

## الفصل السادس

### دلائل الاستثمار

#### مذاهب في الإدارة

عندما يدرس وورن بفت Warren Buffett أمر استثمار أو استحواذ جديد، فإنه يشحن فكره في نوعية الإدارة، ويخبرنا بأن الشركات أو الأسهم التي تشتريها شركة بيركشير هاثاوي Berkshire Hathaway يجب أن يقوم على تشغيلها مديرون أمناء أكفاء، يمكن أن ينالوا إعجابه وثقته، ويقول: «لا أربح بالارتباط بمديرين تنقصهم الصفات المثيرة للإعجاب، بصرف النظر عن مدى الجاذبية التي تتمتع بها تطلعات أعمالهم المستقبلية»<sup>1</sup>.

وحيثما يعثر بفت على المديرين الذين يعجبونه يطرهم بثنائه، إذ يجد قراء رسائل رئيس مجلس الإدارة المرفقة بالتقارير السنوية أنها تزخر سنة بعد سنة بالكلمات الحارة عن القائمين على إدارة مختلف شركات بيركشير.

وهو على هذه الشاكلة أيضاً - حين يصل الذكر إلى إدارات الشركات التي

يدرس أسهمها - يبحث على وجه الخصوص عن ثلاث سمات:

1 - هل الإدارة عقلانية؟

2 - هل الإدارة صريحة مع المساهمين؟

3 - هل تقاوم الإدارة الإملاءات المؤسسية؟

يرسل بفت التحية الكبيرة إلى المدير لأنه يتصرف بلا كلل ويفكر كصاحب الشركة، والمديرون الذين يفعلون ذلك لا يغفلون عن هدف الشركة الرئيس المتمثل في أولوية التركيز على حقوق المساهمين، ويميلون إلى اتخاذ القرارات العقلانية التي ترسخ هذا الهدف، وهو يُعجَب أيضاً بالمديرين الذين يتحملون مسؤوليتهم بجدية في نقل المعلومات الكاملة والحقيقية إلى المساهمين، ويمتلكون الشجاعة لمقاومة ما أسماه الإملاءات المؤسسية؛ أي الاتباع الأعمى لنظرائهم في الصناعة.

حين يعمل لديك مديرون مقتدرين ذوو شخصية عالية، ويديرون أعمالاً يعشقونها، يمكن أن يكون تحت إمرتك عشرة منهم أو يزيدون، ومع ذلك يبقى لديك وقتٌ تقبلُ فيه.<sup>2</sup>

وورن بفت، 1986

أصبح هذا الأمر أكثر إلحاحاً مع ظهور الأخطاء المذهلة في الشركات. ولقد أصر بفت دائماً على التعامل فقط مع أناس على أعلى مستويات الاستقامة، وأوقعه ذلك الموقف أحياناً في خصام مع كثير من المشاهير في عالم الشركات، إذ لم يكن الإعجاب بالاستقامة والأمانة والجدارة بالثقة سمات دائمة في دوائر الأعمال، بل يُستخف بالحديث عنها في بعض الأحيان ويُعدُّ أمراً ساذجاً بعيد المنال في حقيقة الأعمال.

ومن الجمال والعدل أن يظهر موقف بفت بما يتعلق باستقامة الشركة بمنزلة استراتيجية أعمية في هذه الأيام دون أن يكون مبعثها استراتيجياً، إنما هو نابع من نظامه الخاص بالقيمة التي لا تهتز، ولما يستطع أحد بعد أن يتهمه بالسذاجة قطاً.

سنتناول بمزيد من التعمق فيما يلي من هذا الفصل استجابات بفت لهذه الأمور الخاصة بأخلاقية سلوكيات الشركة، ولا سيما التعويض الزائد على المديرين، وخيارات شراء أو بيع الأسهم بسعر محدد خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد، واستقلالية المديرين ومحاسبتهم، والغش المحاسبي، حيث يخبرنا عن الأمور التي يرى وجوب تغييرها لحماية مصالح المساهمين ويعطينا فكرة عن الكيفية التي يستطيع المستثمرون من خلالها تقييم المديرين لكي يتم تحديد جدارتهم بالثقة أو عدمها.

### العقلانية

يعتقد بفت أن أكثر أعمال الإدارة أهمية هو تخصيص رأسمال الشركة، وتكمن أهميته القصوى في أنه يحدد - مع مرور الوقت - مدى قيمة حقوق المساهمين، وهو يرى أن اتخاذ قرار بشأن التصرف بأرباح الشركة - أي إعادة استثمارها في الشركة أو ردُّ المال إلى المساهمين - يقع ضمن المنطق والعقلانية، وفي ذلك كتبت كارول لوميس Carol Loomis من مجلة فورشن Fortune تقول: «العقلانية هي السمة التي يرى بفت أنها تميز أسلوبه الذي يدير به شركة بيركشير، وهي كذلك السمة التي لا يجدها في معظم الأحيان في الشركات الأخرى»<sup>6</sup>.

يصبح هذا الأمر هاماً حينما تصل الشركة إلى مستوى معين من النضج حيث تتردى نسبة نموها وتشرع بتوليد نقد يزيد عما تحتاج إليه للتطوير وتكاليف التشغيل. وهنا يبرز السؤال: كيف تخصص هذه الأرباح؟

حين يكون النقد الزائد المُستثمر داخلياً قادراً على توليد عائد يزيد عن المعدل على أسهم رأس المال، يتعيّن على الشركة أن تحتجز أرباحها وتستثمرها من جديد، وهذه هي السبيل المنطقية الوحيدة، فاحتجاز الأرباح بغرض الاستثمار من جديد في الشركة بتكلفة أقل من وسطي تكلفة رأس المال هو أمر لاعقلاني تماماً وشائع أيضاً.

## حالة عملية

شو إندستريز، 2000 - 2002

SHAW INDUSTRIES, 2000 - 2002

في أواخر عام 2000 وافقت مجموعة بيركشير هاثاوييه - التي يملكها وورن بفت - على الاستحواذ على 87% من شركة شو إندستريز، أكبر مصنع للسجاد في العالم، بمبلغ 19 دولاراً للسهم الواحد، أو حوالي مليار دولار. ورغم أن السعر زاد بعلاوة قدرها 56% عن سعر التداول البالغ 12,19 دولاراً، إلا أنه ارتفع إلى حد كبير قبل سنة، وقد دفع بفت العلاوة لأن الشركة تميّزت بالعديد من الصفات التي يحب أن يراها: العمل بسيط ومفهوم، وله تاريخ تشغيلي راسخ متوالٍ، ويكشف عن تطلعات مستقبلية واعدة طويلة الأمد.

صناعة السجاد ليست سهلة في ظل الآلات العملاقة المعقدة التي تغزل وتصبغ وتحيط حواف السجادة بالنواب وتحوكها؛ لكن أساس العمل بسيط ومفهوم، يخلص إلى صنع أفضل سجادة ممكنة وبيعها مع الريح. تنتج شو اليوم حوالي 27,000 تصميم بألوان وحبيكات للإستخدامات المنزلية والتجارية، وتقدم خدمات لكسوة أراضي الغرف وخدمات إدارية، وتمتلك ما يزيد على مئة مصنع ومركز توزيع، وتصنع أكثر من ستمئة مليون ياردة مربعة من السجاد سنوياً وتستخدم ثلاثين ألف عامل.

ومن الواضح أن بفت يوقن بحاجة الناس إلى السجاد وكسوة الأرضيات مدة طويلة قادمة، وأن شركة شو ستكون جاهزة لتزودهم بها، وهذا يُفسّر أحد متطلباته في تطلعات مستقبلية ممتازة بعيدة المدى.

غير أن الأمر الذي جذب بفت في الواقع هو إدارة الشركة العليا، إذ أورد في تقريره السنوي لعام 2000 الموجه إلى المساهمين عن صفقة شركة شو: «سمة رئيسة هامة للصفقة هي أن جوليان سول Julian Saul - رئيس الشركة - وبوب شو Bob Shaw - مديرها التنفيذي - استمرا في امتلاك 5% منها، وهذا يتيح لنا مرافقة أفضل عمل يكشف عنه سجلهما؛ فقد أنشأ كل منهما عملاً كبيراً ناجحاً في عالم السجاد قبل أن تتضافر قوتاهما عام 1998»<sup>3</sup>.

وبين عامي 1960 و 1980 قدمت الشركة عائداً سنوياً، بلغ معدله 27% على الاستثمار، وتنبأ بوب شو Bob Shaw عام 1980 أن شركته ستضاعف مبيعاتها البالغة 214 مليون دولار أربع مرات في غضون عشرة أعوام، فأنجز ذلك في ثمانية فقط.

من الواضح أن يكون بوب شو قد أدار شركته بصورة جيدة، وبشكل تناسبٍ بدقة مع أسلوب بفت، وفي ذلك يقول شو: «عليك أن تجعل الأرباح مُنتلقاً نجاحك، فإن اتخذت من ذلك فلسفة لك - أي أن تكبر من خلال أرباحك لا اقتراضك، وتدبرت أمر ميزانيتك - فلن تتعرض لمشكلات كبيرة قط.»<sup>4</sup>

هذا النمط من التفكير ينصب في سبيل بفت، الذي يرى أن شغل الإدارة الأهم هو تخصيص رأس المال وأن هذا التخصيص سيحدد على مر الزمن مدى قيمة حقوق المساهمين، وهذا - في عقلية بفت - شيء بسيط: إذا أعيد استثمار النقد الزائد داخلياً، وولّد عائداً أعلى من تكاليف رأس المال توجب على الشركة أن تحتجز عائداتها، وتعيد استثمارها، وهذا ما فعله شو بالضبط.

ولم يكن بوب يتخذ قرارات مالية جيدة فحسب، بل قرارات قوية تخص المنتجات والعمل من خلال التكيف مع ظروف السوق المتغيرة أيضاً، إذ عمد على سبيل المثال إلى إعادة جاهزية جميع آلات الشركة عام 1986 حين طرح ديبون DuPont خيوطه المقاومة للصباغ المصنوعة من الساتان، ثم قال: «البيع هو مقابلة الناس والتنبؤ بحاجاتهم وتزويدهم بها، وهي دائمة التغيير. وعليه فإذا اتبعت طريقة واحدة لأداء العمل كنت كمن فعل ذلك قبل خمس سنوات بل سنتين؛ ولكنك لم تؤدّه على الوجه الصحيح.»<sup>5</sup>

انعكست إدارة شو القوية في تاريخ الشركة التشغيلي الراسخ المتوالي، فنمت إلى أن وصلت إلى المركز الأول في بيع السجاد في العالم متغلبة بذلك على الظروف المتغيرة في السوق والتكنولوجيا وحتى خسارة المنافذ الرئيسية، ومنها شركة سيرز Sears - التي كانت من أكبر الباعة المرتبطين بشركة شو حينذاك - أغلقت عام 2000 عملها الخاص بالسجاد، فنظرت الإدارة إلى هذه الحالة بمنزلة تحديات أكثر منها صعوبات يجب التغلب عليها لا أن تشكل حواجز في وجه تحقيق النجاح.

