

الفصل الرابع

الأخطار المخفية للجري وراء الأرباح

أليست العولة - بما يتبعها من نقل للمصانع وغيرها من الضغوط على الأجور - المبرر الذي تستخدمه الشركات التي يغريها الجري وراء العوائد الباهظة لرأس المال، وخاصة لكبار المستثمرين الذين يطالبون بمثل هذه الأرباح؟ هذا السؤال مطروح، بل ويزداد إلحاحاً، وخاصة منذ أخذت الشركات في جميع بلدان العالم ترتقي على أقدام الربية الجديدة المسماة «القيمة بالنسبة لحامل السهم». وهل سيستمر الجري وراء عوائد رأس المال المستثمر يعميهم طويلاً، بحيث ينسون مهمتهم الرئيسية، ألا وهي البحث عن محاور ومشروعات التنمية التي تخلق الثروة، وفرص العمل؟

أسطورة نسبة ١٥٪ للربحية ودكتاتورية «العائد على السهم»

لا يذكر أحد بالتحديد من الذي خلق أسطورة ١٥٪ للربحية، أو العائد على السهم (حقوق المساهمين). وعلى الأكثر نتذكر أن المخيلة الخصبية للاقتصاديين الأمريكيين فرانكو موديلياني، وميرتون ميلر (وآخرين) قد تفتقت في أواخر أعوام الخمسينيات عن فكرة «خلق القيمة». ولكن الجميع يعرفون أنه منذ نهاية القرن الماضي صار الهدف (١٥٪ ربحية على رأس المال الذاتي) هو الأفق الذي (لا) يمكن أن تجتازه إستراتيجية أية شركة.

ومن الطبيعي أن «كل عصر وله أذانه» كما يقولون، فالهدف في الستينيات كان الحجم (إجمالي الأصول، وحجم الأعمال)؛ وفي السبعينيات، كان الربحية المحاسبية (الربح الصافي، والربح الصافي للسهم)؛ وفي الثمانينيات كان السيولة المتوفرة (التدفق النقدي، والتدفق النقدي التشغيلي، والتدفق النقدي الحر)؛ ومنذ أواسط التسعينيات، فكرة خلق القيمة التي وضعت جميع المديرين في جميع أنحاء العالم تحت نير ربحية رأس المال المستثمر (انظر البرواز). وهو أحد الأرقام ذات الطبيعة السحرية، التي كثيراً ما يتبناها الاقتصاد وينحها قيمة رمزية - دون أي منطق - تجعلها تحمل قيمة ما، فقد صار حامل السهم البطل المفضل في عملية تقاسم القيمة المضافة. والمطلوب من المديرين أن يعتبروا رضاه أولويتهم الأولى.

وعلى سبيل المثال، فقد أثار يوزيف أكرمان رئيس الديوتشه بنك الضجة في أوائل عام ٢٠٠٥ عندما وعد حملة السهم بتحقيق نسبة ٢٥٪ كعائد على السهم في السنة الجارية، وهو ما يعني أن يحقق البنك ربحاً خاضعاً للضريبة يساوي ٦ مليارات يورو! وهذا ما أثار الدهشة الشديدة، فلم يكن من المفهوم أن يتمكن البنك من تحقيق مثل هذه الربحية دون مداورات مالية أو صناعية (وكان العائد على السهم الذي حققه في العام ٢٠٠٤ قد تجاوز بالكاد نسبة ١٠٪). بل أثار هذا التصريح لرئيس البنك عاصفة غضب من المستشار جير هارد شرويدنر الذي دعاه للتفكير في «واجهه تجاه العاملين بالبنك، وكذلك بالنسبة للأمة». فقد استكمل أكرمان هذا التعهد «بوعده» آخر، وهو إلغاء أو نقل ١٠٪ من الوظائف بالبنك، أي ٦٤٠٠ وظيفة ثلثها من بين العاملين في ألمانيا!

