تعويضات المديرين سمناً الترمويه والتموضر. ومن الواضح أن لدى مصممي خطط تعويضات المديرين حوافز قوية تدفعهم إلى إخفاء الحجم الكلي للتعويضات التي يتقاضاها المديرين، وكذلك إلى تمويه المدى الذي وصل إليه اعتماد شكل وآلية تلك التعويضات عن الشكل والآلية اللذين يخدمان المصلحة الحقيقية لحملة الأسهم بالوجه الأمل.

مع تشديد القوانين التي تلزم الشركات الإفصاح عن مرتبات مديريها ومكافأاتهم والتعويضات طويلة الأجل التي يتقاضونها، لجأت الشركات على نحو متزايد إلى إعانات وتعويضات ما بعد التقاعد سبباً لتقديم المال للمديرين. يسمح هذا النوع من أنواع الإعانات والتعويضات للشركات بأن تمنح مديريها حجماً كبيراً من الأجر غير المرتبط بالأداء وبطريقة أقل شفافية من أنواع التعويضات الأخرى. كالمرتبات السنوية على سبيل المثال. تلجأ الشركات إلى تقديم إعانات ما بعد التقاعد لمديريها عبر أربع قنوات رئيسية هي

الآتية: المعاشات التقاعدية، التمويضات المؤجلة، هبات ما بعد التقاعد، وعقود الخدمات الاستشارية المضمونة.

قبل الشروع في مناقشة كل من هذه القنوات على حدة، تجدر الإشارة إلى سمتين اثنتين مشتركتين فيما بين هذه القنوات جميعها. السمة الأولى تتمثل في أن أسلوب انتهاج هذه القنوات مع المديرين يختلف كلياً عن الأسلوب الذي تلجأ إليه الشركات لمنح تمويضاتها لبقية موظفيها العاديين. فعلى الرغم من أن الشركات عامة تمنح موظفيها العاديين أيضاً معاشات تقاعدية وتمويضات مؤجلة على سبيل المثال، إلا أنها لا تمنحهم تلك المعاشات والتمويضات إلا إلى الحد الذي يسمح لها بالاستفادة من الإغفاء الضريبي. إن هذه الطريقة في التعامل مع تمويضات ومعاشات الموظفين العاديين التي تنتهجها الشركات إنما تدل على أنه في غياب الإغفاء الضريبي لا تبقى المعاشات التقاعدية والتمويضات المؤجلة ذات جدوى. على الرغم من ذلك فإن الجزء الأكبر من تمويضات المديرين لا يتمتع بمثل هذا الإغفاء الضريبي. فضلاً عن ذلك، ومما شاة مع رأي المختصين القائل إن التمويضات العينية غير النقدية ليست مجدية اقتصادياً، نرى الشركات عموماً أن لا تلجأ إلى منح موظفيها المتقاعدين العاديين تغطية لبعض نفقاتهم الاستهلاكية الخاصة. غير أنها تمنح مديريها المتقاعدين من الصف الأول تغطية للكثير من تلك النفقات. من جهة أخرى، مع أن الشركات تتعاقد في بعض الأحيان مع موظفيها المتقاعدين بعقود استشارية إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك، غير أنها لا تضمن أجوراً استشارية مدى الحياة إلا لشريحة المديرين دون سواها من شرائح الموظفين العاديين.

أما السمة الثانية المشتركة فيما بين قنوات منح التمويضات للمديرين فتتمثل في أنها في مجملها تسمح بمنح المديرين مبالغ طائلة من التمويضات دون ربطها بأدائهم. فالشركات، كما سنرى لاحقاً، ليست ملزمة بالإفصاح عن قيمة الأموال المنقولة عبر هذه القنوات بالطريقة ذاتها التي يجب الإفصاح فيها عن قيمة التمويضات الأخرى المقدمة للمديرين - كالتربيات والمكافآت وخيارات الأسهم على سبيل المثال. إذاً يمكننا القول: إن المكاسب التقاعدية تشكل ما يمكن تسميته «مكاسب مسروقة»¹. وبالفعل فالحجم المعلن في وسائل الإعلام لتلك التمويضات والمعطيات التي ينطلق منها خبراء الاقتصاد المالي في بحوثهم

حول سويات تمويضات المديرين لا تتضمن القيم الضخمة التي يتم ضخها عبر قنوات المكاسب التقاعدية.

المعاشات التقاعدية

تغطي صناديق التقاعد عدداً كبيراً من العمال والموظفين وتدفع لهم معاشات تقاعدية بشرائح متعددة بعد انتهاء خدمتهم. وبإلا الوهلة الأولى يبدو من البديهي أن تدفع الشركات لمديريها أيضاً معاشات تقاعدية أسوة بسواهم من الموظفين الآخرين. غير أن نظرة فاحصة إلى الموضوع ستثير تساؤلات جدية حول ما إذا كان هذا الاستخدام المبالغ فيه للمعاش التقاعدي بوصفه وجه من وجوه التمويض يتفق فعلاً مع أسس التفاوض على مطالب الذراع.

الفروق بين صناديق تقاعد المديرين وصناديق التقاعد النظامية

إن غالبية صناديق التقاعد المعتمدة للموظفين العاديين يجري تصميمها بحيث تكون مؤهلة للاستفادة العظمى من معدلات الضرائب التفضيلية. فالشركة من جهتها تستفيد من الخفض الضريبي على المبالغ التي تدفعها لصندوق تقاعد الموظفين - وهو الخفض الضريبي عنه الذي كانت ستحصل عليه في حال دفعت تلك المبالغ للموظفين مباشرة على صورة مرتبات وأجور. أما الموظفون فلا يدفعون أي ضريبة دخل على أموال صندوق التقاعد حتى يتقاعدوا ويبدووا يتلقون معاشاتهم التقاعدية من الصندوق. في الوقت ذاته تستثمر الشركة أموال الصندوق استثماراً معفى من الضرائب. فلا الشركة ولا الموظفون يدفعون أي ضرائب على إيرادات أموال الصندوق. فصناديق تقاعد الموظفين العاديين إذا تقدم للموظفين مكاسب ضريبية دون أن تثقل كاهل الشركات بأي تكاليف إضافية.²

لو كانت صناديق التقاعد النظامية المؤهلة هذه تفي بالفرض. للجات إليها مجالس الإدارة من أجل منح المديرين معاشاتهم التقاعدية. غير أن صناديق التقاعد المؤهلة لا يمكنها أن تأخذ من مجمل تمويضات الموظفين السنوية سوى \$200,000 كحد أقصى قاعدة لاحتساب المعاش التقاعدي للشخص الواحد. فلو افترضنا على سبيل المثال أن صندوق التقاعد المؤهل يمنح جميع الموظفين المتقاعدين 50 بالمائة من مجموع التمويضات التي يحصلون عليها في السنة الأخيرة من سنوات خدمتهم، فإن صندوقاً كهذا لا يمكنه منح

المدير سوى معاش تقاعدي لا يتجاوز \$100,000 كحد أقصى حتى لو بلغ مجموع تعويضاته في السنة الأخيرة من سنوات خدمته مليون \$، هذا يعني أن الشركات لا تستطيع اعتماد صناديق التقاعد المؤهلة وسيلة لكي تمنح مديريها معاشات تقاعدية مشابهة من حيث الحجم لتعويضاتهم السنوية أثناء عملهم. لذا بادر العدد الأكبر من الشركات إلى إنشاء صناديق تقاعدية تكميلية خاصة بالمديرين³.

تختلف هذه الصناديق التقاعدية التكميلية الخاصة بالمديرين عن صناديق التقاعد المؤهلة النظامية في نقطتين حاسمتين، تتمثل النقطة الأولى في أن الصناديق الخاصة لا تحظى بمعاملة ضريبية تفضيلية كالصناديق المؤهلة. فأرباح الاستثمارات التي تجنيها الصناديق الخاصة لا تعفى من ضريبة الدخل، بل على الشركة أن تدفع ضريبة على الدخل الذي يجب أن تجنئه حتى تدفع للمديرين المتقاعدين معاشاتهم التقاعدية. من المنطقي أن تستحق ضريبة الدخل على أرباح الصندوق: لأن أموال الصندوق لو كانت دُفعت مباشرة للمدير مرتباً نقدياً لكي يستثمرها بنفسه تحسباً لسنوات تقاعده، لوجب عليه دفع ضريبة الدخل على أي أرباح يجنيها من ذلك الاستثمار. فجل ما تفعله صناديق التقاعد الخاصة إذاً يتمثل في أنها تعفي المديرين من بعض الأعباء الضريبية وتحملها للشركات⁴.

حينما يتساوى الموظفون والشركات في معدلات الضرائب المفروضة على دخولهم وفي قدراتهم على استثمار أموالهم، تندو صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين غير قادرة على خفض مجموع الأعباء الضريبية المفروضة على الموظفين والشركات معاً، بل إنها مقابل كل دولار تخفضه من الأعباء الضريبية المترتبة على الموظف تثقل كاهل الشركة بدولار إضافي يزيد من أعبائها الضريبية. إذاً وبخلاف صناديق التقاعد المؤهلة فإن هذه الصناديق الخاصة لا تستفيد في المحصلة من أي معدلات ضريبية تفضيلية⁵.

بالطبع، إن الوضع أكثر تعقيداً على أرض الواقع مما ذكرنا آنفاً⁶. ففي كثير من الحالات يختلف الحجم الكلي للأعباء الضريبية المترتبة على الأرباح تبعاً للطرف الذي يقوم بادخار المال واستثماره وتحقيق تلك الأرباح. أهو المدير أم الشركة. فحتى لو كانت قدرة الطرفين على تحقيق الأرباح واحدة، فإن معدل ضريبة الدخل قد يختلف في كلتا الحالتين، لنفترض على سبيل المثال أن ضريبة الدخل المفروضة على أرباح المدير الذي يستثمر مدخراته التقاعدية

بنفسه تساوي تلك التي يدفعها المرء في سوق الأسهم على الاستثمار طويل الأجل التي تبلغ 15 بالمائة. وأن معدل الضريبة التي تدفعها الشركة على الدخل الذي يجب عليها تحقيقه من أجل ضمان معاشات مديريها التقاعدية يعادل ضريبة دخل الشركات البالغة 35 بالمائة على مجمل أرباحها بما فيها تلك التي يحققها صندوقها التقاعدي الخاص بمديريها. من الواضح أن هذا الصندوق التقاعدي الخاص في هذه الحال ليس ذا جدوى اقتصادية من المنظار الضريبي لأنه سيزيد من العبء الضريبي الكلي الذي سيدفعه الطرفان معاً (المدير والشركة). أما في حال لم تحقق الشركة أرباحاً كبيرة أثناء مدة محددة ولم يكن متوقفاً أن تكون ضريبة دخلها مرتفعة في تلك المدة، فإن الأمر قد يبدو حينئذ مختلفاً تماماً؛ إذ يفدو نقل مدخرات التقاعد من عهدة المدير إلى عهدة الشركة أمراً مجدداً حقاً من المنظار الضريبي⁷.

من ناحية أخرى، حتى لو تساوت معدلات ضريبة الدخل المفروضة على أرباح المدير وأرباح الشركة، فقد تكون الأرباح التي تحققها الشركة أعلى من تلك التي بمقدور المدير أن يحققها. فالشركات التي تعاني صعوبة زيادة رأسمالها على سبيل المثال قد تتمتع بنسبة أرباح على الاستثمارات الجديدة أعلى من معدل أرباح السوق عامة، (من غير المتوقع أن تكون هذه هي حال الشركات التي تستطيع بسهولة أن تجد لنفسها مصادر تمويل إضافية؛ إذ إنه من غير المتوقع ألا تكون تلك الشركات قد استفادت فرص الاستثمار التي تعود عليها بنسبة أرباح أعلى من معدل أرباح السوق). إذأ، حين تتمتع الشركة بفرص استثمار أكبر ربحية من السوق، يفدو من المجدي بالنسبة للطرفين أن يوكل المدير استثمار مدخراته التقاعدية لشركته، شريطة أن تتساوى معدلات ضريبة الدخل المفروضة على أرباح المدير وأرباح الشركة.

إلا أنه ما من سبب منطقي مقنع يجعلنا نعتقد أن استثمار أموال المدير عبر شركته أمر مجد عموماً حتى في غياب الخفض الضريبي. بل على العكس من ذلك، فهناك أسباب كثيرة تدفعنا للاعتقاد بأنه من غير المجدي أن تستثمر الشركات مدخرات مديريها التقاعدية في ظل معدلات ضريبة الدخل المتدنية على الاستثمارات طويلة الأجل المتاحة للأفراد في السوق عموماً. وأنه لأمر بالغ الدلالة أن الشركات التي تتشأن صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بمديريها وترأها مجدبة لا تتشأن صناديق تقاعد مشابهة (أي غير مؤهلة) ولا سيما بنهر

المديرين من موظفيها. فعندما تجد شركة ما أن إنشاء صندوق تقاعدي خاص بمديريها أمر مجد لأن إمكانات الاستثمار المتاحة أمامها أفضل من الإمكانيات المتاحة أمامهم. عليها أن تنظر بالمثل إلى إنشاء صندوق تقاعدي خاص بموظفيها الآخرين الذين يرغبون بدعم معاشهم التقاعدي النظامي المؤهل بمعاش تكميلي من مدخراتهم التقاعدية الخاصة. لكن حقيقة أن الشركات نادراً ما تنشئ صناديق تقاعد غير مؤهلة خاصة بموظفيها غير المديرين وتخص مديريها فقط بهذا الامتياز، تدل بوضوح على أنه في غياب الخفض الضريبي الممنوح للصناديق المؤهلة، فإن إنشاء صناديق التقاعد غير المؤهلة لا يشكل وسيلة مجدية عموماً من أجل منح التعويضات للموظفين. مع ذلك نجد أن 70 بالمئة من الشركات عام 2002، قد ضمنت لمديريها صناديق تقاعدية تكميلية خاصة غير مؤهلة⁸.

أما النقطة الحاسمة الثانية في الاختلاف بين الصناديق التقاعدية التكميلية الخاصة بالمديرين وصناديق التقاعد المؤهلة النظامية للموظفين غير المديرين فتتعلق باحتمال الخسارة الذي تتعرض له الشركات واحتمال الخسارة الذي يتعرض له المشاركون في الصناديق في كلتا الحالتين. عادة ما تُنشأ صناديق التقاعد المؤهلة المتاحة للموظفين الجدد من ذوي المراتب الوظيفية المتدنية على أساس تحديد حجم إسهاماتهم، حيث تلتزم الشركات دفع قيمة محددة من المال عن كل مشارك كل عام. أما ما يحصل عليه الموظف لدى تقاعده فيتعلق بمدى نجاح استثمارات الصندوق. فنتائج سوء الاستثمار والخسارة المترتبة عنه يتحملها الموظفون بمفردهم.

بالمقابل، تركز صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين على أساس المعاشات الثابتة، أي إنها تضمن للمديرين معاشاً تقاعدياً ثابتاً مدى الحياة بغض النظر عن كفاية استثمار الصناديق. فجميع المديرين العامين المسجلين في قاعدة البيانات إكسيكوكومب الخاصة بمديري الشركات المدرجة على لائحة إس & بي يستفيدون من صناديق تقاعدية خاصة تضمن لهم معاشاً تقاعدياً ثابتاً⁹. إن هذا النوع من الصناديق التقاعدية يحمل نتائج سوء استثمار أموال الصناديق للشركات وحملة أسهمها. فمهما كان أداء الشركة سيئاً ومهما كانت استثماراتها خاسرة فإنها تضمن لمديريها معاشاً تقاعدياً محدداً يتدفق إلى حساباتهم ما داموا على قيد الحياة.

إذا كانت المساومات على مطال الذراع مع غالبية الموظفين تؤدي إلى ترتيبات للتعويضات التقاعدية تركز على أساس تحديد حجم الإسهامات، فلماذا تسفر تلك المساومات مع المديرين إلى نتيجة مختلفة إلى هذا الحد؟ فلو كانت ترتيبات المكاسب التقاعدية المرتكزة على ثبات المعاش التقاعدي نتيجة فعلية للمساومات على مطال الذراع لكان حري بالشركات أن تقدم تلك الترتيبات للموظفين العاديين قبل المديرين؛ لأن الموظفين العاديين، بخلاف المديرين، غير قادرين على ادخار مبالغ كبيرة من المال. بل إنهم أحوج من المديرين إلى معاشات تقاعدية ثابتة ومضمونة تغطي احتياجاتهم في خريف العمر، كما أنهم أقل من المديرين قدرة على تحمل الخسائر التي يمكن أن تنتج عن سوء الاستثمار في الصناديق المبنية على أساس تحديد المساهمات. وبخلاف الموظفين العاديين يوسع المديرين بسهولة في حال كانت صناديق تقاعدهم مبنية على أساس تحديد المساهمات أن يؤمنوا على أنفسهم ضد خطر سوء الاستثمار، وذلك عبر تخصيص جزء من مرتباتهم المرتفعة جداً والأرباح التي يجنونها من خيارات الأسهم التي يمتلكونها لشراء ما يسمى سناهيات تضمن لهم مرتبات سنوية ثابتة مدى الحياة. فلو كان لا بد من أن تتلقى إحدى المجموعتين فقط (مجموعة المديرين أو مجموعة الموظفين العاديين) تعويضات تقاعدية مبنية على أساس المعاش التقاعدي الثابت، فإن المساومات على مطال الذراع كانت ستحسم الأمر لصالح مجموعة الموظفين العاديين لا لصالح مجموعة المديرين.

المكاسب التمويهيية

على الرغم من أن جدوى منح المديرين معاشات تقاعدية ثابتة من الصناديق التقاعدية التكميلية الخاصة بهم بعيدة كل البعد عن أن تكون واضحة، إلا أنه من الواضح جداً أن تلك الصناديق تسهم في إخفاء جزء كبير من الأجر المقدم للمديرين غير المرتبط بأدائهم.

إن دفعات الصندوق التقاعدي التكميلي الخاص بالمديرين تتحدد بعدد سنوات خدمة المدير وبحجم التعويضات الإجمالي الذي كان يحصل عليه في سنة خدمته الأخيرة قبل تقاعده. فكلما ارتفع مرتب المدير وكلما زادت سنوات خدمته، زاد مهما معاشه التقاعدي. بهذا يكون المعاش التقاعدي الذي يدفعه هذا النوع من الصناديق، مثله مثل المرتب العادي،

غير مرتبط بأداء المدير. بل إن العديد من الشركات عملت على تضخيم مرتبات المديرين التقاعدية عن طريق التلاعب بعدد سنوات خدمتهم. وذلك من أجل رفع قيمة معاشهم التقاعدي المحسوب وفق معادلة حساب المعاش ضمن الصندوق¹⁰.

على كل شركة أن تضمّن بياناتها السنوية التي تصدرها للعلن جداول تمويضاتها التي يجب أن تتضمن القيمة الحقيقية بالدولار الأمريكي لكل وجه من وجوه التمويضات المتنوعة التي يحصل عليها مديرها العام بالإضافة إلى مديرها الأربعة الآخرين الذين يحصلون على أعلى المرتبات في الشركة. إن هذه الأرقام التي تنشرها الشركة في هذا السياق هي من أكثر المؤشرات وضوحاً للرأي العام حول التمويضات التي يتقاضاها مدير الشركة. إذ إنها متاحة لوسائل الإعلام ولجميع المهتمين الذين يقرؤون تلك البيانات السنوية ويتابعونها. وفي الواقع فإن ما تتضمنه تلك البيانات من معلومات حول تمويضات المديرين تشكل المعطيات الأساسية الرسمية التي تركز إليها أبحاث خبراء الاقتصاد المالي وكذلك أعمال الاستشاريين المختصين في حقل التمويضات.

لو كانت معاشات المديرين التقاعدية مبنية على أساس الإسهامات الثابتة، لظهرت تلك الإسهامات السنوية التي تدفعها الشركات لدعم حسابات مديرها في صندوقهم التقاعدي الخاص في جداول تمويضاتها المعلنه. لكن من أهم ميزات صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين أنها تنطلي على الزيادة السنوية التي تضاف إلى القيمة الراهنة لمعاش المدير التقاعدي - بسبب علاوات مرتبه السنوي وزيادة سنوات خدمته سنة إضافية - وتخفيها عن المراقبين الخارجيين؛ إذ إن الشركات ليست مجبرة على التصريح عن تلك الزيادة في جداول تمويضاتها المعلنه. لذلك فإن المراقب الخارجي الذي يتابع جداول التمويضات تلك لن يرى كيف تنمو حسابات المديرين في صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم.

فضلاً عن ذلك، وهو ما يتسم بأهمية كبيرة، فإن قوانين الإفصاح لا تلزم الشركات إلا بالإفصاح عن المبالغ التي تدفعها لمديرها الراهنين في جداول التمويضات التي تعلنها. وبما أن المديرين التقاعدين لا يندرجون ضمن قائمة الموظفين الراهنين، فإن الشركات غير ملزمة بإدراج معاشاتهم في جداول تمويضاتها المعلنه. إذاً فالقيمة الحقيقية لاستحقاق المديرين من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم والمبنية على أساس الاستحقاق

الثابت لا تظهر البتة في المكان الذي يطلع عليه الباحثون ووسائل الإعلام ويجمعون منه جل معلوماتهم حول تعويضات المديرين. ولما كانت القيمة الحقيقية لاستحقاق المدير من الصندوق التقاعدي مخفية، فإن عدم ارتباط ذلك الاستحقاق بأداء المدير سيبقى أيضاً بعيداً عن الأضواء ولن يحظى بالاهتمام اللازم.

لنأخذ على سبيل المثال مديراً عاماً يعمل مع شركته طوال عشر سنوات ومن ثم يحصل على معاش تقاعدي سنوي يعادل جزءاً كبيراً من مجموع التعويضات التي حصل عليها في السنة الأخيرة من خدمته. إن مجموع ما يحصل عليه المدير من معاشات تقاعدية في حياته في مثل هذه الحال سيعادل تقريباً مجموع ما حصل عليه من تعويضات أثناء سني خدمته كمدير عام. لكن وبخلاف حجم الرواتب والتعويضات التي يحصل عليها المدير أثناء مدة خدمته، فإن التعويضات التي يحصل عليها من صندوق تقاعده تبقى مخفية ولا تظهر مطلقاً في جداول التعويضات التي تعلنها الشركة.

عندما تقاعد لويس غيرستتر المدير العام لشركة أي بي إم على سبيل المثال بعد تسع سنوات من الخدمة، استحق معاشاً تقاعدياً سنوياً قدره \$1,140,000 ابتداءً من سنه الستين¹¹. لقد قاربت القيمة التأمينية لهذه السناهمية مجموع ما تلقاه السيد غيرستتر كمدير عام أثناء سنوات خدمته التسع، والذي بلغ 18 مليون \$ تقريباً. ظهر أن شركة أي بي إم لم تكن ملزمة التصريح عن المعاش التقاعدي لمديرها السابق في جداول تعويضاتها المعلنة ولا حتى أن تدخل قيمته الحقيقية بالدولار الأمريكي في بياناتها المالية¹².

وليس من المستغرب أن تكون برامج التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين قد صممت خصيصاً لزيادة تعويضات المديرين بعيداً عن مرأى ومسمع حملة الأسهم¹³. وفي الواقع فقد نقلت تقارير صحفية أن بعض المديرين لم يوافقوا على اعتماد تلك الصناديق التقاعدية الخاصة إلا بعد أن حصلوا على تأكيدات بأن المبالغ التي ستدفع في الصندوق لن يتم تسريبها إلى العلن¹⁴.

بالطبع، ومع أن أياً من الأرقام المعبرة عن زيادة قيمة استحقاق المديرين من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم قبل تقاعدهم أو عن المبالغ المدفوعة لهم بعد إحالتهم على

التقاعد لا يظهر في جداول الترميزات الملونة، إلا أن حقيقة وجود تلك الصناديق والمعادلات التي تحكمها يجب أن يعلن عنها في التصاريح التي على الشركات أن تقدمها لهيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية¹⁵. غير أنه من الصعب على أي شخص لم يتلق تدريباً كافياً في أمور الحسابات التأمينية والمالية أن يقدر بشيء من الدقة، وانطلاقاً من تلك المعادلات الملونة، مجموع المبالغ التي ستدفع للمدير مستقبلاً بعد تقاعده، أي أن يقدر الكلفة التي تتكبدها الشركة من جراء منح المدير الحق بمماش تقاعدي ثابت مدى الحياة¹⁶. وكما ذكرنا آنفاً، فإن الشركات غير ملزمة الإعلان عن أي تقديرات للقيمة الحقيقية بالدولار الأمريكي لاستحقاق أي من مديريها في صندوقها التقاعدي المبني على أساس المماش التقاعدي الثابت، ولذلك فهي عادة ما تمتنع عن إعلان تلك التقديرات، ولعل صعوبة الوصول إلى القيم الحقيقية لهذه الترميزات الضخمة هي السبب وراء اختفائها من قواعد البيانات الرسمية المعتمدة في الدراسات والبحوث التي تجرى حول موضوع ترميزات المديرين.

وفي الواقع يصعب في كثير من الأحيان تقدير المبالغ الكلية المستحقة لمديري أي شركة كمجموعة متكاملة لدى الصندوق التقاعدي التكميلي الذي تنشئه الشركة لهم. إن جل ما يجب على الشركة أن تصرح به هو رقم واحد فقط، ألا وهو المبلغ المستحق عليها من جراء خططها التقاعدية لجميع موظفيها الذي ليس له اعتماد مالي كاف (أي المعاشات التقاعدية للموظفين التي لم تتم الشركة بتغطيتها مالياً عبر تخصيص أصول أو موجودات للشركة لهذا الغرض بالذات)¹⁷. إن قوانين هيئة معايير الحسابات المالية لا تقضي بأن يجري ذكر الاستحقاقات المترتبة من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين في بند منفرد ومستقل عن الاستحقاقات التقاعدية لباقي الموظفين¹⁸. لذلك بوسع الشركات أن تصرح عن رقم واحد فقط يساوي مجموع الاستحقاقات التي ليس لها اعتماد مالي كاف، بنض النظر عما إذا كانت تلك الاستحقاقات مترتبة من صناديق التقاعد المؤهلة للموظفين العاديين أم من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين.

على الرغم من أن الشركات غير ملزمة التصريح عما يترتب عليها من جراء صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، إلا أن بعض الشركات تبادر من تلقاء نفسها إلى

التصريح عن تلك المبالغ، وبعضها مذهلة حقاً. ففي عام 2000، على سبيل المثال صرحت شركة جنرال إلكتريك بأن مجموع ما يترتب عليها دفعه من معاشات تقاعدية لمديريها قد بلغ 1.13 مليار \$¹⁹. ولسوء الحظ لم تصرح جنرال إلكتريك عن أي تفاصيل إضافية حول استحقاق مديريها العام واستحقاقات بقية مديري الصف الأول من ذلك المبلغ الإجمالي. لكن الأمر الشائع ألا تقدم الشركات أي معلومات تفصيلية حول حصة المديرين وحصة باقي الموظفين من المبلغ الإجمالي لمجموع ما يترتب عليها من جراء صناديقها التقاعدية.

هنالك سمة إيجابية واحدة على الأقل لصناديق التقاعد المؤهلة للموظفين العاديين يجدر ذكرها وتمتاز بها عن صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين. فالشركات عندما تعتمد صناديق التقاعد المؤهلة يجب عليها، كشرط أساسي لكي تحصل على معاملة ضريبية تفضيلية، أن تخصص جزءاً من أصولها وموجوداتها لضمان قدرتها على دفع مستحقات موظفيها من صندوقهم التقاعدي المؤهل. أما صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، وبسبب كونها غير مؤهلة لتستفيد من المعاملة الضريبية التفضيلية حتى لو كان تمويلها مضموناً، فإنها لا تحظى دائماً بالاعتماد المالي الكافي لضمان تمويلها. لذا فإن الاستحقاقات التقاعدية للمديرين معرضة لخطر عدم الدفع أكثر من الاستحقاقات التقاعدية للموظفين العاديين - واللافت أن الكونغرس الأمريكي يدرس في الوقت الراهن تشريعاً من شأنه أن يضع العرافيل أمام الشركات في سعيها الحثيث لحماية مديريها من خطر عدم تلقيهم استحققاتهم التقاعدية في المستقبل²⁰.

إلا أن الشركات التي كانت تواجه مصاعب مالية في الماضي كانت في كثير من الأحيان تمسك إلى شراء يوالهص تأمين خاصة بمعاشات التقاعد أو إلى إيداع مبالغ مالية مضمونة على صورة أمانات لدى جهات معينة أو إلى اتخاذ غير ذلك من الخطوات، وذلك من أجل ضمان دفع معاشات تقاعد مديري تلك الشركات تحسباً لحالات إفلاسها²¹. فمعيد أحداث أيلول/سبتمبر 2001، حين بدت قدرة شركات الطيران على الإيفاء بالتزاماتها المالية في خطر، لجأت شركة دلتا إيرلاينز على سبيل المثال إلى اتخاذ إجراءات وقائية لحماية مديريها²². ولأن حجب تلك الأموال عن مديري تلك الشركات وضمناً بقائهم بعيداً عن متناولهم سيؤدي إلى تمييز المديرين لاستحقاقات ضريبية إضافية. كانت الشركات

في كثير من الأحيان تعتمد إلى زيادة معاشات تقاعد مديريها لتغطية تلك الاستحقاقات الضريبية على نحو كامل أو جزئي²³. لقد تحدثت التقارير في العام 1991، عن أن 50 شركة كبرى في أمريكا قد وضعت خططاً محكمة لمنح مديريها معاشات تقاعدية مضمونة مئة بالمئة²⁴. ومن المرجح أن تكون هذه الممارسة منتشرة على نحو أوسع بكثير مما كان معروفاً. لأن شركات كثيرة لم تكن تقر بحيازتها مثل هذه الخطط تقادياً للانتقاد الذي كان يمكن أن يوجه إليها بأنها كانت تحمي مديريها من نتائج وتبعات أخطائهم²⁵.

التعويضات المؤجلة

التعويضات المؤجلة تقنية أخرى تستعمل لمنح المديرين مبالغ طائلة من الأجر غير المرتبط في معظمه بأدائهم الفعلي، وذلك دون إثارة الكثير من انتباه حملة الأسهم. تقدم العديد من الشركات برامج وخطط تتيح للمديرين أن يتلقوا تعويضاتهم في وقت لاحق: بل إن بعض تلك البرامج يلزم المديرين بتأجيل تلقي تعويضاتهم. أما تلك التعويضات فتتمو أثناء مدة التأجيل تلقائياً وفق صيغ تضمنها تلك الشركات. ولا تستحق الضرائب على مبالغ التعويضات الأصلية ولا على زياداتها حتى موعد تلقيها، الذي عادة ما يأتي في وقت لاحق على وقت تركهم لأماكن عملهم. حينها تستفيد الشركات من اقتطاع ضريبي على المبالغ المدفوعة. وعلى العموم لدى غالبية كبريات الشركات برامج وخطط من هذا النوع²⁶.

يمكن لخطط التعويضات المؤجلة أن تأخذ أشكالاً متعددة. ففي حين تلزم بعض الشركات مديريها الذين يتقاضون تعويضات سنوية بما يزيد عن المليون \$، وهي مبالغ محرومة من الاقتطاع الضريبي وفقاً للمادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية، أن يؤجلوا تلقي تعويضاتهم التي تفوق المليون \$ إلى وقت لاحق، تعتمد شركات أخرى خططاً اختيارية غير ملزمة. وبعض الشركات تسمح لمديريها بتأجيل تلقي مرتباتهم فقط، بينما يسمح بعضها الآخر بتأجيل تلقي تعويضات التحفيز طويلة الأمد والأرباح التي يجنونها من استخدام خياراتهم أو من بيع أسهمهم المقيدة أيضاً. وفي كثير من الأحيان تقدم الشركات لمديريها إسهامات تكميلية لخططهم التقاعدية المؤجلة تختلف في حجمها من شركة لأخرى. يتم في بعض الأحيان تحديد حجم تلك الإسهامات في قرارات سرية لمجالس الإدارة، وفي أحيان أخرى وفق صيغ معروفة ومعلنة²⁷.

تختلف خطط التعويضات المؤجلة أيضاً في كيفية استثمار تلك التعويضات، أي في كيفية تحديد استحقاق المدير من تلك التعويضات بعد انتهاء مدة التأجيل. عدد كبير من الشركات تضمن لمديريها معدلاً محدداً لعوائد استثمار تلك التعويضات (أو حداً أدنى لذلك المعدل)²⁸. ولطالما منحت الشركات مديريها إعانات إضافية عبر منحهم معدلات عوائد استثمار أعلى من المعدلات السائدة في السوق. ففي عام 2001، على سبيل المثال، حين كانت عوائد سندات الخزينة لسنة واحدة تتراوح بين 3.39 بالمائة و 4.63 بالمائة، ضمننت شركتا جنرال إلكتريك و إنرون لمديريهما معدل عوائد على تعويضات تقاعدهم المؤجلة بلغ 12 بالمائة. بعض الشركات الأخرى كانت تقدم لمديريها العوائد السائدة في السوق زائداً نسبة إضافية محددة. فشرية لوسنت على سبيل المثال قدمت لمديريها معدل عوائد استثمار لتعويضات تقاعدهم المؤجلة يساوي العوائد السائدة في السوق على سندات الخزينة لعشر سنوات زائداً 5 بالمائة²⁹. يدرس الكونغرس في الوقت الراهن تشريعاً يهدف إلى منع الشركات من منح مديريها معدلات للعوائد على تعويضات تقاعدهم المؤجلة تزيد عن المعدلات السائدة في السوق. وعلى الرغم من أن تمرير مثل هذا التشريع في الكونغرس من شأنه أن يقضي على هذه الميزة بالذات من ميزات المكاسب التقاعدية المؤجلة، فإن تلك التعويضات ستستمر في منح المديرين ميزات مالية وتمويهاية أخرى كما سنرى لاحقاً.

اختلافات خطط التعويضات المؤجلة عن خطط 401(k)

للوهلة الأولى تبدو خطط التعويضات المؤجلة مكافئة لخطط 401(k) المعروفة التي يستفيد منها العدد الأكبر من الموظفين العاديين. لكن، كما أن صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين تختلف عن صناديق التقاعد المؤجلة التي يستفيد منها الموظفون العاديون، فإن هنالك فروقاً مهمة بين خطط التعويضات المؤجلة التي تمنح للمديرين وخطط التعويضات 401(k) المعروفة التي يستفيد منها الموظفون العاديون.

وأول تلك الفروق يتمثل في أن خطط 401(k) تمنح العاملين فرصة إيداع أموالهم لدى وسائل استثمار معينة، لكن بغض النظر عن نوع الاستثمار فإن ما يحصلون عليه من معدل لعوائد الاستثمار قبل الخصم الضريبي يساوي ما كانوا سيحصلون عليه بوسائل الاستثمار عنها في سوق الاستثمار خارج خطط 401(k): لكن، وعلى العكس من ذلك، فإن ترتيبات

خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين غالباً ما تضمن لهم معدلات للموائد أعلى من تلك المعدلات السائدة في السوق.

فضلاً عن ذلك فإن خطط (k)401 تتمتع بدعم ضريبي، في حين لا يصح ذلك بالنسبة لخطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين. تقوم خطط (k)401 على أن يودع جزء من مرتب كل موظف مستفيد من هذه الخطط في حساب خاص لا تستحق ضرائبه سوى في وقت لاحق، ويوسع الشركة أيضاً أن تدفع إسهاماتها الخاصة في ذلك الحساب. وكما هي الحال في صناديق التقاعد المؤجلة، فإن المبالغ المترتبة في تلك الحسابات تستثمر وتتمو من دون ضرائب. لا الموظف ولا الشركة يدفعان أي ضريبة دخل على الموائد الناتجة عن ذلك الاستثمار: الموظفون لا يدفعون ضرائب لا على الحسابات ولا على العائدات إلى حين حصولهم على استحقاقاتهم، وبالمقابل تحصل الشركة على خفض ضريبي لقاء المبالغ التي تدفعها على حسابات خطط (k)401 كما لقاء المبالغ التي يدفعها الموظفون أنفسهم. إذا فإيداع تعويضات الموظفين في خطط (k)401 يمكنهم من الاستفادة من تأجيل ضرائبهم المستحقة دون أن تخسر الشركة المشغلة حقها في الخفض الضريبي³⁰.

بمقدور الشركات طبعاً أن تقدم التعويضات المؤجلة لمديريها عبر خطط (k)401، غير أن هناك حدوداً عليا للمبالغ التي يمكن دفعها سنوياً على حسابات خطط (k)401. ففي السنة الضريبية 2004، لم يكن بوسع موظف مشمول بخطة نظامية من خطط (k)401 أن يؤجل أكثر من \$13,000 من تعويضاته على مدار السنة³¹. ولكي تمنح الشركات مديريها فرصة الاستفادة من مبالغ تتخطى هذا الحد عمدت إلى اعتماد ترتيبات التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين خارج إطار خطط (k)401 التي تتمتع بمعاملة ضريبية تفضيلية. إذا فالتعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين ليست فقط غير مبنية على خطط (k)401، بل إن تلك الخطط لا تشكل في حال من الأحوال القاعدة الأساسية للتعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين.

وهكذا فإن الشركات لا تكتفي بالإسهام بحصتها في حسابات التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين لهجري استثمارها بعدئذ بلا ضريبة كما هي الحال بالنسبة للموظفين العاديين، بل إنها تحجز عملياً جزءاً من أجر المدير في كل سنة وتضعه في حسابه الخاص

وتسمح لذلك الحساب أن ينمو بمعدل سنوي ثابت ومتفق عليه سلفاً، لتعود وتدفع للمدير في وقت لاحق جميع تلك المبالغ المحتجزة بالإضافة إلى عائداتها.

بالطبع تدفع الشركة ضريبة على الدخل الذي عليها تحقيقه من أجل دفع عوائد حسابات التعميوضات المؤجلة الخاصة بمديريها. ومن ناحية أخرى، لو كانت تلك التعميوضات المؤجلة قد دقت للمديرين وقت انتقالها إلى حسابه، لكان استمرارها في السوق ودفع ضريبة دخل على عائداتها، إذ أفضحها هي الحال مع صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين. تقوم خطط التعميوضات المؤجلة الخاصة بالمديرين بتحريرهم من بعض أعبائهم الضريبية وتحملها للشركات التي يديرونها³².

حينما يتساوى الموظفون والشركات في معدلات الضرائب المفروضة على دخولهم وفي قدراتهم على استثمار أموالهم، تغدو خطط التعميوضات المؤجلة الخاصة بالمديرين، مثلها في ذلك مثل صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم، غير قادرة على خفض مجموع الأعباء الضريبية المفروضة على الموظفين والشركات معاً، بل إنها مقابل كل دولار تخفضه من الأعباء الضريبية المترتبة على المدير تثقل كاهل الشركة بدولار إضافي يزيد من أعبائها الضريبية. إذ أ، خطط التعميوضات المؤجلة الخاصة بالمديرين، مثل صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم وعلى عكس خطط 401(k) وصناديق التقاعد المؤهلة التي يستفيد منها الموظفون العاديون، لا تقدم أي مكاسب ضريبية حينما يتساوى المديرون والشركات في معدلات الضرائب المفروضة على دخولهم وفي قدراتهم على استثمار أموالهم³³.

وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين أيضاً، هناك بالطبع العديد من الحالات التي قد تؤدي فيها خطط التعميوضات المؤجلة الخاصة بالمديرين، التي تخرج عن إطار خطط 401(k)، إلى زيادة أو نقصان حجم القيمة الكلية المتاحة للشركة والمدير معاً³⁴. فقد يفرض على دخل المدير معدل ضريبي يختلف عن ذلك المفروض على دخل الشركة. حتى لو تساوى كلاهما (أي المدير والشركة) في المعدل الضريبي المفروض على دخلهما، فقد تبرز الشركة قدرأ أكبر من العائدات مما يحزره المدير (مع أن ذلك الاحتمال ضئيل بالنسبة للشركات التي تتمتع بقدرة كبيرة على إيجاد مصادر تمويل إضافية، كما سبق لنا أن رأينا أثناء مناقشتنا لموضوع صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين). إلا أنه

ما من سبب منطقي مقنع يجعلنا نعتقد أن تأجيل تمويزات المدير أمر مجد لجميع الأطراف في غياب الخفض الضريبي الذي تضمنه الخطط المؤجلة. بل على العكس من ذلك، قد يكون العبء الضريبي الإضافي على كاهل الشركة أكبر من الخفض الضريبي الذي يحصل عليه المدير من جراء اعتماد خطط التمويزات المؤجلة. فيكون العبء الضريبي الكلي الذي يدفعه المدير والشركة معاً للحكومة قد ازداد بسبب اعتماد تلك الخطط.

لنفترض على سبيل المثال مديراً على رأس شركة مربحة قد وعده مجلس إدارة الشركة بمعدل عوائد على تمويزات المؤجلة مرتبط بأحد مؤشرات سوق الأسهم. لو استثمر المدير تلك الأموال في البورصة لدى أحد صناديق الاستثمار في السوق، لا يضطر لدفع ضريبة دخل على عوائد ذلك الاستثمار بمعدل يساوي ما يدفعه عادة على عائدات رؤوس الأموال الفدرالية على المدى الطويل، وهو ما قد يصل في أعلى قيمة له إلى 15 بالمائة (وفقاً لمعطيات العام 2004)³⁵. أما في حال تولت الشركة استثمار تلك الأموال -سواء في الأسهم عينها، أم في أسهم أخرى، أم حتى في أسهمها الخاصة- فإن عوائد ذلك الاستثمار ستخضع لضريبة دخل الشركات التي قد تصل إلى 35 بالمائة³⁶.

لذا يبدو مستغرباً أن يلجأ 90 بالمائة من الشركات إلى اعتماد خطط التمويزات المؤجلة الخاصة بالمديرين لمنحهم المزيد من الأجر³⁷. وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، هناك أسباب قوية تدفعنا للاعتقاد بأن خطط التمويزات المؤجلة هذه ليست الصورة الأجدى لمنح المديرين التمويزات التي يستحقونها. وإنه لأمر لافت فعلاً أن الشركات التي تقدم لمديريها خططاً غير مؤهلة لتمويلاتهم المؤجلة الخاصة لا تقدم لموظفيها العاديين خططاً مماثلة. ولو كانت تلك الخطط المقدمة للمديرين مجدية -ولنقل لأن الشركة تملك على سبيل المثال فرص استثمار أفضل من الفرص المتاحة أمام المديرين أنفسهم- لوجب أن تكون تلك الخطط مجدية أيضاً بالنسبة لباقي الموظفين. غير أنه من النادر، إن لم نقل من المستبعد تماماً، أن نجد شركات تقدم لموظفيها غير المديرين بالإضافة إلى خطط 401(k) المؤهلة خطط تمويزات مؤجلة وغير مؤهلة كذلك التي تقدمها لمديريها. هذا ما يقودنا إلى الاعتقاد الراسخ بأن منح المدير خطة تمويزات مؤجلة وغير

مؤهلة نادراً ما يؤدي فعلاً إلى تعظيم القيمة الكلية للمدير والشركة معاً، أي نادراً ما يكون في صالحهما المشترك.

المكاسب التمويهية

على الرغم من أن المكاسب المرجوة على صعيد الجدوى من ترتيبات منح المديرين تمويضات مؤجلة بعيدة كل البعد عن أن تكون واضحة، إلا أن ما تقدمه تلك الترتيبات للمديرين من مكاسب تمويهية هو الأمر الأساسي، صحيح أن التمويضات المؤجلة يجب أن يصرح عنها في جداول التمويضات. وذلك في العام الذي تكون فيه تلك التمويضات قد منحت، إلا أن المكسب الأساسي الذي تقدمه تلك التمويضات المؤجلة للمديرين يكمن في أن عوائد تلك التمويضات - المعفية من الضرائب التي تتراكم في كثير من الأحيان وفق معدلات أعلى من مثيلاتها في السوق - تبقى في منأى عن مرأى المراقبين الخارجيين.

حتى عندما لا يكون معدل العوائد الاسمي على التمويضات المؤجلة أعلى من معدل السوق، فإن المعدل الفعلي لما يجنيه المديرون من ترتيبات التمويضات المؤجلة يبقى بكل تأكيد أعلى مما تبدو عليه الأمور، وذلك بسبب ميزة عدم دفع المديرين لأي ضريبة على تلك الأرباح. ففي حين يجب على المديرين دفع ضريبة الأرباح على ما يجنونه من استثمارات خارج إطار ترتيبات التمويضات المؤجلة، بمقدورهم استثمار أموالهم في إطار تلك الترتيبات معفية من الضرائب - على حساب الشركات التي يديرونها. إذ، ما دام معدل العوائد الذي تقدمه ترتيبات التمويضات المؤجلة للمديرين أعلى من المعدل الصافي (بعد احتساب الضرائب) الذي يستطيعون تحقيقه في إطار استثماراتهم الخاصة، فإن المديرين يجنون أرباحاً كبيرة وحقائقية لا تظهر في جداول التمويضات المعلقة. لقد ورد في تقرير نشرته صحيفة نيويورك تايمز على سبيل المثال أن روبرت جويزويتا مدير شركة كوكا كولا تمكن من استثمار مبلغ مليار \$ من تمويضاته المؤجلة دون ضرائب وعلى مدى 17 عاماً³⁸. وقد تولت شركة كوكا كولا دفع بيان الحساب عبر دفع ضريبة الدخل على ما جنته من أموال كانت بحاجة إليها من أجل تغطية العوائد التي ضمنها لمديرها روبرت جويزويتا على حساب تمويضاته المؤجلة³⁹.

إضافة إلى ذلك وبينما تقدم خطط (k)401 للموظفين العاديين عوائد تكافئ تلك السائدة في سوق الأسهم أو في الصناديق الأخرى المتاحة عموماً، فإن العديد من ترتيبات التمويضات المؤجلة التي تمنح للمديرين تضمن لهم معدلات عوائد أعلى من السوق على نحو ملحوظ. فأولئك المديرين لم يحصلوا فقط على عوائد استثمارية معفاة من الضرائب - لكن على حساب شركاتهم - بل إنهم قد حصلوا فضلاً عن ذلك على معدلات عوائد أعلى من مثيلاتها في السوق. وهنالك هذا وذاك بقيت تلك العوائد الضخمة بعيدة عن مرأى المراقبين الخارجيين إلى حد بعيد.

تلتزم هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية الشركات بأن يصرحوا في جداول تمويضاتهم المعلنة عن العوائد التي يجنيها كل مدير من تمويضاته المؤجلة في ذلك العام بمعدل يفوق معدل عوائد الاستثمار في السوق. وفي حال ضمان معدل ثابت لعوائد التمويضات المؤجلة، فإن عبارة «فوق معدل عوائد السوق» تعني تعريفاً المعدل الذي يفوق 120 بالمئة من معدل عوائد رؤوس الأموال الفدرالية السائد والمعتمد من قبل مصلحة الإيرادات الضريبية الداخلية بتاريخ تحديد المعدل المضمون لعوائد التمويضات المؤجلة. وعبر استغلال هذا التعريف لمعدل العوائد الذي يفوق معدل عوائد السوق، تمكنت الشركات في بعض الأحيان من منح مديريها معدلات عوائد أعلى من تلك التي بمقدورهم الحصول عليها بوسائلهم الخاصة، وذلك دون الحاجة للإفصاح عن تلك العوائد في جداول التمويضات المعلنة.

يعد هذا التعريف لمعدل العوائد طويل الأمد الذي يفوق معدل عوائد السوق، والذي تبنته هيئة الأوراق والأسواق المالية، سخياً على نحو خاص لأنه يترك لمجالس الإدارة حرية اختيار وقت تحديد معدل العوائد الثابت بما يخدم مصلحة المديرين. ففندما ترتفع معدلات عوائد السوق ورؤوس الأموال الفدرالية وتقدو أعلى من المعدل المضمون لعوائد تمويضات المديرين المؤجلة، تستطيع الشركات ببساطة اعتماد معدل أعلى من المعدل السابق. وما دام المعدل الجديد لعوائد تمويضات المديرين المؤجلة أقل من 120 بالمئة من المعدل الجديد المرتفع لعوائد رؤوس الأموال الفدرالية، فإن الشركات تبقى غير ملزمة التصريح عن تلك العوائد في جداول تمويضات مديريها المعلنة. أما في حال انخفضت معدلات عوائد السوق ورؤوس الأموال الفدرالية، فإن بمقدور الشركات أن تستمر في منح المديرين المعدلات السابقة التي

باتت الآن أعلى من 120 بالمئة من معدلات السوق. ولما كان شرط الإفصاح عن العوائد يرتبط بمعدل العوائد السائد في السوق على رؤوس الأموال الفدرالية وقت تحديد معدل العوائد الممنوحة للمدير على تمويضاته المؤجلة، فإن تلك العوائد المدفوعة على حساب المدير لا تظهر في جداول التمويضات المعلنة مهما انخفضت معدلات عوائد السوق لاحقاً.

أخيراً، فحتى العوائد الناتجة عن معدلات أعلى من العتبة التي وضعتها هيئة الأوراق والأسواق المالية، من المرجح ألا تظهر بكاملها في جداول التمويضات المعلنة. إذ إن إلزامية التصريح تنتهي بتقاعد المدير، على الرغم من أن المدير غالباً ما يستمر بالتمتع بمعدل العوائد المرتفع إلى ما بعد تقاعده. إن مثل هذا القهض من مكاسب ما بعد التقاعد - والذي قد يأخذ حجماً كبيراً جداً - لا يظهر على الإطلاق في جداول التمويضات التي تعلنها الشركات أمام الرأي العام.

وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، فإن خطط التمويضات المؤجلة قد تعرّض المديرين لخطر الخسارة في حال إعلان شركاتهم إفلاسها. ففي حين تلزم خطط 401(k) الشركات بتخصيص جزء من أصولها وموجوداتها ووضعها في منأى عن مدينتها لضمان قدرتها على دفع مستحقات موظفيها من تلك الخطط، تبقى ترتيبات التمويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين مجرد وعود مقدمة من قبل الشركات للمديرين بأن تدفع لهم مبالغ معينة على هيئة تمويضات في المستقبل. غير أن حقوق المديرين في تلك المبالغ ليست مضمونة كلياً في حال إعلان إفلاس شركاتهم. وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، فإن الكونغرس يدرس في الوقت الراهن تشريعاً من شأنه أن يصعب على الشركات محاولتها حماية مديريها من هذا الخطر. غير أن الشركات قد عمدت إلى الآن وفي كثير من الأحيان إلى اتخاذ الخطوات اللازمة لحماية مديريها من المخاطر التي قد تحدث بهم في حال إعلان إفلاسها. فكثير من الشركات كانت تلجأ إلى ما يسمى «أدوات الضمان»، كسندات الأمانة على سبيل المثال، لضمان حصول المديرين على تمويضاتهم المؤجلة حتى في حالات إعلان الإفلاس. إضافة إلى ذلك دأبت الشركات في كثير من الأحيان على منح مديريها الحق بسحب تمويضاتهم المؤجلة في أي وقت يروونه مناسباً - كما هو الحال عندما يحصلون من مصادرهم الخاصة على معلومات

تفيد بأن شركتهم على وشك إعلان إفلاسها، فقبيل دخول شركة إنرون في إجراءات إعلان إفلاسها على سبيل المثال سحب مديروها مبالغ طائلة بملايين الدولارات من حساباتهم في خطط تعويضاتهم مؤجلة.

بالنسبة للمديرين وأصدقائهم بين أعضاء مجالس الإدارة، فإن صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين وإجراءات التعويضات المؤجلة كانت على الدوام مفيدة جداً. فلقد زودتهم بأدوات عملية وفاعلة من أجل تمرير مبالغ كبيرة من التعويضات غير المرتبطة بالأداء إلى حساباتهم الخاصة، وذلك عبر سراديب بقيت في ظل قواعد التصريح الراهنة بعيدة إلى حد كبير عن عيون المراقبين الخارجيين. وكما عبر أحد المحللين الاقتصاديين المختصين في تصميم خطط التعويضات، فإن الإفصاح عن ذلك العدد الكبير من خطط تعويضات المديرين - المعاشات التقاعدية، وصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، والتعويضات المؤجلة، والحوافز التشاركية للتأمين على حياة المديرين - لا يجيب على نحو صحيح على السؤال الأساسي الذي مضاه: ما هي القيمة الفعلية التي يتوقعها المدير من مجمل هذه الخطط لدى تقاعده؟⁴⁰.

هبات ما بعد التقاعد

تُمد عقود التعويضات المديرين في كثير من الأحيان بسبل من الهبات التي سيتلقونها بعد تقاعدهم. فعلى سبيل المثال يحصل الكثيرون منهم على حق استخدام طائرة الشركة الخاصة لعدد محدد من الساعات في العام بعد تقاعدهم، وذلك بفرض تتلقم شخصياً وفي بعض الأحيان بفرض تنقل أفراد أسرهم أو حتى ضيوفهم أيضاً. حتى إن بعض المديرين قد حصلوا على امتياز استخدام طائرة الشركة مدى الحياة ودون قيد أو شرط⁴¹. ومن بين الهبات الأخرى التي كثيراً ما تلازم المديرين إلى ما بعد التقاعد نذكر مثلاً تخصيصهم سيارات مزودة بسائقين شخصيين، وتعيين مساعدين شخصيين لهم، وتزويدهم بخدمات التخطيط المالي، وإحاطتهم بأنظمة الحماية المنزلية، ومنحهم عضوية الأندية المختلفة وبطاقات حضور النشاطات الرياضية، وتخصيصهم بمكاتب مجهزة ومزودة بخدمات السكرتاريا، ومنحهم خدمات الهاتف الجوال المجان⁴². لويس غيرستتر مدير عام شركة

أي بي إم حصل لدى تقاعده على سبيل المثال على حق استخدام شقق وطائرات وسيارات وخدمات الحماية المنزلية والتخطيط المالي. أما تيرينس موراي المدير العام السابق لشركة فليت بوسطن فكان من نصيبه 150 ساعة طيران مجاناً بطائرة الشركة الخاصة، وسيارة مزودة بسائق شخصي، ومكتب خاص في الشركة، ومساعدين في المكتب، وخدمة التخطيط المالي، ومنظومة حماية منزلية أيضاً.

ومن الوجوه الأخرى لتلك الهبات تقديم المساعدات الخيرية لمنظمة يختارها المدير المتقاعد. فشرية فليت بوسطن منحت مديرها العام موراي الحق في تسمية المؤسسات الخيرية التي يرثيها لمنحها مبلغ 3.5 مليون \$ من مخصصات الشركة للمشروعات الخيرية⁴³. أما شركة فورد فوعدت مديرها العام المتقاعد ناصر بإطلاق منحة دراسية باسمه الشخصي في المؤسسة التعليمية التي يختارها (إضافة إلى تزويده بسيارة جديدة كل عام وبخدمات التخطيط المالي وبمكتب خاص في مباني الشركة وتمييز مساعد شخصي له على نفقة الشركة)⁴⁴.

إن الكلف الحقيقية لهذه الهبات أكبر في كثير من الأحيان مما قد يبدو عليه الأمر في الوهلة الأولى. لنأخذ على سبيل المثال حق استخدام طائرة الشركة من قبل المديرين المتقاعدين لأغراضهم الشخصية، وهي هبة واسعة الانتشار في هذه الأيام. فعلى الرغم من أن حجم الكلف المترتبة من جراء تقديم هذه الهبة قد يبدو في الوهلة الأولى محدوداً⁴⁵. إلا أنه قد يأخذ في الواقع أبعاداً ضخمة جداً. لنحتسب ما تكلفه رحلة الذهاب من نيويورك إلى كاليفورنيا بطائرة الشركة الخاصة ومن ثمّ الإياب بعد عدة أيام. لما كانت الطائرة التي مقرها نيويورك ستمود بطاقتها إلى الساحل الشرقي بعد إيصال المدير المتقاعد إلى كاليفورنيا، فإن ما تتكلفه الشركة في الواقع يبلغ كلفة رحلتين ذهاباً وإياباً، ما يعني ثماني عمليات انطلاق وهبوط وعشرين ساعة طيران تقريباً. وإذا أخذنا في الحسبان ثمن الوقود وكلفة الصيانة وأجور الهبوط في المطارات والتكاليف الإضافية لطاقم الطائرة من طيارين ومضيفين ولما تكلفه الحوادث العرضية وتكاليف اهتراء الطائرة (عمرها ينقص في كل ساعة تطيرها، والأهم من ذلك في كل عملية انطلاق أو هبوط)، إذا أخذنا كل ذلك بالحسبان فإن كلفة رحلة المدير المتقاعد قد تبلغ نحو \$50,000 بأقل تقدير⁴⁶. لقد وعدت

شركة سيندانت مديرها العام المتقاعد هنري آر سيلفرمان بحق الانتفاع مدى الحياة من طائرة الشركة الخاصة أو من طائرة مماثلة. يتم استئجارها بألاف الدولارات في الساعة. في حال كانت طائرة الشركة مشغولة⁴⁷.

ليس من عادة الشركات تقديم هبات ما بعد التقاعد لموظفيها الماديين. وهناك منطق اقتصادي مقنع يقول بتجنب تقديم مثل هذه التعويضات العينية. فوعد الموظف بدفع مبلغ \$10,000 سنوياً لقاء أجور تنقلاته في الطائرة أقل جدوى من الناحية الاقتصادية من دفع هذا المبلغ له نقداً ليتصرف به كما يشاء. والمنطق في ذلك واضح وبسيط: إذ عندما يرى الموظف المتقاعد أن الوجه الأمثل لصرف هذا المبلغ النقدي يتمثل في السفر بالطائرة، فإن دفع أجور السفر ودفع المبلغ نقداً يتكافأان تماماً؛ أما عندما يرى ذلك الموظف المتقاعد، لسبب أو لآخر، أن من الأفضل له أن يصرف ذلك المبلغ أو جزءاً منه على الأقل لقاء حصوله على خدمات أخرى غير السفر بالطائرة، يكون تقديم المبلغ النقدي أفضل من دفع أجور السفر: لأن دفع المبلغ النقدي يقدم للمتقاعد خدمات أكثر جدوى لقاء تحمل الشركة الكلفة عينها.

فضلاً عن ذلك، من المنطقي أن تتغير حاجات المتقاعد وتبدل مع مرور الزمن. إذاً فالمنطق الاقتصادي يقول إن التعويضات العينية يجب ألا تحدد على مدى مدد طويلة من الزمن. مع ذلك نرى الشركات في كثير من الأحيان تمنح مديريها العامين تعويضات عينية على المدى البعيد؛ لويس غير ستر مدير عام شركة أي بي إم على سبيل المثال حصل لدى تقاعده على حق الانتفاع من طائرة الشركة الخاصة وسياراتها ومكاتبها وخدماتها في مجال التخطيط المالي على مدى عشر سنوات.

ومع أن هبات ما بعد التقاعد لا يمكن اعتبارها من الوجوه المجدية لمنح التعويضات، إلا أنها توفر وسيلة فاعلة لتمويه تعويضات المديرين. إن قيمة تلك الهبات لا يصرح عنها عند الاتفاق عليها، كما أن الشركات لا تلاحظ أو تلمس الكلف المترتبة عليها من جراء تلك الهبات إلا بعد أن يكون المديرين قد خرجوا على التقاعد. وحينها لا تدرج قيمة تلك الكلف في جداول تعويضات المديرين الراهنين التي تثير انتباه المراقبين والمهتمين. فهبات ما بعد التقاعد توفر إذاً وسيلة جديدة تضاف إلى ما سبق ذكره من وسائل أخرى لمنح المديرين

قيمة إضافية دون الحاجة لذكر تلك القيمة الإضافية في جداول الترميزات المعلنة أو حتى إدخال قيمتها الحقيقية في حساباتها المعلنة.

عقود الخدمات الاستشارية

كما هي الحال بالنسبة لهبات ما بعد التقاعد، فإن عقود الخدمات الاستشارية تقدم للمديرين حجماً كبيراً من القيمة المضافة. فتلك العقود عادة ما تضمن للمديرين العامين المتقاعدين أجراً سنوياً لقاء «جهوزيتهم» لتقديم النصح والمشورة للمديرين العامين الجدد لعدد محدد من الساعات في الشهر على مدار السنة. وتظهر الإحصاءات أن ما يقارب 25 بالمئة من المديرين العامين يدخلون بعد تقاعدهم في مفاوضات مع شركاتهم القديمة من أجل تحصيل عقود استشارية مدفوعة الأجر⁴⁸.

فشركة إيه أو إل تايم وورنر على سبيل المثال تدفع لمديرها العام السابق المتقاعد جيرالد إم ليفين مليون \$ سنوياً لقاء خدماته الاستشارية التي لا تتعدى خمسة الأيام في الشهر الواحد⁴⁹. وفي العام 2000 وعدت شركة كارتر - ووليس مديرها العام السابق هنري هويت بأن تدفع له بعد تقاعده أجراً سنوياً قدره \$831,000 لقاء خدمات استشارية مشابهة لخدمات ليفين⁵⁰. وقد تفاوض تشارلز لي المدير العام المساعد سابقاً لشركة فيريزون مع مجلس إدارة الشركة على مبلغ 6 ملايين \$ لقاء خبراته الاستشارية في السنتين الأوليين بعد تقاعده. أما رزمة التقاعد التي حصل عليها رولاند ألن مدير عام شركة دلتا إيرلاينز سنة 1997، فتمنحه عقداً استشارياً بقيمة 3.5 ملايين \$ على مدى سبع سنوات يقدم فيها خدماته الاستشارية للشركة في الزمان والمكان والمدد الزمنية التي تناسبه وبأقل قدر ممكن من الإزعاج، وفق ما ورد في سجلات الشركة المعلنة⁵¹. يضمن العقد المبرم مع الشركة للسيد ألن أو لورثته مبلغ \$500,000 سنوياً حتى في حال إعاقته التامة أو وفاته⁵².

إن هذه العقود الاستشارية إنما تقدم الأجر السهل والمضمون لقاء جهوزية المديرين القدامى لتقديم المشورة، لا لقاء عمل فعلي يقدمونه. وعادة لا تستفيد الشركات من تلك الجهوزية التي يدفعون ثمنها باهظاً سوى نادر. فيغض النظر عن الأسباب والمسوغات نجد المديرين العامين الجدد عامة غير ميالين لأن ينشدوا النصح من نظرائهم السابقين⁵³.

فوفراً للتقارير. لا يتحدث السيد أرن المدير العام المتقاعد لشركة دلنا على سبيل المثال إلا نادراً مع مديرها العام الجديد ليو مولين. ويأقرار الخبراء الاستشاريين في تصميم رزم التعويضات، فإن المديرين المتقاعدين لا يقدمون للشركة في إطار هذه العقود الاستشارية، وفي أحسن الأحوال، إلا قدر ضئيل جداً من القيمة الفعلية. فكما يقول فرانك غلاسنر مدير عام مجموعة تصميم التعويضات، ليست تلك العقود الاستشارية إلا معظمها سوى وسيلة لرفع حجم تعويضات نهاية خدمة المديرين المتقاعدين. ووفقاً لخبير آخر يعمل في حقل تعويضات المديرين، هو أرن جونسون، فإن غالبية المديرين المتقاعدين لا يقدمون سوى القليل من الخدمات لقاء ما يتقاضونه من أجر؛ إذ عادة ما تكون طلبات (المديرين الجدد) محدودة جداً.

وكما هي الحال بالنسبة لهيات ما بعد التقاعد، فإن الأجور التي يتلقاها المديرين المتقاعدين في إطار عقودهم الاستشارية لا تجد طريقها إلى جداول التعويضات المعلنه؛ لأنها تدفع لهم في وقت لا يمودون فيه على رأس عملهم. إلا أن الفارق بين الوسيطتين يكمن في أن العقود الاستشارية تسمح لمجالس الإدارة بأن تزود المديرين بالمال نقداً لا على شكل هبات عينية⁵⁴. وفي الواقع فإن أجور العقود الاستشارية هي في الأساس جزء من تعويضات نهاية الخدمة، موزعة على دفعات، ومقنعة في هيئة أجور تدفع لقاء عمل يقوم به المدير بعد تقاعده.

إذا كانت أجور هذه العقود الاستشارية مجرد وجه من وجوه التعويضات النقدية في نهاية الخدمة، فما هي ميزة وضعها في إطار عقود استشارية؟ إن هذه التعويضات النقدية فضلاً عن كونها لا تظهر في جداول التعويضات المعلنه، فإن تمويهها كأجور تدفع للمديرين لقاء خدماتهم الاستشارية يخفي طبيعتها الحقيقية كجزء من تعويضات نهاية الخدمة التي تهدف في الأساس إلى زيادة حجم التعويضات الكلي التي يحصل عليها المديرين لقاء عملهم قبل التقاعد. قد يعتقد بعض المراقبين بأن المديرين العامين المتقاعدين سيقدمون فعلاً نصائح واستشارات قيمة لخلفائهم، ولذلك فهم ينظرون إلى هذه التعويضات بصفتها مسوغة ومنصفة لقاء ما يقدمه أولئك المديرين من خدمات ثمينة بعد تقاعدهم. إلا أننا لسنا بحاجة لأن نذكر أولئك المراقبين بأن هذه العقود الاستشارية لا تربط على الإطلاق بين

ما يتلقاه أولئك المدبرون المتقاعدون من أجور وما يقدمونه من إسهام في تعظيم قيمة أسهم شركاتهم، لا قبل تقاعدهم ولا بعده.

فصل الأجر عن الأداء

على الرغم من أن الفصول اللاحقة ستناقش بشيء من الإسهاب مشكلة عدم وجود رابط قوي بين الأجر والأداء في ظل ما هو سائد من ممارسات متعلقة بأمر التعويضات التي تقدم للمديرين، فإن من الجدير ذكره هنا أن المكاسب التقاعدية التي ناقشناها في هذا الفصل مستقلة إلى حد بعيد عن أداء أولئك المديرين. فصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين تقدم لهم من حيث تصميمها بعض الموائد الإضافية على تعويضاتهم النقدية، وذلك بغض النظر تماماً عن أدائهم الفعلي. كما أن التعويضات الموجهة تمنح المديرين قيمة إضافية عبر زيادة دخلهم على نحو معفى من الضرائب وبمعدلات تفضيلية لا ترتبط عادة لا من قريب ولا من بعيد مع أدائهم الفعلي. وعلى نحو مشابه فإن هبات ما بعد التقاعد والمقود الاستشارية التي يحصل عليها المدبرون بعد تقاعدهم عادة ما يجري الاتفاق عليها وتثبيتها سلفاً دون أي ربط بالأداء المستقبلي للمديرين.

قد يقول قائل: إن المكاسب التقاعدية هذه إنما تأتي نتيجة مفاوضات موضوعية مهنية على مطالب الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة؛ لأنها تقدم وسيلة لمنح المديرين تعويضات غير مرتبطة بالأداء بطريقة أكثر كفاءة من الناحية الضريبية من زيادة الأجور السنوية المتفق عليها؛ إذ إن المادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية تحدد عتبة مليون \$ لكل مدير كحد أعلى لمجموع التعويضات السنوية غير المرتبطة بالأداء التي يمكن إعفاؤها من ضريبة الدخل. تعتمد الشركات إلى الالتفاف حول هذه القيود المفروضة على إمكانية الاستفادة من الخفض الضريبي عن طريق منح المدير تعويضات غير المرتبطة بالأداء بعد تقاعده، في وقت لا تعود تلك القيود مفروضة التطبيق، لو كان من المجدي فعلاً، لسبب أو لآخر، أن يتم منح المديرين هذا الحجم الكبير من التعويضات غير المرتبطة بالأداء، لكان هناك تفضيل ضريبي للقيام بذلك من ضمن رزمة المكاسب التقاعدية لا على هيئة أجر نقدي إضافي. إن تمرير القهمة الإضافية للمديرين عبر قنوات المكاسب التقاعدية لا يبقى

تلك القيمة في منأى عن مراقبة حملة الأسهم فحسب. بل في منأى أيضاً عن تطبيق المادة 162 (م) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية.

لوسلمنا جدلاً بجدوى منح المديرين حجماً كبيراً وثابتاً من التمويضات غير المرتبطة بالأداء. فإنه من مصلحة حملة الأسهم بالطبع أن يتم تطبيق الخفض الضريبي على كامل تلك التمويضات. لذلك قد يفضل حملة الأسهم. في حال لم تكن أمامهم أي خيارات أخرى، أن يتم دفع معظم تمويضات المديرين غير المرتبطة بالأداء بعد تقاعد المديرين. حيث لا تعود المادة 162 (م) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية قادرة على تصييد حجم التمويضات الذي يخضع للخفض الضريبي. غير أن السؤال الأهم يتجلى فيما إذا كان من المجدي فعلاً منح المديرين ذلك الحجم الكبير من الأجر غير المرتبط بالأداء. إن ما تقدمه المكاسب التقاعدية من إمكانيات تموهية كبيرة لا يقتصر فقط على جعل حجم التمويضات الكلي في جداول التمويضات المعلنة يبدو أصفر مما هو عليه فعلاً. بل إن المكاسب التقاعدية تخفي أيضاً الحجم الحقيقي للجزء غير المرتبط بالأداء من تلك التمويضات وتجعله يبدو أصفر مما هو عليه في الواقع.

٩ قروض المديرين

في 31 كانون الأول/ديسمبر 1998، تضمنت لائحة القروض المضمونة من شركة كونسيلكو (المنوحة لكبار الموظفين والمديرين) الأسماء والقيم الآتية: للسيد هيلبرت \$106,982,175؛ للسيدة غونيو \$29,362,942؛ للسيد ديك \$51,259,296؛ للسيد كوس \$7,872,996؛ للدكتور ديكاتشر \$17,539,752؛ والسيد غونغاوير \$24,871,750 ...

التصريح الإعلامي الموجه لسهمي

شركة كونسيلكو عام 1999

على الرغم من أنه لم يمد مسموحاً للشركات المسهمة العامة في الوقت الراهن أن تمنح القروض لمديريها، فإن ممارساتها السابقة في هذا المجال تشكل خيراً مثال على عمليات التمويه والخداع التي كانت تجري في داخلها.

فلقد جرى استعمال القروض المقدمة للمديرين غطاءً لمنحهم حجماً كبيراً من التمويلات غير المرتبطة بالأداء بطريقة لا تثير انتباه المراقبين الخارجيين.

الانتفاع من القروض

كانت الشركات في الماضي تمنح القروض بكثرة لمديريها وكبار موظفيها أو تضمن لهم تقديم تلك القروض من قبل طرف ثالث^١، وكانت غالبية تلك القروض تقدم دون كفالة أو فقط بكفالة ملكية أسهم الشركات عينها. إضافة إلى ذلك كانت فوائد غالبية القروض أخفض من الفوائد السائدة في السوق. حتى إن نسبة كبيرة منها كانت تمنح دون فائدة. وفضلاً عن ذلك كله كان العديد من تلك القروض يُشطب نهائياً.

حينما تقدمت شركتا وورلد كوم و كمارت وغيرهما من الشركات التي كانت تمنع مديريها قروضاً ضخمة بطلبات إعلان إفلاسها عام 2002، بدأت سمعة القروض تتحدر وتتخذ منحى سلبياً في الرأي العام. هذا ما دعا مجلس النواب إلى تضمين قانون ساربنس-أوكسلي الصادر عام 2002، حظراً يمنع الشركات من منح القروض لمديريها وكبار موظفيها إلا في حالات استثنائية ونادرة جداً². غير أنه جرى استثناء القروض الجارية من ذلك الحظر. كنتيجة لذلك استمر المديرون في قطف المكاسب بعلميات الدولارات من قروضهم الجارية حتى بعد دخول ذلك القانون حيز التنفيذ³. وعلى الرغم من أن منح القروض لم يعد في الوقت الراهن خياراً متاحاً أمام الشركات تقدم عبره التعميصات لمديريها، إلا أن الإقبال الكبير على منح القروض في الماضي يقدم لنا خير دليل على أن المديرين ومجالس الإدارة يميلون إلى اختيار تلك الصيغ تحديداً من أشكال التعميصات التي تسمح بالتقدير الأكبر من التمويه والخداع.

يعد القرض الذي منحتة شركة وورلد كوم لمديريها العام برنارد إبرس من أكثر القروض التي ذاع صيتها وتناولتها الأعلام والألسن بالنقد⁴. في المدة الممتدة بين أيلول/سبتمبر عام 2000، وبداية عام 2002، منحت شركة وورلد كوم مئات ملايين الدولارات - ما يعادل نحو 20 بالمئة من النفقات النقدية في ميزانية الشركة - على نحو مباشر أو غير مباشر للسيد إبرس كقروض دون كفالة، وذلك لمساعدته على تسديد دين هامشي في حسابه الخاص المرتبط بنشاطه كسمسار. بمقابل ذلك التزم إبرس بالأداء ببيع حصته من أسهم الشركة. منحت تلك القروض للسيد إبرس بفائدة عائمة تراوحت بين 2.15 بالمئة و 2.35 بالمئة، وهي أفضل بوضوح من الفوائد التي كانت سائدة في ذلك الحين بالنسبة للحسابات ذات الهوامش الكبيرة - فشركة تشارلز شواب على سبيل المثال كانت تقرض فائدة قدرها 5.75 بالمئة على القروض ذات الهوامش الكبيرة - وذلك على الرغم من أن القروض التي منحت للسيد إبرس كانت من دون كفالة. بخلاف القروض الهامشية المثقلة بفائدة كبيرة التي كانت تتطلب تقديم ما يضمن تسديدها.

عندما ترك إبرس شركة وورلد كوم كان ما يزال مديناً لها بمبلغ قدره 408 ملايين \$ ووفقاً لترتيبات إنهاء خدمته، فقد أمهل حتى عام 2008، لكي يرد ديونه للشركة. لكنه من المرجح

ألا يرد سوى جزء يسير من ذلك المبلغ الضخم. فبعد إعلان شركة وورلد كوم إفلاسها غدت حصة إبرس التي التزم عدم بيعها عديمة القيمة تقريباً، ولذلك لم ولن يتمكن من تسديد الأقساط المستحقة عليه وفق الترتيبات المذكورة آنفاً⁵. لو كان إبرس قد استدان قرضاً نظامياً من شركة سمرة أو مقاولات ويفائدة مرتفعة، لما حل بالمقرض ذلك القدر السهئ الذي حل بشركة وورلد كوم. فالمقرض العادي كان سيضع يده على كفالة المقترض، وهي حصته من أسهم شركته، ويبيعها لتغطية القرض في الوقت المناسب حين كان سعر تلك الأسهم لا يزال مرتفعاً بما يفي بالفرض.

بالطبع هناك أمثلة أخرى عن شركات منحت مديرها قروضاً ضخمة أو ضمنت لهم مثل تلك القروض. ففي عام 1999 على سبيل المثال قدمت شركة كونسيكو لمديرها العام ضمانات بمنحه قروضاً بقيمة 175 مليون \$ كما ضمنت للمديرين الآخرين منحهم قروضاً بلغ مجموعها 375 مليون \$. وذلك لتمكينهم من شراء حصص لهم في ملكية الشركة. وعندما خسرت تلك الأسهم معظم قيمتها في السوق لاحقاً⁶، لجأت الشركة إلى منح مديرها قروضاً إضافية بمئات الملايين من الدولارات بغية تمكينهم من دفع فوائد القروض الأولى⁷. بلغ حجم القروض الممنوحة للمديرين حداً فاق معه صافي أرباح الشركة للعام 1997، والذي كان قد بلغ 567 مليون \$⁸. وقد بقيت مئات الملايين الدولارات من تلك القروض حتى منتصف عام 2004 غير مسددة⁹. وعلى نحو مشابه ضمنت شركة كومديسكو لمديرها قروضاً بأكثر من 100 مليون \$ بغية تمكينهم من شراء حصص لهم في ملكية أسهمها، التي انخفض سعرها فيما بعد على نحو عمودي إلى القاع¹⁰. كذلك أقرضت شركة تايكو مديرها العام مبلغ 62 مليون \$ تمويضاً له عن تكاليف انتقال مقر عمله.

على الرغم من أن غالبية القروض الممنوحة لمديري باقي الشركات كانت أصغر حجماً من القروض التي منحتها شركات وورلد كوم أو كونسيكو أو كومديسكو أو تايكو، إلا أنه مما لا شك فيه أن تلك الممارسة كانت واسعة الانتشار. فقد خلصت دراسة قامت بها مكتبة الشركات، وهي شركة أبحاث مستقلة، إلى أن أكثر من 30 بالمئة من أكبر 1500 شركة في أمريكا كشفت في بياناتها الاقتصادية التقييمية للعام 2002، أنها قد منحت مديرها قروضاً نقدية¹¹. بلغ متوسط حجم كل منها 11 مليون \$. كما أظهرت تلك الدراسة أن

مجموع المديونية الداخلية في تلك الشركات على هيئة قروض بلغ 4.5 مليارات ونصف المليار \$. ومع أن الكثير من تلك القروض التقدية جرى ربطها بشراء أسهم الشركة المانحة. إلا أن عدداً كبيراً منها صرف لأغراض أخرى. مثل تحسين ظروف المعيشة أو بهدف الاستثمار في أسهم الشركات الأخرى في السوق وما إلى ذلك من الأغراض التي من الواضح أنها لا تمت إلى العمل في الشركة المانحة بأي صلة. فضلاً عن ذلك فإن أكثر من 25 بالمئة من الشركات التي كشفت أنها منحت القروض لمديريها لم تكلف نفسها عناء ذكر الأغراض التي من أجلها منحت تلك القروض¹².

هل منح القروض يندرج ضمن إبرام العقود على مطال الذراع؟

إن غالبية الموظفين بقصدون البنوك. لا أرباب العمل. من أجل الاقتراض. ومما لا شك فيه أن الشركات كانت ستؤدي دور البنك بالنسبة لجميع موظفيها. وليس فقط بالنسبة للمديرين. لو كانت قادرة فعلاً على القيام بذلك بكفاية وفاعلية أكبر من البنوك. وأغلب الظن أن الشركات لا تؤدي ذلك الدور على نحو منتظم لأنها ببساطة لا تملك أي أفضلية تنافسية على البنوك الخارجية في تقديم الخدمات المصرفية. وبالفعل فقد خلصت كاثلين كاي و كولديب شاستري في دراسة لهما إلى أن غالبية الشركات التي تقدم القروض لمديريها تتحمل تكاليف إقراض أعلى من تكاليف الإقراض التي يتحملها المقرضون التقليديون¹³. ولما كان الاقتراض من المصارف ميسراً للمديرين بدرجة تيسره نفسها لباقي الموظفين على الأقل. فإنه من غير المتوقع أن تلجأ الشركات. التي تتعاقد مع مديريها وموظفيها وفق مبدأ المساومة على مطال الذراع. إلى تقديم القروض للمديرين دون باقي الموظفين.

زهاء 40 بالمئة من القروض تقدم للمديرين بهدف تمكينهم من شراء المزيد من أسهم شركاتهم¹⁴. وعادة ما يعاجل بأن إقراض المال للمديرين بفوائد تفضيلية من أجل تحقيق ذلك الهدف يصب في صالح حملة الأسهم. وذلك عبر جعل مصلحة المديرين تتفق ومصلحة حملة الأسهم. لكن. حتى لو كان تقديم الحوافز المالية للمديرين لاقتراض المال وشراء حصص أكبر في شركاتهم أمراً مطلوباً. فإنه ليس من الضروري أن تقوم الشركات نفسها بتقديم تلك القروض.

لنفترض على سبيل المثال أن شركة ما ترغب في تشجيع مديرها على استئانة قرض بقيمة مليون \$ لتمكينه من شراء حصة له من أسهم الشركة. بوسع الشركة تحقيق ذلك عن طريق إقراض المدير ذلك المبلغ من المال مباشرة بفائدة أدنى من السوق بنقطتين مئويةتين على سبيل المثال. لكنها، وبكبدل لهذا الأسلوب، تستطيع أيضاً أن تجعل المدير يقترض ذلك المبلغ من السوق وبالفائدة السائدة. وتأخذ ببساطة على عاتقها أن تدفع له كل عام ما يكافئ فائدة مقدارها 2 بالمئة من قيمة القرض حتى الانتهاء من تسديده. من الواضح أن الأسلوب الثاني يقدم الحوافز الاقتصادية ذاتها التي يقدمها الأسلوب الأول، لكن دون حاجة الشركة للانغماس في عملية الإقراض التي لا تقع ضمن نطاق عملها أو اختصاصها.

