

قصة كالبيرس: تأسيس توجيه الشركات في الولايات المتحدة وريادتها

«إنه الجحيم!»

جاء هذا الانفجار الساخط من جيس يونر يوه Jesse Unruh وهو أحد معاصري السياسة الكندية في ولاية كاليفورنيا وأحد الثقات المتمكنين في صندوق المعاشات كالبيرس لولاية كاليفورنيا. كان سبب رد الفعل الناقم هذا هو مجلس وإدارة شركة تكساكو، الذي كان يهيمن عليهما تماماً في ذلك الوقت أعضاء كانوا في إدارته التنفيذية، تحاشوا في عام 1984 عرضاً مناوئاً لشركة تكساكو بواسطة ما يسمى بعملية الابتزاز الأخضر⁽¹⁾. كان وراء هذا العرض الأخوة باس Bass، وهم ممن كانوا يهتمون بالوصول إلى السلطة، وقد حصلوا على قليل - ولكنه مهم - من ممتلكات شركة تكساكو وأسهمها كنقطة انطلاق للقيام بمناقصة على الشركة بأكملها. ورأت إدارة تكساكو في ذلك تهديداً لموقعها. تمكنت الإدارة من درء الخطر بالاستفادة من مرسوم الشركات الأمريكية American Companies Act الذي يجيز لشركة أن تشتري مجدداً أسهمها من المالكين الحاليين. وبالإضافة إلى قصر عرضها على الأخوة باس فقط، فلم يكن هناك أي شيء يمنع الإدارة من استخدام الابتزاز الأخضر (اللون الأخضر هو لون العملة الأمريكية)؛ وبمعنى آخر تقديم عرض أسعار مبالغ فيه - فقد كان السعر المعروض للسهم في عام 1984 في تلك الحالة هو 55 دولاراً أمريكياً في حين كان سعر السوق قرابة 35 دولاراً - ولم يكن ما ضايق جيس يونر يوه سرقة المساهمين فقط، بما في

ذلك كالبيرس (فقد بلغت الزيادة المدفوعة في هذه الحالة 137 مليون دولار، وهذا يعني خفض القيمة الصافية للشركة بنفس المقدار، وعليه قيمة الأسهم المتبقية بنفس الدرجة)، بل لكون مثل تلك الممارسات كانت ممكنة على أي حال⁽²⁾.

لم يكن جيس يونريوه قادراً على فعل أي شيء في هذه المسألة بالذات، ولكن يمكن للمرء الادعاء بأن هذا الحادث كان وراء إطلاق حركة توجيه الشركات الأمريكية.

قرار مهم

اعتمد مجلس كالبيرس مباشرة قراراً ينص على أن المستثمرين القدماء لن يقبلوا بسلوك مماثل لما حصل في شركة تكساكو من شركات استثمروا فيها وينتظرون منها أن تتبع ممارسات لا تعرّض مصالحهم للخطر. وقررت كالبيرس استخدام سلطتها كمالك أسهم في الاجتماعات العامة لمتابعة قرارها ولإيجاد طرق أخرى تمكنها من التدخل في الحالات غير المقبولة للأعمال في سوق البورصة وفي الشركات الأمريكية. وبالإضافة إلى ذلك الاستخدام السيئ للابتزاز الأخضر، والذي كان أسوأ ما يمكن التعرض له. فقد كانت هناك قضايا أخرى يجب التصدي لها مثل: اعتماد المجالس على الإدارة، واختصاص المجلس، وتسميته، ورواتب المجلس والإداريين، ونظام التعويضات والمكافآت، وما يسمى جرعات السم (وهي ترتيبات متنوعة لمنع أو إعاقة الهيمنة المعادية).

رسالة كالبيرس وسياستها في الاستثمار

إننا بحاجة، قبل المضي في عرض ما حدث بعد ذلك، إلى معلومات توضيحية لفهم البواعث الأساسية والقوى المحركة خلف الأفعال والتصرفات.

كانت كالبيرس من أكبر صناديق معاشات التقاعد العامة في 1984، وهي الآن الكبرى في الولايات المتحدة ولها ثروة تزيد على 160 بليون دولار.

تم التخلي في نهاية الستينيات عن القيود القانونية الخاصة بإمكانية استثمار صناديق معاشات التقاعد في الأسهم. وقد أدت الحاجة المتزايدة إلى نمو صناديق معاشات التقاعد هذه، وذلك لضمان تقاعد للموظفين المدنيين، ازدياد نسبة الأسهم باستمرار. ويبين الجدول 1.2 الأملاك الكاملة لكالبيرس في 31 كانون ثاني عام 2000 حيث يظهر أن النسبة الطاغية هي الأسهم.

إن المعاش التقاعدي هو من نوع الإعانة المالية المحددة، أي أن بعض أنواع معاش التقاعد، بكلمات أخرى، هو أمر مضمون للمستفيد منه. ومع تزايد الضيق المالي في ولاية كاليفورنيا فقد تزايد الضغط على كالبيرس لزيادة عائدات أموالها حتى أصبحت الميزانية الجارية مدينة بأقل الأعباء الممكنة لضمان صرف الرواتب التقاعدية. وفي السنوات القليلة الماضية، ولدت استثمارات كالبيرس فائض عائدات أكثر بكثير من الالتزامات التقاعدية إلى حد أصبحت معه ممكنة زيادة الرواتب التقاعدية (قارن هذه الحالة مع الحالة السيئة في معظم الدول الأوروبية حيث توفر صناديق التقاعد الرواتب التقاعدية الحالية والمستقبلية بحدها الأدنى، هذا إن وجدت طبعاً).