مقياس الربحية بنسبة العائد على السهم

ونبدأ بالتذكير بأن هناك عدداً من مقاييس الربحية : مثل نتيجة التشغيل ، والعائد على الأموال الذاتية (أي العائد على السهم طبقاً لخطاب المستثمرين) ، والعائد على رأس المال المقدم (أي العائد على رأس المال العامل) . والمقياس الأكثر استخداماً في أيامنا هذه هو العائد على السهم . وهو مقياس ذو طبيعة ذاتية لحد ما ، فيكفي مثلاً أن تخصم شركة ما بعض الأسهم مقابل الديون ، فتتخفف بذلك مواردها الذاتية ، ويزيد العائد على السهم . وهذا في الواقع ما حدث بشكل كبير في منتصف أعوام التسعينيات ، حيث ارتفعت قيمة العائد على السهم كثيراً نتيجة للتلاعب بعمليات الاستدانة ، وما صاحب ذلك من نتائج شهيرة . . . وهذا الأسلوب ما زال واسع الاستخدام حيث تزداد التطلعات في أوروبا لرفع العائد على السهم ليصل إلى مثيله في الولايات المتحدة .

- العائد على السهم : وتحسب هذه النسبة إما على الشركة الواحدة ضمن مجموعة ، وإما على المجموعة بكاملها . ففي حالة العضو في مجموعة ، تنسب الأرباح الصافية لعضو المجموعة لسنة ما إلى رأس المال الخاص بعضو المجموعة في أول السنة المالية المعنية . أما في حالة المجموعة بالكامل ، فتُنسب الأرباح الصافية الكلية (بما فيها نصيب الجانب الذي يملك أقلية الأسهم) للسنة المعنية إلى رأس المال الكلي للمجموعة (بما فيه نصيب أقلية الأسهم) في أول السنة المالية المعنية .

- العائد على رأس المال العامل : وهنا تثار بشكل خاص قضية تحديد الأساس الذي يحسب عليه رأس المال ، وخاصة تحديد ما إذا كانت المخصصات تحتسب ضمن رأس المال العامل . . . ولتجاوز هذه المشكلة يمكن حساب رأس المال العامل على أنه الأصول (العينية وغير العينية) المخصصة + أموال التشغيل (وهي بالتقريب قيمة البضاعة بالمخازن + العملاء - الموردين) . ويُنسب لرأس المال هذا عادة نتائج التشغيل قبل الضرائب . وهذا النوع من العائد على رأس المال العامل هو الذي تستخدمه هيئات الإشراف على القطاعات (الاتصالات ، والماء ، والغاز ، والكهرباء) .

ويلاحظ أنه تستبعد عادة الأصول المالية (أسهم المشاركة، والاستثمارات) والمنتجات والأعباء المرتبطة بها، وهذا معناه أننا بصدد توجه للاستخدام. وقد تظهر مفارقات مع الحسابات المجمعة.

ولا نعرف بالضبط مكونات الوصفة التي اتبعها الدكتور آكرمان، ولكن من الواضح أنها فعالة، فقد عُرف في خلال صيف عام ٢٠٠٥ أن عائد أموال البنك قبل الضرائب بلغ بالفعل ٢٥٪ في الربع الثاني من العام، أي ما يتمشى مع الهدف المحدد للعام بكامله (وفي ١٤ يونيو حصل رئيس الدويتشه بنك على مكافأة عبارة عن صفحة كاملة من الثناء في صحيفة الفينانشيال تايمز). بل إنه خلال نصف العام الأول ارتفع العائد على السهم إلى نسبة ٢٩٪، وبهذه المناسبة، وعد يوزيف آكرمان في نهاية شهر يوليو بزيادة كبيرة في عائد السهم عن العام ٢٠٠٥، وخطة جديدة لإعادة شراء أسهم البنك، وهي رابع عملية على التوالي بحيث تصير نسبة الأسهم المعاد شراؤها ١٠٪ من رأس المال قبل ٣١ أكتوبر ٢٠٠٥!