لكن اللافت أن الشركات التي تقدم القروض لمديرها من أجل تمكينهم من شراء حصص لهم في ملكية أسهمها لا تتخذ في أحسن الأحوال سوى القليل من الخطوات الكفيلة بمنع أولئك المديرين من بيع ما كانوا يمتلكونه من أسهم الشركة قبل الاقتراض. وكنتيجة لذلك وجدت الدراسة التي قامت بها كابل و شاستري أن قرصاً يمكن المدير من شراء 100 سهم من أسهم شركته لم يزد حصته الفعلية منها وسطياً سوى بثمانية أسهم لا غير¹⁵. لا شك أن نتيجة كهذه تجعل من الصعب تسويغ إجراء منح القروض. بصفته أداة فاعلة لزيادة حصة المدير في ملكية أسهم الشركة.

تمويه نسب الفوائد المدعومة

إن معدلات الفوائد التفضيلية التي عادة ما تلازم القروض المقدمة للمديرين تشكل بحد ذاتها تمويضات إضافية لا يحصلون عليها في حال اقتراضهم من البنك وفق أسس التفاوض على مطالب الذراع، فحينئذ من المفترض أن يدفعوا الفائدة السائدة في السوق. لكن 50 بالمئة من الشركات التي تقدم القروض لمديرها تقدمها دون فوائد على الإطلاق، وما تبقى من الشركات لا تفرض على القروض سوى سويات فائدة منخفضة على نحو واضح عن السويات السائدة في السوق. إن الفارق بين معدل الفائدة في السوق ومعدل الفائدة المفروضة على القروض الممنوحة من قبل الشركات يشكل تمويضاً جارياً يدفع للمديرين ويثقل كاهل الشركات إلى أن يتم تسديد تلك القروض.

غير أن ذلك التمييز في كثير من الأحيان لا يظهر على نحو كامل في جداول التمييزيات المعلقة التي تحظى عادة باهتمام المراقب الخارجي. تلزم القوانين السائدة الشركات بنشر الفارق بين معدل الفائدة المفروض على القروض الممنوحة للمديرين ومعدل الفائدة السائد في السوق ضمن عمود التمييزيات السنوية الأخرى من جدول التمييزيات المعلقة. غير أن هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية لم تحدد بوضوح معنى تعبير «معدل الفائدة السائد في السوق»، ولذلك لجأت الشركات إلى استعمال هذا المفهوم غطاءً لإغفال ذكر حجم الدعم الناتج عن تخفيض معدل الفائدة - كلياً أو جزئياً - من جداول تمييزياتها المعلقة.

لقد أغفلت شركة وورلد كوم على سبيل المثال من جداول تمييزياتها المعلقة الأرباح الضمنية التي كانت تقدمها لمديرها العام السيد إبرس على صورة خفض معدل الفائدة المفروض على القروض الممنوحة له، على الرغم من أن معدل الفائدة المفروضة كان أقل بوضوح من معدل الفائدة السائد في السوق على القروض الهامشية. وقد بررت الشركة لاحقاً إغفالها ذلك بأنها قد لجأت، ولأسباب لها علاقة بالتبسيط، إلى اعتبار فائدة القروض المائمة هي الفائدة السائدة في السوق. حيث كانت الشركة تقترض بتلك الفائدة من أحد مصادر اقتراضها. لقد لجأت شركة وورلد كوم إلى هذه الحيلة من أجل إغفال مكاسب ممنوحة للسيد إبرس بملايين الدولارات كل عام وعدم ذكرها في جداول تمييزياتها المعلقة.

يذكر أن قوانين الضرائب تلزم المديرين الإعلان عن الأرباح الضمنية التي تزول إليهم من القروض التي يحصلون عليها بفوائد أخفض من الفوائد السائدة في السوق، وتلزمهم أيضاً بدفع الضرائب المترتبة عليها. وتحدد إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية في الولايات المتحدة تلك الأرباح انطلاقاً من الفرق بين ما يدفعه المديرين فعلاً من فوائد لشركائهم المانحة للقروض وما يجب أن يترتب على تلك القروض من فوائد إذا ما أخذ معدل الفائدة المعدل الضدالي الذي تحدده لوائح إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية وفقاً لخصائص القرض الممنوح. لسوء الحظ فإن هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية لم تحذ حذو إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية في تحديد المقصود بمعدل الفائدة السائد في السوق

بهذا الوضوح، الأمر الذي منح الشركات إمكانية استغلال هذا الغموض لإغفال أرباح المديرين الضمنية الناتجة عن نسب الفوائد المدعومة وعدم ذكرها في جداول تعويضاتها المعلنة، وهي أرباح يجب على المديرين ذكرها في تصاريحهم الضريبية الخاصة التي يقومون بتقديمها بغية استرداد جزء من ضرائب دخلهم التي يدفعونها.

صحيح أن تلك القروض الممنوحة للمديرين وشروط منحها كانت تذكر عادة كجزء من المعلومات التي تصرح بها الشركة في ملفاتها المقدمة لهيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية لدى تسجيل المعاملات التجارية الخاصة بأطراف على علاقة بالشركة، غير أن الشركات عموماً لم تكن مجبرة على التصريح بقيمة تلك القروض الضخمة الممنوحة للمديرين في جداول تعويضاتها - أو في أي موضع آخر من سجلاتها العامة.

إعفاء المديرين من تسديد القروض

لقد أدى إعفاء المديرين من تسديد قروضهم إلى زيادة أرباحهم الضمنية التي تمهوها القروض الممنوحة لهم¹⁶. فالمدير الذي يقترض المال من البنك سيكون مجبراً على تسديد القرض وفوائده إلا فإنه سيواجه خطر مصادرة البنك لممتلكاته. لكن من غير المستغرب أن تكون الشركات، عندما تقدم القروض لمديريها، أكثر لينة معهم من البنوك. فأكثر من 25 بالمئة من الشركات التي قدمت في بياناتها الاقتصادية المعلنة معلومات حول ما إذا كانت تطلب من مديريها تسديد القروض أم لا، أشارت إلى أنها قد أعفت مديريها من تسديد قروضهم في الماضي أو أنها تعفيهم من ذلك في الوقت الراهن¹⁷.

ووفق التقديرات فإن قروضاً مجموعها نحو مليار 5، جرى منحها قبل دخول قانون ساربنس - أوكسلي عام 2002 حيز التنفيذ، سيجري إعفاؤها من التسديد في نهاية المطاف، إما أثناء وجود المديرين في مناصبهم وأما بعد انتهاء خدماتهم¹⁸. ومن الملفت أن الشركات عندما تعفي مديريها من تسديد قروضهم، فإنها عادة ما تزيد على ذلك بأن تقدم لهم مبالغ نقدية كبيرة من أجل تسديد ضرائب الدخل المترتبة على عملية الإعفاء هذه إضافة إلى ما يترتب على عملية تقديم المبالغ النقدية من ضرائب أخرى¹⁹.

في كثير من الأحيان كانت الشركات تلتزم صراحة منذ توقيع العقود مع مديريها بأنها ستفهيهم من تسديد القروض التي ستمنحهم إياها، كلياً أو جزئياً، وذلك شريطة تحقيق بعض المطالب، على شاكلة أن يبقى المديرين في مناصبهم مدة محددة من الزمن. إن الحوافز التي تقدمها القروض الاحتفاظ هذه للمديرين هي في معظمها غير مرتبطة بأدائهم؛ إذ إن كل ما يجب على المديرين فعله هو يقاومهم في مناصبهم. إضافة إلى ذلك فإن تلك القروض تمثل فرصة مناسبة لإخفاء المزيد من التمويضات. إن تلك المبالغ النقدية الضخمة المقدمة للمديرين لم تكن تذكر في جداول التمويضات في وقت منحها، بل في وقت لاحق عندما يتم الإغفاء رسمياً (وهو ما يحدث عادة في السنة الأخيرة من خدمة المديرين). فضلاً عن ذلك فإن الشركات لم تكن تصرح عن تلك الأموال بوصفها جزءاً من الأجر أو الراتب، وهو ما يعبر صراحة عن حقيقة عدم ارتباط تلك الأموال بالأداء. بل كانت تدرجها تحت بند «تمويضات سنوية أخرى»، ما يترك الأمر غامضاً وضبابياً.

لما كانت القروض تمنح بفرض تمكين المديرين من شراء حصص في ملكية أسهم الشركة المانحة، فإنه من المحتمل أن يتم التفاهم الضمني بين الشركة والمديرين على أن يعض المديرين من تسديد القروض في حال تدهور أسعار الأسهم على نحو كبير (أو أن تعجم الشركة على الأقل عن مطالبة المديرين بتسديد أقساط القروض ما دامت أسعار الأسهم منخفضة). إن ترتيباً كهذا يشبه من حيث النتيجة ترتيباً آخر أكثر منه كفاءة من الناحية الضريبية، يعتمد منح المديرين خيارات لشراء الأسهم بسعر استخدام إجمالي يساوي قيمة القرض. أما من منظور القدرة على التمويه فهناك فرق أساسي بين الترتيبين كان يتمثل في أن منح الخيارات كان يجب أن يدون في جداول التمويضات المعلنه في حين لم يكن ذلك ينطبق على منح القروض.

يمكننا القول إذ أن الشركات استطاعت عبر وسيلة منح القروض أن تقدم لمديريها مزايا اقتصادية مشابهة لتلك التي كانت تقدمها خيارات الأسهم، لكن من دون أن تظهر قيمة تلك المزايا في جداول التمويضات المعلنه والمكشوفة تماماً على جمهور المراقبين والمهتمين.

وهكذا، فإن ارتفع سعر الأسهم، تمكن المدير من تسديد قرضه وتحقيق المكاسب دون وجوب تدوينها في جداول الترميزات. وفي حال بقيت أسعار الأسهم دون قيمة القرض وجرى إعفاء المدير في الواقع من تسديد القرض، فإن القيمة المعفاة لا تظهر في جداول الترميزات إلا في سنة إقرار الإعفاء. ولما كان الإعفاء غالباً ما يحدث بعد ترك المدير للشركة، فإن إدراج القيمة المعفاة في جداول الترميزات يحدث في وقت من المرجح أن يكون المدير قد غدا فيه غير آبه بسخط حملة الأسهم الذي سيثيره خبر الإعفاء.

تمويه عملية بيع الحصص

إضافة إلى كل ما سبق من أشكال استعمال القروض أداة لممارسة التمويه والخداع، كانت القروض تستعمل أيضاً غطاءً لإخفاء حجم عمليات بيع الحصص التي كان يقوم بها المديرين. وهكذا اعتاد المثات من المديرين كل عام على إجراء عمليات مقايضة تم بموجبها تسديد القروض عبر بيع الحصص²⁰.

قبل دخول قانون ساربنس-أوكسلي لعام 2002، حيز التنفيذ كان يجب على المديرين الذين يبيعون حصصهم في السوق أن يعلنوا عن ذلك قبل اليوم العاشر من الشهر الذي يلي عملية البيع. أما عندما كان المديرين يبيعون حصصهم لشركاتهم مباشرة تسديداً لقروضهم، أي عندما كانوا يجرون عمليات مقايضة، فإنهم لم يكونوا ملزمين بالإعلان عنها حتى اليوم الخامس والأربعين من السنة المالية التالية للسنة التي جرت فيها عمليات المقايضة. بهذا تكون القروض قد وفرت غطاءً سمح للمديرين بإخفاء عمليات بيع حصصهم لمدد قاربت سنة كاملة²¹. ومن أكثر تلك الحالات شهرة وأسوأها سمعة ما قام به دينيس كوزلوفسكي مدير عام شركة تايكو: إذ باع حصته من أسهم الشركة التي كان يديرها بقيمة 70 مليون \$ للشركة ذاتها، لكي يسدد بجزء من تلك الأموال قروضه لديها، على الرغم من استمراره في الادعاء علناً بأنه لم يبيع من أسهمه في شركة تايكو سوى القليل القليل²². لم يتم كشف عملية البيع هذه إلى العلن إلا بعد وقت طويل، بعد أن كانت أسهم الشركة قد انخفضت على نحو كبير.

الجزء

الثالث

⋮

فصل الأجر

عن الأداة

التعويضات القائمة على غير حقوق الملكية

10

ثمانون بالمئة من النجاح هو مجرد نجاح ظاهري.

- وودي أن

لقد أدى التأثير الكبير الذي يتمتع به مديرو الشركات في ألبة تحديد مرتباتهم الخاصة إلى حصولهم على تعويضات مالية أكبر كثيراً مما كانوا سيحصلون عليه في مفاوضات موضوعية على مطال الذراع مع أصحاب الشركات تأخذ بالحسبان الخدمات الفعلية التي يقدمها المديرون لشركاتهم. ولعل الأهم من ذلك أنهم، أي المديرون، قد وظفوا سلطتهم لإبرام عقود تضمن لهم أجوراً مرتفعة حتى عندما يكون أداءهم سيئاً - وهي ترتيبات تضعف الرابط بين التعويضات المالية والأداء. وتؤدي في بعض الأحيان إلى نشوء حوافز هدامة تقف عائقاً أمام تحسين الأداء. إن مسألة فشل برامج وخطط التعويضات في تحفيز المديرين في الاتجاه المطلوب هو ما سنركز عليه في هذا الجزء من الكتاب.

صحيح أن المفاوضات على مطال الذراع بين المديرين وأصحاب الشركات قد تفضي إلى رزم ضخمة من التعويضات لصالح المديرين. بيد أن تلك الرزم يجب أن تهدف إلى تحفيز أولئك المديرين فعلياً للعمل على خلق القيمة وتعظيم رأس المال¹. وبالفعل فقد دافع الخبراء عن النمو الكبير في حجم تعويضات المديرين. وجرى تصويره على أنه تطور إيجابي وعلى أنه أمر ضروري لتحقيق التوافق بين مصلحة المديرين ومصلحة حملة الأسهم. بيد أن المشكلة تكمن في أن الأموال الطائلة التي يدفعها حملة الأسهم على صورة تعويضات مالية مقدمة للمديرين لا تُؤتي أكلها ولا تحفز المديرين لتحسين أدائهم الفعلي بالقدر المتوخى. إن جزءاً كبيراً من التعويضات التي تدفع للمديرين. سواء تلك التي تستند إلى حقوق الملكية

أم تلك القائمة على غير حقوق الملكية. لا يرتبط على الإطلاق بأداء المديرين. وفي أحسن الأحوال يرتبط به ارتباطاً ضعيفاً.

سنرى في فصول لاحقة أن تمويزات المديرين التي تستند إلى حقوق ملكية الأسهم والخيارات هي في الواقع أقل ارتباطاً بأداء المديرين مما كان متوقفاً. لكننا سننظر أولاً إلى الجزء الأكبر من تمويزات المديرين وهو الجزء القائم على غير حقوق الملكية - أي تلك التمويزات التي لا ترتبط بالتغيرات التي تطرأ على سعر سهم الشركة في السوق. على الرغم من أن الجزء القائم على حقوق الملكية من تمويزات المديرين قد تضخم على نحو ملحوظ في العقد المنصرم واستحوذ على القسط الأكبر من الاهتمام والنقد. فإن التمويزات القائمة على غير حقوق الملكية لا تزال تشكل جزءاً أساسياً من حجم التمويزات الكلي. ففي عام 2002، على سبيل المثال بلغ متوسط المبالغ المدفوعة للمديرين العامين في الخمس مئة شركة الأكبر في أمريكا والمدرجة على لائحة إس & بي 500 أكثر من مليوني دولار أمريكي على هيئة رواتب ومكافآت².

كما سنرى لاحقاً، هناك أسباب كثيرة تجعل تمويزات المديرين القائمة على غير حقوق الملكية في جزئها الأكبر قليلة الفاعلية في تحفيزهم لتحسين أدائهم. فعادة ما يتلقى المديرين الذين يؤتى بهم من خارج الشركة حتى قبل دخولهم إلى مكاتبهم مكافآت ضخمة على هيئة هدايا ترحيبية ثمينة، وأثناء عملهم قد يكافؤون بزيادة مرتباتهم وحتى بمكافآت تصرف لهم بكرم شديد مجرد أن تحقق الشركة أرباحاً ليست بالضرورة ثمرة لجهودهم. وفي كثير من الحالات قد لا يكون لهم أي فضل في تحقيقها على الإطلاق. ومع أن الفرض من منح المكافآت إنما يتمثل في تشجيع وتحفيز المديرين على الأداء الجهد. نجد أن المكافآت كثيراً ما تمنح على نحو روتيني، حتى إنها قد تمنح في بعض الأحيان لمديرين كان أداءهم سيئاً.

إضافة إلى المكافآت غير المرتبطة بالأداء يستفيد المديرين من العديد من أشكال التمويزات المخفية، على غرار التمويزات المرتبطة بالتقاعد وكذلك القروض التي يجري التعامل معها على نحو مستقل إلى حد بعيد عن سوية الأداء الفعلي. كما إن الترتيبات السخية لتمويض نهاية الخدمة أسهمت أيضاً في تفاقم ظاهرة فك الارتباط بين الأجر والأداء. في المحصلة، مع أن قوانين الضرائب تجعل منح المديرين تمويزات غير مرتبطة بالأداء بحجم

يفوق المليون دولار أمريكي في العام أمراً مكلفاً. إلا أن الشركات قد ابتكرت طرقاً ووسائل مختلفة لتفادي تلك القيود والالتفاف حول روحيتها. ومع الفشل المؤكد لقوانين الضرائب في فرض سقف المليون دولار أمريكي سنوياً على الدخل غير المرتبط بالأداء، يمكن القول إن السويات التي تصل إليها تلك الأجور والتمويضات أعلى مما هو متوقع بكثير.

ثمار المصادفة في الأجر والمكافآت

تقضي الرؤية الاقتصادية الصحيحة القائمة على مبدأ تقديم الحوافز الفاعلة للموظفين والعاملين بأن يكافأ المديرين أيضاً على أدائهم الجيد. بيد أنه يجب علينا قياس سوية أداء المديرين بالمقارنة مع أداء نظرائهم. فليس هناك أي قيمة تحفيزية في مكافأة المديرين على ارتفاع سعر سهم الشركة في سوق البورصة أو على ازدياد أرقام إيراداتها المحاسبية. إذا لم يكن ذلك الارتفاع أو الازدياد ثمرة لجهود المديرين أو نتيجة لقراراتهم بل كانا مجرد انعكاس لتغيرات عامة تشمل السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة أو مجرد نتيجة لأمر تحدث بمحض المصادفة.

وإذا ما أريد لأجور المديرين والملاوات والمكافآت الممنوحة لهم أن تؤدي دورها في تحفيزهم في الاتجاه المرجو، فلا بد من ربط قيم تلك الأجور والملاوات بالأداء الفعلي للمدير المعني، وذلك بالقياس إلى أداء نظرائه في القطاع الاقتصادي ذاته مأخوذاً في المدة الزمنية المحددة. ولكي يكون نظام المكافآت فاعلاً يجب أن يكافئ المدير فقط على إسهاماته الفعلية في رفع السوية الدنيا لأداء الشركة في مدة زمنية محددة.

لم تتجسج حتى الآن جميع الدراسات التجريبية التي أجريت على أرض الواقع في إيجاد علاقة ارتباط قوية ودائمة بين الترميزات المالية التي تمنح للمديرين - على شكل أجر ومكافآت - وسوية أدائهم الفعلي مقارنة بأداء نظرائهم في القطاع الاقتصادي ذاته. ومع أن مثل تلك العلاقة كانت قائمة بوجه أو بآخر في الثمانينيات من القرن الماضي، إلا أنها لم تكن قائمة لا في السبعينيات ولا في التسعينيات منه³. هذه الحقائق تدل على أن الترميزات المالية التي كانت تمنح للمديرين كانت في أحسن الأحوال مرتبطة ارتباطاً ضعيفاً ومرحلياً بأدائهم الفعلي.

وبينما يشكل ربط الأجر المدفوع للمديرين بأدائهم النسبي حافظاً حقيقياً يدفعهم فعلاً نحو تحسين أدائهم. فإن ربط الأجر بالتغيرات التي تطرأ على سعر سهم الشركة في سوق البورصة أو على أرقام إيراداتها المحاسبية بفض النظر عن الجهود الفعلية التي يبذلها المديرون لا يمكن أن يشكل ذلك الحافز المطلوب. وفي حين يتوقع المرء ربط الأجر بالأداء الفعلي للمديرين عندما تكون عقودهم نتيجة لمساومة على مطال الذراع بينهم وبين مجلس الإدارة. فإن ربط أجر المديرين بالتغيرات التي تطرأ على سعر سهم الشركة التي لا علاقة لها بأدائهم هو نتيجة مباشرة للتأثير الذي يتمتع به المديرون أنفسهم في آلية تحديد مرتباتهم ومكافأاتهم. يتخذ المديرون النافذون في الإدارة تحقيق الشركة لأي مكاسب في السوق. ولو لم تكن ثمرة جهودهم الخاصة، فرصة وذريعة لإقرار زيادة في التعميصات التي يتقاضونها. فإذا ارتفع سعر سهم الشركة أو ارتفعت قيم إيراداتها، فإن الإدارة الواقعة تحت نفوذ المديرين ستجد في ذلك الارتقاء مسوغاً مريحاً لكي تمنح المديرين زيادة في أجورهم ومكافأاتهم. إضافة إلى ذلك فإن ارتفاع سعر السهم يجعل حملة الأسهم أقل ميلاً لمعارضة زيادة أجور المديرين وفي بعض الأحيان قد لا يلاحظون تلك الزيادة أصلاً. في الواقع هناك دلائل واضحة على أن التعميصات النقدية التي يتقاضاها المديرون العامون ترتبط ارتباطاً قوياً بارتفاع أسعار الأسهم في سوق البورصة عموماً⁴.

إلى جانب الدراسات التي تدل على ارتباط تعويضات المديرين بما يحدث في السوق عموماً، هناك دراستان اثنتان تظهران بوضوح أن الزيادة في التعميصات النقدية التي يتقاضاها المديرون ترتبط أيضاً بثمار المصادفة (أي الأرباح غير المتوقعة) التي تحصدتها الشركة المعنية إما بسبب ظروفها الخاصة وإما لأسباب لها علاقة بالقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة بوجه عام. لقد بحثت الدراسة الأولى التي أجراها أوليفر جين بلانشارد، وفلورنسيو لوبيز دي سيلانيس و أندري شلايفر⁵ في الآليات التي اعتمدها 11 شركة مختلفة للتصرف بالأموال التي استردتها من جراء إقفال أو ربح عدد من الدعاوى القضائية. لم يكن للعدد الأكبر من تلك القضايا أي علاقة بالنشاطات الحالية للشركات، كما لم يكن للمديرين الحاليين في العدد الأكبر من الحالات أي دور في استرداد تلك الأموال. مع ذلك خلصت الدراسة إلى أن 16 بالمئة من صافي المبالغ المستردة وسطياً تم صرفها على

شكل تمويضات إضافية منحت للمديرين الثلاثة الأعلى أجراً في كل شركة لمدة ثلاث سنوات متتالية بعد استرداد المبالغ. إن ثمار المصادفة هذه قد أدت إلى زيادة وسطية في حجم التمويضات المالية لأولئك المديرين بلغت 84 بالمئة.

أما الدراسة الثانية، التي قامت بها ماريان برتراند و سندهيل مليشن، فقد خلصت إلى أن مديري الشركات عادة ما يكافؤون لمجرد أن يحالف الحظ القطاع الاقتصادي الذي تتبع له شركاتهم⁶. ووجهت الدراسة اهتمامها إلى التمويضات التي يتقاضاها مديرو الشركات في الأوقات التي يحقق فيها القطاع الاقتصادي الذي تتبع له تلك الشركات نجاحاً مميزاً. وذلك لأسباب تقع خارج مجال سيطرة مديري الشركات في ذلك القطاع. وقد ميزت الدراسة ثلاث حالات مختلفة: (1) عندما يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى تحسين أداء شركات الصناعات النفطية: (2) عندما يؤدي تغير معدلات صرف العملات إلى أرباح تحسب لصالح الشركات المتأثرة بالاستيراد: و(3) عندما تبلي جميع الشركات الأخرى في القطاع الاقتصادي ذاته بلاءً حسناً لأسباب أخرى مغايرة للأسباب المذكورة في الحالتين السابقتين. لقد كانت نتيجة هذه الدراسة أن مديري الشركات في جميع تلك الحالات كانوا يتقاضون التمويضات ذاتها عن كل دولار تربحه شركاتهم سواء أكان ذلك بالمصادفة الصرفة (أي بالخط) أم بفسير ذلك من الأسباب. أي إن تمويضات المديرين لا ترتبط على الإطلاق بالطريقة التي تحققت بها أرباح الشركات.

من غير المتوقع أن تقضي العقود التي تأتي نتيجة لمفاوضات على مطالب الذراع إلى ترابط بين الأجر الممنوح للمديرين وحسن أو سوء حظهم أو طالعهم. فكافأة مديري الشركات على التطورات الإيجابية التي تحدث دون فعلهم. بل بمحض المصادفة. يرتب على تلك الشركات تكاليف محنوفة بالمخاطر دون أن يقدم للمديرين أي حوافز حقيقية في الاتجاه المطلوب. أما عندما يسمح للمديرين بالتأثير في نظام أجورهم ومكافأتهم. فمن المتوقع أن يفتنوا أي فرصة سانحة تقطف شركاتهم فيها ثمار المصادفة من أجل أن يرفهوا أجورهم ومكافأتهم الخاصة.

هل تؤدي أنظمة العلاوات عرضها، فكافئ المديرين على حسن أدائهم؟

نتوجه باهتمامنا الآن إلى بنية أنظمة المكافآت والعلاوات السائدة. إن كلمة «علاوة» إنما تعني دفع المال الإضافي مقابل الأداء المتميز. ومن هنا قد نجد لمدى وجود علاقة وثيقة بين ما يدفع للمديرين من مكافآت وعلاوات من جهة وسوية أدائهم بالمقارنة مع نظرائهم من جهة أخرى. غير أن نظرة فاحصة عن قرب إلى كيفية تصميم أنظمة المكافآت من شأنها أن توضح السبب وتبطل العجب. فعادة ما تبني أنظمة العلاوات أو المكافآت على نحو تمنع معه المديرين قيمة مضافة حتى عندما لا يكون أدائهم جيداً إلى الحد المطلوب.

تلجأ الشركات إلى اعتماد معايير موضوعية وأخرى ذاتية لتحديد أهلية المديرين للحصول على المكافآت كما لتحديد قيم تلك المكافآت. يمكن تصور المعايير الموضوعية على شكل أهداف يمكن التحقق من تحقيقها بسرعة وسهولة. وبالاعتماد على تلك المعايير يمكن للشركات أن تقتطع المكافآت التي ترتبط ولو شكلاً بالأداء من الضرائب الواجبة عليها وفقاً للمادة 162 من قانون الضرائب. بيد أن هذه المعايير عادة ما تجري صياغتها في الواقع بحيث تسمح للمديرين بالاستفادة منها حتى عندما يكون أدائهم عادياً.

في بعض الحالات تربط المكافآت على سبيل المثال بتحقيق قيمة محددة لميزانية الشركة. لكن تحقيق هذا الهدف نادراً ما يكون مؤشراً واضحاً على أن المدير قد نجح فعلاً عبر أدائه الشخصي في خلق قيمة إضافية لحملة الأسهم. وفي حالات أخرى، يجري منح المكافآت للمديرين عندما تتجاوز أرباح الشركة في سنة ما أرباحها في السنة التي سبقتها. إن اعتماد النتائج المحاسبية للسنوات السابقة يمكن بعض المديرين من حصد المكافآت حتى عندما يكون أدائهم سيئاً؛ إذ إن أرباح شركة ما قد تكون الأسوأ بين نظيراتها من شركات القطاع الاقتصادي ذاته. ومع ذلك أفضل من أرباحها في السنة السابقة. وإذا ما أخذنا شركة تتأرجح أرباحها في كل عام حول سوية منخفضة من الأرباح على مدى سنوات عدة، فإننا سنلاحظ ارتفاعاً نسبياً في الأرباح في نصف عدد السنوات. من اللافت فعلاً، لكنه بمنظارتنا لا يجب أن يشير العجب، أن غالبية كبرى من الشركات، التي تعتمد أنظمة المكافآت المبنية على أساس المعايير الموضوعية، لا تربط المكافآت التي تمنحها لمديرها بأدائها النسبي قياساً إلى نظيراتها في القطاع الاقتصادي عنه.⁷

إن مكافأة المدير العام على إنجاز نتائج أفضل من السنة المنصرمة لا تقتل فقط في تحفيزه في الاتجاه الصحيح، بل إنها قد تقضي أيضاً على ما عنده من حوافز في ذلك الاتجاه. فنظام كهذا من شأنه أن يخفف من فعل الجزاء الذي يتعرض له المدير في حال سوء أدائه: إذ إن أداء المدير السيئ في سنة ما قد يؤثر سلباً على مكافأته في تلك السنة، لكنه سيؤثر إيجاباً على مكافآت السنة اللاحقة. ومن جهة أخرى يخفف هذا النظام أيضاً من فعل المكافأة الممنوحة للمدير بسبب أدائه الجيد: فإداء المدير الجيد في سنة من السنوات قد يرفع مكافأته في تلك السنة، لكنه سيصعب عليه حصد المكافآت في السنة اللاحقة، لأنه يرفع سوية النتائج التي عليه تخطيها حينئذ.

هناك طرائق أخرى تلجأ إليها الشركات من أجل تحديد المكافآت الهادفة إلى تحسين الأداء. فالبعض على سبيل المثال يعدد تلك المكافآت بناءً على أرقام إيرادات الميزانية المتضمنة إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد، التي ترتبط عادة بأداء سوق البورصة عامة لا بجهود وأداء مديري تلك الشركات. حتى إن بعض الشركات تربط نظام مكافآتها بالإيرادات المحسوبة من تصاريح الأرباح المتوقعة، من ذلك الاستثمار التي قد لا تتحقق على أرض الواقع. وفي الواقع فإن تصحيح أرقام الإيرادات المستخدمة في تحديد المكافآت، بحيث تفسدو خالية من إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد، أمر لا ينطوي على صعوبات كبيرة⁸. على الرغم من أن الفارق بين أرقام الإيرادات المصححة وغير المصححة قد يصل إلى قيم كبيرة جداً⁹.

لقد تضمنت حسابات ميزانية شركة جنرال إلكتريك في العامين 2000 و2001، على سبيل المثال، وكجزء من إيراداتها، إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد البالغة 1.3 مليار دولار أمريكي في العام 2000 و 2.1 مليار دولار أمريكي في العام 2001، أي ما نسبته 10 بالمئة و 11 بالمئة من إيراداتها قبل احتساب الضرائب في العامين المذكورين. وقد استخدمت الشركة هذه الإيرادات في احتساب المكافآت الممنوحة لمديريها. وفي العامين المذكورين صرحت شركة أي بي إم أيضاً عن إيراداتها من الاستثمار في صناديق التقاعد، التي بلغت 1.2 مليار \$ أي ما نسبته 10 بالمئة من مجمل إيراداتها قبل احتساب الضرائب في العام 2000 و 904 مليون \$ أي ما نسبته 13 بالمئة من مجمل إيراداتها قبل احتساب الضرائب في

العام 2001، وكشركة جنرال إلكتريك أدخلت شركة أي بي إم هذه الإيرادات في احتساب التعويضات التي منحتها لمديرها. وفي العام 2001، صرحت شركة فيريزون كومونيكيشنز عن ربح صاف مقداره 389 مليون \$ ومنحت مديرها مكافآت مبنية على أساس ذلك الربح. لكن الربح الصافي لتلك الشركة كان سيبلغ مبلغاً سلبياً لولا احتساب إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد البالغة 1.8 مليار \$، فقد استخدمت الشركة إيرادات صناديق التقاعد لتحويل خسارتها إلى ربح، متخذة من ذلك ذريعة لمنح المكافآت لمديرها.

والأسوأ من ذلك، أنه قد تكشف لاحقاً أن صناديق التقاعد التي تمتلكها شركة فيريزون لم تحقق في الواقع أي إيرادات حقيقية في العام 2001، بل إنها تحملت خسائر وصلت إلى 3.1 مليار \$. فكيف تمكنت تلك الشركة إذاً من التصريح عن إيرادات بلغت 1.8 مليار \$ من استثمارات صناديق التقاعد التي تمتلكها؟ لقد اعتمدت الشركة على «توقعاتها» وحددت للمستقبل عوائد بنسبة 9.25 بالمائة على موجودات تلك الصناديق. وذلك وفقاً لقواعد احتساب الميزانية المعمول بها في ذلك الوقت¹⁰. في واقع الأمر لم تكن إيرادات صناديق التقاعد البالغة 1.8 مليار \$، التي جرى توظيفها لتحويل ميزانية الشركة من مجال الخسارة إلى حيز الربح، تعكس واقع حال تلك الصناديق، بل كانت ببساطة نتيجة نظرية لتعديل في الافتراضات التي بنيت عليها الحسابات. ومن المؤكد أن هذه النتيجة النظرية لم تخلق على أرض الواقع أي قيمة إضافية لا للشركة ولا لحملة أسهمها.

بالطبع قد يحدث أن تمنى صناديق التقاعد بالخسارة، فيغدو إدخال نتائج الاستثمار فيها إلى حسابات الميزانية سبباً لخفض إيراداتها، وقد يؤدي ذلك نظرياً إلى خفض المكافآت الممنوحة للمديرين التي تعتمد على أرقام تلك الإيرادات. لكن لم تسجل على العموم أي خسارة لصناديق التقاعد في سوق البورصة على مدى العقدين المنصرمين التي اتسمت بالمضاربات على صعود أسهم تلك الصناديق. وبالفعل بمجرد انتهاء تلك المدة وتدهور أداء صناديق التقاعد وتحويل تأثيرها على حسابات الميزانية من الإيجابي إلى السلبي، سارعت جنرال إلكتريك و فيريزون وغيرهما من الشركات إلى إسقاط نتائج الاستثمار في صناديق التقاعد من آلية حساب مكافآت مديرها، وذلك لكي لا يؤثر تدهور حال صناديق التقاعد سلبياً

على حجم تعويضات المديرين. وفي بعض الحالات جرى تظهير هذه التمديلات في احتساب مكافآت المديرين على أنها وجه من وجوه الإصلاحات الإدارية في تلك الشركات¹¹.

من الواضح إذاً أن نظام المكافآت يسمى إلى تحقيق مصالح المديرين في أن يضمنوا لأنفسهم سوية مرتقمة من الأجر بقض النظر عن سوية أدائهم. هذا ما عبر عنه بوضوح وصراحة أحد المعارضين بخفايا الأمور في هذا المجال أثناء مقابلة صحفية معه، إذ يقول:

إنهم يستخدمون الآن صيفاً لاحتساب حجم المكافآت تتعلق بالأداء - لنقل إنها تعتمد على حقوق ملكية الخيارات أو الأسهم. لكن غالبية تلك الصيغ لا تعدو كونها هراء، فعندما تضع صيغة ما لا بد لك أن تحدد أهدافاً يجب تحقيقها - لكن أولئك المستفيدين من تلك الصيغ هم أنفسهم من يضع تلك الأهداف - ومن مصلحتهم الإبقاء على تلك الأهداف منخفضة لكي يضمنوا تحقيقها¹².

بالإضافة إلى المعايير الموضوعية - التي رأينا أنها غالباً ما تخفق في ربط الأجر الممنوح للمديرين بأدائهم الفعلي - يعتمد الكثير من أنظمة المكافآت في الشركات كلياً أو جزئياً على معايير ذاتية تقديرية. فعلى سبيل المثال قد تلجأ مجالس الإدارة إلى اعتماد ما يسمى «اتخاذ القرارات الاستراتيجية» أو «ممارسة القيادة الفاعلة» أساساً لتعديد مكافآت المديرين. لكن من المنطقي أن يختلف الحكم على مدى تحقيق المعايير الذاتية بين مراقب وآخر. الأمر الذي يضع في نهاية المطاف قرار منح المكافآت بيد مجلس الإدارة أو بيد لجنة إقرار التعويضات التابعة له.

بعض خبراء الاقتصاد يدافعون عن استخدام المعايير الذاتية التقديرية على أساس أن المعايير الموضوعية لا يمكنها أن تمكس أداء المديرين على نحو كامل وعادل. وبعبء هذه الرؤية، فإن إضافة بعض المعايير الذاتية يمكن مجلس الإدارة من تحديد قيمة المكافآت اعتماداً على صورة أكثر اكتمالاً ودقة حول أداء المدير¹³. إننا نوافق على أنه في حال كان مجلس الإدارة يرغب فعلاً في ربط الأجر بالأداء ربطاً وثيقاً، فإن دعم المعايير الموضوعية بمعايير مكملة ذاتية يمكن أن يساعد على تحقيق الهدف المنشود. لكن الفائدة المرجوة من اعتماد بعض المعايير الذاتية إلى جانب لائحة المعايير الموضوعية تتعلق على نحو حاسم

بمدى صحة الافتراض الأساس بأن مجلس الإدارة يسمى فعلاً عبر تلك الإضافة إلى تعزيز الربط بين الأجر والأداء. من غير المتوقع أن يؤدي اعتماد المعايير الذاتية إلى تمتين العلاقة بين الأجر والأداء. في حال كانت العلاقة بين المدير ومجلس الإدارة شخصية وحميمة وتخطت حدود علاقة العمل الرسمية. وفي غياب تلك العلاقة الرسمية فإن تلك المعايير الذاتية تفقد استنساابية ولا تشكل سوى أداة إضافية بيد أعضاء مجلس الإدارة لمكافأة المديرين بالرغم من أدائهم السيئ وللقول في الوقت عينه إنهم إنما يسمعون في ذلك إلى تحفيز المديرين لتحسين أدائهم وتعظيم قيمة رأسمال الشركة. في الحقيقة، إن اعتماد المعايير الذاتية في الحكم على الأداء من شأنه أن يؤدي إلى غياب كلي لأي علاقة قوية تربط بين الترميزات المالية المقدمة للمديرين وسوية أدائهم الفعلي.

إلى جانب اعتماد أهداف موضوعية لكنها سهلة أو اللجوء إلى معايير ذاتية استنساابية خالصة، أمام مجالس إدارة الشركات إجراء آخر يمكنهم من منح المكافآت للمديرين بالرغم من أدائهم السيئ. فبعض مجالس الإدارة تلجأ ببساطة إلى خفض سوية الأهداف الموضوعية عندما يتضح لهم أنه من غير المحتمل أن ينجح المديرون العامون في تحقيقها، أو حتى بعد أن يكونوا قد أخفقوا فعلاً في ذلك.

ولعل أحد أحدث الأمثلة على ذلك تخفيض شركة كوكا كولا لأحد أهم أهدافها في النظام الذي تتبعه لمكافأة مديريها العاميين¹⁴. فعندما احتل دوغلاس دافنت منصبه في الشركة كمدير عام سنة 2001، وعده مجلس الإدارة بمكافأة إضافية إذا ما ارتفعت إيرادات الشركة بمعدل 15 بالمئة سنوياً على مدى خمس سنوات ابتداءً من 1 كانون الثاني/يناير 2001. وقد حددت تلك المكافأة بين 30 مليون \$ و60 مليون \$، وذلك وفقاً للارتفاع الذي ستحققه إيرادات الشركة فوق الهدف (الذي هو 15 بالمئة). وقد صرحت لجنة الترميزات في شركة كوكا كولا أن نظام المكافآت المتفق عليه مع السيد دافنت يسمح له بتحقيق ثروة كبيرة شرط أن يقدم أداء متميزاً. في شهر نيسان/أبريل 2001، خفضت الشركة إيراداتها المتوقعة. وفي حزيران/مايو 2001، أي بعد عدة أشهر فقط من إقرار خطة المكافآت ودخولها حيز التنفيذ، خفض مجلس الإدارة الهدف الذي وضعه شرطاً لحصول المدير على المكافأة من 15 بالمئة زيادة سنوية في الإيرادات إلى 11 بالمئة.

بطريقة مشابهة خفضت شركة إيه تي & تي من الأهداف التي وضعتها شرطاً لدفع المكافآت لمديريها في منتصف 2002. بعد أن اتضح أنهم لن يحققوا تلك الأهداف المتفق عليها. لقد مكّنت هذه الحركة المديرين الخمسة الأعلى أجراً في الشركة من الحصول على ما قيمته 2.9 مليون \$ على شكل مكافآت¹⁵. بعض الشركات الأخرى أضافت إلى شروط منح مكافآتها مادة توضيحية تعطي للمديرين الذين يفشلون في تحقيق تلك الشروط الحق في الحصول على تلك المكافآت في حال كان ذلك يتفق مع مصلحة الشركة العليا¹⁶.

المكافآت الممنوحة على إبرام صفقات الضم

لقد رأينا كيف أن المكافآت المنصوص عليها في العقود المبرمة بين المديرين ومجالس الإدارة لا ترتبط بأداء المديرين على الوجه الذي يتوقعه المرء في حال كانت تلك العقود ثمرة مساومة على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. وإننا لنجد هذا الغياب التام لأي رابط بين الأجر والأداء أيضاً في الممارسات التي تمنح مكافآت مجانية وبلا مقابل، وغير منصوص عليها في العقود السارية المفعول. وخير مثال على تلك الممارسات منح المديرين مكافآت دسمة لقاء إتمام عمليات ضم شركات أخرى. تظهر الإحصاءات أن مكافآت سخية بملايين الدولارات الأمريكية وبلا مقابل قد منحت للمديرين العامين في 40 بالمئة من عمليات الضم الكبرى أثناء العقد المنصرم. وذلك لقاء الإشراف على عمليات الضم تلك. وقد اتخذت تلك المكافآت شكلاً نقدياً في معظم الحالات¹⁷.

ففي أيلول/سبتمبر عام 2000، على سبيل المثال وقع مدير شركة تشايس مانهاتن كوربوريشن، ويليام هاريسون، صفقة ضم شركة دجي. بي. مورغان & كومباني بقيمة 30.9 مليار¹⁸. وقد منح مجلس الإدارة السيد هاريسون مكافأة بقيمة 20 مليون \$ (نصفها على شكل رأس مال مقيد) تدفع له في العامين 2001، و2002، لقاء إشرافه على هذه الصفقة التي كلفته مفاوضات على مدى ثلاثة أسابيع. أما نواب السيد هاريسون الثلاثة. ومن بينهم جيفري تي. بيوزي الذي لم يكن يمضي على التحاقه بالشركة سوى أربعة أشهر. فقد حصل كل منهم على مكافأة خاصة بمبلغ 10 ملايين \$ تضاف إلى أجورهم ومكافآتهم وتمويضاتهم الأخرى. وبدورها دفعت شركة ناشنس بانك لمديريها العام هاغ ماك كول يونيور ما يقارب

45 مليون \$ على شكل رأس مال مقيد بعد أن ضمت مصرف بانك أف أميركا. أما ويليام وايز مدير عام شركة إل باسو كوربوريشن فقد حصل على مكافأة قدرها 29 مليون \$ بعد عقد صفقة لضم شركة سونات¹⁹. إلى ذلك حصل إدوارد وايتاكر مدير عام شركة إس بي سي كومونيكيشن على مكافأة قدرها 3.3 مليون \$ اعترافاً بجهوده لإنجاح صفقة الاندماج مع مجموعة باسيفيك تيليسيس غروب والجهود التي بذلها في مسألة ضم شركة أخرى²⁰.

ومع أن ضم الشركات قد يدفع بقيمة أسهم الشركات الهدف إلى أعلى ويمود على أصحابها بنفع ملحوظ، إلا أن ذلك لا ينسحب عموماً على الشركات التي تقوم بعملية الضم²¹. فقيمة سهم الشركة التي تضم شركة أخرى لا ترتفع عادة في المدة الزمنية التي تلي عملية الضم مباشرة²². إحدى الدراسات الحديثة قدرت خسائر حملة أسهم الشركات التي أتمت عمليات ضم في المدة الممتدة بين عامي 1980، و2001، بمبلغ 218 مليار \$²³. أما الدراسة التي أجرتها مجلة بيزنس ويك حول صفقات الضم الضخمة التي جرت في ربيع 1998، فقد خلصت إلى أن 61 بالمئة من الشركات القائمة بعملية الضم قد ألحقت خسارة محققة بحملة أسهمها وددت ممتلكاتهم، وذلك عبر دفع أثمان تفوق القيم الفعلية للشركات التي ضمتها²⁴.

لماذا يزوج بعض المديرين بشركاتهم في عمليات ضم ليست في صالح حملة أسهم تلك الشركات؟ إحدى الإجابات المحتملة على هذا التساؤل تقول: إن أولئك المديرين يرغبون في توسيع حجم إمبراطورياتهم، ما من شأنه أن يزيد من حجم أرباحهم ويرفع من مقامهم في السوق. أما التفسير الآخر فيتمثل في ثقة المديرين الزائدة بأنفسهم واعتقادهم الراسخ بقدرتهم على النجاح في رفع قيمة الشركة الهدف التي سيضمونها مهما كانت الظروف.

في جميع الأحوال، من غير المنطقي أن نتوقع من المديرين لجم اندفاعهم نحو توسيع إمبراطورياتهم، والإقدام على عمليات ضم أقل مما هو في صالح حملة أسهم شركاتهم. بل إن القلق، وبخلاف ما تقدم، قد ينبع من أن المديرين عموماً يميلون إلى توريث شركاتهم في عمليات ضم أكثر مما هو في صالحها. لذلك لا داعي لتضمين أي عقد جيد أي مكافآت إضافية تصرف للمديرين عند قيام الشركة بضم شركة أخرى. وبالفعل فإن تقديم الوعود للمديرين بمكافآت تصرف لهم لقاء إبرام عمليات الضم - أو مجرد جعلهم يتوقعون تلك المكافآت - من شأنه أن يفاقم مهل أولئك المديرين المبالغ فيه أصلاً إلى ضم الشركات الأخرى.

من اللافت أنه وأثناء الأشهر الثمانية عشر التي تلت الصفقة التي قامت بها شركة تشايس لضم شركة دجيه. بي. مورغان التي حصل مديرها تشايس بعدها على مكافآت بقيمة 50 مليون \$، خسرت أسهم تشايس مائتين أكثر من 30 بالمائة من قيمتها، صحيح أن هذه الخسارة قد تكون ناتجة عن أسباب أخرى تماماً، لكن ما حدث لشركة تشايس لا يمثل حالة فريدة وممزولة. فقد خلصت دراسة إحصائية حديثة قام بها يانيف غرينستاين و بول هريبار إلى نتيجة مفادها أن صفقات الضم التي تقدم عليها الشركات تؤدي في المتوسط إلى خسائر لدى حملة أسهمها في حين يُمنح مديرها مكافآت دسمة على إتمام تلك الصفقات. والأسوأ من ذلك أنه كلما علت المكافآت الممنوحة للمديرين ارتفعت في المحصلة خسائر حملة الأسهم²⁵.

حتى لو كانت صفقات الضم ستزيد فعلاً من قيمة أسهم الشركة التي تقوم بالضم، فإنه من غير المنطقي، من منظور مبدأ التحفيز الفاعل، أن يُمنح المديرين مكافآت خاصة وإضافية لإتمام تلك الصفقات، فيجب ألا تنسى أن رزمة التعويضات التي يتفق عليها مع المديرين تتضمن في الأساس آلية - تتمثل في تقديم منح ضخمة على شكل خيارات شراء الأسهم - لتحفيز المديرين على السعي للاستفادة من أي فرصة من شأنها رفع قيمة سهم شركتهم²⁶. وفي ظل وجود مصلحة خاصة لدى المديرين في الحفاظ على إميراطورياتهم وتوسيعها، قد يكون من المفيد إيجاد مكافأة إضافية للمديرين الذين ينجحون في زيادة قيمة أسهم شركاتهم عن طريق تصفير حجمها، لا تكبيره. المؤكد أنه ليس هناك من داع لمنح المديرين أي مكافآت خاصة على إبرام صفقات الضم. فذلك المكافآت ليس لها أي أثر في الواقع سوى تقوية الحوافز الشخصية لدى المديرين من أجل الاهتمام بصفقات الضم عوضاً عن توجيه اهتمامهم إلى استراتيجيات العمل الأخرى التي من شأنها أن تكون أكثر نفعاً لخدمة مصالح حملة الأسهم وتعظيم قيمة أسهمهم.

وكما ناقشنا في الفصل 7، فإن مديري الشركات الهدف في عمليات الضم يحصلون أيضاً على تعويضات كبيرة متصلة بإتمام عمليات الضم تلك. بعض المستشارين المختصين بأمور التعويضات يرون أن منح مديري الشركات الهدف تلك التعويضات الضخمة هو السبب الذي أدى إلى لجوء الشركات التي تقوم بالضم إلى منح مديرها أيضاً مكافآت سخية

ومجانبة على إبرام صفقات الضم. وما هو ذا الآن إم. جونسون رئيس شركة استشارية في أمور التعميـضات في مدينة نيويورك يشرح ذلك قائلاً: ... ومن الأسباب الأخرى الحسد، فمديرو الشركة القائمة بالضم سيجلسون في مكاتبهم غير بعيدين عن مكاتب يجلس فيها أشخاص قد حصنوا مكاسبهم بمد أن استعقت عبر عملية الضم خيارات الأسهم التي كانوا يمتلكونها وارتفعت أسعارها. وكل من أولئك المديرين يتساءل: وماذا حل بي أنا؟²⁷ غير أن الأسباب التي عادة ما تساق دعماً لمكاشاة مديري الشركة الهدف لا تطبق على مديري الشركة التي تقوم بعملية الضم.

إن عملية الضم قد تؤدي إلى خسارة مديري الشركة الهدف الكثير من السلطة والمكانة اللتين كانوا يتمتعون بهما في منصبهم السابق. إن لم نقل إلى خسارة منصبهم أصلاً. إذ أ فالتعميـضات التي يمدونهم بها ضرورية من أجل حثهم وحلفائهم على دعم الصفقة في مجلس الإدارة وعدم عرفقتها. وفي بعض الحالات تكون التعميـضات ضرورية من أجل إقناع المديرين بالبقاء في الشركة أثناء المدة الانتقالية. أما مديرو الشركة القائمة بالضم فلا يواجهون مثل تلك الخسارة في المنصب أو المكاسب التي يواجهها نظرائهم في الشركة الهدف. بل على العكس من ذلك: إذ إن صفقة الضم من شأنها أن توسع إميراطوريتهم وتقوي سلطتهم، ما ينتج عنه ارتفاعاً في أجورهم وتعميـضاتهم وتحسناً في موقعهم ومكانتهم. إذ أ فالمكافآت المرتبطة بعمليات الضم التي تمنح للمديرين في الشركة القائمة بالضم، وعلى عكس تلك الممنوحة لنظرائهم في الشركة الهدف، ليست ضرورية من أجل إتمام أي صفقة تكون في صالح الشركة القائمة بالضم فعلاً.

ومع أن المكافآت المرتبطة بعمليات الضم يصعب تسويتها أو الدفاع عنها في إطار نموذج المساومة على مطال الذراع، فإنها لا تكون مفاجئة على الإطلاق إذا ما نظرنا إليها من منظور نفوذ المديرين وسلطتهم الكبيرة في مجالس إدارة الشركات. من الطبيعي أن يسعى المديرين إلى زيادة حجم تعميـضاتهم، وعادة ما يحاول أعضاء مجلس الإدارة أن يسووا الأمر ويستجيبوا لمطالب المديرين، ما دامت تلك المطالب عادلة أو على الأقل ليست مبالغاً فيها على نحو فاضح ويمكن تقديمها ضمن رزمة متكاملة ومنطقية نوعاً ما. أما أن يدفع مجلس الإدارة لأحد المديرين تعميـضات بحجم 50 مليون \$ على سبيل المثال ودون أي مسوغ

منطقي، لذلك سيستدعي دون شك احتجاجاً وسخطاً ضمن صفوف حملة الأسهم. لما كانت عمليات الضم تحقق في بعض الحالات أرباحاً فعلية وزيادة محققة في رأسمال الشركات القائمة بالضم، فإن الشركات في ظل نفوذ المديرين وسلطتهم على مجالس الإدارة ستفتم عمليات الضم هذه لكافأة مديريها دون أن يستدعي ذلك سخطاً من قبل حملة الأسهم، فيوسع أعضاء مجلس إدارة الشركة القائمة بالضم حينئذ الادعاء ببساطة أنهم إنما يكافئون المديرين على ما يقومون به من خطوات تعد فعلاً برفع قيمة سهم الشركة. وفي جميع الأحوال سيكون من الصعب إثبات عدم صحة هذا الادعاء.

إضافة إلى ذلك، عندما ننظر إلى الموضوع من منظور سلطة المديرين ونفوذهم في مجالس الإدارة، يمكننا القول: إنه كلما زادت سلطة المدير، مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، ازداد معها حجم الترميزات التي تمنح له لقاء إبرام صفقات الضم. وبالفعل، فقد وجد يانيف غرينستاين و بول هريبار في دراستهما أن المديرين العامين الذين يتراشون مجلس الإدارة أو يشغلون مناصب في لجنة تعيين مجلس الإدارة قد حصلوا على مكافآت لقاء الإشراف على إتمام صفقات الضم تزيد بمقدار 1.4 مليون \$ عن مكافآت نظرائهم الذين لا يتمتعون بتلك المناصب في مجلس الإدارة. وهذا مثال آخر على العلاقة القوية التي تربط سلطة المدير بالأجور والترميزات التي يحصل عليها.

الهدايا الترحيبية الثمينة

غالباً ما يبدأ إضعاف الارتباط بين الأجر والأداء بمنح المديرين هدية ترحيبية ثمينة - وهي دفعة ابتدائية كبيرة تُضاف إلى رزمة الترميزات السنوية المتفق عليها. وعلى مدى السنوات العشر المنصرمة ازدادت هذه الهدايا الترحيبية قيمة وانتشاراً. ولعل من بين أكثر الأمثلة شهرة في أواخر التسعينيات من القرن المنصرم تلك الهدية التي دفعتها شركة كونسيلكو بقيمة 45 مليون \$ للسيد غاري فندت بمناسبة انضمامه إليها ليشغل منصب المدير العام للشركة. وكذلك الملاوة التي وعدت بها شركة كمارت مديرها الجديد توماس كوناوييه بقيمة 10 مليون \$ لتُدفع له على مدى خمس السنوات الأولى له في منصبه²⁸.

ومع أن بعض الهدايا الترحيبية الثمينة قد تكون في جزء منها على شكل ملكية لأسهم الشركة، إلا أنها جميعها تقريباً تتضمن مركبة رئيسة على شكل نقدي قد تتجلى في أشكال عدة، منها المكافآت الاستثنائية عند التوقيع وعلاوة المرتبات الشهرية والمكافآت المستقبلية المضمونة والقروض القابلة للشطب. ومهما كان شكل المركبة النقدية في الهدية، فإنها مفصولة كلياً عن الأداء؛ إذ إن المدير سيستفيد من تلك المركبة النقدية بجميع وجوهها حتى لو أظهر أداءً متواضعاً جداً في منصبه الجديد.

فالهدية الترحيبية التي حصل عليها غاري فتدت بقيمة 45 مليون \$ من شركة كونسكو على سبيل المثال كانت في مجملها على شكل نقدي²⁹. أما الجزء النقدي من هدية شركة كسارت للسيد كوناويه فقد بلغ 10 ملايين \$ تدفع له على مدى خمس سنوات، بالإضافة إلى قرض بقيمة 5 ملايين \$ يعفى من تسديده إذا ما بقي في منصبه حتى غاية 31 تموز/يوليو 2003. وقد تحول الجزء الأخير من الهدية الترحيبية التي قدمت للسيد كوناويه إلى هدية وداعية ثمينة؛ فقد جرى لاحقاً شطب القرض الممنوح له وأعفي من تسديده بل «زيد عليه» - إذ إن الشركة تولت أيضاً دفع الضرائب المستحقة لقاء شطب القرض - وكل ذلك مع أن السيد كوناويه لم يف بالتزامه ولم يبق في منصبه إلى حين الموعد المحدد. وفي عام 1999، وقعت شركة غلوبال كروسينغ عقداً مع روبرت أنونزباتا ومنحته هدية بقيمة 10 مليون \$ بمناسبة توقيعه على العقد. ولم تطالبه لدى مفارقتها الشركة بعد نحو عام واحد بإعادة أي جزء من تلك الهدية³⁰. أما روبرت نارديلي الذي اعتلى منصب المدير العام في شركة هوم ديوت عام 2001، فقد حصل على قرض قيمته 10 مليون \$ يعفى من خمسه في كل عام يبقى فيه في منصبه. بما في ذلك ما يترتب على ذلك من ضرائب. وإضافة إلى ذلك فقد ضمنت له الشركة ما مجموعه 4.5 مليون \$ على الأقل سنوياً على شكل أجور وتمويضات ومكافآت.³¹ من جهتها منحت شركة آيه دي سي كومونيكتيفس مديرها العام ريتشارد روسكيت مبلغ 5.5 مليون \$ يُدفع له على مدى أربع سنوات بالإضافة إلى مبلغ 1.5 مليون \$ يُدفع له عند توقيع العقد. أخيراً منحت شركة أيتا مديرها العام جون روه هدية بلغت قيمتها 2 مليون \$ لدى توقيعه العقد إضافة إلى مكافأة بقاء في المنصب بقيمة 1.4 مليون \$.

عادة ما تبرر الشركات منح الهدايا الترحيبية الثمينة للنجوم من المديرين العامين المشهورين بحجة أن تلك الهدايا ضرورية من أجل اجتذاب أولئك المديرين النجوم الذين يتمتعون في مناصبهم الحالية بدخل متوقع كبير لا رغبة لديهم بالتخلي عنه. وقد يقول أصحاب هذا المنطق إنه يجب على أي شركة لكي تنجح في اجتذاب أي من أولئك المديرين ذائعي الصيت أن تقدم له رزمة تعويضات ضخمة تصوق في قيمتها ما تقدمه الشركات الأخرى. لكن ما يهمنا هنا ليس حجم رزمة التعويضات تلك، بل بنيتها. فحتى الهدايا الترحيبية الثمينة والدسمة جداً يمكن منحها على شكل مركبات قائمة على حقوق الملكية -كملكية خيارات الأسهم على سبيل المثال- بحيث تكون القيمة النهائية التي يحصل عليها المدير مرتبطة على نحو أو بأخر بأدائه الفعلي. وحينئذ تشكل الهدايا الترحيبية حافزاً إضافياً للمدير لكي يعمل على تعظيم قيمة رأسمال الشركة. لكن وبالرغم مما ما تقدم فإن الشركات تلجأ في معظمها إلى تشكيل هداياها الترحيبية في جزئها الأكبر من مركبات لا علاقة لها بالأداء على الإطلاق. وبالحصول يمكننا القول إن تقديم الهدايا الترحيبية كما هو معمول به على أرض الواقع إنما يسهم في إضعاف الارتباط بين الأجر والأداء عموماً.

البواليص التشاركية للتأمين على الحياة

دأبت شركات كثيرة في الماضي على شراء بواليص تشاركية للتأمين على حياة مديرها، الأمر الذي كان يكلفها مليارات الدولارات. غير أن اعتماد ما يسمى بقانون ساربنس - أوكللي أجبر الشركات على إيقاف تلك الممارسة؛ لأن هذا القانون يمنع منح القروض للمديرين ومن الممكن عدّ البوليصة التشاركية للتأمين على الحياة وجهاً من وجوه القروض³². لكن الانتشار الواسع لتلك الممارسة قبل دخول هذا القانون حيز التنفيذ كان يمثل مصدراً إضافياً من مصادر تعويضات المديرين التي لا علاقة لها بأدائهم الفعلي.

يقوم أحد الأشكال واسعة الانتشار للبواليص التشاركية للتأمين على الحياة على أساس أن المدير يملك البوليصة والشركة تدفع ثمنها. وفي بعض الحالات يسهم المدير أيضاً في دفع ثمن البوليصة، لكن إسهامه لا يتعدى كونه إسهاماً متواضعاً. جزء صغير من ثمن البوليصة الكلي يخصص لتغطية تمويض الوفاة، أما الجزء الباقي فيجري استثماره معفى من الضرائب من

أجل زيادة القيمة النقدية للبوليصة. بالمقابل يقوم المدير بالتنازل لصاحب العمل عن جزء من حقوقه التي يمتلكها في إيرادات البوليصه أو في قيمتها النقدية لدى استردادها. يعد هذا التنازل بمنزلة تسديد للأقساط التي دفعها صاحب العمل ثمناً للبوليصة. إذا فالبوليصة التشاركية للتأمين على الحياة تكافئ صفقة مالية بين الشركة والمدير مؤلفة من ثلاثة بنود: (1) تقدم الشركة للمدير قرضاً من دون فائدة يغطي بقيمته أقساط بوليصة التأمين: (2) يقوم المدير بشراء بوليصة تأمين على حياته: (3) يتسلم المدير قيمة البوليصه عندما يستحق صرفها. ويسدد منها قيمة القرض الذي اقترضه من الشركة.

إن أقساط التأمين المتركمة - أي القيمة المنقولة على أسماء المديرين - قد تبلغ في كثير من الأحيان مبالغ ضخمة جداً. فشرية كومكاست دفعت أثناء الأعوام الممتدة من 1999، حتى 2001، نحو 20 مليون \$ على شكل أقساط تأمين تشاركية على حياة مديريها³³. وفي العام 2000، تمهدت شركة إيستي لاودر أن تدفع لمديريها العام فرانك لانغهامر 26 مليون \$ على شكل أقساط تأمين تشاركية على حياته على مدى خمس سنوات. وبدورها دفعت شركة ساندانت أقساط بوليصة تأمين تشاركية على حياة مديريها العام هنري سيلفرمان بقيمة 100 مليون \$³⁴.

قد يبدو منطقياً أن يدافع المرء عن هذه البواليص التشاركية للتأمين على الحياة باعتبارها تتوافق مع مبدأ المساومة على مطال الذراع بين المدير ومجلس الإدارة من حيث إنها توفر الضرائب على الطرفين: لأنها تستفيد من ثغرة قانونية في نظام الضرائب - لم يتم سدها إلا حديثاً عبر قانون أصدرته إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية في الولايات المتحدة الأمريكية - كانت تسمح للشركات باستخدام بواليص التأمين التشاركية لمنع مديريها مكافآت معفية من الضرائب³⁵. غير أن وجود طرف ثالث في هذه العملية - هو شركة التأمين - يجعلها تجر وراءها تكاليف تحويل باهظة تطفئ على أي مكاسب لها علاقة بالإعفاءات الضريبية. تجدر الملاحظة هنا أن الشركات لا تعرض مثل هذه البواليص على موظفيها العاديين: الأمر الذي كان متوقفاً لو كانت تلك البواليص وسيلة فاعلة وعملية لمنع التمويضات للموظفين. لكن، بغض النظر عما إذا كانت البواليص التشاركية للتأمين على حياة المديرين تضمن وفراً في الضرائب يفوق تكاليف التحويل المدفوعة لشركات التأمين أم لا، فإنها بكل تأكيد تكافئ المديرين بمبالغ كبيرة من المال بغض النظر عن سوية أدائهم.

الهبوط اللطيف في حالات الفضل الكلي

إن الربط بين الأجر والأداء لا يتوقف فقط على مدى مكافأة المديرين على أدائهم الجيد. بل أيضاً على مدى محاسبتهم على أدائهم السيئ. ولذلك لا بد لنا ونحن ندرس العلاقة بين الأجر والأداء من أن نأخذ كلفة الأداء السيئ على المديرين في الحسبان. من اللافت في الوقت الراهن أن غالبية عقود التويضات الموقعة مع المديرين تضمن لهم معاملة سخية ومتسامحة جداً حتى في حال فشلهم الذريع.

وكما رأينا في الفصل 7، حتى في الحالات النادرة التي يجري فيها إقالة المديرين بسبب أدائهم السيئ يلجأ مجلس الإدارة إلى منح أولئك المديرين دفعات مالية وداعية سخية ومجانية. ولا تكون تلك الدفعات المالية بديلاً عن تويضات نهاية الخدمة التي عادة ما تتضمنها عقود المديرين عموماً؛ بل إنها تضاف إليها في أغلب الحالات. وبالمحصلة فإن المبالغ المالية الكبيرة التي تدفع للمديرين المقالين إنما تخفض من ثمن الخطأ الذي يجب أن يدفعه المدير المخطئ في حال كانت العلاقة بين الأجر والأداء قوية بالقدر الكافي.

ومن بين أكثر أمثلة الهبوط اللطيف المعروفة في السنوات القليلة الماضية ما حدث للسيدة جهل باراد، التي شغلت منصب مدير عام شركة مائل، فقد حصلت على مبلغ 50 مليون \$ على شكل تعويض نهاية خدمتها التي لم تدم سوى سنتين اثنتين، هبطت أثناءها أسهم شركة مائل بمقدار 50 بالمئة، الأمر الذي كلف حملة أسهم الشركة مبالغ طائلة فاقت في مجموعها 2.5 مليار \$. وفي مثال آخر دفعت شركة كونسيكو مبلغاً قدره 49.3 مليون \$ لمديرها العام المفاد ستيفن هيلبرت الذي ترك الشركة في حالة مالية متخلخلة³⁶. ومن ثم قدم مجلس الإدارة للمدير العام الجديد غاري فندت رزمة تعويضات تضمن له أكثر من 60 مليون \$ حتى في حال فشله. وبدورها منحت شركة بروكتر & غامبل مديرها العام المفاد دارك دجيوفر مبلغاً قارب 9.5 مليون \$ مع أن خدمته في الشركة لم تتعد 17 شهراً. شهدت أثناءها أسهم شركة بروكتر & غامبل هبوطاً كبيراً في قيمتها وصل إلى 50 بالمئة، الأمر الذي أدى إلى خسارة كلية في رأس مال الشركة فاق 70 مليار \$.

إن تقديم الوعود بهبوط لطيف كهذا ليس أمراً غير اعتيادي. فقد حصل هنري سيلفرمان المدير العام لشركة سندانت على عقد يضمن له تمويضاً مالياً تقديماً بقيمة 160 مليون \$ في حال تمت إقالته أثناء عامي 2003، و2004، لأي سبب كان، سوى عدد قليل جداً من الأسباب المنصوص عليها بدقة. وقد حصل روبرت نارديلي المدير العام لشركة هوم دبيوت على وعد خطي بأنه في حال استقال أو أُقيل لأن سبب كان من بين طيف واسع من الأسباب أثناء سنوات عقده الثلاث الأولى، تتعهد الشركة بأن تدفع له جميع التعويضات المنصوص عليها في العقد وعن كامل المدة، وأن تعفيه من تسديد قرض بقيمة 10 مليون \$. وأن تدفع له 20 مليون \$ على شكل تعويض نقدي. أما مايكل أيسنر المدير العام لشركة ديزني فقد حصل على تعهد بمكافآت سنوية بعد انتهاء خدمته تُدفع له في حال استقال أو أُقيل لأي سبب كان ما عدا في عدد قليل جداً من الحالات، وبحيث تستمر الشركة في دفع المكافآت له لسنتين اثنتين بعد انتهاء مدة العقد الأصلي ولا تقل قيمة المدفوعات التي يحصل عليها سنوياً عن 6 ملايين \$³⁷.

إن هذه الرزم السخية من تعويضات نهاية الخدمة المقدمة للمديرين كثيراً ما تكون مضمونة تماماً ما لم تتم إقالتهم لأسباب عادة ما تكون محددة على نحو ضيق جداً كالخيانة والاحتيال والقيام بالأعمال المحظورة والإهمال الشديد وارتكاب الأعمال الأخلاقية المشينة وفي بعض الأحيان الرفض المتعمد لتنفيذ مقررات مجلس الإدارة. وما دام المديرين لا يتصرفون عن سوء نية على نحو فاضح أو بإهمال مقصود، فإنهم سيضمنون هبوطاً لطيفاً في جميع الظروف الأخرى ومهما كان أداؤهم سيئاً³⁸.

قد يقول قائل: إن مثل هذه الترتيبات الاحتياطية ضرورية لتقديم الضمان للمديرين الذين يكرهون المجازفة وحمايتهم من عقوبة إنهاء خدمتهم بسبب سوء الأداء. إننا نجد هذا المنطق في تسويغ ترتيبات الضمان هذه غير مقنع. فأول ما يصد من أن هذه الرزم السخية عادة ما تضمن للمديرين العامين المقالين تعويضات في نهاية خدمتهم تساوي مجموع ما يتقاضونه من أجر أثناء ثلاث إلى أربع سنوات من عملهم النظامي. ولما كانت مدة عقود أولئك المديرين في الوضع الطبيعي لا تتجاوز ثلاث السنوات، فإن أحدهم عندما يفصل من الخدمة فإنه لن يخسر كثيراً عما لو كان بقي في منصبه حتى انتهاء مدة عقده.

فضلاً عن ذلك، من واجب ترتيبات نهاية الخدمة التي تأخذ هذا الضمان في الحسبان التي تنطلق من مبدأ حماية المدير أن تتوقف عن تقديم التبعيضات للمدير المقال في حال مباشرته العمل في منصب آخر. ومع ذلك نجد أن 2 بالمائة فقط من الشركات الخمس مائة الأكبر في أمريكا والمدرجة على لائحة إس & بي 500 تلجأ إلى إدخال أي خفض في تبعيضات نهاية الخدمة لمديريها في حال قبولهم شغل منصب جديد. وفي الغالبية العظمى من تلك الشركات فإن المدير غير ملزم على الإطلاق بالبحث عن عمل جديد أثناء المدة الممتدة من لحظة فصله من الخدمة لحين انتهاء عقده الأصلي، وفي حال وجد المدير عملاً جديداً فإن تبعيضاته لا تخفض على الإطلاق⁴⁰. إذا فترتبيبات نهاية الخدمة لا تحمي المديرين من عواقب إقالتهم من مناصبهم فحسب، بل إنها تحفزهم على ترك عملهم والانتقال لشغل منصب جديد في مكان آخر.

الملاحظة الأخيرة، وربما الأهم، حول مسألة ترتيبات الضمان في حال إنهاء الخدمة تتمثل في أن الموظفين العاديين هم أكثر حاجة لمثل هذه الترتيبات من المديرين. فأولئك الموظفون يكونون على العموم أكثر عرضة لإنهاء خدمتهم من المديرين. لكنهم نادراً ما يحصلون على تدابير احتياطية تحميهم من عواقب إنهاء خدمتهم. وإذا ما أخذنا بالحسبان الثروة الضخمة التي يجمعها المديرون أثناء أجورهم ومكافأاتهم المرتفعة وتبعيضات التقاعد السخية التي تُمنح لهم بعد تركهم العمل، يمكننا أن نجزم بأنهم أقل عرضة للمخاطر وأكثر قدرة على حماية أنفسهم من الموظفين العاديين. وبالإضافة إلى ذلك كله، فإن رزم التبعيضات الضخمة التي تمنح للمديرين عادة ما تُسوّج أيضاً بأنها تشكل حافزاً لهم لكي يحسنوا أداءهم. من حقنا إذاً أن نتطوّر من التبعيضات التي تمنح للمديرين أن تكون أكثر ارتباطاً بالأداء من التبعيضات التي تمنح للموظفين العاديين - وأن نتوقع تالياً أن يحصل المديرون في حالات الفصل الذريع على إجراءات حماية أخف من تلك الممنوحة للموظفين العاديين، لا أشد منها.

بالطبع يمكن القول إن تبعيضات نهاية الخدمة التي تدفع للمديرين تهدف إلى حمايتهم في حال إجبارهم على الاستقالة لأسباب لا علاقة لها بسوء أدائهم. لكن الحقيقة والواقع

يناقضان هذا المنطق، إذ إنه من غير المعتاد أن تقبل مجالس الإدارة المديرين حتى في حال سوء أدائهم. ولذلك من المستبعد جداً أن تبادر إلى إقالة أولئك الذين يؤدون أداءً مُرضياً بالحد الأدنى. يعود أحد الأسباب الرئيسية في ذلك إلى أن المديرين، خلافاً لسواهم من الموظفين، لا يواجهون خطر إلغاء أماكن عملهم نتيجة لأي إصلاحات إدارية تعتمد عليها الشركة. وبالإضافة إلى كل ما سبق، فحتى لو كان المديرين يواجهون فعلاً إمكانية إقالتهم في حال سوء أدائهم، فلا ضير في ذلك؛ إذ إن التلويح بغرامة مالية ضخمة سيؤدي بالتأكيد إلى المزيد من التحفيز شرط أن تكون الإقالة مرتبطة بحالات سوء الأداء فقط.

في جميع الأحوال، من الممكن (إن كان ذلك مطلوباً) أن يضمن المرء الأمرين معاً: (1) أن يحرم المدير الذي يظهر أداءً سيئاً جداً من أي تمويضات سخية وغير مسوغة في نهاية خدمته، و(2) أن يحمي المدير الذي يكون أداءه مناسباً من الإقالة التمسفية نادرة الحدوث أصلاً. بوسع عقود التمويض أن تتضمن نصاً صريحاً يفيد بأن المدير العام لا يحصل على أي تمويض نهاية خدمة لدى مفارته الشركة أو أن التمويض الذي سيحصل عليه سيكون مخفّضاً إلى حد كبير. في حال توافر شروط موضوعية وواضحة تثبت باحتمال كبير أن أداء المدير كان سيئاً جداً، فمن الممكن أن يتضمن العقد على سبيل المثال خفضاً في تمويض نهاية الخدمة الذي يحصل عليها المدير المفاد في حال كان أداء الشركة (من حيث قيمة أسهمها في السوق أو من حيث إيراداتها أو أرباحها) سيئاً بقدر كاف بالمقارنة مع نظيراتها في القطاع الاقتصادي عينه. لكننا لا نجد مثل هذه الفقرات في عقود المديرين المعمول بها حالياً. وبهذا نجمل أن التمويضات السخية التي تمنح للمديرين في نهاية خدمتهم بغض النظر عن أدائهم إنما تقاوم ظاهرة فك الارتباط الموجودة أصلاً بين الأجر والأداء.

أسطورة تحديد الأجر غير المرتبط بالأداء

في التسعينيات من القرن المنصرم، حيث كان المديرين يحصلون على سويات عالية جداً ومتزايدة باطراد من التمويضات، ساد الاعتقاد بأن تلك التمويضات مرتبطة إلى حد كبير بأداء أولئك المديرين. وجاء دخول المادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية حيز التنفيذ في أمريكا ليمرّز ذلك الاعتقاد السائد. فتلك المادة تحدد جزء التمويضات غير

المرتبط بالأداء، والذي يمكن إغفائه من الضرائب بمليون \$. لذا نشأ الانطباع لدى العامة بأن تلك التعويضات قد جرى تحديدها فعلاً وبأن أي مبالغ تفوق المليون \$ تكون مرتبطة بقوة بأداء المديرين، لكن هذا الانطباع لم يكن صحيحاً على الإطلاق.

فالحقيقة الأولى التي نود الإشارة إليها هي أن المديرين في العديد من الشركات يحصلون على أجور تتخطى عتبة المليون \$، على الرغم من أن ما يزيد عن ذلك المبلغ لا يمكن إغفائه من الضرائب⁴¹. وفي تلك الحالات فإن استخدام الأجر غير المرتبط بالأداء لا يخفق فقط في تحقيق التحفيز المطلوب؛ بل إنه يشغل كاهل الشركات بأعباء ضريبية ضخمة. واللافت أن 22 بالمئة فقط من الشركات التي تدفع لمديرها أكثر من مليون \$ سنوياً على شكل تعويضات غير مرتبطة بالأداء، تلجأ إلى أساليب التأجيل والمناقلة على المبالغ الفائضة عن عتبة المليون \$ كلياً أو جزئياً، وذلك بغية تحويلها إلى تعويضات يمكن إغفائها من الضرائب⁴².

بالإضافة إلى ذلك، ومع أن الشركات تلجأ إلى اعتبار معظم المكافآت المدفوعة للمديرين أجراً مرتبطاً بالأداء، وذلك لكي لا تقع في حكم المادة 162(m)، فإن تلك المكافآت كثيراً ما تكون ضعيفة الارتباط الفعلي بالأداء. فكما رأينا سابقاً فإن تلك المكافآت تمنع بناءً على تحقيق شروط وأهداف سهلة لا تعكس الأداء الفعلي للشركة بالمقارنة مع نظيراتها في السوق، كما إن تلك التعويضات عادة ما تكافئ المديرين على أمور لا تتعلق من قريب أو بعيد بأدائهم الفعلي - على نحو التطورات الإيجابية العامة في السوق عامة أو في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة. أو أي تطورات أخرى محكومة بالمصادفة الصرفة، أو إبرام صفقات الضم، وما إلى ذلك.

فضلاً عما تقدم، وكما رأينا في فصلين سابقين، فإن المديرين يحصلون على قيمة إضافية كبيرة أثناء ترتيبات التقاعد، والتعويضات المؤجلة، وعلاوات ما بعد التقاعد، وأجور تقديم الاستشارة والخبرة، وترتيبات القروض الميسرة؛ وكلها تعويضات منفصلة إلى حد كبير عن الأداء الفعلي للمديرين. إن الجزء الأكبر من تلك التعويضات لا يتم ذكره في الاستمارات المقدمة لهيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية، ولا تدخل تلك التعويضات

في أي من إحصاءات الأجور التي يعتمد عليها خبراء الاقتصاد المالي في دراساتهم. إن هذه التعميصات الكبيرة المقدمة «خلسة» للمديرين التنفيذيين تقاوم ظاهرة فك الارتباط بين الأجر القائم على غير حقوق الملكية من جهة والأداء من جهة أخرى.

بالمحصلة، يمكننا القول: إن جزءاً كبيراً من تعويضات المديرين، والقائمة على غير حقوق ملكية الخيارات أو ملكية الحصص والأسهم المقيدة، لا يرتبط إلا ارتباطاً ضعيفاً بأدائهم. وبذلك تفوت الشركات على أنفسها فرصة كبيرة حين تقبل في تسخير ذلك الجزء الكبير من تعويضات المديرين لتحفيزهم على تحسين أدائهم، ولا داعي هنا للقول: إن هذا الارتباط الضعيف بين الأداء والأجر القائم على غير حقوق الملكية ليس قدرأ محتوماً لا يمكن تفاديه. فمن السهل على سبيل المثال تحديد ترتيبات المكافآت والرواتب بحيث تتم مكافأة المديرين على ما أظهروه من أداء جيد بالمقارنة مع نظرائهم. غير أنه من الواضح أن الشركات قد فصلت التعويضات القائمة على غير حقوق الملكية فصلاً كاملاً عن الأداء. لأن أولئك الذين قاموا بتحديد ترتيبات الأجر والتعميصات والمكافآت قد اختاروا ذلك الفصل عن سابق قصد.

قد يحاول المدافعون عن ممارسات التعميصة السائدة هذه أن يقللوا من أهمية ما ذكرناه حتى الآن وأن يشككوا في قوة دلالته بقولهم: إن الارتباط الضعيف بين الأجر المستند إلى غير حقوق الملكية من جهة والأداء من جهة أخرى يسوغه وجود ارتباط قوي بين الأداء والأجر القائم على حقوق الملكية. لكن ذلك، وكما سنرى على مدى الفصول القادمة، غير صحيح ولا يتفق مع ما يجري على أرض الواقع. فجزء كبير من تعويضات المديرين على شكل ملكية أسهم وخيارات هو أيضاً غير مرتبط بأدائهم الفعلي. وكما هو الحال بالنسبة للأجر القائم على غير حقوق الملكية، فإن ارتباط الأجر القائم على حقوق الملكية بالأداء أضعف جداً مما يعتمد الكثيرون.

ثمار المصادفة في خيارات الأسهم التقليدية

11

إن الأرباح الضخمة لخيارات الأسهم الممنوحة للمديرين الذين يظهرون سوية أداء أدنى من المتوسط يجب أن تدفع حتى أعتى عتاة المدافعين عن أنظمة الرواتب والتمويضات السائدة في الشركات إلى التوقف واستخلاص العبر.

ألفرد رابهورث، في مجلة هارفارد بزنس ريفيو، 1999

لقد ثبت في الماضي أن تمويضات المديرين القائمة على غير حقوق الملكية كانت على الدوام ضعيفة الارتباط بأدائهم. من هنا تطلّع حملة الأسهم وصناع القرار في الشركات إلى التمويضات القائمة على حقوق الملكية ووضعوا فيها آمالهم من أجل تقوية الارتباط بين الأجر والأداء. هكذا بدأ أصحاب المؤسسات الاستثمارية وواضعو القوانين الفدرالية في أوائل التسعينيات. وبدعم من خبراء الاقتصاد والتمويل، بتشجيع الشركات على الاعتماد على أشكال الأجر القائمة على حقوق الملكية من أجل تحفيز المديرين لتحسين أدائهم. ففدت ملكية خيارات الأسهم إحدى أهم مركبات تمويضات المديرين في ذلك العقد من الزمن.¹

غير أن اللجوء إلى التمويضات القائمة على حقوق الملكية لم يفض إلى النتائج المرجوة ولم يرتق إلى مستوى التوقعات. فقد نجح المديرون أثناء نموذهم وسلطتهم ضمن دوائر القرار في القبض على سدة القيادة في فاطرة خيارات الأسهم وتوجيهها باتجاه مصالحهم الخاصة بعيداً عن مصالح شركاتهم. وكنهجة لذلك حصلوا على خطط أو رزم لخيارات الأسهم بعيدة كل البعد عن تلك الخطط أو الرزم التي كانت ستنتج عن مساومات موضوعية ومهنية على مطال الذراع بين المديرين ومجالس إدارة الشركات. وهكذا ضمنت تلك الخطط للمديرين سويات متماهية باستمرار من التمويضات وفشلت في الوقت ذاته في

تقديم أي حواجز فعلية تدفع المديرين باتجاه تعظيم قيمة رأس المال على نحو فاعل وبأقل كلفة ممكنة.