وفي عام 2002 إشترت بيركشير الحصة المتبقية من شركة شو التي لم تكن قد دخلت في ملكيتها بعد، وبحلول عام 2003 بلغ دخلها من المبيعات 4,6 مليار دولار، فكانت بذلك أكبر شركات بيركشير بعد قطاع التأمين.

أمام الشركة التي تقدم عائدات استثمارية تقل عن المعدل أو تدانيه، ولكنها تولّد نقداً يزيد عما تحتاجه ثلاث خيارات: (1) تجاهل المشكلة والاستمرار في إعادة الاستثمار بنسب تقل عن المعدل، (2) إمكان شراء النمو أو (3) ردُّ المال إلى المساهمين. وعند هذا المنعطف يركّز بفت بقوة شديدة على الإدارة حيث النقطة التي سيتصرف المديرون عندها بعقلانية أو عكسها.

المديرون الذين سيستمرون عموماً في إعادة الاستثمار – بالرغم من العائدات الأدنى من المعدل – يفعلون ذلك اعتقاداً منهم أن الحالة مؤقتة، وهم على قناعة بقدرتهم على تحسين ربحية شركتهم من خلال مهارتهم الإدارية. أما المساهمون فيقفون عاجزين أمام تذبذبات الإدارة بالتحسينات.

وإذا استمرت الشركة في تجاهل هذه المشكلة أصبح النقد مصدراً خاملاً بصورة متزايدة، وعندها تنخفض أسعار الأسهم، ذلك أن الشركة ذات العائدات الاقتصادية البسيطة والنقد الكثير وأسعار الأسهم المتدنية ستجذب المغيرين عليها، وهذا سيمثل في غالب الأحيان بداية نهاية ولاية الإدارة الحالية. يلجأ المديرون التنفيذيون – بقصد حماية أنفسهم – ، الى الخيار الثاني: ألا وهو شراء النمو عن طريق الاستحواذ على شركة أخرى.

إن الإعلان عن خطط الاستحواذ يسرُّ المساهمين، ويثني المغيرين على الشركة عن عزمهم؛ لكن الشكوك تساور بفت بالشركات التي تحتاج إلى شراء النمو، فهو من الناحية الأولى يتم بأسعار زائدة عن القيمة الحقيقية، ومن الناحية الأخرى فإن الشركة التي يجب أن تتخرط في شركة جديدة وتديرها تكون عرضة لارتكاب أخطاء يمكن أن تكلف المساهمين غالباً.

إن المسلك الوحيد المنطقي والمسؤول برأي بفت أمام الشركات التي تمتلك أموالاً نقدية لا يمكن إعادة استثمارها لقاء معدلات تفوق المعدل هو إعادة استثمارها إلى المساهمين. وهناك طريقتان في هذه السبيل: رفع ربح السهم أو إعادة شراء الأسهم من قبل الشركة.

## حالة عملية

## فرت أوف ذ لوم 2002

## FRUIT OF THE LOOM, 2002

اشترى وورن بفت عام 2002 عملاً أساساً ( في الألبسة)، هو شركة فرت أوف ذ لوم Fruit of the Loom المفلسة مقابل 853 مليون دولار عدداً ونقداً. وبذلك استحوزت بيركشير على أصلين قويين: مدير متميز وإحدى أشهر وأحب العلامات التجارية في البلاد، بالإضافة إلى ديون بلغت 1,6 مليار دولار تقريباً وتاريخ مرير من النيات السيئة فيما بين المساهمين والموردين وباعة التجزئة والزبائن.

انطلقت هذه الشركة - التي تباع ثلث الملابس الداخلية الخاصة بالرجال والأولاد في الولايات المتحدة خجولة من مصنع في رود آيلاند Rhode Island عام 1851، وترعرعت خلال القرن التالي لتحتل المرتبة الأولى في البلاد في صناعة الملابس الداخلية والقمصان قصيرة الأكمام، لكنها مع ذلك أخفقت في تضاوي المعارك الاقتصادية التي أثقلت بتهديداتها على صناعة الألبسة، وفي عام 1985 اختطفها الرأسمالي ويليام فارلي William Farley المعروف باستحواذه على الشركات التي تعاني من مصاعب مالية.

قاد فارلي - المعروف بلقب «خاطف الأبصار» و«الوهاب» - الشركة عبر بضع سنوات من النمو ثم إلى تدهور مأساوي. بدا كل شيء يسير في طريق خاطئة، لكن برنامج استحواذ هجومي بلغت قيمته 900 مليون دولار، ترك الشركة عام 1996 مًثقلة بديون طويلة الأجل وصلت إلى 128% من قيمة أسهم رأس المال العادية، دون تحقيق الارتفاع المتوقع في العائدات. أضحت المدفوعات لا تُؤدى إلى الموردين، فتوقفوا عن شحن المواد الأولية. نقل فارلي 95% من العمليات إلى ماوراء البحار وأغلق عدداً من المصانع في الولايات المتحدة تاركاً حوالي 16000 عامل معزول، ونتيجة

صافية من المشكلات الخطيرة المتعلقة بمراقبة الجودة وبالتسليمات التي حان موعدھا. ولمواجهة هذه الفوضى العارمة في التسليمات أسس شركة قابضة لشركة فرت أوف ذ لوم، وانتقل بإدارتها إلى جزر كيمان Cayman Islands متجنباً بذلك الضرائب الأمريكية المفروضة على المبيعات الخارجية ومخلفاً وراءه متاعب كبيرة في العلاقات العامة.

زادت المتاعب سوءاً حين أقنع فارلي مجلس إدارته المعين - من خلال مناورة هي اليوم لاتعد قانونية - بضمان قرض مصرفي شخصي بمبلغ 65 مليون دولار في حال التخلف، وقد تخلف بالفعل، فتنازل المجلس عن عشرة ملايين دولار بعد أن وضع تعويضاته مقابل حوالي عشرين مليون دولار من القرض وأعاد تسعير خيارات شراء أو بيع الأسهم استرضاء للمديرين الكبار.

كانت الشركة تتجاوز الخط الأحمر بالرغم من محاولات خفض التكاليف، وفي عام 1999 قيّدت خسائر بلغت 576 مليون دولار، فزادت عن توقعات المحللين بسبعة أضعاف، وهبط الهامش الإجمالي بنسبة متواضعة قدرها 2% وهي لاتكفي لتغطية نفقات الفائدة البالغة مئة مليون دولار واللازمة لتغطية خدمة قرض قيمته 1,4 مليار دولار. وفي السنة نفسها قرر مجلس مؤسسات الاستثمار إدراج الشركة ضمن الشركات العشرين الأكثر تدنياً في الأداء على مستوى البلاد. انخلعت أفئدة المساهمين من الخوف إزاء انهيار أسعار الأسهم من 44 دولاراً للسهم الواحد أوائل عام 1997، إلى أكثر من دولار واحد بقليل بحلول نهاية عام 1999، فخسر السهم أكثر من 90% من قيمته خلال تلك السنة. لذلك لم يندهش الكثيرون حين تقدمت الشركة في كانون الأول /ديسمبر 1999 بطلب إشهار التفليسة حسب الفصل الحادي عشر المتضمن حمايتها، وتهاوت أسهمها إلى مزيد من الانهيار فوصل سعر السهم إلى 0.23 دولار بحلول تشرين الأول / أكتوبر 2001 .

فما السبب إذن وراء اهتمام وورن بفت؟ هناك سببان: علامة تجارية قوية جداً تقدم نمواً واعداً تحت إدارة صحيحة، ووصول رجل على حصان أبيض.

كان جون ب. هولاند John B. Holland موظفاً كبيراً محترماً جداً في شركة فُرت أوف ذ لوم طوال عشرين سنة ونيّف، قضى منها سنوات عديدة رئيساً ومديراً تنفيذياً لها وتقاعد عام 1996، ثم استدعي عام 2000 نائباً للرئيس وعُهد إليه بعمليات الإصلاح.

يجسد هولاند مثلاً كاملاً عن صفات الإدارة التي يُصرُّ عليها بفت الذي يجاهر بازدرائه المديرين الذين يلجئون مجالس إداراتهم - بالترغيب بتعويضات مجزية - إلى عقد صفقات ظزرها جيد، وكذلك المجالس التي تبرمها، ولكنه بالمقابل يصدح بالثناء الحماسي على هولاند، ويحتفظ بصمته العلني عن ازدراء فارلي الذي كان يلمح إليه بعبارة «الإدارة الفقيرة». شرح بفت فكرته لمساهمي بيركشير بقوله: « كان جون هولاند مسؤولاً عن عمليات شركة فُرت خلال معظم سنواتها الخيرة ... (ويعد الإفلاس) أعيد توظيفه، وأنجز عملاً جباراً في إعادة تفعيل تلك العمليات. كانت التسليمات قبل عودته مضطربة والتكاليف متعالية والعلاقات مع الزبائن الرئيسيين فاسدة... وقد عمل على العودة بالشركة إلى سابق عهدها بالرغم من ظروف المنافسة المتزايدة. [وفي عرضنا للشراء] تركز إصرارنا على شرط غير عادي: يجب أن يبقّى جون موجوداً لمتابعة الخدمة مديراً تنفيذياً بعد أن نتسلم الشركة، فهو والعلامة التجارية بالنسبة إلينا من أصول شركة فُرت الرئيسة»<sup>7</sup>.

ومنذ أن تسلم هولاند زمام الأمور تعرضت الشركة لعملية إعادة هيكلة شاملة من أجل تخفيف تكاليفها، فخفضت أجور الشحن التي تتقاضها إلى درجة كبيرة وقللت من ساعات العمل الإضافي ونزلت من مستويات المخزون، وتخلصت من الأعمال الجانبية وألغت خطوط الإنتاج الخاسرة وأوجدت كفاءات جديدة في العملية التصنيعية وعملت على استرجاع رضا الزبائن من خلال الوفاء بطلبات الشراء في موعدها.

ظهرت التحسينات بصورة شبه فورية، وزادت الأرباح، وتدنت نفقات التشغيل، إذ ارتفعت الأرباح عام 2000 إلى 160,3 مليون دولار بزيادة 222% مقارنة بأرباح عام 1999، وزادت نقاط الهامش الإجمالي بنسبة 11%، كما أعلنت الشركة عام 2000 عن خسائر تشغيلية بلغت 44,2 مليون دولار

مقارنة بخسائر عام 1999 البالغة 292,3 مليوناً، وكشفت أيضاً عن تحسينات في نتائج الربع الرابع لعام 2000 بخسارة تشغيلية بلغت 13,5 مليون دولار ( اشتملت على تكاليف موحدة دفعة واحدة بسبب إغلاق أربعة مصانع في الولايات المتحدة)، وذلك مقارنة بمبلغ 218,6 مليون دولار تمثل أكثر من 16 ضعفاً قبل سنة واحدة فقط.