ومع ذلك، فـرئيس البنك الألماني إنغمايسير على مثال زملائه البريطانيين، أو الإسبان، أو الفرنسيين... ففي عام ٢٠٠٤، أفادت وكالة فيتش لتقييم الأداء^(٢٢) بأن ٣٢ من بين البنوك المائة الأولى في أوروبا قد أعلنت عن تحقيق عائد على السهم يتجاوز نسبة ١٥٪ المتبتغة، وقد حققت قمم الاستثمار في أول القرن الجديد، إذ بلغت أرباحها المجمعة ما يزيد عن ١٠٠ مليار يورو. وهذا يعني قفزة في الأرباح مقدارها ٣٠٪ في عام واحد، و ٧٠٪ في عامين. ومن بين البنوك الأولى في تحقيق العائد على السهم بنك دبفا الإيرلندي (٩٢، ٣٢٪)، والبريطانيين أليانس وليمستر (٣٧، ٢٥٪)، ولويدز (٧٩، ٢٣٪)، وهؤلاء الثلاثة على رأس قائمة البنوك الأوروبية. أما البنوك الفرنسية، فيأتي على رأسها السوسيتيه جنرال (٤٨، ١٦٪)، يليه دكسيا (٣٧، ١٦٪)، ويتعديان نسبة ١٥٪، ويأتي بعدهما بنك BNP باريبا (٢٨، ١٤٪) الذي يكاد يحقق هذه النسبة، وترتيبه ٣٥ بين البنوك الأوروبية.

(٢٢) كما ورد في صحيفة ليزيكو، بتاريخ ١١ يوليو ٢٠٠٥.

وأداء هذه البنوك يقل قليلاً عن متوسط أداء الشركات الأربعين المقيدة في بورصة باريس، والتي حققت في عام ٢٠٠٤ متوسط نسبة عائد على السهم مقدارها ١٥,٤٪، أي تفوق نسبة ١٥٪، وهو المنتظر تحقيقه خلال عامي ٢٠٠٥، و٢٠٠٦، إذا أخذنا بتوقعات بيت جاك شاهين للتعاملات المالية. فبيت السمسرة هذا يتوقع متوسط نسبة ١٥,٦٪ لعام ٢٠٠٥، ومتوسط نسبة ١٥,٣٪ لعام ٢٠٠٦م والأمر واضح تماماً، فعلى الرغم من الوضع الاقتصادي الراكد - في أوروبا على الأقل - لا يوجد مستثمر مستعد لقبول نسبة عائد على الأموال الذاتية للشركات تقل عن ١٥٪. والضغط لرفع هذه النسبة لا يتوقف، والتوقعات بنسب عالية، بل باهظة، وخاصة عند مقارنتها بمعدلات الفائدة على المدى الطويل.

معدلات لربحية الموارد الذاتية تعني مخاطر مخبأة

يثار الجدل حول مستوى العائد على السهم الذي يتطلبه المستثمرون منذ بضعة سنوات، ولكنه يتخذ أبعاداً جديدة في عالم تسود فيه معدلات فائدة منخفضة جداً. فكيف يمكن الحصول بشكل مستمر على مثل هذه المعدلات للربحية للموارد الذاتية، عندما تبقى الفائدة على الأصول التي لا تواجه أية مخاطر (مثل سندات الدولة)، لا تتجاوز ٤٪؟ وهذا يعني بوضوح أن الشركة التي تعلن تحقيق ربحية قدرها ٢٠٪ على مواردها الذاتية مثلاً تدفع علاوة قدرها ١٦٪ (الفرق بين المعدلين) مقابل المخاطر التي يتعرض لها رأس مالها، وهي علاوة مرتفعة جداً بالنسبة لمخاطر الأسهم المعتادة، وهذه هي المشكلة في الحقيقة.

وإحدى الوسائل التي يستخدمها مديرو الشركات لزيادة ربحية مواردهم الذاتية هي - كما رأينا - حرمان العاملين لديهم من أخذ نصيبهم من رفع الإنتاجية^(٢٣). وهذا ما لوحظ منذ أعوام التسعينيات في اليابان، ومنذ أوائل القرن في الولايات المتحدة وألمانيا، ومنذ عام ٢٠٠٣ في فرنسا، مع ارتفاع في الإنتاجية يفوق ارتفاع الأجور الحقيقية.