تصميم خطط خيارات الأسهم؛ الشيطان يكمن في التفاصيل

علينا أن نؤكد في مستهل نقاشنا أننا ندعم بقوة المبدأ العام الذي تنطلق منه فكرة منح التمويضات القائمة على حقوق الملكية في رأسمال الشركة. فهناك مؤشر قوي، على الأقل ضمن حدود معينة من سويات الملكية، على أن المديرين الذين يملكون كمية أكبر من أسهم الشركة التي يديرونها ينجحون أكثر في رفع قيمة أسهمها² ولأن التمويضات القائمة على ملكية خيارات الأسهم من شأنها أن تزيد من نسبة ملكية المديرين لرأسمال الشركة، وتساعد بذلك على ربط الأجر بالأداء، فإن باستطاعتها أن تقدم لأولئك المديرين الحافز المطلوب لخدمة مصالح حملة الأسهم.

لكن حقيقة أن حقوق ملكية رأس المال تقدم للمديرين الحافز المطلوب لا يعني بحال من الأحوال أن من مصلحة حملة الأسهم إغداق الأسهم والخيارات والحصص على المديرين دون تفكير ملي ومهما كلف الأمر. وكما هو الحال بالنسبة لأمر كثيرة أخرى، فإن الشيطان يكمن في التفاصيل، فقبل الحكم على أي خطة للملكية خيارات الأسهم وتحديد ما إذا كانت في صالح حملة الأسهم أم لا، على المرء أن يتحقق من أن الحوافز التي توفرها تلك الخطة تدفع فعلاً بالاتجاه المطلوب المتفق مع صالح حملة الأسهم؛ وإذا كانت كذلك، على المرء أن يتحقق تالياً من أن تفاصيل تلك الخطة - عدد وشروط الخيارات والحصص المدرجة فيها - قد جرى وضعها لتنتج الحوافز المطلوبة بأقل كلفة ممكنة، فلا شك في أن خطة وضعت من أجل ضمان مصالح المديرين من غير المحتمل أن تزيد من رأسمال حملة الأسهم مثل خطة جرى تصميمها في الأصل وقبل كل شيء انطلاقاً من مصالح حملة الأسهم.

لقد أثبتت دراسة واقعية حديثة أن خطط خيارات الأسهم التي تقدمها الشركات للمديرين لم يتم تصميمها على نحو تصب معه في صالح حملة الأسهم. درس ميتشل حبيب و ألكسندر لهونغكنيست خطط خيارات الأسهم المقدمة للمديرين العامين في الشركات الأمريكية المطروحة أسهمها للتداول العام بين عامي 1992 و 1997 وحددا ما لتلك الخطط

من أثر على مصلحة حملة الأسهم³. خلصت الدراسة إلى أن مجالس الإدارة عادة ما تمنح المديرين العاملين عدداً مبالغاً فيه من خيارات الأسهم: ففي المحصلة كانت الأرباح التي جناها المسهونون من جراء الحوافز التي ولدتها خطة خيارات الأسهم السابقة أقل من ثمن تلك الخيارات الذي بطبيعة الحال دفعه المسهونون من أموالهم. وبمباراة أخرى خلصت الدراسة إلى أن قيمة أسهم الشركة تزداد بانخفاض عدد الخيارات الممنوحة لمديرها العام. هذه النتيجة جرى تأكيدها بدراسة أخرى قام بها سالومون سميث بارني على الشركات الخمس مئة الأكبر في أمريكا والمدرجة على لائحة إس & بي 500 وخلصت إلى أن الشركات التي لجأت إلى الاعتماد على خيارات الأسهم سبباً لتقديم التعويضات للمديرين والموظفين العاديين أظهرت أداءً أسوأ من متوسط أداء تلك المجموعة⁴.

سنظهر في هذا الفصل. كما في الفصول الآتية، أن خطط خيارات الأسهم التي تم اعتمادها في الغالبية الساحقة من شركات الأسهم العامة قد جرى تصميمها بما يحقق مصلحة المديرين، لا مصلحة حملة الأسهم. فخطط خيارات الأسهم التي تستند إليها الشركات حالياً تقدم للمديرين تعويضات سخية لا علاقة لها بسوية أدائهم بجرى تملبها وإظهارها على نحو يبدو منطقياً وعادلاً ومقبولاً. غير أن هذه الخطط تحوي خصائص أو جوانب عدة يصعب تسويتها أو الدفاع عنها في مساومات على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. يتمثل أحد تلك الجوانب في عدم تمكن خطط الخيارات تلك من استبعاد أو فلترة ثمار المصادفة التي لا تكون نتيجة لأداء المديرين الفعلي بل نتيجة لموامل أخرى لا صلة لهم بها.

مزاياء خفض ثمار المصادفة

انطلاقاً من مفهوم تقديم الحوافز الفاعلة للمديرين. فإن المطلوب أن تحدد أجورهم وفق المعيار الذي يحوي أكبر قدر من المعلومات الواضحة عن أدائهم، أي المعيار الذي يمسك على النحو الأفضل أفعال المديرين وأدائهم الفعلي⁵. غير أن أفعال المدير ليست قابلة للملاحظة المباشرة والتحقق الأكيد. ومن جهة أخرى فإن نتائج الميزانية عادة ما تقشل في إظهار فرص النمو الحقيقية والكامنة في الوقت الراهن. لذلك قد يبدو سعر سهم الشركة أداة فعالة للحكم على أداء مديرها.

غير أن تقلبات سعر سهم الشركة، دون تصحيحها ومقارنتها مع بقية الشركات في السوق، لا يمكن أن تقدم مؤشراً جيداً على الأداء الفعلي لمديرها. فمعر سهم الشركة قد يرتفع لأسباب خارجة عن إرادة مديرها ولا علاقة لها لا بجهودهم ولا بقراراتهم. فانهخفاض أسعار الفائدة على سبيل المثال قد يؤدي إلى ارتفاع ملحوظ في أسعار أسهم الشركات دون أن يعرّك مديرها ساكناً. وبالفعل فقد أظهرت دراسة حديثة لأسعار أسهم الشركات في السوق الأمريكية على مدى السنوات العشر المنصرمة أن 30 بالمئة فقط من تغيرات أسعار الأسهم تمثل تعبيراً صادقاً عن أداء تلك الشركات، بينما ينتج 70 بالمئة من تلك التغيرات عن ظروف وتطورات عامة تشمل سوق الأسهم بأكمله⁶. فإذا ما اعتمد التنهير الذي يطراً على سعر سهم الشركة معياراً لأداء مديرها، فإنه قد يحدث أن يكافأ بعض منهم بالرغم من سوء أدائهم، وذلك عندما يطراً تحسن عام على مستوى السوق بأكملها أو على مستوى القطاع الذي تنتمي إليه تلك الشركة.

بالطبع، عندما يحكم على أداء المديرين عبر التغيرات المطلقة في أسعار أسهم شركاتهم، فإنه قد يحدث أيضاً أن يتحمل المديرين خسائر لا علاقة لهم بها ولم تنتج عن أدائهم الفعلي، وذلك عندما يطراً هبوط عام في أسعار البورصة أكان ذلك على مستوى السوق أم على مستوى القطاع الذي تنتمي إليه تلك الشركات. إلا أن تعلق أجر المديرين باهتزازات أسعار أسهم السوق أو القطاع بوجه عام صموداً أم هبوطاً هو في المحصلة أمر إيجابي بالنسبة للمديرين؛ إذ يكشف أن نأخذ بالحسبان ميل السوق عامة إلى النمو لكي نتوقع على المدى الطويل تحسناً عاماً في أسعار أسهم الشركات. من هنا يمكننا القول: إن تأثير تغيرات السوق والقطاع سيؤدي مع مرور الزمن إلى تراكم الأرباح لا الخسائر لدى المديرين.

حتى لو كان احتمال صعود أسعار الأسهم في السوق أو القطاع يساوي احتمال هبوطها، فإن خطط خيارات الأسهم مصممة على نحو يجعلها تكافئ المدير لدى ارتفاع أسهم السوق باحتمال أكبر من احتمال معاقبته لدى هبوطها. وفي أسوأ الحالات قد تؤدي اهتزازات السوق السلبية إلى جعل خيارات الأسهم التي يمتلكها المدير بلا قيمة، في حين إن التطورات الإيجابية السريعة التي تطراً على السوق قد تدر على المدير أثناء خيارات الأسهم عنها أرباحاً لا حدود لها. إذأ، صحيح أن احتمال حدوث تطورات سلبية سريعة في السوق أو

القطاع يؤدي إلى خفض قيمة خيارات الأسهم التي يملكها المدبرون، لكن ذلك الخفض يبقى أقل من الارتفاع الذي تسببه التطورات الإيجابية السريعة. يمكن إجمال ما سبق بالقول إن تقلبات أسعار الأسهم في السوق أو القطاع ستؤدي بالمحصلة إلى زيادة قيمة خيارات الأسهم التقليدية التي يملكها مدبرو الشركات.

وإذا ما أردنا النظر إلى خطة خيارات الأسهم من منظور مصلحة حملة الأسهم، فإنها يجب أن تصمم لتحقيق أحد أمرين اثنين: إما تعظيم الحوافز بالقياس إلى المال المصروف ثمناً لوسائل التحفيز، وإما تحقيق سوية معينة من الحوافز بأقل كلفة ممكنة. عندما يكافأ المدير على تغيرات عامة في أسعار الأسهم في السوق عامة أو في القطاع الذي تنتمي إليه شركته، يعني ذلك أن أموال حملة الأسهم لم تُصرف على النحو الأمثل. فقد كان بمقدور الشركة أن تحقق الحوافز عينها بكلفة أقل، أو أن تحقق سوية أفضل من الحوافز بالكلفة عينها.

لنفترض على سبيل المثال أن شركة ما تقدم لمديريها 1000 خيار لشراء أسهم للشركة بالسعر الرامن الذي يبلغ \$100. إن جزءاً من القيمة المتوقعة لهذه الخيارات - أو من الكلف المتوقعة على حملة الأسهم ثمناً لهذه الخيارات - ينتج عن حقيقة أن أسعار تلك الأسهم قد ترتفع بغض النظر عن جهود المديرين. فإذا أدت المتغيرات التي تطرأ على حقل عمل الشركة أو السوق عامة إلى رفع أسعار تلك الشركة، فإن المديرين سيكافؤون على هذا الارتفاع، وسيدفع المساهمون ثمن المكافأة دون أن يكون لها أي أثر على تحفيز المديرين لتحسين أدائهم.

لا شك في أن التمييزات ستكون موجهة أكثر باتجاه تحقيق غرض التحفيز، عندما تُستبعد التفسيرات التي تطرأ على أسعار الشركة التي لا تنتج عن جهود يبذلها المدبرون من حسابات التمييزات الممنوحة لهم. ومع أن تحديد جميع تلك التفسيرات التي لا تنتج عن جهود المديرين يمثل أمراً بالغ الصعوبة، إلا أن تحديد التفسيرات الناتجة عن تطورات عامة في السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة هو بالتأكيد أمر ممكن. ومن السهل استبعاد تأثير تلك التفسيرات العامة على سعر سهم الشركة أثناء قياس أداء الشركة بالاسترشاد بقيم سهلة الحساب تعبر عن الأداء العام للشركات في السوق عامة أو في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة.

إن إبعاد مركبة التمويضات التي لم يستحقها المديرون بجدارتهم من قيمة خيارات الأسهم الممنوحة لهم أو التقليل من حجم تلك المركبة - ما يعني التحول من نوع خيارات الأسهم التقليدية إلى نوع خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة - من شأنه أن يؤدي إلى خفض كبير في الكلف المتوقعة للتمويضات الممنوحة على شكل خيارات لشراء الأسهم. لقد أفضت الدراسة التي قام بها جيمس أنجل و دوغلاس ماك كايب إلى أن كلفة تقديم خيارات الأسهم التقليدية لمديري أكبر مائة شركة مدرجة على لائحة إن واي إس إي أكبر بأكثر من 41 بالمئة من كلفة تقديم خيارات الأسهم بعد استبعاد أثر تقلبات السوق⁷. إن مقدار خفض كلف الخيارات المقدمة للمديرين عبر اعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة يمكن توظيفه أو توظيفه من أجل منح المديرين تمويضات إضافية تكون أكثر كفاءة في إنجاز التحفيز المطلوب.

الطرائق الكثيرة المتاحة لإنقاص ثمار المصادفة

هناك طيف واسع من الطرائق التي تسمح بإنقاص ثمار المصادفة التي يجنيها المديرون التي تنتج عن ارتفاع في أسعار أسهم شركاتهم لا علاقة له بأدائهم الفعلي أو بجهودهم الخاصة. بعض تلك الطرائق تلجأ إلى ما يسمى «الفهرسة» أو ما يعادلها من إمكانات تصحيح سعر استخدام خيارات الأسهم الممنوحة للمديرين. في حين تركز مجموعة أخرى من الطرائق على جعل استحقاق الخيارات، في مجملها أو في جزء منها على الأقل، مشروطاً بتحقيق نسبة نمو دنيا لسعر سهم الشركة (تساوي على سبيل المثال نسبة النمو الوسطي لأسعار أسهم الشركات الأبطأ نمواً التي يبلغ عددها 20 بالمئة من مجموع الشركات المدرجة ضمن القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة). إذاً، أمام مصممي خطط خيارات الأسهم الحرية الكاملة في اعتماد الطرائق التي يرونها مناسبة من أجل إنقاص ثمار المصادفة التي يجنيها المديرون بالقدر الذي يرونها مناسباً وبما يتفق والحالة الخاصة التي يبتغون معالجتها. وإن هذا التنوع الكبير للطرائق المتاحة أمام الشركات وتدرجها من فاس إلى معتدل إلى لطيف، هو ما يزيد من حيرتنا أما حقيقة أن غالبية الشركات لا تبادر إلى قلتره أي قدر من ثمار المصادفة التي يجنيها المديرون.

الفهرسة:

تمثل فهرسة سعر استخدام خيارات الأسهم أبرز الطرق المعروفة لإنقاص ثمار المصادفة. وتعني تعديل ذلك السعر ارتفاعاً أو هبوطاً مماشاة لتقلبات أسعار أسهم باقي الشركات إما في القطاع الاقتصادي وإما في السوق عامة، فتتم بذلك فترة أثر تلك التقلبات على سعر استخدام خيارات الأسهم الممنوحة للمديرين. بالطبع، إن فهرسة خيارات أسهم الشركة قياساً إلى مؤشر أسعار أسهم باقي الشركات في الحقل الاقتصادي الضيق الذي تعمل في الشركة سيؤدي أيضاً إلى فترة أثر تقلبات أسعار الأسهم في القطاع الاقتصادي الأوسع بالإضافة إلى فترة أثر السوق عامة⁸. لقد دعا ألفرد رابابورت إلى اعتماد هذه الطريقة في مقالة له بمجلة هارفرد بيزنس ريفيو لاقت الكثير من الاهتمام من قبل الباحثين في مجال الإدارة والممارسين في السوق، لكنها لم تلق اهتماماً يذكر من مجالس الإدارة⁹.

إن خيارات الأسهم المفهرسة، وأثناء تقوية الارتباط بين الأجر والأداء، تتجح في تعظيم فاعلية الحوافز بالقياس إلى أثمانها، الأمر الذي يضع الشركات أما خيارين اثنين: إما خفض الكلف دون إضعاف الحوافز، وإما تقوية الحوافز (عن طريق منح عدد أكبر من الخيارات) بالكلفة نفسها.

لنأخذ على سبيل المثال شركة تقدم اليوم لمديرها 1000 خيار تقليدي لشراء أسهم الشركة بالسعر الراهن الذي يبلغ \$100. ولنفترض أن بمقدور تلك الشركة وبالكلفة نفسها أن تقدم لمديرها 1500 خيار مفهرس بسعر قدره \$100 مضروب بمعامل تصحيح يأخذ تقلبات السوق بالحسبان. فإذا كان الارتفاع الوسطي لأسعار الأسهم في السوق 30 بالمئة منذ منح الخيارات، فإن سعر استخدامها يتدو $\$100 \times (1.30)$ أي \$130. إن هذه الخطة البديلة ستزود المديرين بحوافز أقوى تدفعهم أكثر من ذي قبل إلى تحسين أدائهم؛ لأنها تكافئهم بما قيمته \$1500 بدلاً من \$1000 في الخطة التقليدية عن كل زيادة دولار واحد تطراً على سعر السهم وتكون نتيجة لجهودهم الفعلية، لا لتقلبات السوق بوجه عام¹⁰.

إن هذه الطريقة النظامية المعروفة لفهرسة خيارات أسهم الشركة، سواء وفقاً لتطورات السوق ككل، أم لتطورات سلة من الشركات المشابهة، لا تمثل الإمكانية الوحيدة

للفهرسة. هنالك من يمارس فهرسة خيارات أسهم الشركة المقدمة للمدير وفقاً لم توسط أداء نظيراتها من الشركات، وذلك انطلاقاً من أنه في هذه الحال هناك احتمال كبير ألا يحقق المدير أي أرباح من خياراته¹¹. إن من يتبنى تلك الرؤية قد يفضل شكلاً أكثر اعتدالاً من أشكال الفهرسة، يتم فيه رفع سعر استخدام الخيارات بمقدار يعادل جزءاً فقط من الارتفاع الوسطي لأسعار الأسهم في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة. وهناك أيضاً بدائل أخرى من أشكال الفهرسة يتم فيها تصحيح سعر استخدام الخيارات لا عن طريق ربطه بوسطي أداء الشركات الأخرى، بل عن طريق ربطه بأداء مجموعة محددة من الشركات في السوق. ولنقل على سبيل المثال بأداء تلك الشركات المدرجة في الربع الأسفل أو العشر الأسفل على لائحة الشركات في السوق أو في حقل عمل الشركة المعنية.

تجدر الملاحظة إلى أن الفهرسة لا تؤدي دائماً إلى رفع سعر استخدام الخيارات، بل قد تؤدي أيضاً إلى خفضه عندما يطرأ هبوط عام في أسعار الأسهم في السوق أو القطاع. ومع أن فهرسة الخيارات حينئذ سترتب على الشركة كلفة إضافية قياساً إلى كلفة الخيارات التقليدية. إلا أنها تقدم للمديرين حافزاً قوياً يدفعهم إلى الحفاظ على أداء شركتهم أفضل من نظيراتها في مدد تدهور أوضاع السوق أو القطاع. وكما سنرى في الفصل اللاحق، فإن الشركات التي تعتمد خطط خيارات الأسهم التقليدية غير الفهرسة تعتمد في حال هبوط الأسعار في السوق أو القطاع - الأمر الذي يجعل تلك الخيارات تبدو بلا فائدة - إلى منح مديريها خيارات جديدة بديلة عن السابقة أو إلى إعادة تسعير الخيارات القديمة. إن فهرسة خيارات الأسهم تقدم حلاً آلياً لمثل هذه الحالات وتتجزأ التصحيحات المطلوبة نحو الأعلى أو نحو الأدنى من تلقاء ذاتها.

طرائق أخرى لإنقاص ثمار المصادفة:

مع أن ربط سعر استخدام الخيارات بمؤشرات السوق أو القطاع يعد أكثر الطرائق المتبعة لإنقاص ثمار المصادفة انتشاراً؛ إلا أنها ليست الطريقة الوحيدة. إحدى الطرائق البديلة تتمثل في ربط استحقاق تلك الخيارات بسوية معينة من الأداء، ما يعني أن المديرين وفق خطة تعتمد هذه الطريقة سيخسرون خياراتهم في حال فشلوا في تحقيق الأهداف المحددة لهم. أما سعر الاستخدام فعادة ما يحدد بسعر سهم الشركة بتاريخ منح الخيارات، عندما

يحقق المدير الأهداف المتفق عليها تستحق خياراته وبإمكانه حينئذ استخدامها والاحتفاظ بجميع الأرباح التي حققتها الأسهم منذ تاريخ منحها.

قد تتم صياغة الأهداف المتفق عليها بالاعتماد على أحد مؤشرات أسعار الأسهم. كأن تستحق خيارات المدير على سبيل المثال فقط عندما ينجح في الحفاظ على سعر سهم الشركة متوقفاً على مؤشر أسهم الشركات في السوق أو ضمن سلة من الشركات المشابهة وذلك لمدة محددة ومتفق عليها أيضاً. وقد يتم اعتماد مؤشرات أخرى غير مؤشر أسعار الأسهم من أجل صياغة الأهداف المطلوب تحقيقها قبل استحقاق الخيارات، مثل إيرادات الشركة عن كل سهم من أسهمها أو الربح المحسوب على رأس المال أو خلق رأس المال النقدي على سبيل المثال أو أي صيغة أخرى مركبة من هذه المؤشرات.

وهنا علينا أن نفرق بين خيارات الأسهم المشروطة بتحقيق أهداف محددة، ونوع آخر من خيارات الأسهم المرتبط أيضاً بتحقيق الأهداف المحددة، والذي يمكن تسميته «خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد». فهذا النوع من الخيارات يسمح للمديرين بالتصرف بها (أي جعلها تستحق) في وقت أبكر من موعدها في حال نجحوا في تحقيق أهداف محددة متفق عليها. قد تقدم خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد حوافز أقوى من تلك التي تقدمها خيارات الأسهم التقليدية، لأنها تزيد من العوائد التي يحصل عليها المديرون من جراء تقديم سوية أداء أفضل من سوية الأداء المتفق عليها. لكن في حال فشل المديرين في تحقيق سوية الأداء المتفق عليها، فإن خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد تتحول حينئذ إلى خيارات أسهم تقليدية، حيث إن المديرين سيحتفظون عندئذ، وبغض النظر عن سوية أدائهم، بحقهم في استخدام خياراتهم بالسعر نفسه وفي موعد الاستحقاق نفسه. إذاً فهذا النوع من الخيارات (أي خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد) لا يقف عائقاً في طريق حصد ثمار المصادفة التي تقدمها الخيارات التقليدية للمديرين حتى في حال فشلهم.

ومع أننا قد ناقشنا أشكالاً عدة من طرائق إنقاص ثمار المصادفة، إلا أننا لن نحاول في هذا الكتاب تحديد الوجه الأكثر فاعلية من وجوه خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. فمن غير المنطقي تحديد شكل واحد يناسب جميع الحالات. وإذا حددنا بالفعل طريقة معينة وجدناها الأكثر جدوى بالنسبة للشركات في قطاع اقتصادي ما، فإنه من غير المتوقع أن

تكون تلك الطريقة هي الأكثر جدوى بالنسبة للشركات في القطاعات الأخرى أيضاً. بل إن الطريقة المثلى لإنقاص ثمار المصادفة قد تختلف في الواقع من شركة لأخرى. إن ما قصدنا بإصالة هو أن هناك بعض الأساليب والطرائق لإنقاص ثمار المصادفة من المحتمل أن تكون مفيدة وفعالة بالنسبة لعدد كبير من الشركات، ولو لم تكن كذلك بالنسبة لجميعها¹².

إبتعاد الشركات المحير عن توظيف خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة

لقد دأبت الشركات في الماضي على تجنب أي وجه من وجوه خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، مهما كان ممتدلاً أو لطيفاً. هذا الفشل التام وواسع الانتشار في اعتماد أي آلية لمنع جني ثمار المصادفة قد دعا أحد العلماء المختصين في حقل تعويضات المديرين إلى القول: «إن الغياب التام تقريباً لثل هذه الآليات يبدو محيراً فعلاً»¹³. ولم يتحرك ساكن في هذه المسألة حتى تكشف فضائح بعض الشركات، فكان هنالك حراك لطيف - ويضبط من حملة الأسهم - باتجاه اعتماد بعض ترتيبات خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة.

لم تكف الشركات عموماً بالابتعاد عن شكل الفهرسة المعتاد، الذي يعدل سعر استخدام خيارات الأسهم قياساً مع مؤشرات أسعار أسهم الشركات الأخرى في السوق أو القطاع، بل إنها ابتمدت أيضاً حتى عن الأشكال الأخرى المعتدلة واللطيفة للفهرسة التي ذكرناها فيما تقدم. ومن ناحية أخرى لم يلجأ سوى عدد قليل جداً من الشركات، قبل تكشف فضائح الحوكمة، إلى اعتماد أشكال الخيارات المشروطة التي تقلتر جزءاً على الأقل من ثمار المصادفة التي يحصدها المديرون من ضمن تعويضاتهم. من تلك الشركات التي اعتمدت شكل الخيارات المشروطة شركة مونسانتو على سبيل المثال التي ربطت استحقاق خيارات الأسهم الممنوحة لمديرها العام في أواخر التسعينيات من القرن الماضي بنجاحه وعلى مدى خمس سنوات متتالية في تحقيق ربح على سهم الشركة يتجاوز ما نسبته 10.5 بالمئة سنوياً¹⁴. وعلى الرغم من أن هذا الإجراء قد لاقى مديحاً واسعاً من قبل الصحافة المختصة ومن قبل شخصيات مرموقة وفعالة في عالم الأعمال مثل السيد وارن بوفيت، إلا أنه لم ينجح في الانتشار على نحو واسع¹⁵. فإحصائيات العام 2002 تظهر أن 8.5 بالمئة فقط من شركات الأسهم العامة الكبرى، التي تعتمد خطط تقديم خيارات الأسهم لمديرها،

عمدت فعلياً إلى ربط استحقاق الخيارات التي تقدمها لمديريها، ولو جزئياً، بتحقيق بعض الأهداف المتفق عليها¹⁶.

وهكذا جرت مكافأة الغالبية العظمى من المديرين على الزيادات المطلقة التي طرأت على أسعار أسهم شركاتهم. وحتى تلك الناتجة عن تغيرات عامة أصابت جميع الشركات في السوق أو القطاع الاقتصادي ولم تستثن أحداً. وبالفعل فأثناء مدة النمو السريع في أسواق البورصة، التي حدثت في التسعينيات من القرن المنصرم، جلبت خيارات الأسهم أرباحاً طائلة لجميع المديرين، حتى لأولئك الذين لم يحققوا أي أهداف تستحق الذكر. لتأخذ على سبيل المثال حالة افتراضية ينمو فيها السوق بنسبة 300 بالمئة، ولنرى ما يجنيه مدير شركة يتراجع نموها عن وسطي النمو في السوق بنسبة 50 بالمئة: إن هذا المدير سيظل بالرغم من فشله مقارنة مع نظرائه يجني أرباحاً كبيرة؛ وهذه الأرباح تفوق في الواقع تلك التي يجنيها مدير شركة أخرى تسبق نظيراتها وتحقق معدل نمو أفضل من وسطي السوق بنسبة 50 بالمئة لكن في زمن يشهد فيه السوق عموماً مدة من الركود الاقتصادي. يعبر وارن بوفيت عن هذه الحال بالقول: «إنني واثق بأن المديرين العامين الذين يظهرون أداءً عادياً جداً يكسبون فوق ما يستحقون على نحو لا يصدق، وذلك أثناء خيارات الأسهم الممنوحة لهم بسخاء كبير»¹⁷.

التفسير المرتكز إلى نفوذ وسلطة المديرين

إن الفiasco شبه التام لخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة في خطط تمويلات المديرين إنما يصب في صالح المديرين أنفسهم. فالخيارات التي ترتبط قيمتها بأداء المديرين ليست في صالحهم. وذلك للأسباب ذاتها التي يمكن أن نسوقها لنشرح لماذا يصب ذلك النوع من الخيارات في صالح حملة الأسهم؛ فخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة قد تحرم المديرين من ربح كان محققاً باعتماد الخيارات التقليدية، وتجبرهم على التخلي عن بعض مكاسبهم. من هنا سيجادل المديرون بكل ما أوتوا من نفوذ وسلطة أن يحصلوا على خيارات الأسهم التقليدية.

لنتذكر الآيتين اللتين تعمل بموجبهما خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة لمصلحة حملة الأسهم. فإثناء عزل خيارات الأسهم عن الأداء العام للسوق أو القطاع الاقتصادي تستطيع الشركة أن تقدم السوية ذاتها من الحوافز لكن بكلفة أقل، موفرة بذلك المال على المسهمن. بالطبع سيخسر المديرون حينئذ جزءاً من ثمار المصادفة التي كانوا سيحصلونها من جرّاء ارتفاع سعر سهم الشركة الناتج عن تغيرات القطاع أو السوق عامة. أما الآلية البديلة فتعتمد على أنه بمقدور الشركة توظيف المبلغ ذاته من المال لكي تمنح المديرين عدداً أكبر من خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، معززة بذلك الحوافز المقدمة للمديرين لتحسين سوية أدائهم. لا يخسر المديرون في هذه الحالة أي جزء من أرباحهم قياساً إلى ما يجنونه من خيارات الأسهم التقليدية، لكنهم سيُجبرون على التخلي عن كسلهم وعطالتهم الزائدة - أي إنهم سيُجبرون على اتخاذ بعض الخطوات التي من شأنها أن ترفع قيمة سهم الشركة، لكن على حساب سلطتهم ونفوذهم (خطوات تؤدي إلى تصفير حجم إمبراطورياتهم على سبيل المثال). إذاً، إنها الأسباب عينها التي تجعل حملة الأسهم يفضلون خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، تدفع المديرين لأن يفضلوا خيارات الأسهم التقليدية.

إضافة إلى ذلك فإن بعض المديرين ربما يعارضون فهرسة سعر استخدام خياراتهم أو ربط استحقاقها بأدائهم، لأن تدابير كهذه من شأنها أن تسلط الضوء على سوية أدائهم مقارنة بنظرائهم وتفضح ما كان مستوراً. فإثناء حجب المكافآت عن المديرين في حال تدني أدائهم إلى ما دون السوية المتفق عليها، تعري خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة سوية الأداء السيئة لأولئك المديرين وتظهره إلى الخارج. إن الخوف من الظهور بمظهر المدير الفاشل يختلف تماماً عن الخوف من خطر فقدان المكافأة الناتج عن تطبيق خطة فهرسة الخيارات ولا ينتقي بانتقائه. هذا يعني أن المديرين سيشعرون بالإحراج إذا ما تكشف أدائهم السيئ حتى ولو لجأت الشركة إلى اعتماد وجه لطيف من وجوه الفهرسة يمنحهم فرصة ربح أكبر من تلك التي تقدمها خيارات الأسهم التقليدية.

في حالات معينة، قد يؤدي أحد أشكال خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة - وهو شكل الخيارات المفهرسة - إلى زيادة أرباح المديرين بالمقارنة مع خيارات الأسهم التقليدية.

فندما ينخفض المؤشر المعتمد للفهرسة في المدة الممتدة بين زمن منح الخيارات وزمن استخدامها، ينخفض السعر الذي سيدفعه المدير ثمناً للخيارات الممنوحة له، ما يعني زيادة في الأرباح عند استخدام الخيارات. إن هذه الخاصية من خصائص خيارات الأسهم الفهرسة تقوي الارتباط بين الأجر والأداء (فارتفاع سعر سهم الشركة يجب أن يكافئ أكثر عندما يحصل ذلك على خلفية هبوط أسعار أسهم الشركات الأخرى)، لكنها تقدم أيضاً قيمة إضافية للمديرين عندما تهبط أسعار السوق أو القطاع بوجه عام. ومع ذلك فإن هذه الإيجابيات التي تتمتع بها خيارات الأسهم الفهرسة لا تضاهي، من منظور المديرين، إيجابيات خيارات الأسهم التقليدية، بل إنها تقشّر في المنافسة أمامها. انطلاقاً من توقع نمو السوق مع مرور الزمن، فإن ربح المديرين المتوقع من ارتفاع سعر سهم الشركة نتيجة للارتفاع العام في أسعار أسهم الشركات في السوق أو القطاع سيهبط على نحو واضح خسارتهم المتوقعة من انخفاض سعر تلك الأسهم.

إضافة إلى ذلك وكما سنرى في الفصل 13، فقد وجد المديرين أساليب متعددة للتهرب من بعض كلف هبوط أسعار الأسهم في السوق في نظام خيارات الأسهم التقليدية. فعندما يحدث مثل هذا الهبوط ويسحب معه سعر سهم الشركة في السوق، عادة ما يحصل المديرين على إعادة تسعير لخياراتهم أو استبدال تلك الخيارات بخيارات جديدة وبسعر استخدام جديد منخفض. هكذا فإن الخيارات التقليدية، إذا ما جرى تزويدها بتدابير كهذه من إعادة التسعير أو الاستبدال، تضع المديرين في موقع يحسدون عليه عنوانه «ربح مضمون وخسارة مستحيلة».

إن ثمار المصادقة التي تدرها على المديرين خيارات الأسهم التقليدية تصل إلى ذروتها في مدد النمو السريع لسوق الأسهم. من هنا سمحت تلك الخيارات للمديرين في العقد المنصرم أن يحصدوا مبالغ كبيرة من التمويضات التي لم تكن مرتبطة بأدائهم الشخصي - وذلك على نحو يبدو منطقياً وعادلاً ويمكن تسويفه. فلما كانت الفكرة العامة وراء التمويضات القائمة على حقوق الملكية سليمة وصحيحة، ولما كانت خيارات الأسهم التقليدية تمثل الوجه المعروف وواسع الانتشار من وجوه التمويضات القائمة على حقوق الملكية، كان من السهل على المديرين ومجالس الإدارة اعتماد هذا النوع من الخيارات دون التمرض لسخط حملة

الأسهم: لأن الجهاز الإداري والتنفيذي قد فشل في اعتماد شكل خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة.

لا نريد القول إن اعتماد خيارات الأسهم التقليدية في البداية - عوضاً عن خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة - جاء نتيجة دفع من المديرين أو استخدام لنفوذهم في مجالس الإدارة. فأولئك الذين وقفوا في بداية الأمر لصالح استخدام خيارات الأسهم - أكانوا أكاديميين، أم استشاريين في مجال تصميم خطط التمويضات، أم شركات استثمارية، أم حتى مديرين - ربما لم يفكروا ملبأ في الميزات التي تمتلكها خيارات الأسهم المفهوسة وغيرها من الخيارات التي تؤدي إلى إنقاص ثمار المصادفة. لكننا نعتقد أن الاستمرار في اعتماد خيارات الأسهم التقليدية، وفشل الأشكال الأخرى من خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة في الانتشار بالرغم من انقضاء وقت طويل على طرحها، مردهما إلى الفوائد الجمة التي تقدمها خيارات الأسهم التقليدية للمديرين.

لقد دأب أعلام المستثمرين والأكاديميين والصحفيين المختصين في مجال إدارة الأعمال ولسنوات مضت على إبراز ميزات خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. لكن وبالرغم من الاعتراف المتنامي بأشكال خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة بصفتها بدائل محتملة وجيدة لشكل الخيارات التقليدية، فقد تقادتها جميع الشركات باستثناء عدد صغير منها. هل يكمن السبب الحقيقي وراء ذلك الابتعاد عن أشكال الخيارات منقوصة ثمار المصادفة في رغبة مجالس الإدارة في التزام المعايير والتقاليد السائدة، وما نتج عن ذلك من تمسك، تلك المجالس بترتيبات التمويضات التقليدية، كما رأينا في الفصل 95 إننا نشك في أن مبدأ العطالة والميل إلى التزام ما هو سائد كضلعان بمفردهما بتقديم تفسير مقنع وشاف لهذا الالتزام الكوني إلى حد ما بالشكل التقليدي لخيارات الأسهم وسيلة وحيدة لمنع المديرين تمويضات قائمة على حقوق الملكية.

أثناء المدة التي تطورت فيها وسائل وبرامج تقديم خيارات الأسهم ونضجت وانتشرت على نطاق واسع، لم ينجح مبدأ العطالة في منع خبراء واستشاريي خطط التمويضات من إدخال ميزات جديدة على تلك الخطط كانت تصب في مصلحة المديرين ومن إقناع مجالس الإدارة بجذوى تلك الميزات - مثل ميزة إعادة الشحن وميزة تعجيل الاستحقاق.

وبوسعنا التأكيد على أن إجراءات الفهرسة أو الاستحقاق المشروط لخيارات الأسهم وربطه بتحقيق أهداف محددة ليست أكثر تعقيداً من هذه الميزات الجديدة التي تصب في مصلحة المديرين ولا هي أصعب منها تطبيقاً. لكن المفارقة تتمثل في أن التعديلات التي تصب في صالح المديرين وجدت طريقها إلى التطبيق والانتشار. في حين بقيت جميع أشكال خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة بعيدة عن التطبيق والانتشار على نطاق واسع.

فضلاً عن ذلك، ومع أن خيارات الأسهم التقليدية لا تزال تتمتع بقدر كافٍ من الشرعية والقبول ولا يزال يجري اعتمادها دون أي اعتراض من حملة الأسهم، إلا أن مزايا خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة باتت الآن تحظى باعتراف كافٍ. بحيث إن أي خطوة في هذا الاتجاه من المتوقع أن تلقى مديحاً أكثر من النقد. من هنا فإن أي تحول تقوم به مجالس الإدارة في اتجاه خيارات الأسهم البديلة سيجلب لها على الأغلب مديحاً، بل تصفيقاً، من المراقبين الخارجيين. إذ، لا يمكن للضغط المزعوم باتجاه التزام ما هو سائد أن يفسر استمرار سيطرة خطط خيارات الأسهم التقليدية على خطط تمويلات المديرين. بل إن مصلحة المديرين في الحفاظ على ثمار المصادفة التي تضمنها لهم خيارات الأسهم التقليدية هي التي تؤدي الدور الأساسي في هذه المسألة.

ذرائع ومسوغات لاعتماد خيارات الأسهم التقليدية

12

بالرغم من المزايا الواضحة لأسلوب تقويم الأداء النسبي، إلا أنه غالباً شياً مدهشاً عن خطط تمويزات المديرين في الولايات المتحدة. لكن التساؤل المطروح والذي ينتظر الإجابة الشافية هو، لماذا يسمح حملة الأسهم للمديرين المامين بأن يراهنوا ويضاربوا بأسهمهم في السوق ويجنوا لأنفسهم الأرباح الضخمة على حساب حملة الأسهم؟

من دراسة شاملة حول الاقتصاد خطط تمويزات المديرين
أجرها جون أبود و ديفيد كابلان عام 1999

اجتهد المدافعون عن خطط وأنظمة التمويزات الراهنة لإيجاد الذرائع والحجج التي تسوّغ لجوء الشركات إلى مكافأة مديريها على ارتفاع أسعار أسهمها في سوق البورصة حتى عندما يأتي ذلك الارتفاع نتيجة لتطورات تطلّ السوق بأكمله أو الحقل الاقتصادي الأضيق الذي تعمل فيه تلك الشركات. وبينما دأب المديرون أنفسهم والقائمون على وضع خطط التمويزات على التركيز على الاعتبارات الحاسبية، صب خبراء اقتصاد المال وخبراء قوانين الاقتصاد جهودهم على صياغة ذرائع وحجج ومسوغات اقتصادية لإمكان وصول المفاوضات المهنية والموضوعية على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة إلى هذا النوع من الأجر غير المرتبط بالأداء.

الذرائع المتعلقة بالاعتبارات الحاسبية

تتمثل أكثر الذرائع انتشاراً لتسويق عدم اعتماد الشركات خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة - أكان ذلك بفهرستها أم بربط استحقاقها بتحقيق أهداف محددة - في أن حسابات الشركات لا تشجع على اعتماد هذا النوع من الخيارات¹.

بحسب قواعد هيئة مفايير الحسابات المالية، فإن الشركة التي تمنح موظفيها خيارات لشراء الأسهم ليست بحاجة لأن تدفع أي ضرائب أو رسوم على إيرادات تلك الخيارات في حال تحقق شرطين اثنين: (1) إذا جرى تثبيت سعر استخدام الأسهم على قيمة أكبر أو تساوي سعرها في السوق بتاريخ منح الخيارات؛ و(2) إذا كانت آجال الخيارات محددة سلفاً. وفي ظل هذه القواعد فإن الشركة التي تمنح مديريها خيارات الأسهم التقليدية ليست بحاجة لإدخال تلك الخيارات في حساباتها وطرحها من الإيرادات - لا عند إصدار الخيارات، ولا عند استخدامها من قبل المديرين، حين تحصل الشركات على خفض ضريبي يساوي ما يجنيه مديروها². فتكاليف خيارات الأسهم التقليدية التي تمنحها الشركة لموظفيها لا تظهر إذًا في أرقام الإيرادات التي تصرح عنها الشركة.

خلافًا للخيارات التقليدية لا تتمتع الخيارات المفهرسة بسعر تصرف ثابت، ولذلك فهي لا تدخل ضمن النطاق المعنى من الضرائب. وعلى الشركات التي تمنح خيارات مفهرسة أن تقارن باستمرار بين أسعار تلك الخيارات وأسعار أسهمها في السوق وأن تحجز ضريبة على الإيرادات المحققة الناتجة عن ارتفاع سعر السهم في السوق نسبة إلى سعر استخدام السهم المفهرس. من جهة أخرى تخضع الخيارات التي يرتبط استحقاقها بتحقيق أهداف محددة للمعاملة السلبية ذاتها فيما يتعلق بأسلوب إدارة حسابات الشركات التي تخضع لها خيارات الأسهم المفهرسة. إذًا، وبحسب المدافعين عن خيارات الأسهم التقليدية، فإن مجالس الإدارة تفضل هذه الخيارات التقليدية على الخيارات منقوصة ثمار المصادفة لأن الخيارات التقليدية تؤدي إلى أرقام أعلى لإيرادات الشركات المعلنه، ما قد يقضي بدوره إلى ارتفاع أسعار أسهم تلك الشركات في السوق³.

غير أن هذه الاعتبارات المحاسبية ليست قادرة على تقديم تفسير مناسب أو تسويغ كاف لهذا الغياب شبه التام لخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. إننا نقبل بفكرة أن آلية تسعير الأسهم في السوق ليست بالآلية الفاعلة مائة بالمائة، ونتيجة لذلك فإنه من المحتمل أن يمنع المستثمرون الشركات التي تدخل خياراتها في حسابات ميزانيتها قيمة أدنى من القيمة التي يمنحونها للشركات التي تستعمل العدد ذاته من الخيارات لكنها لا تدخلها في حساباتها⁴. إذا كان الأمر كذلك، فإن الشركات التي تعتمد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة التي

ستضطر إلى إدخال تلك الخيارات في حسابات ميزانيتها ستكون أقل جذاباً للمستثمرين الذين تقتصرهم النظرة العميقة للأمور من تلك الشركات التي تعتمد الخيارات التقليدية التي لا تدخل في حساباتها، ولكن حتى لو فرضنا جدلاً أن الأمر على هذا النحو، فإن ذلك لا يعني على الإطلاق أن غياب خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة من خطط تمويزات المديرين يعبر فعلاً عن مساومات على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة.

هناك شرطان اثنان يجب أن يتحققا قبل أن تؤدي المعاملة المحاسبية غير المواتية التي تحظى بها خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة إلى جعل تلك الخيارات غير جذابة لشركة من الشركات: (1) على السوق أن يظهر قدرأ كبيراً من عدم الكفاءة حتى يؤدي تحول تلك الشركة إلى الخيارات المفهرسة أو المشروطة بسوية محددة من الأداء إلى خفض واضح وقصير الأجل في سعر سهم الشركة في السوق (إذ إنه من المفترض على المدى الطويل أن يعبر سعر سهم الشركة في السوق عن قيمتها الحقيقية)؛ و(2) على الخسارة التي يسببها هذا الانخفاض القصير الأجل في سعر سهم الشركة في السوق ويتحملها المسهون (الذين ربما يضطرون إلى بيع أسهمهم لحاجتهم إلى السيولة) أن تكون أكبر من الربح الذي يجلبه لهم اعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. ولما كنا لا نرى مسوغاً لكون هذين الشرطين محققين بالنسبة لجميع الشركات، فإنه من غير المنطقي أن تكون الاعتبارات المحاسبية هي السبب الحقيقي وراء هذا الغياب شبه الكامل للخيارات منقوصة ثمار المصادفة من خطط تمويزات المديرين.

تجدر الإشارة هنا إلى أن أصحاب مؤسسات الاستثمار ومستشاريهم من الخبراء لا يشاركون الجهاز التنفيذي هذه النظرة السلبية إلى الخيارات المفهرسة، وبالفعل، فإن مراكز خدمات حملة الأسهم المؤسساتية الذين تسمع نصائحها من قبل عدد كبير من أصحاب مؤسسات الاستثمار، وكذلك مجلس أصحاب المؤسسات الاستثمارية الذي يمثل أكثر من 130 صندوقاً تقاعدياً، دعت إلى اعتماد خيارات الأسهم المفهرسة على الرغم من أن هذه الخطوة من شأنها أن تخفض أرقام الإيرادات المعلنة⁵. كما أن مؤسسات استثمارية متنوعة أخرى دعمت أيضاً فهرسة خيارات الأسهم⁶.

إن أصحاب مؤسسات الاستثمار لا يوافقون أيضاً على الموقف السلبي الذي يتبناه المديرون من موضوع إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات؛ بل إنهم يرون في الواقع أن احتساب خيارات الأسهم في الميزانية إنما يصب في مصلحة حملة الأسهم بغض النظر عن طبيعة تلك الخيارات، أكانت منقوصة ثمار المصادفة أم لا. ففي عام 2002، شرعت مؤسسة TIAA-CREF الاستثمارية بالضغط على نحو 1700 شركة من كبرى الشركات العامة في السوق التي تمتلك فيها حصصاً، من أجل حثها على إدخال خيارات الأسهم التي تمنحها لموظفيها في حساباتها⁷. ومن جهته عبر مجلس مؤسسات الاستثمار أيضاً عن دعمه وتأييده لإدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات⁸. وفي عام 2003، لاقت نداءات مجالس حملة الأسهم التي تدعو إلى احتساب خيارات الأسهم في ميزانيات الشركات أكبر قدر من الدعم على مستوى حملة الأسهم عموماً بين تلك النداءات المتعلقة بالتعويضات التي عادة ما تصدر عن المجالس المختلفة لحملة الأسهم⁹.

وعلى إثر فضائح حوكمة الشركات التي بدأت في أواخر عام 2001، واستجابة للضغوط التي مارستها مؤسسات الاستثمار مثل مؤسسة TIAA-CREF، قررت مئات الشركات، بما فيها كوكا كولا و بانك ون و واشنطن بوست، البدء بإدخال خيارات أسهمها في حساباتها، وذلك في مسعى منها لاسترضاء حملة الأسهم. والأمر بالغ التعبير يتجسد في أن تلك الشركات، وبالرغم من أنها استجابت للضغوط وأدخلت خيارات الأسهم في حساباتها، إلا أنها لم تتحول إلى اعتماد شكل خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة - مع أن ذريعتهم في عدم اعتماد هذا الوجه من وجوه الخيارات، وهي عدم الرغبة بإدخالها في الحسابات، لم تعد صالحة على الإطلاق. ولما كان من المرجح أن يستمر المديرون في التأثير على نظام أجورهم، فإننا نتوقع أنه ما دامت الضغوط المفروضة على الشركات صغيرة باتجاه اعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة فإن تلك الشركات ستستمر في استخدام الخيارات التقليدية، حتى لو أدخلتها ضمن حساباتها وبغض النظر عما إذا كانت تقوم بذلك رغبة أم مكرهة. إن سلوك الشركات المتفق مع هذا التوقع إنما يبرز صحة الاعتقاد بأن الاعتبارات المحاسبية كانت مجرد ذريعة ولم تكن عائقاً حقيقياً في طريق اعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة.

ويبدو أن القاعدة التي يعتمد عليها تفسير الغياب الشامل لخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة بناء على اعتبارات محاسبية ستتلاشى تماماً في المستقبل. ففي آذار/مارس من عام 2004، أصدرت هيئة معايير الحسابات المالية الأمريكية مسودة مقترح قانون يلزم الشركات العامة بإدخال خيارات أسهمها في ميزانيات السنوات المالية التي تبدأ بعد 15 كانون الأول/ديسمبر 2004¹⁰. وبالرغم من الضغوط الكبيرة الماكسة، إلا أنه من المحتمل أن تتجسع هيئة معايير الحسابات المالية في فرض ذلك القانون. كما يحضّر الكونغرس لسن قانون يفرض إدخال الخيارات الممنوحة للمدير العام وأربعة من المديرين التنفيذيين الآخرين الأكبر أجراً في كل شركة في حسابات ميزانياتها، لكنه لا يجبر الشركة على القيام بذلك بالنسبة للخيارات الممنوحة لباقي الموظفين. وفي حال نجح تعيير هذا القانون في الكونغرس وبات على الشركات إدخال خيارات مديريها في حساباتها، فإن ذلك سيكون بمنزلة امتحان آخر لدى قدرة ذريعة الاعتبارات المحاسبية على تفسير الغياب التام لخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة من خطط تعويضات المديرين. وحينئذ سيدل إصرار الشركات على اعتماد الخيارات التقليدية، بالرغم من انعدام الأفضلية المحاسبية، على أن منطق الاعتبارات المحاسبية لم يكن سوى غطاء لمنح المديرين تعويضات الخيارات بالشكل الذي يعطي مصالحهم الخاصة الأفضلية على مصالح حملة الأسهم.

المعركة الدائرة حول إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات

لقد بذل المديرون جهوداً كبيرة من أجل منع هيئة معايير الحسابات المالية من فرض إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات. وقد يكمن الدافع وراء تلك الجهود - جزئياً على الأقل - في مصلحة المديرين بأن يستمروا في الاستفادة من المزايا التي تقدمها لهم الخيارات التقليدية.

في علم المحاسبة، عندما تشتري شركة ما بطاقات سفر بالطائرة وتدفع ثمن تلك البطاقات على شكل خيارات أسهم في ملكية الشركة يتم التنازل عنها لصالح شركة الطيران، فإن قيمة تلك الخيارات ستدخل على شكل نفقات في حسابات الشركة. إن إدخال خيارات الأسهم تلك إلى حسابات الشركة أمر منطقي، إذ إن الشركة ستكون قد قدمت

شيئاً ذا قيمة في مقابل حصولها على بطاقات السفر. إن عملية التبادل هذه تكافئ في الواقع عملية تجارية من خطوتين: في الخطوة الأولى تبيع الشركة خيارات أسهمها لطرف ثالث، وفي الثانية تشتري البطاقات بما حصلت عليه من مال في الخطوة الأولى.

غير أنه قد كان مسموحاً حتى الآن للشركات ألا تدخل خيارات الأسهم الممنوحة لبعض موظفيها الكبار في حساباتها، وتلك كانت الخيارات التي تحقق شرطين اثنين: (1) أن يكون سعر استخدامها ثابتاً ويساوي على الأقل سعر السهم في السوق بتاريخ منحها، و(2) أن يكون لها أجال محددة. أثناء العقد الماضي حاول الإصلاحيون الضغط باتجاه إدخال جميع خيارات الأسهم الممنوحة للموظفين في حسابات الشركات، غير أن المديرين لعبوا دوراً كبيراً في إحباط هذه المحاولات، في منتصف التسعينيات من القرن الماضي سمت هيئة معايير الحسابات المالية إلى إدخال جميع التمويضات المبنية على ملكية الأسهم في حسابات الشركات، وذلك بالاعتماد على قاعدة منطقية ومتساسة - على نحو يتفق والطريقة الراهنة التي تعامل بها الخيارات المفهرسة والخيارات المشروطة بتحقيق أهداف محددة¹¹. إلا أن معانعة حامية أجبرت هيئة معايير الحسابات المالية على إيقاف مساعدتها هذه¹². وعضواً عن ذلك ألزمت الهيئة الشركات التي لا تدخل خيارات الأسهم في حساباتها بأن تكشف عن كلفة خيارات الأسهم الممنوحة لموظفيها على هوامش بياناتها المالية¹³. وبعد فضائح حوكمة الشركات جدد الإصلاحيون جهودهم وحققوا على ما يبدو بعض الإنجازات، إذ من المتوقع أن تقود الشركات مرغمة، بأقل تقدير، على إدخال خيارات الأسهم الممنوحة لمديري الصف الأول من حيث الأجر في حساباتها، غير أن المديرين قد أظهروا تصميماً كبيراً في مجابهة أي توجه نحو احتساب خيارات أسهمهم، وقد وظيفوا الكثير من الوقت والجهد ورأس المال السياسي من أجل الحيلولة دون حصول ذلك.

يدّعي المديرون أن كضاهم الشديد ضد إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات إنما يستند إلى أن احتساب خيارات الأسهم سيؤدي إلى خفض الإيرادات المطفة، وتالياً إلى انخفاض سعر السهم، ما يعني في المحصلة إلحاق الضرر بحملة الأسهم. ولما كانت خيارات الأسهم الممنوحة باتت الآن تساوي مبالغ طائلة من المال، فإن احتسابها في الميزانية سيترك أثراً كبيراً على الحد الأدنى لإيرادات الشركات، فبينما كان احتساب خيارات الأسهم عام

1992، سيخفض الإيرادات بنسبة 2-3 بالمئة¹⁴. ارتفعت تلك النسبة على نحو ملحوظ بمد عقد من الزمن¹⁵، حتى بات احتساب خيارات الأسهم في بعض الحالات، شركة سيسكو على سبيل المثال، من شأنه أن يقلب أرباح الشركات المعلنه إلى خسائر.

لقد بات مفروضاً على الشركات في الوقت الراهن أن يدونوا القيم المكافئة لخيارات الأسهم التي يمنحونها لموظفيهم على هوامش بياناتهم المالية، فندت تلك القيم متاحة للمهتمين في السوق، لكن المديرين يشددون على أن المتعاملين في السوق لا يميرون تلك الهوامش أي انتباه، بل يركزون جل اهتمامهم على أرقام الإيرادات المعلنه، وبحسب رأيهم، فإن نقل هذه المعلومة من هوامش البيانات المالية للشركات إلى صلب تلك البيانات من شأنه أن يغير نظرة المستثمرين إلى تلك الشركات، ويسبب تالياً انخفاض أسعار أسهمها في السوق، ويدفعها إلى خفض اعتمادها على خيارات الأسهم.

إننا ننظر إلى ادعاءات المديرين تلك بعين الشك، فأولاً وقبل كل شيء، تلزم هيئة معايير الحسابات المالية جميع الشركات بإدخال خيارات أسهمها في حساباتها، لا شركات بعينها دون سواها، الأمر الذي يعني أنه حتى لو كانت أسواق البورصة على درجة كافية من عدم الكفاءة لكي تقوم الشركة التي تلجأ طوعاً إلى احتساب خيارات أسهمها في ميزانيتها بأقل مما تقيم شركة أخرى مماثلة تماماً ما خلا أنها لا تحتسب خيارات أسهمها ولا تظهرها صراحة في ميزانيتها بل تضعها على هامش بيانها المالي، إذ أن حتى حينئذ فإن شمولية الإلزام وتطبيقه على جميع الشركات يبطل احتمال المواجهة بين شركة تحتسب خيارات أسهمها وأخرى تمتنع عن ذلك، إضافة إلى ذلك، إذا كان احتساب الخيارات التقليدية أمراً ضرورياً من أجل الشفافية في السوق وعدم إخفاء كلفة تلك الخيارات، فإن من غير المنطقي الاعتقاد بأن احتساب الخيارات سيدفع الشركات إلى العزوف عن اعتمادها والاستفادة منها في خطط تعويضاتها، بل إن ذلك الاحتساب سيدفع الشركات إلى التقليل من الاستفادة من تلك الخيارات فقط في الحالات التي تتجاوز فيها كلفة تلك الخيارات (المعترف بها حديثاً) الأرباح التي يدرها توظيفها على حملة الأسهم.

وفي جميع الأحوال، فإن النقطة الأساسية التي نود التركيز عليها هنا تتمثل في أن الحملة التي يشنها المديرون على إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات إنما تخدم

مصالحهم الخاصة في الحفاظ على ترتيبات التمويل المنحازة بوضوح لصالحهم. وعلى وجه التحديد يمكننا ذكر أمرين أساسيين يدفعان المديرين الذين يسمون لتوقيع عقود عمل جديدة إلى رفض إدخال خيارات الأسهم التي سيحصلون عليها في حسابات شركاتهم.

الأمر الأول يتمثل في أن احتساب الخيارات سيدخل قدرأ أكبر من الشفافية إلى نظام الأجر المرتبط بخيارات الأسهم ويجعل كلفتها جلية وواضحة لشريحة أوسع من المراقبين الخارجيين. وعلى اعتبار أن بعض المستثمرين، كما يدعي المديرون أنفسهم، يعيرون اهتماماً أكبر للبنود الواردة في البيان المالي من الاهتمام الذي يعيرونه للبنود المدرجة على هامش البيان، فإن احتساب الخيارات وإدخالها في الميزانية سيلفت نظر المستثمرين إلى كلفة خيارات الأسهم الممنوحة للموظفين عموماً. بما فيها تلك الخاصة بالمديرين. ولما كانت الخيارات الممنوحة للشريحة العليا من المديرين تشكل جزءاً أساسياً من مجموع خيارات الأسهم الممنوحة للموظفين عموماً¹⁶، فإن احتساب الخيارات من شأنه أن يبرز كلفة الخيارات الممنوحة للمديرين ويعريها أمام حملة الأسهم، ما قد يشكل ضغطاً على مصممي خطط التعميصات باتجاه خفض حجم الخيارات الأكثر كلفة التي لا ينتج عنها زيادة حقيقية في قيمة رأس مال المساهمين.

لقد أثبتت دراسة قامت بها باتريشا ديتشوف و أمي هاتسون و ريتشارد سلون أن معارضة المديرين لإدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات إنما تتبع في جزء كبير منها من اعتبارات تمويلية محضة¹⁷. فقد وجدت تلك الدراسة درجة واضحة من الترابط بين معارضة أي شركة لسمي هيئة معايير الحسابات المالية نحو إدخال الخيارات في الحسابات في منتصف التسعينيات من القرن الماضي من جهة، وحجم التعميصات التي يحصل عليها المديرون في تلك الشركة وكذلك نسبة تعويضات المديرين المدفوعة على شكل خيارات من جهة أخرى. وعلى العكس من ذلك لم يجد القائمون على الدراسة أي إثبات على أن إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات يزيد فعلياً من كلفة خلق رؤوس الأموال الجديدة. خلصت الدراسة إلى أن المديرين إنما كانوا يروجون لذريعة «كلفة خلق رأس المال، بهدف إخفاء فلتهم من أن إدخال خيارات الأسهم في الحسابات سيلفت الانتباه إلى الحجم الحقيقي لتعميصاتهم.

أما الأمر الثاني الذي يدفع المديرين إلى رفض إدخال خيارات الأسهم الممنوحة لهم في حسابات شركاتهم فيتمثل في أن احتساب خيارات الأسهم التقليدية من شأنه أن يحرمهم من أحد أهم مسوغاتهم لرفض أي نوع من التحول باتجاه خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. ألا وهو ما يسوقونه دائماً من أن مثل ذلك التحول سيخفض من أرقام الإيرادات المعلنة للشركة. لكن، إذا ما جرى احتساب جميع أشكال خيارات الأسهم، فإن ما ينتج عن احتساب الخيارات منقوصة ثمار المصادفة ينتج أيضاً عن احتساب الخيارات التقليدية. وكنتيجة لذلك فإن ذريعة الاعتبارات المحاسبية التي تساق ضد اعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة ستلاشى تماماً حينئذ. ما من شأنه أن يمري وعلى نحو محرج للمديرين حقيقة أن انحيازهم إلى شكل الخيارات التقليدي إنما ينطلق من مصالح شخصية صرفة.

ولو كانت تحفظات المديرين على مبدأ الاحتساب والحملات التي يشنونها ضده مدفوعة فعلاً من حرصهم على مصلحة حملة الأسهم، لضفطوا أيضاً ضد احتساب الخيارات المفهرسة والخيارات المشروطة بجودة أداء المديرين، ولما ركزوا على الخيارات التقليدية فقط. فليس ثمة مسوغ مالي منطقي يدعو إلى احتساب الخيارات المرتبطة بالأداء دون أن يدعو في الوقت عينه إلى احتساب الخيارات التقليدية؛ بل إن الخيارات منقوصة ثمار المصادفة تثقل كاهل حملة الأسهم بكلفة أقل من الخيارات التقليدية؛ لأن احتمال عدم استخدام تلك الخيارات أكبر من احتمال عدم استخدام الخيارات التقليدية. ومع ذلك فإن المديرين الذين يظهرون معارضة شرسة لاحتساب الخيارات التقليدية لا يبدو أن أي اندفاع نحو معاملة الخيارات منقوصة ثمار المصادفة بطريقة مشابهة. إن سمي المديرين إلى الحفاظ على الأفضلية المحاسبية للخيارات التقليدية على أشكال الخيارات الأخرى إنما يصب في مصلحتهم الشخصية. ولا شك أن المساواة بين جميع أنواع الخيارات فيما يتعلق بالاعتبارات المحاسبية من شأنه أن يبطل أي حجة أو ذريعة محاسبية تثار ضد الخيارات منقوصة ثمار المصادفة؛ بل إن تلك المساواة قد تصب حقيقة في صالح حملة الأسهم. بيد أنها وبكل تأكيد ستضر بالمصالح الشخصية للمديرين.

هل الخيارات التقليدية فاعلة بالرغم من كل شيء؟

يرى خبراء الاقتصاد المالي عادة أن أثر كشف كلفة الخيارات على سعر السهم في السوق لا يرتبط بكهفية تقديم تلك المعلومة في البيانات المالية المتاحة للعموم، ما يعني بعبارة أخرى أنه من غير المهم إن كانت كلفة تلك الخيارات مُدونة في هامش البيان المالي أم في صلبه. لذلك فقد بحث أولئك الخبراء عن حجج وذرائع غير تلك المرتكزة على الاعتبارات المحاسبية من أجل تسويغ اعتماد الخيارات التقليدية التي لا تفلتر ثمار المصادفة. لكن وكما سنرى لاحقاً، فإن أياً من تلك المسوغات والذرائع والحجج لن ينجح في إعطاء تفسير مقنع لغياب خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة من خطط تمويزات المديرين على نحو شبه تام.

ترتكز الذريعة الأولى على ارتفاع تكاليف وضع خطط التمويزات، حيث يدعي بعض خبراء الاقتصاد أن تصميم وإدارة خطط التمويزات التي تستمد أثار تغيرات السوق أو القطاع الاقتصادي على أسعار الأسهم والخيارات أمر باهظ التكاليف¹⁸. غير أن التكاليف الضرورية لإدارة تلك الخطط لا تذكر بالمقارنة مع حجم الأموال التي تتم إدارتها عبرها. هناك بداية طيف واسع ومتعدد من المؤشرات المتعلقة بالسوق ككل أو بالقطاعات الاقتصادية المتعددة، تنشر في مجلة وول ستريت جورنال يومياً وهي متاحة إلكترونياً وعلى نحو مباشر على مواقع كثيرة في شبكة الإنترنت. إضافة إلى ذلك فإن قوانين الأوراق المالية بعد ذاتها تطالب شركات الأسهم العامة بأن تقوم أداءها الاقتصادي في السوق قياساً إلى مؤشرات الحقل الاقتصادي الذي تعمل ضمنه والفرع الذي تنتمي إليه وكذلك بالمقارنة مع نظيراتها من الشركات الأخرى المنافسة، وبأن تنشر ذلك التقويم على نحو دوري منتظم¹⁹. باختصار، إن جميع المعلومات اللازمة لفهرسة الخيارات متاحة وميسرة ولا يتطلب إدخالها إلى خطط الخيارات سوى القليل من الكلف الإضافية.

الذريعة الثانية تدعي وجوب تقادي التأثير في قرارات المديرين حول الدخول في قطاعات اقتصادية جديدة وعدم حرف أو تشويه تلك القرارات. يرى بعض خبراء الاقتصاد أن مكافأة المديرين على ارتفاع أسعار أسهم شركاتهم الناتج عن تطورات عامة في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه شركاتهم إنما يدفعهم في الاتجاه المطلوب الذي يصب في مصلحة حملة

الأسهم. فالقطاع الذي تنتمي إليه أي شركة، كما تقول هذه الذريعة، ليس من ثوابتها؛ بل إن القرارات التي يتخذها المديرين قد تؤثر على انتمائها وتموضعها في السوق. لذلك فإن الاستجابة المثلى لتردي حال الحقل الاقتصادي الذي تعمل فيه أي شركة يمكن أن يتمثل في التحول إلى حقول عمل أخرى أحسن حالاً²⁰. وإن تحفيز المديرين للسهر في هذا الطريق لا يتم فقط بمكافأتهم على حسن أداء شركتهم قياساً إلى أداء القطاع الذي تنتمي إليه، بل على حسن أداء القطاع ككل أيضاً. إضافة إلى ذلك، تتابع تلك الذريعة، فإن خيارات الأسهم المفهرسة وفق مؤشرات القطاع الذي تنتمي إليه الشركة لا تشل فقط في تحفيز مديريها لدخول قطاعات أخرى مربحة جداً؛ بل إنها تقدم لهم حافزاً غريباً ومستهجناً للبقاء في قطاع يتراجع عموماً لمجرد أن يكون أداء شركتهم النسبي في ذلك القطاع أفضل من أدائها النسبي المتوقع في قطاع آخر أكثر ربحاً من القطاع الراهن²¹.

لكن، حتى لو أقررنا بصحة وسلامة تقديم الحوافز للمديرين لدفعهم إلى اتخاذ القرار السديد فيما يختص بتوجيه الشركة نحو القطاع الاقتصادي الأكثر ربحاً، وذلك أثناء مكافأتهم على حسن أداء القطاع الذي تنتمي إليه، فإنه ما من مسوغ لمكافأتهم على حسن أداء السوق بكامله. من هنا فإنه بمقدور الشركات التي ترغب في تحفيز مديريها للتوجه إلى قطاعات أكثر ربحاً أن تعتمد على استبعاد أثر تغيرات السوق ككل على خيارات أسهمها والإبقاء على أثر تغيرات القطاع، وذلك عن طريق فهرسة خياراتها وفق مؤشرات تعبر عن أداء السوق عموماً دون النظر إلى أداء القطاع الذي تنتمي إليه. باختصار، إن الاعتبارات المتعلقة بتغيير تموضع الشركة في السوق غير قادرة على تسويغ ندرة اعتماد أي وجه من وجوه خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة في خطط تعويضات المديرين.

ترتكز الذريعة الثالثة على فكرة التخفيف من حدة المناقضة ضمن الحقل الاقتصادي الذي تعمل فيه الشركة. تحاول هذه الذريعة اللجوء إلى اعتبارات استراتيجية حول فكرة المناقضة من أجل تفسير الغياب شبه الكامل لخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة من خطط تعويضات المديرين. إن الخيارات التقليدية، وأثناء مكافأة المديرين على تحسين أداء سهم الشركة المتعلق بأداء الحقل الاقتصادي الذي تعمل ضمنه الشركة، تربط على نحو غير مباشر بين تعويضات المديرين في شركة ما وأداء منافسيها من الشركات الأخرى في الحقل

الاقتصادي عينه. ويذهب بعض خبراء الاقتصاد إلى القول إن هذا الربط غير المباشر بين أجر مديري الشركات وأداء منافسيها من الشركات الأخرى إنما يصب في صالح حملة الأسهم، وذلك أثناء تخفيف حدة المنافسة، ما يسمح بدوره لجميع الشركات في الحقل الاقتصادي الواحد بتحقيق المزيد من الأرباح²².

لكن واقع الأمر لا يشير إلى أن جميع الشركات تعمل في أسواق يصح فيها هذا النوع من التواطؤ الضمني؛ بل إن ما نجده على أرض الواقع من مؤشرات واضحة فيما يتعلق بالاعتماد الصريح لخطط الحوافز السنوية على ما يسمى «تقويم الأداء النسبي» (ولو لم يكن بالقدر الكافي) يتعارض مع هذه الذريعة الاستراتيجية. ففي الخطط التي تعتمد تقويم الأداء النسبي يجري تفضيل المقارنات ضمن الحقل الاقتصادي الواحد على تلك المقارنات التي تتجاوز الحقل الواحد لتشمل حقولاً أخرى أيضاً²³. وبالرغم من أن المزاجا المحتملة لتخفيف حدة التنافس قد تجعل من ربط أجر مديري بعض الشركات بأداء الشركات المنافسة الأخرى في الحقل الاقتصادي الذي تعمل ضمنه أمراً مرغوباً فيه، إلا أنها لا يمكن أن تسوغ الغياب شبه التام للخيارات المفهرسة وفق مؤشرات القطاع الاقتصادي الأوسع، ولا يمكن أن تقسر الفشل الكبير للشركات في إبعاد آثار تقلبات السوق الواسعة على خطط تعويضات المديرين. من هنا يمكننا القول: إن نظرية التواطؤ الضمني غير قادرة هي الأخرى على تسويغ فشل الشركات شبه الكامل في إبعاد ثمار المصادفة عن خطط تعويضات المديرين.

تتمد الذريعة الرابعة على محاولة ثني المديرين عن المجازفة في فرض تغييرات سريعة ومخالفة لتطور السوق على أسعار أسهم شركاتهم. لقد قدم ساول ليفمور ذريعة «التغييرات فائقة المجازفة، لتسويغ لجوء الشركات إلى الخيارات التقليدية. وبحسب هذه الذريعة، فإن الخيارات المفهرسة من شأنها أن تشجع المديرين على الابتعاد بأسعار أسهم شركاتهم عن مسار أسهم السوق عموماً، وذلك بهدف جعل خيارات الأسهم التي يمتلكونها رابحة²⁴. وهذا ما قد يجعل المديرين يضيئون فرص تنفيذ أفضل المشروعات والاستراتيجيات التي تصب في صالح الشركة وينجرون وراء مشروعات واستراتيجيات أخرى تحمل في طياتها مخاطر وتغيرات كبيرة في أسعار أسهم شركاتهم نسبة إلى أسعار أسهم السوق سعياً خلف مصالحهم الخاصة.

حتى لو صح أن الفهرسة تدفع المديرين بالفعل إلى المزيد من المجازفة، إلا أنه لا يوجد أي مؤشر واضح على أن ذلك الاستعداد للمجازفة يضعف قدرتهم على اتخاذ القرارات السليمة. في غياب خيارات الأسهم، يمكن القول: إن المديرين الذين يهابون المجازفة قد لا يجازفون بالقدر الذي تستدعيه مصلحة حملة الأسهم. وهنا يأتي دور ملكية خيارات الأسهم التي تكافئ المديرين على قراراتهم الشجاعة وتصحح ذلك الخلل المتمثل في امتناع المديرين عن اتخاذ القرارات التي تتطلب الشجاعة والمجازفة الصحية. لكن ما من سبب مقنع يدفعنا للاعتقاد بأن الخيارات المفهرسة ستدفع المديرين إلى المحصلة إلى اتخاذ القرارات الخطأ عندما يبادرون إلى اتخاذ القرارات الجريئة، بل ليس هناك أي سبب على الإطلاق يقنعنا بأن المكاسب التي توفرها الخيارات التقليدية بالقياس مع الخيارات المفهرسة هي بذلك الحجم الذي يسوغ ما تتضمنه الخيارات التقليدية من حجم كبير لثمار المصادفة التي يحصدها المديرون. وأخيراً، وحتى لو كان الأثر الذي تحدث عنه ليفمور في غير صالح حملة الأسهم وكبيراً إلى الحد الذي يسوغ رفض بعض الشركات للخيارات المفهرسة، فمن غير المرجح أن يكون الأمر كذلك بالنسبة لجميع الشركات عموماً.

تقوم الذريعة الخامسة على أهمية العمل على الاحتفاظ بالمديرين العامين في مدد النمو السريع في سوق الأسهم. لقد تقدم تشارلز همبلبرغ وغلين هابارد بنظرية جديدة لتسوية اعتماد الخيارات التقليدية تقول إن تلك الخيارات توفر وسيلة مريحة وفاعلة للاحتفاظ بالمديرين الموهوبين في أوقات النمو السريع للسوق²⁵. لقد وجد الباحثان في دراستهما ترابطاً بين حجم تعويضات المديرين العامين وحجم الأرباح المحققة. ويرأي الباحثين، فإن هذا الترابط إنما ينتج عن عدم مرونة سوق العمل في توفير الخبرات وتزويد الشركات بأشخاص قادرين على إدارة الشركات المأمة²⁶. وكلما ازداد السوق نمواً، هكذا يرى الباحثان، ارتفع الطلب على المديرين، وارتفع معه حجم تعويضات المديرين العامين من أجل الاحتفاظ بهم وعدم التضيق بخبراتهم. ولما كانت أرباح الخيارات التقليدية ترتكز أساساً على ارتفاعات أسعار الأسهم المدفوعة بتغيرات السوق، فإنها تمتلك آلية داخلية لرفع الأجر تلقائياً مع ارتفاع أسعار أسهم السوق.

حتى لو كان من المطلوب اعتماد آلية تلقائية لرفع أجر المديرين مع ارتفاع أسعار أسهم السوق في أوقات نموه السريع وذلك من أجل الاحتفاظ بالمديرين المميزين وعدم التفریط بخبراتهم، فإن الخيارات التقليدية لا تقي بالفرض. صحيح أن الخيارات التقليدية تزيد من أرباح المديرين في أوقات النمو السريع للسوق، غير أن الجزء الأكبر من تلك الأرباح -وهي الأرباح التي تدرها عليهم خياراتهم المستحقة سابقاً- لا تأشير له في تحفيز المديرين على البقاء في الشركات التي يعملون فيها راهناً: إذ إنهم بتركهم شركاتهم لا يخسرون حقهم في التصرف بخياراتهم المستحقة سابقاً.

لنأخذ على سبيل المثال شركة توقع عقداً مع مديرها العام تمنحه بموجبه خيارات تستحق تدريجياً على مدى ثلاث سنوات. ولنفترض أن الشركة تتوقع حدوث ارتفاع ملحوظ في أسعار الأسهم في السوق بعد سنتين من توقيع العقد، ما سيشكل حافزاً للمدير العام للذهاب إلى شركة تدفع له أجراً أكبر. ولذلك فإن الشركة ترغب في تطبيق خطة تقدم للمدير حافزاً أقوى لكي يبقى في الشركة. ربما ترى الشركة أنها عندما تقدم للمدير خيارات تقليدية ترتفع قيمتها بنمو أسعار الأسهم في السوق، فإنها تقدم له الحافز الكلي للبقاء في الشركة. لكن مع بداية العام الثالث، حيث سيكون السوق قد شهد نمواً ملحوظاً، وحيث من المتوقع أن يفكر المدير بالذهاب إلى شركة أخرى، يكون هذا المدير قد ضمن حقه بثلاث الخيارات المقدمة له. وبينما تكون قيمة الخيارات المستحقة حينئذ قد نمت على نحو ملحوظ وبما يتفق مع نمو السوق، فإن هذا النمو لن يكون له أي تأثير على قرار المدير بالبقاء في الشركة أم بتركها.

إن ارتفاع قيمة الخيارات التي لم تستحق بعد في نهاية السنة الثانية قد يشكل حافزاً للمدير لكي يبقى سنة أخرى على أبعد تقدير، حتى تستحق تلك الخيارات أيضاً. لكن من المثير للانتباه أن سي إدوارد فيو وشارلز هادلوك قد وجدوا أنه في ظل ممارسات التعويضات الراهنة، ليس هناك من علاقة تربط بين حجم ما قد يخسره المدير بذهابه إلى شركة أخرى واحتمال ذهابه فعلاً إلى تلك الشركة²⁷. أما سبب ذلك فيعود برأيهما إلى أن صاحب العمل الجديد عادة ما يبدي رغبته في تعويض أي خسارة تنتج عن ترك المدير لمكان عمله السابق. وإضافة إلى ذلك فقد وجد فيو و هادلوك أن رغبة صاحب العمل الجديد في توقيع العقد مع المدير الجديد لا ترتبط بحجم التعويض الذي يجب عليه دفعه له بمقابل تركه

مكان عمله القديم. إذا فتحى الخيارات غير المستحقة التي يمتلكها المديرون لا تحفزهم في الغالب على البقاء في أماكن عملهم.

وإذا ما افترضنا أنه من الجهد أن تكون هناك آلية داخلية من ضمن خطة التمويضات تضمن ارتفاع أرباح المديرين في أوقات النمو السريع للسوق، فإن اعتماد الخيارات منقوصة ثمار المصادفة لتلك الغاية من شأنه أن يقدم حوافز أقوى مما تقدمه الخيارات التقليدية. صحيح أن الخيارات التقليدية تضمن للمديرين تمويضات أكبر في أوقات النمو السريع للسوق من تلك التي تضمنها خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، إلا أن ذلك الفارق في حجم التمويضات يأتي في مجمله على شكل قيمة منفصلة تماماً عن الأداء. إذا فالخيارات التقليدية لا تقدم شيئاً من شأنه أن يقوي حوافز المديرين لإنتاج المزيد من القيمة، بل إن تقديم حزمة من الخيارات منقوصة ثمار المصادفة على دفعات متعددة تغطي كامل مدة عقد المدير من شأنه أن يشكل آلية داخلية أكثر فاعلية لتقديم الحوافز للمدير كي يبقى في منصبه. ومع نمو السوق يحصل المدير على المزيد من الخيارات منقوصة ثمار المصادفة التي لن تستحق إلا بعد مدة من الزمن، الأمر الذي سيدعو المدير للبقاء في مكان عمله إذا ما أراد الاستفادة من خياراته التي يمتلكها.

تعتمد الذريعة السادسة على فكرة خفض تكاليف تعويض خسائر المديرين. يدعي بعض خبراء الاقتصاد أن الخيارات التي تخضع للفهرسة النظامية العادية (أي الخيارات التي يتم تصحيح سعر استخدامها قياساً إلى مؤشر أسعار الأسهم في القطاع أو السوق) من شأنها أن تمثل مجازفة إضافية كبيرة بالنسبة للمديرين الذين يهابون المجازفة. إذ إن احتمال ألا يستفيدوا منها كبير جداً. لقد خلص كلفن مورفي في تقرير له إلى أن احتمال أن يعود أي سهم على صاحبه بربح فائض يزيد عن ربح مؤشر السوق لا يتجاوز 50 بالمئة. في حين إن هناك احتمالاً يتمدى 80 بالمئة أن يتجاوز سعر السهم الواحد في السوق. في نهاية مدة صلاحية خيارات الأسهم التقليدية الصالحة لمدة عشر سنوات، سعر استخدام تلك الخيارات. ما يعني أن احتمال ربح خيارات الأسهم التقليدية أكبر بوضوح من احتمال ربح الخيارات المفهرسة²⁸. لذلك، ودائماً وفق هذه الذريعة، فإن المديرين الذين يهابون المجازفة سيطالبون بتهمة متوقعة أعلى للخيارات المفهرسة نظامياً والمعروضة عليهم من

القيمة التي يمكن أن يقبلوا بها من الخيارات التقليدية البديلة. وما يصح بالنسبة للخيارات المفهرسة نظامياً يصح أيضاً بالنسبة للخيارات المشروطة بتحقيق أهداف محددة.

غير أن تدني احتمال الربح لا يشكل نتيجة حتمية لاعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. فصحيح أن فهرسة الخيارات بناء على مؤشر السوق أو القطاع الاقتصادي من شأنه أن يقلل من احتمالات ربحها، لكن فهرسة الخيارات نظامياً - كما سبق أن ذكرنا - ليست الإمكانية الوحيدة للفهرسة. فبوسع المرء أن يختار شكلاً معتدلاً من أشكال الفهرسة يضمن للمدير الربح في خياراته حتى لو لم يكن أداء شركته أفضل من متوسط أداء نظيراتها. وفي الواقع بوسع المرء أن يصمم خطة خيارات مفهرسة تضمن احتمال الربح ذاته الذي تضمنه الخيارات التقليدية.