ترسّخ الاتجاه الإيجابي عام 2001، فبلغت الأرباح 72,5 مليون دولار أخرى بزيادة 31% عن عام 2000، وزادت نقاط الهامش الإجمالي من 7,7% نقطة إلى 22,7% في تلك السنة. كل هذا يعني أن الشركة أنهت عام 2001 بأرباح تشغيلية مقدارها 70,1 مليون دولار مقارنة بخسائر عام 2000 البالغة 44,2 مليوناً.

من الطبيعي ألا يمكن إصلاح المشكلات المستعصية التي تعرضت لها شركة فُرت أوف ذ لوم بين عشية وضحاها، ولا بد من استمرار تشغيلها في ظروف صناعية منافسة ضارة، لكن بفت مسرور حتى الآن بأدائها.

هناك سبب ثالث لقرار بفت - حتى لا يكون ثمة من يظن حتى اليوم أن شراء شركة مفلسة مثقلة بالديون - يجب ألا يُدهش أبداً: إذ كان بمقدوره أن يستحوذ على الشركة وفق شروط مشجعة جداً سنخوض في تفاصيلها في الفصل الثامن.

إن شراء شركة تصنع ملابس داخلية خلق الكثير من الطرائف المُبتدلة استغلها بفت المشهور بالتلاعب بالألفاظ والكلمات أيما استغلال، ففي اجتماع المساهمين عام 2002 داعب الحضور بنصف جواب على سؤال صريح طُرح عليه، فقال: «حين ألبس ملابس داخلية، وهو أمر لأفعله إلا نادراً...»، وترك جمهور الحاضرين ليقرروا بأنفسهم أكان هذا بنظره يعني سراويل قصيرة أم طويلة. وقد بين لماذا توجد «محصلة نهائية مشجعة» في الألبسة الداخلية: «إنها سوق مرنة». وأخيراً قدم له تشارلي مُغر سبباً إضافياً لشراء الشركة فقال عن ذلك من خلال وجه يخلو من أي تعبير: «ظل تشارلي سنوات عديدة يقول لي: ينبغي علينا يا وورن أن ندخل عالم الملابس الداخلية النسوية. وهو يبلغ الثامنة والسبعين، فإما أن يُنجز هذا الأمر اليوم، والا ..... فلا»<sup>8</sup>.

تتوفر الفرصة أمام المساهمين عند توفر النقد بين أيديهم - نتيجة لأرباح أسهمهم - للبحث عن عوائد أعلى في مكان آخر، وهذا يبدو من حيث الظاهر صفقة جيدة، ولذلك ينظر الكثيرون إلى أرباح الأسهم المتزايدة على أنها إشارة إلى الشركات حسنة الأداء. لكن بفت يرى أن ذلك صحيح فقط عندما يتمكن المساهمون من الحصول لقاء نقودهم على أكثر مما تستطيع الشركة أن تولّده إذا احتجزت الأرباح وأعدت استثمارها ذاتياً.

لقد كسبت بيركشير هاثاويه على مرّ السنين عوائد عالية جداً من رأسمالها، واحتجزت كامل أرباحها، ولو تم دفع أرباح الأسهم إلى المساهمين لكان ذلك شراً لهم. وليس من الغريب ألا تدفع الشركة تلك الأرباح، فهذا أمر جيد تماماً تجاه المساهمين، ذلك أن الاختبار النهائي لقناعة المالكين هو السماح للإدارة بإعادة استثمار كامل الأرباح، وإن إيمان مالكي بيركشير بفت عالٍ.

إذا لم نفهم القيمة الحقيقية لأرباح الأسهم في بعض الأحيان، فالآلية الثانية هي إعادتها إلى المساهمين، وحتى إعادة شراء الأسهم هي أسوأ من ذلك أيضاً، والفائدة التي يجنيها المالكون هي في عدة وجوه أقل من كونها مباشرة وملموسة وفورية.

يشعر بفت أن في إعادة شراء الأسهم من قبل الإدارة فائدة ذات وجهين، فهي خير كبير للعمل إذا كانت قيمة الأسهم أدنى من قيمتها الذاتية، إذ أن الإدارة تربح دولارين مقابل كل دولار يُصرف في إعادة الشراء إذا كان سعر السهم خمسين دولاراً وقيمتها الذاتية مئة، وقد تحقّق هذه العملية أرباحاً جزيلة لبقية المساهمين.

ويضيف بفت إن المديرين التنفيذيين - عند شرائهم أسهم الشركة في السوق بصورة فعالة - يبيّنون أن لهم أفضل المصالح لدى مالكيها الذين تحت أيديهم بدلاً من الحاجة الطائشة إلى توسيع هيكلية الشركة. وهذا الموقف يرسل إشارات طيبة إلى المستثمرين الآخرين الذين يبحثون عن شركة ذات إدارة جيدة

تزيد من ثروات المساهمين. وهنا ينال المساهمون المكافأة مرتين: الأولى من الشراء الأساس من السوق المفتوحة، والثانية هي التأثير الإيجابي لاهتمام المستثمر على الأسعار.

### شركة كوكا كولا

أتاح نمو التدفق النقدي لشركة كوكا كولا فرصة زيادة أرباح أسهم المساهمين، وكذلك إعادة شراء أسهمها من السوق المفتوحة، حيث أجازت عملية إعادة شراء أسهمها بإعلانها عن إعادة شراء ستة ملايين منها. ومنذ ذلك الحين قامت بإعادة شراء أكثر من مليار سهم تمثل 32% من الأسهم المطروحة للتداول منذ الأول من كانون الثاني / يناير 1984 بسعر وسطي قدره 12,46 دولاراً للسهم الواحد. وبعبارة أخرى، صرفت حوالي 12,4 مليار دولار في شراء أسهمها التي سيبلغ ثمنها بعد عشرة أعوام 60 ملياراً.

وفي تموز / يوليو 1992 أعلنت الشركة أنها ستعيد شراء مئة مليون من أسهمها حتى عام 2000، وهي تمثل 7,6% من أسهمها المطروحة للتداول، وقد تمكنت - بفضل قدراتها القوية على توليد النقد - من إنجاز هذه العملية في وقت تابعت فيه استثماراتها المحمومة في أسواق ماوراء البحار.

### شركة أميركان إكسبريس American Express

يعود ارتباط بفت بشركة أميركان إكسبريس إلى حوالي أربعين سنة خلت من خلال عملية جريئة قام بها لشراء أسهمها التي انخفضت أسعارها بسبب الاضطراب، وكذلك الأرباح العالية التي جناها بسرعة لشركائه في هذا الاستثمار ( انظر الفصل الأول للاطلاع على كامل القصة).

لم يتزعزع إيمان بفت بهذه الشركة واستمر في شراء أسهمها، ويمكن أن تعود عملية شراء كبيرة حدثت عام 1994 إلى قرارات مجلس الإدارة الجيدة والسيئة بشأن استخدام النقد الزائد.

ساهم القسم الذي يُصدِر بطاقات التسليف والشيكات السياحية في الشركة - المُسمّى أميركان إكسبرس للخدمات المتعلقة بالسفر- بحصة الأسد من الأرباح، وظل يولد أرباحاً جوهرية مالمكيها وموّل عملياتها بسهولة، بل إن النقد الذي وُثِدَ في أوائل تسعينيات القرن العشرين زاد عن حاجتها لمثل هذه العمليات، وهنا حصل التناظر بين الإدارة واختبار بَفِتِ الحَمْضِي، فلم تفلح فيه.

قرر المدير التنفيذي حينذاك - جيمس روبنسون James Robinson - أن يستخدم النقد الفائض لتحويل الشركة إلى قوة خدمية مالية من خلال شراء أعمال أخرى متصلة بهذا المجال، فكان استحوازه الأول على شركة آي دي إس فاينانشال سيرفيسز IDS Financial Services مُربحاً، ثم اشترى شركة شيراسون ليمان Sherason Lehman التي لم تكن كذلك، بل احتاجت بمرور الزمن إلى المزيد والمزيد من المال لتنفيذ عملياتها. وعندما ابتلعت أربع مليارات دولار تلقى بَفِتِ إتصلاً من روبنسون فوافق الأول على شراء أسهم ممتازة بمبلغ ثلاثمئة مليون دولار، ولم يكن مهتماً بشراء أسهم عادية قطّ إلى أن استعادت الشركة مسيرتها السليمة.

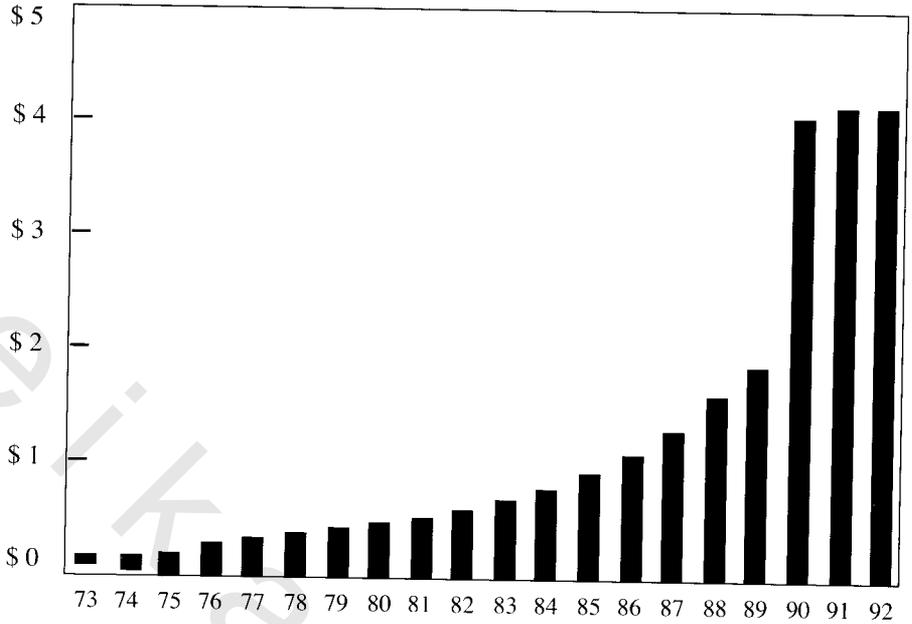
استقال روبنسون بصورة مفاجئة عام 1992، وحل محله هارفي غولب Har vey Golub الذي تصدى على الفور لتقوية شهرة العلامة التجارية، فبدأ - على طريقة بَفِتِ - يستخدم عبارات مثل: الامتياز وقيمة العلامة التجارية في وصف بطاقة أميركان إكسبرس، كما باشر بتصفية أصول الشركة ضعيفة الأداء وكذلك باستعادة الربحية والعائدات العالية على حقوق المساهمين، فكان من أول أعماله التخلص من شركة شيراسون ليمان واحتياجاتها الهائلة إلى رأس المال.

وسرعان ما أظهرت أميركان إكسبرس علامات ربحها الذاتي القديم، لكن ذلك تحقق بفضل موارد الشركة التي دعمت هدف غولب في بناء بطاقة أميركان إكسبرس وجعلها «أكثر العلامات التجارية العالمية احتراماً»، وأضحت كل مراسلات الشركة تؤكد على قيمة الامتياز التي يتمتع بها اسم «أميركان إكسبرس».