وهناك وسائل أخرى لرفع الشركة ربحية مواردها الذاتية، ولكن هذا يستلزم عادة تجمع عدد من الشروط المحددة. ونظرياً لا يمكن دفع علاوة مخاطرة بهذه القيمة

(٢٣) انظر الفصل الثاني أعلاه.

المرتفعة (١٦٪ في الحالة المفترضة) إلا في عدد محدود من الحالات، وبصفة عابرة عادة، مثلاً عند استحداث تكنولوجيا جديدة، أو استخدام أساليب ترشيد فعالة، أو تحقيق ارتفاع كبير في الإنتاجية، وعادة ما تحدث هذه الظروف الثلاثة مجتمعة. وهذه هي الظاهرة التي لوحظت في الولايات المتحدة في النصف الثاني من أعوام التسعينيات، وهي الفترة التي استثمرت فيها أمريكا في التكنولوجيات الجديدة بشكل واسع. وهذا دفع بالتأكيد النمو الأمريكي ومعه الأرباح، وكذلك الاستثمارات، وارتفاع الإنتاجية، ورفع بذلك ربحية عدد من الشركات الأمريكية.

ويمكن لشركة ما أن «تعتني» بالعائد على أسهمها إذا كان وضعها يسمح بالحصول على الربح (للاحتكار أو السوق ذي البائعين المحدودين)؛ لأنها تستطيع حيث أن تحدد أسعارها كما يروق لها، وهو الوضع الذي يتحقق بصفة عامة في البلدان التي تكون المنافسة فيها للسلع والخدمات ضعيفة (مثل فرنسا، وألمانيا، وبلدان جنوب أوروبا)، كما يتبين من مؤشر السلع لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية. فعلى جدولهم ذي الست درجات^(٢٤) يعطي خبراء هذه المنظمة - في نهاية أعوام التسعينيات - إيطاليا ٤, ٣ درجة، وفرنسا ٣, ٩ درجة، وإسبانيا ٣, ٢ درجة، وألمانيا ٢, ٤ درجة، في حين نالت الولايات المتحدة ١, ٤ درجة، والمملكة المتحدة درجة واحدة. وهذا يعني في الواقع الملموس أن الشركات الإيطالية أو الفرنسية، أو الإسبانية يمكنها - سواء جرى نقل المصانع أو لم يجر - أن تخضع للإغراء في بعض القطاعات بأن لا تخفض أسعار بيع السلع تبعاً لخفض قيمة التكلفة، أو أن تخفضها بنسبة أقل.

وكما رأينا، ففرنسا التي حصلت على ترتيب ٣, ٩ درجة، ليست من بين البلدان ذات المنافسة المفتوحة في القارة العجوز. وفي يونيو ٢٠٠٥، اتهم صندوق النقد الدولي نظام البنوك في فرنسا صراحة بأنه لم يعكس بشكل فعلي الخفض في ثمن الحصول على الائتمان الذي بدأه البنك المركزي الأوروبي^(٢٥). وفي رأي الصندوق، استمر الفارق بين معدل الفائدة على الائتمان الممنوح للاستهلاك وبين شروط إعادة تمويل البنوك، طوال الفترة التي خفض فيها البنك المركزي الأوروبي أسعار الفائدة في عامي ٢٠٠٢، و٢٠٠٣، ونتج عن هذا نقص في الاستهلاك يقدره صندوق النقد الدولي بنسبة ٣, ٧٥٪ خلال تلك الفترة. وفي المقابل، حقق العائد على السهم للمؤسسات

(٢٤) انظر الفصل الثالث أعلاه.

(٢٥) مذكرة فنية بشأن نظام البنوك والمالية الفرنسية، صندوق النقد الدولي، يونيو ٢٠٠٥.

المالية الفرنسية الكبرى ارتفاعاً بفضل التوجه الأقرب إلى «المحافظة» بالنسبة لخفض الأسعار. كذلك رأينا من قبل كيف ترفع شركات التليفون المحمول في فرنسا العائد على أسهمها بإضافة السنتيمات الكثيرة لأسعار الرسائل المحمولة (وغيرها).