ارتكزت استثمارات كالبيرس منذ السبعينيات في الأسهم على أساس استراتيجية ملاحقة مؤشر ما في سوق المال. وهذا يعني أن توزع الأسهم في استثماراتها يُظهر وضع سوق المال بكامله وأنه يتوقع للعائدات المالية أن تتماشى وحركة المؤشر العام في سوق المال. وهناك أسباب عديدة وراء اختيار تلك الاستراتيجية. أولها أن صندوق التقاعد هو مستثمر بعيد الأجل. وأن العائدات المالية البعيدة الأجل هي العامل المصيري. وهي لا تتعرض للمنافسة، وهو حال شركات الائتمان وشركات ضمان التقاعد الشخصي، حيث غالباً ما يكون العائد المالي الجاري عاملاً مهماً في المنافسة. وتتجنب كالبيرس أن يكون لأيٍّ من استثماراتها الجديدة تأثير في أسعار الأسهم، وذلك ببساطة عن طريق إجراء تغييرات في توزع سنداتها عند حدوث تغير كلي في تركيبة سوق المال. إن عدد الاستثمارات الجديدة أو التغيرات في الاستثمارات هي في حدودها الدنيا، وتوجد أساساً بناء على إشارات آلية

يطلقها برنامج معطيات يراقب تشكيلة السندات التجارية الخاصة بكالبيرس. وبذلك تختزل كلفة المداولات في بيع الأسهم وشرائها، وفي هذا ليس فقط توفير في النفقات العينية وإنما في كلفة الأشخاص والتحليلات التي يجب زجها في إدارة استراتيجية المداولات واختيار فعال للأسهم. ولما كانت كالبيرس هي جزء من إدارة التسيير في ولاية كاليفورنيا، فإن هذا يعني أن عليها أن تواجه صعوبة جذب أناس مؤهلين بما فيه الكفاية لممارسة استراتيجية مداولات فعالة، وذلك بسبب القيود المفروضة على الرواتب في هذه الإدارة.

الجدول 1.2: توزع ممتلكات كالبيرس الحالية بالمقارنة مع قيمة السوق لهذه الممتلكات، والنسبة المئوية التي كانت مستهدفة في كانون الأول/ديسمبر سنة 2000*).

| الهدف % | قيمة السوق (بليون التخصيص الحالي %) | صف الممتلكات |
|---------|-------------------------------------|----------------------------|
| 1.0 | 1.0 | المكافئ النقدي |
| | | الدخل الثابت |
| 24.0 | 21.2 | المحلي |
| 4.0 | 3.5 | الدولي |
| 29.0 | 25.7 | إجمالي الدخل الثابت |
| | | الأسهم العادية |
| 41.0 | 45.1 | المحلية |
| 20.0 | 20.8 | الدولية |
| 4.0 | 3.4 | استثمارات بديلة/ أسهم خاصة |
| 65.0 | 69.3 | مجموع الأسهم العادية |
| 6.0 | 5.0 | أملاك عقارية |
| 100.0 | 100.0 | إجمالي الصندوق |

(*) المصدر : <http://www.calpers.ca.gov/inest/asset.htm>، نشر بإذن من كالبيرس .

إن استراتيجية اتباع مؤشر سوق المال والمقاربة البعيدة الأجل تعنيان أن الناس لا يكثرثون للعائدات النسبية لكالبيرس بقدر اكتراثهم للعائدات المطلقة، إلا إذا كانت الزيادات الأخيرة تمكن كالبيرس من الإبقاء على وعودها التقاعدية. ومن السهل أن نفهم الآن، وبعد تقديم هذه المعلومات،

سخط جس يونريوه ونقمته والقرارات والأفعال التي أعقبت ذلك عندما حاول الناس أن يفعلوا شيئاً ما بخصوص العجز الجوهرى في توجيه النموذج الأمريكى للشركة.

إقلاع مجلس المستثمرين المؤسسيين

كان أول الأعمال التي أطلقها جس يونريوه مع صندوقين آخرين للتقاعد للموظفين في ولايتين (لمدينة نيويورك وولاية نيو جيرسى) هو تشكيل مجلس المستثمرين المؤسسيين Council of Institutional Investors في عام 1985. يهدف هذا المجلس إلى العناية بمصالح المساهمين، وخصوصاً المالكين المؤسسيين، مثل صناديق التقاعد لموظفي الولاية.

لعب مجلس المستثمرين المؤسسيين دوراً مهماً كهيئة مؤثرة في تغيرات التشريع لتوفير حماية أفضل لمصالح المساهمين والوصول إلى إدارة ترعى مصالح المساهمين في الشركات الأمريكية. ويجب ملاحظة أن للنظام التشريعي والقانوني الأمريكى مجموعة من السمات جعلت ضمان حقوق المساهمين، وخصوصاً المستثمرين المؤسسيين، في الشركات أمراً صعباً⁽³⁾. ويتربط هذا مع حقيقة أنه كان ولا يزال لتشريع مقاومة التجمعات المالية الضخمة موقع قوي في تنظيم الحياة الاقتصادية الأمريكية. وأكثر من ذلك، فقد صمم تشريع سوق رأس المال منذ الثلاثينيات لتعزيز السيولة والمرونة في سوق المال. وكان لهذا أن يعني، من بين ما يعني، منع المساهمين من التعاون في ما بينهم قبل الاجتماع العام. فلم يكن مسموحاً لمساهم أن يتصل مع مساهم آخر مباشرة بقصد التباحث حول طريقة عمل مشتركة أو التفويض الخ، ما لم يرسل العرض نفسه لكل المساهمين (قارن ذلك مع إمكانية إدارة تكساكو في السيطرة على المساهم عن طرق الابتزاز الأخضر!) وهكذا فقد كان على التعاون في مجلس المستثمرين المؤسسيين أن يكون من طبيعة عامة، ولم يكن له أن يكون ملتقى للتعاون في حالات معزولة محددة. أحد التغييرات التي ساهم فيها مجلس المستثمرين المؤسسيين كان في موضوع

منع التفويض - التحقق من صحة التفويضات - والقيود على اتصال المساهمين بعضهم ببعضهم الآخر قبل انعقاد الاجتماع العام السنوي. وقد حدث هذا في عام 1992 بعدما تقدمت كالبيرس بطلب إلى لجنة التبادل والأمن لإجراء إصلاح في مسألة التفويض (انظر لائحة كوبس للتواريخ المهمة لأحداث توجيه الشركات الميينة في الفصل الأول).