ثم وضع غولب أهدافاً مالية للشركة: زيادة أرباح السهم بنسبة 12-15% سنوياً والعائدات على حقوق المساهمين بنسبة 18-20%، وأضحت الشركة بعد وقت قصير تولد مرة أخرى نقداً فائضاً وزاد رأس المال والأسهم عن حاجتها. ثم أعلنت في أيلول /سبتمبر 1994 أنها خطت لإعادة شراء عشرين مليوناً من أسهمها العادية بسبب أوضاع السوق، وكان أن وصلت هذه الموسيقا إلى أذني بفت. كان بفت في ذلك الصيف قد حوّل ممتلكات شركة بيركشير من أسهم ممتازة إلى عادية، ولم يدخر وسعاً في الاستحواذ على المزيد منها، ومع نهاية العام أضحت بيركشير تملك 27 مليون سهم وفي آذار / مارس 1995 أضاف بفت عشرين مليوناً أخرى، ثم 49,5 مليوناً عام 1997 وكذلك 50.5 مليوناً عام 1998، وبحلول عام 2003 أصبحت بيركشير تملك 151 مليون سهم في شركة أميركان إكسبرس تعادل حوالي 12% منها وتبلغ قيمتها السوقية 7 مليارات دولار؛ أي سبعة أضعاف المبالغ التي دفعها بفت فيها.

### شركة واشنطن بوست

تولّد صحيفة واشنطن بوست تدفقاً نقدياً جوهرياً للمالكها، يزيد عما يمكن استثماره في عملها الأصلي، ولذلك ظهر خياران أمام إدارتها: ردّ المال إلى المساهمين و/ أو استثمار النقد بشكل مربح في فرص استثمارية جديدة. نحن نعلم أن بفت يفضل قيام الشركات برّد الأرباح الفائضة إلى المساهمين، لكن شركة واشنطن بوست - برئاسة كاترين غراهام Catherine Graham - كانت أول شركة لصحيفة في قطاعها تعيد شراء أسهمها بكميات كبيرة، حيث اشترت 43% منها بين عامي 1975 و1991 بسعر وسطي قدره 60 دولاراً للسهم الواحد. يمكن للشركة أن تختار رد العوائد إلى المساهمين، وذلك بزيادة أرباح الأسهم، ومن هنا وبسبب زيادة احتياطي النقد بصورة جوهريّة صوتت واشنطن بوست عام 1990 على رفع ربح السهم الموزع على مساهميها من 1,48 إلى 4 دولارات أي بزيادة 117% على السعر الحالي ( انظر الشكل 6 - 1).



الشكل 1-6 أرباح السهم الواحد من أسهم شركة واشنطن بوست

اشترت واشنطن بوست عدداً من الأعمال المربحة: ممتلكات «كابلات» محورية للنقل التلفزيوني من شركة كابيتال سيتيز Capital Cities وشركات هواتف محمولة ومحطات تلفاز، وذلك كله إلى جانب إعادة النقد الزائد إلى مالكيها، وانهاالت العروض من كل جانب على دون غراهام Don Graham - مدير الشركة حينئذ - فوضع خطوطاً عريضة محددة لتقييم هذه العروض من أجل بذل المزيد من الجهد في تطوير التدفقات المالية بشكل جوهري وبتكاليف استثمارية مشجعة.

إنه يبحث عن عمل «يمتلك حواجز تنافسية، ولا يحتاج إلى نفقات رأسمالية هائلة، ويتميز بقوة تسعيرية معقولة»، وأضاف: «لدينا تفضيل قوي للأعمال التي نعرفها»، ولو أتيح الخيار «لزادت احتمالات استثمارنا في بضع رهانات كبيرة بدلاً من بعثة دولاراتنا الاستثمارية بمقادير صغيرة»<sup>9</sup>. إن استحواذ غراهام يعكس صورة مختصرة لاستراتيجية بُنت في شركة بيركشير هاثاوييه.

تغيرت مبادئ العمل الصحفي في السنوات الأخيرة، وحينما تباطأ الاقتصاد، وخفض المعلنون النفقات عما سبق، استطاعت الصحف أن تحافظ على ربحيتها عن طريق رفع أجر السطر، لكن المعلنين اليوم وجدوا طرقاً أرخص للوصول إلى الزبائن: الخط المحوري التلفزيوني، والبريد المباشر، والإعلانات الصحفية، ولم تعد الصحف احتكاراً إذ خسرت ما تملكه من مرونة كبيرة في تحديد الأسعار.

إن بفتٍ مقتنع - حتى في ظل هذا الوضع - أن صورة شركة بوست Post أفضل من شركات الإعلام الأخرى، ويعود تفاؤله إلى سببين اثنين: الأول هو أن النقد الذي تملكه يطفئ الدين طويل الأمد الذي تتحمله، وأن واشنطن بوست هي الصحيفة الوحيدة التي يتداول السوق أسهمها وليس عليها أي دين حقيقي. وشرح بفت هذا الأمر بقوله: «والنتيجة هي أن تقلص قيمة أصولها لم يظهر بفعل التأثيرات الناجمة عن ديونها طويلة الأجل»<sup>10</sup>. السبب الثاني أن شركة واشنطن بوست تدار بصورة حسنة واستثنائية - على حد قوله.

### شركة ذ بامبرد تشيف

قامت دوريس كريستوفر Doris Christopher مؤسسّة شركة ذ بامبرد تشيف ومديرتها التنفيذية بتخصيص رأسمالها بشكل حسن، واستخدمت الأرباح الداخلية في تمويل جميع التوسعات ومراحل النمو، ثم أعادت في نهاية المطاف استثمار جميع أرباحها في الشركة وأدّى التوسع الحاصل إلى تحقيق نمو هائل في المبيعات، وقد نما عمل الشركة بين عامي 1995 و 2001 بنسبة مدهشة بلغت 232%، وتجاوز هامش الربح قبل الضريبة نسبة 25%، والدين الوحيد في ذمة الشركة هو ثلاثة آلاف دولار تمثل مبلغ التأسيس الأصلي الذي استدانته من عقد التأمين على حياتها.

تبدو دوريس كريستوفر - من كل ما هو ظاهر - مديرة حريصة تسعى وراء الربح، وهي تدير سفينة محكمة الإغلاق وتكشف عن حدس إداري حريص من خلال معاملتها الحسنة لممثليها والتميز بالمنافسة في الوقت نفسه، فالمسوقون

المباشرون للشركة في جميع أنحاء البلاد هم إكسبير حياة العمل ونافذة الشركة الوحيدة المباشرة على زبائنهم الذين يربو عددهم عن الاثني عشر مليوناً. يكسب العاملون في البيع عمولة تبلغ 18-20% على البضاعة التي يبيعونها، وكذلك على 1-4% من أجور الاستشارات المطبخية التي يجلبونها للشركة.

### صراحة المديرين

يرفع بفتٍ عالياً مقام المديرين الذين يُظهرون أداء شركاتهم المالي الكامل والحقيقي في تقاريرهم، ويعترفون بأخطائهم ويتقاسمون نجاحهم مع الآخرين، ويتميّزون بمصارحة المساهمين على جميع الأصعدة، ويحترم على وجه الخصوص المديرين القادرين على التعبير عن أداء شركاتهم دون أن يتسّروا وراء مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً.

وهذه المبادئ لا تتطلب سوى الكشف عن معلومات العمل المُصنفة من قبل قطاع الصناعة، فيستغل بعض المديرين ذلك في حدوده الدنيا، ويراكمون جميع الأعمال التابعة للشركة في قطاع صناعي واحد بحيث يصبح من الصعب على المالكين أن يفهموا حركيّة مصالحهم في كل عمل على حدة.

لكن بفتٍ يصر على أن «المطلوب بيانه في التقرير هو معطيات - سواء كانت مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً أو غيرها أو أكثر منها - حيث تساعد القراء المثقفين مالياً على الإجابة على أسئلة ثلاثة: (1) ماهي قيمة الشركة التقريبية؟ (2) ماهو احتمال قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المستقبلية؟ و (3) ما مدى جودة أداء المديرين لعملهم في ظل الأجواء التي يتعاملون فيها»<sup>11</sup>.

إن تقارير شركة بيركشير هاثاويه السنوية هي خير مثال، فهي تستوفي متطلبات مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً، بل وتتجاوزها كثيراً. ويبيّن بفتٍ فيها الأرباح الخاصة بكل عمل تملكه الشركة بشكل مستقل ويكملها بأية معلومة إضافية أخرى، يظن أن المالكين يرونها ضرورية عند الحكم على أداء الشركة الاقتصادي. وهو يُعجّب بالمديرين التنفيذيين القادرين على رفع تقارير تميّز بالصراحة نفسها إلى مساهمهم.

يُعَجَبُ بَفْتِ أَيْضاً بِالْمَدِيرِينَ الَّذِينَ يَتَمَيَّزُونَ بِالشَّجَاعَةِ فِي مَنَاقِشَةِ الإِخْفَاقِ بِصُورَةٍ عَليَّةٍ، وَيَرَى أَنَّ الَّذِينَ يَعْتَرِفُونَ بِأَخْطَائِهِمْ أَمَامَ الْجَمِيعِ هُمْ أَكْثَرُ قُدْرَةٍ عَلَى تَصْحيحِهَا، وَيَعْتَقِدُ أَنَّ مَعْظَمَ التَّقَارِيرِ السَّنَوِيَّةِ مُجَرَّدُ رِيَاءٍ. تَرْتَكِبُ كُلُّ شَرِكَةٍ مَعَ مَرُورِ الوَقْتِ أخطاءَ كَبِيرَةً وَذاتِ شَأْنٍ، وَيَرَى أَنَّ كَثِيرًا مِنَ المَدِيرِينَ يَتَقَدِّمُونَ بِتَقَارِيرِهِم المَحْشُوءَةَ بِكَثِيرٍ مِنَ التَّفَاوُلِ الزَّائِدِ بَدَلًا مِنَ الشُّرُوحِ الأَمِينَةِ، وَلَعَلَّهُمْ بِذَلِكَ يَخْدُمُونَ مَصَالِحَهُمِ الذَّاتِيَّةِ عَلَى المَدَى القَرِيبِ، وَلَكِنَّهُمْ لا يَخْدُمُونَ مَصْلَحَةَ أَحَدٍ عَلَى المَدَى البَعِيدِ.