وأخيراً، فالتفسير الذي نريد أن نؤكد هنا، هو أن العائد المرتفع على الموارد الذاتية يتوأكب منطقياً مع المخاطرة المرتفعة، وبنفس الدرجة. وإذا افترضنا حالة السوق المالي المثالي، فإن هذا هو بالضبط تعريف علاوة المخاطرة بالموارد الذاتية للشركة (١٦٪ في المثل الذي ضربناه). و«علاوة المخاطرة على السهم» تعوض عادة المخاطرة الراجعة لتقلبات البورصة في المدى القصير. ومن المعروف أن هذه التقلبات تتراوح عادة بين ٤٪ و ٦٪، فإذا منحت شركة ما مواردها الذاتية ربحاً يزيد بنسبة ١٠٪ إلى ١٢٪ (كما في مثالنا) فإن هذا يؤدي للاستنتاج بأنها تواجه مخاطر من نوع آخر.

أو بعبارة أخرى، إنها تواجه مخاطر غير عادية، أو مخاطر «كارثية»، مثل عملية استحواذ (أو أكثر) ذات خطورة، أو استدانة مفرطة قد تسبب للشركة المصاعب في حالة انقلاب أو ضاع النشاط. وفي حالة القطاع المالي، قد يحدث ذلك عند اتخاذ مخاطرة كبيرة عند «التجارة» لحساب الذات. وعلى ذلك فالخطر هو أن المستثمرين لا يقدرون أن هناك مخاطر «كارثية» مخبأة، أو أنهم يستمرون العائد المرتفع لدرجة أنهم يتجنبون التساؤل حول الأسس الحقيقية لهذا العائد المرتفع.

الفضائح المالية وطرده رؤساء مجالس الإدارة

ولا شك أن هذه «الطريقة» الأخيرة لرفع العائد على السهم (بشكل مصطنع) هي التي تفسر الزيادة غير المعقولة في استدانة الشركات الأمريكية والأوروبية في سنوات التسعينيات، وخاصة في مرحلة «فقاعة الإنترنت» (وقد ارتفعت ديون الشركات في تلك الفترة إلى ما يقرب من ٨٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي في ألمانيا، و ٧٠٪ منه في فرنسا، و ٤٥٪ منه في الولايات المتحدة). ويذكر أن انفجار هذه الفقاعة تبعه انفجار مماثل في حالات «التوقف»، قبل أن تعود الشركات للتخفف من الديون بشكل كبير. وفي الواقع فقد انفجر «معدل التوقف»^(٢٦) في تلك المرحلة، حيث تجاوز عتبة ٢٠٪ في

(٢٦) وهو ما يعني بلغة الدوائر المالية، نسبة الشركات التي تنوقف عن النشاط، أو تعلن إفلاسها.

أعوام ٢٠٠٢-٢٠٠٣ (١٠٪ في الولايات المتحدة)، مع أن هذا المعدل في الظروف العادية يقف عند ٢٪ إلى ٣٪. وخلال هذه الفترة، لم تتورع بعض الشركات عن استخدام وسائل مشكوك في شرعيتها للمحافظة بأي ثمن على معدل ربحية رأسمالها، واجتذاب المساهمين، بما فيها الغش في عمليات المحاسبة، وإخفاء جزء من الديون.

وقد حدثت جميع فضائح بداية القرن الحادى والعشرين في مرحلة موجة الإنترنت، حيث انفجرت بعد انحسار المد. وهكذا كشف محاسب مستقل - بعد إفلاس شركة بارمالات الإيطالية في ديسمبر ٢٠٠٣ - أن الشركة كانت ديونها الصافية تبلغ ٣, ١٤ مليار يورو (في مقابل الإعلان عن ديون مقدارها ٨, ١ مليار فقط)، وذلك بعد مرور ١٠ أعوام من التلاعب في الحسابات. وبالمثل، كانت حسابات الشركة الأمريكية وورلد كوم - عملاق الاتصالات الأمريكي - مزيفة بما يصل إلى حوالي عشرة مليارات من الدولارات، الأمر الذي كلف حملة أسهمها ثروة كبيرة، كما كلف موظفيها عدة مئات من ملايين الدولارات من مدخراتهم الموظفة في أسهم الشركة، كما كلف البنوك التي تتعامل معها ٦ مليارات من الدولارات (ولم تحدد القيمة الكاملة لخسائر البنوك حتى منتصف عام ٢٠٠٥). وكذلك حمل الإفلاس بانتدليس لشركة إنرون في عام ٢٠٠١ مساهمي الشركة الخمسين ألفاً خسارة بلغت حوالي ٤٠ مليار دولار، لن يحصلوا إلا على جزء صغير منها.