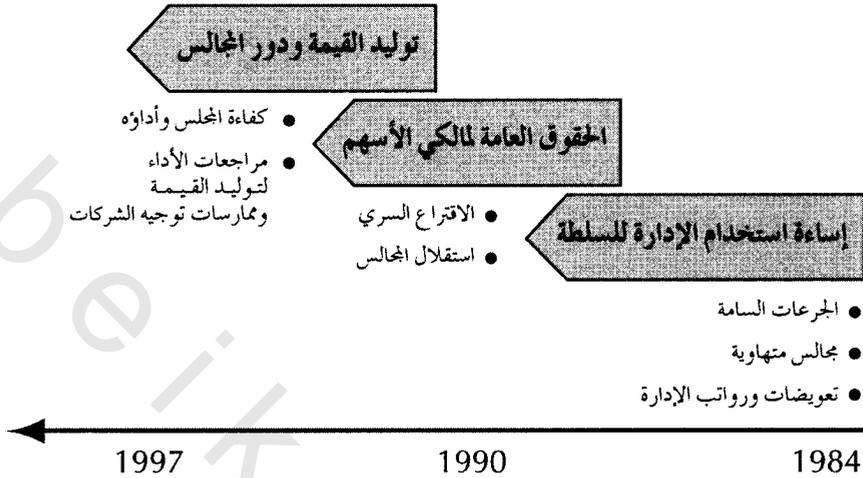
بناء المصادر والموارد الخاصة

قام جيس يونريوه بمبادرة أكثر أهمية عقب هجوم الابتزاز الأخضر المروّع لتكساكو تمثلت في تطوير التنظيم الداخلي لكالبيرس وكفاءتها في ممارسة حقوقها كمالك للأسهم (أدخلت كالبيرس استعمال عبارة مالك الأسهم بدلاً من المساهم وذلك للتأكيد على أهمية مالك الأسهم في الشركة وحقوقه وواجباته). كانت أولى الخطوات هي توظيف السيد كوبس رئيساً للتخطيط وذلك لتعزيز كفاءة كالبيرس الرسمية في ممارسة حقوق التصويت في الاجتماعات العامة السنوية. كما وظف السيد ديل هانسون رئيساً تنفيذياً جديداً أثبت ديناميكية عالية ومثابرة وحمزماً في المواجهات التي أضحت سمة متكررة في سياسة الفعل النشط لمالك الأسهم في كالبيرس وبخاصة في السنوات الأولى. ولكن كان لزاماً الدخول في عملية تعلم طويلة اتصفت بالتجربة والخطأ، قبل أن يجهدوا في ممارسة الملكية وإلى أن أصبح ممكناً تسجيل تقدم جوهرى. لقد تفاوت التركيز على برنامج توجيه الشركات في كالبيرس منذ منتصف الثمانينيات. ويمكن تمييز ثلاث مراحل في هذا البرنامج كما يظهر ذلك الشكل 1.2.

ولا يوجد متسع هنا لوصف عملية التعلم في كالبيرس بالتفصيل في هذه المراحل ولكن يجب التشديد باختصار على سمتين:

الدرس الرئيسي الأول: التركيز على الأداء

اختارت كالبيرس في البداية أن تكون فاعلة في الاجتماعات السنوية



الشكل 2 - 1: برنامج توجيه الشركات في كالبيرس - تطور في ثلاث مراحل متداخلة.

العامة في الشركات، حيث لاحظت فيها وجود استغلال معايير توجيه الشركات الواقعية، مثل الجرعات السامة Poison Pills لمنع محاولات الاستيلاء المناهضة أو المجالس التي انقضت مدتها (بمنعها الاجتماع العام السنوي من انتخاب مجلس جديد كامل)، وكذلك ضعف كفاءة المجلس واستقلالته الخ. فقد حاولت كالبيرس مثلاً إدخال مضاد للجرعات السامة في مكدونالد تساندها في ذلك تفويضات تمثل 30٪ من الأصوات. إلا أن كالبيرس لم تتلقَ أي دعم من المساهمين ممن شاركوا في الاجتماع السنوي العام - وذلك للسبب البسيط المتمثل في أن نتائج مكدونالد كانت طيبة مدة ذلك الاجتماع، وأنها كانت تقدم عروضاً طيبة للمساهمين مثل توزيع حصص الأسهم ومقترحات أخرى. كانت تلك التجربة واحداً من الأسباب التي حثت بكالبيرس للتركيز أولاً على الشركات التي كانت نتائجها هزيلة وغير مرضية - وهي خطوة أخرى على طريق النجاح الذي حققته تلك الشركات في نهاية المطاف.

الدرس الثاني : التركيز على المجلس

تناولت كالبيرس معلماً مهماً آخر عندما أدركت مغزى توجيه نشاطها على مستوى المجلس، خصوصاً أعضاء المستقلين، بدلاً من محاولة إجراء تغييرات في شؤون مادية. وتهدف التغييرات في المجلس إلى تحسين كفاءته واستقلاله بما يخص الإدارة التنفيذية، وبذلك أصبح المجلس أداة أساسية. هناك نقطة علام أخرى حدثت في عام 1992 تمثلت في إقصاء روبرت ستامبل المدير العام والرئيس التنفيذي لشركة جنرال موتورز بسبب نقص كفاءته. وكانت هناك آراء مختلفة حول عمن يوثق به لتولي هذا المنصب - والذي يمكن أن يكون أي شخص سوى مجلس جنرال موتورز نفسه الذي شاطره تصرفاته - وكان الضغط المتواصل الذي مارسه كالبيرس ضد المجلس عاملاً مساهماً على الأرجح. وبعد سنة تقريباً فُجرت سياسة الفعل النشط لمالك الأسهم في كالبيرس انهياراً حقيقياً في المديرين التنفيذيين/ والرؤساء حيث تدرجت رؤوس، وسمي ذلك بثورة قاعات المجالس. وجرى هذا في عدة شركات رئيسية مثل أمريكان إكسبرس و آي ب إم IBM وويستنج هاوس وكوداك كما بيّنا ذلك في لائحة كوبس في الفصل الأول.