لنفترض على سبيل المثال أن احتمال ربح الخيارات التقليدية التي مدتها عشر سنوات يبلغ 80 بالمائة، وأن المطلوب تصميم خيارات مفهرسة لمدير عام شركة (أ) بناء على مؤشر القطاع الاقتصادي، مدتها عشر سنوات واحتمال ربحها يبلغ 80 بالمائة أيضاً. وعلى فرض أن القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه شركة (أ) يتألف من عشر شركات أخرى، فإنه من الممكن الآن ربط استخدام الخيارات المنفوحة لمدير عام شركة (أ) بتحقيق نتائج أفضل من نتائج ثاني أسوأ شركة في القطاع. عندئذ ستكون خيارات مدير عام شركة (أ) مربحة في حال كانت شركته من بين أفضل ثماني شركات في قطاعها الاقتصادي الذي يضم عشر شركات. (وبالطبع سيكون ربح الخيارات أكبر كلما تحسن ترتيب الشركة (أ) ضمن القطاع). لهذا النوع من أنواع الخيارات المفهرسة احتمال الربح ذاته الذي تتمتع به الخيارات التقليدية، لكنه يقدم حوافز أقوى من الحوافز التي تقدمها الخيارات التقليدية، وذلك أثناء تعزيز ربط التعويضات المقدمة لمدير عام الشركة بالقيمة التي يضيفها إلى قيمتها الأصلية التي تأتي نتيجة لجهوده الخاصة.

إضافة إلى ذلك، حتى لو اعتبرت الخيارات المفهرسة نظامياً الشكل الوحيد المتاح بين أشكال الخيارات منقوصة ثمار المصادفة، فإن مهابة المجازفة لدى المديرين بمفردها لا يمكن أن تقسر الغياب شبه التام لتلك الخيارات من خطط التعويضات التي تعتمد عليها الشركات العامة. بالطبع قد يطلب المدير العام، إذا ما عرضت عليه خيارات مفهرسة

عوضاً عن الخيارات التقليدية، زيادة في القيمة المتوقعة لتلك الخيارات من أجل تمويض خطر الخسارة في تلك الخيارات. وليس من المستبعد أن يرضى المسهونون بتسوية كهذه في بعض الشركات على الأقل. لكن من المستبعد جداً أن يكون المديرون العامون في جميع الشركات العامة تقريباً يهابون المجازفة إلى ذلك الحد الذي يطالبون معه بسوية عالية جداً من التعميصات تتجاوز أرباح حملة الأسهم الناتجة عن اعتماد خطط الخيارات المفهرسة. إذاً فذريعة خفض تكاليف تمويض خسائر المديرين الناتجة عن الخيارات المفهرسة لا يمكنها على الإطلاق تقديم تفسير منطقي لهذه الندرة في اعتماد تلك الخيارات في خطط تمويضات المديرين.

تركز الذريعة السابعة على أن للمديرين مصلحة بالاستثمار في سلة واسعة الطيف من الأسهم المتنوعة في السوق. من المعروف أن الخيارات التقليدية تكافئ المديرين على أي ارتفاع في سعر سهم شركتهم. أكان ذلك لأسباب تتعلق بالشركة عينها أم لأسباب تتعلق بالقطاع أو السوق بأكمله. ولقد كانت المشكلة التي ركزنا عليها نقاشنا فيما تقدم أن تمويضات المديرين المرتبطة بأداء القطاع أو السوق ليس لها أي علاقة بأدائهم الفعلي. ومما حير خبراء الاقتصاد أيضاً في مسألة الاعتماد الواسع للخيارات التقليدية في خطط تمويضات المديرين أن ربط تمويضات المديرين بأداء القطاع أو السوق من شأنه أن يعرضهم لمخاطر السوق. وإذا ما انطلقنا من أن المديرين يهابون المجازفة، ومن أنهم لهذا السبب يقومون التعميصات المحفوفة بالمخاطر بأقل مما يقومون سواها من التعميصات، فإنه من الأوفر على الشركات -على الأقل في عالم خال من الضرائب- أن تمنح مديريها خيارات مفهرسة ومبالغ نقدية تساوي قيمة خياراتهم التقليدية في السوق عوضاً عن منحهم تلك الخيارات.

غير أن بعض خبراء الاقتصاد يرى أن المديرين قد يرغبون في الواقع بالاستثمار في سلة واسعة الطيف من الأسهم المتنوعة في السوق. وأنهم إذا ما منحوا مبالغ نقدية، فسيستثمرونها في سلة كهذه²⁹. من هذا المنظار فإن منح المديرين خيارات تقليدية لا يدعو إلى الحيرة أكثر من منحهم خيارات مفهرسة بالإضافة إلى مبالغ نقدية كبيرة. وبالفعل عندما نتطرق من أن المديرين في الغالب سيستثمرون أموالهم في سلة واسعة الطيف من الأسهم المتنوعة في السوق، يندو من الأسهل منحهم التعميصات على نحو خيارات تقليدية ترتبط بطبيعتها بتقلبات السوق ككل.

ليس لدينا مشكلة مع هذا التحليل. فمنح الخيارات التقليدية لا يشكل بالنسبة إلينا لفرأ أكبر مما يشكله منحهم حزمة من الخيارات المفهسة ومبلفاً نقدياً كبيراً جداً. غير أن النمو الكبير في تعويضات المديرين على مدى العقد المنصرم قد جرى تسويفه في كثير من الأحيان على أساس أنه ضروري من أجل تقديم الحوافز للمديرين لكي يحسنوا أداءهم. وقد نجح هذا التسويغ في جعل المستثمرين يقبلون بهذا النمو الكبير في حجم تعويضات المديرين. وما كانوا سيقبلون به لو كان على شكل مبالغ نقدية. إن ما نريد أن نؤكد عليه هنا هو ببساطة أن الجزء الأكبر من قيمة الخيارات التقليدية المقدمة للمديرين - التي كان ينظر إليها على نطاق واسع بوصفها أجراً مرتبباً بالأداء - هو في الواقع أجر منفصل تماماً عن الأداء.

أما الذريعة الثامنة فتقوم على فرضية توفير الضرائب. يرى ديفيد شايزر أن الخيارات التقليدية تتمتع في بعض الحالات بأفضلية ضريبية على الخيارات المفهسة³⁰. يذكرنا شايزر بأن الشركات منذ 1994، لم يعد بإمكانها الاستفادة من الخصم الضريبي على تعويضات المديرين التي تتجاوز في قيمتها عتبة المليون \$ ما لم تكن مرتبلة بالأداء³¹. وعلى العموم ينظر إلى خيارات الأسهم. سواء أكانت تقليدية أم مفهسة. باعتبارها تعويضات مرتبلة بالأداء³². لكن الخيارات التقليدية لا تفلتر تأثير تقلبات أسعار الأسهم. لا في الحقل الذي تعمل فيه الشركة ولا في السوق عامة. على حجم تعويضات المديرين. لذلك فهي تمنح المديرين قيمة مضافة كبيرة لا علاقة لها بأدائهم الفعلي. إذأ وبحسب نظرية شايزر. فإن الخيارات التقليدية قد تكون مفيدة بالنسبة للشركات التي تريد تحقيق هدفين اثنين في الوقت نفسه: (1) منح المديرين أجراً يخضع للخصم الضريبي مع أنه غير مرتبب بأدائهم الفعلي. و(2) منح ذلك الأجر على شكل حقوق لشراء الأسهم في السوق.

إن الطرح الذي يقدمه شايزر يقر بأن جزءاً أساسياً من التعويضات الممنوحة على شكل خيارات تقليدية لا يرتبب بأداء المديرين. وما يود التركيز عليه يتمثل ببساطة في أنه إذا كان المطلوب تقديم أجر للمديرين غير مرتبب بأدائهم. فإن اعتماد الخيارات التقليدية يضمن للشركات على الأقل أن تستفيد من فرصة تطبيق الخصم الضريبي على تلك الخيارات.

لكنه لا يقدم أي سبب مقنع يسوغ منح المديرين تلك المبالغ طائلة من التعميصات التي لا تقدم لهم أي حوافز لتحسين أدائهم.

فضلاً عن ذلك، وكما لاحظ شاهزر، فإن الشركات قد تقادت إلى حد بعيد اعتماد الخيارات المفهرسة، حتى قبل أن تغدو الخيارات التقليدية وسيلة لدفع التعميصات المعفاة من الضرائب للمديرين دون ربطها بأدائهم الفعلي - أي قبل عام 1994 حين لم يكن هناك أي سقف للتعميصات التي يمكن إدراجها ضمن نطاق الخصم الضريبي. ومن ناحية أخرى فإن هناك عدداً كبيراً من الشركات التي لا تدفع ضريبة على دخلها، ومن البديهي ألا تمنحها فرصة الخصم الضريبي على تعميصات مديريها. من هنا يمكننا القول إن ذريعة شاهزر القائمة على نظرية الخصم الضريبي لا يمكنها أن تفسر الاعتماد الحصري لجميع الشركات تقريباً على الخيارات التقليدية بعد العام 1994.

إنه لأمر مدهش فعلاً أن نرى هذا القدر الكبير من الطاقة الفكرية يهدر من أجل اختراع الذرائع والمسوغات للقول: إن غياب خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة إنما يصب في مصلحة حملة الأسهم، وأنه لذلك يتفق مع مبدأ التفاوض على مطال الذراع بين المديرين ومجلس الإدارة. أما خبراء الاقتصاد المالي الذين لم تقنعهم تلك الذرائع والمسوغات فقد عدوا ببساطة أن هذا الانتشار الواسع للخيارات التقليدية «يستحق المزيد من البحث». إن الاعتقاد بأن المزيد من البحث سيوصلنا إلى تفسير مقنع يظهر فاعلية وكفاءة الخيارات التقليدية، إنما يعكس مدى التأثير الهائل الذي ما فتئ نموذج المساومة على مطال الذراع يمتلكه في علم الاقتصاد المالي. فبالنسبة للكثيرين ممن ارتووا من أسس ومبادئ هذا العلم، من الصعب القبول باحتمال كون ترتيبات التعميصات المعمول بها ليست بالضرورة نتيجة للمساومة على مطال الذراع وبأن تلك الترتيبات قد لا تصب فعلاً في صالح حملة الأسهم.

المزيد عن ثمار المصادفة في التعويضات القائمة على حقوق الملكية

13

إن خطط [الخيارات العالمية] تمثل أجراً يدفع لمالكها لقاء مجرد انقضاء الزمن

وارن بولته. 1998

نتابع في هذا الفصل مناقشتنا لتلك السمة المثيرة للعجب التي تتمتع بها الخيارات التقليدية القائمة على حقوق الملكية، ألا وهي استقلالها التام عن الأداء. سنستأنف نقاشنا بسرد ثلاث ممارسات ذات صلة بالتعويضات القائمة على خيارات الأسهم وتتسم جميعها بأنها غير مرتبطة بأداء المديرين المستفيدين منها: (1) استعمال ما يسمى «الخيارات القائمة، بطريقة شبه موحدة: (2) إعادة تسعير الخيارات وما يسمى «إعادة تسعير الخيارات من الباب الخلفي» عندما ينخفض سعر سهم الشركة؛ و(3) تقديم ميزة «إعادة الشحن» التي تمكن المديرين من اغتنام فرص الاهتزازات السريعة والشديدة في أسعار أسهم خياراتهم. ننهي هذا الفصل بمناقشة ما يسمى «ملكية الأسهم المقيدة» وبتقديم تفسير لحقيقة أن الاعتماد المتزايد على ذلك النوع من التعويضات بدلاً عن التعويضات القائمة على خيارات الأسهم سيؤدي في المحصلة إلى زيادة ثمار المصادفة التي يجنيها المديرين لا إلى إنقاصها.

الخيارات العالمية

لغز الشكل الموحد للخيارات المعتمد في جميع الشركات تقريباً

من المفترض أن تقدم الخيارات: للمديرين حوافز مالية تحثهم ليس فقط على بذل الجهد ولكن أيضاً على اتخاذ القرارات المناسبة لصالح الشركة¹. فالمديرون على العموم أشخاص يهابون المجازفة والتغيير، لذلك فإنهم قد يترددون في اتخاذ القرارات التي تصب

في مصلحة حملة الأسهم ولكنها محفوفة بقدر من المجازفة يتخطى القدر الذي يرتاحون له. وهنا يأتي دور الخيارات: إذ يُعتقد أنها تعمل في الاتجاه المعاكس لهذا الميل السائد لدى المديرين أثناء تقديم الحوافز المالية لهم لحثهم على المزيد من الجراءة والمجازفة في اتخاذ القرارات الحاسمة. أما مدى تحفيز الخيارات للمديرين ودفعهم باتجاه اتخاذ القرارات الجريئة فيعتمد جزئياً على سعر استخدام الخيارات. وهكذا فإن أسعار استخدام الخيارات المبالغ في ارتفاعها أو انخفاضها تدفع المديرين إلى المبالغة في المجازفة أو المبالغة في التحفظ. من هنا تتحدد كفاءة كلفة الخيارات على حملة الأسهم ومدى فاعليتها لتحقيق مصلحتهم بسعر الاستخدام المحدد لتلك الخيارات.

من غير المستغرب أن يكون سعر الاستخدام الأمثل للخيارات في حالة معينة مرتبطاً بعدد كبير من العوامل². وقد أظهرت دراسات عدة منشورة في أدبيات علم الاقتصاد المالي أنه من المستبعد جداً أن تثبت خطة خيارات واحدة كفاءتها في جميع الحالات. تعتمد الحوافز التي تخلقها خطة خيارات معينة على عوامل متنوعة خاصة بصاحب الخيارات، مثل طبيعة سلة الأسهم التي يفضلها وطبيعة المجازفات التي يميل إليها³. في الوقت ذاته هناك عوامل أخرى مرتبطة بالشركة، مثل فرص النمو وأعباء الديون على سبيل المثال، تلعب أيضاً دورها في تحديد الحوافز المطلوب خلقها عن طريق الخيارات الممنوحة⁴. إلى جانب اختلاف هذه العوامل من شركة لأخرى فإنها قد تختلف أيضاً بالنسبة لشركة واحدة من وقت لآخر. لذلك ما من سبب منطقي يجعلنا نتوقع أن سعر الاستخدام الأمثل والأكثر كفاءة لاستخدام الخيارات هو ذاته بالنسبة لجميع المديرين تقريباً وفي كل الشركات وفي كل الأوقات.

وبرغم ذلك فقد أظهرت دراسة تحليلية لخيارات الأسهم الممنوحة للمديرين العامين في ألف شركة أمريكية كبرى عام 1992 أن أكثر من 95 بالمئة من تلك الخيارات هي من نوع الخيارات العائمة (أي بسعر استخدام يساوي سعر السهم في السوق بتاريخ منح تلك الخيارات)⁵. لقد عبر براين هول و كيلفن مورفي عن استغرابهما الشديد لاعتماد هذا الشكل شبه الموحد من خيارات الأسهم والذي بقي سائداً حتى الآن. واصفين ذلك بأنه أمر مذهل⁶. ومع ظهور بعض الحراك في السنوات القليلة الماضية باتجاه نوع آخر من خيارات الأسهم يتجاوز سعر استخدامها سعر السهم في السوق بتاريخ منحها (خيارات السعر المرتفع)، فإنه

يبقى حراكاً بطيئاً ودون مستوى التوقعات. في أوائل العام 2004 أثار شركة أي بي إم على سبيل المثال الكثير من الانتباه بإعلانها أنها ستباشر منح كبار مديريها خيارات يتجاوز سعر استخدامها سعر السهم في السوق بتاريخ منحها بمقدار 10 بالمئة⁷. لكن الشركات التي تعتمد هذا النوع من خيارات السعر المرتفع لا يتجاوز عددها عدد أصابع اليد الواحدة⁸.

من الممكن إرجاع الغياب شبه التام لخيارات السعر المنخفض (أي بسعر استخدام أقل من سعر السهم في السوق بتاريخ منحها) إلى القوانين الضريبية والمحاسبية. فالمادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية لا تنظر إلى هذا النوع من الخيارات بصفته نوعاً من التعويض المرتبط بالأداء، ولذلك فهي لا تدخل ضمن حيز الخصم الضريبي في حال تخطى مجموع التعويضات غير المرتبطة بالأداء التي يتقاضاها المدير عبئة المليون 5 سنوياً. بالإضافة إلى ذلك فإن خيارات السعر المنخفض تدخل في حسابات الشركات في مقابل الإيرادات على عكس الخيارات العائمة وخيارات السعر المرتفع.

لكن، لا القوانين الضريبية ولا القوانين المحاسبية يمكنها أن تقسر لماذا 5 بالمئة فقط من الشركات تعتمد نوع خيارات السعر المرتفع⁹. وليس هناك من سبب مقنع يجعلنا ننظر إلى هذا النوع من الخيارات على أنه غير فاعل في جميع الحالات تقريباً، إذ إن هناك احتمالاً واقعياً في أن تتحول خيارات السعر المرتفع (الخاسرة) إلى خيارات بسعر منخفض (رابحة) إذا ما كان أداء الشركة جيداً بالمقارنة مع نظيراتها. أما الخيارات العائمة فمن المرجح أن تتحول مع مرور الوقت وفي ظروف النمو المطرد لأسعار السوق إلى نوع خيارات السعر المنخفض.

وكما لاحظ براين هول وآخرون فإن خيارات السعر المرتفع عادة ما تؤدي إلى ارتباط أقوى بين الأجر والأداء من الارتباط الذي ينتج عن الخيارات التقليدية¹⁰. وهناك مؤشرات واقعية تسمح بالاعتقاد بأن منح المديرين خيارات بسعر مرتفع عوضاً عن الخيارات العائمة سيؤدي عموماً إلى زيادة قيمة الشركة¹¹. إذ أن من المستبعد جداً أن تكون خيارات السعر المرتفع غير فاعلة في جميع الحالات تقريباً. وبحسب هول فإن الغياب شبه التام لخيارات السعر المرتفع يبدو محيراً جداً إذا ما أخذنا بعين الاعتبار ميزاتها الواضحة فيما يتعلق بربط الأجر بالأداء¹².

إن سعر الاستخدام المعتمد من قبل جميع الشركات عموماً يبيد في الواقع تجانساً غريباً وعلى محورين اثنين: (1) فكل شركة تعتمد سعر الاستخدام ذاته لجميع خيارات الأسهم المقدمة للماملين فيها. بغض النظر عن موعد استحقاقها ومدة صلاحيتها؛ و(2) جميع الشركات تقريباً تعتمد الطريقة ذاتها في تحديد سعر استخدام خياراتها. وذلك بجملة مساوياً لسعر السهم في السوق بتاريخ منح الخيارات. وفي حين دار نقاش واسع حول تجانس سعر الاستخدام على المحور الثاني، لم يتطرق أحد إلى ذلك التجانس الغريب على المحور الأول في سعر استخدام الخيارات ضمن الشركة الواحدة بغض النظر عن موعد استحقاقها، باستثناء عدد قليل جداً من المحللين.

لما كان متوسط أسعار الأسهم في السوق يرتفع مع مرور الزمن. فإن الخيارات الممنوحة بالسعر الراهن من المتوقع أن تتحول في وقت لاحق إلى خيارات بسعر منخفض عملياً. وأن تخلق حوافز مشابهة لتلك التي تخلقها الخيارات التي منحت بسعر منخفض أصلاً. إضافة إلى ذلك فإن حقيقة تفوق سعر السهم في السوق على سعر استخدام الخيارات ستدفع مع مرور الزمن أقل دلالة على مدى كفاءة المديرين في تحقيق زيادة فعلية في رأسمال حملة الأسهم منذ أن منحوا تلك الخيارات. فالمديرون الذين يحصلون على خيارات عائمة بأجل ينتهي بعد عشر سنوات سيحققون أرباحاً صافية ما دامت أسعار الأسهم سترتفع اسمياً على مدى عشر السنوات. وكنتيجة لذلك بوسع المديرين أن يحددوا ربحاً محققاً حتى لو كانت الأرباح الحقيقية للمساهمين ضعلة جداً وحتى لو انقلبت تلك الأرباح فعلياً إلى خسائر.

لقد أعلنت شركة أبل على سبيل المثال في تقرير قدمته في آذار/ مارس من العام 2001، إلى هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية أنها منحت مديرها العام ستيفن جوبز في السنة المنصرمة خيارات لشراء أسهمها بقيمة 20 مليون \$. ووفق تقديرات الشركة، فإن قيمة خيارات السيد جوبز ستبلغ في نهاية أجلها 548.317.503 \$ إذا ما ارتفع سعر سهم الشركة في السوق بمعدل 5 بالمئة سنوياً (وهو معدل أقل من المعدل الوسطي لارتفاع أسعار أسهم البورصة فيما مضى وأقل من نسبة العوائد الممنوحة على سندات الشركة طويلة الأمد في ذلك الوقت)¹³.

تتمثل إحدى الطرائق الكثيرة الممكنة لخفض هذه الأرباح السهلة والضخمة في تحديد سعر استخدام للخيارات يرتفع مع مرور الزمن بنسبة محددة ومتفق عليها سلفاً. فالخيارات الممنوحة بسعر استخدام يساوي السعر الراهن للأسهم في السوق التي تستحق بعد مضي خمس سنوات، سيكون سعر استخدامها الحقيقي حين استحقاقها أقل جداً من سعر سهم الشركة حينئذ. لتفادي مثل هذا التآكل، يمكن تصحيح سعر استخدام الخيارات بما يتناسب مع التضخم الحاصل بمرور الزمن. هناك طيف واسع من أساليب تصحيح سعر استخدام الخيارات مع مرور الزمن، منها على سبيل المثال، أن يرتفع سعر الاستخدام سنوياً بنسبة معدل الفائدة على سندات الخزنة. وبالفعل فقد بدأت شركات عدة في أستراليا ونيوزيلندا باعتماد خيارات يرتفع سعر استخدامها مع تقدم الزمن¹⁴. أما في الولايات المتحدة فلم تبد مجالس الإدارة اهتماماً يذكر بجعل أسعار استخدام الخيارات تابعاً للزمن الذي يفصل بين تاريخ منح الخيارات وتاريخ استخدامها.

لسنا الآن في صدد تحديد الأسلوب الأمثل لتحديد سعر استخدام الخيارات وتصحيحه. إن اقتضى الأمر، أثناء مدة صلاحية تلك الخيارات، فالسعر الأمثل لاستخدام الخيارات قد يتغير من حالة لأخرى ومن وقت لآخر. وذلك تبعاً لعوامل عدة منها المكافئ الزمني للمال ونسبة التضخم على سبيل المثال. إن الأمر الذي نهدف إلى التأكد عليه هنا هو أنه ما من سبب منطقي مقنع يجعلنا نتوقع أن القيمة المثلى لسعر استخدام الخيارات هي ذاتها بالنسبة لجميع الشركات وجميع المديرين وفي كل الأزمان وجميع تواريخ الاستخدام.

التفسير المرتكز إلى نفوذ وسلطة المديرين

لما كان من المنطقي الاعتقاد بأن سعر الاستخدام الأمثل الذي يعظم القيمة يختلف باختلاف مدة الاستحقاق ويتغير من شركة لأخرى، فإن التجانس الحالي السائد لسعر الاستخدام على هذين المحورين (محور مدة الاستحقاق ومحور الشركات) يشكل لفتاً كبيراً بالنسبة لأولئك المقتنعين بمبدأ المساومة على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. غير أن هذا التجانس لا يشكل لفتاً على الإطلاق عندما نأخذ سلطة ونفوذ المديرين بعين الاعتبار. فحينئذ يمكننا القول إن مجالس الإدارة لم تكن تبحث عن سعر الاستخدام

الأمثل لتمظيم قيمة رأسمال حملة الأسهم. بل إنها كانت تبحث. على العكس من ذلك. عن سعر استخدام معظم ربح المديرين. أي عن أخفض سعر استخدام ممكن في كل حالة من الحالات وبما يتفق مع الضوابط الأخرى التي تتحكم في عملية تحديد ذلك السعر.

تقدم خيارات الأسهم المائمة الحل الأمثل الذي يدر على المديرين أكبر قدر من الأرباح بأقل قدر من السخط من جانب حملة الأسهم. إذا انطلقنا من عدد محدد من خيارات الأسهم. فإن مصلحة المديرين تقتضي تحديد سعر الاستخدام أدنى ما يمكن. فأي خفض في سعر استخدام الخيارات يعني ربهاً بالمقدار ذاته في الوقت الذي تتحول فيه تلك الخيارات إلى نوع خيارات السعر المنخفض أي عندما تصبح خيارات رابحة. من هنا فإن المديرين يفضلون ذلك النوع من الخيارات التي يتحدد سعر استخدامها منخفضاً قدر المستطاع لكن دون أن يسبب ذلك سخطاً لدى حملة الأسهم.

إن منح المديرين خيارات بسعر منخفض (أي بسعر استخدام أدنى من سعر السهم في السوق بتاريخ منح الخيارات) قد يستدعي سخطاً واستكثاراً لأسباب عدة. فبالرغم من أن الخيارات المائمة أيضاً ربما تكافئ المديرين على سوء أدائهم. فإن هذا التناقض سيبرز أكثر في حال اعتماد خيارات السعر المنخفض. وعلاوة على ذلك فإن خيارات السعر المنخفض لا تمد من «التمويضات المرتبطة بالأداء». ولا تدخل تالياً ضمن حيز الخصم الضريبي المنصوص عليه في المادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية¹⁵. ومن هنا قد يفهم اعتمادها على أنه موجه ضد مصلحة حملة الأسهم بصورة فاضحة. وأخيراً فإن خيارات السعر المنخفض يجب إدخالها في حسابات الشركات. وإذا ما اعتمدت شركة ما هذا النوع من الخيارات لا يبقى بمقدورها التذرع بحجة الاعتبارات المعاسبية من أجل رفض اعتماد الخيارات منقوصة ثمار المصادفة. إذ أفاتماد خيارات السعر المنخفض من شأنه أن يقوض أحد أهم المسوغات التي تسوقها الشركات من أجل رفض اعتماد الخيارات منقوصة ثمار المصادفة.

نفهم إذأ من النقاش السابق لماذا لا يلجأ مصممو خطط الخيارات إلى اعتماد نوع خيارات السعر المنخفض في خططهم. غير أن شطب هذا النوع من أنواع الخيارات يترك

أمام المصممين إمكانات أخرى عديدة لتحديد سعر استخدام خيارات الأسهم. إما بما يساوي سعر السهم بتاريخ منح الخيارات واما بأعلى منه بمقادير مختلفة. من بين تلك الإمكانيات يبقى سعر الاستخدام المساوي لسعر السهم بتاريخ منح الخيارات أدنى أسعار الاستخدام المتاحة. ومن جهة أخرى ربما يجد اختيار هذا النوع من أنواع الخيارات (العائمة) مسوغه المقبول ظاهرياً؛ فالمدبر بهذه الطريقة لا يجني الأرباح إلا إذا حقق سعر السهم في السوق ارتفاعاً صافياً قياساً إلى سعره بتاريخ المنح؛ وإضافة إلى ذلك فإن هذا النوع من الخيارات قد يكون فاعلاً في بعض الحالات وضمن شروط محددة. إن تقاطع رغبة المديرين المؤكدة في الحصول على أدنى سعر استخدام ممكن لخياراتهم مع شرط ألا يكون سعر الاستخدام أدنى من سعر سهم الشركة بتاريخ المنح، يقدم تفسيراً مباشراً لحقيقة اعتماد نوع الخيارات العائمة في جميع الحالات تقريباً. وذلك بغض النظر عن موعد استحقاق الخيارات وأجالها والظروف الاقتصادية السائدة في السوق وخصوصية الشركة المانحة للخيارات والسمات الشخصية الخاصة للمدير المعني.

تقدم الخيارات العائمة للمديرين قدراً كبيراً جداً من تمار المصادقة، حتى لو كان سعر السهم بتاريخ المنح يعبّر فعلاً عن قيمته الحقيقية في ذلك الوقت. غير أن المجال متاح أمامهم لزيادة حجم تمار المصادقة أثناء انتقاء التوقيت الاستراتيجي المناسب لمنح الخيارات أو لنشر المعلومات حول الأداء الاقتصادي للشركة. فالمدبرون يتمتعون بسلطة ونفوذ يخولانهم تحديد زمن نشر بيانات الشركة المالية وكذلك تحديد زمن منح الخيارات، وبوسمهم أن يوظفوا لعبة التوقيت هذه بما يرفع احتمال أن يكون سعر السهم في تاريخ منح الخيارات أدنى من سعره الحقيقي. وبالطبع فإن خفض سعر السهم بتاريخ منح الخيارات يعني انخفاض سعر الاستخدام. الأمر الذي يعني زيادة أرباح مالك الخيارات عندما يستخدم خياراته في وقت لاحق. إذاً يمكننا القول إن المديرين عموماً يحصلون على خياراتهم بسعر استخدام أدنى وسطياً من السعر الحقيقي لأسهم الشركة في تاريخ المنح. الأمر الذي يؤمن لهم ربحاً أعلى.

منحت شركة سيبل سيستمز على سبيل المثال في 17 نيسان/ أبريل عام 2001 اثنين من كبار مدبريها 600,000 خيار لشراء أسهمها، وقد حددت سعر استخدام تلك الخيارات

مساوياً لسعر سهم الشركة عند انتهاء التداول في السوق في ذلك اليوم والذي بلغ \$33¹⁶. بعد إغلاق السوق يوم 18 نيسان/أبريل كشفت الشركة عن ارتفاع كبير في قيم أرباحها ومبيعاتها في الربع الأول من العام. بالطبع أدت تلك المعلومات إلى قفزة كبيرة في سعر سهم الشركة، حيث بلغ سعر السهم في اليوم التالي لإعلان المعلومات أي يوم 19 نيسان/أبريل \$46. لو أن تلك المعلومات كانت قد أعلنت قبل انتهاء التداول يوم 17 نيسان/أبريل - أو لو تم تأجيل منح الخيارات إلى يوم 19 نيسان/أبريل - لكان المديران حصلوا على خيارتهما بسعر استخدام أعلى من السعر الذي حصلوا عليه بقيمة \$13. إن شركة سبيل سيستمز، عبر منحها لمديريها تلك الخيارات قبيل الكشف عن تلك المعلومات المهمة مباشرة، قد منحتهما خفضاً في سعر استخدام كل خيار من الخيارات إلى 600,000 بمقدار \$13 - ما شكل ربعاً محققاً قارب الثمانية ملايين \$.

بالطبع لا يمكن اعتبار تتابع تلك الأحداث إثباتاً قانونياً على ارتكاب مديري شركة سبيل أي جرم في حق حملة أسهم الشركة. فقد يكون تاريخ منح الخيارات وتاريخ كشف المعلومات قد جرى تحديدهما سلفاً منذ زمن بعيد وقبل أن يستطيع أحد التكهن بأن هذا التوقيت سيهدر على مديري شركة سبيل هذا الحجم الكبير من ثمار المصادفة بملايين الدولارات. فمن الناحية النظرية من الممكن أن تكون تلك الثمار قد سقطت بمحض المصادفة. غير أن دراسات عدة قد وجدت ارتباطاً منهجياً بين تواريخ منح الخيارات وتواريخ كشف البيانات المالية لكثير من الشركات¹⁷. وقد خلصت تلك الدراسات إلى النتيجة التالية: إن الشركات عموماً تميل إلى الإعلان عن الأخبار السيئة قبيل منح خيارات الأسهم لمديريها وتؤجل الإعلان عن الأخبار الجيدة إلى ما بعد تاريخ المنح.

تركز الدراسة التي قام بها ديفيد يرمالك على تصاريح الإيرادات التي عادة ما تعلن في أوقات محددة وموزعة على مدار العام. لقد وجد يرمالك أن احتمال منح المديرين خيارات الأسهم قبل الإعلان عن أرقام الإيرادات المشجعة أكبر من احتمال منح الخيارات قبل الإعلان عن التصاريح غير المشجعة، واستنتج أن للمديرين تأثيراً واضحاً على لجنة منح التمويزات يجعلها تمنحهم الخيارات في الوقت المناسب. أي عندما يعرفون سلفاً أن

قيم الإيرادات التي ستعلن بعد وقت قصير ستكون إيجابية ومشجعة ومن المرجح أن تدفع بسعر السهم إلى الارتفاع. بهذا يكون المديرين قد حصلوا على نوع خيارات السعر منخفضه بهيئة الخيارات العائمة. إضافة إلى ذلك خلصت دراسة يرمك أيضاً، وبما يتفق مع الرؤية المستتدة إلى نفوذ المديرين وسلطتهم، إلى أنه كلما زادت سلطة المديرين العامين داخل مجالس الإدارة، زادت معها قدرتهم على استحصال تخفيضات أكبر على أسعار استخدام خياراتهم.

ألقى ديفيد أبودي و روم كاشزنيك نظرة فاحصة على تلك الشركات التي تحدد سلفاً تواريخ منح خياراتها - أي تلك الشركات التي لا يبدو للمديرين فيها أي سلطة على تحديد موعد حصولهم على خياراتهم. وجد الباحثان أن المديرين كانوا يتحكمون بمواعيد نشر المعطيات الاقتصادية حول أداء شركاتهم على نحو ينتج عنه انخفاض في أسعار الأسهم قبل تاريخ حصولهم على خياراتهم العائمة¹⁸. فعلى سبيل المثال، كان المديرين يدفعون باتجاه تأخير الإعلان عن الأخبار الجيدة إلى ما بعد حصولهم على خياراتهم. وبحسب دراسة أخرى قام بها ستيفن بلسم و هوادجيتش تشن و سرينيفاسان سانكاراغوروسوامي، فإن بعض المديرين كانوا يتلاعبون بأرقام إيرادات الشركة لكي ينتج عن ذلك انخفاض في سعر سهم الشركة في الوقت المناسب قبيل حصولهم على خياراتهم¹⁹. إضافة إلى ذلك كان بعض المديرين يضخمون الاستحقاقات المتراكمة التي من شأنها خفض أرباح الشركة المتراكمة قبل حلول مواعيد منح الخيارات.

وكما هي الحال بالنسبة للمديرين الذين يمتلكون سلطة تحديد وقت حصولهم على خياراتهم، فإن أولئك الذين يتحكمون بمواعيد نشر المعطيات الاقتصادية حول أداء شركاتهم ويتلاعبون بحجم الاستحقاقات المترتبة عليها، يحصلون أيضاً على خيارات بسعر استخدام أدنى من القيمة الحقيقية لسهم الشركة بتاريخ المنح. وفي كلتا الحالتين يؤدي تأثير المديرين إلى تفاقم ظاهرة الفصل بين الأجر المقدم للمديرين على شكل خيارات عائمة من ناحية وأداء المديرين من ناحية أخرى.

إعادة التسعير وإعادة التسعير من الباب الخلفي

لقد رأينا كيف أن الخيارات العائمة تسمح للمديرين بالاستفادة من أرباح أسهم السوق في أوقات نموه بفض النظر عن أدائهم الفعلي. ننتقل الآن لنلقي نظرة على ما يحدث عندما ينخفض سعر السهم في السوق إلى ما دون سعر استخدام الخيارات. وعلى عكس ما قد يتوقعه المرء، فإن الشركات لا تترك المديرين خالي اليدين في مثل هذه الحالات، بل إنها تلجأ إما إلى إعادة تسعير الخيارات الخاسرة وإما إلى القيام بما يمكن تسميته «إعادة التسعير من الباب الخلفي». وذلك عبر إصدار خيارات جديدة بسعر استخدام أدنى من الخيارات القديمة. إن آمال المديرين في حصولهم على تعويضات في مثل هذه الحالات قد فاقمت من ظاهرة ضعف الارتباط بين الأجر المقدم للمديرين على شكل خيارات أسهم وسوية أدائهم الفعلي.

مكافحة المديرين عندما تنخفض أسعار الأسهم في السوق

حتى أواخر التسعينيات من القرن الماضي كانت الوسيلة الوحيدة المتاحة أمام الشركات لتعويض مديريها عن خسائر خياراتهم بفعل انخفاض أسعار الأسهم في السوق، الذي يجعل تلك الخيارات خاسرة (أي من نوع خيارات السعر المرتفع) هي خفض سعر استخدام تلك الخيارات. قام ميناخيم بريزنر و رانفارا جان سوندارام و ديفيد يرمالك بدراسة قاعدة معطيات مديري الشركات المدرجة على مؤشر إس & بي بين العامين 1992 و 1995، ووجدوا أن نسبة 1.3 بالمئة من المديرين في كل سنة من سنوات الدراسة قد منحو إعادة تسعير لخياراتهم²⁰. من بين حالات إعادة التسعير البالغ عددها 806 حالات، وجد الباحثون أن سعر الاستخدام قد جرى خفضه في جميع الحالات ما عدا حالتين اثنتين، وكانت نسبة الخفض الوسطية 39 بالمئة²¹.

تجدر الملاحظة أن مؤشر إس & بي 500 قد ارتفع بنسبة 50 بالمئة أثناء مدة الدراسة، دون أن تسجل أي حالة خسارة تذكر للشركات. ولا شك في أن حالات إعادة التسعير كانت ستكون أكثر كثيراً لو لم ينم سوق الأسهم بهذه السرعة وبهذا الثبات على مدى حقبة الدراسة.

منذ أن ألزمت هيئة معايير الحسابات المالية الأمريكية جميع الشركات باحتساب خيارات أسهمها التي تجري إعادة تسعيرها بعد 15 كانون الأول/ديسمبر 2004. أصبحت الشركات أقل حماساً لإجراء إعادة التسعير²². لكنها وجدت طرقاً أخرى - أطلق عليها براين هول و توماس كوكس اسم «إعادة التسعير من الباب الخلفي» - من أجل تحقيق النتائج عينها ودون الحاجة لاحتساب الخيارات في الميزانية²³.

عندما يقف المديرون حاملين خيارات قد غدت خاسرة (أي قد تحولت إلى خيارات بسم مرتفع). فإن الشركات تبادر عادة إلى إجراء عملية إعادة تسعير من الباب الخلفي. وذلك عبر إعادة ملاء جملة المديرين بخيارات جديدة بسعر استخدام أدنى. في بعض الحالات يجري حذف الخيارات القديمة الخاسرة ذات السعر المرتفع قبل منح الجديدة²⁴. وفي حالات أخرى يحتفظ المديرون بخياراتهم القديمة إلى جانب الجديدة. بالطبع يفضل المديرون الاحتفاظ بخياراتهم القديمة؛ إذ إنها ولو كانت «غارفة» أي خاسرة في الوقت الراهن، فهي لا تزال تحمل قيمة. وبخاصة إذا كانت مدة صلاحيتها لا تزال طويلة نسبياً. وعلى الرغم من أن الأشكال المتعددة لإعادة التسعير من الباب الخلفي تختلف بعض الشيء فيما بينها وعن شكل إعادة التسعير الاعتيادية، فإننا وبفرض التبسيط سنشير بعبارة إعادة التسعير إلى جميع الطرائق التي تهدف إلى منح قيمة إضافية للمديرين الذين أصبحت خياراتهم غارفة.

إن مشكلة جميع أشكال إعادة التسعير تتمثل في أنها تضيف الارتباط بين الأجر والأداء. وفي الواقع فإن إعادة التسعير لا تفصل فقط بين الأجر والأداء، بل إنها تكافئ عملياً الأداء السيئ. إن الأموال والتوقعات لدى المديرين بأن شركاتهم ستلجأ إلى وجه من وجوه إعادة التسعير من أجل تمويههم عما يلحق بهم من خسارة نتيجة لتراجع أسعار أسهمها في السوق. يضمن دون شك حوافز المديرين لتحسين أدائهم. فتوقع المديرون أن شركاتهم ستعيد تسعير خياراتهم في حال هبوط أسهمها في السوق قد يولد لديهم حافزاً لأن يخطقوا انخفاضاً قصير الأمد في أسعار أسهم شركاتهم لكي يحصلوا على إعادة تسعير لخياراتهم. إذاً، عملية إعادة التسعير تقوض في المقام الأول مسوغ تقديم الحوافز الذي يستند إليه مبدأ تقديم خيارات الأسهم للمديرين²⁵.

يقول المدافعون عن مبدأ إعادة التسمير إن هذا الإجراء إنما يساعد الشركات على الاحتفاظ بمديريها وتحفيزهم عندما تهبط أسعار الأسهم إلى مستويات تجعل من خياراتهم الراهنة خاسرة (غارقة) جداً. ويضيفون: إنه على الرغم من أن إعادة التسمير اللاحقة قد تقوض الحوافز السابقة، فإن الشركات قد تجد أن الربح المتوقع من الاحتفاظ بمديريها وتحفيزهم قد يغطي على الخسارة السابقة الناتجة عن عملية إعادة التسمير. لكن المستغرب أن شركات كثيرة لجأت إلى عملية إعادة التسمير مع أن خيارات مديريها الراهنة لا تزال تمتلك قيمة لا بأس بها، فالخيارات الفارقة يمكن أن تحافظ على جزء كبير من قيمتها. في حال كانت أجالها طويلة وكان السوق متقلباً جداً²⁶. إذاً، مسوغ الاحتفاظ بالمديرين وتحفيزهم لا ينطبق على كثير من الشركات التي سارعت إلى إجراء عملية إعادة تسمير بعيد حدوث هبوط مفاجئ في أسعار السوق مباشرة. وبالفعل فالدراسة التي أجرتها ماري إلين كارتر و لوان لينتش لم تجد إثباتاً يذكر على أن إعادة تسمير الخيارات الفارقة من شأنه التأثير على قرار المديرين في ترك شركاتهم أو البقاء فيها²⁷. وحتى لو كانت عملية إعادة التسمير قد تؤثر في بعض الحالات إيجاباً على تحفيز المدير ليبقى في منصبه، فإنه من غير المؤكد أن الأثر الإيجابي المرجو من بقاء المدير في منصبه يستحق الكلفة الناتجة عن التحفيز السلبي للمدير ومكافأته على سوء أداء الشركة في السوق.

قد يرى المدافعون عن إعادة التسمير أن مسوغاتها قوية جداً في الحالات التي يتراجع فيها سعر سهم الشركة في السوق لأسباب عامة ناتجة عن تدهور حال السوق أو القطاع بأكمله وخارجة تماماً عن سلطة المديرين أنفسهم. ولما كان مثل هذا التراجع غير ناتج عن أفعال المديرين، فإن حمايتهم من تداعياته لا يضعف حوافزهم لتحسين أدائهم²⁸. غير أن إجراء إعادة تسمير خيارات الأسهم التقليدية على إثر تدهور أسعار السوق يفرض ضمان حقوق المديرين يبدو أسوأ من إجراء فهرسة الخيارات بالقياس إلى تحركات السوق في المقام الأول. إن اعتماد آلية فهرسة الخيارات التي تصحح أسعار استخدامها تلقائياً قياساً إلى تحركات السوق أو القطاع في الاتجاهين الصاعد والنازل من شأنه أن يضمن على العموم أمرين اثنين، وبخاصة في حال تدهور أحوال السوق: أولاً أن تبقى للخيارات قيمة فعلية، وثانياً ألا يتم إضعاف حوافز المديرين لتحسين أدائهم. فضلاً عن ذلك فإن هذا النوع

من الضمان (أي فهرسة الخيارات قياساً لمؤشرات السوق) هو بالتأكيد أقل كلفة وتمقيداً من اعتماد الخيارات التقليدية مصحوبة بعملية إعادة تسعير لاحقة لتلك الخيارات.

يبقى المديرين الذين يمتلكون خيارات مفهومة قياساً لوسطى أداء السوق أو القطاع معزولين عن تقلبات السوق أو القطاع. وكنتيجة لذلك، ليس ثمة حاجة إلى تطبيق عملية إعادة تسعير خياراتهم بهدف حمايتهم في حالات التدهور العام في السوق أو القطاع. ففي حال حدوث مثل ذلك التدهور تستطيع الخيارات المفهومة أن تمدد آثاره على نحو تلقائي. فتحمي المديرين من سوء الأداء الذي لا ذنب لهم فيه، بل إنها تكافئ المديرين الذين يظهرون أداءً جيداً قياساً إلى نظرائهم مهما تدهورت حالة السوق العامة.

في ظل الترتيبات الراهنة يحصل المديرين على خيارات تقليدية ويستفيدون من إعادة التسعير عندما يتطور السوق بعكس صالحهم. كنتيجة لذلك فإن المديرين يقطنون ثمار المصادقة الناتجة عن أي تطور إيجابي في السوق أو القطاع ويبقون في الوقت ذاته بمنأى عن أي أثر سلبي للتدهور العام في السوق أو القطاع. ومرة أخرى نجد المديرين في موقع يحسدون عليه عنوانه «ربح مضمون وخسارة مستحيلة». حين يرافق تدهور السوق عملية إعادة تسعير لخيارات المديرين ويتلوه صعود في أسعار الأسهم، يحقق المديرين أفضل الأرباح. إذ إنهم يجمعون ثمار المصادقة التي ستهمر عليهم في مدة صعود طويلة للسوق تبدأ في القاع وتصل إلى الذروة. إن اعتماد الخيارات التقليدية مصحوبة بعملية إعادة التسعير يكلف الشركة أكثر كثيراً من اعتماد الخيارات المفهومة ولا يقدم أي حوافز إضافية للمديرين لكي يعظموا قيمة حصص حملة الأسهم.

التفسير المرتكز إلى نفوذ وسلطة المديرين

لما كان توفُّع إعادة تسعير الخيارات من شأنه أن يضعف حوافز المديرين التي جرى خلقها عبر منح تلك الخيارات، فإن اندفاع الشركات إلى إعادة التسعير لا يتفق ومبدأ التفاوض أو المساومة على مطال الذراع. يمكن تسويغ عملية إعادة التسعير والنظر إليها بصفتها وسيلة فاعلة لحماية المديرين في حالات تدهور السوق أو القطاع بوجه عام. ولكن فقط في ضوء اعتماد الخيارات التقليدية. غير أن هذا التسويغ ببساطة يظلم الخيارات المفهومة ولا يفيها

حقها، وهذا ما يجعل فشل الشركات المستمر في اعتماد هذه الخيارات أكثر إثارة للعجب والحيرة، من هنا، ليس من المستغرب أن نرى تجمعات مصالح حملة الأسهم تعبر عن قلقها حيال ممارسة إعادة التسمير، بل تعارضها صراحة في بعض الأحيان²⁹.

غير أن هذه الممارسة يمكن شرحها بسهولة إذا ما نظرنا إليها من منظور سلطة وتفوذ المديرين. فبالرغم من أن الخيارات المفهرسة قادرة، وبكلفة أقل، على تقديم الجزء الأكبر من الميزات المحتملة لإعادة تسمير الخيارات التقليدية، فإن المديرين يفضلون إعادة تسمير الخيارات التقليدية على نحو واضح على الخيارات المفهرسة. فإجراء إعادة تسمير الخيارات التقليدية يمنحهم الفرصة مرتين لحصد المكاسب الخاصة. الأولى عند اعتماد الخيارات التقليدية المانحة، والثانية عند إجراء إعادة التسمير. وحتى الآن كان متاحاً لهم أن يقطعوا ثمار الفرستين معاً.

تجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من أن آلية إعادة التسمير النمطية المعروفة قد لاقت معارضة متنامية من طرف حملة الأسهم³⁰، إلا أن نمط إعادة التسمير من الباب الخلفي قد بقي حتى الآن بمنأى عن معانئهم. وربما عن ملاحظتهم. لذلك كان باستطاعة الشركات حتى الآن أن تمارس سياسة إعادة التسمير في الظل ودون إثارة الكثير من الاهتمام الخارجي. عندما يحقق المدبرون أرباحاً ضخمة من خياراتهم بفضل ارتفاع أسعار أسهم السوق بوجه عام، يكون من السهل تسوينها للمراقب الخارجي. فسي نهاية المطاف هنالك عقد بين الشركة ومديريها يقدم لهم الحوافز لتحسين أدائهم، وجميع أطراف العقد، بمن فيهم حملة الأسهم قد حققوا الربح، ولا تخطئ الشركة حينما تلتزم تطبيق العقود التي وقعتها مع المديرين. أما عندما تراجع أسعار الأسهم في السوق، فإن تسوين إعادة تسمير الخيارات من الباب الخلفي يكون عبر الإشارة إلى حاجة الشركة للاحتفاظ بمديريها وتحفيزهم على البقاء في مواقعهم في هذه الأوقات الصعبة. وبالطبع فإن غياب الشكل النظامي المستهجن لآلية إعادة التسمير يسهل الأمر أكثر.

إن هذا التفسير المعتمد على سلطة وتفوذ المديرين يتفق وبعض الشواهد الواقعية من ممارسات الشركات اليومية. فقد وجد دونالد تشانس ورامان كومار وريبكا تود على سبيل المثال أن ممارسة إعادة التسمير أكثر انتشاراً في الشركات الصغيرة التي يبرز فيها مجلس

الإدارة تحت سيطرة أشخاص من داخل الشركة التي تشهد تضارباً واضحاً في المصالح بين حملة الأسهم من جهة وممثليهم في إدارة الشركة من جهة أخرى³¹. في دراسة أخرى خلص بريئر و سوندارام و يرمالك إلى أن عملية إعادة التسمير لا تحدث في الواقع رداً على الاهتزازات التي تصيب حقولاً اقتصادية بأكملها، على الرغم من زعم المعنيين بالأمر بأنهم إنما يلجؤون إلى تلك العملية لتفادي معاقبة المديرين على تطورات عامة خارجة عن سيطرتهم.³² بل إن الواقع يماكس تلك المزاعم ويظهر أن إعادة التسمير عادة ما ترتبط بأداء سيئ للشركة دون سواها ولأسباب خاصة بها. إذاً إعادة التسمير هي في الواقع آلية لمكافحة المديرين على أداؤهم السيئ. من بين الشواهد الواقعية الأخرى على أن إعادة التسمير هي نتيجة لنفوذ المديرين في مجالس الإدارة دراستان أخريان. واحدة قام بها تشانس و كومار و تود والأخرى أجرتها ماري إلين كارتر و لوان لينتشر. أظهرتا بدورهما أن إعادة التسمير ليست مدفوعة بعوامل تتعلق بالسوق عامة أو بالحقل الاقتصادي الذي تعمل فيه الشركة. بل إنها عادة ما تعقب مرحلة أداء سيئ أسبابه خاصة بالشركة دون سواها³³.

دراسة أخرى أجرتها ساندرا كالازان و جاين سالي و تشاندرا سوبرامانيان أظهرت أن إعادة التسمير تحدث باحتمال أكبر بعد الإعلان عن الأخبار الاقتصادية السيئة أو قبيل الإعلان عن الأخبار الجيدة³⁴. الأمر الذي يدل على أن المديرين يلجؤون إلى التحكم بتوقيت أحد الأمرين إما إصدار الأخبار الاقتصادية عن الشركة واما عملية إعادة التسمير أو (الاتسين معاً) على نحو يضمنون عبره أن تجري إعادة التسمير عندما يكون سعر سهم الشركة في أخفض مستوى له - ما يسمح للمديرين بعد ذلك بجني أكبر قدر من الأرباح بعد ذلك. إن هذه النتيجة تشبه إلى حد كبير النتيجة التي توصلنا إليها سابقاً في نقاشنا حول الخيارات العائمة - وذلك بأن المديرين يوقتون تاريخ إصدار المعلومات حول وضع الشركة الاقتصادي أو تاريخ منح خيارات الأسهم على نحو يسمح لهم بالحصول على خيارات مقبولة ظاهرياً، أي من نوع الخيارات العائمة، ولكن بسعر استخدام أقل من القيمة الحقيقية للسهم في السوق.

من اللافت أيضاً أن تشانس و كومار و تود قد وجدوا أن نصف الخيارات التي جرت عليها عملية إعادة التسمير في دراستهم. كانت ستغدو مع تطور الأحداث خيارات رابحة (أي من

نوع خيارات السعر المنخفض) حتى لو لم تجر إعادة تسعيرها. إن هذه النتيجة إنما تدل على أن جزءاً كبيراً من عمليات إعادة التسعير ليست في الواقع ضرورية للاحتفاظ بالمديرين أو لتحفيزهم. إضافة إلى ذلك لم يجد القائمون على تلك الدراسة أي إثباتات على أن خفض سعر استخدام خيارات أسهم المديرين يؤدي فعلاً إلى ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق لاحقاً. فضلاً عن ذلك خلص تيموثي بولوك و هارولد فيشر و جيمس ويد في دراسات أخرى إلى أن وجود المؤسسات الاستثمارية رقيقة على سياسة الشركة الاقتصادية يقلل من احتمال إعادة تسعير الخيارات³⁵. أما برنر و سوندارام و يرماك فتوصلوا إلى نتيجة مفادها أن وجود أعضاء غير مستقلين من مجلس إدارة الشركة في لجنة إقرار التمويضات يزيد من احتمال اللجوء إلى عملية إعادة التسعير.

إعادة شحن الخيارات

تلجأ شركات عدة إلى منح مديرها خيارات جديدة وعلى نحو تلقائي بمجرد أن يستخدم أولئك المديرين خياراتهم القديمة. إن هذه الممارسة التي يطلق عليها تعبير إعادة الشحن، تمثل حيلة أخرى إضافية على نظام الخيارات التقليدية يتم اللجوء إليها من أجل تعظيم قدرة المديرين على جني الأرباح الضخمة حتى عندما لا يكون أداءهم جيداً.

تتم ممارسة إعادة الشحن في شكلها الأساسي كما يلي: يبادر حامل الخيارات القابلة للشحن إلى استخدام خياراته قبل تاريخ نهاية صلاحيتها ويدفع ثمن استخدامها من قيمة الأسهم التي في حوزته. وبالمقابل لا يحصل المدير فقط على أسهمه التي أنت إليه عبر استخدامه لخياراته القديمة. بل إنه يحصل على خيارات جديدة بعدد الأسهم التي باعها ليستخدم خياراته. تحتفظ الخيارات الجديدة التي نتجت عن إعادة الشحن بتاريخ انتهاء الصلاحية ذاته الذي كانت ستتتهي فيه صلاحية الخيارات القديمة لكن سعر استخدام الخيارات الجديدة يتحدد بسعر السهم في السوق بتاريخ إعادة الشحن.

لنأخذ على سبيل المثال مديراً عاماً يملك 10 خيارات قابلة لإعادة الشحن بسعر استخدام قدره \$20. فإذا كان سعر السهم الواحد في السوق بتاريخ الاستخدام يساوي \$40. فإن عليه أن يتنازل عن خمسة من أسهمه لكي يستخدم خياراته العشرة. وبذلك يكون قد حصل على

10 أسهم ناتجة عن استخدامه لخياراته إضافة إلى خمسة خيارات جديدة بسعر استخدام يساوي \$40³⁶. عادة ما تسمح الخيارات القابلة لإعادة الشحن بإعادة الشحن المتكررة - أي إن الخيارات الجديدة التي يحصل عليها المديرين عندما يستخدمون خياراتهم القديمة تكون بدورها قابلة للشحن كما سابقتها.

إن الخيارات القابلة للشحن تفوق الخيارات التقليدية قيمة بالنسبة للمديرين. فعندما يستخدم المدير خيارات الجيل الأول بعد حدوث رزة (ارتفاع مفاجئ) في سعر السهم في السوق، فإنه يكون قد استفاد من الربح الناتج عن ارتفاع سعر السهم الذي من المفترض أن ينخفض بعد ذلك، وحافظ في الوقت ذاته على فرصة الاستفادة من أي ارتفاع آخر محتمل في الأسعار عبر خياراته الجديدة التي كسبها³⁷. وبالفعل فإن أفضل ما يقوم به حامل الخيارات القابلة للشحن المتكرر هو أن يستخدم خياراته تلك كلما تجاوز سعر السهم أعلى سعر حققه سابقاً منذ تاريخ المنح الأصلي.

خيارات الأسهم القابلة للشحن تمكن المديرين إذاً من تحقيق الأرباح في مدد تذبذب الأسعار في السوق، وذلك عبر السماح لهم باستغلال فرصة الارتفاع المؤقت للأسعار وحصد المكاسب حتى عندما تكون تلك الأسعار مستقرة إلى حد ما على المدى البعيد. إن الربح الذي يمكن تحقيقه عبر إعادة شحن الخيارات إنما يتحدد بمدى تذبذب أسعار أسهم الشركة في السوق بالإضافة إلى عوامل أخرى. وبالنظر إلى مدير واحد في شركة واحدة على سبيل المثال، أجرى كل من جين سالي وراي جاغاناتان وستيفن هادارت بعض التقديرات وتوصلوا إلى أن الشكل الأساسي لميزة إعادة الشحن يرفع قيمة الخيارات التقليدية بنسبة 15 بالمئة تقريباً من قيمتها³⁸. إضافة إلى ذلك يلجأ عدد كبير من الشركات التي تعتمد برامج إعادة شحن خيارات مديرها إلى منح المديرين خيارات إضافية لتمويضهم عن الأسهم التي عليهم بيعها لدفع ما يترتب عليهم من ضرائب من جراء عملية استخدام الخيارات³⁹. وقد قدر الباحثون سالي و جاغاناتان و هادارت الزيادة الإضافية على قيمة الخيارات التقليدية الناتجة عن ميزة منح هذه الخيارات الإضافية بما نسبته 9 بالمئة وسطياً من قيمة تلك الخيارات⁴⁰.

من الصعب شرح ممارسة إعادة شحن الخيارات في إطار عملية التفاوض الموضوعي والمهني على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. إن هذه الممارسة تزيد بوضوح احتمال استفادة المديرين من الرزات المؤقتة والعابرة التي تصيب أسعار الأسهم في السوق. فإعادة الشحن تكافئ المديرين إذأ على التذبذبات التي تطلأ على أسعار السوق وتفاقم بذلك من فك الارتباط بين الأجر والأداء. لذلك فليس من المفاجئ أن تعارض مؤسسات الاستثمار اعتماد هذه الممارسة في الشركات التي تستثمر فيها⁴¹.

يقول المدافعون عن إعادة شحن الخيارات إن هذه الميزة تشجع المديرين على استخدام أسهمهم في وقت مبكر قبل انتهاء مدة صلاحيتها لامتلاك حصص أكبر في شركاتهم⁴². لكن عندما لا يمنع المديرين من بيع الحصص العائدة إليهم باستخدامهم لخياراتهم فإن ميزة إعادة الشحن لا تكون قد حققت النتيجة المطلوبة (زيادة حصص المديرين في شركاتهم). فعادة ما يترك للمديرين الحرية الكاملة في أن يبيعوا ما يؤول إليهم من حصص نتيجة استخدامهم لخياراتهم. وهم يلجؤون فعلاً إلى بيع الجزء الأكبر منها⁴³.

وعلى كل حال. إذا كان الهدف زيادة حصص المديرين في شركاتهم. فهناك طرائق أخرى لتحقيق هذا الهدف أقل كلفة وأكثر سهولة وفعالية من إعادة شحن الخيارات. وكما سنرى في الفصول القادمة. بوسع الشركات ببساطة تهديد الحرية الكبيرة للمديرين في الوقت الراهن التي تسمح لهم بالتصرف بملكية الأسهم الألية إليهم من خياراتهم بمجرد استحقاقها. وفي بعض الحالات قد تؤدي ميزة إعادة الشحن في الواقع إلى تقليص حصص المديرين في شركاتهم. وذلك لأنهم يدفعون ثمن خياراتهم القابلة للشحن من الحصص التي كانوا يمتلكونها قبل استخدام خياراتهم. لا من حسابهم النقدي.

مع أنه من الصعب فهم ممارسة إعادة شحن الخيارات في إطار نموذج المساومة على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. فإن ذلك يفدو سهلاً إذا ما أخذنا نفوذ وسلطة المديرين بعين الاعتبار. فميزة إعادة الشحن ترفع من قيمة الخيارات التقليدية بالنسبة للمديرين. لكنها تجز ذلك على نحو مفقد يصعب إثباته أو التحقق منه أو فضحه. إضافة إلى ذلك. بالرغم من أن إعادة شحن الخيارات ليست ضرورية لزيادة حصص المديرين

في شركاتهم، بل إنها قد تنقصها في بعض الأحيان، إلا أن ذريعة زيادة حصص المديرين لا يمكن دحضها من أساسها وعلى نحو قاطع، ونتيجة ذلك يمكن للمديرين أن يحققوا أرباحاً كبرى من ذبذبات أسعار الأسهم في السوق بفض النظر عن أدائهم الفعلي، وأن يفعلوا ذلك دون قلق من افتضاح أمرهم ودون خوف من سخط حملة الأسهم.

التحرك باتجاه ملكية الأسهم المقيدة

إن المؤشرات على نفوذ وسلطة المديرين لا تقتصر على ما يمكن استقراؤه من مرفقات خطط الخيارات التقليدية التي تضمها الشركات لكافأة مديريها، بل إن التغييرات التي تقوم بها الشركات ردأ على ما بدأت تتلقاه حديثاً من نقد مرتبط بتلك الخطط تتضمن أيضاً مؤشرات قوية على ذلك النفوذ وتلك السلطة. فتحت ضغط حملة الأسهم بدأ اعتماد الخيارات المرتبطة بالأداء يشهد تصاعداً طفيفاً. غير أن الشركات تبدو متحمسة لاستبدال الخيارات التقليدية بأسهم مقيدة أكثر من تحمسها للانتقال إلى خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. وهذا لا يفاقتنا حينما ندرك أن اعتماد منح المديرين ملكية أسهم مقيدة من شأنه أن يدفع باتجاه زيادة ثمار المصادفة لا باتجاه تقليصها.

بحسب المراقبين إن استخدام منح ملكية الأسهم المقيدة يشهد ارتفاعاً ملحوظاً⁴⁴. يمكن النظر إليه عموماً بصفتها ردة فعل على القلق المتزايد الذي يبديه حملة الأسهم حيال الخيارات التقليدية، وهكذا عنونت صحيفة وول ستريت جورنال مقالة لها بالعبارـة «مع فساد سمعة خيارات الأسهم لجأت الشركات إلى منح ملكية الأسهم المقيدة»⁴⁵. لكن، ولسوء الحظ، فإن الشركات التي تستبدل خيارات الأسهم التقليدية بملكية الأسهم المقيدة ينتهي بها الأمر إلى وضع خطط حوافز تستند إلى حقوق الملكية لكنها تحوي في طياتها عناصر تقاوم من حجم ثمار المصادفة الذي كان متوافراً في الخيارات التقليدية.

من المهم هنا أن نتذكر أنه على الرغم من أن ملكية الأسهم المقيدة لا تحمل كلمة «خيارات» في اسمها إلا أنها في الواقع مجرد وجه من وجوه الخيارات. لنفترض أن شركة منحت مديرها خياراً في يوم كان فيه سعر السهم الواحد \$ 100. وإذا كان الخيار من نوع الخيارات القائمة، يكون سعر استخدامه يساوي \$ 100 أيضاً. فإذا ما استخدم المدير خياره في وقت لاحق، سعر

السهم فيه س \$، يكون قد حقق ربحاً من خياره مقداره (س - 100) \$. بالمقابل فإن ملكية مقيدة لسهم يباع في وقت سعر السهم فيه س \$، ستر على صاحبها ربحاً مقداره س \$. إذ أ فملكية الأسهم المقيدة هي في المحصلة خيارات بسعر استخدام مقداره \$0.

هل من سبب مقنع يجعلنا نعتقد بأن السعر الأمثل لاستخدام الخيارات يساوي \$50 في الواقع. حتى سعر الاستخدام المساوي لسعر السهم بتاريخ المنح - 100 \$ في مثالنا السابق - قد يكون منخفضاً إلى حد مبالغ فيه في كثير من الأحيان. وبخاصة عندما يحصل الاستخدام بعد تاريخ المنح بسنوات عدة. وكما رأينا فإن اعتماد سعر السهم بتاريخ المنح سعراً لاستخدام الخيارات الممنوحة للمديرين قد يدر عليهم أرباحاً ضخمة نتيجة لتطورات تطراً على مستوى السوق ككل أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة. حتى لو كان أداء المديرين سيئاً بالمقارنة مع نظرائهم في الفرع الاقتصادي عينه.

لا شك أن خفض سعر الاستخدام من 100 \$ إلى 50 \$ سيفاقم مشكلة ثمار المصادفة. إن هذا الخفض سيضعف ثمار المصادفة التي يحصدها المدير ذو الأداء السيئ بالمقارنة مع نظرائه في الفرع الاقتصادي عينه حين يرتفع سعر سهم شركته في السوق نتيجة لتحسن أسعار السوق عموماً. بل إنه سيتمكن المدير ذا الأداء السيئ من حصد ثمار المصادفة حتى عندما ينخفض سعر السهم إلى ما دون سعره بتاريخ منح الخيارات⁴⁶.

قد يقول قائل: إن ملكية الأسهم المقيدة قد تكون أفضل من الخيارات التقليدية في حال منح المديرين من التصرف بملكيتهم لتلك الأسهم لمدة طويلة من الزمن: إذ إن شرطاً كهذا قد يقدم للمديرين حوافز إضافية لكي يركزوا اهتمامهم على القيمة طويلة الأمد وبيتعدوا عن الكسب قصير الأمد الذي تشجعهم عليه حريتهم الكبيرة في التصرف بخياراتهم. غير أن هذا المكسب يمكن تحقيقه من دون منح المديرين ذلك الحجم الكبير من ثمار المصادفة التي تغدقها عليهم خطط ملكية الأسهم المقيدة. فمن الممكن بسهولة كبيرة تزويد أي خطة لخيارات الأسهم بقيود تقرض على حرية المديرين في التصرف بخياراتهم.

من المهم التمييز بين بمدتين اثنتين للخطط القائمة على ملكية الأسهم: يتمثل البعد الأول بمدة الانتظار - أي المدة الزمنية التي على المدير انتظارها قبل أن يتمكن من تحويل ملكيته

للأسهم إلى أموال نقدية. وذلك عبر استخدام خياراته ومن ثم بيع الحصص العائدة إليه من جرّاء ذلك على سبيل المثال. وكلما طالّت مدة الانتظار. تمزّزت حوافز المدير للتركيز على قيمة السهم طويلة الأمد. أما البعد الثاني الذي يختلف تماماً عن الأول. فيتمثل في أية تحديد حصة المدير في حصة ملكية الأسهم. إن ربط حصة المدير بقيمة السهم طويلة الأمد لا يتطلب اعتماد خيارات بسعر استخدام يساوي الصفر - أي اعتماد ملكية الأسهم المقيدة. بل من الممكن تحقيق ذلك عن طريق اعتماد خيارات الأسهم بسعر استخدام أكبر من الصفر. شرط أن تجعل منها الخطة المعتمدة خيارات مقيدة. وتمنع المديرين من التصرف بها مدة طويلة من الزمن حتى بعد استحقاقها.

بعض المدافعين عن ملكية الأسهم المقيدة يذكرون من مميزات أيضاً أنها تستمر في تقديم الحوافز للمديرين في حال انخفضت أسعار الأسهم في السوق. فعندما ينخفض سعر سهم شركة ما نتيجة لتطورات عامة في السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه. فإن الخيارات التقليدية قد تغدو عديمة القيمة. ما يعني معاينة مديري الشركة على انخفاض لم يكن ناتجاً عن سوء أدائهم. الأمر الذي قد يتركهم دون حوافز كافية للعمل على خلق القيمة. على العكس من ذلك. مهما كان انخفاض سعر السهم الاسمي حاداً. فإن ملكية الأسهم المقيدة تستمر في تقديم بعض القيمة والحوافز للمديرين لكي يتابعوا الطريق.

غير أن ثمة ميزة صلاية ملكية الأسهم المقيدة وقدرتها على الثبات في وجه انخفاض أسعار السوق باهظ جداً. لنعد إلى مثالنا السابق حيث كان السعر الراهن لسهم الشركة الاسمي في السوق \$100. ولنفترض أن احتمال انخفاض سعر سهم الشركة وبقائه دون سعر تاريخ المنح لمدة محدودة لا يتعدى 20 بالمئة. إن خفض سعر الاستخدام من \$100 إلى \$50 - أي التحول من صيغة الخيارات التقليدية إلى صيغة ملكية الأسهم المقيدة - سيضمن أن يحافظ تمويض الملكية الممنوح للمدير على بعض قيمته ويقدم له الحوافز حتى عندما ينخفض سعر سهم الشركة إلى ما دون \$100. لكن الشركة تدفع ثمناً باهظاً لتلك الحوافز يساوي \$100 إضافية عن كل خيار في حال لم ينخفض سعر السهم الواحد عن \$100 أثناء المدة المحددة (وهو احتمال أكبر بأربع مرات من احتمال انخفاضه فعلاً).

هناك طرائق أخرى لمعالجة مشكلة هشاشة الخيارات التقليدية، طرائق لا تتطلب دفع هذا الثمن الباهظ. غير أن الشركات لم تبادر إلى اعتماد أي طريقة منها، ولإظهار مدى الهدر الذي يسببه اعتماد نظام ملكية الأسهم المقيدة، نقارن بين ملكية مقيدة لسهم واحد من جهة وخيار واحد مفهرس قياساً إلى أداء مجموعة الشركات الأسوأ أداءً في الفرع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة التي تشكل 5 بالمئة من مجموع شركات ذلك الفرع من جهة أخرى. إن هذا الخيار سيحافظ على قيمة لا تساوي الصفر وسيستمر في تقديم الحوافز للمدير ما دام أداء الشركة أفضل من عتبة أداء متدنية جداً، لكنه سيمنح المدير بالتأكيد حجماً لثمار المصادفة أقل مما تمنحه له ملكية السهم المقيدة.

نخلص إلى أن الرغبة الكبيرة لدى مجالس الإدارة في الانتقال إلى ملكية الأسهم المقيدة التي تتعارض بشدة مع ممانعتهم لاعتماد بعض الأنماط الجديدة الأخرى للتمويضات القائمة على حقوق الملكية، لا يجب النظر إليها بصفتها مؤشراً على تراجع نفوذ المديرين في مجالس الإدارة. إن أي ترتيبات تخلق قيوداً فاعلة تحد من قدرة المديرين على التصرف بملكيتهم أو خياراتهم يمكن النظر إليه على أنه تطور إيجابي يصب في صالح حملة الأسهم. لكن، حتى عندما يجبر المديرون على الانتظار مدة طويلة من الزمن قبل التصرف بملكيتهم المقيدة للأسهم، مدة أطول من المدة التي عليهم انتظارها قبل بيع خياراتهم، فإن الانتقال إلى ملكية الأسهم المقيدة لا يضعف (بل يبرز) قدرة المديرين على استحصال تمويضات تستند إلى حقوق الملكية وتمنحهم أجراً كبيراً غير مرتبط بأدائهم.

14 حرية التصرف بحوافز الملكية

مقابل كل 1000 من الخيارات الجديدة المقدمة له يبيع المدير 684 سهماً من أسهم رأس مال الشركة.

من دراسة تجريبية حول التمويضات على أساس حقوق الملكية، قام بها إيلي أوفند وديفيد بيرمان في العام 1997.

نناقش في هذا الفصل عاملاً رئيساً آخر من عوامل فشل نظام التمويضات القائمة على أساس الملكية في خلق الحوافز الجديدة. حتى مرحلة متأخرة جداً لم تتخذ الشركات من تدابير الحيولة دون التصرف بالحوافز الممنوحة للمديرين على شكل رزم الخيارات أو الأسهم المقيدة ولا من تدابير تنظيم التصرف بتلك الحوافز. إلا قدرأ قليلاً يثير الدهشة والاستغراب في تواصله. وهكذا فقد كان المديرين يتمتعون بحرية واسعة في التداول بما قدمته لهم شركاتهم من خيارات وأسهم. لكن بيع تلك الأصول من شأنه أن يضعف حوافز المديرين أو أن يجبر الشركة على تقديم المزيد من الخيارات أو الأسهم بغية ترميم ثروات الحوافز. وبالنتيجة فإن حملة الأسهم يجدون أنفسهم أمام خيارين أحلاهما مر: إما أن يقبلوا بمستوى ضعيف من الحوافز لقاء ما يقدمونه من تمويضات. أو أن يقدموا مزيداً من التمويضات للحفاظ على المستوى المطلوب من الحوافز. وفضلاً عن ذلك فإن حرية التداول بالخيارات والأسهم قد خلقت لدى المديرين أيضاً حوافز شاذة للسعي إلى تحقيق ارتفاعات عابرة قصيرة الأمد في أسعار أسهم شركاتهم.

مزايا تقييد البيع المبكر

تمنح الخيارات والأسهم المقيدة إلى المديرين بغية تحفيزهم للعمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. ولما كان المديرين يميلون عموماً إلى تجنب المخاطرة فإنهم سيفضلون بطبيعة

الحال الحصول على القيمة التقديرية المكافئة لتلك الحوافز نقداً. وليس غريباً أن يفضلوا القيمة النقدية مضمونة الدفع، وإن كانت أصغر. على عائدات حوافز الملكية المحفوظة بشيء من المخاطرة ولو كانت القيمة المتوقعة لتلك المواثد أكبر. ولهذا السبب فإنهم غالباً ما يسمون إلى تحويل قيمة حوافزهم من الخيارات والأسهم المقيدة إلى قيمة نقدية فور استحقاقها. غير أن ذلك من شأنه أن يفرغ تلك الحوافز من مضمونها ويحرم الشركة من المكاسب التي ترجوها منها. والتعاقد المجدي يقتضي والحالة هذه العمل على تحقيق التوازن بين الحفاظ على تلك الحوافز من جهة وإرضاء احتياجات المديرين المشروعة إلى السيولة النقدية والمرونة في توظيف أموالهم من جهة أخرى.

إن مبدأ تقييد حرية المديرين فيما يخص بيع الخيارات المستحقة يمثل مسألة منفصلة كلياً عن مبدأ تحديد مهل الاستحقاق بعد ذاتها. إن الهدف من مهلة الاستحقاق هو منع المدير الذي تلقى لتوه حوافز على أساس خيارات الأسهم من الجنوح إلى فكرة المسارعة إلى التخلي وترك مسؤوليات العمل وراء ظهره ظافراً بتلك الخيارات (أو بما تتضمنه من الأسهم). حال استحقاق حوافز الملكية المقدمة للمدير يكون هذا الأخير قد «جنى» ما تحمله تلك الحوافز من مكاسب، فالخيارات والأسهم المستحقة تمثل ملكية خاصة لا يستطيع أحد أن ينتزعها من بين يدي صاحبها.

لكن حقيقة أن الخيارات الممنوحة للمدير، حال استحقاقها، لا يمكن انتزاعها منه، لا تعني بالضرورة إعطاء المدير الحق في استخدام تلك الخيارات ومن ثم بيع الأسهم المكتسبة مباشرة بمجرد انقضاء مهلة الاستحقاق. وعلى الأقل في بعض الحالات قد يكون من المناسب أن تأخذ التعويضات المقدمة للمدير شكل خيارات مقيدة لا يمكنه الإفادة منها قبل انقضاء مدة معدودة من الزمن حتى بعد انتقال ملكيتها إليه. وعلى سبيل المثال يمكن تحديد مهلة استحقاق الخيارات بثلاث سنوات وتقييد حق الإفادة منها بانقضاء ثلاث سنوات إضافية بعد استحقاقها. إذا ما واصل المدير العمل لصالح الشركة بعد انقضاء مهلة الاستحقاق فإن الخيارات المقدمة له (أو الأسهم ذات الصلة في حالة استخدام تلك الخيارات) ستجسد فعلاً حوافز مجددة تعد بمزيد من الأداء خلال تلك المدة.

لنقارن هذه الحالة القائمة على اتفاق يقضي بتقييد حرية التصرف بالخيارات مع الحالة المعاكسة التي تتيح للمدير حرية استخدام خياراته وبيع ما يتصل بها من أسهم مباشرة حال انتقال ملكيتها إليه. ولنفرض أن المدير قد بادر بالفعل إلى استخدام خياراته وبيع الأسهم ذات الصلة في أقرب فرصة. في هذه الحالة سوف يكون على حملة الأسهم إما (1) أن يقدموا للمدير خيارات جديدة -ويتحملوا ما يتبع ذلك من كلفة إضافية- بنية الحفاظ على القدر ذاته من الحوافز، أو (2) أن يتحملوا الخسائر المالية التي ستترتب على تراجع مستوى حافز الأداء عند المدير إذا ما قورن بحالة تقييد حرية التصرف بالخيارات.

وبالإضافة إلى الزيادة الحقيقية في حجم حوافز الملكية لدى المديرين، التي لا تنحصر في لحظة دون الأخرى، فإن الترتيبات التي تمنع بيع الأسهم قبل انقضاء مدة من الزمن على انتقال ملكية الخيارات والأسهم المقيدة تقدم لحملة الأسهم ميزة مهمة أخرى بالمقارنة مع حالة إطلاق حرية التصرف. إن المديرين الذين يملكون خيارات وأسهم غير قابلة للمقايضة بقيمة نقدية قبل انقضاء مدة محددة من الزمن مرشحون لتوجيه اهتمامهم بالدرجة الأولى نحو السعي إلى تحسين قيمة رأس المال المسهم على المدى البعيد. وحيث إن أداء المدير لا ينعكس بصورة فعلية على قيمة رأس مال الشركة إلا مع مرور الزمن، فإن تدابير تقييد حرية التصرف بالخيارات والأسهم تضمن تزويد المديرين بحوافز من نوع أفضل. وخلافاً لذلك فإن المدير الذي يتمتع بحرية بيع الخيارات والأسهم حال انتقال ملكيتها إليه سيكون بمقدوره أن يحقق لنفسه مكاسب سريعة عبر ارتفاع مفاجئ قصير الأجل في سعر أسهم الشركة حتى ولو كان أداء الشركة على المدى البعيد دون المستوى المطلوب. وكما سوف نوضح في فقرة لاحقة فإن مكافأة المديرين على الارتفاعات قصيرة الأجل في سعر الأسهم، التي لا تعكس ارتفاعاً حقيقياً طويل الأجل في القيمة، قد تحدو بهم إلى اتخاذ خطوات من شأنها أن تقود إلى تراجع قيمة رأس مال الشركة والحاق الضرر بالمساهمين¹.

مما لا شك فيه أن تقييد قدرة المديرين على تحويل الخيارات والأسهم المنقولة إلى قيمة نقدية لا يخلو من الآثار السلبية. فهذا التقييد من شأنه أن يفرض على المديرين تكاليف إضافية لتأمين السيولة اللازمة لتغطية احتياجاتهم الحياتية والاستثمارية. لذلك فإن على مجالس الإدارة أن تعنى لدى العمل على إعداد وصياغة شروط التقييد بإحراق نوع من

الموازنة بين تلك الأعباء المالية من جهة والمكاسب المرجوة من تقييد حرية التصرف والمتمثلة في رفع مستوى الحوافز من جهة أخرى. وانطلاقاً من احتياجات المدير، من حيث السيولة والمرونة في توظيف الأموال، يمكن للمجلس أن يحدد نسبة الخيارات والأسهم التي ينبغي إبقاؤها مقيدة بعد استحقاقها، ومدة ذلك التقييد، وأن يفاضل أيضاً بين إعطاء المدير حق التصرف بكامل الخيارات والأسهم دفعة واحدة حال استحقاقها أو السماح له بالتصرف بتلك الخيارات والأسهم المستحقة على نحو تدريجي فقط. وعلى الغالب فإن الوسائط المحددة لصيغة الاتفاق حول تقييد حرية التصرف سوف تختلف من شركة إلى أخرى ومن مدير إلى آخر تبعاً لعوامل كثيرة نذكر منها على سبيل المثال المدة المتوقعة أن يقضيها المدير في خدمة الشركة وطبيعة احتياجاته الاستهلاكية أو الاستثمارية الخاصة. لكن من المؤكد في جميع الأحوال أن التعاقد الذي ينص على إعطاء المدير الحرية المطلقة في التصرف بخياراته وأسهمه فور استحقاقها لا يمثل صيغة التعاقد المجدية التي يمكن تميمها على مختلف الشركات وجميع المديرين.

حرية المديرين الواسعة في التصرف المبكر بالخيارات والأسهم

حتى مدة حديثة العهد لم تعمد الشركات، إلا ما ندر، إلى اتخاذ محاولات جدية لمنع المديرين من التصرف بالخيارات والأسهم المقيدة الممنوحة لهم مباشرة فور استحقاقها. لذلك فقد كان من الطبيعي أن يعتمد الكثير من المديرين إلى التصرف بالخيارات وبيع ما يتصل بها من أسهم قبل دنو أجلها بوقت طويل².

أظهرت دراسة عنيت بالخيارات طويلة الأجل الممتدة على عشر سنوات والممنوحة للمديرين في 40 من الشركات الكبيرة أن تلك الخيارات قد تم استخدامها وسطياً بعد مرور 5.8 سنة³. وحال استخدامهم لتلك الخيارات يبيع المديرين أكثر من 90% من الأسهم التي ألت إليهم⁴. وحتى قبل أن يتسنى لهم بيع الخيارات والأسهم المستحقة يعتمد المديرين غالباً إلى حماية تلك الخيارات والأسهم عبر زجها كلياً أو جزئياً في معاملات تجارية من النوع الذي لا يخلق بصورة مباشرة دخلاً مكلفاً ضريبياً، وكثيراً ما تكون المعاملات غير مسجلة لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي⁵. وعلى سبيل المثال يلجأ المديرين في أغلب

الأحيان إلى اعتماد التشابكات والمقايضات حفاظاً على فرصتهم في الكسب المحتمل في حالة ارتفاع قيمة رأس المال⁶. وبالطبع فإن مثل تلك المعاملات من شأنها أن تضعف الرابط الفعلي بين مكاسب المدير وقيمة رأس المال المسهم مثبتة بذلك حوافز المدير للسعي إلى تحسين تلك القيمة.