وهكذا نجد وول ستريت يشجع النماذج الاقتصادية المشوهة، والحسابات المزيفة، والديون المخبأة تحت البساط، ومديري الشركات اللامعين إعلامياً، ولكن الكثير منهم فاسدون. وفي مواجهة مثل هذه الفضائح لم يكن ممكناً لأجهزة الرقابة والإشراف أن تقف مكتوفة الأيدي؛ ولذلك وضعوا على عجل قواعد جديدة للعمل على تحسين الإدارة المالية للشركات. ففي الولايات المتحدة أقر قانون ساربان/ أوكسلي في صيف عام ٢٠٠٢، وهو يغير بعمق قواعد «الإدارة المالية» للشركات الأمريكية (انظر البرواز). وبهذا القانون (ومعه عدد من الاتفاقات مع المهن المعنية) امتلكت الولايات المتحدة إطاراً رقائياً مشدداً، يشمل توقيع عقوبات محددة عند مخالفة القانون (تصل إلى السجن لمدة عشرين عاماً في حالة تقديم ميزانيات مزيفة). ولكننا نرى هنا محاولة

لتجنب الغش، والمعاقبة عليه، دون المساس بالأوضاع التي دفعت إليه. وهنا أيضاً نرى محاولة لعلاج الأعراض دون المساس بأصل الداء.

ودون الوصول إلى هذه الدرجة من حالات التدليس والغش، فإن جميع الاعتبارات تدفع المديرين إلى لعب ورقة أعلى الأرباح لرأس المال، وتحفزهم على تحقيق أعلى النتائج الممكنة، وفي أقرب وقت. ومن هذه الاعتبارات، صدور النتائج والتوقعات ربع السنوية، ومعايير المحاسبة الجديدة، وحتى قصر فترات بقائهم في مراكزهم، وجميعها تضع عليهم ضغطاً كبيراً. بل إن عدد المديرين الذين يُعزَلون من مناصبهم لعدم تحقيقهم النتائج المتبعة يزداد يوماً بعد يوم. وطبقاً لدراسة مكتب الاستشارات الأمريكي بوز ألين هاميلتون، فإنه من بين ٢٥٠٠ من أكبر الشركات في العالم، غيرت ٣٥٤ منها رؤساء مجالس إدارتها في عام ٢٠٠٤، واكتفت ١١١ منها بمجرد تقديم الشكر لهم^(٢٧). ويصل التقرير إلى الرأي القائل: «إن الشركات قد دخلت عصرًا من رؤساء مجالس الإدارة العابرين أو المؤقتين. فقد صار متوسط بقائهم في مراكزهم اليوم حوالي ٦, ٦ سنة، في حين كان متوسط بقائهم في تلك المراكز في عام ١٩٩٥ حوالي تسع سنوات.

الأحكام الرئيسية في قانون ساريان - أوكسلي

يتضمن القانون الذي أقره الكونجرس الأمريكي بناء على اقتراح السيناتورين بول ساريان (جمهوري)، ومايك أوكسلي (ديمقراطي)، في ٣٠ يوليو ٢٠٠٢، الأحكام الآتية فيما يتعلق بإدارة الشركات:

- إنشاء جهاز جديد للإشراف والرقابة يسمى: «مجلس مراقبة حسابات الشركات العامة» مكون من خمسة أعضاء، منهم اثنان على الأكثر من خبراء المحاسبة، مكلف بمراقبة المحاسبين القانونيين (وضع القواعد والمعايير للمهنة، والتفتيش على شركات - مكاتب - المحاسبة).

