

الجزء

الأول



الرؤية الرسمية

ومظاهر قصورها

obeikandi.com

الرواية الرسمية

1

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

إيرا ميلستين، «مجلس الإدارة
المحترف»، 1995

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

مشكلة التوكيل

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

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

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

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

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

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

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

مجلس الإدارة بصفته الحارس الأمين لمصالح المساهمين

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

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

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

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

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

المساومة على مطال الذراع حول التعويضات

إذا ما أخذنا بالحسبان مصلحة المديرين الطبيعية في بذل القليل وتقاضي المزيد، فإن من البديهي الاعتقاد بأن تخويل المديرين بتحديد أجورهم بأنفسهم سوف يترتب على الشركة تكاليف توكيل ضخمة. لذلك فإن القرارات المتعلقة بتعويضات المديرين تدرج في عداد المسؤوليات المنوطة مباشرة بمجلس الإدارة. وتبعاً للنظرية الرسمية حول تعويضات المديرين فإن مجلس الإدارة يتفاوض مع المديرين حول أجورهم على مطال ذراعه واضعاً في ذلك نصب عينيه مصالح الشركة وحملة الأسهم ولا شيء سواها. وهذا الاعتقاد يشكل الأساس الذي يستند إليه قانون الشركات في تعامله مع قرارات مجالس الإدارة حول التعويضات. وانطلاقاً من اعتقادها الراسخ بأن أعضاء مجلس الإدارة يستخدمون صلاحياتهم في إدارة أعمال الشركة بما يخدم مصالح حملة الأسهم فإن الهيئات القضائية تميل عموماً إلى تأييد قرارات المجلس في القضايا المتعلقة بالتعويضات. وكما عبرت محكمة ديلاوير العليا أخيراً فإن «المسائل المتعلقة بحجم وبنية تعويضات المديرين هي بطبيعة الحال مسائل حكمية» جديدة بأن تحظى «بعظيم الاحترام» لدى الهيئات القضائية⁹.

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

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

التعاقد المجدي والأجر المرتبط بالأداء

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

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

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

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

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

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

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

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

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

إنها السوق

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

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

هل يمكن تشبيه المديرين العامين بنجوم الرياضة؟

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

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

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

هل يجوز القول إن غالبية المديرين يتقاضون أجوراً مفرطاً؟

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

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

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

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

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



obeikandi.com

هل كانت مجالس الإدارة تساوّم المديرين على مطال ذراعها؟

2

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

آدم سميث، 1776

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

إذا انطلقنا من أن المديرين لن يسعوا بالفطرة إلى تعظيم قيمة رأس المال المسهم، فما من سبب يدعونا إلى الاعتقاد سلفاً بأن أعضاء مجالس الإدارة سيفعلون ذلك. بل إن من المؤكد أن لأعضاء مجالس الإدارة بدورهم دوافعهم وأهواءهم الشخصية وأن تلك الدوافع والأهواء سيكون لها أثر كبير على أدائهم. إن لدى أعضاء مجالس الإدارة دوافع مادية وأخرى غير مادية تحدو بهم إلى محاباة المديرين، أو على الأقل إلى مسايرتهم. وهناك طيف واسع من العوامل النفسية والاجتماعية التي تعزز تلك الدوافع. ولما كان أعضاء المجالس لا يملكون عادة إلا قدرأ قليلاً من أسهم شركاتهم، فإن ما يستشعرونه من حوافز الملكية لا يرتقي على الإطلاق إلى المستوى الذي يسمح له بالتغلب على دوافعهم وميولهم للانحياز إلى

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

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

عملية تحديد الأجور

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

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

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

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

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

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

الأحكام بحد ذاتها تغييراً جدياً في العلاقة بين المديرين ومجالس الإدارة. وبالفعل فإن هناك العديد من الأسباب القوية للتشكيك في أن تعزيز حضور الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة أو في لجنة التعويضات من شأنه أن يضمن بحد ذاته أن عملية تحديد الأجر سوف تشكل مقارنة حقيقية لمنطق المساومة على مطال الذراع.