وبالإضافة إلى إعطاء المديرين حرية واسعة في التصرف بالخيارات والأسهم المستحقة، فقد فشلت الشركات أيضاً في الحد من استخدام الوسائل والآليات المالية التي من شأنها إضعاف الأثر المحفز للخيارات والأسهم التي لم يحن موعد استحقاقها بعد، أو حتى القضاء كلياً على ذلك الأثر. لقد كان مسموحاً للمديرين بصورة عامة أن يحرصوا نصيبهم من حقوق الملكية عبر التشابكات والمقايضات حتى قبل انتقال ملكية تلك الحقوق⁷. والواقع أن مجالس الإدارة لم تكن تفكر في اشتراط أي قيود على أساليب التحصين تلك في مفاوضاتها مع المديرين⁸. إن من يعمن النظر في نظام ضريبة الدخل الفيدرالي الحالي يقع على العديد من الجوانب التي يمكن أن توظف على نحو فاعل للحد من جاذبية تحصين الخيارات وكذلك أيضاً (ولو بدرجة أقل) الأسهم المقيدة عبر وسائل وآليات السوق الثانوية⁹. غير أن تعديلات طفيفة في الأحكام الضريبية كفضيلة بالقضاء على إجراءات تلك التدابير المثبطة لحوافز الملكية. وفي جميع الأحوال يمكن الجزم بأن غياب الشروط الكفيلة بوضع حد لحرية المديرين في التصرف بحوافز الملكية المقدمة لهم لم يكن مسوغاً على الإطلاق في تعاقب قائم على مطال الذراع.

إذا كان المدير يملك أصلاً خيارات وأسهماً فقد يكون من المجدي أن تقدم له الشركة مزيداً من الخيارات والأسهم بغية تقوية الرابط بين مصالحه الشخصية ومصالح حملة الأسهم. لكن الغريب أن الشركات عند تقديم تلك الخيارات والأسهم الإضافية نادراً ما تلتفت إلى ضرورة منع المدير من إبطال مفعول تلك الحوافز عبر بيع رصيده السابق من الأسهم. والنتيجة نجد أن المديرين، عند حصولهم على خيارات جديدة، غالباً ما يسارعون إلى بيع الأسهم التي كانت أصلاً في جيبهم. وقد كشفت دراسة قام بها إيلي أوفك وديفيد يرماك أن المديرين يبيعون وسطياً ما يقارب 680 من الأسهم التي يملكونها أصلاً مقابل كل 1,000 من الخيارات الجديدة المقدمة لهم، ونحو 940 سهماً مقابل كل 1,000 من الأسهم

المقيدة الجديدة التي تقدمها لهم شركاتهم¹⁰. وعمليات البيع هذه تبطل إلى حد بعيد الأثر الإيجابي الذي تأمله الشركة من تقديم حوافز الملكية لمديريها.

عمدت بعض الشركات إلى اعتماد برامج أهداف الملكية، التي تشجع المديرين على اقتناء قدر معين من الأسهم أو تطلب منهم ذلك - وعادة ما تحدد قيمة تلك الأسهم على أساس الراتب الذي يتقاضاه المدير¹¹. لكن أهداف الملكية التي اعتمدها تلك البرامج غالباً ما كانت تميل إلى التواضع. في دراسة تناولت 195 من الشركات، التي اعتمدت برامج أهداف الملكية وجد جون كور وديفيد لاركر أن 138 فقط من تلك الشركات قد أبدت الدرجة الكافية من الشفافية لإشهار أهداف الملكية التي حددتها لمديريها. في تلك الشريحة من الشركات بلغ وسطي الحد الأدنى للملكية المطلوبة من المدير أربعة أضعاف راتبه الأساسي. وعلى الرغم من أن ذلك الهدف قد يعطلي الانطباع بأنه يمثل قدرأ لا بأس به من الأسهم وجزءاً مهماً من إجمالي تعويضات المدير. فإن الأمر ليس كذلك البتة. إن الراتب الأساسي للمدير غالباً ما يبدو هزياً ضحلاً إذا ما قورن بالعناصر الأخرى المتضمنة في رزمة التعويضات كالمكافآت والتعويضات القائمة على أساس الملكية وغيرها. وبالنتيجة فإن هدف الملكية المطلوب تحقيقه بموجب برنامج أهداف الملكية، كثيراً ما تقل قيمته عن قيمة تعويضات المدير في العام الواحد. وفضلاً عن ذلك فقد تبين أن 23% فقط من إجمالي الشركات التي شملتها الدراسة والبالغ عددها 195 قد فرضت بالفعل شرطاً جزائياً على المدير في حال تقصيره عن تحقيق ذلك الهدف. في كثير من الحالات لم تكن الأهداف المنصوص عليها في برامج أهداف الملكية سوى أهدافاً طوعية غير ملزمة.

لإيضاح الضعف العام الذي تعانيه منه برامج أهداف الملكية تلك دعونا نلقي مزيداً من الضوء على حالة واحدة من الشركات التي تظهر وكأنها قد حددت لمديريها العام هدفاً طموحاً من حيث ما يترتب عليه اقتناؤه من أسهم الشركة. تقرر أميركان إكسبريس على مديريها امتلاك أسهم بقيمة تعادل أضعاف رواتبهم الأساسية وتراوح بين ثلاثة أضعاف الراتب الأساسي في حالة المديرين ذوي المراتب الأدنى وعشرين ضعفاً في حالة المدير العام للشركة. بلغ الراتب الأساسي للمعهد هارفي غولب، مدير عام أميركان إكسبريس الذي تقاعد عام 2000، نحو 1 مليون \$ عن كل من الأعوام 1998 و 1999 و 2000¹². وبذلك فإن

نظام أهداف الملكية الذي تعتمد الشركة قد فرض على السيد غولب امتلاك أسهم بقيمة تقارب 20 مليون \$، وهي قيمة تبدو كبيرة حقاً. غير أن الراتب الأساسي الذي تقاضاه السيد غولب عن العام 2000 لم يشكل سوى 4 بالمئة فقط من إجمالي تعويضاته التي بلغت نحو 25 مليون \$. والأهم من ذلك أنه قد تلقى أكثر من 130 مليون \$ على شكل تعويضات مختلفة أثناء المدة الممتدة من 1993 إلى 2000¹³. وهكذا فإن هدف الملكية الذي كان على السيد غولب تحقيقه في العام 2000، لم يكن يعادل في قيمته سوى 16 بالمئة من إجمالي التعويضات التي حصل عليها بصفته مديراً عاماً للشركة.

وفضلاً عن ذلك فإن أميريكان إكسبريس، شأنها شأن الكثير من الشركات الأخرى. تسمح لمديرها باحتساب جزء من قيمة الخيارات والأسهم المقيدة التي لم تنتقل ملكيتها إليهم بعد في سعيهم إلى بلوغ أهداف الملكية المطلوبة منهم: بحق لمديرين أميريكان إكسبريس احتساب 50 بالمئة من قيمة خياراتهم غير المستحقة. وكذلك أيضاً 50 بالمئة من القيمة الراهنة لأسهمهم المقيدة وفق سعر السوق¹⁴. ولما كان المديرين بطبيعة الحال لا يملكون حرية بيع الخيارات والأسهم المقيدة غير المستحقة فإن هدف الملكية المطالبين بتحقيقه لا يفرض في نهاية المطاف إلا تقييداً إضافياً طفيفاً على حرياتهم في التصرف بحوافز الملكية المقدمة لهم.

بالنظر إلى ضرورة مراعاة احتياجات المدير الاستهلاكية والاستثمارية قد يكون مسوغاً أن يترك التعاقد المجدي للمدير مساحة من حرية التصرف بجزء من حوافز الملكية قبل انقضاء عهده ومفادته الشركة. غير أن ذلك لا يغير من حقيقة أن منطق التعاقد على مطال الذراع يشق عليه أن يقدم تفسيراً مقنعاً لما نراه على أرض الواقع من غياب شبه كلي لكل أشكال التقييد فيما يخص حرية التصرف بالخيارات والأسهم المستحقة، وحرية تحصين الخيارات والأسهم المقيدة غير المستحقة. وكذلك أيضاً حرية بيع الرصيد القائم من الخيارات والأسهم عند تلقي رزمة جديدة من حوافز الملكية.

وبالمقابل فإن غياب القيود عن حرية التصرف بحوافز الملكية يسهل تفسيره ضمن إطار سناريو سلطة المديرين. إن الحرية الواسعة في التصرف بالحوافز عبر البيع المبكر

للخيارات والأسهم من شأنها أن تحقق للمديرين مكاسب مستورة من حيث المرونة في توظيف الأموال؛ والتكاليف التي يتحملها حملة الأسهم من جرّاء تراجع مستوى الحوافز نادراً ما تطفو على السطح. وفضلاً عن ذلك فإن تصرف المديرين بحوافزهم يخلق بدوره مسوغاً مقنعاً لتقديم رزمة جديدة من الخيارات والأسهم المقيدة من أجل ترميم ما تهدم من الحوافز. وهذه الحاجة المتجددة إلى تقديم مزيد من الخيارات والأسهم المقيدة، وإن كانت تخلق زيادة كبيرة في حجم الأعباء المالية المترتبة على حملة الأسهم، فهي بالمقابل تخلق زيادة في حجم مكاسب المديرين.

في أعقاب فضائح الشركات التي توالى منذ العام 2001، وعلى ضوء ما نتج عن تلك الفضائح من موجة سخط بين صفوف المسهمين، فإن مجالس إدارة الشركات قد أخذت تتوجه نحو فرض قيود جديدة على حرية المديرين في التصرف بحوافز الملكية¹⁵. عدد الشركات التي تفرض على مديريها شرط الملكية أخذ اليوم بالتزايد (على الرغم من شرط الملكية هذا لا يمثل بالضرورة شرطاً فاعلاً كما رأينا في مثال أميريكان إكسبريس). بعض مجالس الإدارة يتجه إلى فرض شرط الاحتفاظ بالأسهم - أي أن المجلس يشترط على المدير الاحتفاظ بنسبة معينة من الأسهم التي يحصل عليها بصورة من الشركة سواء بصورة مباشرة أو عبر استخدام الخيارات، إحدى الشركات، شركة سينرجي، ذهبت إلى منع مديريها من بيع الأسهم التي يحصل عليها باستخدام الخيارات المقدمة له (باستثناء حالات خاصة تتعلق بتغطية بعض الأعباء المالية المحددة) قبل انقضاء 90 يوماً على موعد رحيله عن الشركة¹⁶. ولكن إلى أن بلغ الضغط الخارجي حداً كبيراً دفع بمجالس الإدارة إلى وضع بعض القيود على حرية التصرف بحوافز الملكية، أمضى المديرون رداً من الزمن متمتعين بحرية واسعة في التصرف بحوافز الملكية كما يحلو لهم. والواقع أن معظم الشركات لم تلجأ إلى اليوم في وضع قيود فاعلة تحد بوضوح من حرية المديرين في التصرف بحوافزهم.

حرية المديرين في اختيار توقيت البيع

إذا ما قبلنا بأن التماقد المجدي قد يجيز للمديرين بيع قدر معين من الخيارات والأسهم في مرحلة معينة من زمن العقد؛ فإن ذلك لا يعني بالضرورة أن تكون لهم حرية التحكم

بالتوقيت الدقيق لعملية البيع. غير أن عقود تعويضات المديرين غالباً ما تعطي هؤلاء حرية واسعة تسمح لهم باختيار لحظة البيع كما يشاؤون. وعندما تترك للمدير حرية التحكم بتوقيت البيع فإنه سيكون قادراً على تحقيق أرباح إضافية على حساب حملة الأسهم عبر استثمار المعلومات السرية التي تصله من داخل الشركة. وعلى سبيل المثال فإن بمقدور المدير أن يسارع إلى بيع أسهمه إذا ما علم من مصادره الداخلية أن السمر الراهن أعلى من القيمة الحقيقية وأنه مرشح للانخفاض.

بموجب قوانين سوق الأوراق المالية الأمريكية لا يحق للمديرين المتاجرة بمادة المعلومات السرية التي يطلعون عليها بحكم مواقعهم في الشركات التي يديرونها. غير أن تلك القوانين لا تمنع المديرين من استخدام ما في جيبهم من معلومات خاصة بهدف تحقيق مزيد من الأرباح عند تداولهم بأسهم شركاتهم¹⁷. إن بمقدور المديرين أن يقوموا بتجميع مختلف صنوف المعلومات السرية بعضها إلى بعض. وحتى إذا خلت تلك المعلومات من أي معلومة جزئية تتمتع بأهمية ملموسة تعطيها صفة «المادة» من منظور القانون، فإن معرفة المدير بجميع تلك المعلومات وعلاقتها ببعضها تسمح له بتكوين صورة أكثر شمولية ووضوحاً عن حقيقة الوضع الراهن للشركة.

وبالإضافة إلى ذلك فإن هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي، والمسؤولة عن تطبيق القوانين الناظمة لتداولات طواقم العمل والإدارة بأسهم الشركات التي يعملون لصالحها، لا تملك إلا قدرة محدودة ومتواضعة على تطبيق تلك القوانين. وبذلك فإن تلك الهيئة لا يسعها أن تلاحق إلا الحالات السهلة التي يسهل فيها الوصول إلى الحقيقة - وهي حالات تتضمن في العادة تداولات بغير لافتة في ضخامتها قام بها مديرون قبل أيام قليلة من الإعلان عن تطورات مهمة لها أثرها على قيمة أسهم الشركة. وبالنتيجة فإن بمقدور الكثيرين من المديرين أن يستثمروا ما لديهم من معلومات سرية دون خوف حقيقي من الملاحقة القانونية. وهذا قد يساعد على تفسير الحقيقة الثابتة التي تشير إلى قدرة المديرين على تحقيق أرباح غير عادية - أي أرباح تفوق بوضوح معدل الأرباح في السوق - في تداولهم بأسهم شركاتهم¹⁸.

إن حجم الأرباح التي يجنيها المديرون في تداولهم بأسهم الشركات التي يديرونها يعكس خطورة ما يملكون من معلومات سرية عن أوضاع شركاتهم، ولا يتعلق البتة بأدائهم في إدارة تلك الشركات، ومن غير المنطقي الاعتقاد بأن إتاحة المجال أمام المديرين لتحقيق مكاسب من هذا النوع قد يمثل واحداً من السبل الفاعلة لمكافحة أسهمهم على حسن الأداء، ومن الطبيعي أن التمتع على مطال الذراع قد يتيح للمدير إمكانية بيع قدر معين من الأسهم في العام لأسباب تتعلق باحتياجاته من حيث السيولة والمرونة الاستثمارية - لكن هذا لا يعني بالضرورة أن تترك للمدير حرية اختيار التوقيت الدقيق لعملية البيع، وبالنهاية فإن معظم الاحتياجات المتعلقة بالسيولة والمرونة الاستثمارية يمكن مراعاتها والتخطيط لها سلفاً في وقت مبكر، إن بالإمكان وضع العديد من القيود المختلفة على توقيت عملية البيع دون الإضرار بقدرة المدير على الإيفاء باحتياجاته المشروعة من حيث السيولة أو المرونة في توظيف أمواله.

أحد السيناريوهات الممكنة يكون باشتراط أن يتم بيع الأسهم على نحو تدريجي على امتداد مدة محددة ووفق خطة زمنية يتم الاتفاق عليها سلفاً، فالمدير عندما يبيع أسهمه ضمن خطة زمنية من هذا النوع لن يكون بوسعه أن يستغل ما يملكه من معلومات سرية عن الشركة بتلك السهولة¹⁹. وقد أدركت مجالس إدارة الشركات أبعاد ذلك السيناريو وما يحمله بين طياته من مكاسب كامنة لحملة الأسهم - على أن الأمر لم يدم على هذه الحال إلا لبضع سنوات فقط: في العام 2000 تبنت هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي القانون 10b5-1 الذي يقدم للمديرين الذين قد وقعوا عقوداً تتضمن خطة زمنية للبيع ملاذاً آمناً يحميهم من المساءلة القانونية إذا ما أرادوا لاحقاً إلغاء العمل بتلك الخطة بناء على معلومات سرية حصلوا عليها في وقت لاحق من داخل الشركة²⁰. ومنذ ذلك الحين راحت الوكالات القانونية تتصح عمالها من المديرين بأن يوقعوا مع شركاتهم ما بات يعرف باسم خطة 10b5-1²¹. غير أن عدد الشركات التي فرضت على مديريها بالفعل بيع أسهمهم وفق خطة زمنية متفق عليها سلفاً يكاد يكون معدوماً.

هنالك أيضاً حل بديل كان أحد مؤلفي الكتاب قد اقترحه في عمل سابق، وهو يقضي بأن يشترط على المدير إشهار رغبته في البيع قبل مدة من الزمن²². عند الالتزام بمنزلة هذا الشرط فإن إعلان المدير عن رغبته في بيع قدر من الأسهم يتجاوز المألوف في قيمته

سيكون بمثابة مؤشر قوي يشير إلى احتمال أن يكون قرار المدير مبنياً على معلومات سرية تشير إلى إمكانية حدوث تطورات سلبية في الشركة. وهذا من شأنه أن يؤثر سلباً على سعر أسهم الشركة ويضعف بالنتيجة من قدرة المدير على تحقيق المكاسب الإضافية عبر الاتجار بمعلومات سرية عن الشركة.

لم نسمع إلا بشركة واحدة - شركة إميريتريد - قد فرضت على مديريها بالفعل شرط الإعلان قبلاً عن نية البيع - والواقع أنها قد اضطرت إلى تطبيق ذلك لمدة قصيرة فقط وكنتيجة مباشرة لحالة سخط شديد سادت أوساط المسهمين²³. في أوائل شهر شباط/فبراير 1999 قام عشرة من العاملين في شركة إميريتريد وواحد من أقرباء أحد عناصر طاقم العمل في الشركة ببيع عشرات الآلاف من أسهم الشركة لدى وصول سعر الأسهم إلى ذروته وفي اللحظة الأخيرة قبل ترضه لهبوط عنيف مفاجئ. في ذلك الحين كان على المديرين، بموجب الفقرة 16(a) من قانون الأوراق المالية الصادر عام 1934، أن يعلنوا عن تداولاتهم بأسهم الشركة في العاشر من الشهر الذي يلي حدوثها. وفي شهر آذار/مارس، عقب انكشاف أمر صفقة البيع التي قام بها أشخاص من داخل طاقم شركة إميريتريد، ثارت موجة غضب عارمة في أوساط المسهمين. بعد ذلك ببضعة أيام، وبهدف تهدئة ثورة الغضب بين صفوف المسهمين، أعلنت الشركة أنها ستستترط في المستقبل من جميع أفراد طاقمها الإشهار سلفاً عن أي عملية بيع ينوون القيام بها، وسيكون على المديرين أن يصرحوا سلفاً عن عدد الأسهم التي يخططون لبيعها. وقد أوضح ذلك رئيس مجلس إدارة إميريتريد قائلاً: «أعتقد بأن اعتماد سياسة تضمن (لحملة الأسهم) العلم السابق برغبة أفراد طاقم العمل في بيع أسهم رأس مال الشركة هو ببساطة الإجراء السليم الذي علينا أن نقوم به». لكن ما أن مر بعض الوقت حتى قامت إميريتريد بإلغاء العمل بتلك السياسة بكل هدوء وكان شيئاً لم يكن. وفي الواقع فإننا لم نسمع حتى بحالة واحدة اضطرت فيها بعض أفراد طاقم إميريتريد إلى التصريح سلفاً عن عملية بيع ينوي القيام بها.

من المؤكد أن العديد من الشركات قد اعتمدت لسنوات عديدة نظام «نواخذ الاتجار» و«حجب العما» بغية تقييد الحقب التي يمكن للمديرين فيها أن يتداولوا بأسهم شركاتهم. فقد عمدت شركات عديدة إلى حصر مدد السماح للمديرين بالاتجار بالأسهم في

الأسبوعين أو الثلاثة أسابيع التي تلي مواعيد تحرير الأرباح الفصلية. لكن معظم الشركات لم تشأ أن تضح مثل تلك القيود إلا بعد أن قام الكونغرس أثناء ثمانينيات القرن الماضي بسنّ قوانين الاتجار الخاصة بطواقم عمل الشركات، التي جعلت الشركات عرضة للمساءلة القانونية في حال عدم اتخاذها التدابير اللازمة لمنع موظفيها من القيام بتداولات غير مشروعة تقوم على استثمار معلومات سرية حصلوا عليها من داخل الشركة²⁴. والواقع أن الشركات في محاولتها تقييد مدد السماح لطواقمها بالاتجار بالأسهم إنما كانت تهدف إلى تقليص احتمال تعرضها للمساءلة القانونية من جرّاء خرق قوانين الاتجار الخاصة بطواقم الشركات من قبل بعض موظفيها²⁵. وبالنتيجة فإن نوافذ الاتجار، ومدد العماء، تلك لم تكن مصممة بالشكل المطلوب الذي يسهم فعلاً في منع المديرين من تحقيق الأرباح غير المشروعة عبر الاتجار بما يقومون عليه من معلومات سرية عن وضع الشركة²⁶. والمديرون الذين يخضعون لقيود من هذا النوع لم يخسروا في الواقع شيئاً من قدرتهم على اختيار توقيت البيع المناسب قبيل حالات الهبوط العنيف في سعر الأسهم. الأمر الذي يتيح له فرصة تقادي التعرض لأي خسارات جسمية²⁷.

وقد قدمت لنا السنوات الأخيرة أمثلة بالغة الوضوح لمديرين تمكنوا من تحقيق أرباح كبيرة عبر استثمار مواقفهم التي تسمح لهم بالوصول إلى معلومات سرية مهمة. في تحقيق تناولت فيه 25 من كبرى الشركات المسهمة العامة الأمريكية التي تعرضت للإفلاس في المدة الممتدة بين كانون ثاني/يناير 2001 و آب/أغسطس 2002، وجدت فايننشال تايمز أن مديري تلك الشركات قد باعوا ما قيمته 3 مليارات \$ من أسهم شركاتهم أثناء المدة الممتدة بين العام 1999، والعام 2001، التي شهدت هبوطاً مطرداً في قيمة أسهم الشركات من 210 مليار \$ إلى الصفر²⁸. وعلى سبيل المثال فإن غاري وينيك، المدير العام لشركة غلوبال كروسينغ، قد باع ما قيمته أكثر من 700 مليون \$ من أسهم الشركة في السنة التي سبقت وقوع الشركة في الإفلاس، وذلك أثناء مدة دأبت فيها الشركة. ظاهرياً، على تسجيل نمو متزايد في عائدات البيع²⁹.

كذلك فإن هنالك أيضاً الكثير من الأمثلة لعمليات بيع ضخمة سبقت حالات هبوط عنيف في قيمة رأس المال في شركات لم تنته بها الحال إلى إشهار الإفلاس. هنالك دراسة نشرتها

مجلة فورشن في أيلول/سبتمبر 2002 سلطت الضوء على صفقات الاتجار بأسهم الشركات العامة التي قام بها مديرون تنفيذيون في تلك الشركات وتجاوز حجم التداول في الواحدة منها 400 مليون \$ وأعقبها هبوط في قيمة أسهم الشركة المعنية بما لا يقل عن 75 بالمئة³⁰. وقد أدرجت الدراسة أسماء تلك الشركات مرتبة تبعاً لقيمة مبيعات المديرين. في الشركات الخمس والعشرين التي تصدرت القائمة باع 466 مديراً ما بلغت قيمته الإجمالية 23 مليار \$ من أسهم شركاتهم قبيل انهيار أسعار أسهم تلك الشركات. احتلت كويست كوميونيكيشنس موقع الصدارة: إذ باع مديرون عاملون في تلك الشركة أسهماً بقيمة تجاوزت ملياري \$ بينما كانت الشركة ماضية في تسويق نجاحاتها المزعومة في تعظيم عائداتها. بعدها بمدة وجيزة سجلت أسهم كويست هبوطاً عنيفاً تجاوز 95 بالمئة. والأمثلة الأخرى لا تقل فداحة عن حالة شركة كويست. بعض من كبار موظفي شركة جي دي إس يونيفيز وكبار المساهمين المسيطرین فيها باعوا ما قاربته قيمته ملياري \$، من أسهم شركتهم مع البوادر الأولى لانحيار قيمة أسهم الشركة. عناصر من طاقم شركة إيه أو إل تايم وورنر باعوا ما قيمته 1.5 مليار \$ من أسهم الشركة قبيل تضرر سعر تلك الأسهم لهبوط تجاوزت قيمته 80 بالمئة³¹.

تبين الدراسات أن الأمثلة السابقة لا تمثل حالات فردية بقدر ما تمثل نموذجاً منهجياً لوضع طويل الأمد قابل للتعميم. كشفت واحدة من الدراسات الحديثة عن أن مديري الشركات العامة الصغيرة غالباً ما يستخدمون خياراتهم ويبيعون ما يتصل بها من أسهم قبيل تراجع سعر تلك الأسهم إلى ما دون سعرها الوسطي في السوق بمدة وجيزة³². وبينت دراسة أخرى أن عناصر طواقم الشركات يبيعون عموماً القدر الأكبر من الأسهم قبيل هبوط عائدات شركاتهم³³. كما خلصت دراسة ثالثة إلى نتيجة تقول بأن أصحاب القرار في طواقم عمل الشركات يمدون في كثير من الأحوال إلى التلاعب بالمعادنات بهدف تأخير ظهور العجز مدة قصيرة يستغلونها لبيع أسهمهم بأسعار مرتفعة³⁴.

وعلى الرغم من أن حرية المديرين الواسعة في تحقيق مثل تلك الأرباح يصعب تصورها من منظور المساومة على مطال السذراع، إلا أنها لا تمثل لغزاً على الإطلاق إذا ما نظرنا

إليها من منظور سلطة المديرين. تلك الأرباح التي يجنيها المديرون عبر الاتجار القائم على استثمار معلومات سرية عن أوضاع شركاتهم، التي إنما تأتي في النهاية على حساب حملة الأسهم العاديين، تمثل دخلاً إضافياً للمديرين غالباً ما يظل خافياً عن عين حملة الأسهم لأن الأعباء المالية المترتبة على ذلك لا تظهر في أي من قوائم المحاسبة أو جداول الترمييزات التي تنشرها الشركة بصورة دورية. هذا النوع من الأرباح غالباً ما يتم إخفاؤه تحت مختلف أشكال الأتمة باستثناء بعض الحالات الخاصة التي أثارَت ضجة كبيرة بعد انكشاف مبيعات ضخمة من الأسهم سبقت بقليل انهياراً عنيفاً في قيمة أسهم الشركات المعنية.

بالنظر إلى مصلحة المديرين في إخفاء هذا النوع من التداولات يتضح أنه ليس بالغريب أن تعتمد شركات كثيرة إلى الاستفادة من بند في قانون الأوراق المالية يتيح للشركة حرية تأخير الإعلان عن تداولات طاقمها لمدة تصل إلى عام كامل، وألا تكف الشركات عن استثمار ذلك البند إلا بصور قانون ساربنس - أوكسلي الذي أغلق عليها هذا المنفذ في العام 2002. قبل دخول هذه الإصلاحات القانونية حيز التنفيذ كانت الفقرة 16(a) من قانون الأوراق المالية للعام 1934 تفرض على المديرين عموماً إشهار تداولاتهم أمام هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي في العاشر من الشهر الذي يلي حدوث تلك التداولات. في ظل ذلك النظام عمدت شركات كثيرة إلى إضاح المجال، بل وتمهيد الطريق، أمام مديريها للجوء إلى أشكال أخرى من التداولات مكافئة اقتصادياً لعملية البيع لكنها تسمح بالمقابل بالالتفاف على واجب الإشهار اللاحق لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية. ومن أمثلة تلك التداولات استخدام أسهم الشركة بدلاً عن النقد كوسيلة لتسديد القروض التي تقدمها الشركات لمديريها. فبالرغم من أن استخدام الأسهم بدلاً عن النقد يكافئ تماماً من الناحية الاقتصادية قيام المديرين ببيع تلك الأسهم إلى المسهين، فإن هذا النوع من التداولات ليس مشمولاً بأحكام الفقرة 16(a) ولا بموجب الإشهار لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية في العاشر من الشهر الذي يلي حدوثه. وكبدل عن ذلك يجب على الشركات إشهار هذا النوع من التداولات أثناء مدة أقصاها اليوم الخامس والأربعين على انتهاء السنة المالية للشركة³⁵.

تشير الدلائل إلى أن قيام المديرين ببيع الأسهم عكسياً إلى الشركة يعقبه عادة تراجع في قيمة رأس مال الشركة يوق بوضوح وسطي العائدات السالبة لرأس المال على مدى العام أو

العامين التاليين³⁶. وهذا يتفق تماماً مع الفرضية التي تقول: إن المديرين الذين إنما يبيعون بناء على معرفتهم بحدوث تطورات سلبية في الشركة سيسمّون بطبيعة الحال إلى إخفاء عملية البيع عبر اللجوء إلى تداولات مستورة من هذا القبيل. كانت شركة تايكو واحدة من الشركات التي سمحت لمديرها باستخدام الأسهم كوسيلة لتسديد القروض بهدف إخفاء بيعهم لأسهم الشركة. قام دينيس كوزلوفسكي، مدير عام شركة تايكو، ومارك سوارتز، مديرها المالي، ببيع ما قيمته 105 مليون \$ من الأسهم إلى الشركة ذاتها في أواخر العام 2000 وأثناء العام 2001، قبل أن يفضح أمر التجاوزات المحاسبية الفادحة التي ارتكبتها الشركة ويهبط سعر أسهم تايكو إلى الحضيض. والجدير بالذكر أن عملية البيع العكسي للأسهم إلى الشركة قد جرت في وقت كانت فيه كوزلوفسكي لا يمل الإعلان عن حرصه على أسهمه التي نادراً ما اضطر إلى التصريط بشيء منها³⁷.

بنظرة استباقية نجد أن أحكام قانون ساربنس - أوكسلي 2002 الصارمة بشأن إشهار تداولات طواقم الشركات سوف تسعى إلى تقليص قدرة الشركات على إفصاح المجال أمام مديرها لتحقيق الأرباح عبر الاتجار بما يقومون عليه من معلومات سرية حول أوضاع شركاتهم. يفرض قانون ساربنس - أوكسلي على المديرين موازنة هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي بتقرير عن أي عملية اتجار بأسهم شركاتهم قبل انقضاء يوم العمل الثاني التالي لتاريخ إتمامهم تلك العملية³⁸. كما يقضي القانون بضرورة حفظ هذه التقارير المرسلة إلى إس إي سي في ملفات إلكترونية ووضع نسخة منها على الموقع الإلكتروني للشركة على شبكة الإنترنت في غضون يوم واحد من تاريخ حفظها إلكترونياً³⁹. فإذا ما كانت عملية التداول مثيرة للشبهات، بسبب ضخامة قيمتها أو لأي سبب آخر، فإن السوق سوف تخصص الشركة تلقائياً بمزيد من التمحيص والتدقيق وسوف تخفض من تقديره القيمة أسهم رأس مال تلك الشركة. وهذه الآلية في ضبط سعر أسهم الشركة من شأنها أن تقلص بدورها حجم الأرباح التي يمكن للمديرين أن يحققوها في أي عملية بيع لاحقة. ولكن بالمقابل فإن بمقدور المديرين، إذا ما علموا بتطورات سلبية قد تعصف بالشركة، أن يعملوا على بيع ما يريدون بيعه من الأسهم أثناء يوم واحد أو يومين متتابعين. عندها فإن التغيير الذي سيطرأ على سعر الأسهم في اليوم الثالث، بعد أن يكون السوق قد اطلع على تداولات المدير، سوف

يأتي متأخراً ولن يكون له أي أثر على الأرباح التي جناها المديرين من اتجارهم بمعلومات سرية عن أوضاع الشركة. ومن هنا فإن أحكام الإشهار الصارمة التي ينص عليها قانون ساربنس - أوكسلي لن تضمن تقليص أرباح الاتجار غير المشروع بالمعلومات السرية إلا إذا اقتصرت بتقييد حرية المديرين في بيع ما يرغبون بيعه من الأسهم قبل حلول الموعد القانوني لإشهار عملية البيع⁴⁰.

بيد أن اهتمامنا الرئيس لا يتركز هنا على تقويم قدرة المديرين على الاستمرار في تحقيق الأرباح عبر الاتجار بمعلوماتهم السرية، وإنما ينصب بالدرجة الأولى على تقويم ترتيبات تمويضات المديرين والحكم فيما إذا كانت تلك الترتيبات تعكس بالفعل منطق التعاقد على مطال الذراع. وبالتركيز على هذا الغرض فإن نقطة الفصل تكمن في أن مجالس إدارة الشركات لم تبذل من تلقاء نفسها أي جهد حقيقي من شأنه أن يسهم في الحد من قدرة المديرين على الاستفادة من اختيار التوقيت المناسب والدقيق لعملية البيع. فمجالس الإدارة لم تقرض على المديرين الالتزام ببيع أسهمهم وفق جدول زمني متفق عليه سلفاً، ولا الالتزام بالإعلان عن عملية البيع المزمعة قبل حدوثها (أو حتى مباشرة بعد إتمامها). والواقع أن العديد من الشركات قد اتخذت تدابير فاعلة من أجل تأخير إشهار تداولات طواقمها أطول وقت ممكن.

دوافع شاذة

ناقشنا فيما تقدم كيف أن حرية المديرين في استخدام الخيارات وبيع الأسهم قد قدمت لهم مكاسب شخصية بينما فشلت في معظم الأحوال في تقوية حوافزهم على العمل لما فيه مصلحة حملة الأسهم. والواقع أن تلك الحرية قد خلقت لدى المديرين أيضاً دوافع شاذة⁴¹.

إن المديرين الذين يتمتعون بحرية التصرف بالخيارات والأسهم ممرضون للانسحاق وراء دوافع غير قويمه تحو بهم إلى العمل على تحقيق ارتفاع في سعر أسهم الشركة على المدى القريب وذلك عبر قيادة الشركة في اتجاهات تقضي إلى نجاحات قصيرة الأجل على حساب تراجع قيمة رأس مال الشركة على المدى البعيد. كما إنهم قد يسعون أيضاً إلى ترويج صورة مجملّة مبالغ فيها لنجاحات الشركة على المدى المنظور وكذلك أيضاً لتطلعات وآمال

الشركة على المدى البعيد. وفضلاً عن ذلك فإنهم قد يستثمرون دوافع لاختيار مشروعات أقل وضوحاً وشفافية أو للحد من شفافية المشروعات القائمة. ذلك أن غياب الشفافية يمكنهم من تحقيق مزيد من الفائدة في استثمار حريتهم في التصرف سريعاً بما يملكونه من أسهم عندما تحين الفرصة المناسبة. والأعباء المالية التي تلحق بحملة الأسهم من جراء تلك السياسات المشوهة قد تتجاوز إلى حد بعيد حجم مختلف المكاسب (النقدية والمينية) التي يمكن أن يحصل عليها المديرين بفضل حريتهم في التصرف بما يملكون من خيارات وأسهم كما يشاؤون.

هنالك اليوم كم متزايد من أعمال البحث التجريبي التي تدعم وجهة النظر التي تقول إن إعطاء المديرين حرية واسعة في التصرف بالخيارات والأسهم قد خلق لديهم دوافع غير مرغوب بها لا تصب في مصلحة الشركة. تشير نتائج العديد من الدراسات إلى أن المديرين الذين ترتبط تمويضاتهم بأسعار الأسهم ارتباطاً أكثر صراحة هم ال أكثر ميلاً إلى التلاعب ببيانات الأرباح⁴². كذلك فإن الدلائل التجريبية تشير أيضاً إلى أن المديرين كثيراً ما يتورطون في أعمال الغش وتزوير الأرباح بهدف بيع ما يملكون من أسهم بسعر أعلى.

وجد ميسود بينيش أن مديري الشركات التي سجلت فيها حالات مبالغة في تقدير الأرباح قد باعوا أسهمهم بأسعار مرتفعة قبل أن تتكشف الأخطاء المرتكبة في حسابات الأرباح ويصارع إلى تصحيحها⁴³. كذلك فقد وجد سكوت سامرس و جون سويني أن الشركات التي ارتكبت فيها أخطاء متعمدة في حسابات الموائد بدافع الغش تشترك جميعها بارتفاع لافت في معدل المبيعات التي قام بها طواقمها - مقاساً بعدد التداولات، أو عدد الأسهم المبعة، أو القيمة النقدية للأسهم المبعة⁴⁴. شين جونسن و هارلي ريان و يسونغ تيان وجدوا أن مديري الشركات التي ارتكبت أعمال غش وتزوير قد استخدموا وسطياً نسباً من خبائرتهم المستحقة تفوق بوضوح النسبة الوسطية للخيارات المستخدمة من قبل المديرين الآخرين⁴⁵. هذا النسج من الدلائل يبين بوضوح أن المشكلة الحقيقية التي تنتج تلك الدوافع الشاذة نحو ارتكاب أعمال الغش والتزوير لا تكمن في مسألة امتلاك المديرين للخيارات والأسهم بعد ذاتها، وإنما في إعطائهم حرية واسعة للتصرف سريعاً ودون سابق إنذار بتلك الخيارات والأسهم.

وأخيراً فإن هناك دلائل على أن حرية المديرين في التصرف بما يملكون من أسهم قد أفرزت لديهم الحافز على اتباع سياسات مالية من شأنها أن تخفض من قيمة رأس المال المسهم وتضر بمصلحة المسهمين. ميرل إريكسون و ميشيل هانلون و إدوارد ميديو قاموا بإجراء دراسة حول الشركات التي اضطرت إلى تدقيق وتصحيح بياناتها المالية على ضوء ملاحظات هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي حول وجود حالات غش في الحسابات وذلك أثناء المدة من 1996 إلى 2002. وقد وجد هؤلاء أن تلك الشركات قد دفعت مجتمعة ضرائب إضافية تقوق بمقدار 320 مليون \$ حجم التزاماتهم الضريبية الحقيقية - فقط لأن مديري تلك الشركات قد تمعدوا تضخيم العوائد بقيمة إجمالية بلغت 3.36 مليار \$، الأمر الذي أتاح لهم فرصة بيع مخزونهم من الأسهم بأسعار أكثر ارتفاعاً⁴⁶.

مستقبلاً سوف يسهم قانون ساربنس - أوكسلي على نحو فاعل في تقليص حجم حوافز المديرين نحو تحقيق زيادات قصيرة الأجل في أسعار أسهم شركاتهم، فضلاً عن دوره في زيادة صعوبة التلاعب في التقارير والبيانات المالية، يعمل هذا القانون أيضاً على الحد من قدرة المديرين على تحقيق أرباح حقيقية عبر محاولات التلاعب تلك. بموجب قانون ساربنس - أوكسلي يجب على المدير العام وكذلك أيضاً على المدير المالي للشركة التي يطلب منها تصحيح بياناتها المالية ضمن ظروف معينة أن يعيدا إلى حساب الشركة جميع ما قد حصلوا عليه أثناء الاتي عشر شهراً التالية لتاريخ التوثيق الإلكتروني للبيان المالي المغلوط من مكافآت أو حوافز أخرى أو تعويضات على أساس حقوق الملكية، وكذلك أيضاً جميع الأرباح التي قد جناها واحدهما من بيع الأسهم أثناء تلك المدة⁴⁷. غير أن ما يثير الانتباه هنا هو أن مجالس إدارة الشركات لم يسبق أن حاولت فرض شروط كهذه من تلقاء نفسها. وبديهي أن يعتقد المرء بأن التعاقد على مطال الذراع يقضي بالآ يترك مجالس الإدارة للمدير الفرصة لتحقيق أي مكاسب من ارتفاع قصير الأجل في سعر الأسهم ولا سيما إذا ما تبين أن ذلك الارتفاع قد نتج عن بيانات مالية مغلوطة.

الجزء

الرابع

⋮

نظرة

إلى الأمام

15 تطوير تعويضات المديرين

إحدى كبرى مشكلات البلاد اليوم، التي مازالت حتى الآن دون حل، هي مسألة تعويضات المديرين وألية تحديد تلك التعويضات.

رئيس إس إي سي، وليام دونالدسون، 2003

الترهيبات الحالية لتعويضات المديرين تشذ بوضوح. كما رأينا فيما تقدم. عما يقتضيه التعاقد على مطالال الذراع. دعونا الآن تنتقل إلى البحث في آثار وانعكاسات ما أوردناه من تحليل على صعيد الدراسة، والتطبيق العملي، والتحكم الفاعل، فيما يتعلق بتعويضات المديرين على وجه الخصوص - وحوكمة الشركات على نحو أكثر عمومية. ما الذي يمكن فعله من أجل تطوير تعويضات المديرين وحض مجالس إدارة الشركات على خدمة مصالح المسهين؟

علينا أن نوضح منذ البداية أن الهدف الرئيس الذي يسمى إليه هذا الكتاب لا يكمن في تقديم خطة إصلاح تفصيلية. إنما تتجسد غايتنا بالدرجة الأولى في تطوير فهم جديد لما علق بتعويضات المديرين من مشكلات وعقبات. غير أننا نود في الفصلين الختاميين من هذا الكتاب أن نستعرض بعضاً من أهم الآثار العملية لما أوردنا في الفصول السابقة من تحليل.

إن مشكلات تعويضات المديرين إنما تثبتق بنظرنا عن مشكلة جذرية على صعيد حوكمة الشركات. إن العوامل التي تدفع مجلس الإدارة إلى الحرص على تعظيم قيمة رأس المال المسهم لا تملك اليوم من القوة ما يسمح لها عموماً بالتفوق على مختلف العوامل الأخرى التي تدفع بأعضاء المجلس إلى محاباة زملائهم المديرين التنفيذيين. من هنا فإن مشكلات تعويضات المديرين لا يمكن أن تحل على نحو جذري إلا عبر تبني إصلاحات من شأنها أن

تضع مجالس الإدارة أمام رزمة جديدة من الحوافز والقيود. سوف تناقش هذا النوع من الإصلاحات في الفصل القادم. أما هنا فنود أن نبدأ أولاً باستعراض بعض من وسائل العلاج الجزئية التي يمكن الاستعانة بها بالدرجة الأولى لمعالجة مسألة تعويضات المديرين.

الأجر على قدر الأداء

إن التعويضات المصممة بعناية من شأنها أن تزود المديرين بحوافز مجدبة اقتصادياً تدفعهم إلى تعظيم قيمة رأس المال بما يخدم مصالح حملة الأسهم. ولكن يا للأسف فإن الوعود المنتظرة من ترتيبات التعويضات المجدبة لم تفلح إلى اليوم في التحول إلى واقع حقيقي. وحري بالمستثمرين في اختبارهم تعويضات المديرين أن ينظروا بعين القلق إلى الترتيبات التي تعجز عن ربط الأجر بالأداء. وأن يشجعوا بالمقابل الترتيبات التي تفلح في تحقيق توازن إيجابي بين الأجر والأداء.

ما هي السياسات العملية التي ينبغي على المستثمرين دعمها؟ وما هي السياسة التي ينبغي عليهم معارضتها؟ كما رأينا فيما تقدم من فصول الكتاب فإن الترتيبات السائدة فيما يخص تعويضات المديرين عاجزة عن أن تخلق لدى هؤلاء حوافز حقيقية مجدبة اقتصادية تدفع بهم إلى العمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. إن الجزء من تعويضات المديرين الذي يتناسب حقاً مع أدائهم أصغر جداً مما يمتد الكثيرون. فالقدر الأكبر من التعويضات، سواء التعويضات القائمة على حقوق الملكية أو تلك القائمة على غير حقوق الملكية، يقدم للمديرين مكاسب مستقلة تماماً عن أدائهم. الأمر الذي يساهم في تشبيط الحوافز أو تشويهها. لقد تعرفنا في هذا الكتاب إلى العديد من أوجه عجز الترتيبات الحالية عن تحقيق الفرض المرجو منها ولمسنا العديد من الجوانب التي تقتضي الإصلاح والتطوير. وإمعاناً في الإيضاح دعونا نستعرض فيما يلي بعضاً من التغييرات المهمة التي ينبغي على المستثمرين العمل على دعمها إذا ما أرادوا رفع سوية حوافز المديرين التي تحثهم على تحسين أدائهم.

تليص دور ثمار المصادفة في برامج التعويضات القائمة على أساس حقوق الملكية. ينبغي على المستثمرين أن يدعموا من برامج التعويضات القائمة على أساس حقوق الملكية تلك التي تهتم بإجراء فلترة كلية أو على الأقل جزئية للارتقاعات التي تشهد أسعار

الأسهام بفعل تطور عام طرأ على السوق أو بفعل الحركة الطبيعية لحقل العمل المعني. إن فترة ثمار المصادفة تلك من شأنها أن تضمن تحقيق القدر ذاته من الحوافز بكلفة أقل أو بالأحرى تحقيق قدر أكبر من الحوافز بالكلفة ذاتها. كذلك ينبغي على المستثمرين أن يدركوا أيضاً أن الانتقال إلى برامج التمويزات القائمة على الأسهم المقيدة، والذي من شأنه أن يعطي عامل المصادفة دوراً أكبر من دوره في حالة الخيارات التقليدية، لا يصب بالضرورة في مصلحة حملة الأسهم.

على المستثمرين أن يمارسوا الضغط على مجالس الإدارة من أجل تبني برامج (كتلك التي ناقشناها في الفصل 11) تسمح بالتحكم بأسعار استخدام الخيارات بالشكل الذي يضمن فترة آثار التطورات ذات الطابع العام على صعيد السوق أو على صعيد الحقل المعني. وبالمحد الأدنى يمكن التحكم بأسعار استخدام الخيارات على نحو يضمن اختزال مكاسب المديرين من ارتفاع أسعار الأسهم إلى مقدار زيادة ارتفاع أسعار أسهم شركاتهم عن الارتفاع الذي سجلته أسهم الشركات الأضعف أداءً على مستوى السوق أثناء المدة ذاتها.

توثيق الرابط بين برامج المكافآت الاستثنائية وبين الأداء. لدى تقويم درجة ارتباط تمويزات المديرين بأدائهم ينبغي على المستثمرين أن يحرصوا على التحقق جيداً مما إذا المكافآت الاستثنائية التي تصرفها شركاتهم للمديرين مقترنة فعلاً بالأداء المتميز. أم أن الأمر لا يتعدى الاقتران بالاسم فقط. عليهم أن يتاملوا بحذر مع مجالس الإدارة التي تصرف للمديرين مكافآت استثنائية عن أعمال عادية كمسألة ضم واحدة من الشركات الأخرى وما إلى ذلك من الأعمال التقليدية التي ليس فيها ما يبرر تقديم أي حوافز إضافية.

وكجزء من الجهد الرامي إلى تقوية الرابط بين برامج المكافآت الاستثنائية والأداء. ينبغي على المستثمرين العمل على معارضة برامج المكافآت الاستثنائية التي تتضمن تخويل مجالس الإدارة مزيداً من الصلاحيات. لا شك أن الصلاحيات الإضافية فيما يخص صرف المكافآت الاستثنائية قد تكون عاملاً إيجابياً إذا ما وضعت في يد مجلس إدارة لا هم له إلا خدمة مصالح حملة الأسهم. لكنها بالمقابل قد تعطي نتائج عكسية إذا ما وضعت في يد مجلس إدارة يعمل وفق المعايير السائدة اليوم التي لا تعطي مصالح حملة الأسهم بالضرورة الأولوية التي تستحقها.

تقييد وضبط التصرف بحوافز الملكية. ينبغي على المستثمرين السعي لتقييد حرية المديرين الواسعة في التصرف بما تقدمه لهم برامج التمويضات من حوافز قائمة على حقوق الملكية. قد يكون من المفيد هنا ضمان الفصل بين استحقاق الخيارات من جهة واستخدام تلك الخيارات من جهة أخرى. فوجود مثل هذا الفصل يعني أن الخيارات التي انتقلت ملكيتها وأصبحت ملكاً للمديرين (بمعنى أن الأسهم المتصلة باستخدام تلك الخيارات قد أصبحت ملكاً للمديرين) سوف تبقى في أيدي أولئك المديرين لمدة من الزمن وسوف تستمر أثناء تلك المدة في تزويدهم بحوافز ملموسة للعمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. وللحيلولة دون التقاف المديرين على قيود التصرف بالخيارات ينبغي منعهم كلياً من استخدام أي من أساليب التحصين كالمقايضات والتشابكات أو التداولات الثانوية التي من شأنها أن تقلل من درجة تأثير مصالحهم الشخصية بما قد تتعرض له أسعار أسهم الشركة من تقلبات.

وبالإضافة إلى ذلك ينبغي أن يفرض على المديرين - كما سبق أن اقترح أحد مؤلفي الكتاب قبل مدة من الزمن - حين تمتعهم بكامل حقوقهم في بيع أسهمهم شرطاً ملزماً يقضي بالإعلان سلفاً عن رغبتهم بالبيع. وفي ذلك الإشهار السابق يجب على المدير تقديم معلومات تفصيلية عن عملية الاتجار المزمع إجراؤها، بما في ذلك عدد الأسهم المراد بيعها¹. إن تقييد وتنظيم التصرف بحوافز الملكية من شأنه أن يقلص قدرة المديرين على تحقيق المكاسب من ارتفاع قصير الأجل في السعر لا يعكس حقيقة واقع الشركة على المدى البعيد، وأن يحد بذلك من الدوافع الشاذة التي أتينا على مناقشتها في الفصل 14.

تضييق آفاق السقوط اللطيف الآمن في حالة الإخفاق. ينبغي على المستثمرين الانتباه إلى مخاطر السياسات والترتيبات التي تترك هامشاً لكفاة المديرين على إخفاقاتهم. إن سياسات من هذا النوع من شأنها أن تضعف دوافع العمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم - وأن تفسد بذلك حوافز تعظيم القيمة التي تعمل بعض العناصر الأخرى في رزمة التمويضات على بنائها. كذلك فإن على المستثمرين أن يدققوا جيداً في أحكام إنهاء خدمة المديرين التي قد تخبئ بين طياتها تعويضات سخية؛ عليهم أن يتأكدوا من أن أحكام المقد لا تفرس عليهم دفع تعويضات ضخمة لمدير يغادر الشركة وقد خلف وراءه سجلاً حافلاً

بالإخفاقات. كذلك فإن على المستثمرين أن يمارضوا بصلابة ما بات يعرف برزمة «مع السلامة، الذهبية للمديرين المغادرين التي تتضمن عطاءات مجانية خارج نطاق التعويضات المستحقة المنصوص عليها في العقد.

التدقيق في حجم التعويضات المستقلة عن الأداء. ينبغي على المستثمرين العمل على تقدير الحجم التقريبي لجمل ما تقدمه الشركة لمديريها من تعويضات غير متعلقة بالأداء. وعليهم أن يراعوا في ذلك مختلف الأشكال المستورة للتعويضات المستقلة عن الأداء التي أتينا على مناقشتها في فصل سابق (كال مكاسب التقاعدية على سبيل المثال). وبعد الوصول إلى قيمة تقديرية لإجمالي التعويضات المستقلة عن الأداء ينبغي البحث في إمكانيات تحسين قيمة رأس المال المسهم عبر تمييز حساسية إجمالي التعويضات لمستوى الأداء.

ومن الضروري أن يأخذ المستثمرون في الحسبان، لدى التدقيق في ترتيبات التعويضات التي يصدّق عليها مجلس الإدارة، حدودهم الذاتية من جهة والحدود التي تحكم عمل مجلس الإدارة من جهة أخرى. وبالنظر إلى العوامل الكثيرة التي تدفع بأعضاء مجلس الإدارة إلى محاباة المديرين يمكن القول: إن من غير الحكمة أن يعتقد المستثمرون بوجود تطابق خيارات مجلس الإدارة فيما يخص تعويضات المديرين مع الخيارات الأمثل وفق منظور حملة الأسهم أنفسهم. وفي الوقت ذاته وبالرغم من أنه من حق حملة الأسهم أن يحاولوا التأثير في الخطوط المريضة لترتيبات وخطط التعويضات وأنهم مدعوون إلى تفعيل حقهم في ذلك، فإن عليهم أن يعوا جيداً حقيقة أنهم يفترقون إلى المعلومات التفصيلية المتعلقة بعمل الشركة وأنهم ليسوا في الموقع الذي يسمح لهم بالتحكم الدقيق بتفاصيل أحكام ترتيبات التعويضات. يجب أن تتعاون هاتان الرئيتان المتضاربتان مما على رسم الحدود التي ينبغي على المستثمرين التزامها في محاولتهم إعادة تدقيق الخيارات التي اتخذها مجلس الإدارة وكذلك أيضاً في انتقادهم لتلك الخيارات (إذا ما اقتضى الأمر).

تعزيز الشفافية

سوف نبين في الفصل القادم ضرورة إجراء إصلاحات تؤدي إلى زيادة نفوذ حملة الأسهم. لكن هذا لا يعني على الإطلاق أننا نعتبر نفوذ حملة الأسهم الحالي معدوماً أو شبه

معدوم، فالمسهمون لديهم اليوم قدرة على التأثير في صنع القرار، وهذه القدرة تمثل دون أدنى شك واحداً من أهم أسباب الاهتمام الكبير الذي تحظى به موجات السخوط التي قد تعصف بأوساط المسهمنين من وقت لآخر. وكلما كانت معرفة الأوساط العامة (خارج حدود طاقم الشركة) بأحكام ترتيبات التمويضات أكبر، كانت قوة موجة السخوط أكبر وأعظم، ولذلك فإن زيادة شفافية ترتيبات التمويضات تمثل تطوراً إيجابياً ومرغوباً.

إن خبراء الاقتصاد المالي لم يولوا مسألة الشفافية الاهتمام الكلي لأنهم ركزوا في الغالب على أثر الانكشاف في تسهيل الوصول إلى معلومات قد تؤثر على نحو أو بأخر في تحديد قيمة أسهم الشركة في السوق. فالكثيرون يعتقدون أن انكشاف المعلومات قد ينعكس سلباً على أسعار الأسهم حال وقوع تلك المعلومات في أيدي بعض المحترفين من تجار السوق القادرين على تحليلها وتوظيفها لخدمة مصالحهم.

فيما يخص تعويضات المديرين هنالك بطبيعة الحال درجة لا بأس بها من الانكشاف، فأحكام هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي تلزم الشركات، كما سبق أن أوضحنا في فصل سابق، بإشهار جميع التفاصيل المتعلقة بتعويضات المدير العام والمديرين الأربعة التاليين الذين يأتون بعده مباشرة من حيث حجم التمويضات التي يتقاضونها.² غير أن من المهم هنا من وجهة نظرنا أن نميز بوضوح بين مفهوم الإشهار ومفهوم الشفافية. والشفافية هي ما ينبغي إيلاؤه قدرأ أكبر من الاهتمام.

إن الهدف الحقيقي وراء فرض إشهار تعويضات المديرين ليس المساعدة على التقدير الدقيق لسعر ما تطلره الشركة من أوراق مالية، وإنما إضاح المجال لشيء من الرقابة على الترتيبات التي قد تبالغ فيما تقدمه للمديرين من مكاسب. وهذا الهدف لا يتحقق عبر تقديم المعلومة في قالب يجعلها مفهومة فقط بالنسبة لفئة قليلة من محترفي السوق، وبمهمة تماماً بالنسبة للآخرين.

إن قدرة مصممي الخطط والترتيبات على محاياة المديرين تتوقف إلى حد بعيد على طبيعة النظرة التي يخصص بها جمهور المستثمرين والمراقبين الخارجيين المعنيين تلك الترتيبات، بدافع من قوى السوق وحركية المجتمع بيدي المديرين ومجالس الإدارة قدرأ لا

بأس به من الحساسية والاهتمام حيال الاستكثار المحتمل من قبل المستثمرين المؤسساتيين وغيرهم من الكتل المرجعية كالصحافة الاقتصادية على سبيل المثال. وقد أوضحنا سابقاً أن مهندسي التعويضات غالباً ما يسمون إلى الإبقاء على حجم التعويضات أو درجة استقلالها عن الأداء تحت غطاء من الفضاوة. إذا ما أردنا للإشهار أن يمارس دوراً فاعلاً في تقييد حجم التعويضات، فإن من الضروري أن نضمن إيصال المعلومة التي يتم إشهارها إلى قاعدة واسعة تتجاوز بوضوح حدود فئات محترفي السوق وتجار الأسهم. ومن ناحية أخرى فإن المعطيات الخام المغبأة في جوف جبل من البيانات التقنية ليست كافية على الإطلاق؛ ذلك أن مستوى إبراز المعلومة وكذلك درجة شفافتها يمثلان عاملين مهمين فيما يخص فاعلية الإشهار.

لذلك فإن الجهات المسؤولة والأطراف الراعية لمشروعات إصلاح حوكمة الشركات مدعوة إلى العمل على ضمان إضفاء مزيد من الشفافية على ترتيبات التعويضات والسمي إلى الحفاظ على الشفافية سمة دائمة لا تقارق تلك الترتيبات. ومن المفيد هنا استعراض بعض من التدابير العملية التي من شأنها أن تسهم في تعزيز الشفافية.

احتساب قيمة الخيارات في الميزانية. ينبغي مراعاة الخيارات المقدمة لموظفي الشركة في حساب الميزانية. وكما سبق أن ناقشنا في الفصل 12، فإن هيئة مقاييس الحسابات المالية إف إيه إس بي، التي ترمضت في العام الماضي لضغوط كبيرة من قبل المديرين حالت دون فرض مراعاة الخيارات في حساب الميزانية. من المرجح أن تبادر قريباً إلى اتخاذ التدابير اللازمة لفرض احتساب الخيارات. كذلك فإن الكونغرس عاكف على دراسة مشروع قانون من شأنه أن يلزم الشركات باحتساب الخيارات المقدمة للمديرين الخمسة ذوي الأجر الأعلى في كل شركة (لكنه يسمع بالمقابل بعدم احتساب الخيارات المقدمة لباقي الموظفين).

يعد احتساب الخيارات، من وجهة نظر العمل المحاسبي، أمراً مهماً لأنه يساعد على الوصول إلى صورة أكثر دقة للوضع المالي للشركة. وفيما يخص الأهداف التي تستحوذ اهتمامنا في هذا الكتاب فإن احتساب قيمة خيارات المديرين أمر إيجابي يعود بالفائدة على الشركة لأنه يجعل الإنفاق المترتب على تلك الخيارات أكثر وضوحاً في أعين المستثمرين على المدى البعيد.

إن تنظيم احتساب الخيارات المتضمنة في خطط الحواضر من شأنه أن يعد أيضاً من هامش الحرية في التنقل بين أنماط الخيارات المختلفة، ومن شأنه أيضاً أن يبطل الحجة الرئيسية التي يلجأ إليها المديرون للالتفاف على الخيارات منقوصة عامل المصادفة. فحقيقة أن الخيارات منقوصة عامل المصادفة توجب الاحتساب خلافاً للخيارات الاعتيادية ما زالت ومنذ زمن طويل تقدم مسوغاً مقنعاً لترجيح كفة الخيارات التقليدية وتقترب بذلك الفرصة لفترة الأرباح الفاجمة عن تطورات عامة على مستوى السوق أو حقل العمل المعني.

ذكر القيمة النقدية المكافئة بجانب مختلف أشكال التمويضات. ينبغي إلزام الشركات بذكر القيمة النقدية المكافئة بجانب كل من أنماط التمويضات المختلفة التي تقدمها لمديرها وتضمن تلك القيم النقدية في جداول التمويضات التي تشرها الشركة في إعلاناتها. لقد احتفظت الشركات لنفسها بهامش من الحرية يتيح لها محاباة مديرها بعطاءات سخية تأخذ شكل «تمويضات مستورة»، كما هو الحال في تمويض التقاعد، والتمويضات المؤجلة، وما قد يعقب التقاعد من هدايا أو عقود استشارية. وبالرغم من أن بعض تفاصيل تلك الترتيبات قد ظهرت للعيان في ملفات هذه الشركة أو تلك لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية لم يطلب من الشركات المعنية بيان القيمة النقدية المكافئة وتضمينها في البيانات المالية. بل إن الشركات لم تقم بإدخال تلك المكاسب التي قدمتها لمديرها حتى إلى قواعد البيانات الاعتيادية التي يستند إليها خبراء الاقتصاد المالي في دراساتهم المتصلة بتمويضات المديرين.

ومن وجهة نظرنا فإن من الضروري أن تقوم الشركات بتبيان القيمة المالية لكل من المكاسب التي تقدمها لمديرها أو تمدهم بها، وأن تضمن تلك القيمة في جدول التمويضات للعام الذي يصبح فيه المدير مخلوفاً للإفادة من تلك المكاسب، وهكذا فإن جدول التمويضات ينبغي أن يتضمن على سبيل المثال الزيادة التي قد تطرأ أثناء العام على القيمة المتوقعة لتمويض التقاعد الذي وعدت به الشركة مديرها. وبالإضافة إلى ذلك قد يكون من المفيد أيضاً مطالبة الشركات بتبيان القيمة النقدية لمختلف المكاسب الضريبية التي قد يحصل عليها المدير على حساب الشركة (كما في حالة التمويضات المؤجلة على سبيل المثال) -
وبتضمن تلك القيمة في تقرير رسمي.

هذه التدابير من شأنها أن تقدم لحملة الأسهم صورة أكثر دقة ووضوحاً لإجمالي التعويضات المقدمة للمديرين. كما أن من شأنها أيضاً أن تساعد على التخلص من التشوهات التي كثيراً ما تحدث من جرّاء لجوء الشركة إلى ترجيح أنماط معينة من التعويضات لمجرد أنها أكثر قدرة على التخفي وليس لكونها أكثر فاعلية من سواها.

تبيان القيمة النقدية لإجمالي التعويضات على اختلاف مصادرها، عبر اعتماد أشكال عديدة ومتنوعة لأجور المديرين وعدم ذكر القيمة النقدية لبعض التعويضات، تحاول الشركات إخفاء القيمة الحقيقية لإجمالي ما تقدمه لمديريها من أجور وتعويضات عن أعين المستثمرين والمساهمين. ينبغي مطالبة الشركات بأن تبيّن بوضوح، ضمن القسم المخصص لتعويضات المديرين في ملفاتها، القيمة الإجمالية للتعويضات المقدمة لكل مدير من مديري الدرجة الممتازة على مدى العام وكذلك أيضاً إجمالي ما حصل عليه المدير منذ قدمه إلى الشركة وحتى تاريخه.

الأجر والأداء.. قد يكون من المفيد مطالبة الشركات بأن تعلن لحملة الأسهم بكل شفافية عن حجم الأرباح التي جناها مديروها من الخيارات المقدمة لهم. وكذلك أيضاً عن حجم الجزء من تلك الأرباح الذي جاء بفعل تطورات عامة على مستوى السوق أو على مستوى حقل العمل المعني. وهذا يمكن تحقيقه عبر إلزام الشركات بحساب حجم الأرباح التي جناها مديروها عبر استخدام الخيارات المقدمة لهم (أو عبر انتقال ملكية الأسهم المقيدة المقدمة لهم في حالة التعويضات على أساس الأسهم المقيدة) والإعلان عن تلك الأرباح وكذلك أيضاً عن نسبة الزيادة الفعلية (إن وجدت) التي سجلتها عوائد الشركة بالمقارنة مع نظيراتها في حقل العمل المعني. إن إعلان الشركة مثل تلك الحقائق والمعطيات من شأنه أن يظهر بمزيد من الشفافية إلى أي حد قد نجحت خطط الحوافز القائمة على أساس حقوق الملكية في تجسيد سياسة مكافأة المديرين على قدر ما قدموه من أداء.

التصرف بالخيارات والأسهم. ينبغي إلزام الشركات بإعلام حملة الأسهم بكل شفافية وبصورة دورية عن نسبة ما قد تصرف به المديرون الخمسة الأعلى على مستوى الشركة من حوافز الملكية المقدمة لهم كجزء من تعويضاتهم. صحيح أن الباحث المهتم لن يشق عليه الحصول على تلك المعلومات عبر تصفح أكوام التقارير المتعلقة بتداولات المديرين

والمحفوظة بالتعاون مع هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي. لكن إلزام الشركات بتسويق تلك المعلومات وتقديمها في تقارير خاصة من شأنه أن يسهل على المستثمرين استيضاح الحد الذي بلغه المديرين في استثمارهم الفعلي لما يملكون من حرية التصرف بحوافز الملكية المقدمة لهم.

من الطبيعي أن مهندسي خطط التمويل لن يعمدوا الوسيلة لابتداع أساليب جديدة تمهد إلى التمويل. أو إلى حساسية التمويل للأداء. بعضاً مما قد تقدمه من الضبابية والغموض. لذلك فإن من الضروري الاهتمام بتحديث ترتيبات الإشهار في مواكبة دائمة لتطور السياسات والممارسات العملية الجديدة (ووسائل التمويه الجديدة) حرصاً على ضمان استمرار الشفافية.

الإجراءات المفروضة على لجان التمويل

لا شك أن قائمة التعليمات التي تبنتها هيئة الأوراق والأسواق المالية أخيراً وفرضت على لجان التمويل الالتزام بها تقيده في إضفاء طابع الترتيب على أليات العمل التي تتبعها تلك اللجان لتحديد تمويلات المديرين. بموجب تعليمات سوق نيويورك للأوراق المالية يجب أن يكون لدى لجنة التمويل في كل شركة ميثاق مكتوب يتضمن القواعد الناظمة لعمل اللجنة³. واللجنة ملزمة بتلخيص أهداف الشركة التي تبرر التمويل المقدمة للمدير العام والمصادقة على تلك الأهداف. كما أنها ملزمة أيضاً بإعداد تقرير حول تمويلات المديرين وتضمينه في بيان التوكيل السنوي أو في التقرير السنوي لأداء الشركة. وقد دأب المستثمرون المؤسساتيون منذ مدة من الزمن على الإلحاح في مطالبة الشركات باتباع تعليمات من هذا القبيل⁴.

لا شك في أن إلزام لجان التمويل اتباع خطوات محددة هو أمر إيجابي. لكننا لا نعتقد بأنه قادر على تحقيق فوائد ملموسة من الناحية العملية. من الطبيعي أن تلك التعليمات الملزمة قد تجبر أعضاء اللجان على إيلاء مسألة تمويلات المديرين درجة من العناية والاهتمام تفوق بوضوح ما كانت عليه حالهم في الماضي. وبالنسبة لمجلس إدارة يركز اهتمامه على رعاية مصالح حملة الأسهم وحسب. فإن وجوب الالتزام باتباع خطوات محددة وتقديم التقارير التي تواكب سير العمل من شأنه أن يفني العمل بمزيد من العناية والمنهجية.

وفي حين يمكن الجزم بأن التعليمات الإجرائية الملزمة من شأنها أن تُلطف كثيراً من المشكلات الناجمة عن عدم المبالاة أو قلة الانتباه، إلا أنها لن تقوى على مواجهة المشكلات الناجمة من دوافع أعضاء مجلس الإدارة وميولهم إلى استخدام صلاحياتهم وما يتمتعون به من تقويض لإغداق المكاسب السخية على المديرين. إن الالتزام باتباع خطوات محددة وكتابة التقارير عن سير العمل لا يسهم مسهمة حقيقية في وضع حدود فعلية لصلاحيات مجلس الإدارة. وبشيء من المون والنصيحة من قبل المحققين وخبراء التعويضات فإن مجلس الإدارة الراغب في محاباة المديرين سوف لن يعدم الحيلة لتقديم المسوغات اللازمة لتبرير خططه. وقد لا يحتاج في بعض الحالات أكثر من بعض العبارات الطنانة. وهكذا فإن العامل الأهم، والذي يكمن في دوافع مجلس الإدارة، سوف لن يتأثر بتلك التعليمات الإجرائية في شيء.

اقتضاء موافقة حملة الأسهم

بالإضافة إلى العمل على تحسين دوافع مجالس الإدارة -موضوع الفصل القادم- فإن من المفيد أيضاً العمل على وضع بعض الحدود التي تقيد صلاحيات مجالس الإدارة. والخطر في وضع حدود من هذا القبيل يكمن في تقليص قدرة مجلس الإدارة على تطوير بنية التعويضات بالشكل الذي يعود في نهاية المطاف بالفائدة على حملة الأسهم. والسبيل الطبيعي لتقليص صلاحيات مجلس الإدارة دون المساس بقدرة المجلس على إقرار الترتيبات التي تخدم مصالح حملة الأسهم إنما يكون في جعل بعض قرارات المجلس مشروطة بموافقة حملة الأسهم أنفسهم. هنالك على وجه التحديد طريقتان تستحقان أن نولييهما بعضاً من المناقشة - اشتراط موافقة حملة الأسهم على برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية. واشتراط الموافقة على ترتيبات التعويضات التي تتضمن جوانب «مشيرة للشبهات».

الموافقة على برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية

في العام 2003، قامت السوق الوطنية الرئيسة للأوراق المالية بتبني جملة من الأحكام تجبر الشركات المسجلة على الحصول على موافقة حملة الأسهم فيما يخص برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية⁵. وعلى الرغم من أن تلك الأحكام قد لقيت ترحيباً

كبيراً من قبل البعض بصفتها تدابير بالغة الأهمية⁶. إلا أنها لا تمثل في حقيقة الأمر ضماناً حقيقية على أن تعويضات المديرين، أو على الأقل التعويضات القائمة على حقوق الملكية، ستلتزم بالفعل الشكل الذي يخدم مصالح حملة الأسهم.

وإذا ما أردنا وضع تلك الأحكام ضمن إطارها الصحيح، فإن علينا أن نعيد إلى الذاكرة أولاً أن العديد من الشركات قد دأبت أصلاً على طرح برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية للتصويت في اجتماع عام لمعوم حملة الأسهم. وكما سبق أن أوضحنا في الفصل 3 فإن الدافع الحقيقي وراء ذلك لم يكن سوى الرغبة في تجنب الأعباء الضريبية المفروضة على برامج الخيارات التي تقتصر إلى موافقة حملة الأسهم. ومن هنا فإن الأحكام الجديدة ليست في حقيقة الأمر سوى توسيع لمساحة العمل بوحدة من السياسات التقليدية المتبعة أصلاً منذ زمن، التي ثبت عجزها عن وضع حدود حقيقية لصلاحيات مجالس الإدارة.

لا شك أن التصويت على الخلط يعطي حملة الأسهم المستأين من تعويضات المديرين (أو من بعض المسائل الأخرى) الفرصة لتسجيل اعتراضهم. وقد يتيح التصويت لحملة الأسهم إعاقاً إعطاء المديرين مزيداً من الأسهم والخيارات إذا ما وجدوا أن سياسات مجلس الإدارة فيما يخص تعويضات المديرين مثيرة للسخط. غير أن التصويت على برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية لا يضع بين أيدي حملة الأسهم في الأحوال العادية أداة حقيقية تمكنهم من التأثير على نحو فاعل في عملية تصميم ترتيبات التعويضات.

في بادئ الأمر ينبغي الإشارة إلى أن ما يطرح أمام حملة الأسهم للتصويت هو في مجمله برامج يفلب على صياغتها طابع العمومية، وبديهي أن ذلك لن ينقص من صلاحيات مجلس الإدارة شيئاً. يطلب المجلس من حملة الأسهم إعطاء الموافقة على استخدام عدد معين من الخيارات أو الأسهم المقيدة ضمن كتلة التعويضات المخصصة لموظفي الشركة، غير أن هناك جوانب كثيرة عامة من برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية لا تقتضي موافقة حملة الأسهم. وعلى سبيل المثال فإن موافقة حملة الأسهم غير مطلوبة فيما يخص حصة مدير بعينه من إجمالي الخيارات التي يقرر مجلس الإدارة استخدامها ضمن رزمة التعويضات. وكذلك هي الحال أيضاً فيما يخص القيود التي قد يقرر المجلس فرضها على انتقال تلك الخيارات أو الأسهم أو على حرية المديرين في التصرف بها. وقد عبرت إحدى

الشركات القانونية المشهورة عن ذلك أبلغ تعبير عبر النصيحة التي وجهتها إلى عملائها من مجالس إدارة الشركات ضمن ملحوظة صغيرة جاء فيها: «على ضوء القواعد الجديدة الصادرة عن سوق نيويورك للأوراق المالية بالتعاون مع ناسداك، والمتعلقة باقتضاء موافقة المساهمين، ينبغي إعطاء برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية صيغة هضفاضة تتيج للشركة: إمكانية تعديل بنود التعويضات دون الحاجة إلى تطوير البرنامج على نحو يقتضي موافقة حملة الأسهم بموجب القواعد الجديدة»⁷.

وفضلاً عن ذلك، وبالرغم من أن حملة الأسهم يستطيعون أن يمارضوا على نحو جماعي برنامج استخدام الخيارات والأسهم المقيدة، فإنهم لن يتسنى لهم ممارسة دور فاعل في تحديد تعويضات المديرين إذا ما أسقطوا بالتصويت برنامج التعويضات المقترح من قبل مجلس الإدارة. إذا ما عارض حملة الأسهم على سبيل المثال برنامجاً يقوم على أساس الخيارات التقليدية لأن هذا النوع من الخيارات يسمح للمديرين بالاستفادة على نحو لا محدود من ثمار المصادفة التي تأتيهم بفعل تطورات إيجابية تعم السوق أو القطاع أو الحقل المعني، فإنهم لن يحصلوا على أي ضمانة حقيقية بأن المجلس لن يتبنى ترتيبات بديلة قد تكون أكثر إضراراً بقيمة رأس المال المسهم - كاعتماد نظام مكافآت بالغ السخاء مثلاً. لهذا السبب فإننا نتوقع أن يذهب حملة الأسهم إلى الموافقة على برامج التعويضات المقترحة في حالات كثيرة يتمنون فيها لو أن مجلس الإدارة قد أعد ترتيبات التعويضات بصورة مختلفة تماماً. وعلى العموم فإننا لا نتوقع أن تؤدي زيادة مساحة النقض المتاحة أمام حملة الأسهم فيما يخص برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية إلى تقليص حقيقي لحرية مجالس الإدارة في التحكم بهذا النوع من التعويضات.

التصويت على جوانب خاصة محددة في اتفاقات التعويضات

إن السماح لحملة الأسهم بالتصويت على اتفاقات التعويضات التي تتضمن جوانب خلافية محتملة محددة قد يكون أمراً مفيداً. وبالنظر إلى الاتفاقات التي توجب موافقة حملة الأسهم على برامج تعويضات المديرين نجد أن كلاً منها يتضمن بنوداً أو أكثر من قائمة الجوانب المشيرة للشبهات. يمكن طلب موافقة حملة الأسهم على سبيل المثال في حالة الخيارات التقليدية التي لا تعنى بفلترة أي من ثمار المصادفة التي ترمي بها الحركة

العامة للسوق أو الحقل المنسي. وفي حالة الخيارات المتاحة للاستخدام بعد استحقاقها بمدة وجيزة، وفي حالة برامج التمييز القائمة على حقوق الملكية التي لا تلزم المديرين بالإشهار سلفاً عن عملية بيع الأسهم المزمع إجراؤها، أو في حالة تمويزات إنهاء الخدمة إذا ما بدت قيمتها ضخمة بالمقارنة مع التمييزات السنوية. وقد تم اقتراح اقتضاء موافقة حملة الأسهم في مثل تلك الحالات من قبل العديد من الطروحات المقدمة من المسهمين أنفسهم، وكذلك أيضاً من قبل هيئة المستثمرين المؤسساتيين سي أي أي. وعلى سبيل المثال فقد اقترحت سي أي أي ألا يتم إعادة تسعير الخيارات الفارقة (التي انخفض سعرها في السوق إلى ما دون كلفة استخدامها) أو استبدال تلك الخيارات بخيارات جديدة إلا بموجب موافقة صريحة من قبل حملة الأسهم⁸.

إننا نعتقد أن اقتضاء موافقة حملة الأسهم قد يكون أمراً مفيداً إذا ما جرى تطبيقه في حالة العطاءات التي يبدو عليها أنها على الأرجح لا تصب في مصلحة رأس المال المسهم. في حالة كذلك يمكن النظر إلى اقتضاء موافقة حملة الأسهم على أنه إجراء يقود إلى حل وسط بين المنع المباشر والصريح من جهة وبين الموافقة غير المسؤولة من جهة أخرى. إذا ما بدا على جانب معين من جوانب الاتفاق أنه لا يخدم مصالح حملة الأسهم، فإن كلا الخيارين الحديين، الرفض التام وإتاحة الحرية المطلقة، قد يكونان مكلفين. والسماح هنا بتضمين ذلك الجانب في الاتفاق، شريطة أن يوافق عليه حملة الأسهم، من شأنه أن يحفظ والحالة هذه توازناً حساساً بين كلا الخيارين.

ولكن هل تحمل تلك الترتيبات فائدة حقيقية لحملة الأسهم؟ إن الإجابة عن هذا السؤال تتعلق بالطبع، وإلى حد بعيد، بطبيعة العطاءات المدرجة على قائمة ما يقتضي موافقة حملة الأسهم: إذ إن فرض شرط موافقة حملة الأسهم على عطاءات من المرجح أن تصب في مصلحة حملة الأسهم، من شأنه أن يرتب على الشركة تكاليف لا داعي لها. وبالمقابل فإن عدم فرض شرط الموافقة في حالة العطاءات التي يفلب عليها الاحتمال بأنها قد لا تخدم مصالح حملة الأسهم يعني التقييد عن جني الفوائد المحتملة التي تحملها قواعد اقتضاء موافقة حملة الأسهم بين طياتها. إن خبراء ومنسقي سوق الأوراق المالية ليسوا في الموقع الذي يسمح لهم بتحديد الجوانب المثيرة للشبهات لأنهم ببساطة ليسوا على دراية كافية

بخصوصيات الشركة. وكذلك فإنهم أيضاً لن يتمكنوا من حصر جملة الترتيبات التي تتطلب موافقة حملة الأسهم عند حدوث بعض المستجدات.

وهكذا فإن حملة الأسهم أنفسهم هم من ينبغي أن يقرروا بشأن القيود الواجب فرضها على صلاحيات مجلس الإدارة والتعديلات الواجب إجراؤها على تلك القيود لمواكبة المستجدات. لكن المشكلة تكمن في أن قانون الشركات الحالي لا يخول حملة الأسهم صياغة القواعد المتعلقة بتعويضات المديرين والتصويت عليها لتصبح قواعد ملزمة لمجلس الإدارة. بالنظر إلى تعويضات المديرين، وهي مادة يضعها قانون الشركات ضمن حدود صلاحيات مجلس الإدارة، يحق لحملة الأسهم تقديم المبادرات بشأن صياغة قرارات التوصية، غير أن تلك القرارات حتى إن حظيت بغالبية الأصوات لا تعدى كونها توصيات غير ملزمة. ومن وجهة نظرنا فإنه قد يكون من المفيد إتاحة الفرصة أمام حملة الأسهم لتقديم مبادرات جديدة فيما يخص ترتيبات تعويضات المديرين تتضمن صياغة القواعد الملزمة وإقرارها عبر التصويت. وعلى سبيل الذكر لا الحصر فإن إعطاء حملة الأسهم صلاحيات من هذا القبيل سوف يمكنهم، إذا ما أرادوا، من فرض قواعد تمنع مجالس الإدارة من تبني ترتيبات معينة فيما يخص التعويضات التي تسمح بالالتفاف على موافقة حملة الأسهم.

حدود التصويت على ترتيبات أجور المديرين

إننا ننظر إلى آلية مشاركة حملة الأسهم في صنع القرار عبر عملية التصويت كأمر بالغ الأهمية. وسوف نوضح في الفصل القادم بالحجة والبرهان رؤيتنا الداعمة لتعزيز دور حملة الأسهم في انتخاب مجلس الإدارة وفي التصويت على القواعد الأساسية لحوكمة الشركة. غير أن هيكلية ترتيبات أجور المديرين ليست بالساحة المناسبة التي يمكن أن تحل فيها مشاركة حملة الأسهم عبر التصويت محل آلية صنع القرار في مجلس الإدارة النزيه الحريص على حماية مصالح حملة الأسهم.