(٢٧) «رؤساء مجالس الإدارة: نهاية عصر، دراسة حول تغيير رؤساء مجالس الإدارة لأكثر من ٢٥٠٠ شركة عالمية»، Booz Allen Hamilton, New York، مايو ٢٠٠٥.

- يفرض على رئيس مجلس الإدارة، والمدير المالي أن يضمنا - تحت القَسَم - صحة ما يقدمان من تقارير مالية .

- إضافة جريمة جديدة لقانون العقوبات تحت مسمى «استخدام أية وسيلة أو خدعة بهدف غش المساهمين» .

- منع شركات (مكاتب) المحاسبة من تقديم كمية كبيرة من الاستشارات للشركات التي يقومون بمراجعة حساباتها .

- تغيير مكاتب المراجعة كل خمسة أعوام .

- منع مديري الشركات من الحصول على قروض ميسرة من شركاتهم .

- منع البنوك التجارية من «معاقبة» المحللين الذين ينتقدون عملاءهم من الشركات .

- تكليف الإدارات القانونية في الشركات بالإبلاغ عن أي إجراء غير قانوني للإدارة العليا أو مكتب المراجعة .

- وضع إجراءات جديدة لحماية من يكشفون عن ممارسات غير قانونية أو تدليسية .

- إخضاع المراجعين لأية شركة غير أمريكية أسهمها مسجلة في البورصات الأمريكية لرقابة مجلس المراقبة المنشأ طبقاً لهذا القانون .

وبعد صدور هذا القانون، عبرت بعض الشركات الأوروبية عن رغبتها في إبعاد أسهمها من التعامل في البورصات الأمريكية (أي شطبها من قائمة الشركات المقيدة في البورصة)؛ نظراً لتطبيق القانون على شركات مقرها خارج الولايات المتحدة . وأحد الأحكام التي تتضرر منها بصفة خاصة الشركات الأوروبية هو ضرورة أن يشهد رئيس مجلس الإدارة والمراجعون على فاعلية رقابتهم الداخلية على حسابات الشركة (القسم ٤٠٤) . وفضلاً عن ذلك، فالقيود التي يفرضها القانون في مجال المعايير والأحكام - المختلفة - جعلت من المكلف جداً لأية شركة أن تقيد في البورصات الأمريكية . ومع ذلك، فليس من السهل الخروج من السوق المالية الأمريكية، فالقانون الصادر في عام ١٩٣٤ يفرض على

الشركات المنسحبة أن تستمر في الخضوع لأحكام وقيود لجنة الرقابة والإشراف على البورصات الأمريكية؛ طالما بقي ٣٠٠ أمريكي ضمن حملة أسهمها.

وإن كان وليام دونالدسون - رئيس هذه اللجنة - قد أشار في يناير ٢٠٠٥ أن لجنة الرقابة ستفكر في إيجاد حل يسهل للشركات الخروج من السوق الأمريكية، كما طلب من الفريق العامل معه النظر في تأخير تطبيق المادة الخاصة بتوقيع رئيس مجلس الإدارة والمدير المالي لعدة أشهر (جرى الحديث عن تحديد ١٥ يوليو ٢٠٠٥ كموعّد لتطبيق هذا الحكم). وأخيراً، تفكر اللجنة في تخفيف القيود على الشركات الأوروبية التي بدأت تخضع حالياً لنظام المعايير الدولية للتقارير المالية (انظر الفصل السادس أدناه). وفي أول مارس ٢٠٠٥، أعلنت لجنة الرقابة والإشراف إعطاء الشركات الأجنبية مهلة عام واحد قبل تطبيق القواعد الجديدة.