ولقد وُضح عقب ذلك أن سياسة الفعل النشط في توجيه الشركات الخاص بكالبيرس قد بدأت في صنع الفارق بين المستثمرين المؤسسيين وفي إحداث تأثير قوي في النموذج الأمريكي للشركة (!). سنقدم لاحقاً تحليلاً أكثر تفصيلاً في هذا المقطع، ولكن من المناسب بيان بعض المشاهدات حول العوامل التي كانت خلف هذا النجاح عند هذا الحد من الكتاب. وخلاصة القول إن عوامل النجاح يجب أن يبحث عنها في الطريقة التي نفذت بها كالبيرس برنامج توجيه الشركات، وكذلك في جودة قيادتها وطرزها.

بلوغ النفوذ - ما المهم فعلاً

لقد أكسبت كالبيرس الشرعية لوجهات نظرها ولتصرفاتها بتركيزها على

الأداء الضعيف. وبجعلها المجلس بجلاء، المساءل الوحيد عن أداء توجيه الشركة وممارساتها وكذلك عن أية تغييرات ضرورية - أو تغيير نفسه هو - فقد أضافت شرعية أكثر إلى سياستها في الفعل النشط. هناك عامل أساسي آخر تمثل في استخدام الإعلام لجذب الانتباه وزيادة الضغط على المجالس والإدارة القائمة لأخذ متطلبات كالبيرس بالحسبان. وبلغت كالبيرس نفوذاً مهماً عن طريق تجنيد آخرين من أنصار سياسة الفعل النشط.

ولكن نجاح كالبيرس يُرجع على الأغلب إلى أناس أساسيين انخرطوا في هذه القضية، وإلى القيادة التي مُورست في هذا الصدد. ولثلاثة جوانب من ذلك أهمية خاصة:

1. تدبرت كالبيرس مسألة توظيف شخصين تبين أنهما مؤهلان جداً لمهمة تطوير طريقة كالبيرس في ممارسة توجيه الإدارة ووضعها موضع التنفيذ. واحد منهما كان المدير التنفيذي الجديد ديل هانسون والذي أتى إلى المجلس في عام 1987. والشخص الأساسي الثاني كان ريتشارد كوبس المستشار القانوني الرئيسي الذي وظف في عام 1986.
2. لم يكن ديل هانسون وريتشارد كوبس عاليي التأهيل فقط، وإنما شكلا معاً فريقاً متميزاً. فقد تكاملت مؤهلاتهما وكان من الواضح أنهما يحبان العمل معاً. شكلت جرأة هانسون واندفاعه وحدة فعلية مع كوبس الهادئ ذي الطراز المنهجي والبارع في المسائل القانونية. ونتيجة لذلك فقد كان هانسون يشن على العاملين ذوي الأداء الضعيف وعلى المستغلين لتوجيه الشركة هجمات جيدة الإعداد ومركزة ومتناسكة. كانت النقطة الأخيرة مهمة جداً حيث إنها كانت تتطلب جهوداً متنوعة ومتلاحقة طوال فترة من الزمن - سنتان في أغلب الحالات - لجعل مجلس الشركة يطلق التغييرات الضرورية.
3. قدم مجلس كالبيرس دعماً ثابتاً للنشاطات القائمة. ولما كانت كالبيرس تُحكم بسياسة الواجب الإثتماني، فقد تدبرت أمرها لتجنب تداخل المصالح السياسية الخاصة مع نشاطات توجيه الشركة فيها.

التأكيد على توليد القيمة

جاء الاعتراف بتقدم كالبيرس من الخارج، وتوضح ذلك عندما قامت شركة الاستشارات وايلشاير أسوشيتس Wilshire Associates، بتحليلها لبرنامج كالبيرس في توجيه الشركات، الذي مكنها من إبراز التحسينات الممتازة في نتائج الشركات التي كانت موضوع نشاط كالبيرس. وكما يبين المخطط في الشكل 2.2 فإن التحليل يظهر أن التحسن في النتائج كان متناسباً حكماً مع كثافة نشاط كالبيرس. ولقد برهن على أن توجيه الشركات والملكية الفاعلة يمكن أن يكونا مفيدتين (كما أكدت ذلك نتائج تحليل عدد من دراسات الحالة وأظهرت النتائج اللاحقة تحسناً أكبر).

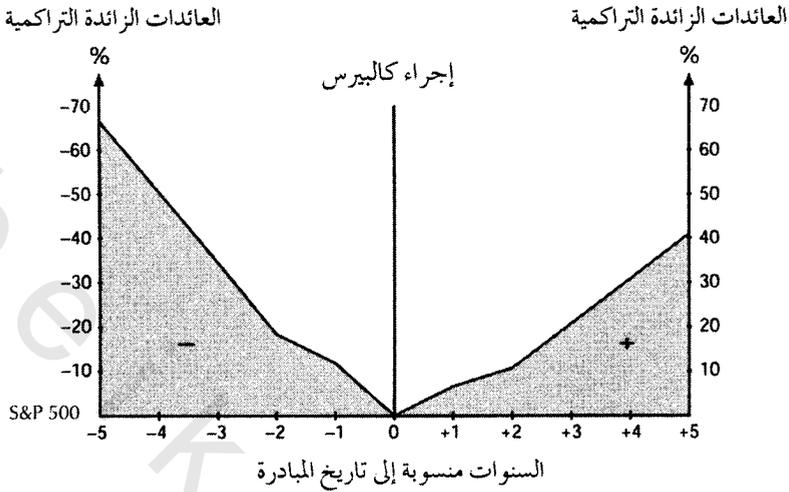
يظهر المخطط النمو التراكمي طوال خمس سنوات قبل وبعد إطلاق كالبيرس عمليات توجيه الشركات في شركات منتقاة. يظهر الشكل 2.2 التدرج السالب في اليسار وهو يعني وجود تعارض سلبي بمقدار 65٪ في النتيجة التراكمية كمقابل لمتوسط القطاع المماثل للشركة المعنية قبل تدخل كالبيرس. وظهر التعارض إيجابياً بعد بدء برنامج كالبيرس في هذه الشركات بأكثر من 40٪ بقليل.

أما في الشكل 3.2 فقد جرى التمييز بين السنوات الأولى لسياسة الفعل النشط للمساهمين في كالبيرس والسنوات الأخيرة من مدة الدراسة. ففي السنوات الأخيرة أصبح برنامج كالبيرس أفضل تطوراً وتضمن برنامجاً كاملاً لتوجيه الشركات. وأظهرت الدراسة كذلك أن السنوات الأخيرة حملت التحسين الجذري الأكبر في نتائج الشركات المختارة.