إن تصويت حملة الأسهم من شأنه أن يرسم الحدود القصوى لصلاحيات مجلس الإدارة في التصرف دون الحاجة إلى طلب موافقة خاصة من حملة الأسهم. وحملة الأسهم سوف

يستبدون في رؤيتهم لتلك الحدود إلى معلوماتهم العامة حول البنية الأساسية لترتيبات التمويضات. غير أن ذلك لا ينتقص أبداً من أهمية الدور الذي يضطلع به مجلس الإدارة الكفوء لجهة اتخاذ القرارات المناسبة وتحديد الأنسب بين جملة الخيارات المعقدة ضمن الحدود التي رسمها حملة الأسهم وكذلك أيضاً لجهة التفاوض مع المديرين. وهذه مهام معقدة تتطلب معرفة دقيقة بتفاصيل الموقف ومهارة في إدارة جولات التفاوض بما فيها من أخذ وردّ. وتصويت حملة الأسهم لا يمكنه في أي حال من الأحوال أن ينوب مناب مجلس الإدارة في كل تلك المهام.

تمويضات المديرين وحوكمة الشركات

تحليلنا الذي قدمناه في هذا الفصل يمهّدنا من جديد إلى المشكلة الأساسية ذات الصلة بمسألة حوكمة الشركات. كيف لنا أن نرتقي بالدوافع التي توجه دفة الإدارة وأن نجعل أعضاء مجلس الإدارة أكثر التصاقاً بمصالح حملة الأسهم؟ وبالرغم من أن التغييرات المحتملة التي قمنا بمناقشتها فيما تقدم قد تحسن بالفعل هذا الجانب أو ذاك من ترتيبات أجور المديرين، إلا أنها لا تقوى على معالجة المشكلات العالقة معالجة جذرية. والحل الجذري لتلك المشكلات لا بد له أن يمر عبر تطوير أساليب حوكمة الشركات بوجه عام.

إن التدابير التي أتينا على مناقشتها تترك جميعها في يد مجلس الإدارة قدرأ كبيراً من الصلاحيات، وهذا أمر ضروري لا غنى عنه. لكن تلك التدابير بعد ذاتها لا تزود أعضاء مجلس الإدارة بحزمة جديدة من الدوافع.

وتحقيق أي تحسين إضافي في هيكله تمويضات المديرين منوط بالدرجة الأولى بتميز دوافع مجلس الإدارة لما فيه خدمة مصالح حملة الأسهم. وتحسين تلك الدوافع من شأنه أن يترك بصمات إيجابية ليس فقط فيما يخص ترتيبات أجور المديرين، وإنما أيضاً على صعيد مختلف القرارات الأخرى التي يتخذها مجلس الإدارة والمسائل الأخرى التي ينظر فيها. ومن هنا فإن تحليل المشكلات المتعلقة بتمويضات المديرين يقودنا إلى الاعتقاد بالحاجة إلى إصلاحات جذرية على صعيد حوكمة الشركات، الأمر الذي يجسد موضوع الفصل القادم من هذا الكتاب.

الوعي والواقع

نود أن نختتم هذا الفصل بالتأكيد على أهمية إدراك الدور الحساس للنفوذ الذي يتمتع به الجهاز التنفيذي فيما يخص تحديد تمويضات المديرين. إن توسيع قاعدة الوعي فيما يتعلق بطبيعة المشكلات القائمة المرتبطة بتمويضات المديرين، وهو الأمر الذي نسمى إلى تحقيقه عبر هذا الكتاب، من شأنه أن يكون له بعد ذاته أثر واضح من حيث تخفيف حدة تلك المشكلات.

إن اتساع دائرة الوعي - ولا سيما على مستوى المستثمرين المؤسساتيين - فيما يخص قدرة المديرين على التأثير في تمويضاتهم من شأنه أن يفعل الكثير من أجل وضع حد لتلك المشكلات. لقد أوضحنا بالحجة والدليل أن قدرة المديرين على الاستئثار لأنفسهم بالأجور المفرطة، وقدرتهم على فصل تلك الأجور عن الأداء، وكذلك حجم الأعباء المالية التي يتحملها حملة الأسهم من جراء ذلك، تتعلق جميعها بدرجة انكشاف الأخطاء والثغرات المتضمنة في ترتيبات التمويضات أمام أعين المراقبين الخارجيين المنهيين. وبقدرة هؤلاء على تمييز تلك الأخطاء والثغرات، وهكذا فإن حجم ما يمكن للمديرين أن يستأثروا به لأنفسهم على حساب حملة الأسهم يتعلق بدرجة وعي هؤلاء لحجم التشوّهات التي تعترى ترتيبات التمويضات التي يحاول المدبرون إخفاءها بوسائل شتى. وتميز الوعي لتلك التشوّهات من شأنه بكل بساطة أن يقلص حجم المشكلات التي وضعنا أيدينا عليها فيما تقدم.

لتحسين سياسات تمويضات المدبرون يحتاج المستثمرون ودعاة الإصلاح ليس فقط إلى القوة وحسب، وإنما أيضاً إلى المعرفة والوعي بشأن ما ينبغي أن يبحثوا فيه وما ينبغي أن يركزوا عليه. يجب أن يموّجوا جيداً طبيعة الدور الأساسي الذي مارسه الجهاز التنفيذي عبر سلطته ونفوذه وما زال يمارسه فيما يخص التحكم بتمويضات المدبرين، وأن يحيطوا بالعوامل الكثيرة المختلفة التي تسهم في بناء سلطة الجهاز التنفيذي وتميزها وبطيف الأشكال المختلفة التي تقصح فيها تلك السلطة عن نفسها.

إننا نعتقد أن من المهم أيضاً، بالنسبة لزملائنا من الباحثين الأكاديميين، أن يدركوا جيداً حجم الصعوبات الإدارية التي تطوي عليها مسألة تمويضات المدبرين. لقد خص

خبراء الاقتصاد المالي برامج التمويضات القائمة على حقوق الملكية بقدر كبير من التأييد والدعم تقديراً منهم لما تعد به تلك البرامج من تزويد المديرين بحوافز إيجابية تحثهم على تحسين الأداء. وقد أسهم ذلك الحماس في إضفاء مزيد من المشروعية على الزيادات الكبيرة في تمويضات المديرين أثناء العقد الماضي.

ينبغي على خبراء الاقتصاد المالي أن يدركوا أن برامج الحوافز تلك لها بالمقابل أيضاً ما يمكن أن نسميه «وجهها المظلم». وهيكلية تلك البرامج قد تجسد في بعض الأحيان نتائج مشكلات التوكيل أكثر من كونها أداة لحل تلك المشكلات. ويسبب مشكلات التوكيل تلك لم تلح تمويضات المديرين حتى الآن في تحقيق ما وعدت به، بل إنها قد أسهمت في خلق بعض الدوافع المخربة والشاذة. واتنا لسرورون لرؤية خبراء الاقتصاد المالي يولون اليوم مزيداً من الوقت لدراسة بعض الآثار العكسية التي خلفتها ترتيبات التمويضات على سلوك المديرين. ونأمل أن يتجهوا إلى التركيز بدرجة أكبر على الدور الذي تضطلع به سلطة الجهاز التنفيذي، وأن يولوا دراسة ذلك الدور مزيداً من الاهتمام. كما سبق أن فعلوا في دراستهم لنموذج التعاقد على مطال الذراع.

16 تطوير حوكمة الشركات

تفويض حملة الأسهم هو القاعدة الإيديولوجية التي تقوم عليها شرعية سلطة مجلس الإدارة.

مستشار ولاية ديلاوير ويليام ألين.

في أطلس بلازوس، 1988

إن المشكلات المتعلقة بترتيبات تمويزات المديرين، التي تعرفنا عليها فيما تقدم، تجد جذورها في فشل مجلس الإدارة في التفاوض مع المديرين على مطالب الذراع. تعزيز الشفافية، تطوير آليات عمل مجلس الإدارة، توسيع دائرة اقتضاء موافقة حملة الأسهم، تطوير وعي المسهمن لمختلف ترتيبات التمويزات ودور كل منها، لا شك في أن هذه العوامل جميعها من شأنها أن تساعد على تحسين الوضع. غير أن تلك المعالجات الموضعية لن تستطع أن تحل كلياً محل آلية صنع القرار الفاعلة التي تتجسد في فريق من أعضاء مجلس الإدارة يضع مصالح حملة الأسهم نصب عينيه ويوليها الأولوية المطلقة.

وفي النهاية فإن مسألة تمويزات المديرين تتطلب درجة معينة من المعرفة الاختصاصية، ولذلك فإن خير من يتولاها هم صناع القرار المطلعون الذين يتمتعون بقدر من الصلاحيات ويمملون على توظيف صلاحياتهم لما فيه تحمين قيمة رأس المال المسهم. ومن هنا فإن السبيل الأفضل لمعالجة المشكلات التي أتبنا على مناقشتها فيما تقدم من الكتاب إنما يكون بالعمل على تطوير جملة الدوافع والحوافز التي تقود خطأ أعضاء مجلس الإدارة، ما نحتاجه هو أن ننقل بالرواية الرسمية لتموييزات المديرين وسياسات مجلس الإدارة، التي يظهر فيها أعضاء مجلس الإدارة بمظهر الحراس المتيقظين الذين لا هم لهم سوى حماية مصالح حملة الأسهم، من عالم الخيال والوهم إلى عالم الواقع والحقيقة.

لا شك أن أعضاء مجلس الإدارة الحريصين على حماية مصالح المسهمن يمثلون حاجة ماسة ليس فقط من أجل معالجة مشكلات تمويزات المديرين، وإنما أيضاً من أجل معالجة المشكلات المتعلقة بحوكمة الشركة، التي لن تختفي عن الوجود حتى لو وقفنا على حل مثالي لترتيبات التمويزات، وعلى سبيل المثال فإن وجود أعضاء في مجلس الإدارة حريصين على مصالح حملة الأسهم يمثل عاملاً أساسياً من عوامل تحديد درجة ثقتنا بالمجلس وإمكانية الاعتماد عليه في منح المديرين من الوضوح في غواية التوسع الإمبراطوري أو منعه من الوقوف في وجه بعض مشروعات الشراكة التي تعد بمكاسب ملموسة لحملة الأسهم. إن الأساس الذي يقوم عليه نظامنا الرقابي، الذي يعتمد على مجلس الإدارة كهيئة رقابية عليها تتابع بعين المراقب سياسات الجهاز التنفيذي، إنما يكمن في وجود أعضاء في المجلس يقومون بانتقاء المديرين، والإشراف على عملهم، وتحديد تمويزاتهم واضمين في ذلك كله مصالح حملة الأسهم نصب أعينهم. ويمكن القول: إن قدرة حملة الأسهم على وضع ثقتهم في فريق نزيه من أعضاء مجلس الإدارة تمثل نقطة الارتكاز التي يقوم عليها هذا النظام.

والسؤال المهم في هذه الحالة هو: كيف لنا أن ندفع أعضاء مجلس الإدارة إلى مزيد من الحرص ومزيد من التركيز على مصالح حملة الأسهم. والسبيل الأنجع إلى تحقيق ذلك إنما يكمن بتقديرنا في إحداث تغيير في موازين القوى بين مجلس الإدارة من جهة وحملة الأسهم من جهة أخرى. وسنستعرض فيما يلي الخطوط العريضة للإصلاح الإداري المطلوب مع الإشارة إلى إمكانية الخوض في مزيد من التفاصيل في أعمال أخرى¹.

حدود استقلالية عضو مجلس الإدارة

الطريقة الأساسية التي انتهجها نظام حوكمة الشركات أخيراً للرد على ما اصطدم به من مشكلات إدارية تجسدت في العمل على تعزيز استقلالية مجلس الإدارة. لقد سمعت الإصلاحات الأخيرة إلى إكساب الأعضاء المستقلين -بموجب التسمية- في مجلس الإدارة مزيداً من الاستقلالية الفعلية من جهة، وتوسيع حضور الأعضاء المستقلين وتعميق دورهم في مجلس الإدارة من جهة ثانية. والواقع أن الاعتقاد السائد اليوم يقول: إن تعزيز استقلالية أعضاء مجلس الإدارة هو المفتاح الحقيقي لضمان فاعلية النموذج الرقابي الذي يعتمد

المجلس كهيئة رقابية عليها ترأب سير العمل في الشركة. والكثيرون يعتقدون بأن زيادة استقلالية أعضاء المجلس من شأنها أن تحمي الشركات في المستقبل من مختلف أشكال مشكلات الحوكمة. وهم في ذلك يجهدون في إرجاع مشكلات الماضي إلى نقص في استقلالية مجالس الإدارة.

وكما سبق أن ناقشنا في الفصل 2، فإن أسواق الأوراق المالية قد تبنت في العام 2003، ومعايير تسجيل تفرض على الشركات المسجلة أن تكون الأغلبية في مجالس إدارتها للأعضاء المستقلين، وتتضمن تضييقاً واضحاً لتعريف الأعضاء المستقلين. كما تقتضي أيضاً أن تكون لجان الترميزات ولجان الترشح مكونة حصراً من الأعضاء المستقلين. وقد دأب أنصار سلطة الجهاز التنفيذي على استخدام تلك الإصلاحات كتاعدة ينطلقون منها في حملاتهم الرامية إلى التأكيد على عدم وجود أي ضرورة لمزيد من التغيير². ووفقاً لرؤية هؤلاء فإن تلك الإصلاحات، حتى لو سلمنا بأن النموذج الرسمي لرقابة مجلس الإدارة على الجهاز التنفيذي لم يعمل بالشكل المطلوب في الماضي، كنهية بمعالجة مختلف المسائل المتعلقة بفاعلية آلية صنع القرار في المجلس. فالقواعد الجديدة تعزز من استقلالية المجلس. وذلك هو جل ما تحتاجه الشركة.

أما رؤيتنا فتقول: إن الإصلاحات الأخيرة قد تحمل العديد من المكاسب، ولكن ليس هنالك ما يبرر بالفعل ذلك القدر من الرضى والتفائل. فالقواعد الجديدة وما يرافقها من اهتمام متزايد باستقلالية أعضاء المجلس لا يمكنها أن تقدم بعد ذاتها ضمانة حقيقية على أن المجلس سوف يؤدي بالفعل ذلك الدور الحساس المطلوب منه وبالدرجة المطلوبة من الكفاءة والنزاهة. إن القواعد المتعلقة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة لا يمكنها أن تقدم على أرض الواقع ما قد يقارب توقعات ومزاعم أنصار تلك الإصلاحات المتحمسين.

هنالك بوادر عديدة تدعو إلى التشكيك في حجم ما يمكن أن تقدمه القواعد التي تعزز من اشتراط استقلالية أعضاء المجلس. من الواضح أن تلك القواعد من شأنها أن تقصي أفراداً معينين عن عضوية مجلس الإدارة في شركة معينة، لكن أعداداً هائلة من الأشخاص الآخرين سوف تظل ضمن دائرة المرشحين لدخول المجلس بوصفهم أعضاء مستقلين.

وشروط الاستقلالية تلك لا تقدم حلاً للسؤال المهم عن آلية انتقاء فئة قليلة من أولئك الأشخاص من بين كتلة هائلة من المرشحين المستقلين. وبالإضافة إلى ذلك فإن شروط الاستقلالية، وبالرغم من أنها قد تتجح في وضع حد لبعض أشكال تأثير الجهاز التنفيذي على بعض أعضاء مجلس الإدارة، لا تمثل بعد ذاتها أي ضمانات حقيقية لالتزام أعضاء مجلس الإدارة بحماية مصالح حملة الأسهم.

جميع الشركات تقدر على العموم، لدى ملء شاغر ما في أي من المواقع المتقدمة، أهمية اختيار الرجل المناسب وتزويده بالحوافز المناسبة. والحقيقة أنه ليس هناك على الإطلاق ما يبرر عدم تطبيق المعايير ذاتها في حالة أعضاء مجلس الإدارة، ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان حساسية الدور الذي يضطلعون به. ولما كانت استقلالية أعضاء مجلس الإدارة لا تقدم بعد ذاتها ضمانات كافية للانتقاء الموفق ولا للحوافز المناسبة، فإن الأمر يبدو مقلماً حقاً.

من أهم العوامل التي تحدد من أهمية قواعد استقلالية أعضاء مجلس الإدارة أن تلك القواعد لا تقدم لأعضاء المجلس أي حوافز حقيقية للاهتمام بتحسين قيمة رأس المال المسهم. ولما كانت تلك القواعد تقلل فقط من دوافع أعضاء المجلس ونزعاتهم لمحاباة المديرين ولا تغنيها كلياً، فإن البقية الباقية من تلك الدوافع والنزعات قد يكون لها أثر فادح في ظل غياب الدوافع المضادة التي تدفع أعضاء المجلس إلى الحرص على تحسين قيمة رأس المال المسهم.

كما سبق أن ناقشنا في الفصل 2، فإن الإصلاحات الأخيرة لا تقوى على إلغاء العوامل الكثيرة التي تدفع بأعضاء مجلس الإدارة إلى محاباة المديرين. وأول ما ينبغي ذكره في هذا السياق أن تلك الإصلاحات لم تغير شيئاً من الواقع الذي يقول: إن مفتاح إعادة الانتخاب لمعضوية المجلس إنما يكمن التمسك بموقع على قائمة مرشحي الشركة. قد لا يتسنى للمدير العام وحلفائه في المجلس التحكم على نحو كلي في ترشيحات المجلس، لكن الحفاظ على صلات طيبة مع ذلك الفريق يزيد على الغالب من احتمال الفوز بمعضوية جديدة في المجلس.

وبالإضافة إلى ذلك، وعلى الرغم من أن الإصلاحات الأخيرة تجهد في تقليص قدرة المديرين على مكافأة أعضاء مجلس الإدارة، إلا أنها لا تقوى على تقويضها على نحو كلي. وفي الحقيقة لن يكون من السهل منع المدير العام من مكافأة أعضاء المجلس طالما أنه يملك

بعض التأثيرات في تمويلاتهم من جهة، وطالما أن أبواب الدخول إلى عضوية المجلس مفتوحة في وجه فئة كبيرة من الأشخاص الذين قد تتأثر مصالحهم الاقتصادية - أثناء وجودهم بين أعضاء المجلس أو بعد ذلك - بالقرارات التي يتخذها المدير العام والمسالك التي يسلكها من جهة ثانية.

أخيراً، حتى لو سلمنا بقدرة الإصلاحات على إلغاء سلطة المدير العام فيما يخص مكافأة أعضاء مجلس الإدارة، فإن هؤلاء سيظلون عرضة لمؤثرات نفسية واجتماعية كثيرة تدفع بهم إلى الحفاظ على علاقات طيبة مع المدير العام. وحيث إن أعضاء مجلس الإدارة مدعوون للعمل في جو من التعاون يشعر فيه واحد منهم بانتمائه إلى فريق يقوده في كثير من الشؤون المدير العام عينه، فإنهم سيميلون بطبيعة الحال إلى مساهرة رغبات المدير العام وتوجهاته أكثر من ميلهم إلى معارضة تلك الرغبات والتوجهات. والإصلاحات الأخيرة لا تقدم إلا القليل مما قد يدعو أعضاء مجلس الإدارة إلى التصرف بما يتناقض مع ميلهم الطبيعي إلى تجنب حالات النزاع مع زميلهم ورئيسهم المدير العام.

إن هذه النقطة الأخيرة تستحق أن نقف قليلاً عندها: إنها تعني فيما تعنيه أن اختزال قدرة المديرين على مكافأة أعضاء مجلس الإدارة - دون إعطاء هؤلاء حوافز إيجابية تدفع بهم إلى الحرص على مصالح حملة الأسهم - قد لا تكون كافية لدفع أعضاء المجلس إلى تركيز اهتمامهم على قيمة رأس المال المسهم. وحيث إن معظم أعضاء مجلس الإدارة لا يملكون إلا نزرًا يسيراً من أسهم الشركة فإن الخسارة الشخصية المباشرة التي قد تترتب على منح المديرين تمويلات سخية وهامش حرية واسع في توجيه دفعة الشركة، لن تبلغ في الغالب أي حدود تستحق الذكر. ولذلك فإن الدوافع الاقتصادية أو حتى الروابط الاجتماعية التقليدية مهما بلغت من الضعف قد تكون كافية لإمالة أعضاء مجلس الإدارة إلى جانب المديرين.

إن التحليل الذي أوردناه آنفاً من شأنه أن يوضح حدود ما يمكن أن نأمله من شروط الاستقلالية الجديدة. إن أعضاء مجلس الإدارة الذين يفتشرون إلى الحوافز القوية التي تحثهم على خدمة مصالح حملة الأسهم لن يكون من السهل عليهم أن يحافظوا على

استقلاليتهم عن المديرين. وجدير بالملاحظة على أي حال أنه حتى لو نجحنا في عزل أعضاء مجلس الإدارة عزلاً تاماً عن تأثير الجهاز التنفيذي، فإن غياب تلك الحوافز سيترك بالرغم من ذلك العزل أثراً سلبياً يضر بمصالح حملة الأسهم.

دعونا نتأمل السيناريو الافتراضي القائم على مجلس إدارة مكون على نحو أساسي من أعضاء مستقلين ليست لديهم أي دوافع أو ميول للمحافظة على علاقات طيبة مع المدير العام. ولنفترض أن فريقاً من أولئك الأعضاء قد تمكن على نحو أو بأخر من بسط سيطرته على المجلس ولجانه. وبات بفضل إحكام قبضته على مفاصل الشركة، قادراً على أن يحمي نفوذه وبقائه حماية ذاتية. ولنفترض أيضاً أن مكافآت المدير العام لا تقوى البتة على تحريك أي من أعضاء ذلك الفريق. من الواضح أن أعضاء مجلس الإدارة في هذا السيناريو الافتراضي لن يعملوا على خدمة مصالح المديرين. غير أنهم، في ظل غياب الحوافز الكفيلة بإمالتهم نحو حملة الأسهم، لن يخدموا أيضاً مصالح حملة الأسهم بالرغم من استقلاليتهم التامة عن المديرين. وهم في الغالب سوف يسمون والحالة هذه وراء مصالحهم وميولهم الشخصية - ربما عبر تعيين المديرين وفقاً لأهوائهم الشخصية، أو عبر زيادة تعويضات أعضاء المجلس، أو عبر توسيع نفوذهم أو عبر دفع الشركة نحو الاستثمار في مشروعات تتفق مع أهوائهم الشخصية. وباختصار يمكن القول: إن حملة الأسهم سيظل لديهم الكثير من بواعث القلق، طالما أن أعضاء مجلس الإدارة لم يحصلوا على الحوافز الحقيقية التي تدفعهم إلى الحرص على تعظيم قيمة رأس المال المسهم.

برامج تعويضات أعضاء مجلس الإدارة

اعتمدت الشركات حقوق الملكية مدة من الزمن كوجه من وجوه تعويضات أعضاء مجلس الإدارة. وقد نادى العديد من المراقبين بتكثيف الاعتماد على التعويضات القائمة على حقوق الملكية فيما يخص أجور أعضاء المجلس³. ولكن هل تستطيع تعويضات حقوق الملكية حقاً، ربما بالتزامن مع بعض الزيادة في حجم الأسهم المتضمنة، أن تتجح في تزويد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين بالقدر المطلوب من الحوافز الايجابية لدفعهم إلى التركيز على مصالح حملة الأسهم؟

إذا ما بقيت تعويضات عضو مجلس الإدارة ضمن حدودها فإن الخسارة المالية التي تترتب على أعضاء المجلس بفعل العديد من الإجراءات المخفضة لقيمة رأس المال (وإن لم يكن جميعها) سوف تبقى صغيرة حتى لو افترضنا أن جزءاً كبيراً أو الجزء الأكبر من تعويضاتهم كانت تقوم على حقوق الملكية. لتأمل برنامج تعويضات يقدم لأعضاء مجلس الإدارة مكافآت سنوية على شكل أسهم مقيدة بقيمة \$100,000. ولنفرض أن أحد الأعضاء قد جمع من الأسهم ما قيمته \$300,000. لا شك في أن امتلاك هذا القدر من أهم الشركة يزود أعضاء المجلس بدوافع قوية لمعارضة خطة عمل يطمح إليها المدير العام إذا كان من شأن تلك الخطة أن تقود إلى تراجع كبير قد يصل إلى 50 بالمائة في قيمة الأسهم التي يمتلكها المسهمون (وكذلك أعضاء المجلس) ولكن إذا ما كان الأمر يتعلق بأحد ترتيبات التعويضات أو بواحد من المشروعات المحببة إلى قلب المدير العام التي من شأنها أن تقود إلى تراجع في قيمة رأس المال المسهم بنسبة 1 أو 2 بالمائة، فإن الحافز على الدخول في سجال مع المدير لن يكون قوياً. وفي مثل هذه الحالة فإن مواجهة المدير لن ترفع قيمة ممتلكات عضو المجلس بأكثر من قيمة الأجر الذي تقدمه له الشركة لقاء مشاركته في اجتماع للمجلس أو لإحدى اللجان المنبثقة عنه.

إن تزويد أعضاء مجلس الإدارة بحوافز حقيقية قائمة على حقوق الملكية يتطلب قبل كل شيء زيادة كبيرة في حجم التعويضات التي يتقاضونها لقاء خدماتهم في المجلس. غير أن زيادة حجم تعويضات حقوق الملكية المقدمة لأعضاء المجلس قد تحمل بين طياتها آثاراً سلبية غير مقصودة. فكلما كان حجم تعويضات أعضاء مجلس الإدارة أكبر، ازدادت بالمقابل رغبة أحدهم في الحفاظ على مقعده في الانتخابات القادمة. ولذلك فإن تضخيم التعويضات قد يدفع أعضاء المجلس إلى التركيز ليس على المسألة المهمة والصعبة الماثلة في تنظيم قيمة رأس المال المسهم، وإنما على مسألة الحفاظ على كراسيهم في المجلس والتمتع بساقيّة التعويضات المتدفقة التي تتبع من تلك الكراسي. وكذلك أيضاً زيادة فرص الحصول على عضوية إضافية (باتت الآن أكثر جاذبية) في مجالس أخرى. وحيث إن تعيينات المجلس لا تتأثر كثيراً بأهواء حملة الأسهم وإنما بأهواء لجان الترشيح، فإن ازدياد الاهتمام بالحفاظ على الكرسي أمر مختلف عن ازدياد الاهتمام بتنظيم قيمة رأس المال المسهم. وفضلاً عن ذلك فإن أعضاء المجلس المستقلين إذا ما تضخمت أجورهم على نحو كبير سوف ينشغلون على الأرجح بإيجاد

السبل لتثبيت وشرعة الزيادة المطردة في عدد ما يملكونه من الخيارات والأسهم أكثر كثيراً من انشغالهم بسبل تحسين قيمة السهم الواحد من أسهم رأس مال الشركة.

إن هذه النقطة الأخيرة تميظ اللثام عن واحدة من الصعوبات الجذرية التي تلف محاولة حل المشكلة المتعلقة بحوافز أعضاء مجلس الإدارة عبر برامج التعميصات القائمة على حقوق الملكية. إن النظرة الأولى قد تعود المرء إلى الاعتقاد بأن تلك البرامج من شأنها أن تحقق الانسجام المطلوب بين مصالح أعضاء المجلس ومصالح حملة الأسهم، وأن تدفع بالمجلس إلى تنفيذ مهامه الرقابية بالشكل المطلوب، وكذلك أيضاً وعلى وجه الخصوص، إلى التفاوض مع المديرين على مطال ذراعه بكل مهنية وموضوعية ووضماً نصب عينيه مصالح حملة الأسهم ولا شيء سواها. غير أن إمعان النظر في الأمر يبين أن معالجة المشكلة بهذا الشكل إنما تمثل ببساطة استساحاً للمشكلة الأصلية التي بدأنا منها والمتعلقة بتعميصات المديرين، ولكن هذه المرة على مستوى أعضاء مجلس الإدارة.

من وجهة نظر التفاوض على مطال الذراع تمد تعميصات المديرين أداة لمعالجة مشكلة التوكيل القائمة بين المديرين وحملة الأسهم. تقول تلك الرؤية: إن من الممكن توجيه مصالح المديرين بحيث تطبق على مصالح حملة الأسهم، وذلك عبر برامج التعميصات المحفزة التي تدفع بالمديرين إلى استخدام صلاحياتهم بالشكل الذي يخدم مصالح حملة الأسهم. لكن المشكلة تكمن، كما سبق أن رأينا، في الحاجة إلى طرف آخر غير المديرين أنفسهم، يطالعا برزمة الأجور والتعميصات المناسبة. وهناك الكثير من الأسباب التي تدعو إلى الاعتقاد بأن أعضاء مجلس الإدارة في توليهم تلك المهمة لم يأبها كثيراً لمصالح حملة الأسهم.

هل يمكننا أن نواجه مشكلة التوكيل الجديدة هذه بين أعضاء مجلس الإدارة من جهة وحملة الأسهم من جهة ثانية، بأن نقدم لأعضاء المجلس أنفسهم برامج أجور مدروسة بناية قوامها التعميصات القائمة على حقوق الملكية؟ حسن، نحن بحاجة إذأ إلى طرف جديد نتمتع عليه في تصميم التعميصات المحفزة لأعضاء مجلس الإدارة. إن من يقوم بتحديد تعميصات أعضاء مجلس الإدارة حالياً هم أعضاء المجلس أنفسهم، وطالما أن أعضاء المجلس يمسكون بزمام تعميصاتهم بأنفسهم فإن شرعة تقديم التعميصات الضخمة القائمة على

حقوق الملكية لن تضع حداً لمشكلة التوكيل التي تحكم العلاقة بين المجلس وحملة الأسهم. بل إنها قد تقود إلى تأزيم تلك المشكلة. في ظل هذه الظروف يمكن القول إن نزوع أعضاء المجلس إلى العمل على تضخيم قيمة تعويضاتهم من شأنه أن يؤثر بصورة سلبية على أدائهم.

هل علينا والحالة هذه أن نبحث عن مجموعة جديدة من الخبراء المستقلين لتشكيل مجلس جديد نسميه «مجلس الإدارة العالي» ونوكل إليه مهمة تحديد تعويضات أعضاء مجلس الإدارة المستقلين؟ وكفي نضمن أن أعضاء مجلس الإدارة العالي سوف يوظفون صلاحياتهم لخدمة مصالح حملة الأسهم. علينا أن نقدم لهم أيضاً برامج حوافز من صنع «مجلس الإدارة الأعلى». وهكذا. إن عبئنا هذه السلسلة المفتوحة إلى ما نهاية يادية للعيان. وهي توضح أيضاً المشكلة الأساسية لمختلف الحلول القائمة على اعتبار استقلالية أعضاء المجلس بحد ذاتها مفتاحاً للحل: فالاستقلالية، حتى إن اقترنت ببرامج الحوافز، لا يمكنها أن تضمن حماية مصالح حملة الأسهم، إلا إذا كان هناك آلية ما في نهاية السلسلة تجعل مهندسي برامج الحوافز طرفاً محسوباً على نحو أو بأخر على حملة الأسهم أو مسؤولاً أمامهم. هذه النقطة الأساسية تسلط الضوء على أهمية تمتين الربط بين أعضاء مجلس الإدارة وحملة الأسهم.

ربط أعضاء مجلس الإدارة بحملة الأسهم

مشكلة الحلول التي تركز على استقلالية أعضاء المجلس أنها لا تقدم بحد ذاتها ما من شأنه كسر جدار العزل الذي يفصل أعضاء المجلس عن حملة الأسهم. لما كان انتخاب أعضاء المجلس وتحديد تعويضاتهم من المهام المحصورة كلياً في دوائر المجلس ذاته، إذا ما سلمنا باستقلالها عن تأثير الجهاز التنفيذي في الشركة، فإن نظام الحوكمة هذا يفتقر إلى المرساة التي تضمن أن تأتي قرارات مجلس الإدارة جميعها قريبة من سفينة مصالح حملة الأسهم.

ومن وجهة نظرنا فإن السبيل الأنجع لتطوير أداء مجلس الإدارة إنما يكون عبر زيادة نفوذ حملة الأسهم على حساب أعضاء مجلس الإدارة. علينا أن نجعل أعضاء المجلس ليس فقط أكثر استقلالية عن الجهاز التنفيذي ولكن أيضاً أقل استقلالية عن حملة الأسهم.

والشق الثاني من هذه العبارة هو تحديد ما من شأنه أن يزود أعضاء المجلس بحوافز أكثر فاعلية وقوة لخدمة مصالح حملة الأسهم.

وعلى الرغم من أن التسمية المطلوبة لحملة الأسهم يمكن إرساؤها عبر إعطاء هؤلاء دوراً رئيساً في تحديد تمويضات أعضاء المجلس، فإننا نود أن نركز اهتمامنا هنا على مسألة إعطاء حملة الأسهم دوراً أكبر فيما يخص تعيين أو إعادة تعيين أعضاء مجلس الإدارة. ينبغي استبدال النظام الحالي الذي يجعل الوصول إلى كرسي المجلس أمراً مفوضاً بكسب رضى وصدقة أعضاء المجلس الذين يتفردون بقرارات الترشيح. إن مسألة تعيين أعضاء مجلس الإدارة ينبغي أن تتبع على نحو جذري - على صعيد التطبيق العملي وليس فقط على صعيد النظريات - لصلاحيات حملة الأسهم أنفسهم.

إن إكساب أعضاء مجلس الإدارة شيئاً من التسمية لحملة الأسهم من شأنه أن يصنع حداً لأثر بعض العوامل التي تدفع أعضاء المجلس إلى السعي وراء مصالحهم الشخصية الضيقة أو العمل على خدمة مصالح المديرين بدلاً من الاضطلاع بمهمتهم الحقيقية المائلة في العمل على خدمة مصالح حملة الأسهم. والتسمية لحملة الأسهم قد تحول رغبة أعضاء المجلس في الحفاظ على مقاعدهم في الدورة الانتخابية القادمة إلى حافز إيجابي بدلاً من كونها مؤثراً سلبياً. كما أن من شأنها أيضاً أن تحفز أعضاء المجلس على بناء سمعة طيبة قوامها الحرص على خدمة مصالح المساهمين. وربما تبعث في نفوس أعضاء المجلس الشعور بواجب الإخلاص لحملة الأسهم، ولا سيما إذا ما مارس المستثمرون المؤسساتيون دوراً فاعلاً في تعيين أعضاء المجلس.

لهذا السبب فإننا نؤيد إزالة جدران العزل التي لا تزال تقصل أعضاء مجلس الإدارة عن حملة الأسهم. ونظراً للصعوبات الكبيرة التي تترتب بسبب العمل الجماعي بين صفوف المساهمين، فإن توسيع سلطة حملة الأسهم على حساب سلطة أعضاء مجلس الإدارة يصعب أن يقدم حلاً مثالياً. غير أن التحرك في هذا الاتجاه يملك طاقات كامنة كبيرة من شأنها أن تساعد على تطوير حوافز المجلس وتحسين أدائه.

أسطورة انتخابات مجالس إدارة الشركات

تحتل قدرة حملة الأسهم على استبدال مجلس الإدارة موقفاً حساساً بين عناصر الصورة الراجعة لنظام إدارة الشركات الحالي. وعلى الرغم من أن صلاحيات المساهمين

تلك ليس من المفترض أن تجد طريقها إلى الاستخدام على نحو منتظم، فإن الكثيرين يرون فيها صمام الأمان الذي يحمي النظام من خطر الانفجار. إذا كان حملة الأسهم غير راضين عن أداء ممثليهم، فإن ديمقراطية الشركات تعطيمهم كل الحق في عزل مجلس الإدارة.⁴ هذا ما أكدته محكمة ديلوير العليا في حكمها الشهير في قضية شركة يونوكال مهبز ابتروليوم.

غير أن الواقع يقول: إن صمام الأمان هذا أقرب إلى الأسطورة منه إلى الحقيقة. إن محاولات المسهين استبدال بعض من طاقم الإدارة بفريق آخر ينتظر منه أن يقدم أداء أفضل - الألية التي أشار إليها حكم محكمة ديلوير العليا في قضية يونوكال - أكثر ندرة كثيراً مما تقضي به الصورة السائدة لنظام الشركات الحالي.

وقد جرى توثيق ندرة التفسيرات الانتخابية في دراسة حديثة قام بها أخيراً واحد من مؤلفي الكتاب.⁵ أثناء مدة امتدت على سبع سنوات من 1996 إلى 2002، لم نشهد مشارك انتخابية لتحديد إدارة جديدة إلا في 80 شركة فقط من بين آلاف الشركات المسهمة العامة.⁶ وفضلاً عن ذلك فإن معظم تلك الشركات التي شهدت مشارك انتخابية كانت من الشركات الصغيرة، عشر منها فقط تجاوز رأس مالها في السوق في العام الذي دارت فيه رحى المعركة الانتخابية على إدارة الشركة قيمة 200 مليون \$. وهكذا فإن حدوث مشارك انتخابية في الشركات الكبيرة التي يتجاوز رأس مالها في السوق 200 مليون \$ كان نادراً إلى حد الإهمال - أقل من حادثتين في السنة وسلباً.

هذا يعني أن صمام الأمان المزعوم، الذي يتمثل في إمكانية عزل أعضاء المجلس واستبدالهم عبر صناديق الاقتراع - والذي ينظر إليه على أنه يمثل ركناً أساسياً من أركان نظام حوكمة الشركات الحالي - كان معظم الوقت معطلاً أو على الأقل خارج الخدمة. إن خطر التجريد من عضوية المجلس عبر معركة انتخابية أبعد كثيراً من أن يقدم حافزاً قوياً يدفع أعضاء مجلس الإدارة إلى التركيز كلياً على مصالح حملة الأسهم.

لا شك في أنه من الصعب أن نحدد بدقة المعدل المثالي لحدوث تغييرات انتخابية - المعدل الذي يضمن تزويد أعضاء المجلس بالحوافز المطلوبة دون أن يرتب على الشركة تكاليف باهظة. لكن هناك أسباب منطقية كثيرة تبرر الاعتقاد بأن ذلك المعدل المثالي

لا يمكن أن يكون قريباً من الصفر. ومن هنا فإن مسوغات الدعوة إلى إصلاحات تعطي التهديد الانتخابي بعداً وأهياً عديدة وقوية.

تفعيل انتخابات مجالس الإدارة في الشركات

خطوة صغيرة من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية تتعرض لنيران المديرين

تنظر هيئة الأوراق والأسواق المالية الآن في إقرار قاعدة قانونية من شأنها أن تخفض في حالات معينة سوية الحواجز التي تتعرض طريق التحديت الانتخابية وتبهد شبحها عن أعضاء مجالس الإدارة. تهدف هذه القاعدة إلى إضاح المجال لحملة الأسهم، ضمن بعض الظروف الخاصة، لتقديم مرشحيهم للمنافسة عبر صناديق الاقتراع على عدد قليل من مقاعد المجلس. وعلى الرغم من أن الأثر الفعلي لتلك القاعدة سيكون على الأرجح محدوداً جداً، فقد لقيت سلفاً معارضة شديدة من قبل تكتلات المديرين. وعلى سبيل المثال فإن تجمع المديرين العاميين في الشركات الكبرى والذي يحمل اسم طاولة الأعمال المستديرة ويتمتع بنفوذ واسع، قد شن هجوماً عنيفاً على القاعدة القانونية المقترحة⁷.

هناك جوانب عديدة في القاعدة المقترحة تجعل منها مجرد خطوة أولى خجولة نحو تفعيل دور التحديت الانتخابية. أولاً: إن سيناريو التدخل المباشر المقترح لن يبصر النور إلا إذا سبقه أقاء الاجتماع السنوي الأخير حدث يطلق شرارة البدء يشير إلى استياء واسع بين صفوف حملة الأسهم. والأحداث المخولة بإطلاق شرارة البدء، وفق ما جاء في مشروع القاعدة القانونية، هي تصويت بغالبية الأصوات لصالح مقترح مقدم من أحد حملة الأسهم يطالب بفتح باب التدخل أمام حملة الأسهم، أو تأييد بنسبة 35 بالمئة لاقتراح حجب الثقة عن أحد أعضاء المجلس. وحتى في حالة توفر أحد هذين الشرطين وفتح الباب أمام حملة الأسهم للتوجه إلى صناديق الاقتراع، فإنهم لن يكونوا قادرين على تسمية مرشحيهم ما لم يحققوا شروط امتلاك وحيازة قدر كبير من أسهم رأس مال الشركة.

وبالإضافة إلى ذلك فإن على أولئك المسهمين (أو مجموعات المسهمين) إذا ما حصلوا على حق تسمية مرشحيهم للانتخابات أن يتحملوا تكاليف حملتهم الانتخابية بأنفسهم. حتى لو كتب لهم الفوز في معركتهم الانتخابية، بينما تغطي الشركة كامل تكاليف الحملات

الانتخابية للمرشحين المناهضين الذي تم ترشيحهم من قبل أصحاب المناصب في الشركة. وهذا التضييق المالي من شأنه أن يثبط العزائم ويقلل من تواتر التحديات الانتخابية من جهة، وأن يضعف أيضاً فرصة نجاح المحاولات القليلة التي تصل إلى صناديق الاقتراع من جهة ثانية⁸. إن حرمان تلك التحديات الانتخابية من التغطية المالية يحكم عليها بمواجهة صعوبات مالية قاهرة.

وأخيراً فإن القاعدة القانونية المقترحة تقدم عدداً قليلاً فقط من مقاعد المجلس للمرشحين الذين دخلوا المعركة الانتخابية على يد حملة الأسهم وتمكوا من الفوز بأغلبية الأصوات. يحدد عدد المشاركين في العملية الانتخابية من بين مرشحي المساهمين بواحد فقط في حالة المجلس الذي لا يتجاوز عدد مقاعده التسعة، واثنين فقط في حالة المجلس الذي يضم 10 إلى 19 مقعداً.

وهكذا فإن حملة الأسهم المستاهمين من أداء أعضاء المجلس عليهم (1) أن يعملوا على جمع التأييد اللازم من قبل زملائهم من المساهمين، الذين تقلب عليهم صفة الحيادية، لتحقيق واحد من شروط إطلاق شرارة البدء، (2) أن ينتظروا موعد الانتخابات القادمة، (3) أن يحققوا شروط امتلاك وحيازة القدر اللازم من الأسهم لتسمية مرشحهم، (4) أن يتحملوا تكاليف إقناع المساهمين الآخرين بالتصويت لمرشحهم في مواجهة غير المتكافئة مع أعضاء المجلس الذين يتلقون الدعم المالي الكامل لحملاتهم الانتخابية من الشركة ذاتها، (5) أن يفوزوا بأغلبية الأصوات لصالح مرشحهم، وإذا ما كتب لهم النجاح في جميع مراحل تلك الرحلة الطويلة والمكلفة، يكونون قد حجزوا لمرشحهم في نهاية المطاف عدداً قليلاً نسبياً من مقاعد المجلس؛ وهؤلاء الأعضاء الجدد قد ينجحون في كسب بعض النفوذ عبر حضورهم في اجتماعات المجلس، لكنهم سيظلون بعيدين عن دائرة صنع القرارات المهمة.

بالمقابل فإن التغييرات المقترحة، إذا ما نظرنا إليها من منظور الأعضاء الأملاء في المجلس، لا تمثل تهديداً حقيقياً بالتجريد من عضوية المجلس في حالة الأداء التام. إنهم حتى إذا ما واجهوا حالة من الاستياء العام بين صفوف المساهمين، لا يمكن استبدالهم إلا بعد أن يخسروا جولتين من التصويت تفصل بينهما مدة من الزمن لا تقل عن السنة، وبصفتهم أعضاء في المجلس فإنهم سيستفيدون من التسهيلات المالية الكبيرة التي تقدمها لهم الشركة، الأمر الذي يضمن لهم تفوقاً كبيراً على متحديهم من حيث القدرة على

البذل بسخاء في تمويل الحملة الانتخابية في كل من الجولتين. وفي جميع الأحوال فإن خطر الاستبدال وفق هذا السيناريو لن يتهدد سوى نسبة محدودة وصغيرة من مجموع أعضاء المجلس. ولذلك فإن القاعدة القانونية المقترحة ليست قادرة على توليد الضغط اللازم للدفع بأعضاء مجلس الإدارة إلى إيلاء مصالح حملة الأسهم القدر المطلوب من الاهتمام. ولكن، إذا ما سلمنا بأن القاعدة القانونية المقترحة لا تملك قوة تأثير حقيقية، لماذا إذا تحولت إلى مادة لنزاع عنيف بين مجموعات المديرين من جهة وبعض المستثمرين المؤسساتيين ونشطاء المسهين من جهة أخرى؟ إن السبب يكمن على الأرجح في دلالتها المعنوية أكثر منه في آثارها العملية: فهذه القاعدة إذا ما تم إقرارها ستكون خطوة إلى الأمام على طريق تقليص سلطة الجهاز التنفيذي على المجلس الذي يفترض أن يضم ممثلي حملة الأسهم. إننا نؤيد هذه القاعدة القانونية بقوة. لأننا نأمل منها أن تمهد الطريق لخطوات عديدة أخرى في الاتجاه ذاته في المستقبل⁹. غير أن مقترح تدخل حملة الأسهم عبر صناديق الاقتراع والذي لا يزال قيد الدراسة في أروقة هيئة الأوراق والأسواق المالية، لا ينتظر منه بحد ذاته أن يفلح في جعل أعضاء مجلس الإدارة أكثر التصاقاً بحملة الأسهم منهم بالمديرين.

ما الذي ينبغي فعله؟

ما الذي ينبغي فعله إذا؟ أولاً: ينبغي جعل طريق المسهين إلى صناديق الاقتراع أسهل كثيراً مما تنص عليه القاعدة المقترحة التي لا تزال قيد الدراسة لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية. عندما ترغب مجموعة كبيرة من المسهين في إيصال مرشح ما إلى صناديق الاقتراع، فإنه ما من مسوغ على الإطلاق لإرغام هؤلاء المسهين على تحقيق نصر مؤزر في أحد الانتخابات ومن ثم الانتظار عاماً كاملاً لخوض الانتخاب الثاني. وفي الواقع فإن هذا التأخير المطول قد يرتب على المسهين في بعض الحالات تكلفة باهظة، ولا سيما عندما يكون تدخل المسهين قد بات ضرورة لا بد منها نتيجة الأداء السيئ لمجلس الإدارة بتركيبته الراهنة. لذلك ينبغي في جميع انتخابات مجالس الإدارة تمهيد الطريق إلى صناديق الاقتراع أمام أي مجموعة من المسهين شريطة تحقيق شروط عبء الامتلاك والحيازة المحددة (ونقل امتلاك 5 بالمئة من الأسهم لمدة لا تقل عن سنة قبل موعد الانتخابات).

وبالإضافة إلى ذلك فإن تدخل حملة الأسهم ينبغي ألا يظل محدوداً ضمن محاولات إطلاق الانتخابات التي تقتصر على قوائم قصيرة لا تشكل إلا جزءاً صغيراً من مقاعد المجلس. ينبغي أن يتمتع حملة الأسهم الذين يحققون شروط العتبة بالحق في المشاركة بالعمليّة الانتخابية بقوائم موسّمة من شأنها أن تستبدل جميع أعضاء المجلس الحالي أو قسماً كبيراً منهم. إن التهديد الذي تحمله التحديات الانتخابية التي تطرح قوائم طويلة من هذا النوع من شأنه أن يبعث في نفوس أعضاء المجلس الرهان شعوراً جدياً بالمسؤولية تجاه مصالح حملة الأسهم. وبطبيعة الحال فإن نجاح تحدّي انتخابي من هذا النوع من شأنه أن يكون له أثر أعمق على الشركة وعلى مصالح مساهميها من تحدّي انتخابي يقتصر على قائمة قصيرة. وهكذا فإن القوائم الانتخابية الطويلة سوف تقتضي بالضرورة توسيع دائرة العمل الإعلامي الذي يمثل جزءاً مهماً من المعركة الانتخابية. لكن إذا ما أخذنا بالحسبان ندرة التحديات الانتخابية التي لا تدرج ضمن إطار الاستيلاء العدواني، فإن خفض سوية العوائق التي تحول دون تحديات القوائم الطويلة سيكون تطوراً إيجابياً من منظور المصالح العليا للشركة.

وفضلاً عن تمهيد الطريق أمام حملة الأسهم للوصول إلى صناديق الاقتراع فإن هناك جملة من التدابير الأخرى التي ينبغي اتخاذها بغية تعزيز الخطر الانتخابي الذي يهدد أعضاء المجلس. إن القواعد المعمول بها بموجب قانون الشركات الحالي تؤمن لأعضاء المجلس تغطية مالية كاملة للحمولات الانتخابية التي يقومون بها بهدف الحفاظ على مقاعدهم - وهي بذلك تغطيهم دفماً كبيراً إلى الأمام في سباقهم غير المتكافئ مع المرشحين الخارجيين المحكوم عليهم بتمويل حملاتهم ذاتياً. ينبغي في أحكام القانون أن تعمل على التخفيف من حدة العقبات المالية التي تعترض سبيل التحديات الانتخابية وذلك عبر تحميل الشركات مسؤولية توزيع المواد الانتخابية اللازمة للتعريف ببرامج المرشحين المستقلين الذين نجحوا في الحصول على قدر كاف من التأييد في الجولة الابتدائية ويرغبون في تعريف الناخبين ببرنامجهم على نحو أفضل. وبالإضافة إلى ذلك ينبغي إلزام الشركات أيضاً بتمويض جزء كبير من التكاليف التي تحملها المرشحون المستقلون شريطة أن ينجح واحد منهم في جمع قدر معين من الأصوات في الانتخابات النهائية.

تلك التدابير قد تواجه بالطبع بعض المعارضة على أرضية ما يترتب عليها من تكاليف على حساب حملة الأسهم. غير أن تحقيق تطوير حقيقي على صعيد العملية الانتخابية في الشركات يصب في نهاية المطاف في مصلحة الشركات والمساهمين على حد سواء. والتدابير المقترحة لا ترمي إلى تبيد موارد الشركة في خدمة مرشحين عبثيين لا يحظون بالحد الأدنى من التأييد ولا يملكون أي فرصة حقيقية للفوز؛ بل إن الأموال المحدودة التي ستصرفها الشركات في دعم التحديات الانتخابية الجديدة ستكون ثمناً زهيداً لإنجاز كبير على صعيد تطوير نظام حوكمة الشركات.

يتمتع أعضاء مجالس الإدارة حالياً بحصانة مضاعفة ضد خطر الاستبعاد عن المجلس. ليس فقط عبر التكاليف الباهظة التي تتهدد منافسيهم إذا ما أرادوا الوصول لمجالس الإدارة بقائمة بديلة إلى صناديق الاقتراع. وإنما أيضاً عبر البنية المرحلية لمجالس الإدارة في الكثير من الشركات. في مجلس الإدارة ذي البنية المرحلية يجري الاقتراع في الانتخابات الدورية كل عام على ثلث مقاعد المجلس فقط. وكنتيجة مباشرة يمكن القول: إن حملة الأسهم، وبصرف النظر عن درجة امتيائهم من أداء المجلس. يجب أن يحسموا الانتخابات لصالح مرشحيهم على مدى عامين اثنين إذا ما أرادوا استبدال غالبية أعضاء المجلس وسحب مقاليد التحكم بالمجلس من يد الإدارة الحالية. تجدر الإشارة إلى أن غالبية الشركات المسهمة العامة تعتمد اليوم ترتيبات من هذا القبيل فيما يخص بنية مجلس الإدارة.

ومجالس الإدارة ذات البنية المرحلية تؤمن لأعضائها الحصانة والمنعة ليس فقط في مواجهة التحديات الانتخابية. وإنما أيضاً في مواجهة خطر الشراء العدواني لكتلة كبيرة من أسهم شركاتهم. إن قانون الشركات الحالي يسمح لأعضاء مجلس الإدارة بالاحتفاظ بالوسيلة الدفاعية التي تعرف باسم «برشامة السم» وهي عبارة عن بند قانوني يشترط على الراغب في شراء كتلة كبيرة من أسهم الشركة يتم تحديدها في تفاصيل ذلك البند (عادة 10 إلى 20 بالمئة) أن يحصل أولاً على موافقة صريحة من إدارة الشركة. وبالنتيجة فإن الشاري، إذا ما لقيت صفقة الشراء معارضة من قبل غالبية الأعضاء في مجلس الإدارة، لن يتمكن من إتمام شراء القدر الذي يريد من أسهم الشركة إلا إذا ما نجح في تحريك حملة الأسهم للعمل على استبدال أعضاء المجلس بفريق جديد لا يعارض إتمام الصفقة.

وإذا ما كان المجلس الذي يعارض واحداً من عروض الشراء المغربية ذا بنية مرحلية، فإن مؤيدي ذلك العرض سيكونون مضطرين إلى الفوز في الانتخابات على مدى عامين متتاليين كي يمهّدوا الطريق لقبول العرض - ومن غير المألوف أن يبقى عرض الشراء العدواني هذا قائماً طوال تلك المدة.

إن الدور السلبي الذي يمارسه مجلس الإدارة ذو البنية المرحلية عبر تقوية الفرص على بعض العروض المغربية من شأنه أن يكلف حملة الأسهم غالباً. في دراسة ميدانية حديثة وجدت ألما كوهين، بالتعاون مع واحد من مؤلفي هذا الكتاب، أن الشركات التي يبدي مجلس إدارتها بنية مرحلية منصوصاً عليها في ميثاق الشركة تتميز بانخفاض واضح في قيمة رأس المال¹⁰. تقدم تلك الدراسة الإثبات على أن البنية المرحلية لمجلس الإدارة تمثل واحداً من مسببات تدني قيمة رأس المال، وليس فقط انعكاساً لتدني تلك القيمة. ومن هنا فإن الإصلاحات القانونية التي تفرض على الشركات طرح مقاعد المجلس جميعها دفعة واحدة للمشاركة في العملية الانتخابية، أو تشجعها على ذلك على الأقل، من شأنها أن تسهم على نحو جدي في حماية مصالح المساهمين.

وضع القواعد

هناك سبيل آخر للحد من استهتار أعضاء مجلس الإدارة بمصالح حملة الأسهم، وهو إلغاء حق النقض، الفيتو، الذي يتمتع به المجلس فيما يخص إدخال التعديلات على الترتيبات الأساسية في نظام حوكمة الشركة. تتحدد تلك الترتيبات في صيغتها الأصلية إما عبر قوانين الولاية التي تحتضن مقر تسجيل الشركة، أو عبر ميثاق تأسيس الشركة. ينص قانون الشركات الحالي، والذي لم يشهد أي تعديل بهذا الخصوص منذ سنوات طويلة، على أن المجلس وحده - وليس مجموعات المساهمين، مهما بلغ عددهم - هو من يملك الحق بتقديم المبادرات حول تغيير صفة تسجيل الشركة أو حول إدخال التعديل إلى ميثاق الشركة وبطرح تلك المبادرات للتصويت عليها من قبل عموم حملة الأسهم.

تعطي قوانين الأوراق المالية الفيدرالية حملة الأسهم الحق في صياغة أفكارهم ومقترحاتهم على شكل توصيات تحمل اسم قرارات حملة الأسهم. لكن تلك القرارات لا

تحمل صفة الإلزام. شهدت السنوات الأخيرة أعداداً متزايدة من المقترحات المقدمة من جماعات المساهمين في شركات بيدي مجلس الإدارة فيها بنية مرحلية، التي تدعو إلى توسيع الانتخابات السنوية لتشمل جميع أعضاء المجلس. غير أن مجالس إدارة الشركات غالباً ما تميل إلى تجاهل مثل تلك المقترحات حتى لو حظيت بأغلبية الأصوات لدى التصويت عليها من قبل حملة الأسهم.

غالباً ما يحاول البعض تسويغ سيطرة أعضاء مجلس الإدارة على أجندة الشركات على قاعدة القول: إن نظام الشركات الأمريكية هو نظام قائم كلياً على «ديمقراطية الممثلين»، التي تتيح لحملة الأسهم المشاركة في صنع القرار فقط عبر ممثلهم أي أعضاء مجلس الإدارة. من الناحية النظرية إذا كان بمقدور حملة الأسهم أن يستبدلوا أعضاء مجلس الإدارة بسهولة ويسر. فإن ذلك قد يكون كافياً لردع هؤلاء عن الجنوح بعيداً عن رغبات حملة الأسهم وتطلعاتهم فيما يخص القضايا المهمة والتوجهات الرئيسة للشركة.

غير أن استبدال أعضاء من المجلس، كما سبق أن رأينا، مسألة محفوفة بالكثير من الصعوبات في ظل الترتيبات القانونية الحالية. وسوف نظل صعبة المنال حتى إذا تم إقرار الإصلاحات الانتخابية المقترحة التي مازالت قيد الدراسة في أروقة هيئة الأوراق والأسواق المالية. وفضلاً عن ذلك فربما كان حملة الأسهم راضين عن الأداء العام لإدارة الشركة، لكنهم مع ذلك يرغبون في وضع بعض الضوابط التي تحد من سلطة الإدارة أو تقلص من صلاحياتها في هذا الأمر أو ذاك. ينبغي أن يكون لحملة الأسهم القدرة على إحداث بعض التغيير في الترتيبات الإدارية دون أن يضطروا في ذلك إلى استبدال مجلس الإدارة.

إن عدم قدرة حملة الأسهم على إطلاق مبادرات التغيير والمشاركة في اتخاذ القرار بشأن تغيير أو تعديل بعض الترتيبات الأساسية المتعلقة بنظام حوكمة الشركة، قد أدى مع مرور الزمن إلى انعطاف تلك الترتيبات على نحو واضح في الاتجاه الذي يخدم مصالح الجهاز التنفيذي على حساب مصالح حملة الأسهم. من الطبيعي أن تمتد الشركات، كلما طرأت لديها مسائل أو ظروف جديدة، إلى تبني تعديلات في ميثاقها تسمح المجال لمواجهة تلك المستجدات على نحو أكثر فاعلية، غير أن معظم الشركات في حقيقة الأمر لا تبادر إلى

تبنى التعديلات اللازمة إلا إذا لقيت تلك التعديلات الاستحسان لدى إدارتها¹¹. ومن جهة أخرى فإن السلطات الحكومية التي تسعى بدورها لاجتذاب مزيد من الشركات إلى ولاياتها للتسجيل في قيودها أو نقل سجلها إليها، لديها بالطبع حساباتها التي تدفعها إلى مراعاة أهواء الجهاز الإداري حتى لو جاء ذلك على حساب مصالح المسهين¹².

إن إعطاء حملة الأسهم الحق في إطلاق المبادرات والتصويت على المقترحات بشأن تعديل صفة تسجيل الشركة أو إجراء بحد التعديل في ميثاقها، من شأنه أن يحدث بين يوم وليلة تطوراً نوعياً في سوية حوكمة الشركة. وإعطاء المسهين صلاحية إدخال بعض التعديل على الترتيبات الناظمة لأسلوب الحوكمة من شأنه أن يقلل من الحاجة إلى تدخل الأطراف الخارجية المختلفة كالهيات الرقابية والتنسيقية والحقوقية وغيرها.

وفي الحقيقة، إذا ما أعطي المسهون الصلاحيات اللازمة لإرساء القواعد الأساسية التي تحكم نظام حوكمة الشركات، سيكون بمقدورهم توظيف تلك الصلاحيات لمعالجة العديد من المشكلات التي أتينا على مناقشتها فيما تقدم من الكتاب. سيكون بمقدورهم وضع القواعد التي تساعد على تفكيك مجالس الإدارة ذات البنية المراحلية أو تمهيل انتخابات أعضاء المجلس. وسيكون بمقدورهم أيضاً إقرار ما يلزم من التعديل في ميثاق الشركة لتطوير عملية تحديد أجور المديرين أو وضع الحدود التي يرونها مناسبة لضبط ترتيبات التمويضات.

اعتراضات ضد تقليص حصانة مجلس الإدارة

يعترض أنصار سلطة الجهاز الإداري بشدة على أي مقترح من شأنه أن يقلل من ثخانة الجدار الذي يمزل أعضاء مجلس الإدارة عن حملة الأسهم. أو أن يجعل أعضاء المجلس عرضة لخطر الإقالة. كذلك فهم يمارضون أيضاً إعطاء حملة الأسهم صلاحية إطلاق المبادرات أو التصويت على المقترحات فيما يخص الترتيبات الأساسية المتعلقة بنظام حوكمة الشركة.

آثار عكسية؟

يحذر معارضو الإصلاح من أن إعطاء حملة الأسهم الصلاحيات التي تخولهم استبدال أعضاء مجلس الإدارة أو إعمال التغيير في ميثاق الشركة سيكون له آثاره العكسية. وحثهم

في ذلك تقوم على الاعتقاد بأن مثل هذه التدابير سوف تذهب بالشركة إلى حالة من التمزق من شأنها أن تلهي إدارة الشركة عن مهامها الحقيقية¹³. إذا أصبحت الممارك الانتخابية هي القاعدة وليس الاستثناء، فإن الشركات، على حد زعم معارضي الإصلاح، سوف تضطر إلى تحمل أعباء مالية إضافية كبيرة لا داعي لها، والأهم من ذلك أن جهود واهتمام الجهاز الإداري سوف تتحول عن الفعاليات المنتجة وتتشتت في اتجاهات أخرى لا طائل منها.

غير أن إعطاء حملة الأسهم صلاحيات التدخل لا يعني بالضرورة أنهم سوف يدأبون على استخدام تلك الصلاحيات بصورة منتظمة؛ بل إنهم على الأرجح لن يلجؤوا إلى استخدام تلك الصلاحيات إلا في الحالات النادرة التي تنزلق فيها عربة الإدارة عن سكة رعاية مصالح حملة الأسهم وترفض أن تصحح مسارها متجاهلة الاستياء المتنامي الذي يسود صفوف المسهين. وهكذا فإن التكاليف الإضافية التي تترتب على إدارة الممارك الانتخابية سوف تبقى عملياً محصورة ضمن نطاق ضيق لا يتجاوز حدود قلة قليلة من الشركات.

وخلافاً للعدد القليل من الحالات التي ستضطر فيها الشركات بالفعل إلى تحمل تلك التكاليف فإن الفوائد المنتظرة من توسيع صلاحيات المسهين سوف تعم على الشركات جميعها دون استثناء. أولاً وقبل كل شيء، فإن أعضاء مجلس الإدارة، عندما يدركون أن حملة الأسهم قادرين على التدخل في أي وقت، سيمن دون على الغالب اهتماماً أكبر بالتضايبا التي تمس مصالح حملة الأسهم. ومن هنا فإن تغيير موازين القوى لجهة ترجيح كفة حملة الأسهم من شأنه أن يسهم في تحسين دوافع وسلوك الجهاز الإداري في الكثير من الشركات المسهمة العامة ذات الملكية الموزعة. إن إعطاء المسهين صلاحيات واسعة للتدخل عند الضرورة سوف يجعل استخدامهم لتلك الصلاحيات عموماً أمراً لا ضرورة له.

كذلك يحذر المعارضون أيضاً من أن الإصلاحات التي تضعف من منعة المجلس في وجه تدخل حملة الأسهم لن تخدم فعلاً مصالح هؤلاء بقدر ما سوف تخدم التوجهات الخاصة¹⁴. وهم يرون إن إعطاء حملة الأسهم قدرة أكبر على إيصال مرشحيهم إلى مجلس الإدارة سوف يقود إلى انتخابات يكون الحسم فيها لصالح المرشحين ذوي التوجهات الخاصة الذين سيحملون معهم إلى مجلس الإدارة أجنداتهم الخاصة التجريبية أو البيئية أو الاجتماعية؛ كما أن إعطاء المسهين صلاحيات واسعة لإعمال التعديل في ميثاق الشركة سوف ينتهي على نحو مشابه

أيضاً إلى خدمة برامج مجموعات من ذوي التوجهات الخاصة على حساب مصالح الشركة. غير أن صلاحيات المسهمن المنصوص عليها في مقترحات الإصلاح تلك لا يمكن استخدامها إلا بموجب التصويت وبتأييد فريق من حملة الأسهم يحوز على غالبية أسهم المشاركين في عملية التصويت، ولا يخفى أن معظم تلك الأسهم في حيازة المستثمرين المؤسساتيين. ومعظم المؤسسات الاستثمارية لن تصوت ضد الإدارة إلا في المسائل التي تستشعر فيها أن الإدارة تتصرف على نحو قد يضر كثيراً بقيمة رأس المال المسهم.

كذلك يسوق معارضو الإصلاح أيضاً حجة أخرى مفادها أن مجلس الإدارة يتفوق بوضوح، فيما يخص إدارة الشركة، من حيث الخبرة والمعرفة على أكثر حملة الأسهم حنكة وأوسعهم ثقافة¹⁵. غير أن المسهمن لا ينكرون على المجلس تقوفه من حيث المعرفة والخبرة؛ تشير الإحصاءات إلى أن توجهات المسهمن المؤسساتيين أثناء مشاركتهم في عمليات التصويت تمكس احتراماً كبيراً لما تطرحه مجالس الإدارة من أفكار وما تتبناه من مواقف. والسؤال هنا هو التالي: هل ينبغي فضلاً عن المسهمن من التدخل في الحالات النادرة التي يرغبون فيها بالتدخل؟ إن تكثيف أيادي المسهمن بمنطق الوصاية هذا يبدو غير مسوغ، ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان أن رأس المال المسهم يتركز إلى حد بعيد في أيدي المستثمرين المؤسساتيين. وكما قالت المحكمة الفيدرالية العليا في إحدى قضاياها المتعلقة بالأوراق المالية فإن «الجهاز الإداري ينبغي أن يكف عن رسم سداجة الأطفال على وجوه المستثمرين»¹⁶.

وهناك أيضاً اعتراض آخر يرفعه معارضو الإصلاح يتعلق بمصالح المسهمن على المدى البعيد. يقول المعارضون: إن تنامي نفوذ المسهمن قد يضطر الجهاز الإداري إلى التصرف كما لو كان مصاباً «بقصر النظر» ويدفعه إلى التركيز على تحقيق نتائج إيجابية على المدى القريب تمكنه من تقادي تدخل المسهمن¹⁷. لقد سبق أن طرحت حجة داء قصر النظر هذه في النقاشات الأولى حول مسألة الاستيلاء المدواني، حيث جرى تسويقها كخطر يهدد مستقبل الشركات وذلك بهدف تسويغ تحصين الإدارة في مواجهة تحديات الاستيلاء¹⁸. لكن الواقع يبين أنه ليس هناك أي إثبات على أن ظاهرة قصر النظر تلك تمثل تهديداً حقيقياً يبرر بالفعل التكاليف المترتبة على تحصين مجلس الإدارة في مواجهة المؤثرات الخارجية:

والحقيقة أن المعطيات التجريبية تبين بوضوح أن الشركات الأكثر منعة في مواجهة تحديات الاستيلاء تسجل قيمة سوقية أدنى وأداء تنفيذياً أكثر تواضعاً¹⁹. وفي جميع الأحوال فإن الاعتراضات القائمة على تهديدات قصر النظر لا ينبغي لها أن تتجاوز حدود المطالبة بحصر صلاحيات حملة الأسهم في التدخل ضمن مدد زمنية محدودة أو فرض تأخير زمني مناسب بدلاً من السماح لهؤلاء بالتدخل متى يشاؤون. على أن تلك الاعتراضات لا تقدم في أي حال من الأحوال قاعدة يمكن أن يبنى عليها نظام لا يعطي حملة الأسهم أي فرصة للتدخل، مهما طال انتظارهم، لا على صعيد تعديل ميثاق الشركة، ولا على صعيد استبدال مجلس الإدارة إذا ما أرادوا ذلك.

وأخيراً فإن عزل المجلس عن دائرة تأثير حملة الأسهم أمر ضروري، حسب زعم بعض المعارضين، كي يتمكن المجلس من حماية مصالح أصحاب الحقوق الأخرى كموظفي الشركة على سبيل المثال²⁰. غير أن تحصين المجلس بجدار عازل، وبالرغم من إضعافه من مسؤولية أعضاء المجلس أمام حملة الأسهم، لا يفرض على أعضاء المجلس أي مسؤولية أمام أصحاب الحقوق؛ بل إن الإيمان في تحصين المجلس يعني أعضاءه من كل أشكال المسؤولية، ويؤمن لهم الحصانة ضد المساءلة في حالة الأداء الضعيف الذي يضر بمصالح حملة الأسهم وأصحاب الحقوق بأن معاً. لذلك فإن المهتمين بحماية مصالح أصحاب الحقوق لا ينبغي لهم أن يذهبوا إلى تأييد ودعم المجلس وتحسينه، وحرى بهم أن يسموا بدلاً من ذلك إلى إقرار بعض الترتيبات المفصلة خصيصاً على مقاس مصالح أصحاب الحقوق أنفسهم.

ليس الآن؟

يزعم معارضو إعطاء المساهمين مزيداً من الصلاحيات أيضاً أن الوقت، في جميع الأحوال، لم يحن بعد للنظر في إصلاحات من هذا القبيل²¹. فالإصلاحات الأخيرة، على حد زعمهم، قد تكون كئيبة بمعالجة مشكلات الماضي فيما يخص نظام حوكمة الشركات معالجة جذرية وشاملة؛ وعلينا حسب زعمهم أن ننتظر على الأقل بصنع سنوات كي يتسنى لنا أن نرى آثار تلك الإصلاحات وأفاقها قبل أن نخلص إلى القول بالحاجة إلى مزيد من الإصلاح.

لا شك في أن الإصلاحات الأخيرة تمثل خطوة إلى الأمام في العديد من القضايا، غير أنه، وكما أوضحنا سابقاً، لا أساس للتوقعات التي تذهب إلى أن تلك الإصلاحات من شأنها أن تقدم حلولاً جذرية لمشكلات نظام حوكمة الشركات الحالي التي تكشفت في السنوات الأخيرة. وعلى وجه الخصوص فإن شرط استقلالية أعضاء مجلس الإدارة لا يمكن الاعتماد عليه بعد ذاته لضمان اضطلاع أعضاء المجلس بمسؤولياتهم بوصفهم حراً أمناء على مصالح حملة الأسهم.

القصة التي سردناها في هذا الكتاب هي قصة نأمل أن تساعد على إدراك حقيقة أن الإصلاحات الأخيرة على أهميتها غير كافية. لقد فمنا في فصول الكتاب بتشخيص العوامل الكثيرة، الاقتصادية منها والاجتماعية، التي تسهم في تقويض فاعلية أعضاء مجلس الإدارة في قيامهم بدورهم المهم في حماية مصالح حملة الأسهم. كما بيننا أيضاً أن الإصلاحات الأخيرة لا يمكن أن ينتظر منها أن تتجبع في إفاء تلك العوامل أو التظلب عليها. والوقت الآن ليس مناسباً على الإطلاق لإيقاف مسيرة إصلاح نظام حوكمة الشركات.

الوصي والواقع

لقد ختمنا الفصل 15 بتسليط الضوء على الأثر الذي يمكن أن يخلفه إدراك حقيقة المشكلات المتعلقة بتمويضات المديرين على الواقع الفعلي لتلك التمويضات. وهنا أيضاً نود أن نختم هذا الفصل بالتأكيد على أهمية الإدراك الواعي للمشكلات الناجمة عن عزل أعضاء مجلس الإدارة عن دائرة تأثير حملة الأسهم. إن الإدراك الواعي لطبيعة تلك المشكلات يمثل شرطاً سلفاً للشروع بالإصلاحات اللازمة لمعالجتها.

كثيراً ما يجري تصوير سلطة المجلس ومنمته في وجه تأثير حملة الأسهم على أنها نتيجة حتمية لحالة التبثر الشديد للملكية التي تمثل سمة عامة لمعظم الشركات في عصرنا الراهن. لكن الحقيقة أن جزءاً كبيراً من سلطة المجلس إنما يجد جذوره في القواعد القانونية التي تنص على عزل الجهاز الإداري عن دائرة تدخل المسهمين. وتغيير تلك القواعد سوف يقلص من حرية أعضاء مجلس الإدارة في الشطط، بعيداً عن مصالح حملة الأسهم ويقدم إسهاماً كبيراً في تحسين نظام حوكمة الشركات.

غير أن العوائق السياسية التي تعترض طريق الإصلاحات القانونية الضرورية كثيرة وشائكة. فإدارات الشركات تشكل، ومنذ زمن، في سياسات قانون الشركات الأمريكي فئة مهمة تتمتع بنفوذ واسع. والسلطة التي تضمها القواعد القانونية في أيدي الجهاز الإداري تعطيه بدورها مزيداً من القوة في حربه ضد المحاولات الرامية إلى تغيير الوضع القائم. وكما سبق أن ناقشنا فإن الأطراف المؤيدة لسلطة الأجهزة الإدارية، وفي مقدمتها «مطالبة الأعمال المستديرة»، قد دأبت على شن حملات المعارضة العنيفة في وجه مبادرات التغيير، التي لم يسلم منها ذلك المقترح فائق الليونة الذي قدمته هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي والذي ينص على السماح للمساهمين في بعض الحالات الخاصة بتسمية عدد قليل من المرشحين وتقديمهم إلى صناديق الاقتراع للمناقشة على قلة قليلة من مقاعد المجلس.

إن إحداث تغيير حقيقي في موازين القوى بين الإدارة وحملة الأسهم يقتضي أن تبلغ مطالبة المستثمرين بالإصلاحات من الشدة ما يكفي للتغلب على قدرة الجهاز الإداري الكبيرة على إعاقة تلك الإصلاحات التي من شأنها أن تسحب من هذا الأخير بعضاً من سلطته ومن مكاسبه الخاصة. وهذا لا يمكن أن يحدث إلا إذا أدرك المستثمرون وصناع القرار فداحة التكاليف التي تترتب على الترتيبات الحالية، وأدركوا أيضاً إلى أي حد يتوقف حل المشكلات القائمة على معالجة المشكلة الأساسية المتمثلة في مسؤولية مجلس الإدارة. نأمل أن يساعد هذا الكتاب على إدراك تلك الحقائق.

ملاحظات

مقدمة

عبارة مقتبسة عن: كيم كلارك، «فضائح الشركات: هل المشكلة حقاً لا بعض التفاحات العفنة، أم أنه الصندوق؟» ملاحظات معدة للنادي الصحفي الوطني، 26 شباط/فبراير 2003، كلية الأعمال في هارفارد.

Kim Clark, "Corporate Scandals: Is It a Problem of Bad Apples, or Is It the Barrel?"

Prepared remarks for the National Press Club, February 26, 2003, Harvard Business School.

1- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «The Trouble with Stock Options,» *Journal of Economic Perspectives* 17 (2003): 51.

2- Hall and Murphy, «The Trouble with Stock Options».

3- Janice Revell, «Mo' Money, Fewer Problems; Is It a Good Idea to Get Rid of the \$ 1 Million CEO Pay Ceiling?» *Fortune*, March 31, 2003, 34.

4- Kevin J. Murphy, "Executive Compensation," in *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, bk. 2, ed. Orelv Ashenfelter and David Card, 2487 (New York: Elsevier 1999).

يبين سوريل بواسطة التمثيل البياني أن الزيادة في حجم أوراق البحوث الأكاديمية حول موضوع أجور المديرين العاملين تتجاوز بوضوح الزيادة في إجمالي أجر المدير العام أثناء أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات.

5- Graef S. Crystal, *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives* (New York: W. W. Norton, 1991); Robert A. G. Monks and Nell Minow, *Corporate Governance*, 3rd ed. (Oxford: Blackwell Publishing, 2001), 221 - 225.

6- للاطلاع على نصوص مرجعية من عمل خبراء القانون انظر

Linda J. Barris, «The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay», *Indiana Law Journal* 68 (1992): 59; Marc J. Loewenstein, «Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Further) Reform», *Southern Methodist University Law Review* 50 (1996): 201; Carl T. Boguss, «Excessive Executive Compensation and the Failure of Corporate Democracy», *Buffalo Law Review* 41 (1993): 1; Eric W. Orts, «Shirking and Sharking: A Legal Theory of the Firm», *Yale Law and Policy Review* 16 (1996): 265 - 329; and Charles M. Yablon, «Bonus Questions - Executive Compensation in the Era of Pay for Performance», *Notre Dame Law Review* 75 (1999): 271.

وللاطلاع على نصوص تماذج المسألة من وجهة النظر المؤسساتية أو الاجتماعية انظر على

سهيل المثال:

Michael Patrick Allen, «Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Control and Managerial Compensation», *American Journal of Sociology* 86 (1981): 1112 - 1123; Richard A. Lambert, David F. Larcker, and Keith Weigelt, «The Structure of Organizational Incentives», *Administrative Science Quarterly* 38 (1993): 438 - 461; Sydney Finkelstein and Donald C. Hambrick, «Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes», *Strategic Management Journal* 10 (1989): 121 - 134; Sydney Finkelstein and Donald C. Hambrick, «Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation», *Strategic Management Journal* 9 (1989): 543 - 558; Charles A. O'Reilly III, Brian G. Main, and Graef S. Crystal, «CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of Two Theories», *Administrative Science Quarterly* 33 (1988): 257 - 274; Sydney Finkelstein, «Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation», *Academy of Management Journal* 35 (1992): 505 - 538; James Wade, Charles A. O'Reilly III, and Ike Chandrasat, «Golden Parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence», *Administrative Science Quarterly* 35 (1990): 587 - 603; and Mayer N. Zald, «The Power and Functions of Boards of Directors: A Theoretical Synthesis», *American Journal of Sociology* 75 (1969): 97

- 7- Oliver Jean Blanchard, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, «What Do Firms Do with Cash Windfalls?» *Journal of Financial Economics* 36 (1994): 337 - 360; David Yermack, «Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements», *Journal of Finance* 52 (1997):449 - 476. and Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, «Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principles Are», *Quarterly journal of Economics* 116 (2001): 901 - 932.

8-انظر

Lucian A. Bebchuk, Jesse M. Fried, and David I. Walker, «Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation,» *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 753; and Lucian A. Bebchuk, and Jesse M. Fried, «Executive Compensation as an Agency Problem,» *Journal of Economic Perspectives* 17 (2003): 72.

9- للاطلاع على تحقيقات من هذا المنظور في أدبيات العلوم المالية والاقتصادية انظر على سبيل المثال:

John M. Abov and David S. Kaplan, «Executive Compensation: Six Questions That Need Answering,» *Journal of Economic Perspectives* 13 (1999): 145 -168; Murphy, «Executive Compensation»; and John E. Core, Wayne Guay, and David F. Larcker, «Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey,» *Economic Policy Review* 9 (2003): 27 - 50.

كذلك فإن رؤية التماقد على مطالب الذراع تحظى بدعم وتأيد فئة مهمة من خبراء القانون. للاطلاع على بعض النقاشات المبكرة الشهيرة التي أدارها خبراء القانون حول موضوع تعيينات المديرين انظر

Frank H. Easterbrook, «Managers, Discretion and Investors, Welfare: Theories and Evidence,» *Delaware Journal of Corporate Law* 9 (1984): 540 - 571; and Daniel R. Fischel, «The Corporate Governance Movement,» *Vanderbilt Law Review* 35 (1982): 1259 - 1292.

10. Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay and Top-Management Incentives,» *Journal of Political Economy* 98 (1990): 225 - 264; and Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «CEO Incentives: It's Not How much You Pay, but How,» *Harvard Business Review* 68 (1990): 138 - 153.

11- للاطلاع على واحد من الأعمال التقليدية القائمة على رؤية تخصص مثل تلك الدوافع النفسية بدور هام وحساس انظر:

Abraham H. Maslow, «A Theory of Human Motivations.» *Psychology Review* 50 (1943): 370 - 396.

12. Clarence B. Randall, *The Executive in Transition* (New York: McGraw - Hill, 1967), 26.

13- Lucian A. Bebchuk and Yaniv Grinstein, «The Growth of Executive Pay.» working paper, Harvard Law School and Cornell University, 2004.

1. الرواية الرسمية

عبارة مقتبسة من إيرام. ميلستين مأخوذة من

Ira M. Millstein, «The Professional Board.» *Business Lawyer* 50 (1995): 1428.

1- Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, «Corporate Ownership around the World.» *Journal of Finance* 54 (1999): 471 - 517.

2- Adolf A. Berle Jr. and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (New York: Macmillan, 1932).

3- يمود المرجع القياسي حول هذه المسألة إلى:

Michael C. Jensen and William Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure.» *Journal of Financial Economics* 3 (1976): 305 -360.

4- Jensen and Meckling, «Theory of the Firm.» 305 - 360; and Oliver Williamson, *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm* (Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1964).

5- Michael C. Jensen, «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.» *American Economic Review* 76 (1986): 323 - 329.

6- Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, «Management Entrenchment: The Case of Manager - Specific Investments.» *Journal of Financial Economics* 25 (1989): 123 -140 .

7- انظر على سبيل المثال: Delaware General Corporate Law, sec. 141.

8- John E. Core, Wayne Guay, and David F. Larcker, «Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey», *Economic Policy Review* 9 (2003): 27- 50.

9- انظر

Brehm v. Eisner, Delaware Supreme Court, 746 A.2d 244, 262- 263 (2000).

10- من الدراسات الحديثة التي تقدم تحقيقاً شاملاً حول تلك المحاولات البحثية

Kevin J. Murphy, «Executive Compensation», in *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, bk. 2, ed Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2483- 2563; and Core, Guay, and Larcker, «Executive Equity Compensation and Incentives», 2750-.

