

## مقدمة

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

كيم كلارك، عميد كلية الأعمال

في هارفارد، 2003

أثناء مدة الازدهار الطويلة التي شهدتها السوق في التسعينيات سجلت تعويضات المديرين التنفيذيين في الشركات المسهمة العامة - أي الشركات المطروحة أسهمها للتداول في أسواق الأوراق المالية - ارتفاعاً كبيراً أوصلها إلى مستويات غير مسبوقة. أثناء المدة الممتدة بين العام 1992 والعام 2000، تضاعف وسطي الأجر الحقيقي (المصحح بمراعاة التضخم) للمدير العام التنفيذي في الشركات المسجلة في دليل إس & بي 500 أكثر من أربع مرات متسلسلاً من 3.5 مليون \$ إلى 14.7 مليوناً<sup>1</sup>. وقد كان للتعويضات القائمة على خيارات الأسهم حصة الأسد من ذلك الارتفاع، حيث تضاعفت قيمة خيارات الأسهم المقدمة للمديرين العامين تسع مرات أثناء المدة ذاتها<sup>2</sup>. وقد تجاوز نمو تعويضات المديرين بوضوح معدل نمو تعويضات باقي العاملين. في العام 1991، كان وسطي ما يتقاضاه المدير العام في الشركات الكبيرة يعادل على وجه التقريب 140 ضعفاً من أجر العامل المتوسط؛ في العام 2003، بلغت تلك النسبة نحو 500 إلى واحد<sup>3</sup>.

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

أحد الاقتصاديين بيّن أن ذلك النمو العنيف في أجور المديرين أثناء التسعينيات قد رافقه نمو أعنف في عدد ورقات البحوث التي تناولت ذلك الموضوع<sup>4</sup>.

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

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

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

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

### الرؤية الرسمية ومظاهر قصورها

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

وقد شكل إدراك مدى تأثير المديرين في حجم وطبيعة الأجور التي يتقاضونها النقطة المركزية في حملات النقد التي تعرضت لها تعويضات المديرين، سواء في الأوساط الإعلامية أو بين صفوف الناشطين من حملة الأسهم<sup>5</sup>. وبالرغم من ذلك فإن المسلمة التي تقول إن مجالس الإدارة تتفاوض مع المديرين بشأن ترتيبات أجورهم على مطال ذراعها قد ظلت طويلاً، ولا تزال إلى اليوم، تمثل واحدة من المقدرات المركزية في عالم الشركات، وكذلك أيضاً في معظم البحوث التي تناولت تعويضات المديرين. يعتقد أنصار هذه الصورة الرسمية بأنها تعكس إلى حد بعيد الصورة الواقعية. وإذا ما وجدوا أنفسهم وجهاً لوجه أمام ممارسات تتناقض مع مسلمة التفاوض على مطال الذراع، فإنهم يجنحون إلى تفسير تلك الحالات الشاذة على أنها «تفاحات عفنة» لا تعكس الواقع الحقيقي للصندوق كله، أو

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

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

ومسلمة المساومة على مطال الذراع التي تمثل عماد تلك الصورة الرسمية قد لقيت أيضاً قبولاً واسعاً في معظم الأعمال البحثية التي تناولت تعويضات المديرين. صحيح أن تأثير الجهاز التنفيذي على أعضاء مجلس الإدارة قد استرعى انتباه أولئك الذين كتبوا عن الموضوع من وجهة النظر القانونية أو التنظيمية أو الاجتماعية<sup>6</sup>، لكن معظم البحوث التي تناولت أجور المديرين (ولا سيما البحوث التجريبية) أجريت على يد خبراء الاقتصاد المالي، وقد كان لمسلمة المساومة على مطال الذراع دور أساسي في توجيه القسم الأكبر من أعمال هؤلاء. بعض الباحثين في مجال الاقتصاد المالي -سوف نتطرق لاحقاً إلى مناقشة أعمالهم- تحدثوا عن اكتشافات وصفوها بأنها لا تتسجم مع مبدأ التفاوض على مطال الذراع<sup>7</sup>. غير أن غالبية الأعمال في هذا الحقل قد افترضت أن مبدأ المساومة على مطال الذراع كان ببساطة سيد الموقف في تعامل مجالس الإدارة مع المديرين.

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

يفسر استخدامنا عبارة «التعاقد المجدي» أو «التعاقد المثالي» في سياق الحديث عن ذلك المبدأ في بعض من أعمالنا السابقة<sup>8</sup>.