نظام توجيه شركات ناجح

تضمنت العناصر الأساسية في النظام الذي طورته كالبيرس للممارسة الناجحة لتوجيه الشركات ما يأتي:

1. التركيز على الشركات التي أظهرت دائماً نتائج أضعف من شركات مماثلة. فقد اختارت سنوياً قرابة عشر شركات على الأكثر لتكون

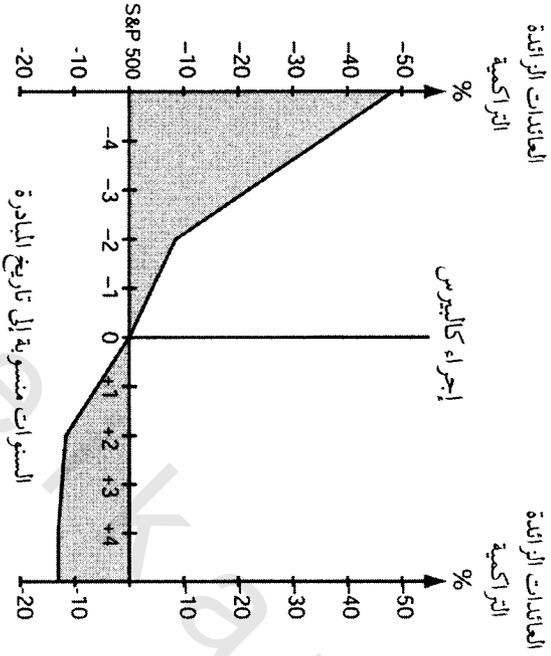


الشكل 2.2: سياسة الفعل النشط للمالكين الأمريكيين الذي شقت طريقه كالبيرس. حيث أظهرت دراسة ويلشاير في سنة 1994 أن التوجيه قد حقق عائدات مالية كبيرة للمساهمين (حيث بدأت كالبيرس الإجراءات بين 1987 و 1992 في 42 شركة).

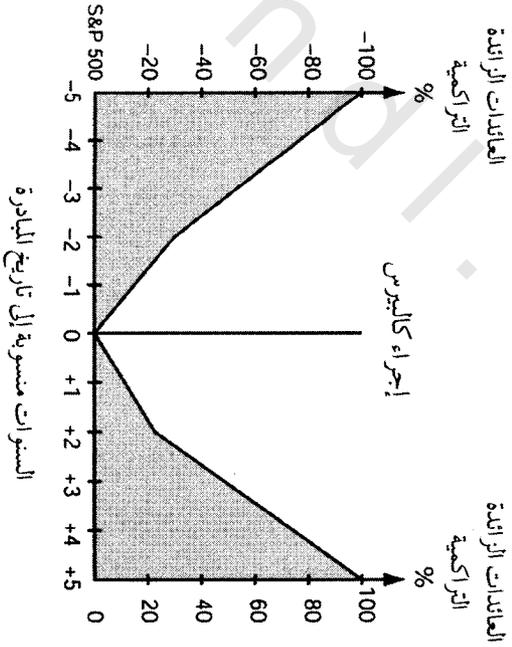
موضع نشاطها. ويسمى ذلك حالياً بقائمة الشركات التي يجب التركيز عليها والتي كانت تسمى سابقاً بقائمة الشركات المستهدفة. وهذه التسمية تجذب انتباهاً أكبر، خصوصاً كنتيجة لحقيقة أن تلك القائمة كانت قد أعطيت أيضاً اسماً آخر، مبتدلاً، وهو القائمة التعيسة. حيث لا يريد أي مجلس أو شركة أن يكون اسمها في هذه القائمة. وكانت هذه القائمة موضوعاً مفضلاً للنشر من قبل صحافة الأعمال ووسائل إعلام أخرى. ويمكن لأي شخص اليوم أن يطلع عليها عبر موقع وب كالبيرس www.calpers.ca.gov. أما المعايير التي تستخدمها كالبيرس في انتقاء الشركات فهي ثلاثة:

- قيمة مالك أسهم مستديمة (حصص أرباح + نمو في سعر سوق المال)
- قيمة مضافة اقتصادية (EVA(c))
- نواقص في توجيه الشركة

- إجراءات بين 1987 و 1989
- قضايا توجيه الشركات



- إجراءات بين 1990 و 1992
- قضايا توجيه الشركات



الشكل 2-3: سياسة الفعل النشط للمالكين الأمريكيين - كاليرس تنشق الطريق.
ولدت المراحل الأخيرة من البرنامج عائدات أعلى مقارنة بالمراحل الأولى.

تضمنت آخر لائحة عند تحرير هذا الكتاب - صدرت في 21 نيسان عام 1999 - تسع شركات فُرزت في فئتين كما يبين ذلك الجدول 2.2. وضع في الفئة الأولى ثلاث شركات لا تستجيب لمتطلبات كالبيرس أعطيت أولوية عالية لأنها تتطلب أعمالاً إضافية. أما الشركات الست المدونة في الفئة الثانية فقد بدأت باتخاذ الإجراءات وهي بذلك متضمنة في القائمة فقط لكي تُراقب باستمرار.