11- من الأعمال الكلاسيكية من هذا الموضوع:

J. A. Mirrlees, «The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization», *Bell Journal of Economics* 7 (1976): 105 -131; Bengt Holmstrom, «Moral Hazard and Observability», *Bell Journal of Economics* 10 (1979): 74 - 91; and Steven Shavell, «Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship», *Bell Journal of Economics* 10 (1979): 55 - 73.

للاطلاع على تحقيق حديث حول انعكاسات نظرية الوكالة الرئيس على تمويضات المدير العام انظر: Murphy, «Executive Compensation».

12- انظر على سبيل المثال:

Michael C Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay and Top Management Incentives», *Journal of Political Economy* 98 (1990): 225 - 264.

13- انظر على سبيل المثال:

Lucian A. Bebchuk and Christine Jolls, «Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth», *Journal of Law, Economics, and Organization* 15 (1999): 487- 502

14- Ira Kay, Ph.D., testimony before the Senate Finance Committee, April 2002, <http://finance.senate.gov/hearings/testimony/041802lktest.pdf>, 2 (accessed April 29, 2004).

15- انظر على سبيل المثال:

Franklin Snyder, «More Pieces of the Compensation Puzzle,» Delaware Journal of Corporate Law (2003): 129 - 183 .

16- انظر

Jay W. Lorsch, «Compensating Corporate CEOs: A Process View,» Harvard Business School working paper #99 - 013, 1998, 48.

2. هل كانت مجالس الإدارة تساوّم المديرين على مطال ذراعها؟

عبارة مقتبسة عن آدم سميث. مأخوذة من:

Adam Smith, An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations (New York: Modern Library, 1937), 107.

- 1- Stacey R. Kole, «The Complexity of Compensation Contracts,» Journal of Financial Economics 43 (1997): 101.
- 2- Stacey Burke, Glenn Davis, Chris Loayza, Conor Murphy, and Sergio Schuchner, Board Structure/Board Pay 2002 (Washington, DC: Investor Responsibility Research Center, 2002), 43.
- 3- Burke, Davis, Loayza, Murphy, and Schuchner, Board Structure/Board Pay 2002, 41.

4- قانون الإيرادات الضريبية الداخلية، المادة 162(m).

Internal Revenue Code, sec. 162(m).

الموظفون المشمولة تعويضاتهم بأحكام هذه المادة هم المدير العام التنفيذي أو من يتمتع بصلاحياته، والموظفون الأربعة ذوو التمييزات الأعلى (فيما عدا المدير العام) بين عموم الموظفين الذين يجب على الشركة التصريح عن تعويضاتهم بموجب أحكام قانون سوق الأوراق المالية للعام 1934. انظر 1.162 26 CFR-27(c)(2) (التي تتضمن تعريف الموظفين المشمولين بالمادة 162(m)). أما أعضاء مجلس الإدارة من غير الموظفين، الذين تربطهم بالشركة عقود استشارية أو الذين يتقاضون من الشركة أنماهاً أو مكافآت لقاء مهام أخرى خارج حدود المهام المنوطة بعضوية المجلس، فلا ينظر إليهم كأعضاء خارجيين في المجلس فيما يخص المادة 162(m). انظر 1.162 26 CFR-27(c)(3).

- 5- Robert Charles Clark, *Corporate Law* (Boston: Little, Brown and Company, 1986), 194.
- 6- NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 303A; American Stock Exchange Company Guide secs. 121, 801809-; SEC Release No. 34 - 48745 (November 4, 2003); and SEC Release No. 34 - 48863 (December 1, 2003).
- 7- تعامل سوق الأوراق المالية الأمريكية AMEX «شركات الأعمال الصغيرة، معاملة استثنائية بحيث لا يطلب من تلك الشركات الصغيرة إلا أن يكون مجلس إدارتها مكوناً بنسبة 50 بالمئة أو أكثر من الأعضاء المستقلين. انظر دليل الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية الأمريكية، المادة (121B)(2)(c).
- 8- Pearl Meyer & Partners, «Executive Pay Trends: Looking Forward and Looking Back» (2002): 3; and Gerry Strauss, «Companies Pony Up to Keep Directors: Boards Seats Have Become Hot Seats.» USA Today, November 21, 2002, B1.
- 9- UAL Corp Form 10 - K (filed March 28, 2003): 104; and Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. Form 10-K/A (filed July 7, 2003): 3.
- 10- Lucjan A. Bebchuk and Maroel Kahan, «A Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests.» California Law Review 78 (1990): 1071 - 1135.
- 11- Lucian A. Bebchuk, «The Case for Shareholder Access to the Ballot.» Business Lawyer 59 (2003): 43 - 66.
- 12- Brian G. M. Main, Charles A. O'Reilly III, and James Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives.» Industrial and Corporate Change 11 (1995): 302303-; Victor Brudny, «The Independent Director - Heavenly City or Potemkin Village?» Harvard Law Review 95 (1982): 610, n. 39; and Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, «Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO.» American Economic Law Review 88 (1998): 96 - 97.

للاطلاع على مراجعة موسعة للأدبيات الاقتصادية عن موضوع مجلس الإدارة انظر:

Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, «Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature.» Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 9 (2003): 7 - 26.

13- يبين شيفدازاني و بيرماك أن 78 بالمئة من أصل 341 من الشركات الامامة المسهمة المدرجة في قائمة فورشن 500 التي شملتها الدراسة التي أجريهاها في العام 1994 كان لديها لجنة ترشيح. وأن المدير العام التنفيذي كان عضواً في تلك اللجنة في 33 بالمئة من تلك الشركات.

Anil Shivdasani and David Yermack, «CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis.» Journal of Finance 54 (1999): 1834.

14- Burke, Davis, Loayza, Murphy, and Schnuchner, Board Structure/Board Pay 2002, 49.

15- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation»; and Cynthia A. Montgomery and Rhonda Kauffman, «The Board's Missing Link.» Harvard Business Review 81 (2003): 89.

16- NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 303A; American Stock Exchange Company Guide sec. 804; and SEC Release No. 3448745- (November 4, 2003).

17- Daniel Nasaw, «Opening the Board: The Fight Is On to Determine Who Will Guide the Selection of Directors in the Future.» Wall Street Journal, October 27, 2003, R8.

18- مدير عام شركة تايكو قام بصرف مبلغ 20 مليون \$ لواحد من أعضاء مجلس الإدارة. وتحديداً للسيد فرانك وولش، على شكل «عمولة وساطة، تدبيراً له على دوره في ترتيب إحدى الصفقات. انظر:

Jeffrey Kranser, «Tyco Sues 2 Former Executives Accused of Pay Impropriety, a Coverup.» Boston Globe, June 18, 2002, D1.

مدير عام شركة ووردكوم، السيد بيرنارد إبرس، وافق لمضو مجلس الإدارة ورئيس لجنة الترميضات فيها، السيد ستابلس ايه. كيهلت الابن، على استئجار طائرة من طائرات الشركة، من طراز فالكون 20، لقاء أجر قدره 1 \$ شهرياً يضاف إليه 400 \$ في الساعة وبعض النفقات البسيطة

الأخرى. وذلك في زمن بلغت فيه القيمة العادية لبديل استئجار طائرة من طائرات الشركة ما لا يقل عن بضعة آلاف الدولارات للساعة الواحدة. انظر:

Susan Palliam, Jared Sandberg, and Deborah Solomon, «WorldCom Board Will Consider Rescinding Ebbers's Severance.» Wall Street Journal, September 10, 2002, A1.

قدرت قيمة عقد الإيجار بين 1.4 مليون \$ و 3.4 مليون \$. وقد اقترح ريتشارد بريندن، المراقب المكلف من قبل هيئة المحكمة بدراسة ملائمة ذلك العقد وتقدير قيمته، بأن يسدد السيد كيليبت على الأقل 1.4 مليون \$ إلى خزينة الشركة.

Christopher Stern, «WorldCom Director Urged to Leave.» Washington Post, September 13, 2002, E01.

توصل كيليبت أخيراً إلى تسوية مفادها أن يقوم بتحويل ووردكوم بمعدل 3,000 \$ عن كل ساعة، بحيث يسدد مبلغاً قدره 156,000 \$ إلى خزينة الشركة ويتخلى عن جميع الأنصاف والاستحقاقات الأخرى التي له في ذمة الشركة.

19- للاطلاع على تفاصيل الأمثلة الواردة في هذه الفقرة انظر

Gary Strauss, «Do Conflicts Cloud the Objectivity of Boards?» USA Today, March 5, 2002, 1A.

20- Victor Brudney and Allen Ferrell, «Corporate Speech and Citizenship: Corporate Charitable Giving.» University of Chicago Law Review 69 (2002): 1197.

21- Strauss, «Do Conflicts Cloud the Objectivity of Boards?»

22- In re Oracle Corp. Derivative Litigation, 824 A.2d 917, 920-921 (Del. Ch. 2003).

23- هناك دلائل تؤكد أن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يسمون عموماً إلى إقناع شركائهم بالتسبرع للجهات الخيرية التي يفضلونها. وعلى سبيل المثال فقد انتزع المدير العام المفاد لشركة فورد، السيد جاك ناسر، تعهداً من الشركة بتقديم منحة دراسية باسمه لمدرسة يختارها بنفسه. انظر:

Joann S. Lublin, «Many Former Chief Executives Get Lush Perks and Fat Fees for Limited 'Consulting' Work.» Wall Street Journal, September 13, 2002, B1.

Richard A. Oppel Jr., «Senate Panel Says Enron's Board Could Have Stopped High Risk Practices.» New York Times, July 7, 2002, 1.

25- NYSE Listed Company Manual Rule 303A; NASD Rule 4350; and American Stock Exchange Company Guide sec. 121.

تركز في المناقشة التالية على شروط التسجيل في سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE وذلك بسبب ما تتمتع به تلك السوق من أهمية كبيرة وشهرة واسعة.

26- NYSE Listed Company Manual Rule 303A.02(b)(ii).

تحدد ناسداك وأميكس سقف تلك التمويزات بالقيمة \$60,000. انظر:

NASD Manual 4200(a)(14)(B); American Stock Exchange Company Guide sec. 121A(b).

27- تعقياً على القاعدة القانونية ii (303A.02(b)) في دليل الشركات المسجلة في سوق نيويورك للأوراق المالية يمكن القول إن معايير ناسداك أكثر تشدداً فيما يخص هذه النقطة. أعضاء مجلس الإدارة الذين تربطهم قرابة من الدرجة الأولى مع بعض الماملين في الشركة، والذين يستوفون شروط التسمية كأعضاء مستقلين وفق معايير سوق نيويورك للأوراق المالية، لا يمدون أعضاء مستقلين وفق معايير ناسداك. انظر: NASD Manual 4200(a)(14)(C).

28- NYSE Listed Company Manual Rule 303A(2)(b)(v).

الحدود المتتمدة من قبل سوق الأوراق المالية الأمريكية وكذلك أيضاً من قبل ناسداك هي \$200,000 أو 5 بالمئة من إجمالي المائدات.

American Stock Exchange Company Guide, sec. 12 1A(d); and NASD Manual 4200(a)(14)(D).

29- تعليق خاص بالقاعدة القانونية

NYSE Listed Company Manual Rule 303A(2)(b)(v).

30- Kevin Hallock, «Dual Agency: Corporate Boards with Reciprocally Interlocking Relationships.» in Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence, ed. Jennifer Carpenter and David Yermack (Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999), 58.

لاستكشاف العوامل التي تشجع على تشابك عضوية مجالس الإدارة على مستوى المديرين
العامين انظر

Eliezer M. Fich and Lawrence J. White, «Why Do CEOs Reciprocally Sit on Each
Other's Boards?» working paper, New York University School of Business, 2001.

31- Ivan E. Brick, Oded Palmon, and John K. Wald, «CEO Compensation, Director
Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism.» working paper, Rutgers
University Business School, September 2002, 29.

32- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive
Compensation».

وبصورة مشابهة فإن أجور المدير العام تميل إلى الإرتفاع أكثر. واحتمال حصوله على مظلة هبوط
ذهبية يندو أكبر. كلما كانت نسبة أعضاء المجلس الخارجيين المعينين في مهده أكثر ارتقاعاً.

33- Rakesh Kharana, Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic
CEOs (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002), 83.

34- Kharana, Searching for a Corporate Savior, 84.

35- Melvin A. Eisenberg, «The Compensation of Chief Executive Officers and Directors of
Publicly Held Corporations.» 7th Annual Corporate Governance Institute, SE39 ALI-ABA
(1999): 117- 118.

36- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation»,
304.

37- Burke, Davis, Lozya, Murphy, and Schuchner, Board Structure/Board Pay2002, 47.

38- Graef S. Crystal, In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives
(New York: W. W. Norton, 1991).

39- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation»,
319 - 320 .

40- أثناء العام 2003، عمدت المئات شركة الكبرى من الشركات المسهمة العامة الصناعية والخدماتية، جميعها فيما عدا فئة قليلة منها، إلى إدخال حقوق الملكية ضمن بنية أجور أعضاء مجالس الإدارة.

Pearl Meyer & Partners, «2003 Director Compensation» (2003): 9; <http://www.exccpay.com/ResDir.htm> (accessed June 23, 2004).

41- George P. Baker, Michael C. Jensen, and Kevin J. Murphy, «Compensation and Incentives: Practice vs. Theory», *Journal of Finance* 63 (1998): 614.

42- *Journal of Financial Economics* 51 (1999): 371-406.

43- للاطلاع على واحدة من حالات زيادة حجم رزم الأسهم المقدمة لأعضاء المجلس المستقلين انظر:

Charles M. Elson, «Executive Over-Compensation - A Board-Based Solution», *Boston College Law Review* 34 (1993): 981 - 983.

44- ربما يفضل المديرون بقاء الأمر على هذا النحو. هنالك بعض الدلائل التي تشير إلى أن المديرين المأمنين يحاولون تقليص حصة الترميزات القائمة على حقوق الملكية من إجمالي ترميزات أعضاء المجلس، وذلك بهدف تقليص حوافز المجلس إلى مراقبة أداء المدير العام. انظر:

Harley E. Ryan Jr. and Roy A. Wiggins III, «Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Bargaining Power, and Barriers to Effective Monitoring», working paper, Louisiana State University and Bentley College, 2003.

45- Richard M. Cyert, Sok-Hyon Kang, and Praveen Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence», *Management Science* 48 (2002): 453 - 469.

46- Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, «Separation of Ownership and Control», *Journal of Law and Economics* 26 (1983): 301 - 325.

47- انظر على سبيل المثال:

Geeta Anand, «Double Trouble: Ties to Two Firms Tainted by Scandal Haunt Top Doctors», Wall Street Journal, December 24, 2002, A1.

48- انظر على سبيل المثال:

Joshua Green, «Savage Business», American Prospect 13 (2002): 14 - 15.

49- انظر على سبيل المثال:

Main, O'Reilly, and Wade. «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation», 302 - 303.

50- Jay W. Lorsch and Krishna G. Palepu, «Limits to Board Effectiveness» working paper, Harvard Business School, 2003, 3.

51- Kharana, Searching for a Corporate Savior, 81 - 118.

52- Judith Burns, «Everything You Wanted to Know about Corporate Governance But Didn't Know to Ask», Wall Street Journal, October 27, 2003, R6.

53- Sidley Austin Brown & Wood LLP, «Best Practices Calendar for Corporate Boards and Committees» (March 2004): 1- 2.

54- Patrick McGeehan, «Quick: What's the Boss Making?» New York Times, September 21, 2003, sec. 3, 1.

55- Crystal, In Search of Excess, 42 - 50.

56- Warren Buffett, letter to shareholders of Berkshire Hathaway, Inc., included in the Annual Report to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc., February 2004, 8; <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2003ltr.pdf> (accessed April 30, 2004).

57- الإلقاء نظرة من داخل الشركة على الآليات التي يتبناها المجلس لا استخدام مستشاري الترميزات لتسويق أجور المديرين انظر: Crystal, In Search of Excess.

58- Warren Buffett, letter to shareholders, 8 : هذه العبارة مقتبسة من:

59- Carol J. Loomis, «This Stuff Is Wrong», *Fortune*, June 25, 2002, 74.

60- Stuart Gillan, «Has Pay for Performance Gone Awry: Views from a Corporate Governance Forum», *Research Dialogue* 68 (2001): 116.

61- للاطلاع على دراسة حديثة تبين أن أجور المدير العام تبلغ مستويات أعلى في الشركات التي تستخدم مستشاري التعميصات منها في الشركات النظرية التي لا تفعل، انظر:

Martin J. Conyon and Simon I. Peck, «Compensation Consultants and Executive Pay», working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University, 2004, 3.

تقوم هذه الدراسة على معطيات من المملكة المتحدة. لكننا نعتقد أن معطيات الولايات المتحدة تخفي بين طياتها النوع ذاته من الترابط.

62- تعليق على القاعدة القانونية:

NYSE Listed Company Manual Rule 303A(5)(b)(ii).

63- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options», *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 847.

64- Khurana, Searching for a Corporate Savior.

65- Michael S. Weisbach, «Outside Directors and CEO Turnovers», *Journal of Financial Economics* 20 (1998): 453 - 454.

بعض الدراسات الأخرى التي ركزت اهتمامها على الشركات العاملة في قطاع الصناعة تبين أيضاً أن حضور أصحاب المناصب بين أعضاء المجلس يقلص من احتمال إقالة المدير العام في حالة الأداء الضعيف. وعلى سبيل المثال فقد وجد وورين بوكر أن احتمال استبدال المدير العام ذي الأداء الضعيف يتناقص بوضوح في شركات تصنيع أنصاف الفولاذ مع ازدياد نسبة الأعضاء الداخليين (من أصحاب المناصب) في مجلس إدارة الشركة. انظر:

Warren Boeker, «Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top», *Administrative Science Quarterly* 37 (1992): 400 - 418.

وليس مفاجئاً أن احتمال إقالة المدير العام لأسباب تتعلق بضعف الأداء في الشركات التي يشغل فيها المدير العام ذاته منصب رئيس مجلس الإدارة أصغر بوضوح منه في الشركات النظرية التي يسود فيها الفصل بين المنصبين.

Vidhan K. Goyal and Chul W. Park, "Board Leadership Structure and CEO Turnover",

Journal of Corporate Finance 8 (2002): 49 - 66.

66- Denis B. K. Lyons, «CEO Casualties: A Battlefield Report», *Directors & Boards* (1999): 43 - 45.

67- Holman W. Jenkins, «Outrageous CEO Pay Revisited», *Wall Street Journal*, October 2, 2002, A17.

68- Narayanan Subramanian, Atreya Chakraborty, and Shahbaz Sheikh, «Performance Incentives, Performance Pressure, and Executive Turnover», working paper, Brandeis University, 2003.

69- Chris McNeil, Greg Niehaus, and Eric Powers, «Management Turnover in Subsidiaries of Conglomerates versus Stand-Alone Firms», working paper, School of Business, Penn State Erie, and Moore School of Business, University of South Carolina, 2003.

70- انظر على سبيل المثال

Ira M. Millstein and Paul W. MacAvoy, "The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation," *Columbia Law Review* 98 (1998): 1283-1321.; and Mark J. Loewenstein, "The Conundrum of Executive Compensation," *Wake Forest Law Review* 35 (2000): 15.

3- قدرة المسهمين المحدودة على التدخل

عبارة مقتبسة عن بريم ف. آيسنر.

Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244, 262 (Del. Sup. 2000).

1- Linda J. Bains, «The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay», *Indiana Law Review* 68 (1992): 82.

- 2- Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244, 259 - 63 (Del. Sup. 2000).
- 3- Zupnick v. Goizueta, 698 A.2d 384 (Del. Ch. 1997).
- 4- Steyner v. Meyerson, C. A. No. 13139, 1995 WL 441999 (Del. Ch. 1995).
- 5- Mark J. Loewenstein, «Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Further) Reform,» Southern Methodist University Law Review 50 (1996): 201 - 223 .
6. Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, «Litigating Challenges to Executive Pay: An Exercise in Futility?» Washington University Law Quarterly 79 (2001): 576 - 579.
- 7- Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. Sup. 2000); In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003).

8- نقاش عبر الهاتف في 6 آب/أغسطس 2003 مع كل من ألي موناكوو وأنيك دفينغ من مركز بحوث مسؤولية حماية المستثمرين (IRRC). كانت أنيك دفينغ قد أجرت دراسة بتكليف من المركز IRRC وجد فيها أن 40 بالمئة فقط من شركات إس & بي 500، و 35 بالمئة فقط من شركات إس & بي 1500 كانت قد اعتمدت برامج تعويضات قائمة على خيارات الأسهم لا تتمتع بمصادقة المسهين.

- 9- Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, «The Determinants of Shareholder Voting on Stock Option Plans», Wake Forest Law Review 35 (2000): 46 - 51.

10- للاطلاع على مثال لمواد الدعاية الانتخابية التي تطلق من أن الأثر الوحيد لنتيجة تصويت المسهين هو تحديد ما إذا كانت الشركة ستستوفي الشروط المطلوبة لاقتطاع تعويضات المديرين المطروحة للتصويت. التي تصر الشركة على اعتمادها في جميع الأحوال. من الالتزامات الضريبية أم لا. انظر:

Finova Group Inc., Schedule 14A (filed on April 2, 1997); and Home Depot Schedule 14A (filed on April 19, 2002).

11- إدراك هذه الحقيقة قاد هيئة الأوراق والأسواق المالية في العام 2003 إلى إلزام الصناديق التعاونية بإشهار تصويتها. انظر:

Investment Advisers Act Release No. 2106 (January 31, 2003); Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies; SEC, 7 CFR Parts 239, 249, 270, and 2; Release Nos. 33 - 8188, 34 - 47304, IC - 25922; File No. S7 - 36 - 02; RTN 3235 - A164.

لكن لما كان المستثمرون يبتون خياراتهم فيما يخص الصناديق التعاونية على قاعدة الأداء الاستثماري لكل من تلك الصناديق وليس على قاعدة المواضع الانتخابية التي تدر عن كل منها لدى مشاركته في التصويت على قضايا حوكمة الشركات. فإننا لا نتوقع أن وجوب الإشهار يمثل حلاً حقيقياً لمشكلة انحياز الصناديق التعاونية إلى صف المديرين في عمليات التصويت. والسبيل الأكثر فاعلية لحل مشكلة الانحياز تلك إنما يكمن باعتقادنا في اشتراط تصويت المسهمن في جو من السرية التامة.

- 12- David Parthiban, Rahul Kocher, and Edward Levitas, «The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation,» *Academy of Management Journal* 41 (1998): 200 - 208.
- 13- Pui-Wing Tam, «Hewlett Sues, Seeking to Foil Compaq Deal,» *Wall Street Journal*, March 29, 2002, A3.
- 14- Jennifer E. Bethel and Stuart L. Gillan, «The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting,» *Financial Management* 31 (2002): 29.
- 15- Stuart L. Gillan, «Option-Based Compensation: Panacea or Pandora's Box?» *Journal of Applied Corporate Finance* 14 (2001): 124.
- 16- Bethel and Gillan, «The Impacts», 44.

17- انظر:

SEC Release No. 34 - 48108 (File Nos. SR - NYSE - 2002 - 46 and SR - NASD - 2002 - 140) (June 30, 2003); and SEC Release No. 34 - 48872 (File No. SR - Amex - 2003 - 100) (December 3, 2003).

- 18- Thomas and Martin. «The Determinants,» 58 - 59.

19- انظر:

Georgeson Shareholder, «Annual Corporate Governance Review» (2003): 3; and Brian R. Cheffins and Randall S. Thomas, «Should Shareholders Have a Greater Say over Executive Pay? Learning from the U.S. Experience», *Journal of Corporation Law Studies* 1 (2001): 301.

يبين شيفينس و توماس أن الموسم الانتخابي للعام 2000 قد سجل قيام حملة الأسهم بإطلاق مشروعات توصيات تتعلق بتمويضات المديرين في 83 شركة من بين الشركات الألف الرائدة بين عموم الشركات المسهمة العامة في الولايات المتحدة.

20- Randall S. Thomas, and Kenneth J. Martin, «Should Labor Be Allowed to Make Shareholder Proposals?» *Washington Law Review* 73 (1998): 41, 68, 76.

21- Andrew Countryman, «Board Term Battle Heats Up: Shareholder Activists Pushing for Switch to Annual Elections,» *Chicago Tribune*, June 16, 2003, 1.

22- Tom Petruo, «Activist Investors Making Inroads,» *Los Angeles Times*, May 18, 2003, Pt. 3, 1.

تبعاً للمعطيات التي تم جمعها من قبل مركز خدمات المستثمرين المؤسساتيين فإن نسبة ما قد دخل حيز التنفيذ إلى اليوم من عموم قرارات التوصية التي حظيت بتأييد غالبية حملة الأسهم لا تتجاوز 10 بالمائة فقط. وقد شهدت هذه النسبة بعض الازدياد في الأونة الأخيرة لكنها لم تزد بعد على 30 بالمائة. نود هنا أن نعبّر عن خالص شكرنا وامتناننا للسيد باتريك ماكنارن، نائب رئيس مركز خدمات المستثمرين المؤسساتيين لتكرمه بتزويدنا بهذه المعلومات.

4- حدود قوى السوق

عبارة مقتبسة عن فرانك إتش. إيستربروك.

Frank H. Easterbrook, «Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence,» *Delaware Journal of Corporate Law* 9 (1984): 570.

1- Frank H. Easterbrook, «Managers' Discretion and Investors' Welfare»; Daniel R. Fischel, «The 'Race to the Bottom' Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's

Corporation Law.» *Northwestern University Law Review* 76 (1982): 916 - 920 ; and Eugene F. Fama, «Agency Problems and the Theory of the Firm,» *Journal of Political Economy* 88 (1980): 289.

- 2- Lucian A. Bebchuk, «Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law,» *Harvard Law Review* 105 (1992): 1461 - 1467 ; Lucian A. Bebchuk, «Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments,» *Harvard Law Review* 102 (1989): 1840 - 1846; Lucian A. Bebchuk and Mark J. Roe, «A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance,» *Stanford Law Review* 52 (1999): 142 - 153.

توضح هذه الأعمال أسباب عجز قوى السوق عن أن تضمن أن قرارات أصحاب المناصب بشأن إعادة الاندماج، بشأن تعديل ميثاق الشركة، وبشأن بنية ملكية الشركة، سوف تتعوى بالفعل المنحى الذي يجسد مصالح حملة الأسهم بالشكل الأمثل.

- 3- C. Edward Fee and Charles J. Hadlock, «Raids, Rewards, and Reputations in the Market for CEO Talent,» *Review of Financial Studies* 16 (2003): 1327.

يرجع القائمون بهذه الدراسة أن نسبة التمهينات الخارجية بين عموم تمهينات المديرين العاملين التي جرت أثناء المدة 1998-1990 والبالغ عددها 1,200 لا تتجاوز 26.5 بالمئة فقط.

- 4- Melvin A. Eisenberg, «The Structure of Corporation Law» *Columbia Law Review* 89 (1989): 1495.

- 5- Fee and Hadlock, «Raids, Rewards, and Reputations.» 1352.

6- يسوق بهري و زينر تقديرات مفادها أن المدير العام الأوسط على صعيد شركات إس & بي 1500 قد ربح أو خسر أثناء العام 1997 ما قيمته 11.5 \$ مقابل كل 1,000 \$ ربحها أو خسرها المسهون.

Tod Perry and Marc Zenner, «CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation?» *Wake Forest Law Review* 35 (2000): 149.

وبصورة مشابهة فقد قدر هول و ليهمان حساسية لروء المدير العام لقيمة رأس المال المسهم

أثناء العام 1998 بما يقارب \$11 لكل \$1,000. وقد استندا إلى حسابهما التقديري إلى شركة قياسية تبلغ القيمة السوقية لرأس مالها 1 مليار \$.

Brian J. Hall and Jeffrey B. Liebman, «The Taxation of Executive Compensation.» *Tax Policy and the Economy*, vol. 14, edited by James Poterba (Cambridge, MA: MIT Press, 2000), 6, fig. 1.

ومن المرجح أن حساسية ثروة المدير العام لقيمة رأس المال المسهم قد أخذت قهراً أكثر انخفاً في الماضي. استناداً إلى المعطيات المتوافرة عن المدة 1974 - 1986 قام جينسن و موريل بإجراء حساب تقديري لحساسية ثروة المدير العام لقيمة رأس المال المسهم أثناء تلك المدة المبكرة. وخلصا إلى ذلك إلى القيمة \$ 3.25 لكل \$ 1,000. وهي قيمة تضمنت تعديلاً بمقدار 0.30 \$ لكل \$ 1,000 يأخذ بالحسبان خطر التمرض للإقالة. انظر:

Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay and Top-Management Incentives.» *Journal of Political Economy* 98 (1990): 261.

7- أول دراسة تسلط الضوء على أهمية بورصة حكم الشركات (بورصة الاستيلاء) بصفتها مصدراً من مصادر الالتزام كانت

Henry G. Manne, «Mergers and the Market for Corporate Control.» *Journal of Political Economy* 73 (1965): 110 - 120 .

8- Lucian Bebchuk, John Coates IV, and Guhan Subramanian, «The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy.» *Stanford Law Review* 54 (2002): 887 - 951.

9- Marcel Kahan and Ed Rock, «How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law» *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 871- 915.

10- Anup Agrawal and Ralph A. Walking, «Executive Careers and Compensation Surrounding Takeover Bids.» *Journal of Finance* 49 (1994): 986.

تناولت هذه الدراسة الشركات المدرجة في قائمة فوربس 800 أثناء الثمانينيات. وقد وجد القائمان بالدراسة أن عروض الاستيلاء كانت أكثر شوعاً في حقول العمل التي درجت شركاتها

على منح المدير العام أجوراً مفرطة، لكليهما لم يتقاعا على أي فارق واضح في تعويضات المدير العام ضمن حدود حقول العمل تلك بين الشركات التي كانت هدفاً لبعض عروض الاستيلاء والشركات الأخرى التي لم تكن كذلك.

11- انظر:

Lynn Stout, «The Unimportance of Being Efficient.» Michigan Law Review 87 (1988):

645 - 647.

للإطلاع على مناقشة تفصيلية لمصادر رأس المال في الشركات المسهمة العامة.

12- في حالة الاعتماد على الاستدانة كمصدر للتمويل تسهم ترتيبات التمويل التي تشجع المديرين على المقامرة المفرطة بزيادة تكاليف الدين، غير أن زيادة تكاليف الدين، شأنها شأن التمويل القائم على حقوق الملكية، لا تقوى على الحيلولة دون مشروعات التوسع الممولة بالدين، وإنما تخفض فقط من قيمة حصص حملة الأسهم القائمة من ملكية الشركة. وفضلاً عن ذلك فإن المديرين لن يتحملوا إلا القدر القليل من تلك التكاليف.

13- Easterbrook, «Managers' Discretion and Investors' Welfare»

14- Jean Tirole, The Theory of Industrial Organization (Cambridge, MA: MIT Press, 1988):

277 - 303.

5- وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين

عبارة مقتبسة عن مدير عام واحدة من الشركات المدرجة في قائمة فورشن 500 فضل عدم الإفصاح عن هويته، وذلك في مقابلة أجرتها معه المجلة

Anonymous Fortune 500 CEO, interviewed in Carol J. Loomis, «This Stuff is Wrong.»

Fortune, June 25, 2002, 82.

1- إننا لنجد سيناريو سلطة المديرين في روح أدبيات الاقتصاد التي تبحث في سلطة وكلاء معينين في المؤسسات، وبلا قدرة هؤلاء الوكلاء على استخلاص المكاسب المجانية. انظر على سبيل المثال:

Jack Hirshleifer, «Competition, Cooperation, and Conflict in Economics and Biology.»

American Economic Review 68 (1978): 238 - 243 ; Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales,

«Power in a Theory of the Firm.» *Quarterly Journal of Economics* 113 (1998): 387 - 432;
and Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, «The Firm as a Dedicated Hierarchy: A
Theory of the Origin and Growth of Firms.» *Quarterly Journal of Economics* 116 (2001):
805 - 851.

ومع ذلك فإن معظم خبراء الاقتصاد المالي المهتمين تحديداً بمسألة تمويليات المديرين
قد دأبوا على افتراض التعاقد على مطالب الذراع، ولم يمهروا إلا القليل من الاهتمام للدور الذي
تضطلع به سلطة المديرين.

2- للوقوف على تحقيق يقيم الدليل على توزيع السلطة بين اثنين أو أكثر من المديرين انظر

Sydney Finkelstein, «Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement,
and Validation.» *Academy of Management Journal* 35 (1992): 505 - 538.

3-James Wade, Charles A. O'Reilly III, and Timothy Pollock, «Overpaid CEOs and Underpaid
Managers: Equity and Executive Compensation.» working paper, University of Wisconsin-
Madison, Stanford University, and University of Maryland, 2004, 27.

4- في بعض الحالات قد تولد أجور المدير العام المفرطة جواً من الاستياء بين صفوف كبار المديرين
التنفيذيين الآخرين. عندها، إذا ما قبلنا بواقع تمويليات المدير العام المفرطة، فإن زيادة
أجور المديرين الآخرين من شأنها أن تخفف من حدة استيائهم من أجور زميلهم المدير العام.
وتحسن من علاقات العمل التي تجمعهم مع المدير العام، وتؤدي إلى نهاية المطاف بالفائدة على
حملة الأسهم. لكن حتى في حالة كهذه فإن تقديم بعض المكاسب المجانية للمديرين الآخرين
يمود على حملة الأسهم ببعض الفائدة فقط. في ظل الواقع الذي ترضه المكاسب المجانية التي
يستأثر بها المدير العام لنفسه، والنقطة المهمة هنا هي أن المكاسب المجانية الفياضة، حتى لو
عادت ببعض الفائدة على المسهين، لا تنير من حقيقة أن ترتيبات أجور المديرين التي تسمح
بتلك المكاسب تتعدت بوضوح عن ترتيبات تمويليات المديرين، بمن فيهم المدير العام ذاته.
التي كانت ستخرج إلى النور في تعاقد قائم على مطالب الذراع.

5- Jay W. Lorsch and Elizabeth M. MacIver, *Pawns or Potentates? The Reality of America's
Corporate Boards* (Boston: Harvard Business School Press, 1989), 23 - 31.

6- انظر:

Matthew Brelis, «GE, Welch Agree to Slash His Perks: Retired CEO Will Retain Office, Staff, Lose Many Benefits,» Boston Globe, September 17, 2002, D1.

- 7- Linda C. Quina, «Executive Compensation under the New SEC Disclosure Requirements,» in Seventh Annual Corporate Law Symposium: Executive Compensation, University of Cincinnati Law Review 63 (1995): 770 - 771.

8- انظر على سبيل المثال

Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options,» University of Chicago Law Review 69 (2002): 847 - 869; Holman W. Jenkins Jr., «Business World: Outrageous CEO Pay Revisited,» Wall Street Journal, October 2, 2002, A17.

- 9- Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, «The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation,» University of Cincinnati Law Review 67 (1999): 1021 - 1065.
- 10- Kenneth J. Martin and Randall S. Thomas, «When Is Enough, Enough? Market Reaction to Highly Dilutive Stock Option Plans and the Subsequent Impact on CEO Compensation,» Journal of Corporate Finance (forthcoming).
- 11- Alexander Dyck and Luigi Zingales, «The Corporate Governance Role of the Media,» working paper, Harvard Business School and the University of Chicago, 2002; and Alexander Dyck and Luigi Zingales, «Private Benefits of Control: An International Comparison,» Journal of Finance 59 (2004): 537- 600.
- 12- Robert Monks and Nell Minow, Corporate Governance, 2nd ed. (Cambridge, MA: Blackwell Publishing, 1995), 399 - 411.
- 13- Judith Dobrynski, «CaIPERS Is Ready to Roar, but Will CEOs Listen?» Business Week, March 30, 1992, 44.

- 14- YiLin Wu, «The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and CEO Turnover: Evidence from CalPERS' Corporate Governance Program.» *Journal of Corporate Finance* 10 (2004): 199.
- 15- تبين الدراسات أن 65 بالمئة على الأقل من الشركات الأمريكية تستخدم مستشاري الترميزات.
John M. Bizjak, Michael L. Lemmon, and Lalitha Naveen, «Has the Use of Peer Groups Contributed to Higher Levels of Executive Compensation?» Working paper, Portland State University, 2000, 10, 44.
- 16- James B. Wade, Joseph F. Porac, and Timothy G. Pollock, «Worth, Words, and the Justification of Executive Pay», *Journal of Organizational Behavior* 18 (1997): 657, 658.
- 17- Joseph F. Porac, James B. Wade, and Timothy G. Pollock, «Industry Categories and the Politics of the Comparable Firm in CEO Compensation.» *Administrative Quarterly* 44 (1999): 112 - 144.
- 18- Kevin J. Murphy, «Politics, Economics, and Executive Compensation» *University of Cincinnati Law Review* 63 (1995): 736.
- 19- Bizjak, Lemmon, and Naveen, «Has the Use of Peer Groups» 2 - 3.
- 20- Kevin J. Murphy, «Executive Compensation.» in *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2485, 2517 - 2518; Graef S. Crystal, *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives* (New York: W. W. Norton, 1991), 219; and Shawn Tully, «Raising the Bar.» *Fortune*, June 8, 1998, 272.
- 21- Harvard Business School Dean Kim B. Clark, prepared remarks, National Press Club, February 26, 2003.
- 22- Murphy, «Explaining Executive Compensation»; and Brian J. Hall and Kevin J. Murphy,

«The Trouble with Stock Options.» *Journal of Economic Perspectives* 17 (2003): 64 - 65 .
See also Franklin Snyder, «More Pieces of the Compensation Puzzle.» *Delaware Journal of Corporate Law* 28 (2003): 133.

23- Holman W. Jenkins Jr., «Business World: Outrageous CEO Pay Revisited.» *Wall Street Journal*, October 2, 2002, A17.

24- انظر على سبيل المثال:

Brian Hall and Kevin J. Murphy, «The Trouble with Stock Options» 65.

26- Murphy, «Executive Compensation.» 2493.

27- الانهيار الذي اجتاحت السوق في العام 1929 قاد إلى سن قوانين الأوراق المالية الأمريكية الأولى في العامين 1933 و 1934 . كذلك فإن الانهيار الذي شهدته السوق أخيراً قد قاد بدوره إلى إصدار قانون ساربنس - أوكسلي في العام 2002.

28- انظر على سبيل المثال

Melvin A. Eisenberg, «Corporate Law and Social Norms.» *Columbia Law Review* 99 (1999): 1253 - 1292 ; and Symposium on Norms and Corporate Law, *University of Pennsylvania Law Review* 149 (2001): 1607 - 2191.

29- Andrew Ballis, «Ill - judged Incentives: Share Options Are a Poor Way to Make Executives Act in Shareholders' Interests.» *Financial Times*, November 12, 2002, 13.

30- Murphy, «Explaining Executive Compensation.» 847; and Hall and Murphy, «The Trouble with Stock Options», 49 - 70.

6- العلاقة بين السلطة والأجر

عبارة مقتبسة عن جون إي. كور. مأخوذة من

John E. Core, Robert W. Holthausen, and David F. Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» *Journal of Financial Economics* 51(1999): 372.

- 1- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance», 372 - 373.
- 2- David Yermack, «Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors» *Journal of Financial Economics* 40 (1996): 205.
- 3- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» 372 - 373.
- 4- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» 372 - 373.
- 5- Vidhan K. Goyal and Chul W. Park, «Board Leadership Structure and CEO Turnovers» *Journal of Corporate Finance* 8 (2002): 49 - 66.
- 6- Richard Cyert, Sok-Hyon Kang, and Praveen Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top - Management Compensation: Theory and Evidence», *Management Science* 48 (2002): 453 - 469; James Wade, Charles A. O'Reilly III, and Ike Chandratat, «Golden Parachutes, CEOs, and the Exercise of Social Influence», *Administrative Science Quarterly* 35 (1990): 592 - 593 ; Martin J. Conyon and Kevin J. Murphy, «The Prince and the Pauper? CEO Pay in the U.S. and the U.K.», *Economic Journal* 110 (2000): 640 - 671; and Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance», 371- 406.
- 7- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance», 372 - 373; and Cyert, Kang, and Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation», 453 - 469.
- 8- Harley E. Ryan Jr. and Roy A. Wiggins III, «Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring», working paper, Louisiana State University and Bentley College, 2003, 25.

- 9- Kevin Hallock, «Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation» *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32 (1997): 332.
- 10- Brian G. Main, Charles A. O'Reilly III, and James Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives», *Industrial and Corporate Change* 11 (1995): 293 - 332.
- 11- Harry A. Newman and Haim A. Mozes, «Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?» *Financial Management* 28 (1999): 41 - 53.
- 12- Cyert, Kang, and Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top- Management Compensation», 453 - 469.
- 13- Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, «Large Shareholders and Corporate Control», *Journal of Political Economy* 94 (1986): 461 - 688.
- 14- Cyert, Kang, and Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top- Management Compensation,» 453 - 469.
- 15- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» 372 - 373; and Richard A. Lambert, David F. Larcker, and Keith Weigelt, «The Structure of Organizational Incentives» *Administrative Science Quarterly* 38 (1993): 438 - 461.
- 16- Donald C. Hambrick and Sydney Finkelstein, «The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises» *Strategic Management Journal* 16 (1995): 175 - 193; and Henry L. Tosi Jr. and Luis R. Gomez - Mejia, «The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective» *Administrative Science Quarterly* 34 (1989): 181.
- 17- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, «Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are» *Quarterly Journal of Economics* 116 (2001): 929.

- 18- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, «Agents With and Without Principals» *American Economics Review* 90 (2000): 205.
- 19- Jay C. Hartzell and Laura T. Starks, «Institutional Investors and Executive Compensation» *Journal of Finance* 58 (2003): 2351 - 2374. See also Parthiban David, Rahul Kochar, and Edward Levitas, «The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation» *Academy of Management Journal* 41 (1998): 200 - 208.
- 20- David, Kochar, and Levitas, «The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation» 200 - 208.
- 21- Kenneth A. Borokhovich, Kelly R. Brunarski, and Robert Parrino, «CEO Contracting and Anti - Takeover Amendments» *Journal of Finance* 52 (1997): 1503 - 1513.
- 22- Anup Agrawal and Charles R. Knaeber, «Managerial Compensation and the Threat of Takeover» *Journal of Financial Economics* 47 (1998): 219.
- 23- Shijun Cheng, Venky Nagar, and Madhav V. Rajan, «Identifying Control Motives in Managerial Ownership: Evidence from Antitakeover Regulation» *Review of Financial Studies* (forthcoming).
- 24- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, «Is There Discretion in Wage Setting? A Test Using Takeover Legislation» *Rand Journal of Economics* 30 (1999): 535; Gerald T. Garvey and Gordon Hanka, «Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage» *Journal of Finance* 54 (1999): 519, 520; and Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, «Corporate Governance and Equity Prices» *Quarterly Journal of Economics* 118 (2003): 107 - 155.
- 25- Gompers, Ishii, and Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," 107 - 155.
- 26- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options» *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 853.

27- Robert Parrino, «CEO Turnover and Outside Succession: A Cross-Sectional Analysis»
Journal of Financial Economics 46 (1997): 168.

28- Bertrand and Mullainathan, «Agents With and Without Principals» 205.

7- نفوذ المديرين في ساعة الرحيل

عبارة مقتبسة عن محام خبير في قانون الشركات في مقابلة أجرتها معه مجلة فورشن

John E. Core, Robert W. Holthausen, and David F. Larcker, Corporate Corporate
lawyer interviewed in Suzanne Koudsi, «First, Why CEOs Are Paid so Much to Beat It»,
Fortune, May 29, 2000, 34 - 35.

1- Mattel proxy statement filed with SEC, April 28, 2000, 24 - 25.

2- Joann S. Lublin, «As Their Companies Crumbled, Some CEOs Got Big-Money Payouts»
Wall Street Journal, February 26, 2002, B1.

3- Rakesh Khurana, Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs
(Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002), 3 - 4.

4- Dan Sabbagh, «Orange Chief Received \$70m in Two Severance Payments» Times (London),
March 12, 2003, 25.

5- Jay C. Hartzell, Eli Ofek, and David Yermack, «What's in It for Me? CEOs Whose Firms Are
Acquired» Review of Financial Studies 17 (2004): 37 - 61.

6- للاطلاع على مزيد من التفاصيل حول أحداث القصة التي أتيتمنا على ذكرها في هذه الفقرة
انظر

Andrew Ross Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall» New York Times, April
7, 2002, sec. 3, 1.

7- Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall».

8- Hartzell, Ofek, and Yermack, «What's in It for Me?»

- 9- Julie Wolf, «Do CEOs in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from 'Mergers of Equals» *Journal of Law, Economics and Organization* 20 (2004): 60 - 101.
- 10- «Retired Kodak CEO Received 47% Boost in His Bonus in 1999» *Wall Street Journal*, March 14, 2000, A8.
- 11- Justin Fox, «The Amazing Stock Option Sleight of Hand» *Fortune*, June 25, 2001, 86 - 92.
- 12- Joann S. Lublin, «Executive Pay under the Radar» *Wall Street Journal*, April 11, 2002, B7.
- 13- Lublin, «Executive Pay under the Radar» B7.
- 14- Gary Strauss, «CEOs Cash In after Tenure» *USA Today*, April 25, 2002, money section, B1.

8- المكاسب التقاعدية

عبارة مقتبسة عن: جولان إس. لوبلين، مأخوذة من

Joann S. Lublin, «How CEOs Retire In Style: Many Former Chief Executives Get Lush Perks and Fat Fees for Limited Consulting Work» *Wall Street Journal*, September 13, 2002, B1.

1- لقد استعرتنا تعبیر «مكاسب مسروقة» من روبرت مونكس، الذي استخدمه لوصف تعويضات المديرين الممنوحة لهم على شكل خيارات الأسهم؛ لأن ذلك الوجه من وجوه الأجر لا يدخل في بيانات الشركة المالية.

Robert A. G. Monks, *The Emperor's Nightingale: Restoring the Integrity of the Corporation in the Age of Shareholder Activism*. (Boston: Addison-Wesley, 1999), 596-2.

2- لتوضيح الآفة التي تتم فيها الاستفادة من التخفيض الضريبي في صناديق التقاعد المؤهلة، ننظر إلى المثالين التاليين اللذين يقومان على شركة افتراضية وموظف افتراضي. لنفترض أن الشركة والموظف يخضمان لنسبة ضريبة الدخل الكلي نفسها البالغة 40%. بما في ذلك الدخل الناتج عن أرباح رأس المال. ولنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادرين على

تحقيق نسبة إيرادات الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده. والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

المثال 1: يقوم الموظف باستثمار أمواله خارج الصندوق المؤهل. لنفترض أن الشركة تدفع للموظف \$100 في مدة ما قبل التقاعد. تخفض الشركة \$100 من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع \$40. أما الموظف فيدفع ضريبة بمقدار \$40 ويستثمر المبلغ الباقى وهو \$60، الذي سيفقد \$120 حين يخرج على التقاعد - بربح قدره \$60. يخضع هذا الربح للضريبة دخل قدرها \$24 (40% من 60%)، ما يترك للموظف \$96 حين يتقاعد (60 + \$36).

المثال 2: تقوم الشركة باستثمار أموال الموظف في ظل صندوق التقاعد المؤهل. لنفترض أن الشركة تساهم بمبلغ \$100 تدفعها في الصندوق في حقة ما قبل التقاعد. تقوم الشركة هنا أيضاً بخفض مبلغ \$100 من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع \$40. ينمو رأس المال البالغ \$100 ليفقد \$200 لدى دخول الموظف سن التقاعد - ما يعني ربحاً قدره \$100. ينتقل هذا المبلغ (\$200) إلى الموظف حين يتقاعد ليدفع منه \$80 ضريبة دخل (40% من \$200) ويحتفظ بمبلغ \$120. أي أكثر بمبلغ \$24 مما يحتفظ به في المثال 1. حيث حصل الموظف من الشركة على \$100 في مدة ما قبل التقاعد واستثمرها على مسؤوليته. إن الربح الإضافي الذي حصل عليه الموظف في المثال 2 لم يكن على حساب الشركة: ففي المثالين تحملت الشركة في مدة ما قبل التقاعد كلفة بلغت \$60 بعد احتساب الضرائب.

3- أعدت شركة كلارك للاستشارات تقريراً جاء فيه أن نحو 70% من الشركات التي استجابت للاستبيان الذي أجرته قد اعتمدت صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين.

Clark Consulting, «Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2003 Results»

26.

4- بوسع أي شركة أن تعفي عوائد استثمارات صندوق التقاعد التكميلي الخاص بمديرها من الضرائب، وذلك عبر استثمار أموال تلك الصناديق بشراء بواليص تأمين على حياة مديرها وبقبة موظفيها. لكن بسبب الرسوم التي يجب أن تدفع لشركة التأمين، فإن آلية توفير الضرائب هذه محفوفة بتكاليف مرتفعة تتحملها الشركة المشغلة، لا المديرين المستفيدين من الصندوق. بالمقابل، إذا أعطى المدير المبالغ المحجوزة على أسمائهم

في الصندوق. فإنه سيكون بوسعهم استثمارها بعيداً عن الضرائب أثناء شراء سناهيات متغيرة. دون أن تتحمل الشركة المشغلة أي أعباء إضافية.

5- لتبيان ما يسببه صندوق التقاعد التكميلي الخاص بالمديرين من أعباء أو تخفيضات ضريبية على الأطراف كافة. ننظر إلى المثال التالي وتسميره، والذي يهني على المثالين المدرجين ضمن الملاحظة رقم 2. لنفترض من جديد أن الشركة والموظف يخضعان لنسبة ضريبية الدخل الكلي نفسها البالغة 40%. بما لا ذلك الدخل الناتج عن أرباح رأس المال. ولنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادرين على تحقيق نسبة إيرادات الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده، وبالبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

المثال 3: تقوم الشركة باستثمار حصة المدير من صندوق التقاعد التكميلي الخاص وغير المؤهل. لنفترض أن شركة ما تسمى إلى اعتماد صندوق التقاعد التكميلي الخاص لكي تقدم للمدير المماش التقاعدي نفسه الذي يحصل عليه الموظف في المثال 2 من صندوق التقاعد المؤهل. فكما في المثال 2، تضع الشركة \$100 جانباً لتمويل تقاعد المدير. فهصبح المبلغ حين تقاعد المدير \$200. يحصل المدير المتقاعد على هذا المبلغ (\$200) ويدفع منه كما الموظف \$40 ضريبة دخل - ما يعني ضريبة قدرها \$80. فالمدير يحتفظ إذأ كما الموظف في المثال 2 بمبلغ \$120. أي أكثر بـ \$24 من الموظف الآخر في المثال 1.

لننظر الآن إلى ما يجلبه صندوق التقاعد التكميلي الخاص بالمديرين من أعباء على الشركة. في المثالين 1 و 2 ضمن الملاحظة 2، خفضت الشركة تكلفتها الضريبية بمقدار \$40 في مدة ما قبل التقاعد عندما دفعت للموظف \$100 أو وضعت \$100 على اسمه في صندوق التقاعد المؤهل. أما في المثال 3 فإن الشركة تخفض تكلفتها الضريبية بمقدار \$80 في مرحلة تقاعد المدير عندما تدفع له مبلغ \$200. لكن على الشركة أن تضيف إلى دخلها الخاص للضريبة في مرحلة التقاعد مبلغ \$100 الذي يمثل ربح استثمار حصة المدير من الصندوق. ما يرفع التكلفة الضريبية للشركة بمقدار \$40 في مرحلة التقاعد. إن الأثر الصافي الناتج عن دفع \$200 للمدير وبيع \$100 يتمثل في تخفيض التكلفة الضريبية للشركة بمقدار \$40 في مرحلة تقاعد المدير.

لو كانت الشركة خفضت تكلفتها الضريبية بمقدار \$40 في مدة ما قبل تقاعد المدير عوضاً عن تخفيض تكلفتها بالمقدار نفسه لكن في مرحلة التقاعد. لكانت استثمرت هذا المبلغ (\$40) وحصدت من ذلك الاستثمار مبلغ \$40 (100% من مبلغ الـ \$40) حين تقاعد المدير. وكان عليها أن تدفع ضريبة دخل 40% على هذا المبلغ، بحيث يبقى للشركة \$64. بالمقابل لم يبق للشركة سوى

\$40 (أقل بـ \$24 من الحالة الراهنة) عندما خفضت تكلفتها الضريبية بمقدار \$40 في مرحلة التقاعد. فالشركة في المثال 3 تتحمل أعباء أكبر مما تتحمله في المثال 2، حين خفضت تكلفتها الضريبية بمقدار \$40 في مدة ما قبل التقاعد. إن المربح البالغ \$24، الذي يحصله المدير من اعتماد صندوق تقاعد غير مؤهل جرى تصميمه بحيث يقدم للمدير المزايا نفسها التي يقدمها الصندوق المؤهل للموظف المادي، إنما يأتي على حساب الشركة المشغلة.

6- للحصول على شرح وافٍ للتأثيرات الضريبية التي يخلقها استثمار الترميمات المؤجلة باعتماد إجراءات مشابهة لصناديق تقاعد المديرين التكميلية الخاصة ضمن سيناريوهات متعددة ومتنوعة، انظر:

Myron S. Scholes, Mark A. Wolfson, Meric Erickson, Edward L. Maydew, and Terry Shevlin, *Taxes and Business Strategy: A Panning Approach*, 2nd ed. (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2002), 181 - 185.

7- من شأن الكفاءة الضريبية لصندوق التقاعد التكميلي الخاص بالمديرين أن تتأثر بالتغيرات المتوقعة لنسب الضرائب المفروضة على الشركة (أو على المدير) مع مرور الزمن. فإذا كانت الشركة تعاني في الوقت الراهن من الخسارة على سبيل المثال، وهي غالباً غير قادرة على الاستفادة من خصم ترميمات المديرين من تكلفتها الضريبية في المرحلة الراهنة، لكنها تتوقع ارتفاعاً في تكلفتها الضريبية مستقبلاً، فإن خطط الترميمات المؤجلة الخاصة بالمديرين تكون حينئذ أكثر جدوى. إذا ما كانت جميع الشروط الأخرى واحدة في الحالتين.

- 8- Clark Consulting, «Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2003 Results» 26.
- 9- Steven Balsam, *An Introduction to Executive Compensation* (San Diego, CA: Academic Press, 2002): 175.

10- انظر على سبيل المثال:

Mike Blahnik, «For CEO Pensions, Rank Has Its Privileges» *Star Tribune* (Minneapolis, MN), May 18, 2003, 1A.

11- انظر:

International Business Machine Schedule 14A (filed on March 12, 2001): 18.

12- لتأخذ مثالاً آخر. ترك جاك ويلش المدير العام السابق لشركة جنرال إلكتريك بمعاش تقاعدي سنوي مقداره 10 ملايين \$. انظر:

Paul Hodgson, «Golden Parachutes and Cushioned Landings» The Corporate Library (February 2003): 14

لم تظهر هذه القيم الكبيرة المتدفقة سنوياً على شكل معاشات تقاعدية مموّدة للمديرين إلا جداول تمويزات الشركة الملمنة.

13- Cynthia Tichson, quoted in Liz Pulliam Weston, «Despite Recession, Perks for Top Executives Grow» Los Angeles Times, February 1, 2002, A1.

14- انظر:

Glenn Howatt, «HealthPartners Ex-CEO Reaped Board's Favors: Secret Deals Contributed to \$5.5 Million Package» Minneapolis (MN) Star Tribune, January 17, 2003, A1.

ورد في تقرير لجنة سنار تريبيون أن مجلس إدارة شركة هيلثبارترز أقر خطة تقاعد تكفيها خاصة للمدير «بعد أن حصل المدير على تأكيدات بالأيتم الإفصاح عن هذه الخطة إلى العلن» و«بعد أن رفض المدير اقتراحاً يربط المكافآت الواردة في الخطة بأداء الشركة في السوق».

15- بالإضافة إلى ذلك على الشركات أيضاً أن تقدم إلى هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية رسالة من مكتب شؤون العاملين في كل شركة يبين منها عدد صناديق التقاعد المعتمدة في كل شركة وعدد المستفيدين منها. لكن الشركات لا تستجيب جميعها لهذا المطلب.

Ellen E. Schultz, «Big Send-Off: As Firms Pare Pensions for Most, They Boost Those for Executives» Wall Street Journal, June 20, 2001, A1.

16- انظر:

Joann S. Lublin, «Executive Pay under the Radar» Wall Street Journal, April 11, 2002, B7; and Anne Fisher, «Proxies: The Treasure Is Still Buried» Fortune, June 8, 1998, 285.

17- Financial Accounting Standard no. 132 (revised 2003).

18- Financial Accounting Standard no. 87 (1985).

19- Schultz, «Big Send-Off».

20- في حزيران/يونيو من العام 2004، صادق مجلس النواب الأمريكي على قانون خلق فرص العمل في أمريكا للعام 2004، الذي ينص على عقوبات بحق الشركات التي تستخدم بعض أنواع الأمانات لحماية ترميمات مديريها المؤجلة وإبعادها عن قبضة دائمتها. وقد صادق مجلس الشيوخ على مشروع قانون مشابه في أيار/مايو 2004.

21- جاء في تقرير لشركة كلارك بارديس للاستشارات عام 2001 أن 86% من الشركات التي تجاوبت مع الاستبيان الذي قامت به الشركة لتمتد إجراءات وقائية لحماية صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بمديريها إلى أبعد حد ممكن. انظر:

Clark Bardes Consulting, «Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2001 Results» 33; <http://www.clarkconsulting.com/knowledgecenter/articles/benefits/20020305.pdf> (accessed June 23, 2004); Ron Suskind, «Mor Executives Get Pension Guarantees to Protect against Takeovers, Failures» Wall Street Journal, July 5, 1991, B1; and Theo Francis and Ellen Schultz, «As Workers Face Pension Cuts, Executives Get Rescued» Wall Street Journal, April 3, 2003, C1.

22- Francis and Schultz, «As Workers Face Pension Cuts».

23- Francis and Schultz, «As Workers Face Pension Cuts».

24- Suskind, «Mor Executives Get Pension Guarantees».

25- Suskind, «Mor Executives Get Pension Guarantees».

26- أعدت شركة كلارك للاستشارات تقريراً جاء فيه أن نحو 93% من الشركات التي استجابت للاستبيان الذي أجرته قد اعتمدت خطماً كهذه في العام 2002.

Clark Consulting, «Executive Benefits» 2.

27- على سبيل المثال، عندما يرضى مديري شركة سهرز و روبوك وشركائهم أن يتم تأجيل دفع مكافأاتهم وحوافزهم طويلة الأجل، فإنهم يحصلون على علاوات قدرها 20% من قيمة الترميمات المؤجلة.

Ellen E. Schultz and Theo Francis, «Well-Hidden Perk Means Big Money for Top Executives» Wall Street Journal, October 11, 2002, A1, A9.

28 - Liz Pulliam Weston, «Despite Recession» A1.

29- Lublin, «Executive Pay under the Radar»

30- لتوضيح الألية التي تتم فيها الاستفادة من الخفض الضريبي في خطة 401(k)، ننظر إلى المثالين الآتيين اللذين يقومان على شركة افتراضية وموظف افتراضي. وكما كانت الحال في الملاحظة 2 (المثالين 1 و2) لنفترض أن الشركة والموظف يخضعان لنسبة ضريبة الدخل الكلي نفسها البالغة 40%. بما في ذلك الدخل الناتج عن أرباح رأس المال. ولنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادران على تحقيق نسبة إيرادات الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده. والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

المثال 4: يقوم الموظف بادخار أمواله خارج خطة 401(k). لنفترض أن الشركة تدفع للموظف 100\$ في مدة ما قبل التقاعد. تخفض الشركة 100\$ من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع 40\$. أما الموظف فيدفع ضريبة بمقدار 40\$ ويستثمر المبلغ الباقي وهو 60\$. في حساب اعتيادي غير مؤهل للتخفيض الضريبي. والذي سيفقد 120\$ حين يخرج على التقاعد - بربح قدره 60\$. يخضع هذا الربح لضريبة دخل قدرها 24\$ (40% من 60\$). ما يترك للموظف مبلغاً صافياً بعد دفع الضريبة قدره 36\$. أي إن الموظف سيتمكن في نهاية المطاف من سحب مبلغ 96\$ (36\$ + 60\$).

المثال 5: يقوم الموظف بادخار أمواله ضمن خطة 401(k) المأملة. لنفترض أن الموظف يدفع مبلغ 100\$ من ترميزاته في حسابه ضمن خطة 401(k). تقوم الشركة هنا أيضاً بتخفيض مبلغ 100\$ من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع 40\$. ينمو رأس المال البالغ 100\$ لهفدو 200\$ عندما يسحبها الموظف من حسابه في خطة 401(k). يدفع الموظف 80\$ ضريبة دخل (40% من 200\$) ويحتفظ بمبلغ 120\$. أي أكثر بمبلغ 24\$ مما يحتفظ به في المثال 4. حيث حصل الموظف من الشركة على 100\$ في مدة ما قبل التقاعد واستثمرها على مسؤوليته خارج خطة 401(k). إن الربح الإضافي البالغ 24\$ الذي حصل عليه الموظف لم يكن على حساب الشركة. في المثالين 4 و5 دفعت الشركة المشغلة للموظف مبلغ 100\$ في مدة ما قبل التقاعد. مخفضة دخلها الخاضع للضريبة بمقدار 100\$ وتكلفتها الضريبي بمقدار 40\$.

31- Internal Revenue Code, sec. 402 (g) (1) (B).

32- بوسع أي شركة أن تعفي عوائد استثمارات صندوق التقاعد التكميلي الخاص بمديرها من الضرائب، وذلك عبر استثمار أموال تلك الصناديق بشراء بواليص تأمين على حياة مديرها وبقية موظفيها، لكن ذلك سيرتب عليها تكاليف إضافية. انظر الملاحظة رقم 4.

33- لتبنيان ما تسببه ترتيبات تمويزات المديرين المؤجلة من أعباء أو تخفيضات ضريبية على الأطراف كافة، ننظر إلى المثال التالي وتفسيره، والذي يبيّن على المثالين 4 و 5 المدرجين ضمن الملاحظة رقم 30.

المثال 6: تقدم الشركة للمدير خطة تمويزات مؤجلة غير مؤهلة خارج إطار خطط (k)401. ولنفترض كما في المثالين 4 و 5 أن الشركة والموظف يضمنان لنسبة ضريبة الدخل الكلي نفسها البالغة 40%. بما في ذلك الدخل الناتج من أرباح رأس المال. ولنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادران على تحقيق نسبة إيرادات الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده، والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

لنفترض أن الشركة تسعى إلى اعتماد خطة تمويزات مؤجلة لكي تقدم للمدير المعاش التقاعدي نفسه الذي يحصل عليه الموظف في المثال 5 من إحدى خطط (k)401 المؤهلة. فكما في المثال 5، تضع الشركة \$100 جانباً لصالح المدير في خطة التمويزات المؤجلة. فيصبح المبلغ حين تقاعد المدير \$200. يحصل المدير التقاعد على تمويزاته (\$100) بالإضافة إلى عوائد تلك التمويزات (100% من 100%) أي على مبلغ (\$200) ويدفع منه كما الموظف 40% ضريبة دخل - ما يعني ضريبة قدرها \$80. فالمدير يحتفظ إذأ كما الموظف في المثال 5 بمبلغ \$120. أي أكثر بـ \$24 من الموظف الآخر في المثال 4.

لننظر الآن إلى ما تجلبه ترتيبات التمويزات المؤجلة الخاصة بالمديرين من أعباء على الشركة. في المثالين 4 و 5 ضمن الملاحظة 30، خفضت الشركة تكلفتها الضريبية بمقدار \$40 في مدة ما قبل التقاعد عندما دفعت للموظف \$100 أو وضمت \$100 على اسمه في إحدى خطط (k)401 المؤهلة. أما في المثال 6 فإن الشركة تخفض تكلفتها الضريبية بمقدار \$80 في مرحلة تقاعد المدير عندما تدفع له مبلغ \$200. لكن على الشركة أن تضيف إلى دخلها الخاضع للضريبة في مرحلة التقاعد مبلغ \$100 الذي يمثل المبلغ الذي على الشركة إنتاجه من أجل جعل حصة المدير تنمو من \$100 إلى \$200 - ما يرفع بدوره التكلفة الضريبية للشركة بمقدار \$40

في مرحلة التقاعد. إن الأثر الصافي الناتج عن إنتاج مبلغ \$100 ودفع مبلغ \$200 للمدير يتمثل في تخفيض التكلفة الضريبي للشركة بمقدار \$40 في مرحلة تقاعد المدير. فالشركة في المثال 6 تتحمل أعباء أكبر مما تتحملة في المثال 5، حين خفضت تكلفتها الضريبي بمقدار \$40 في مدة ما قبل التقاعد.

لو كانت الشركة خفضت تكلفتها الضريبي بمقدار \$40 في مدة ما قبل تقاعد المدير عوضاً عن تخفيض تكلفتها بالمقدار نفسه لكن في مرحلة التقاعد، لكانت استثمرت هذا المبلغ (\$40) وحصدت من ذلك الاستثمار مبلغ \$40 (100% من مبلغ الـ \$40) حين تقاعد المدير، ولكان عليها أن تدفع ضريبة دخل 40% على هذا المبلغ، بحيث يبقى للشركة \$64. بالمقابل لم يبق للشركة سوى \$40 (أقل بـ \$24 من الحالة الراهنة) عندما خفضت تكلفتها الضريبي بمقدار \$40 في مرحلة التقاعد. إن المربح البالغ \$24، الذي يعصده المدير من اعتماد خطة تمويزات مؤجلة خاصة وغير مؤجلة جرى تصميمها بحيث تقدم للمدير المزايا نفسها التي تقدمها خطط الـ 401(k) المؤجلة للموظفين الماديين، إنما يأتي على حساب الشركة المشغلة.

34- للحصول على شرح واف للتأثيرات الضريبية التي يخلفها استثمار التمويزات المؤجلة ضمن سناريوهات متعددة ومتنوعة، انظر:

Scholes, Wolfson, Erickson, Maydew, and Schevlin, *Taxes and Business Strategy* 181

- 185.

35- Internal Revenue Code, sec. 1.

36- Internal Revenue Code, sec. 11;

كما هي الحال مع صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، يوسع الشركة خفض التكاليف الضريبية لخطط التمويزات المؤجلة عن طريق شراء بوالهص التأمين على الحياة. ضمن هذه الاستراتيجية، تعتمد الشركة إلى استخدام دخلها الصافي بعد احتساب الضرائب لشراء بوالهص تأمين على حياة مديريها وبقيّة موظفيها. يجري استثمار جزء من أرباح البوالهص بهدف زيادة قيمتها النقدية، ويتم بيعها عندما يحين دفع التمويزات المؤجلة. إن التوضيح الضريبي ناشئ عن قدرة بوالهص التأمين على الحياة على حجب الضرائب عن عوائد استثمار الأموال النقدية. لكن لما كانت شركة التأمين تقرر رسوماً على بوالهصها، فإن اعتماد استراتيجية بوالهص التأمين على الحياة لتجنب دفع الضرائب يرتب على الشركة

رسوم وتكاليف تحويل قد تكون باهظة. لقد خلصت دراسة أجريت عام 1996 إلى أن 70% من الشركات الـ 1000 الأكبر في أمريكا لم تلجأ إلى اعتماد استراتيجية بواليص التأمين على الحياة من أجل تمويل خططها للتعميوضات المؤجلة، ما يشير إلى أن تكاليف هذه الاستراتيجية قد تصل إلى قيم مرتفعة جداً. انظر:

Christopher Drew and David Cay Johnston, «Special Tax Breaks Enrich Savings of Many in the Ranks of Management», New York Times, October 13, 1996, sec. 1, 1.

37- Clark Consulting, «Executive Benefits» 2.

38- «Tax Deferred Pay for Executives» New York Times, October 18, 1996, A36.

39- وفقاً لتقارير شركة كوكا كولا السنوية الموجهة لحملة الأسهم، فإنها كانت تدفع ما يستحق على دخلها من ضرائب طوال مدة إدارة جويوزويتا باستثناء عام 1992.

40- Gretchen Morgenson, «Executive Pay, Hiding Behind Small Print» New York Times, February 8, 2004, sec. 3, 1.

41- The Corporate Library, «The Use of Company Aircraft» Special Report (2001).

42- Lublin, «Executive Pay under the Radar»; and Gray Straus, «CEOs Cash In after Tenure» USA Today, April 25, 2002, money section, B1.

43- انظر الموقع الإلكتروني التالي (تاريخ الدخول 12 أيار/مايو 2004)

<http://contracts.corporate.findlaw.com/agreements/Beetboston/murray.emp.200.10.10.html>

(accessed May 12, 2004).

44- Joann S. Lublin, «Many Former Chief Executives Get Lush Perks and Fat Fees for Limited Consulting Work» Wall Street Journal, September 13, 2002, B1.

45- هذا التصور الخاطئ وصل بأحد استشاريي التعميوضات إلى الحديث عن استعمال الطائرة الخاصة للشركة بوصفه «طريقة فاعلة لمنع المدير شيئاً ذا قيمة».

Yale D. Tuber, quoted in Lublin, «Executive Pay under the Radar».

46- نشكر سارك أبراموفيتش و بينز ألباوم على النقاشات المفيدة حول كلفة تشغيل طائرات الشركات الخاصة.

- 47- The Corporate Library, «The Use of Company Aircraft».
- 48- Ira Kay, cited in Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».
- 49- Lublin, «Many Former Chief Executives Get Lush Perks».
- 50- Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».
- 51- Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».
- 52- Joann Lublin, «How CEOs Retire In Style» Wall Street Journal, September 13, 2002, B1.
- 53- الأمثلة والمقتطفات في هذا المقطع مأخوذة من
Lublin, «How CEOs Retire In Style».
- 54- بالطبع هنالك حالات يتم فيها تقديم حتى هذه المطاوعة على شكل هدايا مبنية بدلاً من الشكل النقدي، فمقابل استمرار هاغ ملك كول، المدير العام المتقاعد لشركة بانك أوف أمريكا، في تقديم النصيحة والاستشارة، كان يحصل هو وأعضاء أسرته على امتياز استخدام طائرة الشركة الخاصة 150 ساعة طيران. انظر:
Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».
- تقدر قيمة هذه الهدية بما يزيد عن \$500000.
- 9- قروض المديرين
عبارة مقتبسة عن شركة كونسيكو من التصريح الإعلامي الذي وجهته للمساهمين في 21 نيسان/أبريل، 1999.
- Conseco, Inc., Definitive Notice and Proxy, Schedule 14A, April 21, 1999, 17.
- 1- Gary Strauss, «Execs Reap Benefits of Cushy Loans» USA Today, December 24, 2002, 1B.
- 2- 15 U.S.C. 78m (k); and David S. Hilzenrath and Helen Dewar, «Senate Votes to Curb Insider Lending» Washington Post, July 13, 2002, A13.
- 3- Paul Hodgson, «My Big Fat Corporate Loan» The Corporate Library, 2002, 1.

4- Andrew Backover, «Questions on Ebberts Loans May Aid Probes» USA Today, November 6, 2002, money section, 3B.

5- Dana Cimilluca, «Former Worldcom CEO Misses Loan Payment» Toronto Star, May 7, 2003, C4.

6- القروض الممنوحة من قبل هذه الشركة جرى توحيثها على:

Gary Strauss, «Don't Bother Paying Us Back, Many Boards Tell CEOs» USA Today, November 13, 2001, 1B.

7- Debra Sparks, «The Mother of All Stock Option Plans» BusinessWeek, November 23, 1998, 158.

8. Sparks, «The Mother of All Stock Option Plans» 158.

9- Star Staff Report, «7 Ex-Conseco Officials Race Separate Suits on Loans» Indianapolis Star, May 8, 2004, C1.

10- Rob Kaiser, «Comdisco Loans Re-Examined: 106 Former Execs at Bankrupt Firm Press for Relief» Chicago Tribune, August 11, 2002, C1.

11- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loan» 1.

12- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loan» 3.

13- Kathleen M. Kahle and Kuldeep Shastri, «Executive Loans» Journal of Financial and Quantitative Analysis.

وهي تقديرات كايل و شاستري فإن القرض الواسطي الذي عادة ما يمنح لمديرين بمعدلات فائدة أقل من المعدلات السائدة في السوق يكلف الشركة التي تقترض لمديريها في سوق اقتراض الشركات، \$2 من الفوائد تاريخياً عن كل \$1 يتم توظيفه من الفوائد على المدير.

14- Kahle and Shastri, «Executive Loans», 9

15- Kahle and Shastri, «Executive Loans» 5

16- وفق ما نشرته كابل و شاستري فإن 12.6% من القروض الممنوحة للمديرين في المدة الممتدة بين 1996-2000 التي شملتها دراستهما قد جرى إعفاء أصحابها من السداد. كما إنه قد جرى إعفاء أصحاب القروض من سداد الفائدة في 10.2% من الحالات. انظر:

Kahle and Shastri, «Executive Loans» 9

لكن معظم هذه النشاطات قد حدثت قبل انهيار مؤشر ناسداك. وفي ضوء تراجع أسعار الأسهم في السوق في المدة الممتدة بين 2000-2002 اللاحقة لمدة الدراسة، يمكننا توقع نسب أعلى من نسب الإعفاء السابقة.

17- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loans» 2.

18- Palph Kong, «Insider Loans: Everyone Was Doing It» Business 2.0 (November 2002):82.

19- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loans» 2.

20- انظر:

David Leonhard, «It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeter» New York Times, February 3, 2002, 1.

21- سنناقش مسألة الاندماج النسبي للقيود المفروضة على قيام طواقم الشركات المؤتمنين على أسرار الشركات ببيع وشراء أسهم شركاتهم بقدر أكبر من التفصيل في الفصل 14.

22- Leonhard, «It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeter»; and Leonhard, «It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeter»; Joann S. Lublin, «Executive Pay under the Radar: As CEOs Reported Salaries and Bonuses Get Pinched, Many Chiefs Are Finding Ways to Increase Their Compensation» Wall Street Journal, April 11, 2002, B7

10- التمويضات القائمة على غير حقوق الملكية

1- أحد النداءات القوية المعروفة لمنح المديرين حجماً كبيراً من التمويضات المرتبطة بالأداء نداء صدر عن مايكل جينسن و كيفين دجيه. مور في العام 1990.

Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay, and Top-Management Incentives» Journal of Political Economy 98 (1990): 225264-.

2- Paul Hodgson, «What Really Happened to CEO Pay in 2002?» The Corporate Library 2003, 8.

3- انظر:

Kevin J. Murphy, «Executive Compensation» in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York:Elsevier, 1999), 2535.

4- انظر:

Charles P. Himelberg and R. G. Hubbard, «Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-for-Performance Sensitivity» Working paper, Columbia University and the National Bureau of Economic Research, 2000, 19.

5- Oliver Jean Blanchard, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, «What Do Firms Do With Cash Windfalls?» Journal of Financial Economics 36 (1994): 358 - 359.

6- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are," Quarterly Journal of Economics 116 (2001): 901- 932.

7- Murphy, «Executive Compensation.» 2537.

8- لا يعض الشركات، مثل شركة ملك دهرموت، أدى حجم الضغط المتولد بفعل حملة الأسهم إلى شطب إيرادات استثمار الصناديق التقاعدية من أرقام الإيرادات المستخدمة لحساب المكافآت.

Ellen E. Skultz, «McDermott Alters Its Pay Formulas for Top Executives» Wall Street Journal, February 25, 2002, A2.

9- Bethany McLean, «That Old Financial Magic: How You Grow Earnings Five Times Faster Than Revenues? Just Watch» Fortune, February 18, 2002, 70.

10- Floyd Norris, «Pension Folly: How Losses Become Profits» New York Times, April 26, 2002, C1.

11- Jesse Drucker and Theo Francis, «Pensions Fall-Not CEO's Bonus» Wall Street Journal, June 18, 2003, C1.

- 12- Carol J. Loomis, «The Stuff Is Wrong» *Fortune*, June 25, 2002, 73 - 84.
- 13- Kevin J. Murphy and Paul Oyer, «Discretion in Executive Contracts: Theory and Evidence» Working paper, University of Southern California and Marshall School of Business and Stanford University Graduate School of Business, 2003.
- 14- Richard Trigaux, «Great Disconnect» *St. Petersburg Times*, May 26, 2002, 1H; Louis Lavelle, «Executive Pay» *BusinessWeek*, April 15, 2002, 84; and David Leonhardt, «Coke Rewrote Rules, Aiding Its Boss» *New York Times*, April 7, 2002, sec. 3, 6.
- 15- Jesse Drucker, «AT&T Wireless Eases Bonus Rules» *Wall Street Journal*, April 15, 2003, B3.
- 16- Gretchen Morgenson, «The Rules on Bosses' Pay Seem Written with Pencil» *New York Times*, May 25, 2003, sec. 3, 1.
- 17- Yaniv Gristein and Paul Hribar, «CEO Compensation and Incentives-Evidence from M&A Bonuses» *Journal of Financial Economics*.
- 18- Andrew Ross Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall» *New York Times*, April 7, 2002, sec. 3, 1.
- 19- انظر: 10 .El Paso Corp Schedule 14A (Filed March 18, 2002):
- 20- انظر:
- SBC Communications Schedule 14A (Filed February 14, 1998): 23.
- 21- Bernard S. Black, «Bidder Overpayment in Takeovers» *Stanford Law Review* 41 (1998): 597.
- 22- Fred J. Weston, Juan A. Sin, and Brian A. Johnson, *Takeovers, Restructurings, and Corporate Governance*, 3rd ed. (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001), 200,221.
- 23- Sara B. Moeller, Frederik P. Schlingemann, and Rene M. Stulz, «Do Shareholders of

Acquiring Firms Gain From Acquisitions?» Southern Methodist University, University of Pittsburgh, and Ohio State University, 2003, 9.

24- David Henry, «Mergers: Why Most Big Deals Don't Pay Off», BusinessWeek, October 14, 2002, 60, 62.

25- Grinstein and Hribar, «CEO Compensation and Incentives».

26- قال أحد مستشاري الترميم إنه لمن الإنصاف فعلاً أن تتم مكافأة المديرين العامين على استعدادهم لتعمل تبعات المجازفة والدخول في رهانات لشراء شركتك ولصناعة صفقات من شأنها أن تغير مستقبلك المهني. انظر: سوركين، «تلك النزاهات الحلوة إلى مول الشركات».

Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall».

ولكن ألا ترى أن الذهب لا نزهة إلى مول الشركات لتسويق بعض منها، هو الجوهر الحقيقي لعملية إدارة الشركة؟

27- Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall».

28- يستند هذا المقطع على تقرير أعده بول هودجسون لصالح مكتبة الشركات:

Paul Hodgson «Golden Hellos» The Corporate Library, 2002.

29- Gretchen Morgenson «Conseco Shares Slide on News of Rating Drop and Departure» New York Times, January 5, 2002, C1.

30- Al Lewis, «Global Crossing's Revolving Door Pure Platinum», Denver Post, February 17, 2002, K - 01.

31- Patrick McGeehan, «Top Executives' Lucrative Deals Tie the Hands That Pay Them», New York Times, June 28, 2003, B1.

32- Jeremy Kahn, «Suddenly Some Perks Aren't Worth the Pain», Fortune, November 11, 2002.

- 33- Paul Hodgson «My Big Fat Corporate Loan» The Corporate Library, 2002, 5.
- 34- Liz Pulliam Weston, «Despite Recession, Perks for Top Executives Grow» Los Angeles Times, February 1, 2002, A1.
- 35- IRS Notice 2002 - 8.
- 36- Dean Foust and Louis Lavelle, «CEO Pay: Nothing Succeeds like Failure» BusinessWeek, September 11, 2000, 46.
- 37- McGeehan, «Top Executives' Lucrative Deals»
- 38- Paul Hodgson, «Golden Parachutes and Cushion Landings» The Corporate Library, 2003, 7.
- 39- Hodgson, «Golden Parachutes and Cushioned Landings» 7.
- 40- Paul Hodgson, «Paying CEOs to Stay at Home» The Corporate Library, 2003, 1.
- 41- Steven Balsam, An Introduction to Executive Compensation (San Diego, CA: Academic Press, 2002), 86 - 87.
- 42- Balsam, An Introduction to Executive Compensation, 110.

11- ثمار المصادقة في خيارات الأسهم التقليدية

عبارة مقتبسة من ألفرد رابابورت، مأخوذة من

Alfred Rappaport. «New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance» Harvard Business Review 77 (1999): 92.

- 1- Kevin J. Murphy, «Executive Compensation» in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2490; and David Yermack, «Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?» Journal of Financial Economics 39 (1995): 238.