يَعْتَرِفُ بَفْتِ بِفَضْلِ تشارلي مُنْغِر Charlie Munger فِي مَسَاعَدَتِهِ عَلَى فَهْمِ قِيَمَةِ دَراسَةِ الأَخْطَاءِ الذَّاتِيَّةِ بَدَلًا مِنَ التَّرْكِيزِ فَقَطْ عَلَى النِّجَاحِ، وَهُوَ مُنْفَتِحٌ - فِي تَقَارِيرِهِ السَّنَوِيَّةِ الَّتِي يَقْدِمُهَا لِمَسَاهِمِي شَرِكَةِ بِيرْكَشِيرِ هَاتَاوِيهِ - عَلَى أُمُورِهَا الإِقْتِصادِيَّةِ وَأداءِ إِدارَتِها الصَّالِحِ مِنْها وَالطَّالِحِ، وَلطالما اعترف طوال السنوات بالمصاعب التي تواجهها في مجالي النسيج والتأمين، بالإضافة إلى وجوه إخفاقه الذاتي في إدارة هذين العمليتين.

إِنَّ انتقادَ بَفْتِ لِنَفْسِهِ لاذِعٌ عَنيفٌ. جَلَبَ الاندماجَ مَعَ شَرِكَةِ جِنرالِ رِي Gen-eral Re عام 1998 مَشْكلاتَ كَبِيرَةً بَقِيَتْ عِناصِرُ قِسمِ مِنْها غامِضَةً طَوالِ سَنواتٍ، وَلَمْ تَظْهَرِ إِلا عَندما ضُربَ مَرْكَزُ التِّجارَةِ العالِمي عام 2001، وَقالَ فِيمَا بَعْدَ إِنه ظَنَ عَندما تَمَّ الاندماجُ أَنَّ نَمَطَ عَمَلِ شَرِكَةِ إِعادَةِ التَّامِينِ يَمائِلُ النَمَطِ الَّذِي طَلَبَهُ مِنَ بَقِيَّةِ شَرِكاتِ بِيرْكَشِيرِ التَّامِينِيَّةِ الأُخْرى، وَاعترفَ عام 2002: «ولكنني كنت على خطأ كبير، فقد تطلب الوضع عملاً كبيراً لإقالة الشركة من عثرتها».<sup>12</sup>

لَمْ تَتَوَقَّفْ مَشْكلَةُ شَرِكَةِ جِنرالِ رِي عَندَ مَمارِساتِها التَّامِينِيَّةِ، بَلْ كانَ فِيها قِسمٌ يَتَعامَلُ بِالمَناجِرَةِ والشَّرِكاتِ المُنْبَثِقَةِ، وَهَذا عَمَلٌ عَدَّهُ بَفْتِ غَيرَ جَذابٍ عَندما حَصَلَ الإندماجُ (رَغمَ أَنَّهُ مُلْزِمٌ لِأَنَّهُ جِزءٌ مِنَ كَاملِ الصَّفِيقَةِ)، وَكارِثِيًّا مِنَ الناحية المَاليَّةِ بَعْدَ عَدَّةِ سَنواتٍ. وَقَد كَتَبَ عَندَ تَدارُهِ المَبْاشِرِ الصَّرِيحِ عام 2003 إِلى

المساهمين: «أنا متأكد من مقدرتي على توفير مئة مليون دولار، أو نحو ذلك، لو أنني أسرعت في إغلاق أوراق جنري Gen Re المالية، وتحرك تشارلي بسرعة لإغلاقها. ولا جدال في ذلك، ومع ذلك ترددتُ، وكانت النتيجة أن دفع مساهمونا سعراً أعلى بكثير مما دعت إليه الضرورة للمحافظة على بقاء هذا العمل»<sup>13</sup>.

جادل النقاد في أن ممارسة بفتِ الاعتراف العلني بأخطائه كان أسهل إذ لم يقلقه قطّ مخافة طرده من العمل لأنه يمتلك حصة كبيرة من أسهم شركة بيركشير العادية، وهذا صحيح، لكن ذلك لا يمحو القيمة الجوهرية لإيمانه أن الصراحة تفيد المدير كما تفيد المساهم على الأقل بالمقدار ذاته، «فالمدير التنفيذي الذي يضلّل الآخرين بالعلن يمكن في نهاية المطاف أن يضلّل نفسه بالسر»<sup>14</sup>.

### شركة كوكا كولا

إن استراتيجية روبرتو غويزويتا Roberto Goizueta - لتقوية شركة كوكا كولا حين تسلم منصب المدير التنفيذي - اشتملت على المساهمين بكل وضوح، وكتب في ذلك: «سنبقى في السنوات العشر القادمة أوفياء لمساهميننا وسنعمل على حماية مصالحهم وتحسينها، ويجب علينا أن نتقي أعمالاً تولّد عائدات، تتجاوز التضخم، حتى نتمكن من إعطائهم عائدات على استثماراتهم يفوق المعدل الوسطي»<sup>15</sup>.

لم يكن يتوجب على غويزويتا أن يُنمّي العمل فحسب - وهو أمر يتطلب استثمارات رأسمالية - بل كان مضطراً لإعطاء حقوق المساهمين المزيد من الأهمية أيضاً، وقد استطاعت الشركة أن ترفع من ربح السهم وتخفيض في الوقت نفسه نسبة الربح الموزع للسهم الواحد، حيث تزايدت أرباح السهم الموزعة في ثمانينيات القرن العشرين على المساهمين بنسبة 10% سنوياً، بينما انخفضت تسديدات أرباح الأسهم من 65 إلى 40%. وبذلك تمكنت الشركة من إعادة استثمار نسبة أكبر من أرباحها للمساعدة على استبقاء معدل النمو دون تغيير المساهمين السريع.

لأينكّر أحد أن شركة كوكا كولا كبيرة ذات تاريخ عريق في سجل أداؤها الاقتصادي، لكن مستوى النمو قد اعتدل في السنوات الأخيرة القليلة، مما أثار مخاوف بعض المساهمين، إلا أن بفت لم يخف و لم يفعل في الحقيقة أي شيء حتى إنه لم يبيع سهماً واحداً. وهذا هو اختبار واضح لإيمانه بالشركة وتصوير صحيح لبقائه و فياً لمبادئه.

### الإملاءات المؤسساتية

إذا كانت الإدارة تقف لتأخذ الحكمة والمصداقية من خلال مواجهة الأخطاء، فلم تهل التقارير السنوية في العديد منها للنجاح فقط؛ وإذا كان تخصيص رأس المال على هذه الدرجة من البساطة والمنطقية، فلم يتم تخصيصه بهذه الدرجة من الزهد؟ السبب الذي تعلمه بفت هو قوة خفية أسماها «الإملاءات المؤسساتية» المتمثلة بميل إدارة الشركة إلى تقليد سلوك المديرين الآخرين - كما تفعل بعض القوارض - بصرف النظر عن مدى سخف ذلك السلوك أو لاعقلانيته.

يقول بفت إن ذلك هو اكتشافٌ سبب له أكبر دهشة عبر مسيرته في الأعمال، فقد تعلم خلال دراسته أن المديرين ذوي الخبرة أمناً وأذكاء، ويتخذون بصورة تلقائية قرارات عقلانية تخص العمل، لكنه حين خرج إلى ميدان العمل تعلم بدلاً من ذلك أن «العقلانية تخبو كثيراً عندما تبرز الإملاءات المؤسساتية إلى الوجود»<sup>١٦</sup>.

يرى بفت أن الإملاءات المؤسساتية مسؤولة عن العديد من الظروف الخطيرة والشائعة بشكل يثير القلق: «(1) تقاوم {المؤسسة} أي تغيير في اتجاهها الراهن، و (2) حين يتنامى العمل ليملاً الوقت المتوفر تظهر مشروعات الشركة أو الاستحواذات لتلتهم الأموال المتوفرة، و (3) أيما شيء يشتهي القائد، مهما بلغ من الحماسة، يلقي الدعم بسرعة في دراسات تفصيلية واستراتيجية، يعدها أزماله حول نسبة العائد، وهو (4) تقليد أعمى لسلوك الشركات النظيرة، سواء كانت في مرحلة التوسع أو الاستحواذ أو تحديد تعويضات للمديرين الكبار أو غير ذلك مهما كان نوعه»<sup>١٧</sup>.

تعلم بفت هذا الدرس في وقت مبكر، فقد ساعده جاك رينغوولت -Jack Ring-walt- رئيس شركة ناشنال إندمنتي National Indemnity - التي استحوذت عليها بيركشير عام 1967- على اكتشاف القوة المدمرة التي تتمتع بها سلطة الأمر. حينما كانت معظم شركات التأمين تصدر عقود تأمين في ظروف مضمونة الإخفاق في توليد عوائد، بل تولد خسائر- وهذا أسوأ- انسحب رينغوولت من السوق، ورفض إصدار عقود جديدة، (انظر الفصل الثالث للاطلاع على القصة كاملة). أدرك بفت حكمة هذا القرار وحذا حذوه على الفور، وها هي ذي شركات بيركشير العاملة في التأمين تسير في عملها على هذا المبدأ حتى اليوم.

ما الدافع الكامن وراء الإملاءات المؤسسية التي تُسير العديد من الأعمال؟ إنه الطبيعة البشرية. لا يرغب معظم المديرين في الظهور بمظهر الحمقى في تعريض شركاتهم لخسارة ربعية مُحرجة حيث تكون الشركات «كالقوارض» مازالت تولد عائدات ربعية، رغم أنها تسير بشكل مؤكد إلى الهاوية. ليس من السهل أن تحوّل الشركة اتجاه مسيرتها، بل الأسهل في غالب الأحيان أن تتبع الشركات الأخرى إلى مهالك الإخفاق.

من المسلّم به أن كلاً من تشارلي و بفت يتمتعان بالحماية نفسها بخصوص حريتهما في أن يكونا صريحين بشأن الأخبار السيئة، ولا يساورهما القلق من تسريحهما، وهذا يعفيهما من اتخاذ قرارات غير تقليدية. ما زال المدير الذي يتمتع بمهارات تواصل قوية قادراً على إقناع المالكين بقبول خسارة في الأرباح مدة قصيرة والتغيير في اتجاه شركتهم إذا أدى ذلك إلى نتائج أفضل مع مرور الزمن. لقد تعلم بفت أن العجز عن مقاومة الإملاءات المؤسسية أقل علاقة بمالكي الشركة منه برغبة مديريها في قبول تغيير جوهري.

وحتى حينما يقبل المديرين بضرورة حدوث تغيير جذري في شركاتهم أو مواجهة إمكان إغلاقها، فإنهم يستصعبون كثيراً تنفيذ هذه الخطة، ويستسلم كثير منهم لمغريات شراء شركة جديدة بدلاً من مواجهة الحقائق المالية المترتبة على المشكلات الراهنة.

لماذا يضعلون ذلك؟ يفرز بفت ثلاثة عوامل يراها الأكثر تأثيراً على سلوك الإدارة، أولها أن معظم المديرين لا يستطيعون كبح جماح شهوتهم النشاطية، وهذه الرغبة الجامحة تجد متنفساً لها في كثير من الأحيان في الاستحواذ على الأعمال، وثانيها أنهم في الغالب يقارنون المبيعات والأرباح وتعويضات كبار المديرين في شركاتهم بغيرها من الشركات العاملة في مجال عملهم أو خارجه، وهذه المقارنة ترسخ الرغبة النشاطية العارمة في الشركة بصور مختلفة، وآخرها اعتقاد بفت أنهم يملكون إحساساً متعظماً بقدراتهم الإدارية.