الجدول 2.2: لائحة التركيز لكالبيرس لسنة 1999.

| العجز في توجيه الشركات | التغير % | الأداء المالي (5 سنوات) | شركات التركيز المالي |
|------------------------------|----------|-------------------------|-----------------------------|
| التصنيف المزدوج لأسواق المال | + 59 | أداء سوق المال | 1. تجمع تايسون فود |
| (حقوق التصويت المتباينة) | + 156 | قياس الأداء | |
| مجلس غير مستقل | - 37 | أداء البورصة | 2. مؤسسات سيركوس سيركوس |
| | + 13 | قياس الأداء | |
| ضعف في استقلال المديرين | - 31 | أداء البورصة | 3. مالينكروود |
| إزاء لجنة التدقيق | + 330 | قياس الأداء | |
| | | | شركات تحتاج إلى إشراف إضافي |
| | | | 4. كيومنس أنجن |
| | | | 5. ناشيونال سيميكوندكتور |
| | | | 6. باسيفيك ستري فاينانشال |
| | | | 7. بايونير ريسورسز |
| | | | 8. سيراهيلث |
| | | | 9. سانت جود ميديكال |

2. تقوم كالبيرس بالاتصال بالمجلس عبر رئيسه عند مخاطبة شركة ما. وتصر كالبيرس على أن المجلس هو المسؤول عن الشركة، ذلك أنه ليس لمالكي كالبيرس أي مطمح في تفاصيل إدارة الشركة.
3. تطالب كالبيرس بالتغييرات لتصحيح النتائج غير المرضية في الشركات المختارة. ونتج عن ذلك أن كشفت الشركات بلا استثناء عن مواطن

ضعفها بخصوص بعض جوانب توجيه الشركات، مثل استقلالية المجلس وصلاحيته. وهذا ما قاد كالبيرس بعد ذلك إلى إجراء تقويم أكثر شمولاً، متضمناً كلاً من الأداء المالي ومعايير ممارسات توجيه الشركات، ومن ثم تحديد مرشحين لقائمة التركيز. هناك ظاهرة عامة في الولايات المتحدة تتمثل في إمكانية جمع شخص واحد لمنصبي رئيس المجلس والمدير التنفيذي CEO⁽⁴⁾. وفي كثير من الشركات التي ركزت فيها كالبيرس جهود سياسة الفعل النشط، فقد كان ذلك يعني أن الشخص المعني قد أجبر على الاستقالة، وأن مجلس الشركة كان بذلك أكثر استقلالاً لأن رئيسته ليس مديراً تنفيذياً أو لأن للمجلس ما يسمى بالمدير الموجه. وكما ذكرنا سابقاً، فإن التغيير عند هذا المستوى أصبح جلياً وشمل عدة شركات في الوقت نفسه في بداية التسعينيات (1993) وهو ما جعل الناس يتحدثون عن ثورة قاعة المجلس في الولايات المتحدة.

4. كان المنهج الأساسي لكالبيرس عندما بدأت برنامجها في إعداد التدابير لمواجهة شركة ما هو إنجاز التغييرات المطلوبة عبر الحوار مع رئيس الشركة والمجلس. وعند التحقق من استحالة ذلك كانت كالبيرس تلجأ إلى استخدام المدفعية الثقيلة على شكل دعاية ونشاط علني في اجتماعات المساهمين العامة. وقد ظهرت ضرورة ذلك في الكثير من الحالات وخصوصاً في السنوات الأولى عندما لم تكن كالبيرس ومؤسسات مساهمة قانونية أخرى معروفة على الإطلاق كمطالبين شرعيين من قبل الكثير من المجالس والمديرين.

إذن ما الذي أنجز وما الذي يمكن نسبه إلى كالبيرس؟

قبل الانتقال إلى توجيه الشركات الأمريكية في أيامنا وإلى ما تفعله كالبيرس وآخرون من أنصار سياسة الفعل النشط، قد يكون من المفيد تلخيص ما أنجز في أواسط التسعينيات وتحديد القوى المحركة التي كانت خلف ذلك.

- «تغيير كبير كبير..»

لا يجب ادعاء أن كالبيرس وحدها هي التي غيرت مخطط طريقة توجيه الشركات الأمريكية. وعلى العكس، فقد كانت مقدرة كالبيرس في التعاون والتشارك مع مساهمين ومصالح أخرى عنصراً أساسياً وقوياً في نجاحها. (لقد شارك فاعلون أساسيون عدة في هذه المسرحية، أو ثورة توجيه الشركات كما أطلق عليها كوبس، وهم المبينون في جدول كوبس الذي ورد في الفصل الأول مثل مجلس المستثمرين المؤسسيين CII و TIAA-CREF وآخرين). ومن جهة أخرى فقد مارست كالبيرس دوراً قيادياً بأخذها زمام المبادرة وفي مفاوضاتها وعدم خوفها من الأزمات. وبهذه الطريقة أضحت كالبيرس المساهم الفاعل الذي تعلم بسرعة من ممارسته حقوقه ومن النتائج التي حصل عليها. وإزاء هذه المعطيات فقد بدت مناسبة دراسة تطور كالبيرس لكي ندرك ما الذي حدث فعلاً للنموذج الأمريكي للشركة.

يساند هذا التقييم أناس ممن كانت لهم إمكانية رصد ما حدث خلال مدة طويلة، مثل:

- ديفيد باتششر - الذي كان شريكاً لمدة طويلة في ت.بوون بيكنز، التي تجدد اسمها، واشتهر بكونه قرصان شركات corporate raider⁽⁵⁾ ومؤسس يو إس إي USA⁽⁶⁾ - وله الآن شركة استثمار خاصة به. أشار باتششر في أحاديثي معه «إن كالبيرس كصندوق تقاعد لولاية، هي أكثر استقلالاً من كثير من أنماط أخرى من المستثمرين المؤسسيين، مثل شركات التأمين، في علاقتها مع الشركات التي تساهم فيها. وكنتيجة لذلك فهي في وضع أفضل لخوض صراع مع النموذج الأمريكي للشركة».
- شخص مشهور آخر جداً في هذا الصدد هو الدكتور إيرا ميلستين Ira Millstien، وهو رئيس شركة⁽⁷⁾، ومحام محترم ومتمرس جداً ومستشار في توجيه الشركات. وهو يدعي من بين جملة أشياء أخرى بأن صناديق التقاعد كانت تعتقد سابقاً أن ليس لديها إمكانية

التأثير في الشركات ومن إحداث أي تأثير استناداً إلى طلباتها... الخ. «حتى أظهرت كالبيرس أن بإمكانهم ذلك».

ولخص إيرا ميلستين ما أنجز في ما يأتي:

أعتقد أن تطور التوجيه الأساسي في السنوات العشر الماضية هو في الصوت الذي انبعث مجدداً للمساهمين المؤسساتيين. لقد جرى تجاوز العناصر الأساسية المبعثرة والهشة للمساهمين في نموذج بيرل ومينس⁽⁸⁾ على نحو كبير. ويمكن الآن سماع الصوت الموحد للمساهمين - عن طريق مساهمين مؤسساتيين أقوياء - وهم يطالبون بأداء مميز. إنه لتغيير كبير كبير.