رغبة أعضاء المجلس في أن يعاد انتخابهم لعضوية جديدة

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

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

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

وبذلك فإن مفتاح عضوية المجلس إنما يكمن في الفوز بالانضمام إلى قائمة مرشحي الشركة. ومن هنا، على الأقل، فقد كان للمدير العام التنفيذي تأثير كبير، بل حاسم في بعض الأحيان، في سير عملية الترشح¹². صحيح أن معظم مجالس الإدارة لديها لجنة خاصة مكلفة بمهمة الترشيح، ولكن خلافاً للجنة التعويضات التي باتت منذ زمن تقتصر على نحو شبه كلي على الأعضاء المستقلين دون سواهم، فإن لجان الترشيح لم تشهد بعد مثل ذلك التحول. وفي الواقع فإن المديرين العامين أنفسهم كثيراً ما يكونون في الوقت ذاته أعضاء في لجان الترشيح¹³. وقد كشف استطلاع أجري في العام 2002 أن 50 بالمئة فقط من أصل 1500 شركة من شركات إس & بي لديها لجان ترشيح مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين¹⁴.

والحقيقة أن المديرين العامين، حتى أولئك الذين لم يكونوا رسمياً أعضاء في لجان الترشيح، كان لهم كبير الأثر في سير عملية الترشيح¹⁵. فقد دأبت مجالس الإدارة ولجان الترشيح على تحاشي ترشيح الأعضاء الذين لا يروقون للمديرين. وعلى أقل تقدير فقد كان للمديرين قدرة كبيرة على إعاقة ترشيح أي من الأعضاء الذين لا يطمنون أن يروهم في المجلس القادم. ومن هنا فقد كان من الواضح أن التصارع مع المدير العام بخصوص تعويضات الجهاز التنفيذي لا بد أن يضر بفرص عضو المجلس في الترشيح لعضوية جديدة. أما «مسايرة» المدير العام فيما يتعلق بترتيبات الأجور فقد كانت على الدوام الاستراتيجية الأكثر أماناً.

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

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

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

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

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

سلطة المديرين العامين في توزيع المكافآت على أعضاء المجلس

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

ممارسات من الحاضر والماضي:

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

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

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

معايير الاستقلالية الجديدة وحدودها:

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

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

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

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

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

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

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

التشابكات:

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

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

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

تعويضات أعضاء المجلس:

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

كشفت دراسة قام بها إيفان بريك و أودد بالمون و جون وولد عن أن الشركات التي يتقاضى مديروها العامون تعويضات أكثر ارتفاعاً، يتقاضى أعضاء مجالس إدارتها بدورهم أيضاً أجوراً أكثر ارتفاعاً³¹. لا شك في أن ارتفاع تعويضات المدير العام وأعضاء مجلس الإدارة قد يعكس حقيقة وجود صعوبات خاصة في تسيير أمور الشركة، أو وجود نقص في الكوادر القادرة على تسيير الشركة، أو أن أداء الشركة جيد وناجح إلى الحد الذي يدفع مجلس إدارتها إلى الاعتقاد بضرورة مكافأة المدير العام وأعضاء المجلس على ذلك النجاح. غير أن الدراسة المذكورة آنفاً قد أسقطت تلك التفسيرات البديلة باكتشافها أن الزيادة في تعويضات المديرين العاملين وأعضاء المجلس ترتبط ارتباطاً عكسياً بأداء الشركة. وقد قاد هذا الاكتشاف الباحثين إلى استنتاج مفاده أن ما وقعوا عليه في دراستهم من رابط قوي بين ارتفاع أجور أعضاء المجلس وارتفاع تعويضات المدير العام إنما يعود في حقيقة الأمر إلى تواطؤ صريح أو مبطن بين كلا الطرفين.