هناك مشكلة أخرى تكمن في ضعف مهارات تخصيص رأس المال. يصل المديرون التنفيذيون على الأغلب إلى مناصبهم - كما يوضح بفت - من خلال تميزهم في نواح أخرى من الشركة، وهذا يشتمل على الإدارة أو الهندسة أو التسويق أو الإنتاج، ولذلك يلجؤون إلى موظفيهم أو مستشاريهم أو موظفي مصارفهم الاستثمارية، لأنهم يتمتعون بالقليل من الخبرة في هذا التخصص، ومن هنا تتطلق الإملاءات المؤسسية للدخول في عملية صنع القرار. يبين بفت أن المدير التنفيذي إذا انتهى أن يستحوذ على عمل واعد - يتطلب عائداً على الاستثمار مقداره 15% لتبرير شرائه - انبرى أزماله يؤكدون له بتقاريرهم المرفوعة إليه مقدرته على تحقيق 15,1%.

التبرير الأخير للإملاءات المؤسسية هو التقليد الأعمى، فلو أن الشركات آوَبَ و ج تعزف على وتر واحد لرأينا مدير الشركة التنفيذي يعزف عليه لأنه لأبدً مناسب لشركتنا.

إن انهيار مراكز أسهم هذه الشركات - حسب اعتقاد بفت - ليس من قبيل الفساد أو الغباء، بل لأن الإملاءات المؤسسية التي تتسم بالأمريّة، هي التي تجعل مقاومة السلوك المحتوم أمراً صعباً. استعرض بفت ذات يوم في حديثه مع مجموعة من طلبة جامعة نوتردام Notre Dame لائحة ضمت 37 شركة

استثمارية مصرفية، وبين أن كلاً منها أخفقت رغم أن حجمها في سوق نيويورك للأوراق المالية قد تضاعف خمس عشرة مرة، وأن الذين تربعوا على رئاستها هم ممن حققوا أعلى الدرجات في اختبارات الذكاء، وتميز كل منهم برغبة قوية في النجاح، ثم قال جاداً بعد أن توقف وأجال بصره في أرجاء القاعة: «تفكروا في ذلك. كيف تمكنوا من الوصول إلى نتيجة كهذه؟ سأقول لكم: إنه تقليد النظراء الأعمى»<sup>18</sup>.

### شركة كوكا كولا

عندما تسلّم غويزويتا Goizueta شركة كوكا كولا كان أحد أكبر تحركاته هو التخلص من الأعمال التي لاصلة لها بعملها الأصلي والتي أنشأها المدير التنفيذي السابق، وأن يعيد الشركة بذلك إلى موقعها، أعني بيع الشراب، وكان ذلك بمنزلة عرضٍ لمقدرتها على مقاومة الإملاءات المؤسسية.

إن حصر عمل الشركة بالعمل في منتج واحد هو دونما شك خطوة جريئة، لكن الذي زاد من بروز استراتيجية غويزويتا هو اتخاذ هذه الخطوة حينما كانت الشركات الأخرى في هذه الصناعة تعمل العكس تماماً، إذ أن العديد من شركات المشروبات الرئيسية استثمرت أرباحها في أعمال لا تتصل بعملها الأصلي، فقد استخدمت شركة أنهوزر- بوش Anheuser Busch أرباحها الناتجة عن عملها في البيرة بالاستثمار في حدائق ترفيهية هادفة\*، وكذلك شركة براون - فورمان Brown-Forman - لإنتاج وتوزيع الخمور والمسكرات - التي استثمرت أرباحها في مجالات زجاجيات الصيني والكريستال والفضة والأمتعة، وكانت جميعها أكثر ضعفاً بكثير، وشركة سيفغرام المحدودة Seagram Company Ltd - وهي الشركة العالمية في حقل المشروبات والمسكرات - اشترت شركة بيبسي المنافسة الرئيسية لشركة كوكا

\* مثل ديزني لاند (المغرب)

كولا في عالم الشراب، واشترت أيضاً شركات وجبات خفيفة ( فريتو- ليه Frito-Lay ) ومطاعم منها تاكو بيل Taco Bell و كنتاكي Kentucky وبيتزا هت Pizza Hut .

لم يؤد عمل غويزويتا إلى التركيز على اهتمام الشركة بأكبر وأهم منتجاتها فحسب، بل أعاد تخصيص مواردها في عملها الأكثر إدراراً للربح أيضاً، وبما أن العائدات الاقتصادية من بيع الشراب أعلى من عوائد الأعمال الأخرى؛ فإن كوكا كولا تعيد استثمار أرباحها اليوم في عملها الذي يولّد أعلى العائدات.

### شركة كليتون هومز

تقف شركة كليتون لتدافع عن إدارتها القوية ونمطها الذكي في العمل وسط صناعة تخنقها المشكلات التي اصطنعتها بأيديها.

تشكل البيوت الجاهزة اليوم 15% من مجموع الوحدات السكنية في الولايات المتحدة، لكن صورتها التاريخية السلبية في طريقها إلى الزوال من مختلف نواحيها، فقد أضحت أكثر تشبهاً بالبيوت الثابتة من حيث الحجم والمنهج، وأفضل بناءً، وبدأت أجرتها بالتنافس، لكنها تتمتع بمميزات ضريبية هي أن مالكيها غير مطالبين بامتلاك الأرض التي تقوم عليها، ورهوناتها مدعومة من قبل شركات رهن كبيرة أخرى ووكالات حكومية منها فاني مي Fannie Mae.

ومع ذلك، وبما أنها أقل ثمناً من البيوت الثابتة بشكل لا بأس به ( إذ أن أسعار عام 2002 تبلغ 48,800 مقابل 164,217 دولار)، فإن السوق الرئيسية تبقي المستهلكين في الطرف الأرخص من السلسلة الاقتصادية، وقد سكن عام 2000 في بيوت جاهزة أكثر من اثنين وعشرين مليون أمريكي يبلغ متوسط دخلهم الأسروي 26,900 دولار<sup>19</sup>.

خلال تسعينيات القرن العشرين وقع العديد من الصناعيين بين طرفي كماشة أحد طرفيها تزايد قبول هذه البيوت وزيادة شيوعها؛ وطرفها الآخر الجشع الساذج، وإخفاق كثير منهم في تلك الفترة نتيجة لذلك.

يتم بيع البيوت الجاهزة عبر منافذ مستقلة للبيع بالتجزئة تمثل عدداً من الشركات الصانعة أو تدخل في ممتلكاتها، وهنا - وبالمقدار نفسه - يجد المتسوقون عملية تمويل غالباً ما تكون تابعة للصناعي أو لمنفذ البيع، وليس فيها أي خطأ، فهذه المنافذ تبدو - وتشتغل - مثل وكالة السيارات. لكن المشكلة التي ترسّخت في هذه الصناعة هي البيع لأي شخص يستطيع أن يثبت توقيعه على اتفاق بيع يقوم على قروض مصيرها المحتوم إلى التقصير دون النظر إلى تاريخ استحقاق الدين.

إن بيع مقادير كبيرة من هذه الوحدات السكنية يقدم أرباحاً فورية لباعة التجزئة وعمولات هائلة لعناصر البيع. وفي هذا الأمر واقعٌ مرٌّ هو أن العديد منها يباع لأناس ظروفهم الاقتصادية ضعيفة وأن بدلات الحجز على ضمانات القروض التي تعثر أداؤها عالية، مما يؤدي إلى تدني الطلب على هذه البيوت. لقد ارتفعت نسب العاطلين عن العمل في السنوات القليلة الماضية ونسبة المتخلفين عن السداد، وتفاقم الوضع المؤسف للصناعة بشكل عام بسبب زيادة توريدات المخازين بدءاً من تسعينيات القرن العشرين والأوقات الاقتصادية العصبية التي تمنع الإنفاق بالطريقة نفسها من قبل الجميع أيضاً.

يمكن العودة بجزء كبير من المشكلة إلى القروض الضعيفة التي شاعت كثيراً في صناعة البيوت الجاهزة، فلماذا يفعلون ذلك جميعهم؟ مجرد أنهم جميعاً يفعلونه، وتخشى كل شركة من ضياع حصتها في السوق إن هي خالفتهم. وهذه الفكرة بعبارة موجزة هي لعنة الإماءات المؤسساتية، ولم تكن شركة كليتون منيعة عليها تماماً لكنها تجنبت أخطاءها الفظيعة.

الأمر الأكثر أهمية أن شركة كليتون عوّضت على موظفيها العاملين في المبيعات بطريقة مختلفة، هي أن عمولات الباعة والمديرين لا تقوم على عدد البيوت المباعة فحسب، بل على نوعية وأداء القروض المنفذة، وأن على الباعة أن يشاركوا في العبء المالي عندما تتأخر التسديدات عن مواعيدها، وكذلك في

الإيرادات التي تتحقق عند أداء القرض في موعده. ولنضرب مثلاً مدير مبيعات يقوم ببيع وتمويل بيت قيمته 24,000 دولاراً. إذا عجز الزبون عن أداء الدفعات خسرت الشركة تلقائياً 2,500 دولار، وكان المدير مسؤولاً عن حصة تصل إلى نصف هذه الخسارة<sup>20</sup>، أما عند الأداء الحسن فإنه يشارك بحصة مماثلة أيضاً، وبذلك يتحمل عناصر البيع عبء اجتناب القرض الضعيف.

لقد أثمر هذا الإجراء؛ ففي عام 2002 «لم يتأخر عن السداد سوى 2,3% من أصحاب البيوت مدة ثلاثين يوماً»<sup>21</sup>، وهذه النسبة تعادل نصف المألوف في هذه الصناعة تقريباً. وفي أواخر تسعينيات القرن العشرين - حين أغلق أكثر من ثمانين مصنعاً أبوابه وترك المهنة أربعة آلاف بائع بالتجزئة- لم تغلق شركة كليتون سوى واحد وثلاثين مركزاً للبيع بالتجزئة، كما لم تغلق مصنعاً واحداً. ومع ظهور بفت على الساحة بحلول عام 2003 كانت الشركة قد خرجت من ركودها الاقتصادي في عالمها الصناعي على العموم، وفي ميدان تصنيع البيوت الجاهزة على الخصوص أقوى وأفضل من أي من منافسيها.

اشترى وون بفت شركة كليتون هومز Claton Homes لأنه رأى أن جيم كليتون المُجدِّ العصامي يتمتع بمهارات إدارية وذكاء كبير، إذ أظهر مرتين، لا مرة واحدة، أنه قادر على الخروج من الهبوط التجاري في عالم صناعته من خلال إعادة بناء نمط عمله بطريقة جنبته إملءات مؤسساتية مدمرة بشكل خاص.