وما يستند إليه الدكتور ميلستين هو أن المناخ العام قد تغير وأنه أصبح مشروعاً للمساهمين المؤسساتيين أن تكون لهم طلبات. كما أدرك وقبل أن يكون كل من المجلس والإدارة مساءلين أمام المالكيين.

لقد تغير النموذج الأمريكي للشركة

من المؤشرات الواضحة على أن النموذج الأمريكي للشركة قد تغير وأن مناخ المساهمة قد تحسن على الأرجح، هو أن جمعية المساهمين المتحدين (يو إس إي) - التي أتينا على ذكرها سابقاً وأسسها بوون بيكينز في عام 1986 - قد حُلّت في عام 1993. وقد أوصى بذلك مجلسها على أساس أن أهداف يو إس إي قد تحققت. فقد كان الهدف منها هو دعم صغار المساهمين لكي «يتمكنوا من الاتحاد ومحاولة التأثير في توجيه الشركات الأمريكية الكبرى».

وكان من السهل أيضاً رصد هذا النمط من التغير في مناخ المساهمة لدى كالبيرس. وعندما بدأت كالبيرس اتصالاتها مع الشركات التي كانت تريد إجراء تغييرات فيها، تلقت في كثير من الحالات من رئيسها جواباً يقول: «لا تتدخل في ما لا يعينك!» وبعد عدة سنوات، وعندما نظمت كالبيرس حفلة لاختيار أفضل شركة ممن طبقت متطلبات توجيه الشركات تطبيقاً تاماً، جاءت إلى كالبيرس «أمريكا الشركة» وكان الفائز فخوراً بالحصول على مثل

ذلك الشرف. ولم تعد كالبيرس تسأل بعد ذلك عن معلومات من الشركات أو تطلب مقابلة مع الرئيس أو الجهاز التنفيذي الأعلى. فقد أخذ هؤلاء في القدوم من تلقاء أنفسهم إلى المقر الرئيسي لكالبيرس في عاصمة كاليفورنيا ساكرامنتو، لتقديم تقرير عن تطور شركاتهم وعن عمل المجلس... الخ.

إلا أن التغيرات والنتائج الفعلية كانت واضحة جداً:

1 . أظهر تحليل ويلشاير أن الأثر في حصة كالبيرس الخاصة من الأسهم في الشركات التي كانت موضوعاً لنشاطها، كان في زيادة قيمة حصة كالبيرس من الأسهم في هذه الشركات بمبالغ وصلت إلى مرتبة البليون دولار خلال مدة الدراسة. وسبب الزيادة في قيمة المساهمة يعود إلى أن هذه الشركات كانت تسير على نحو حسن جداً بعد أن ركزت كالبيرس عليها سياستها في الفعل النشط. ولكن حصة كالبيرس في كل واحدة من هذه الشركات كانت لا تتجاوز 5% وغالباً ما تكون بين 1% و 2% . أما الحصة المتبقية فقد زادت قيمتها بنفس القدر لمصلحة المساهمين الآخرين.

2 . إن الأثر في النتائج وتوليد القيمة لم يكن محصوراً بالشركات فقط التي تمحور حولها العمل. فالانتباه الذي اجتذبه أعمال كالبيرس وآخرين مثلها من أنصار سياسة الفعل النشط، دفع المجالس والإدارات في الشركات الأخرى للتشمير عن سواعدها. فلا أحد كان يود أن يُذكر اسم شركته في القائمة التعيسة، ولم يكن لأي من أعضاء المجلس الرغبة في أن يرى سمعته قد لطخت لأن كفاءته كانت موضع تساؤل، أو لأنه لا يمكن تبرير راتبه، أو بسبب تعرض الصحف والإعلام له. وبذلك تحسنت النتائج في عدد كبير من الشركات. ومن بينها تلك الشركات الأمريكية التي سيعزى إلى توجيه الشركات كل التحسن في إنتاجها الذي حدث في أوائل التسعينيات.

ومن الطبيعي أن يكون التحقق من مثل هذا الادعاء مستحيلاً، فقد كانت هناك قوى فاعلة أخرى. وكان دعم التركيز من قبل أنصار سياسة

الفعل النشط في توجيه الشركات على قيمة المساهم قوياً ولكن كانت له مصادره الأخرى أيضاً. فقد أرغم التنافس الدولي السلطات التنفيذية في الشركات على التصرف بصرف النظر عن متطلبات المساهمين وهلم جراً.

3 . أثارت كالبيرس بنفسها عملية مسح لأكبر ثلاثمائة شركة في الولايات المتحدة في عام 1994. وظهر من ذلك أن أكثر من نصف هذه الشركات كان يطور أو طور نهج توجيه الشركات وأجرى تقويماً لتطبيق هذه الشركات الفعلي لهذا النهج. وتوصلت كالبيرس إلى نتيجة مفادها أن التطبيق قد ذهب إلى أبعد من المتطلبات العادية لتوجيه الشركات في 90 شركة تقريباً.

4 . نشأ نمط جديد من الهجوم على الشركات. فبدلاً من الحصول على السلطة الكاملة فقد ارتضوا بتوليد أقلية قابضة تطرح إمكانية طلب التمثيل في المجلس لتؤثر بذلك في قرارات المجلس والمتطلبات الموضوعية على عاتق الشركة.

ومن حيث المبدأ فقد استلهم نمط الهجوم على الشركات الجديد هذا من نموذج كالبيرس: لمعرفة الشركات التي يمكن للمساهم أن يؤدي فيها دوراً غير مستثمر، أي قسرها عن طريق التغييرات على تحسين الأداء الأساسي والحصول بذلك على أثر إيجابي في السعر، مع أثر ثانوي في الممتلكات التي بحوزتها. لقد كان في الهجوم التقليدي عنصر هدم رئيسي غالباً. وأياً كان من سيهيمن على الشركة هيمنة كاملة فإنه غالباً ما يجري تخفيضات على المدى القصير على شكل إيقاف جذري للنفقات وأعمال البحث والتطوير مثلاً، وذلك بقصد تحسين الربحية على المدى القصير الذي سيؤدي إلى تسهيل تحقيق ربح مالي لتسديد القروض التي مؤتت عملية تسلم السلطة. وهذه التغييرات قصيرة الأمد تؤدي في كثير من الحالات إلى آثار سلبية على المدى البعيد بخصوص توليد القيمة. يتطلب النمط الجديد للهجوم تعزيز هدف الشركة في الأداء القاعدي في الوقت نفسه الذي يجب عليها فيه

كسب ثقة سوق المال بحيث ترتفع أسعار الأسهم وتولد عائداً على الاستثمارات.