والباحثون في الاقتصاد المالي، النظريون منهم والتجريبيون، قد بذلوا جهوداً كبيرة ضمن إطار نموذج مطال الذراع في محاولات دؤوبة لتفسير ترتيبات التعويضات في شكلها العام الرائج اليوم وتفسير التباين في سياسات التعويضات بين الشركات المختلفة<sup>9</sup>. وبالفعل فإن هؤلاء الباحثين كانوا كلما وقعوا على ممارسات أو سياسات لا تتسق مع منطق الحوافز المجدية اقتصادياً، يجهدون أدمغتهم في استنباط الحلول العبقرية التي تعيد تلك السياسات إلى حظيرة الحوافز المجدية وتبتدع وسائل الربط الجديدة لخلق نوع من الصلة بين تلك السياسات من جهة ومبدأ التعاقد على مطال الذراع من جهة ثانية. أما السياسات التي استعصت على كل أشكال التفسير، فقد أعطاها الباحثون صفة «الظواهر الشاذة» أو «الألغاز»، ووضعوها جانباً على أمل أنها قد تختفي من تلقاء نفسها مع مرور الزمن، أو أن الأيام القادمة سوف تحمل معها حلولاً إضافية تسمح بتفسير تلك الظواهر ضمن إطار نموذج مطال الذراع.

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

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

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

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

## السلطة والأجر

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

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

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

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

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

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

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

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

### الأجر مقابل الأداء، والوعود الخاوية بشأن أجور المديرين

أولئك الذين صنفوا لارتفاع تعويضات المديرين ركزوا كثيراً على المكاسب التي ستعود على حملة الأسهم من جراء تعزيز حوافز المديرين على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. وفي الواقع فقد عمد بعض من كبار أعلام الاقتصاد المالي في بداية التسعينيات، من شاكلة مايكل جينسن و كيثن مورفي، إلى الإلحاح في حرض حملة الأسهم على إظهار مزيد من القبول حيال رزم التعويضات الضخمة التي ينتظر منها أن تزود المديرين بحوافز قوية تدفعهم إلى أداء أفضل<sup>10</sup>. وتبعاً لرؤية هؤلاء فإن حملة الأسهم مدعوون إلى الاهتمام بتزويد المديرين بحوافز تتمتع بما يكفي من القوة أكثر اهتمامهم بالمبالغ التي ستصرف على أجور المديرين.

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

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

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

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

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

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

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

### انتقادات من نوع آخر تستهدف بدورها تعويضات المديرين

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

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

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

كذلك من المهم أيضاً أن نميز بوضوح موقفنا إزاء سياسات التعويضات من وجهة النظر التي تقول إن الحوافز المالية ليست على تلك الدرجة من الأهمية فيما يخص تحفيز مديري الدرجة الممتازة ومن ثمّ فإن تعظيم قيمة رأس المال المسهم لا يستدعي على الإطلاق تقديم رزم ضخمة من الأجور. منذ منتصف القرن الماضي على أقل تقدير، ذهب بعض علماء النفس المتخصصين في عالم المال والأعمال إلى الزعم بأن مديري الشركات، الذين يتمتعون جميعهم بوضع مادي ممتاز أصلاً، يتحركون بالدرجة الأولى بفعل عوامل من شاكلة الحاجة إلى كسب مزيد من الاحترام، وتحقيق الذات، وما شابه ذلك<sup>11</sup>. وتبعاً لتلك الرؤية فإن «القوة المحركة الحقيقية التي تحفز المدير النموذجي... لا تتجسد في المال، وإنما في ذلك الإحساس العميق بالسعادة الداخلية لأنه ينجز عملاً صعباً وشائكاً بإتقان واقتدار»<sup>12</sup>. وبموجب ذلك فإن زيادة حجم الأجور المقدمة لمديرين يتقاضون أصلاً أجوراً ممتازة، كما تقول حجة هؤلاء، لن يكون لها أي أثر على أداء أولئك المديرين، ولن تتعدى كونها ببساطة مضيعة لأموال حملة الأسهم.

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

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

### حجم الرهان

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

لكن، حتى لو سلمنا جدلاً بأن الصفة الرمزية غير مهمة، فإن موضوع تعويضات المديرين يتمتع بأهمية عملية كبيرة بالنسبة لحملة الأسهم وكذلك أيضاً بالنسبة لصناع القرار ومهندسي السياسات. والأخطاء التي تعتري ترتيبات التعويضات تفرض تكاليف كبيرة على حملة الأسهم. في البداية هناك فائض الأجر الذي يحصل عليه المديرون بفضل ما يتمتعون به من سلطة ونفوذ، والمقصود هنا بفائض الأجر هو الفارق بين ما يتقاضاه المدير بفضل سلطته ونفوذه من جهة وما كان سيتقاضاه في ظل تعاقد على مطالب الذراع من جهة ثانية. وتبعاً للنتائج التي يسعى يانيف غرنستين بالتعاون مع واحد من مؤلفي الكتاب إلى توثيقها على نحو مفصل في دراسة جارية<sup>13</sup>، فإن المبالغ التي تدرج ضمن إطار فائض الأجور لا يمكن على الإطلاق عدها «فكة عملة» (مبالغ زهيدة بخسة) بالنسبة لحملة الأسهم.

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

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

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

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

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

### نظرة إلى الأمام

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

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

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

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

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

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

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

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

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