### شركة واشنطن بوست

أخبرنا بفت من قبل عن مقدره صحف الدرجة الثالثة على تحقيق أرباح جوهرية. وعليه فإن الأمر بيد إدارتها بشأن فرض المستوى الذي تبغي الوصول إليه، لأن السوق لا تتطلب مستويات عالية من الصحيفة، وأن مستويات الإدارة العليا وقدراتها هي التي يمكن أن تصنع فروقاً في عائدات العمل عندما تقارن بمجموعتها النظرية. لو استثمر بفت ملايين الدولارات العشرة التي وضعها في شركة بوست Post عام 1973 في غانيت Gannett أو نايت ريدر Knight-

Ridder أو نيويورك تايمز *New York Times* أو تايمز مِرر *Times Mirror*، لعادت عليه بأرباح فاقت المعدل لأنها تعكس الأمور الاقتصادية الاستثنائية لممارسة العمل في أية صحيفة خلال هذه الفترة، لكن قيمة صحيفة واشنطن بوست السوقية والتي زادت بحوالي 200 - 300 مليون دولار عن مجموعتها النظرية - على حد قول بفت - «جاءت إلى حد كبير من الطبيعة المتميزة للقرارات المتخذة من قبل الإدارة بقيادة (كاترين غراهام Catherine Graham) مقارنة بما يتخذه غيرها من مديري معظم الشركات الإعلامية الأخرى»<sup>22</sup>.

تميّزت كاترين غراهام بالفكر الذي هداها إلى شراء عدد كبير من أسهم شركة بوست بأسعار تقل عن قيمتها السوقية العادلة، وبالشجاعة - كما قال بفت - لمواجهة الاتحادات العمالية والحد من النفقات وزيادة قيمة عمل الصحيفة.

لقد ابتسم الحظ للمساهمين في صحيفة واشنطن بوست لأن كاترين غراهام وضعت الشركة في المكان المبشّر الذي هي فيه اليوم قائمة.

يجب عليك في مجال تقييمك للناس أن تبحث عن ثلاث خصال:  
الاستقامة والذكاء والمقدرة، وإذا لم تمتلك الخصلة الأولى قضت عليك  
الخصلتان الأخريان.<sup>23</sup>

وورن بفت، 1993

### نظرات وورن بفت في الإدارة وأخلاقيات العمل والعقلانية

لطالما ثابّر بفت في اتصالاته بالمساهمين في شركة بيركشير، وفي الواقع بالعالم أجمع على تأكيد الدؤوب في البحث عن المديرين الأمناء الصريحين، فهو يعتقد أنهم لا يقيّدون قيمة الشركة في الوقت الحاضر فحسب بل يشكلون قطب

الرحى في الأمور التي تحدّد نجاح الشركة في نهاية المطاف، وربحيّتها على المدى الطويل أيضاً، كما أن تعويضات الموظفين التنفيذيين وخيارات بيع وشراء الأسهم والاستقلال المباشر، والتحايل المحاسبي، أمور تضرب على الوتر الحساس لدى بفت ولا يتردد في الإفصاح لنا عن مشاعره بشأنها.

### حب المديرين التنفيذيين لاكتساب المال واختزانه والإملاءات المؤسسية

كتب بفت في رسالته الموجهة إلى المساهمين عام 2001 يقول: «إننا - أنا وتشارلي - نشعر بالاشمئزاز من الوضع الذي ساد كثيراً في الآونة الأخيرة وأصبح فيه المساهمون يعانون من خسارة المليارات في حين يذهب المديرون التنفيذيون ومن يعلوهم من المباركين لهذه المصائب بثروات غير عادية. والواقع أن الكثير منهم كانوا يدفعون بالمستثمرين إلى شراء الأسهم في وقت يُغرقون فيه السوق بأسهمهم مستخدمين في بعض الأحيان طرقاً تخفي أفعالهم، وهؤلاء عارٌ عليهم نظرتهم إلى المساهمين بمنزلة فطائر لحم وليسوا شركاء... وهذا سلوك أقل ما يوصف به أنه شائن في الشركات الأمريكية»<sup>24</sup>.

تدقُّ الفضائح المحاسبية نواقيس الخطر في أرجاء الولايات المتحدة، وخصوصاً لدى حملة أسهم تخضع شركتها للخطة 401 (ك K)، ويتساءل هؤلاء المساهمون، ويتعجبون حول ما إذا كانت شركاتهم تدار بأمانة وشفافية.

يتزايد علمنا يوماً بعد يوم بوجود مشكلات رئيسة في النظام، فالمديرون التنفيذيون يتقاضون رواتب هائلة ويستخدمون في الوقت ذاته أموال الشركة للتباهي والأهواء الشخصية، وليس في ذلك أي دور لمن يليهم من المديرين في الشركة إلا وضع بصماتهم على القرارات التي تتخذها الإدارة.

وتبدو الحال كما لو أنه لاوجود لمدير تنفيذي واحد يستطيع أن يقاوم إغراءات العيش على راتب عال وعلى أنماط الآخريين المتفاخرة، وهذه هي أكثر الإملاءات المؤسسية تدميراً.

لم تتحسن الأمور كثيراً برأي بفت، إذ وجّه اللوم في رسالته إلى المساهمين عام 2003 إلى «الجشع المتفشي كالوباء»، وأضاف: «تسارعت تجاوزات المديرين التنفيذيين في تسعينيات القرن العشرين حين أضحت رزمة التعويضات التي يحصل عليها المديرون الأكثر جشعاً عنواناً لأقوى المنافسات وراحت تتكرر في كل الأرجاء. إن راتب المدير التنفيذي يبقى اختباراً حاسماً للحكم على مدى جدية الشركات الأمريكية في إصلاح ذاتها، وهذا أمر لم يُحقق نتائج مُشجّعة حتى اليوم»<sup>25</sup>، ويأتي هذا التعليق من رجل لا يخصص نفسه بخيارات بيع الأسهم وشرائها، بل يدفع لها راتباً سنوياً قدره مئة ألف دولار.

### خيارات الأسهم

ترسخت عادة مكافأة المديرين التنفيذيين في الشركات التي تطرح أسهمها على الاكتتاب العام بخيارات بيع وشراء الأسهم بأسعار ثابتة بالإضافة إلى الرواتب الخيالية، ويرتبط عدد الأسهم في غالب الأحيان بأرباح الشركة وندراً بمدى أداء المدير التنفيذي لوظيفته.

وهذا يخالف جوهر مبادئ بفت، إذ يقول إنه حين يتم التخصيص بخيارات شراء الأسهم وبيعها بأسعار ثابتة بشكل عشوائي يُكافئ المديرون الذين يتقاعسون والذين يمتازون بحسن أدائهم بالكرم نفسه، وهو يرى أنك لا تكافئ الهدف الذي يحقق 0,150 كالذي يحقق 0,350 حين يُحرز فريقك البطولة.

يستخدم بفت في شركة بيركشير نظام منافسة يكافئ المديرين على أدائهم. ولا ترتبط المكافأة بالمشروع أو بعمر الشخص أو بمجمل أرباح الشركة، فالمكافأة يجب أن تقوم على أساس وحدة الأداء سواء ارتفعت أسعار أسهم الشركة أم انخفضت، كما يُكافؤون على مدى نجاحهم في تحقيق الأهداف المحددة لهم في الحقل الذي يقع تحت مسؤوليتهم، فبعضهم ينال مكافأة على زيادة المبيعات، وغيرهم على الحد من النفقات، أو تقليص المصروفات. لا يقدم بفت في نهاية

السنة أسهماً مجانية بل يكتب «شيكات» بعضها مُجزية، بحيث يتمكن المديرون من استخدام الأموال النقدية كما يشتهون، وربما اشترى بعضهم أسهماً في الشركة.

وحتى حين يُنظر بفت إلى خيار الأسهم على أنه جزء قانوني من تعويضات المديرين الكبار، فإنه يلفت نظرنا للبحث في كيفية تبريره في ميزانية الشركة، ويعتقد أنه يجب أن يظهر كنفقة لكي يتبين تأثيره بوضوح على الأرباح. وهذا على ما يبدو أمر لم يحظَ بالموافقة، ويا للأسف إذ لاتراه جميع الشركات من هذه الزاوية.

يرى بفت أن في هذا الأمر أحد مظاهر القبول الجاهز بالمدفوعات إلى المديرين الكبار، فقد أورد في رسالته إلى المساهمين عام 2003 قوله: «حينما يجتمع المديرون التنفيذيون أو ممثلوهم مع لجان التعويضات فالغالب أن ينتبه طرف واحد فقط - هو المديرون التنفيذيون - أكثر من غيره إلى الصفقات المعلقة، فالمدبر التنفيذي على سبيل المثال سينظر دوماً إلى الفرق بين تلقي خيار بمئة ألف سهم أو القبول بمبلغ مجرد قدره خمسمئة ألف دولار، وقد لا يبدو الفرق مهماً بنظر لجنة المكافآت، خصوصاً أن كلا المنحَين لن تؤثر على الأرباح المعلنة كما هي الحال في معظم الشركات. وفي هذه الظروف فإن للمفاوضات في غالب الأحيان صفة اللعب بالمال».<sup>26</sup>

يمكن أن ندرك شعور بفت القوي حيال هذا الموضوع في جوابه على إعلان شركة أمازون Amazon في نيسان / أبريل 2003 بأنها ستبدأ بذكر نفقات خيارات الأسهم، وقد كتب بفت إلى المدير التنفيذي جيف بيزوس Jeff Bezos أن هذا الأمر يتطلب «شجاعة خصوصية»، وأن قراره سيكون «مُعترفاً به ولن يُنسى»<sup>27</sup>، وبعد أسبوع واحد دفع بفت 98,3 مليون دولار في شراء أسهم أمازون عالية المردود.

### سوء التصرف المحاسبي والأمور المالية غير النزيهة

كل من قرأ صحيفة يومية في النصف الثاني من عام 2001 لأبد أن يدرك تزايد الأفعال السيئة في الشركات، وقد شاهدنا طوال شهور بشيئ يصل إلى حد الرعب فضائح تتوالى، وتظهر فيها أسماء مشاهير الصناعة الأمريكية. وكلها جاءت لتتزاخم تحت مظلة «الفضائح المحاسبية» لأن الأفعال السيئة تركزت في التحايل المحاسبي ولأن مدققي الحسابات القانونيين الذين كان يُفترض أن يتحققوا من التقارير المحاسبية كانوا هم أنفسهم أسماء مشاركة في هذه الأفعال.

من الطبيعي أن ينصب الاضطرابُ على المدى الطويل كميناً للإدارات

التي تغطي عمليات التشغيل بمناورات محاسبية.<sup>28</sup>

وورن بفت، 1991 (لاحظ تاريخ هذا التعليق)

والأكبر من المحاسبة هو بالطبع الجشع والكذب والأفعال الإجرامية. لكن التقارير المالية هي مكان جيد للبحث عن إشارات عن الاضطراب.