وهناك ملاحظة طريفة، فالدراسة تشير كذلك إلى أنه أكثر خطورة أن يتقلد الفرد وظيفة رئيس مجلس الإدارة في أوروبا عنه في الولايات المتحدة، حيث يرتفع معدل الخروج القسري (٤٢٪ في مقابل ٣٢٪ فقط في الولايات المتحدة). وفضلاً عن ذلك، فمدة بقاء رؤساء مجالس الإدارة المستبدين في أوروبا ستان ونصف في المتوسط (في مقابل ٥,٢ سنة في الولايات المتحدة). وهي مدة قصيرة لا تسمح للفرد بإثبات قدراته، فلماذا هذه الخاصية الأوروبية؟ لا شك أنها ترجع إلى ضعف النمو في القارة العجوز، وبالتالي فأرباح الشركات أقل، ومن هنا يزداد توجه حملة الأسهم إلى إبعاد رؤساء مجالس الإدارة. وهكذا نعود مرة أخرى إلى نسبة الخمسة عشر بالمائة المبتغاة.

وهاكم السبب: فرغم أن الشركات قد تخلصت من نسبة كبيرة من ديونها (انخفضت ديون شركات البورصة الفرنسية الأربعين من ٢٤٠ مليار يورو في نهاية عام ٢٠٠١ إلى ١٥٠ ملياراً في عام ٢٠٠٥)، فإن المجموعات الكبرى تجد من الأنسب في نهاية المطاف أن تتخلى عن بعض خطط التنمية أو البحث التي تعتبر ربحيتها أقل من النسب المطلوبة حالياً، والتي كانت ستنفذ لو اكتفت الشركات بمستويات معقولة من الربحية - هذا إذا تغاضينا عن الدافع لنقل هذا الفرع من الإنتاج أو ذاك إلى بلدان عمالتها أقل تكلفة. بل الأسوأ، هو أنه للاحتفاظ برضاء المحللين - وحملة الأسهم - تتخذ الشركات مخاطر غير مدروسة، تظهر نتائجها الضارة فيما بعد.

ومن الواضح أن استهداف معدل ربح للموارد الذاتية مبالغ فيه يؤدي بشكل عام إلى تصرفات ضارة بالاقتصاد بصفة عامة، وضار بالشركات ذاتها في المدى المتوسط (أي بالنسبة لحملة أسهمها، وكذلك للعاملين بها). وفي النهاية، يؤدي إلى الجري وراء معدلات ربح غير طبيعية، وتشويه قسمة الدخول ضد مصالح العاملين بالأجر، وتخفيض الموارد الذاتية بكثرة إعادة شراء أسهم الشركة، وخفض الاستثمارات، والحساسية المفرطة ضد المشروعات ذات المدى الطويل.

ولن نغل التكرار بأن تطور الأسهمالية هذا نحو «إنتاج» الأرباح التي لا تنتج استثمارات مربحة، ولا دخولا تنشط الاستهلاك، يثير القلق. وصحيح أنه منذ صيف عام ٢٠٠٥، تعود بعض كبار المجموعات (مثل برنوريكار، وفرانس تيليكوم، وسان جوبان، والسويس، في فرنسا) إلى عمليات الاندماج/ الاستحواذ بنشاط كبير؛ لأن حملة أسهمها أخذوا يطالبونها بإيجاد «منافذ للنمو». ولكن العنصر الحاسم يبقى الاستثمار في الإنتاج (فعمليات الاندماج/ الاستحواذ لا ينتج عنها سوى انتقال النقود من شركة لأخرى)، وهذا النوع من الاستثمار ما زال غير كاف لضمان المستقبل.

ولنقلها بصراحة: إنه لمن الغباء - وفي المدى الطويل من الأوهام - محاولة رفع ربحية رأس المال عن طريق السباق المحموم وراء «العائد على السهم». ومع ذلك فمديرو صناديق الاستثمار لا يكتفون بالضغط على الشركات، وإنما يتمادون في اتباع أساليب للإدارة أكثر مخاطرة لمواجهة المنافسة الحامية القائمة فيما بينهم. فإحدى عينيهم مركزة على أدائهم شهراً بشهر، والأخرى مركزة على أداء جيرانهم. وهذا يؤدي لهجومهم دون تروء - وفي اللحظة ذاتها - على «الأوراق» ذاتها، مما يشيع الفوضى في الشركات، والأسواق، والاقتصادات. وهذا هو الانحراف الثاني الذي قد يسبب الكثير من الأضرار في وقت يئن فيه العالم تحت وطأة جبل من النقود التي تبحث عن الاستثمار.