2- انظر على سبيل المثال:

Clifford Holderness, Randall Kroszner, and Dennis Sheehan, «Were the Good Old Days That Good? Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance

since the Great Depression» *Journal of Finance* 54 (1999): 435 - 469; John J. McConnell and Henri Servaes, «Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value» *Journal of Financial Economics* 27 (1990): 595 - 612; and Randall Morck, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, «Management Ownership and Market Valuation» *Journal of Financial Economics* 20 (1988): 293 - 315.

3- Michel A. Habib and Alexander P. Ljungqvist, «Firm Value and Managerial Incentives: A Stochastic Frontier Approach». Forthcoming. *Journal of Business*.

4- David Leonhardt, «Report on Executive Pay: Will Today's Huge Rewards Devour Tomorrow's Earnings?» *New York Times*, April 2, 2000, sec. 3, 1.

إن الدراسة الوحيدة الأخرى التي ركزت حصرياً على اعتماد خيارات الأسهم سبباً لمنح التمويضات للمديرين، ولويزة مدة سابقة، قد أشارت أيضاً إلى أن خطط الخيارات قد لا تكون قد صممت وفق أفضل معايير الكفاءة والفاعلية. لقد أظهرت دراسة تحليلية للشركات التي اعتمدت خطط خيارات الأسهم لمنح التمويضات لمديرها بين عامي 1978 و1982 أن حجم الإيرادات الكلية الشاذة قد تراجع فيما بعد بالنسبة لنقشي العيّنات المدروسة، وأن حجم الإيرادات مصصوباً على الأصول والوجودات قد تراجع في قيمته المطلقة وفي قيمته المصححة فهاضاً إلى مؤشر الحقل الذي تعمل فيه الشركة. وأن مصاريف البحث والتطوير قد تراجعت. وأن صرف العلاوات قد ازداد. انظر:

Richard A. DeFusco, Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn, «The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making» *Financial Management* 20 (1991): 40.

5- إن مفهوم «مبدأ المعيار الذي يحوي أكبر قدر ممكن من المعلومات كان قد استخدم لأول مرة في:

Bengt Holmstrom, «Moral Hazard and Observability» *Bell Journal of Economics* 10 (1979): 74 - 91.

6- إن الدراسة التي قامت بها شركة إس سي إيه للاستشارات قد نشرت في:

Simon Patterson and Peter Smith, «How to Make Top People's Pay Reflect Performance» *Sunday Times (London)*, August 9, 1998, business section, 12.

7- J. Angel and Douglas M. McCabe, «Market-Adjusted Options for Executive Compensation» *Global Business and Economics Review* 4 (2002): 14.

8- لقراءة تحليل يشير إلى أن الخيارات المفهرسة لا يمكنها أن تقلل جميع تأثيرات السوق أو الحقل الذي تعمل فيه الشركة، انظر إلى:

Lisa K. Meulbroeck, «Executive Compensation Using Relative-Performance-Based Options: Evaluating the Structure and Costs of Indexed Options» working paper, Harvard Business School, 2001, 1 - 3.

أظهرت مويبلبروك أن الخيارات ذات سعر الاستخدام المربوط بمؤشر يمثل تحركات السوق أو الحقل الذي تعمل فيه تلك الشركة لا تقوم بفترة كاملة لتأثيرات السوق أو الحقل. وقد قدمت مويبلبروك أدلة بديلة للقيام بذلك.

9- انظر:

Alfred Rappaport, «New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance» *Harvard Business Review* 77(1999): 91-101; Mark A. Clawson and Thomas C. Klein, «Indexed Stock Options: A Proposal for Compensation Commensurate with Performance» *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 3 (1997): 31 - 50.

10- انظر:

A. Johnson and Yisong S. Tian, «The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Plans» *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 25 - 26.

ولمزيد من التفاصيل حول التأثير التحفيزي للخيارات المفهرسة وتقويمها انظر:

Shane A. Johnson and Yisong S. Tian, «Indexed Executive Stock Options» *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 35.

11- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options», *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 863.

12- هناك مكاسب محتملة أخرى للفهرسة لم نناقشها هنا. فعلى سبيل المثال، لقد قيل إن فهرسة سعر استخدام الخيارات من شأنه أن يقلل من مدى تعريض المدير لمخاطر السوق.

انظر:

Bengt Holmstrom, «Moral Hazard in Teams», *Bell Journal of Economics* 13 (1982):

328 - 330.

شعر أننا لا نركز في هذا الموضوع على ما تجلبه الخيارات التقليدية من مخاطر. بل على حقيقة أن ما يرتبط بتلك الخيارات من تذبذبات عشوائية في الفرق بين سعر السهم وسعر استخدام الخيارات يصب بالمحصلة في صالح المديرين ويضر عليهم أرباحاً كبيرة.

13- Brian J. Hall, «A Better Way to Pay CEOs?» in *Executive Compensation and Shareholder Value*, ed. Jennifer Carpenter and David Yermack (Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999), 43.

14- Shawn Tully, «Raising the Bar», *Fortune*, June 8, 1998, 272.

15- Ily, «Raising the Bar».

16- Joann S. Lublin, «Why the Get-Rich-Quick Days May be Over» *Wall Street Journal*, April 14, 2003, R3.

17- Tully, «Raising the Bar».

12- ذرائع ومسوغات لاعتماد خيارات الأسهم التقليدية

عبارة مقتبسة عن جون إم. أباود و ديفيد إس. كابلان. مأخوذة من

John M. Abowd and David S. Kaplan, «Executive Compensation: Six Questions That Need Answering» *Journal of Economic Perspectives* 13 (1999): 157.

1- J. Murphy, «Executive Compensation» in *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 21; and Brian J. Hall and Jeffrey B. Liebman, «The Taxation of Executive Compensation» in *Tax Policy and the Economy*, vol. 14, ed. James Poterba (Cambridge, MA: MIT Press, 2000), 11.

2- APB Opinion No. 25; Ronald L. Groves, *Executive Compensation* 214.04 at 498 (CCH Tax Transactions Library, 1992).

3- بمقدار ما تعتمد مكافآت المديرين على أرقام الإيرادات المعلنة، فإن أرقام الإيرادات الأعلى تعني أيضاً مكافآت أكبر. لكن، من المتوقع أنه عندما يكون مجلس الإدارة على درجة كافية من الوعي والدراية لا كيفية استخدام خيارات الأسهم المفهومة، فإنه سيترك أن معادلة تحديد حجم المكافآت تحتاج إلى بعض التعديل لكي تنعكس على نحو صحيح الأثر المحاسبي لهذه الخيارات.

4- بالفصل، هناك مؤشرات على أن سعر الأسهم في السوق يتأثر تأثراً طفيفاً بما إذا كانت كلفة الأسهم تدخل في حسابات الشركات أم إنها تكشف في هامش البيانات المالية فحسب دون أن تدخل في الميزانبات. انظر:

Hassan Espahbodi, Pouran Espahbodi, Zabihollah Rezaee, and Hassan Tehranian, «Stock Price Reaction and Value Relevance of Recognition versus Disclosure: The Case of Stock Based Compensation», *Journal of Accounting and Economics* 33 (2002): 343 - 373.

5- Jennifer Reingold «Commentary: An Option Plan Your CEO Hates», *BusinessWeek*, February 28, 2000, 82; and James P. Miller, «Indexing Concept Aims at Fairness», *Chicago Tribune*, May 4, 2003, C1.

6- Frederic W. Cook & Co., «Update on Stock Option Accounting Debate», July 30, 2002. http://www.fwcook.com/alert_letters/702-30-UpdateSOActingDebate.pdf (accessed June 23, 2004).

7- انظر الموقع الإلكتروني:

http://www.tiaa-cref.org/pubs/html/admin_resource/article2.html (accessed May 30, 2004).

8- Andrew Hill, «Emotions Run High in Fight over US Stock Option Costs», *Financial Times*, January 31, 2003, 20.

9- Georceson Shareholder, «2003 Annual Corporate Governance Review», 2003, 7. <http://www.georcesonshareholder.com/pdf/200320%a.wrapup.pdf> (accessed June 23, 2004).

10- انظر:

Financial Accounting Standards Board, «Exposure Draft: Proposed Statement of Financial Accounting Standards», March 31, 2004, [http:// www. fasb.org/ draft/ ed_ share-based_ payment.pdf](http://www.fasb.org/draft/ed_share-based_payment.pdf) (accessed May 23, 2004).

11- Financial Accounting Standards Board, «Statement of Financial Accounting Standards», no. 123 (October 1995), 23 - 25.

12- Graef S. Crystal, In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives (New York: W. W. Norton, 1991), 234.

13- Financial Accounting Standards Board, «Statement of Financial Accounting Standards», no. 123 (October 1995), 14.

14- Linda Barns, «The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay», Indiana Law Journal 68 (1992): 73.

15- Justin Fox, «The Only Option (for Stock Options, That Is): Pretending They Are Free Didn't Work. Expensing Them May Be the Silver Bullet We're Looking For», Fortune, August 12, 2002, 110.

16- وفق دراسة أجرتها شركة بيرل ماير & شركاؤه. فإن 6.9% من الخيارات التي تمنحها الشركات لموظفيها تمنح للمديرين العامين ونسبة إضافية مقدارها 8.6% تمنح للمديرين الآخرين من الصف الأول. انظر:

Pearl Meyer & Partners, «Equity Stake: Study of Management Equity Participation in the Top 200 Corporations», 2001, 14.

17- Patricia M. Dechow, Amy P. Hutton, and Richard G. Sloan, «Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation», Journal of Accounting Research 34 (1996): 1 - 20.

18- Surya N. Janakiraman, Richard A. Lambert, and David F. Larcker, «An Empirical

Investigation of the Relative Performance Evaluation Hypothesis», *Journal of Accounting Research* 30 (1992): 66.

19- 17 CFR § 229.402 (2001).

20- Janakiraman, Lambert, and Larcker, «An Empirical Investigation», 66 - 67.

21- A. Dye, «Relative Performance Evaluation and Project Selection», *Journal of Accounting Research* 30 (1992): 28.

22- انظر:

Rajesh K. Aggarwal and Andrew A. Samwick, «Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence». *Journal of Finance* 54 (1999): 2000.

23- Murphy, «Executive Compensation», 2538, table 9.

24- Saul Levmore, «Puzzling Stock Options and Compensation Norms», *University of Pennsylvania Law Review* 149 (2001): 1922-1930, 1923-. Options with performance-conditioned vesting could have similar effects.

25- Charles P. Himmelberg and R. Glenn Hubbard, «Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay -for- Performance Sensitivity», working paper, Columbia University and the National Bureau of Economic Research, 2000, 1 -3.

انظر أيضاً:

Paul Oyer, «Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects?», Forthcoming. *Journal of Finance*.

26- Himmelberg and Hubbard, «Incentive Pay and the Market for CEOs», 1- 3.

27- C. Edward Foe and Charles J. Hadlock, «Raids, Rewards, and Reputations in the Market for CEO Talent», *Review of Financial Studies* 16 (2003): 1347.

28- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options», *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 863.

29- John E. Core, Wayne Guay, and David F. Larcker. «Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey», *Economic Policy Review* 9 (2003): 12-13; Gerald Garvey and Todd Milbourn, «Incentive Compensation When Executives Can Hedge the Market: Evidence of Relative Performance Evaluation in the Cross Section», *Journal of Finance* 58 (2003): 1557 - 1581; and Li Jin, «CEO Compensation, Diversification, and Incentives», *Journal of Financial Economics* 66 (2002): 29 - 63.

30- David M. Schizer, «Tax Constraints on Indexed Options», *University of Pennsylvania Law Review* 149 (2001): 1942 - 1943.

كما سيثبتين من النقاش لاحقاً، فإن بعضهم قد يرون أيضاً في المعاملة الضريبية التفضيلية التي تحظى بها خيارات الأسهم التقليدية تفسيراً جزئياً يشرح حقيقة غياب شكل خيارات الأسهم مشروطة الاستحقاق عن خطط الخيارات المقدمة للمديرين.

31- 26 USC § 162m (1994).

32- Schizer, «Tax Constraints on Indexed Options», 1942 - 1943.

على الرغم من وجود أسباب تقنية تحول دون منح الخيارات المهرسة تفضيلاً ضريبياً في ظل الفقرة 162(m) من القانون الضريبي الأمريكي، هناك احتمال لا بأس به بأن يعطى دافع الضرائب من الحكومة بمعاملة ضريبية تفضيلية في هذا الخصوص. لنقاش هذا الموضوع، انظر:

David M. Schizer, «Reducing the Tax Costs of Indexed Options», *Tax Notes* 96 (2002):

1375.

13. المزيد حول ثمار المصادفة في التعويضات القائمة على حقوق الملكية

عبارة مقتبسة عن وارن بوهيت ومأخوذة من

Shawn Tully, «Raising the Bar», *Fortune*, June 8, 1998: 272.

1- انظر:

Kevin J. Murphy, «Performance Standards in Incentive Contracts» *Journal of Accounting and Economics* 30 (2001): 273; and Richard A. DeFusco, Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn, «The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders», *Journal of Finance* 45 (1990): 617.

2- انظر على سبيل المثال:

Tom Nohel and Steven Todd, «Stock Options and Managerial Incentives to Invest», *Journal of Derivatives Accounting* 1 (2004): 29 - 46.

3- Nohel and Todd, «Stock Options and Managerial Incentives to Invest».

4- Chongwoo Choe, «Leverage, Volatility, and Executive Stock Options», *Journal of Corporate Finance* 9 (2003): 593.

5- انظر:

Kevin J. Murphy, «Executive Compensation», in *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashkenfeler and David Card (New York: Elsevier, 1999), 70, table 5.

6- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «Stock Options for Undiversified Executives», *Journal of Accounting and Economics* 33 (2002): 23.

خبراء اقتصاد آخرون أقررو أيضاً بأن اعتماد هذا الشكل شبه الموحد من خيارات الأسهم لا يتفق مع مبدأ المساومة على مطالب الذراع. انظر على سبيل المثال:

Yisong S. Tian, «Optimal Contracting, Incentive Effects, and the Valuation of Executive Stock Options», working paper, York University, 2001, 40.

حاول هول وموريل أن يفرجا بتميزة إيجابية لنوع الخيارات العائمة، فأجرينا محاكاة رقمية لا مسمى لا احتساب السعر الأمثل لاستخدام الخيارات، وذلك بالاعتماد على فرضيات متعددة لشكل وظائف المنفعة الخاصة بالمدير، وثروة المدير، وعوائد سوق البورصة، وتذبذب سعر الشركة في السوق. نتج عن المحاكاة أن سعر الاستخدام الذي يؤدي إلى تعظيم حساسية الارتباط بين الأجر والأداء، بالنسبة لطيف واسع من الوسائط، يقع على العموم في مجال يتضمن سعر السهم الراهن. انظر:

Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options», *American Economic Association Proceedings* 90 (2000): 213; and Hall and Murphy, «Stock Options for Undiversified Executives», 3 - 42.

غير أن دراستهما التحليلية هذه لا يمكنها تفسير الحقيقة التي توصلنا إليها بنفسهما، ألا وهي أن 94% من الخيارات الممنوحة هي من نوع الخيارات العائمة. فـأولاً، ليس هناك من إثبات على أن وظائف المنفعة التي اعتمداها - التي جرى تصميمها لجعل حساباتها ممكنة الحل - تتسجم ووظائف المنفعة الواضحة الخاصة بالمديرين. ثانياً، لا تأخذ المحاكاة الآثار التحفيزية التي تمتلكها الخيارات على سلوك المديرين بالحسبان. ثالثاً، حتى لو كانت الوسائط التي اختارها تتسجم بالفعل مع واقع المديرين العامين، وحتى لو أمكن تجاهل الآثار التحفيزية لخيارات الأسهم، فإن محاكاتها تنتج طيفاً من أسعار الاستخدام، بعضها - في شروط معينة - أعلى من سعر السهم يوم منح الخيارات (خيارات خامسة). لكن معظمها يساوي سعر السهم يوم المنح (خيارات عائمة).

7- Gretchen Morgenson, «After I.B.M.'s Option Overhaul», *New York Times*, February 29, 2004, sec. 3, 1.

8- Morgenson, «After I.B.M.'s Option Overhaul», sec. 3, 1.

9- Paul L. Gillet, «Alternatives for Stock Options», *HR Magazine*, January 1999, 40 - 48.

10- انظر:

Brian J. Hall, «A Better Way to Pay CEOs?» in *Executive Compensation and Shareholder Value*, ed. Jennifer Carpenter and David Yermack (Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999): 43; Nobel and Todd, «Stock Options and Managerial Incentives to Invest»; Shane A. Johnson and Yisong S. Tian, «The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Plans», *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 334-; and chard A. Lambert, David F. Larcker, and Robert E. Verrecchia, «Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation», *Journal of Accounting Research* 29 (1991): 129 -149.

11- انظر:

Michel A. Habib and Alexander P. Ljungqvist, «Firm Value and Managerial Incentives: A Stochastic Frontier Approach», working paper, London School of Business and Stern School of Business, New York University, 2003.

12- Hall, «A Better Way to Pay CEOs», 43.

13- هذا المثال مبرهن:

Steven Balsam in An Introduction to Executive Compensation (San Diego, CA: Academic Press, 2002), 151.

14- Joe Cheung, «Valuation of 'Razorback' Executive Stock Options: A Simulation Approach», working paper, The University of Auckland, 2002.

15- Internal Revenue Code, Section 162(m).

16- Deborah Solomon, «SEC Probes Options Grants Made as Company News Boosts Stock», Wall Street Journal, March 30, 2004, 1.

17- David Aboody and Ron Kasznik, «CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures», Journal of Accounting and Economics 29 (2000): 73-100; Steven Balsam, Huajing Chen, and Srinivasan Sankaraguruswamy, «Earnings Management Prior to Stock Option Grants», working paper, Temple University Department of Accounting, 2003; and David Yermack, «Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements» Journal of Finance 52 (1997): 449 - 477.

18- تتسجم هذه النتيجة مع دلائل أخرى تشير إلى وجود انخفاضات شاذة في الأسعار قبل منح الخيارات. انظر:

Keith Chauvin and Cathy Shenoy, «Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants», Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance, and Organization 7 (2001): 53 - 76.

19- Balsam, Chen, and Sankaraguruswamy, «Earnings Management Prior to Stock Option Grants».

20- Menachem Brenner, Rangarajan K. Sundaram, and David Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options», *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 110.

وفقاً لمركز الأبحاث المتعلقة بمسؤولية المستثمر (IRRC)، فإن 63% من الشركات التي شملتها الدراسة والبالغ عددها 1189 شركة قامت بإعادة تسخير خياراتها الممنوحة في العام 1998.
انظر:

Kathy B. Ruxton, *Executive Pay, 1998: Chief Executive Officer Compensation at S&P Super 1,500 Companies as Reported in 1998* (Investor Responsibility Research Center, 1999), 2.

21- Brenner, Sundaram, and Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options», 112.

22- Thomas A. Racliff, «New Guidance in Accounting for Stock-Based Compensation: FASBIN No. 44», *National Public Accountant* 46 (2001): 28.

23- Brian J. Hall and Thomas Knox, «Managing Option Fragility», working paper no. 02 - 19, Harvard Business School, Negotiations, Organizations and Markets Unit, 2002, 3.

24- انظر:

Justin Fox, «Amazing Stock Option Sleight of Hand», *Fortune*, June 25, 2001, 86.

25- Viral V. Acharya, Kose John, and Rangarajan K. Sundaram, «On the Optimality of Resetting Executive Stock Options», *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 67.

26- Li Jin and Lisa Meulbroeck, «Do Underwater Executive Stock Options Still Align Incentives? The Effect of Stock Price Movements on Managerial Incentive-Alignments», working paper, Harvard Business School, 2001, 39 - 40.

27- انظر:

Mary Ellen Carter and Luann J. Lynch, «The Effect of Stock Option Repricing on Employee Turnover», working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and University of Virginia Darden Graduate School of Business, 2003, 4.

28- P. Jane Saly, «Repricing Executive Stock Options in a Down Markets», *Journal of Accounting and Economics* 16 (1994): 326.

29- A. Martinez, «Moving the Goal Posts: Options Re-pricing Gives Companies a Powerful Tool to Retain Workers; Critics See It as Rewarding Failure», *Wall Street Journal*, April 9, 1998, R4; J. A. Byrne, «How to Reward Failure: Reprice Stock Options», *BusinessWeek*, October 12, 1998, 50; and James E. Heard, «Executive Compensation: Perspective of the Institutional Investor,» *University of Cincinnati Law Review* 63 (1995): 749.

يتمتع مجلس مؤسسات الاستثمار. قسم سياسات حوكمة الشركات، كأحد مبادئه الأساسية على أن الخيارات الفارغة لا يسمح بإعادة تسعيرها أو استبدالها دون مواظبة حملة الأسهم. انظر الموقع الإلكتروني:

http://www.cii.org/dcwascii/web.nsf/doc/policies_iv.cm (accessed March 17, 2004).

30- خلصت إحدى الدراسات إلى أنه لا نحو 20% من الحالات التي جرت فيها إعادة التسعير. جرى خفض سعر الاستخدام لكنه بقي أعلى من سعر السهم في تاريخ إعادة التسعير. انظر:

Brenner, Sundaram, and Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options»,

112.

31- عمد بعض المديرين ومجالس الإدارة، ربما خوفاً من ضغط المساهمين والمهتمين. إلى تحديد مكاسب إعادة التسعير باعتماد أسعار استخدام أعلى قليلاً من أسعار الأسهم في تاريخ إعادة التسعير. انظر:

Donald M. Chance, Raman Kumar, and Rebecca B. Todd, «The 'Re-pricing' of Executive Stock Options», *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 148.

32- Brenner, Sundaram, and Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options», 121.

33- Chance, Kumar, and Todd, «The 'Re-pricing' of Executive Stock Options», 131; and Mary Ellen Carter and Luan J. Lynch, «An Examination of Executive Stock Option Re-pricing», *Journal of Financial Economics* 61(2001): 209.

- 34- Sandra Renfro Callaghan, P. Jane Saly, and Chandra Subramaniam, «The Timing of Option Re-pricing», working paper, Texas Christian University, University of St. Thomas, and University of Texas at Arlington, 2003.

35- انظر:

Timothy G. Pollock, Harold M. Fischer, and James B. Wade, «The Role of Power and Politics in Repricing Executive Options», *Academy of Management Journal* 45 (2002): 1178.

36- كما سنشرح لاحقاً، هنالك عدة أشكال لعملية إعادة شحن الخيارات. فطى سهل المثال، تمنح بعض خطط إعادة الشحن خيارات إضافية قابلة لإعادة الشحن، وذلك عوضاً عن الأسهم المملوكة التي سيجب دفع الضرائب المستحقة على عملية استخدام الخيارات.

- 37- Thomas Hemmer, Steve Matsunaga, and Terry Sherlin, «Optimal Exercise and the Cost of Granting Employee Stock Options with a Reload Provision», *Journal of Accounting Research* 36 (1998): 234.

- 38- P. Jane Saly, Ravi Jagannathan, and Steven J. Huddart, «Valuing the Reload Feature of Executive Stock Options», *Accounting Horizons* 12 (1999): 220.

39- جاء في تقرير مجلة وول ستريت جورنال عام 1999، أن 21 شركة من الشركات الأريمين المشمولة في الدراسة التي تقوم بإعادة شحن خياراتها المنوَّحة، كانت تصدر خيارات إضافية للتمويض عن الأسهم التي يجب حجزها لدفع الضرائب المستحقة من جراء عملية استخدام الخيارات. انظر:

Christopher Gay, «Hard to Lose: 'Reload' Options Promote Stock Ownership among Executives; But Critics Say They're a Lot More Costly than Shareholders Realize», *Wall Street Journal*, April 8, 1999, R6.

40- انظر:

Saly, Jagannathan, and Huddart, «Valuing the Reload Feature», 220

عدد قليل من الشركات يشذ عن الشكل النظامي لعملية إعادة شحن الخيارات، وذلك باستخدام أساليب أخرى متنوعة. فبعض الشركات تصدر خياراً جديداً عن كل خيار يستخدم. بدلاً من إصدار خيار جديد عن كل سهم يجري التنازل عنه حين استخدام الخيارات. وشركات أخرى تمدد آجال الخيارات الجديدة إلى ما بعد آجال الخيارات الأصلية التي جرى استبدالها. انظر: «Gay, «Hard to Lose».

كلا الأسلوبين يمنح المديرين قيمة إضافية على القيمة التي تمنحها الخيارات التي يعاد شحنها نظامياً.

41- Heard, «Executive Compensation», 749, 759

42- انظر:

Gay, «Hard to Lose»; and Jennifer Reingold, «Nice Option if You Can Get It», *BusinessWeek*, May 4, 1998, 111.

43- إحدى مجموعات خبراء الاقتصاد قامت بدراسة شملت معطيات الشركات الألف وخمس مئة المدرجة على لائحة S&P من عام 1993 إلى عام 1995. وخلصت إلى أن المديرين الذين يمتلكون حصصاً صغيرة نسبياً من أسهم شركاتهم كانوا يحتفظون بنحو 30% من الحصص الإضافية التي يحصلون عليها من جراء استخدام خياراتهم. إلا حين كان المديرين الذين يمتلكون حصصاً كبيرة نسبياً من أسهم شركاتهم يبيعون مجمل حصصهم الإضافية. انظر:

Eli Ofek and David Yermack, «Taking Stock: Equity-Based Compensation and Evolution of Managerial Ownership», *Journal of Finance* 55 (2000): 1377 - 1378.

44- انظر على سبيل المثال:

Joann S. Lublin, «With Options Tainted, Companies Award Restricted Stock» *Wall Street Journal*, March 3, 2003, B1.

45- Lublin, «With Options Tainted».

46- من المحتمل جداً أن تؤدي ملكية الأسهم المقيدة إلى مشكلة أخرى ناتجة عن سعر الاستخدام المساوي للصفر. خلافاً لفالبيبة حملة الأسهم الذين يمتلكون أيضاً أسهماً متنوعة في السوق.

فإن ثروة المديرين عادة ما تكون مكونة إلى معظمها من الأسهم والخيارات التي يحصلون عليها كتمويض أو أجر من الشركة التي يعملون فيها. وعندما يمتلك المدير حصة كبيرة من أسهم الشركة التي يديرها، فإنه قد يميل لأن يكون محافظاً أكثر مما هو إلى صالح بقية حملة أسهم الشركة الآخرين الذين لا تقتصر ملكيتهم على أسهم هذه الشركة بالذات بل تضم أسهم شركات أخرى في السوق. ولما كانت الخيارات التي لها أسعار استخدام أكبر من الصفر تدفع المدير الذي يملكها لكي يعمل باتجاه رفع سعر السهم في السوق أكثر مما تفعله ملكية الأسهم المقيدة، فإنها (أي الخيارات) تدفعه أكثر لاتخاذ القرارات الجريئة معدلة بعض الشيء من طبيعته التي تنحو إلى المبالغة في التحفظ.

47- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «The Trouble with Stock Options», *Journal of Economics Perspectives* 17 (2003): 60.

14- حرية التصرف بحوافز الملكية

عبارة مقتبسة عن إيلي أولفك وديفيد بيرمالك، مأخوذة من

Eli Ofek and David Yermack, «Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership», *Journal of Finance* 55 (1997): 1367 - 1384.

1- الحجة المقدمة في هذه الفقرة معروضة بمزيد من التفصيل في

Oren Bar - Gill and Lucian Bebchuk, «The Costs of Permitting Managers to Sell Shares», working paper, Harvard Law School, 2003.

2- David M. Schizer, «Executives and Hedging: The Fragile Legal Foundation of Incentive Compatibility», *Columbia Law Review* 100 (2000): 468 - 472.

3- Jennifer N. Carpenter, «The Exercise and Valuation of Executive Stock Options», *Journal of Financial Economics* 48 (1998): 139.

4- Paul L. Gilles, «Alternatives for Stock Options», *HR Magazine*, January 1999, 40 - 48; Steven Huddart, «Employee Stock Options», *Journal of Accounting and Economics* 18 (1994): 207231-; and Ofek and Yermack, «Taking Stock», 1376 - 1377.

- 5- Ellen E. Schultz and Theo Francis, «Fair Shares? Why Company Stock Is a Burden for Many and Less So for a Few», Wall Street Journal, November 27, 2001, A1; Greg Ip, «Collars Give Insiders Way to Cut Risk», Wall Street Journal, September 17, 1997, C1, C3; Stuart Weinberg, «Insiders Hedge with Zero-Cost Collars», Wall Street Journal, August 7, 2002, B5; and Randall Smith and Jesse Eisinger, «The Insiders' Magic Way to Sell», Wall Street Journal, March 19, 2004, C1.
- 6- J. Carr Bettis, John M. Bizjak, and Michael L. Lemmon, «Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36 (2001): 345 - 370.
- 7- كشفت دراسة قام بها ستوارت شواب و راندال توماس، شملت عقود تعيين 375 مديراً عاماً تولت جمعها «مكتبة الشركات»، عن أن أياً من تلك العقود لم يتطرق إلى تقييد حرية المدير العام إلا تحسين خيارات الأسهم المقدمة له قبل تاريخ استحقاقها. انظر
Stewart J. Schwab and Randall S. Thomas, «What Do CEOs Bargain For? An Empirical Study of Key Legal Components of CEO Contracts», working paper, Cornell Law School and Vanderbilt Law School, 2004, 5.
- 8- Schwab and Thomas, «What Do CEOs Bargain For?» 13.
- 9- Schizer, «Executives and Hedging», 442 - 443.
- 10- Ofek and Yermack, «Taking Stock», 1376.
- 11- John E. Core and David F. Larcker, «Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership», *Journal of Financial Economics* 64 (2002): 322.
- 12- American Express Schedule 14A (filed on March 16, 2001): 25.
- 13- American Express Schedule 14A filings from 1993 to 2000.
- 14- American Express Schedule 14A (filed on March 10, 2000), 27, as reported in Steven Balsam, *An Introduction to Executive Compensation* (San Diego, CA: Academic Press, 2002), 211.

15- انظر

Joann S. Lublin, «Why the Get-Rich-Quick Days May Be Over», Wall Street Journal, April 14, 2003, R3.

16- انظر: Lublin, «Why the Get-Rich-Quick Days May be Over».

17- للاطلاع على مناقشة شاملة لهذه المسألة انظر:

Jesse M. Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading through Pretrading Disclosure», Southern California Law Review 71 (1998): 334 - 348 , 364.

18- Fried, «Reducing the profitability of Corporate Insider Trading», 322 - 323; and H. Nejat Seyhun, Investment Intelligence from Insider Trading (Cambridge, MA: MIT Press, 1998).

كذلك يستطلع المديرون تضخيم ما يجنونه من أرباح في صفقات الاتجار الداخلية عبر صفقات إعادة الشراء، حيث يمدون إلى شراء أسهم شركاتهم من المسهمن الماديين على نحو غير مباشر وبسعر منخفض. انظر:

Jesse M. Fried, «Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers», University of Chicago Law Review 67 (2000): 421 - 477; and Jesse M. Fried, «Open Market Repurchases Signaling or Managerial Opportunism» Theoretical Inquiries in Law 2 (2001): 865 - 894.

19- انظر:

Jesse M. Fried, «Insider Abstention», Yale Law Journal 113 (2003): 486 - 491.

20- انظر: 17 - 1 | C.F.R. Section 240.10b5 - 1.

21- انظر على سبيل المثال:

Steven E. Bochner and Leslie A. Hakala, «Implementing Rule 10b5-1 Stock Trading Plans», Insights 15 (2001): 2.

22- للاطلاع على تحقيق يقدم الإثبات العلمي انظر:

Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading», 303 - 392.

في النصف الثاني من الثمانينيات تمكن أصحاب المناصب في الشركات المسهمة العامة من استثمار معلوماتهم الداخلية لجني أرباح إضافية تقدر بنحو 5 مليارات \$ سنوياً عبر الاتجار بأسهم الشركات التي يملكون فيها.

23- Randall Smith and Danielle Sessa, «Amcrite SAYS Insiders' Sales Must Now Be Announced First», Wall Street Journal, March 17, 1999, C3.

24- Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Tradiings», 345.

25- J. Carr Betiza, Jeffrey L. Coles, and Michael L. Lemmon, «Corporate Policies Restricting Trading by Insiders», Journal of Financial Economics 57 (2000): 192.

26- Kumar Sivakumar and Gregory Waymire, «Insider Trading Following Material News Events: Evidence from Earnings», Financial Management 23 (1994): 23 - 32.

لإيضاح العوامل التي تجعل نوافذ الاتجار غير قادرة على منع المديرين كلياً من الاتجار بالمعلومات الداخلية انظر:

Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Tradiings», 346.

27- نذكر على سبيل المثال أن واحداً من مديري شركة مايكرو ويرهاوس، التي لا تسمح لمديريها بالاتجار بأسهمها إلا أثناء مدة محدودة تمتد على تسعة أيام تبدأ بعد مرور خمسة أيام على موعد إعلان الأرباح الفصلية، قد عمد إلى بيع ما قيمته 2.4 مليون \$ من الأسهم في آخر نيسان/ أبريل - أول أيار/ مايو أي قبل شهر من الإعلان عن العائدات المتواضعة غير السارة للربع الثاني من العام، والذي دفع بسعر الأسهم إلى الهبوط بمعدل تجاوز 60 بالمئة. انظر:

Bridget O'Brian, «Insider Selling of a Stock Headed South May Mean Others Should Also Bail Out», Wall Street Journal, July 17, 1996, C14.

28- Andrew Hill, «Inside Track», Financial Times (London), August 2, 2002, 10.

29- Henny Sender and Rebecca Blumenstein, «Questing the Books: Global Crossing Creditors Review Sales, Swaps», Wall Street Journal, February 25, 2002, A6.

30- Mark Gimcin, «You Bought, They Sold», Fortune, September 2, 2002, 64 - 65.

31- William S. Lerach, «Plundering America: How American Investors Got Taken for Trillions by Corporate Insiders», *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 8 (2002): 103.

32- Jennifer N. Carpenter and Barbara Remmers, «Executive Stock Option Exercises and Inside Information», *Journal of Business* 74 (2001): 513 - 534.

33- انظر:

Bin Ke, Steven Huddart, and Kathy Petroni, «What Insiders Know about Future Earnings and How They Use It: Evidence from Insider Trades», *Journal of Accounting and Economics* 35 (2003): 315 - 346.

34- انظر:

Messod Beneish, Eric Press, and Mark E. Vargus, «The Relation between Incentives to Avoid Debt - Covenant Default and Insider Trading», working paper, Indiana University, 2001.

35- David Leonhardt, «It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeter», *New York Times*, February 3, 2002, sec. 3, 11; and David Leonhardt, «Executives Beyond Enron Took Months to Report Sales», *New York Times*, February 11, 2002, C1.

36- Shijun Cheng, Venky Nagar, and Madhav V. Rajan, «Do Delayed Insider Disclosures Convey Information about Future Earnings?» working paper, University of Michigan Business School, 2002.

37- Alex Berenson, «2 Tyco Officials Sold Stock by Returning It to Company» *New York Times*, January 30, 2002, C1.

38- Sarbanes-Oxley Act, sec. 403(a).

39- SEC Release No. 338230- (May 7, 2003).

40- المادة 306(ب) من قانون ساربنس-أوكسلي يمنع الموظفين وأعضاء مجلس الإدارة من الاتجار بأسهم الشركة أيضاً أثناء مدد عماء الصندوق التقاعدي التي لا يسمح فيها لموظفي الشركة بتقيل أرصدهم في الصندوق التقاعدي بين الخيارات الاستثمارية المختلفة (التي تشمل

عادة فيما تشمله أسهم الشركة). غير أن مدد عماء الصندوق التقاعدي لا تتأثر مطلقاً بتوفر المعلومات الداخلية التي تتيح للمديرين وبعض الموظفين الآخرين عقد صفقات الاتجار المجزية. بل إن تلك المدد عادة ما يتم فرضها من قبل المشرف على برنامج التقاعد كلما طرأت تغيرات جديدة على خيارات الاستثمار. أو تتزامن مع إعادة تقييم خزينة الصندوق. أو يتم إقرارها من قبل القهَم على برنامج التقاعد (أو غيره القائمين على خدمة الصندوق). لذلك فإن من غير المفهوم على الإطلاق أن يمتد البمض بأن حظر الاتجار بأسهم الشركة أقصاه مدة عماء الصندوق التقاعدي سوف يقلص بوضوح من قدرة المديرين على إبرام صفقات الاتجار المجزية استناداً إلى ما يتعمون عليه من معلومات داخلية.

41- للاطلاع على نموذج منهجي لتلك الحوافز الشاذة انظر:

Bar-Gill and Bebchuk, «The Costs of Permitting Managers to Sell Shares».

- 42- Daniel Bergstresser and Thomns Philippon, «CEO Incentives and Earnings Management: Evidence from the 1990s», working paper, Harvard Business School and Massachusetts Institute of Technology, 2003; Messod D. Bencish, «Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements That Violate GAAP», Accounting Review 74 (1999): 425 - 457; and Bin Ke, «The Influence of Equity-Based Compensation on CEOs' Incentives to Report Strings of Consecutive Earnings Increases», working paper, Pennsylvania State University, 2003.

- 43- Bencish, «Incentives and Penalties», 425 - 457.

كشفت دراسة أخرى عن أن كبحار المديرين في الشركات التي شهدت اضطرابات محاسبية جعلتها لاحقاً هدفاً لإجراءات تنفيذية من جانب هيئة الأوراق والأسواق المالية. قد استخدموا خياراتهم أقصاه المدة التي سبقت ذلك بمعدل أعلى بوضوح منه لدى نظرائهم في الشركات الأخرى. انظر:

Simi Kedia and Natasha Burns, «Do Executive Stock Options Generate Incentives for Earnings Management? Evidence from Accounting Restatements», working paper, Harvard Business School, 2003.

- 44- Scott L. Summers and John T. Swaney, «Fraudulently Misstated Financial Statements and Insider Trading: An Empirical Analysis», Accounting Review 73 (1998): 131 - 146.

- 45- Shane A. Johnson, Harley E. Ryan, and Yisong S. Tian, «Executive Compensation and Corporate Fraud», working paper, Louisiana State University and York University, 2003.
- 46- Merle Erickson, Michelle Hanlon, and Edward Maydew, «How Much Will Firms Pay for Earnings That Do Not Exist? Evidence of Taxes Paid on Allegedly Fraudulent Earnings», *Accounting Review*.
- 47- See Section 304 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002.

15- تطوير ترميزات المديرين

عبارة مقتبسة عن رئيس هيئة الأوراق والأسواق المالية، ويليام دونالدسون، مأخوذة من:

SEC Chairman William Donaldson, quoted in Lori Calabro, «Above Board», *CFO Magazine* (October 2003),

<http://www.cfo.com/article/1,5309,108017%20%7C07%CM%7C7067%20,00.html>
(accessed June 23, 2004).

- 1- Jesse M. Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading through Pretrading Disclosure», *Southern California Law Review* 71 (1998): 303 - 392.
- 2- Reg. S-K, Item 402 (17 CFR 229 - 402).

3- انظر: NYSE Corp. Gov. Rules Sec. 303A.05.

4- انظر على سبيل المثال:

TIAA-CREF, «Policy Statement on Corporate Governance», http://www.tiaa-cref.org/pubs/html/governance_policy (accessed March 16, 2004).

- 5- NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 303A; SEC Release No. 34 - 48108 (June 3, 2003).

6- انظر على سبيل المثال:

Andrew Countryman, «Investors Get Say on Equity Pay; SEC Mandates Stockholder Vote», *Chicago Tribune*, July 1, 2003, C3; and Amy Strahan Butler, «S.E.C. Passes Rule Changes for Options», *New York Times*, July 1, 2003, C3.

7- انظر:

Wachtell, Lipton, Rosen, and Katz, «Stock Plan Design for the Upcoming Proxy Season», January 21, 2004.

8- انظر هيئة المستثمرين المؤسساتيين:

Council of Institutional Investors, «Council Policies - Director and Management Compensation», http://www.cii.org/dcwascii/web.nsf/doc/policies_iv.cm (accessed June 23, 2004).

16- تطوير حوكمة الشركات

عبارة مقتبسة عن المستشار ويليام ألين مأخوذة من أتلان بلازيوس:

Chancellor William Allen, writing in *Blasius v. Atlas*, 564 A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1988).

1- انظر:

Lucian A. Bebchuk, «The Case for Shareholder Access to the Ballot», *Business Lawyer* 59 (2003): 43 - 66, reprinted in Lucian A. Bebchuk, ed., *Shareholder Access to the Corporate Ballot* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2004); and Lucian A. Bebchuk, *The Case for Allocating More Power to Shareholders*, *Harvard Law Review* (forthcoming).

2- للاطلاع على رؤيتين شاملتين حديثي العهد من جانب أنصار الحفاظ على موازين القوى

القائمة حالياً بين المديرين والمساهمين انظر:

Martin Lipton and Steven A. Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come», *Business Lawyer* 59 (2003): 6794-, reprinted in Bebchuk, *Shareholder Access to the Corporate Ballot*; and John J. Castellani and Amy L. Goodman, «The Case against the SEC Director Election Proposal», in Bebchuk, *Shareholder Access to the Corporate Ballot*.

3- Charles M. Elson, «The Duty of Care, Compensation, and Stock Ownership», *University of Cincinnati Law Review* 63 (1994): 690 - 692.

4- *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946, 949 (Del. 1985); quoting *Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d 805, 811 (Del. 1984).

5- Bebchuk, «The Case for Shareholder Access to the Ballot», *Business Lawyer* 59 (2003): 43 - 66.

6- أثناء مدة سبع السنوات تلك دعي المسهون 215 مرة إلى صناديق الاقتراع، أي بمعدل 30 مرة تقريباً في العام الواحد. غير أن غالبية تلك الدعوات الانتخابية لم تكن تطوي على أي محاولة لاستبدال مجلس الإدارة بفريق جديد يدير الشركة على نحو مختلف لما فيه خدمة مصالح حملة الأسهم. نحو ربع تلك الحالات لم يكن لهتصل باختيار أعضاء المجلس على الإطلاق. وإنما بقضائها أخرى كمشروعات تعديل ميثاق الشركة وما إلى ذلك. كذلك كان هنالك العدد نفسه تقريباً من الصراعات الانتخابية المتعلقة بانتخاب أعضاء المجلس في سياق عروض الاستيلاء العدوانية وما رافقتها من محاولات استبدال المجلس بنية إتاحة الفرصة لإتمام صفقة الشراء العدوانية. أو في سياق المحاولات الرامية إلى فتح أو إعادة هيكلية بعض الاعتمادات المالية المغلقة.

7- Letter from Henry A. McKinnell, Ph.D., chairman and CEO, Pfizer Inc., and chairman, The Business Roundtable, to Jonathan G. Katz, secretary, SEC (December 22, 2003), <http://www.sec.gov/rules/proposed/s71903/s71903-381.pdf> (accessed March 16, 2004).

النيقاس الرئيسية التي تضمنتها الرسالة تم عرضها في ورقة بحث لاحقة حملت اسم رئيس طاولة الأعمال المستديرة وواحد من مستشاريه القانونيين. انظر:

Castellani and Goodman, «The Case against the SEC Director Election Proposal».

8- Lucian Bebchuk and Maroel Kahan, «A Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests», California Law Review 78 (1990): 10711136.

9- Letter from Lucian A. Bebchuk to Jonathan G. Katz, secretary, SEC (December 22, 2003), <http://www.sec.gov/rules/Proposed/s71903/labebchuk122203.htm> (accessed March 16, 2004).

10- انظر:

Lucian Bebchuk and Alma Cohen, «The Costs of Entrenched Boards», Harvard Law School, working paper, 2003, <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/> (accessed March 16, 2004).

11- للاطلاع على مناقشة منهجية لهذه المسألة انظر:

Lucian Bebchuk and Assaf Hamdani, «Optimal Defaults for Corporate Law Evolution», Northwestern Law Review 96 (2002): 489 - 520.

12- للاطلاع على تحليل يوضح كيف أن سلطة مجالس الإدارة على قرارات تسجيل الشركة تدفع بالسلطات المعنية في الولاية إلى إصدار قوانين ترجح كفة المديرين انظر:

Lucian A. Bebchuk, «Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law», *Harvard Law Review* 105 (1992): 1435 - 15 10; and Lucian A. Bebchuk and Allen Ferrell, «Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers», *Columbia Law Review* 99 (1999): 1168 - 1199.

للوقوف على دلائل تجريبية تبين أن قرارات التسجيل وإعادة التسجيل تقدم لسلطات الولايات المعنية، والراغبة عموماً في الحفاظ على الشركات المسجلة لديها، دوافع حقيقية لتبني تشريعات مضادة لمحاولات الاستيلاء تضمن توفير الحماية الكافية للمديرين، انظر:

Lucian A. Bebchuk and Alma Cohen, «Firms' Decision Where to Incorporate», *Journal of Law and Economics* 46 (2003): 383 - 425.

- 13- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 83 - 85.
- 14- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 82.
- 15- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 77.
- 16- 485 U.S. 224, 234 (1988), quoting *Flamm v. Eberstadt*, 814 F. 2d 1169, 1175 (7th Cir. 1987).
- 17- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 87.
- 18- Martin Lipton, «Takeover Bids in the Target's Boardroom», *Business Lawyer* 33 (1979): 101 - 134; and Jeremy C. Stein, «Takeover Threats and Managerial Myopia», *Journal of Political Economy* 96 (1988): 6180-.
- 19- Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, «Corporate Governance and Equity Prices», *Quarterly Journal of Economics* 118 (2003): 107 - 155; and Bebchuk and Cohen, «The Costs of Entrenched Boards».
- 20- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 76.
- 21- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 94.

المراجع

- Aboody, David, and Ron Kasznik. 2000. "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures." *Journal of Accounting and Economics* 29: 73-100.
- Abowd, John M., and David S. Kaplan. 1999. "Executive Compensation: Six Questions That Need Answering." *Journal of Economic Perspectives* 13: 145-168.
- Acharya, Viral V., Kose John, and Rangarajan K. Sundaram. 2000. "On the Optimality of Resetting Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 57: 65-101.
- Aggarwal, Rajesh K., and Andrew A. Samwick. 1999. "Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence." *Journal of Finance* 54: 1999-2043.
- Agrawal, Anup, and Charles R. Knoeber. 1998. "Managerial Compensation and the Threat of Takeover." *Journal of Financial Economics* 47: 219-239.
- Agrawal, Anup, and Ralph A. Walking. 1994. "Executive Careers and Compensation Surrounding Takeover Bids." *Journal of Finance* 49: 985-1014.
- Allen, Michael Patrick. 1981. "Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Control and Managerial Compensation." *American Journal of Sociology* 86: 1112-1123.
- Angel, James J., and Douglas M. McCabe. 2002. "Market-Adjusted Options for Executive Compensation." *Global Business and Economics Review* 4: 1-23.
- Baker, George P., Michael C. Jensen, and Kevin J. Murphy. 1998. "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory." *Journal of Finance* 63: 614.
- Balsam, Steven. 2002. *An Introduction to Executive Compensation*. San Diego, CA: Academic Press.
- Balsam, Steven, Huajing Chen, and Srinivasan Sankaraguruswamy. 2003. "Earnings Management Prior to Stock Option Grants." Working paper, Temple University, Department of Accounting.
- Bar-Gill, Oren, and Lucian A. Bebchuk. 2003. "The Costs of Permitting Managers to Sell Shares." Working paper, Harvard Law School.
- Barris, Linda J. 1992. "The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay." *Indiana Law Journal* 68: 59-100.
- Bebchuk, Lucian A. 1989. "Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The

- Desirable Constraints on Charter Amendments." *Harvard Law Review* 102: 1820–1860.
- . 1992. "Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law." *Harvard Law Review* 105: 1435–1510.
- . 2003. "The Case for Shareholder Access to the Ballot." *Business Lawyer* 59: 43–66.
- . Forthcoming. "The Case for Allocating More Power to Shareholders." *Harvard Law Review*.
- Bebchuk, Lucian A., John Coates IV, and Guhan Subramanian. 2002. "The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy." *Stanford Law Review* 54: 887–951.
- Bebchuk, Lucian A., and Alma Cohen. 2003. "The Costs of Entrenched Boards." Working paper, Harvard Law School.
- . 2003. "Firms' Decision Where to Incorporate." *Journal of Law and Economics* 46: 383–425.
- Bebchuk, Lucian A., and Allen Ferrell. 1999. "Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers." *Columbia Law Review* 99: 1168–1199.
- Bebchuk, Lucian A., and Jesse M. Fried. "Executive Compensation as an Agency Problem." *Journal of Economic Perspectives* 17 (2003): 71–92.
- Bebchuk, Lucian A., Jesse M. Fried, and David I. Walker. "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation." *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 751–846.
- Bebchuk, Lucian A. and Yaniv Grinstein. 2004. "The Growth of Executive Pay." Working paper, Harvard Law School.
- Bebchuk, Lucian A., and Assaf Hamdani. 2002. "Optimal Defaults for Corporate Law Evolution." *Northwestern Law Review* 96: 489–520.
- Bebchuk, Lucian A., and Christine Jolls. 1999. "Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth." *Journal of Law, Economics, and Organization* 15: 487–502.
- Bebchuk, Lucian A., and Marcel Kahan. 1990. "A Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests." *California Law Review* 78: 1071–1135.
- Bebchuk, Lucian A., and Mark J. Roe. 1999. "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance." *Stanford Law Review* 52: 127–170.
- Beneish, Messod D. 1999. "Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements that Violate GAAP." *Accounting Review* 74: 425–457.
- Beneish, Messod D., Eric Press, and Mark E. Vargus. 2001. "The Relation between Incentives to Avoid Debt-Covenant Default and Insider Trading." Working paper, Indiana University.
- Bergstresser, Daniel, and Thomas Philippon. 2002. "CEO Incentives and Earnings Management." Working paper, Harvard Business School and Massachusetts Institute of Technology.
- Berle, Adolph A. Jr., and Gardiner C. Means. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.
- Bertrand, Marianne, and Sendhil Mullainathan. 1999. "Is There Discretion in Wage Setting? A Test Using Takeover Legislation." *Rand Journal of Economics* 30: 535–554.

- . 2000. "Agents With and Without Principals." *American Economic Review* 90: 203–208.
- . 2001. "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are." *Quarterly Journal of Economics* 116: 901–932.
- Bethel, Jennifer E., and Stuart L. Gillan. 2002. "The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting." *Financial Management* 31: 29–54.
- Bettis, J. Carr, John M. Bizjak, and Michael L. Lemmon. 2001. "Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36: 345–371.
- Bettis, J. Carr, Jeffrey L. Coles, and Michael L. Lemmon. 2000. "Corporate Policies Restricting Trading by Insiders." *Journal of Financial Economics* 57: 191–220.
- Bizjak, John M., Michael L. Lemmon, and Lalitha Naveen. 2000. "Has the Use of Peer Groups Contributed to Higher Levels of Executive Compensation?" Working paper, Portland State University, University of Utah, and Arizona State University.
- Black, Bernard S. 1989. "Bidder Overpayment in Takeovers." *Stanford Law Review* 41: 597–660.
- Blanchard, Olivier Jean, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 1994. "What Do Firms Do with Cash Windfalls?" *Journal of Financial Economics* 36: 337–360.
- Bochner, Steven E. and Leslie A. Hakala. 2001. "Implementing Rule 10b5-1 Stock Trading Plans." *Insights* 15: 2.
- Boeker, Warren. 1992. "Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top." *Administrative Science Quarterly* 37: 400–418.
- Bogus, Carl T. 1993. "Excessive Executive Compensation and the Failure of Corporate Democracy." *Buffalo Law Review* 41: 1–83.
- Borokhovich, Kenneth A., Kelly R. Brunarski, and Robert Parrino. 1997. "CEO Contracting and Anti-Takeover Amendments." *Journal of Finance* 52: 1495–1517.
- Brenner, Menachem, Rangarajan K. Sundaram, and David Yermack. 2000. "Altering the Terms of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 57: 103–128.
- Brick, Ivan E., Oded Palmon, and John K. Wald. 2002. "CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism." Working paper, Rutgers University Business School.
- Budney, Victor. 1982. "The Independent Director—Heavenly City or Potemkin Village?" *Harvard Law Review* 95: 597–659.
- Budney, Victor, and Allen Ferrell. 2002. "Corporate Speech and Citizenship: Corporate Charitable Giving." *University of Chicago Law Review* 69: 1191–1218.
- Burke, Stacey, Glenn Davis, Chris Loayza, Conor Murphy, and Sergio Schuchner. 2002. "The Structure and Compensation of Boards of Directors at S&P Super 1500 Companies." In *Board Structure/Board Pay 2002*. Washington, DC: Investor Responsibility Research Center.
- Calabro, Lori. "Above Board." *CFO Magazine* (October), [http://www.cfo.com/article/1.5309.10001|0\[M\]706|.00.html](http://www.cfo.com/article/1.5309.10001|0[M]706|.00.html) (accessed June 23, 2004).

- Callaghan, Sandra Renfro, P. Jane Saly, and Chandra Subramaniam. 2000. "The Timing of Option Repricing." Working paper, Texas Christian University, University of St. Thomas, and University of Texas at Arlington.
- Carpenter, Jennifer N. 1998. "The Exercise and Valuation of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 48: 127-158.
- Carpenter, Jennifer N., and Barbara Remmers. 2001. "Executive Stock Option Exercises and Inside Information." *Journal of Business* 74: 513-534.
- Carter, Mary Ellen, and Luann J. Lynch. 2001. "An Examination of Executive Stock Option Re-pricing." *Journal of Financial Economics* 61: 207-225.
- . 2003. "The Effect of Stock Option Repricing on Employee Turnover." Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and University of Virginia Darden Graduate School of Business. 4.
- Castellani, John J., and Amy L. Goodman. 2004. "The Case against the SEC Director Election Proposal." In *Shareholder Access to the Corporate Ballot*, edited by Lucian A. Bebchuk. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Chance, Don M., Raman Kumar, and Rebecca B. Todd. 2000. "The 'Re-pricing' of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 57: 129-154.
- Chauvin, Keith, and Cathy Shenoy. 2001. "Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants." *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance, and Organization* 7: 53-76.
- Cheffins, Brian R., and Randall S. Thomas. 2001. "Should Shareholders Have a Greater Say over Executive Pay? Learning from the U.S. Experience." *Journal of Corporation Law Studies* 1: 227-315.
- Cheng, Shijun, Venky Nagar, and Madhav V. Rajan. 2002. "Do Delayed Insider Disclosures Convey Information about Future Earnings?" Working paper, University of Michigan Business School.
- . Forthcoming. "Identifying Control Motives in Managerial Ownership: Evidence from Antitakeover Regulation." *Review of Financial Studies*.
- Cheung, Joe. 2002. "Valuation of 'Razorback' Executive Stock Options: A Simulation Approach." Working paper, University of Auckland, New Zealand.
- Choe, Chongwoo. 2003. "Leverage, Volatility, and Executive Stock Options." *Journal of Corporate Finance* 9: 591-609.
- Clark, Kim. 2003. "Corporate Scandals: Is It a Problem of Bad Apples, or Is It the Barrel?" Prepared remarks for the National Press Club, February 26, 2003, Harvard Business School.
- Clark, Robert C. 1986. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company.
- Clark Bardes Consulting, n.d. "Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2001 Results." <http://www.clarkconsulting.com/knowledgecenter/articles/benefits/20020305.pdf> (accessed June 23, 2004).
- Clark Consulting 2003. "Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2003 Results."
- Clawson, Mark A., and Thomas C. Klein. 1997. "Indexed Stock Options: A Proposal for Compensation Commensurate with Performance." *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 3: 31-50.

- Canyon, Martin J., and Kevin J. Murphy. 2000. "The Prince and the Pauper? CEO Pay in the U.S. and the U.K." *Economic Journal* 110: F640-F671.
- Canyon, Martin J., and Simon I. Peck. 2004. *Compensation Consultants and Executive Pay*. Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University.
- Core, John E., Wayne Guay, and David F. Larcker. 2003. "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey." *Economic Policy Review* 9: 27-50.
- Core, John E., Robert W. Holthausen, and David F. Larcker. 1999. "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance." *Journal of Financial Economics* 51: 371-406.
- Core, John E., and David F. Larcker. 2002. "Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership." *Journal of Financial Economics* 64: 317-340.
- Corporate Library, The. 2001. "The Use of Company Aircraft." Special report.
- Crystal, Graef S. 1991. *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives*. New York: W. W. Norton.
- Cyert, Richard M., Sok-Hyon Kang, and Praveen Kumar. 2002. "Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence." *Management Science* 48: 453-469.
- David, Parthiban, Rahul Kochar, and Edward Levitas. 1998. "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation." *Academy of Management Journal* 41: 200-208.
- DeChow, Patricia M., Amy P. Hutton, and Richard G. Sloan. 1996. "Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation." *Journal of Accounting Research* 34: 1-20.
- DeFusco, Richard A., Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn. 1990. "The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders." *Journal of Finance* 45: 617-627.
- . 1991. "The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making." *Financial Management* 20: 36-43.
- Dyck, Alexander, and Luigi Zingales. 2002. "The Corporate Governance Role of the Media." Working paper, Harvard Business School and the University of Chicago.
- . 2004. "Private Benefits of Control: An International Comparison." *Journal of Finance* 59: 537-600.
- Dye, Ronald A. 1992. "Relative Performance Evaluation and Project Selection." *Journal of Accounting Research* 30: 27-52.
- Easterbrook, Frank H. 1984. "Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence." *Delaware Journal of Corporate Law* 9: 540-571.
- Eisenberg, Melvin A. 1989. "The Structure of Corporation Law." *Columbia Law Review* 89: 1461-1489.
- . 1999a. "The Compensation of Chief Executive Officers and Directors of Publicly Held Corporations." *7th Annual Corporate Governance Institute* (SE 39 ALI-ABA), 103-138.

- . 1999b. "Corporate Law and Social Norms." *Columbia Law Review* 99: 1253–1292.
- Elson, Charles M. 1993. "Executive Over-Compensation—A Board-Based Solution." *Boston College Law Review* 34: 937–996.
- . 1995. "The Duty of Care, Compensation, and Stock Ownership." *University of Cincinnati Law Review* 63: 649–711.
- Erickson, Merle, Michelle Hanlon, and Edward Maydew. Forthcoming. "How Much Will Firms Pay for Earnings That Do Not Exist? Evidence of Taxes Paid on Allegedly Fraudulent Earnings." *Accounting Review*.
- Espahbodi, Hassan, Pouran Espahbodi, Zabihollah Rezaee, and Hassan Teheranian. 2002. "Stock Price Reaction and Value Relevance of Recognition versus Disclosure: The Case of Stock Based Compensation." *Journal of Accounting and Economics* 33: 343–373.
- Fama, Eugene F. 1980. "Agency Problems and the Theory of the Firm." *Journal of Political Economy* 88: 288–307.
- Fama, Eugene F., and Michael C. Jensen. 1983. "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics* 26: 301–325.
- Fee, C. Edward, and Charles J. Hadlock. 2003. "Raids, Rewards, and Reputations in the Market for CEO Talent." *Review of Financial Studies* 16: 1315–1357.
- Fich, Eliezer M., and Lawrence J. White. Forthcoming. "Why Do CEOs Reciprocally Sit on Each Other's Board?" *Journal of Corporate Finance*.
- Finkelstein, Sydney. 1992. "Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation." *Academy of Management Journal* 35: 505–538.
- Finkelstein, Sydney, and Donald C. Hambrick. 1988. "Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation." *Strategic Management Journal* 9: 543–558.
- . 1989. "Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes." *Strategic Management Journal* 10: 121–134.
- Fischel, Daniel R. 1982. "The Corporate Governance Movement." *Vanderbilt Law Review* 35: 1259–1292.
- . 1982. "The Race to the Bottom Revisited: Reflection on Recent Development in Delaware's Corporation Law." *Northwestern University Law Review* 76: 913–945.
- Fried, Jesse M. 1998. "Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading through Pretrading Disclosure." *Southern California Law Review* 71: 303–392.
- . 2000. "Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers." *University of Chicago Law Review* 67: 421–477.
- . 2001. "Open Market Repurchases: Signaling or Managerial Opportunism." *Theoretical Inquiries in Law* 2: 865–894.
- . 2003. "Insider Abstention." *Yale Law Journal* 113: 455–492.
- Garvey, Gerald T., and Gordon Hanka. 1999. "Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage." *Journal of Finance* 54: 519–546.
- Garvey, Gerald T., and Todd Milbourn. 2003. "Incentive Compensation When Executives Can Hedge the Market: Evidence of Relative Performance Evaluation in the Cross Section." *Journal of Finance* 58: 1557–1581.

- Georgeson Shareholder. 2003. "Annual Corporate Governance Review." <http://www.georgesonshareholder.com/pdf/2003%20a.wrapup.pdf> (accessed June 23, 2004).
- Gillan, Stuart L. 2001a. "Has Pay for Performance Gone Awry: Views from a Corporate Governance Forum." *Research Dialogue* 68: 1-16.
- . 2001b. "Option-Based Compensation: Panacea or Pandora's Box?" *Journal of Applied Corporate Finance* 14: 115-128.
- Gompers, Paul A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick. 2003. "Corporate Governance and Equity Prices." *Quarterly Journal of Economics* 118: 107-155.
- Goyal, Vidhan K., and Chul W. Park. 2002. "Board Leadership Structure and CEO Turnover." *Journal of Corporate Finance* 8: 49-66.
- Green, Joshua. 2002. "Savage Business." *American Prospect* 13: 14-15.
- Grinstein, Yaniv, and Paul Hribar. Forthcoming. "CEO Compensation and Incentives—Evidence from M&A Bonuses." *Journal of Financial Economics*.
- Groves, Ronald L. 1992. *Executive Compensation*. CCH Tax Transactions Library.
- Habib, Michel A., and Alexander P. Ljungqvist. Forthcoming. "Firm Value and Managerial Incentives: A Stochastic Frontier Approach." *Journal of Business*.
- Hall, Brian J. 1999. "A Better Way to Pay CEOs?" In *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*, edited by Jennifer Carpenter and David Yermack. Boston: Kluwer Academic Publishers.
- Hall, Brian J., and Thomas Knox. 2002, May. "Managing Option Fragility." Working paper no. 02-19, Harvard Business School, Negotiations, Organizations and Markets Unit.
- Hall, Brian J., and Jeffrey B. Liebman. 1998. "Are CEO's Really Paid like Bureaucrats?" *Quarterly Journal of Economics* 113: 653-691.
- . 2000. "The Taxation of Executive Compensation." In *Tax Policy and the Economy*, edited by James Poterba. Vol. 14. Cambridge, MA: MIT Press.
- Hall, Brian J., and Kevin J. Murphy. 2000. "Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options." *American Economic Association Proceedings* 90: 209-214.
- . 2002. "Stock Options for Undiversified Executives." *Journal of Accounting and Economics* 33: 3-42.
- . 2003. "The Trouble with Stock Options." *Journal of Economic Perspectives* 17: 49-70.
- Hallock, Kevin. 1997. "Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32: 331-344.
- . 1999. "Dual Agency: Corporate Boards with Reciprocally Interlocking Relationships." In *Executive Compensation and Shareholder Value*, edited by J. Carpenter and D. Yermack. Boston: Kluwer Academic Publishers.
- Hambrick, Donald C., and Sydney Finkelstein. 1995. "The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises." *Strategic Management Journal* 16: 175-193.
- Hartzell, Jay C., Eli Ofek, and David Yermack. 2004. "What's in It for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired." *Review of Financial Studies* 17: 37-61.
- Hartzell, Jay C., and Laura T. Starko. 2003. "Institutional Investors and Executive Compensation." *Journal of Finance* 58: 2351-2374.

- Heard, James E. 1995. "Executive Compensation: Perspective of the Institutional Investor." *University of Cincinnati Law Review* 63: 749-767.
- Hemmer, Thomas, Steve Matsunaga, and Terry Shevlin. 1998. "Optimal Exercise and the Cost of Granting Employee Stock Options with a Reload Provision." *Journal of Accounting Research* 36: 231-255.
- Hermalin, Benjamin E., and Michael S. Weisbach. 1998. "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO." *American Economic Law Review* 88 (March): 96-118.
- . 2003. "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature." *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 9: 7-26.
- Himmelberg, Charles P., and R. Glenn Hubbard. 2000. "Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-for-Performance Sensitivity." Working paper, Columbia University and the National Bureau of Economic Research.
- Hirshleifer, Jack. 1978. "Competition, Cooperation, and Conflict in Economics and Biology." *American Economic Review* 68: 238-243.
- Hodgson, Paul. 2002. "Golden Hellos." The Corporate Library.
- . 2002. "My Big Fat Corporate Loan." Study by the Corporate Library.
- . 2003. "Golden Parachutes and Cushioned Landings." The Corporate Library.
- . 2003. "Paying CEOs to Stay at Home." The Corporate Library.
- . 2003. "What Really Happened to CEO Pay in 2002." The Corporate Library.
- Holderness, Clifford, Randall Kroszner, and Dennis Sheehan. 1999. "Were the Good Old Days That Good? Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance since the Great Depression." *Journal of Finance* 54: 435-469.
- Holmstrom, Bengt. 1979. "Moral Hazard and Observability." *Bell Journal of Economics* 10: 74-91.
- . 1982. "Moral Hazard in Teams." *Bell Journal of Economics* 13: 324-340.
- Huddart, Steven. 1994. "Employee Stock Options." *Journal of Accounting and Economics* 18: 207-231.
- Janakiraman, Surya N., Richard A. Lambert, and David F. Larcker. 1992. "An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation Hypothesis." *Journal of Accounting Research* 30: 53-69.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review* 76: 323-329.
- Jensen, Michael C., and Kevin J. Murphy. 1990. "CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, but How." *Harvard Business Review* 68: 138-153.
- . 1990. "Performance, Pay and Top-Management Incentives." *Journal of Political Economy* 98: 225-264.
- Jensen, Michael C., and William Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Jin, Li. 2002. "CEO Compensation, Diversification, and Incentives." *Journal of Financial Economics* 66: 29-63.

- Jin, Li, and Lisa Meulbroeck. 2001. "Do Underwater Executive Stock Options Still Align Incentives? The Effect of Stock Price Movements on Managerial Incentive-Alignment." Working paper, Harvard Business School.
- Johnson, Shane A., Harley E. Ryan, and Yisong S. Tian. 2003. "Executive Compensation and Corporate Fraud." Working paper, Louisiana State University and York University.
- Johnson, Shane, and Yisong S. Tian. 2000. "Indexed Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 57: 35-64.
- . 2000. "The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Plans." *Journal of Financial Economics* 57: 3-34.
- Kahan, Marcel, and Ed Rock. 2002. "How I Learned to Stop Worrying and Love the PILL: Adaptive Responses to Takeover Law." *University of Chicago Law Review* 69: 871-915.
- Kahle, Kathleen M., and Kuldeep Shastri. Forthcoming. "Executive Loans." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Ke, Bin. 2003. "The Influence of Equity-Based Compensation on CEOs' Incentives to Report Strings of Consecutive Earnings Increases." Working paper, Pennsylvania State University.
- Ke, Bin, Steven Huddart, and Kathy Petroni. 2003. "What Insiders Know about Future Earnings and How They Use It: Evidence from Insider Trades." *Journal of Accounting and Economics* 35: 315-346.
- Kedia, Simi, and Natasha Burns. 2003. "Do Executive Stock Options Generate Incentives for Earnings Management? Evidence from Accounting Restatements." Working paper, Harvard Business School.
- Khurana, Rakesh. 2002. *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Kole, Stacey R. 1997. "The Complexity of Compensation Contracts." *Journal of Financial Economics* 43: 79-104.
- Lambert, Richard A., David F. Larcker, and Robert E. Verrecchia. 1991. "Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation." *Journal of Accounting Research* 29: 129-149.
- Lambert, Richard A., David F. Larcker, and Keith Weigelt. 1993. "The Structure of Organizational Incentives." *Administrative Science Quarterly* 38: 438-461.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 1999. "Corporate Ownership around the World." *Journal of Finance* 54: 471-517.
- Lerach, William S. 2002. "Plundering America: How American Investors Got Taken for Trillions by Corporate Insiders." *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 8: 69-126.
- Levinsohn, Alan. 2001. "A Garden of Stock Options Helps Harvest Talent." *Strategic Finance* 82: 81-82.
- Levmore, Saul. 2001. "Puzzling Stock Options and Compensation Norms." *University of Pennsylvania Law Review* 149: 1901-1940.
- Lipton, Martin. 1979. "Takeover Bids in the Target's Boardroom." *Business Lawyer* 35: 101-134.

- Lipton, Martin, and Steven A. Rosenblum. 2003. "Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come." *Business Lawyer* 59: 67-94.
- Loewenstein, Mark J. 1996. "Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Further) Reform." *Southern Methodist University Law Review* 50: 201-223.
- . 2000. "The Conundrum of Executive Compensation." *Wake Forest Law Review* 35: 1-30.
- Lorsch, Jay W. 1998. "Compensating Corporate CEOs: A Process View." Harvard Business School working paper #99-013.
- Lorsch, Jay W., and Elizabeth M. MacIver. 1989. *Pawns or Potentates? The Reality of America's Corporate Boards*. Boston: Harvard Business School Press.
- Lorsch, Jay W., and Krishna G. Palepu. 2003. "Limits to Board Effectiveness." Working paper, Harvard Business School.
- Lyons, Denis B. K. 1999. "CEO Casualties: A Battlefield Report." *Directors & Boards* (summer): 43-45.
- Main, Brian G. M., Charles A. O'Reilly III, and James Wade. 1995. "The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives." *Industrial and Corporate Change* 11: 292-332.
- Manne, Henry G. 1965. "Mergers and the Market for Corporate Control." *Journal of Political Economy* 73: 110-120.
- Martin, Kenneth J., and Randall S. Thomas. Forthcoming. "When Is Enough, Enough? Market Reaction to Highly Dilutive Stock Option Plans and the Subsequent Impact on CEO Compensation." *Journal of Corporate Finance*.
- McConnell, John J., and Henri Servaes. 1990. "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value." *Journal of Financial Economics* 27: 595-612.
- McNeil, Chris, Greg Niehaus, and Eric Powers. 2003. "Management Turnover in Subsidiaries of Conglomerates versus Stand-Alone Firms." Working paper, School of Business, Penn State Erie, and Moore School of Business, University of South Carolina.
- Meulbroeck, Lisa K. 2001. "Executive Compensation Using Relative-Performance-Based Options: Evaluating the Structure and Costs of Indexed Options." Working paper, Harvard Business School.
- Millstein, Ira M. 1995. "The Professional Board." *Business Lawyer* 50: 1427-1443.
- Millstein, Ira M., and Paul W. MacAvoy. 1998. "The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation." *Columbia Law Review* 98: 1283-1321.
- Mirrlees, James A. 1976. "The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization." *Bell Journal of Economics* 7: 105-131.
- Moeller, Sara B., Frederik P. Schlingemann, and Rene M. Stulz. 2003. "Do Shareholders of Acquiring Firms Gain from Acquisitions?" Working paper, Southern Methodist University, University of Pittsburgh, and Ohio State University.
- Monks, Robert A. G. 1999. *The Emperor's Nightingale: Restoring the Integrity of the Corporation in the Age of Shareholder Activism*. Boston: Addison-Wesley Publishing.

- Monks, Robert A. G., and Nell Minow. 1995. *Corporate Governance*, 2nd ed. Cambridge, MA: Blackwell Publishing.
- . 2001. *Corporate Governance*, 3rd ed. Oxford: Blackwell Publishing.
- Montgomery, Cynthia A., and Rhonda Kaufman. 2003. "The Board's Missing Link." *Harvard Business Review* 81: 86–93.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 1988. "Management Ownership and Market Valuation." *Journal of Financial Economics* 20: 293–315.
- Murphy, Kevin J. 1995. "Politics, Economics, and Executive Compensation." *University of Cincinnati Law Review* 63: 713–746.
- . 1999. "Executive Compensation." In *Handbook of Labor Economics*, edited by Orley Ashenfelter and David Card. Vol. 3, bk. 2. New York: Elsevier.
- . 2000. "Performance Standards in Incentive Contracts." *Journal of Accounting and Economics* 30: 245–278.
- . 2002. "Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options." *University of Chicago Law Review* 69: 847–869.
- Murphy, Kevin J., and Paul Oyer. 2003. "Discretion in Executive Incentive Contracts." Working paper, University of Southern California Marshall School of Business and Stanford University Graduate School of Business.
- Newman, Harry A., and Haim A. Mozes. 1999. "Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?" *Financial Management* 28: 41–53.
- Nohel, Tom, and Steven Todd. 2004. "Stock Options and Managerial Incentives to Invest." *Journal of Derivatives Accounting* 1: 29–46.
- Ofeck, Eli, and David Yermack. 1997. "Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership." *Journal of Finance* 55: 1367–1384.
- O'Reilly III, Charles A., Brian G. Main, and Graef S. Crystal. 1988. "CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of Two Theories." *Administrative Science Quarterly* 33: 257–274.
- Orts, Eric W. 1998. "Shirking and Sharking: A Legal Theory of the Firm." *Yale Law and Policy Review* 16: 265–329.
- Oyer, Paul. Forthcoming. "Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects?" *Journal of Finance*.
- Parrino, Robert. 1997. "CEO Turnover and Outside Succession: A Cross-Sectional Analysis." *Journal of Financial Economics* 46: 165–197.
- Parthiban, David, Rahul Kochhar, and Edward Levitas. 1998. "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation." *Academy of Management Journal* 41: 200–208.
- Pearl Meyer & Partners. 2001. "Equity Stake: Study of Management Equity Participation in the Top 200 Corporations: 2001."
- . 2002. "Executive Pay Trends: Looking Forward and Looking Back." *USA Today*, November 21, B1.
- . 2003. "2003 Director Compensation." <http://www.execpay.com/ResDir.htm> (accessed June 23, 2004).

- Perry, Tod, and Marc Zenner. 2000. "CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation?" *Wake Forest Law Review* 35: 123-152.
- Pollock, Timothy G., Harald M. Fischer, and James B. Wade. 2002. "The Role of Power and Politics in Repricing Executive Options." *Academy of Management Journal* 45: 1172-1182.
- Porac, Joseph F., James B. Wade, and Timothy G. Pollock. 1999. "Industry Categories and the Politics of the Comparable Firm in CEO Compensation." *Administrative Quarterly* 44: 112-144.
- Quinn, Linda C. 1995. "Executive Compensation under the New SEC Disclosure Requirements." In *Seventh Annual Corporate Law Symposium: Executive Compensation*. *University of Cincinnati Law Review* 63: 769-815.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 1998. "Power in a Theory of the Firm." *Quarterly Journal of Economics* 113: 387-432.
- . 2001. "The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origin and Growth of Firms." *Quarterly Journal of Economics* 116: 805-851.
- Randall, Clarence B. *The Executive in Transition*. New York: McGraw-Hill, 1967.
- Rappaport, Alfred. 1999. "New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance." *Harvard Business Review* 77: 91-101.
- Ratcliffe, Thomas A. 2001. "New Guidance in Accounting for Stock-Based Compensation: FASB No. 44." *National Public Accountant* 46: 28-30.
- Ruxton, Kathy B. 1999. *Executive Pay, 1998: Chief Executive Officer Compensation at S&P Super 1,500 Companies as Reported in 1998*. Vol. 2. Washington DC: Investor Responsibility Research Center.
- Ryan, Harley E. Jr., and Roy A. Wiggins III. Forthcoming. "Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Bargaining Power and Barriers to Effective Monitoring." *Journal of Financial Economics*.
- Saly, P. Jane. 1994. "Repricing Executive Stock Options in a Down Market." *Journal of Accounting and Economics* 16: 325-356.
- Saly, P. Jane, Ravi Jagannathan, and Steven J. Huddart. 1999. "Valuing the Reload Feature of Executive Stock Options." *Accounting Horizons* 12: 219-240.
- Schizer, David M. 2000. "Executives and Hedging: The Fragile Legal Foundation of Incentive Compatibility." *Columbia Law Review* 100: 440-504.
- . 2001. "Tax Constraints on Indexed Options." *University of Pennsylvania Law Review* 149: 1941-1954.
- . 2002. "Reducing the Tax Costs of Indexed Options." *Tax Notes* 96: 1375-1382.
- Scholes, Myron S., Mark A. Wolfson, Merle Erickson, Edward L. Maydew, and Terry Shevlin. 2002. *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, 2nd ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Schwab, Stewart J., and Randall S. Thomas. 2004. "What Do CEOs Bargain For? An Empirical Study of Key Legal Components of CEO Contracts." Working paper, Cornell Law School and Vanderbilt Law School.
- Seyhun, H. Nejat. 1998. *Investment Intelligence from Insider Trading*. Cambridge, MA: MIT Press.

- Shavell, Steven. 1979. "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship." *Bell Journal of Economics* 10: 55-73.
- Shivdasani, Anil, and David Yermack. 1999. "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis." *Journal of Finance* 54: 1829-1853.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy* 94: 461-488.
- . 1989. "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments." *Journal of Financial Economics* 25: 123-140.
- Sivakumar, Kumar, and Gregory Waymire. 1994. "Insider Trading Following Material News Events: Evidence from Earnings." *Financial Management* 23: 23-32.
- Smith, Adam. 1776. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Reprint, New York: Modern Library, 1937.
- Snyder, Franklin. 2003. "More Pieces of the Compensation Puzzle." *Delaware Journal of Corporate Law* 28: 129-183.
- Stein, Jeremy C. 1988. "Takeover Threats and Managerial Myopia." *Journal of Political Economy* 96: 61-80.
- Stout, Lynn. 1988. "The Unimportance of Being Efficient." *Michigan Law Review* 87: 613-709.
- Strauss, Gary. 2002. "Companies Pony Up to Keep Directors: Boards Seats Have Become Hot Seats." *USA Today*, November 21, B1.
- Subramanian, Narayanan, Atreya Chakraborty, and Shabbaz Sheikh. 2003. "Performance Incentives, Performance Pressure, and Executive Turnover." Working paper, Brandeis University.
- Summers, Scott L., and John T. Sweeney. 1998. "Fraudulently Misstated Financial Statements and Insider Trading: An Empirical Analysis." *Accounting Review* 73: 131-146.
- Symposium on Norms and Corporate Law. 2001. *University of Pennsylvania Law Review* 149: 1607-2191.
- Thomas, Randall S., and Kenneth J. Martin. 1998. "Should Labor Be Allowed to Make Shareholder Proposals?" *Washington Law Review* 73: 41-80.
- . 1999. "The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation." *University of Cincinnati Law Review* 67: 1021-1065.
- . 2000. "The Determinants of Shareholder Voting on Stock Option Plans." *Wake Forest Law Review* 35: 31-82.
- . 2001. "Litigating Challenges to Executive Pay: An Exercise in Futility?" *Washington University Law Quarterly* 79: 593-613.
- Tian, Yisong S. 2001. "Optimal Contracting, Incentive Effects and the Valuation of Executive Stock Options." Working paper, York University.
- Tirole, Jean. 1988. *The Theory of Industrial Organization*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Tosi, Henry L., and Luis R. Gomez-Mejia. 1989. "The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective." *Administrative Science Quarterly* 34: 169-189.
- Wade, James, Charles A. O'Reilly III, and Ike Chandratat. 1990. "Golden Parachutes:

- CEOs and the Exercise of Social Influence." *Administrative Science Quarterly* 35: 587-603.
- Wade, James, Charles A. O'Reilly III, and Tim Pollock. 2004. "Overpaid CEOs and Underpaid Managers: Equity and Executive Compensation." Working paper, University of Wisconsin-Madison, Stanford University, and University of Maryland.
- Wade, James B., Joseph F. Porac, and Timothy G. Pollock. 1997. "Worth, Words, and the Justification of Executive Pay." *Journal of Organizational Behavior* 18: 641-664.
- Weisbach, Michael S. 1988. "Outside Directors and CEO Turnover." *Journal of Financial Economics* 20: 431-460.
- Weston, Fred J., Juan A. Siu, and Brian A. Johnson. 2001. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. 3rd ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Williamson, Oliver. 1964. *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Wu, Yilin. 2004. "The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and CEO Turnover: Evidence from CalPERS' Corporate Governance Program." *Journal of Corporate Finance* 10: 199-227.
- Wulf, Julie. 2004. "Do CEOs in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from 'Mergers of Equals.'" *Journal of Law, Economics & Organization* 20 (2004): 60-101.
- Yablon, Charles M. 1999. "Bonus Questions—Executive Compensation in the Era of Pay for Performance." *Notre Dame Law Review* 75: 271-308.
- Yermack, David. 1995. "Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?" *Journal of Financial Economics* 39: 237-269.
- . 1996. "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors." *Journal of Financial Economics* 40: 185-211.
- . 1997. "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements." *Journal of Finance* 52: 449-477.
- Zald, Mayer N. 1969. "The Power and Functions of Boards of Directors: A Theoretical Synthesis." *American Journal of Sociology* 75: 97-111.



منتدى سور الأزبكية

WWW.BOOKS4ALL.NET