حذر بفت المساهمين في رسالته إليهم عام 2002 وطالبهم بتشديد انتباههم عند قراءة التقارير المالية السنوية، وقال: «إذا قرأتهم التقارير المالية في السنوات الأخيرة رأيتم عدداً هائلاً من بيانات أرباح أولية، هي مجرد جدولة لأرباح بينها المديرون بشكل متنوع تزيد كثيراً عما سمح به مدققو الحسابات. وفي هذا العرض يقول المدير التنفيذي لمالكي شركته لاتحسبوا هذه صغيرة... ولا تحسبوا تلك حقيرة... بل احسبوا مايجعل الأرباح كبيرة. وغالباً ما تُنشر رسالة تطالب سنة بعد سنة بنسيان كل هذه الأمور السيئة دون خجل من الإدارة».<sup>29</sup>

من الواضح أن بفت يشمئز من هذه الفضائح. «كشفت الأخطاء الفاضحة التي حدثت عن خيانة الثقة التي أولاها ملايين عديدة من المساهمين». لقد ألقى باللائمة في تدهور أخلاقيات العمل على أيام التهور التي سادت في تسعينيات القرن العشرين، وتمثلت بفترة الاغتاء السريع التي أسماها: الفقاعة الكبرى، وقال في ذلك: «نواظم المديرين السلوكية ذهبت أدراج الرياح، وبحلول تسعينيات القرن العشرين لم يواجه المديرين التنفيذيون الذين سلكوا هذه الطريق ازدحاماً كثيفاً، فقد تصرف العديد الكثير منهم بشكل سيء؛ يلقون الأرقام ويسحبون مدفوعات غامضة لقاء منجزات في العمل متدنية المستوى»<sup>30</sup>، أما المديرين الذين يلونهم في شركاتهم - وهم الأمناء على مصالح المستثمرين - فقد حققوا فشلاً ذريعاً في عدد كبير جداً من الحالات.

### إهمال عضو مجلس الإدارة في توجيه الشركة

الميل المتسم بالعار الذي يبيده مجلس الإدارة نحو الموافقة اللامبالية والخضوع اللامحدود لكل ما تطلبه الإدارة العليا هو - في طرح بفت - جزء من المشكلة. وهذا أمر يتعلق بالاستقلال والشجاعة، وهما مقدار الدرجة التي يرغب أعضاء مجلس الإدارة بالالتزام بهما للوفاء بمسؤوليات أمانتهم مخافة سخط المديرين التنفيذيين من ذوي المراتب العلية عليهم. وهذه الرغبة أو انعدامها هي السمة الظاهرة في غرف مجالس الإدارة في أنحاء البلاد.

وفي هذا يكتب بفت: «الاستقلال الحقيقي - بمعنى الرغبة في تحدي المدير التنفيذي القوي عند الخطأ أو حماقة - هو الميزة ذات القيمة الكبيرة في عضو مجلس الإدارة، وهي نادرة أيضاً. ويجب البحث عنها بين الأشخاص ذوي الدرجة العليا الذين تنطبق مصالحهم مع مصالح المساهمين العاديين»، ويصور بفت موقفه من خلال وصف السمات التي يبحث عنها في أعضاء مجلس إدارة شركة بيركشير هاثاوي: «درجة عالية من الاستقامة وذكاء في العمل وتركيز على المساهم واهتمام حقيقي بالشركة»<sup>31</sup>.

### هل يمكننا في الحقيقة وضع قيمة للإدارة؟

بفتّ هو أول من يعترف بأن تقييم المديرين وفق معايير الثلاثة - العقلانية والصراحة واستقلالية التفكير - أمر أصعب من قياس الأداء المالي، وذلك لسبب بسيط، هو أن البشر كائنات أكثر تعقيداً من الأرقام.

والواقع أن العديد من المحللين يعتقدون بعجزنا عن تحديد مقدار لقيمة الإدارة لأن قياس الأداء البشري غامض وغير دقيق ولا نستطيع تحديد درجة كميّة للثقة في تقييم الإدارة، لذا فإن هذا أمر لا طائل تحته. وهم يقترحون كما يبدو عدم إمكان القياس إن لم تكن هناك مرتبة عشرية في الرقم، لكن آخرين يرون أن قيمة الإدارة تنعكس تماماً في إحصائيات أداء الشركة التي تشتمل على المبيعات وهوامش الأرباح والعائد على حقوق المساهمين، ولا حاجة عندئذ لغير أداة القياس.

يتميز الرأيان بشيء من الصحة، إلا أن أحدهما لا يتمتع بالغلبة حتى يطفى على الفرضية الأساس. السبب الذي يدعو لأخذ وقت في تقييم الإدارة هو أن قيمتها تعدُّ بمنزلة إنذار مبكر على الأداء المالي في نهاية المطاف، وإذا أمعنت النظر في أقوال فريق الإدارة وأفعالهم تكشف لك دلائل تساعدك على قياس قيمة العمل قبل ظهوره في بيانات الشركة المالية أو في عمود الأسهم في صحيفتك اليومية. وقد يتطلب القيام بذلك شيئاً من جهدك الاستقصائي وربما كان هذا كافياً لتثبيت الكسول أو صاحب القلب الضعيف. وفي ذلك خسارتهم وربحك.

كيف تقوم بجمع المعلومات الضرورية؟ يقدم لك بفتّ بضع شذرات، فيقترح عليك أن تراجع التقارير السنوية عدة أعوام خلت، مع التركيز بشكل خاص على أقوال الإدارة حول استراتيجيات المستقبل، ثم تجري مقارنة تلك الخطط بالنتائج التي تحققت اليوم وبيان ما أنجز منها، وتقارن بعدئذ استراتيجيات عدد من السنين الماضية باستراتيجيات وأفكار السنة الحالية. هل ثمة تغيير في التفكير؟

كذلك يقترح إجراء مقارنة - قد تكون مفيدة - بين تقارير السنوية للشركة التي تهتم بها وتقارير شركات مشابهات أخرى في الصناعة نفسها. وليس من السهل على الدوام أن تعثر على شركة مطابقة تماماً لكن مقارنة الأداء النسبي قد تلهمك شيئاً.

**اقرأ التقارير السنوية للشركة التي أنظر بأمرها والتقارير السنوية للشركات المنافسة، فذلكم هو المصدر الأساس للمعلومات.**

**وورن بفت، 1993**

**نود المحافظة على بساطة الأمور، ولذلك يمكن لرئيس مجلس الإدارة أن يسترخي ويقرأ التقارير السنوية.<sup>32</sup>**

**تشارلي مَنغر، 1993**

عليك بتوسيع آفاق قراءتك، والانتباه الشديد إلى المقالات الواردة في الصحف والمجلات المالية عن الشركة التي تهتم بها، وكذلك عن صناعتها بشكل عام، واقرأ ما يقوله مديرو الشركة الكبار، وما يقوله الآخرون عنهم، وإذا لاحظت أن رئيس مجلس الإدارة ألقى في الفترة الأخيرة خطاباً، أو قدّم موجزاً، فاحصل على نسخة عنه من مديرية علاقات المستثمرين وادرسها بعناية، واستعرض صفحات موقع الشركة الإلكتروني لمعرفة آخر الأخبار، وعليك بالاهتمام بالتفكير بأية وسيلة مهما كانت، واحرص على أن تتسقط الأخبار. وكلما تقدّمت في ذلك سهلت عليك العملية الموصوفة هنا.

**لأبد من القول - بحزن - هنا باستحالة أن تمتلئ الوثائق التي تقرؤها بأرقام مبالغ فيها وتقدم أنصاف الحقيقة مع تشويش مدروس، فكلنا نعرف أسماء الشركات المتهمه بفعل ذلك، وهي تمثل معرض الشركات الأمريكية السافلة التي**

ينعم بعض قادتها بوقت طويل في السجن ليتفكروا فيما اقترفت أيديهم. يتسم الغش والتلاعب في بعض الأحيان بدرجة عالية جداً بحيث يقع في حباله أشد المحاسبين العدليين ذكاء، فكيف لك - وأنت المستثمر المُفتقر إلى المعرفة الخاصة - أن تدرك فحوى ماتراه؟

الجواب هو أنك للأسف لا تستطيع. يمكنك أن تتعلم قراءة التقارير السنوية والميزانيات - وهذا واجب عليك - ولكنك قد لا تتمكن من اكتشاف الكذب والتضليل الفاضح فيها.

ولا أعني أنه ليس لك إلا أن تستسلم، بل عليك بمتابعة البحث والنضال كي تبقى متيقظاً متبهاً لعلائم الاضطراب، ولن يدهشنا أن يقدم لنا وورن بفتٍ شذرات من النصائح القيّمة:<sup>33</sup>

● «احذر الشركات ذات المحاسبة الضعيفة»، وهو يُحذرننا على وجه الخصوص من الشركات التي لا تكشف عن نفقات خيارات الأسهم، وهذا علم أحمر يدل على المزيد من الخبايا الموجودة.

● علم أحمر آخر: «تعقيبات في أسفل الصفحات غير مفهومة»، ويقول بفتٍ إذا لم تستطع أن تفهمها فلا تحسبن ذلك تقصيراً منك، بل هي أداة تفضّلها الإدارة كي تعمي عنك شيئاً تريدك ألا تعرفه.

● «عليك بالشك بالشركات التي تنعق بتنبؤات الأرباح وتوقعات النمو». ليس ثمة من يعرف المستقبل وأي مدير تنفيذي يدعي ذلك يكن غير جدير بالثقة.



يريد بفتٍ في الختام أن يتعامل مع المديرين المتميزين بعدم اللف والدوران وبالصرحة مع مساهمي شركاتهم وكذلك مع مستخدميهم، وإن اصراره على السلوك الأخلاقي في العمل كشرط للقيام على العمل يتزايد أهمية منذ

تفجرت فضائح الشركات. إلا أنه أول من يُقرّ بأن اتخاذ مثل هذا الموقف وحده - وبحد ذاته - لن يمنع المستثمرين من الخسائر التي تتمخض عن المخادعة.

ويجب عليّ أن أضيف تحذيري: إنني لأستطيع أن أعطي وعداً بأن اتباع المذاهب التي تتضمنها طريقة وورن بفت الموصوفة في هذا الكتاب سيؤمّن الحماية الكاملة المطلقة. فإذا كان موظفو الشركة كذابين أشدّين على المستثمرين من خلال المحاسبة اللانزيهة أو أية مناورات أخرى غير قانونية - وهم بها حاذقون - تعذّر بل استحال اكتشاف الكذب والخداع في الوقت المناسب. إن مصير السيئين إلى السجن، ولكن الضرر سيكون حتى ذلك الحين قد لحق بالمساهمين؛ وأذهب المال. وأستطيع القول إنك إذا اتخذت طريق الحرص والتفكير في النظر بالاستثمارات التي علّمنا إياها بفت وأخذت الوقت الكافي للقيام بوظيفتك أصبّت أكثر مما أخطأت، ومن المؤكد أنك أفلحت أكثر من الذين يسمحون لأنفسهم بأن يدفعهم الآخرون وتسحبهم الشائعات والعناوين الرئيسية، شاؤوا أم أبوا.