يوجد أيضاً منذ ذلك الخرق الذي حققته كالبيرس أنصار سلبيون هم صناديق الاستثمار التي تشتري أسهماً في الشركات التي وضعتها كالبيرس على قائمة التركيز. وهم يأملون الاستفادة من النتائج الحسنة ومن ارتفاع سعر الأسهم نتيجة لنشاطات كالبيرس.

ركزت نشاطات توجيه الشركات حتى منتصف التسعينيات مباشرة على الشركات الكبيرة جداً والمؤسسة تأسيساً جيداً. فهي تمثل العدد الأكبر في سوق المال وتعتبر الجزء الرئيسي في الاقتصاد الأمريكي. وكان هناك أيضاً ضرورة تحديد الحاجة الرئيسية للتغيير - ومقاومة التغيير. لقد حققت سياسة الفعل النشط لمالك الأسهم التي حشدتها كالبيرس ومستثمرون مؤسساتيون آخرون Other Institutional تقدماً كبيراً وكانت لها أهمية كبرى. كما عنت سياسة الفعل النشط في توجيه الشركات، على نحو غير مباشر، تفعيل وتحفيز النمو التام لرأس المال المغامر ولسوق المال، عن طريق التحول مثلاً في هجوم الشركات كما أشرنا إلى ذلك سابقاً.

5 . وفي النهاية ساهمت كالبيرس ومجلس المستثمرين المؤسساتيين CII وصناديق أخرى على نحو نشط في التغييرات القانونية التي عززت سلطة المساهم، مثل إلغاء تحريم التفويض الذي يمنع الاتصال والتشاور بين المساهمين.

6 . خلاصة القول إن اقتصاد السوق الأمريكي قد تعزز عبر عمل أفضل لتوجيه الشركات (سيطرة المالكين على الشركة) وكذلك عبر تحسين وتطوير أكبر لسوق تحكمها القوانين للسيطرة على الشركات، فهي لم تكن مجرد منافسة أكثر فعالية، بل كانت زيادة في قوة سوق البورصة ومقدرتها على توليد القيمة المضافة والنمو.

كيف انطلق كل هذا في منتصف الثمانينيات؟

بينت هذه المراجعة الحادثة التي حدثت بجيس يونريوه في عام 1984

إلى أخذ المبادرة في سلسلة من القرارات التي تضخمت بسرعة لتصبح ما أمكن تسميته حركة توجيه الشركات (والذي يسميه كوبس ثورة). ولكن لماذا قام يونريوه برد فعله هذا في ذلك الوقت؟ فهذه لم تكن المرة الأولى التي يخدع فيها المالكون عن طريق الابتزاز الأخضر الذي أثارته الإدارة التنفيذية القائمة والمسيطرة على مجلس الشركة. كما لم يحدث أي شيء ليعطي المستثمرين المؤسسيين مثل كالبيرس فجأة إمكانية ممارسة حقوقهم كملآك ومساهمين. بل على العكس فقد أجبر (ERISA) مرسوم ضمان دخل تقاعدي للموظف لعام 1974) صناديق معاشات التقاعد لطرح حصصها على التصويت قبل ذلك بكثير. ولكن كان للمشروع في ذلك الوقت اعتبارات أخرى في تفكيره. وكما صرح الدكتور ويليام د. كريست رئيس مجلس إدارة كالبيرس مستفيداً من خلفيته كإقتصادي في مجال العمل⁽⁹⁾: «لم تكن فكرة طرح الحصص على التصويت في صناديق التقاعد إلا فكرة هامشية».

كما ظهرت سياسة الفعل النشط للمالك في صناديق التقاعد والمؤسسات المماثلة سابقاً. إلا أنها اقتصرت على القضايا الاجتماعية والأخلاقية، مثل مقاطعة الاستثمار لمنهضة التمييز العنصري في جنوب أفريقيا. وكان من بين النشطين في ذلك الوقت (TIAA-CREF جمعية التأمين للمعلمين - صندوق حقوق المتقاعدين) وهي مؤسسة غير ربحية وأكبر صناديق التقاعد الخاصة (تدير حالياً 260 بليون دولار).

ومن الواضح أنه كانت هناك قوى محرّكة أخرى خلف مبادرة كالبيرس الرائدة. وقد كانت في الحقيقة القوى المحركة نفسها التي حدثت بمجموعة من قراصنة الشركات إلى استهداف طيف كامل من الشركات، حيث يمكن لها تحديد إمكانية توليد القيمة غير المستخدمة بسبب الأداء المالي الضعيف وكذلك عدم رغبة أو ضعف كفاءة الإدارات القائمة على اتخاذ الإجراءات الضرورية لتحسين الوضع. وعموماً فإن الأداء المالي لدى الشركات الأمريكية الكبرى قد ركز بعد الأزمات البترولية في السبعينيات وتدهور في الثمانينيات وبقي عند مستوى منخفض طوال ذلك العقد. وتفاقم أمر التطور غير المرضي

أكثر عندما أخذت إدارات الشركات الكبيرة في تخصيص نفسها بزيادات عالية في الرواتب وتعويضات مختلفة. وهكذا بينما كانت الربحية في تناقص أو ركود، كانت الإدارات ترفع تعويضاتها بنحو 250٪ خلال السنوات العشر التي تلت أواخر السبعينيات. وهكذا يمكن القول إن المهاجمين هم من أناروا الطريق بالإضافة إلى رد فعل كالبيرس ومستثمرين مؤسسيين آخرين على الظاهرة الأساسية نفسها.