عوامل اجتماعية ونفسية

إذا ما وضعنا جانباً الدوافع الاقتصادية ورغبة أعضاء المجلس في أن يعاد انتخابهم لعضوية جديدة، فإن هنالك العديد من العوامل الاجتماعية والنفسية التي تحدد بأعضاء

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

الصداقة والولاء:

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

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

الزمالة والروح الجماعية:

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

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

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

مرة وربما مرتين في العام يضطر أعضاء لجنة التعويضات إلى نزع قبعتهم كزملاء للمدير العام، ووضع قبعات المفاوضات الأشداء الذين يساومون المدير العام على مطالب ذراعهم حول تعويضاته. هذا التحول في المواقع والأدوار من المرجح أن يكون صعباً حتى في حالة الأعضاء ذوي النوايا الطيبة الراغبين في الاضطلاع بمسؤوليتهم وتمثيل مصالح حملة الأسهم في تلك المفاوضات.

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

احترام المنصب:

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

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

وفضلاً عن ذلك فإن أعضاء المجلس يميلون أيضاً إلى احترام توجهات المدير العام في الكثير من القرارات التي يتخذها مجلس الإدارة، حتى عندما تتعارض هذه التوجهات مع رؤيتهم الخاصة. ودور أعضاء مجلس الإدارة في العديد من القضايا إنما يتجسد في تقديم الاستشارات الاستراتيجية للمدير العام وتسويق آرائه وتوجهاته، لا في معاندته وفرض إرادتهم عليه، ولا في تجاوزه وصنع القرارات من دونه. طالما أن أعضاء المجلس راغبون في أن يستمر المدير العام في قيادة الشركة، فإن من المفيد ألا يجهدوا أنفسهم في فرض رؤيتهم عليه، بل أن يتركوا له كرسي القيادة ويأخذوا أماكنهم في حافلة الشركة. وإذا ما خلص بعضهم إلى أنه لن يستطيع، مهما اجتهد في المحاولة، أن يستمر في دعم سياسات المدير العام الذي يحظى بدعم باقي أعضاء المجلس، فالأفضل له أن ينسحب بهدوء³⁶.

مرة أخرى نجد أن تغيير القبعات لمساومة المدير العام على تعويضاته مسألة صعبة جداً. فأعضاء المجلس الذين اعتادوا التعامل مع مديرهم العام بكل احترام وتقدير سيجدون صعوبة بالغة في الانخراط فجأة في دور المفاوض الندي يساوّم المدير بشأن تعويضاته على مطال ذراعه.

تضارب الاعتبارات:

لقد دأبت الشركات في اختيارها لأعضاء لجنة التعويضات على الاعتماد على نحو كبير على المديرين التنفيذيين العاملين منهم والسابقين. في العام 2002، كان 41 بالمئة من أعضاء لجان التعويضات من المديرين التنفيذيين العاملين، نصفهم تقريباً مديرون عامون ما زالوا على رأس عملهم. وفضلاً عن ذلك فإن 26 بالمئة آخرين من أعضاء تلك اللجان كانوا أشخاصاً قد تقاعدوا من عملهم الأصلي، القسم الأكبر منهم من المديرين التنفيذيين السابقين³⁷.

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

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

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

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

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

التكلفة الضئيلة لمحاباة المديرين

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

تراجع قيمة حصص أعضاء المجلس من أسهم الشركة:

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

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

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

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

خسارة السمعة:

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

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

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

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

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

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

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

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

عوز الوقت والمعلومات

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

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

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

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

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

مستشارو التعويضات

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

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

عادة ما كان التعاقد مع مستشاري التعويضات يتم عن طريق قسم الموارد البشرية في الشركة، وكثيراً ما كان المديرون العامون يتدخلون على نحو مباشر أو غير مباشر في عملية الانتقاء⁵⁷. وحتى في حالات عدم تدخل المدير العام لم يكن صعباً على المستشار الذي يقع عليه الاختيار أن يفهم من تلقاء نفسه أن أي اقتراح لا يرضي المدير العام من شأنه أن يقضي كلياً على فرصة الحصول على عقد آخر من الشركة في المستقبل. ومن جهة أخرى فإن مستشاري التعويضات يعملون عادة لدى شركات الاستشارات، وهذه تستمد معظم دخلها من الخدمات المختلفة الأخرى التي تقدمها لأقسام الموارد البشرية في الشركات المختلفة. وشركة الاستشارات التي يعمل لديها مستشار التعويضات المكلف كثيراً ما تربطها بالشركة المكلفة عقود خدمات أخرى، أو أنها على الأقل تأمل في الحصول على عقود مستقبلية مع تلك الشركة. وقد علق أحد مستشاري التعويضات على حساسية هذه العلاقة بالقول: «هنالك شريحتان من العملاء الذين يحرص أحدنا على ألا يغضبهم - العملاء الحاليون والعملاء المحتملون»⁵⁸.

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

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

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

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

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

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

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

المديرون العامون المعينون حديثاً

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

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

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

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

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

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

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

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

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

حالات إقالة المديرين العامين (على ندرتها)

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

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

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

إن من المهم أن نحفظ في الذاكرة أن تواتر حوادث الإقالة لا يزال ضعيفاً إلى أبعد الحدود. وقد بينت دراسة شملت أكثر من 1000 شركة أن نسبة المديرين العاملين الذين استقالوا أو أرغموا على الاستقالة بسبب ضعف الأداء أثناء المدة الممتدة من 1993 وحتى 1999، كانت أقل من 1 بالمئة في العام⁶⁸. كما كشفت دراسة أخرى عن أن إيرادات المديرين العاملين في الشركات المسهمة العامة أقل حساسية للأداء على نحو واضح من إيرادات نظرائهم في الشركات الرديفة التابعة⁶⁹. والمديرون العاملون في الشركات المسهمة العامة ليسوا مهددين بخطر الإقالة إلا إذا كان أداء تقيساً للغاية أو إذا تعمد أحدهم إساءة استخدام سلطاته. فمجلس الإدارة لن يلجأ إلى اتخاذ إجراء كهذا إلا إذا تعرض لضغوط خارجية شديدة من النوع الذي يتولد نتيجة خطأ إداري جسيم وفاضح أو سلوك لا أخلاقي من جانب المدير العام.

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

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

تفاوت عمليات تحديد الأجور بين الأفضل والأسوأ

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

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

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

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

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

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



قدرة المسهين المحدودة على التدخل

3

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

محكمة ديلاوير العليا
بريم ف. آيسنر، 2000

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

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

المقاضاة

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

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

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

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

طالما أن عملية صنع القرار تحقق تلك الشروط الميسرة فإن المحكمة سوف تبادر على العموم إلى الاستناد إلى قاعدة أحكام العمل، وسوف ترفض النظر في حجج الادعاء التي تقول إن رزمة التعويضات التي حظيت بتصديق المجلس كانت منافية للمنطق العقلائي. الحجة الوحيدة التي قد تبدي المحكمة استعداداً لسماعها هي أن رزمة التعويضات المعينة قد بلغت حداً من اللاعقلانية يمنع أي إنسان عاقل من الموافقة عليها، وأنها بذلك تمثل ببساطة «هدراً» فاضحاً لموارد الشركة². غير أن هذا المقياس يمثل، كما وصفته محكمة ديلاوير العليا، «اختباراً بالغ الصعوبة، يندر أن تجتمع خيوطه في يد فريق الادعاء من حملة الأسهم»³. وقد وصف أحد مشاهير القضاة القضايا التي يمكن فيها إثبات «الهدر» بأنها - شأنها شأن حوادث ظهور وحش بحيرة نيس - نادرة إلى الحد الذي يثير الشك في وجودها⁴.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

التصويت على برامج الخيارات

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

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

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

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

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

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

وكل ما هنالك أن المسهمن سيكونون قد فوتوا على شركتهم ببساطة فرصة الاستفادة من الخصم الضريبي. وبالفعل فإن المواد الدعائية التي دأبت الشركات على توزيعها ضمن إطار حملات التصويت في مثل تلك الحالات قد عنيت عموماً بلفت انتباه حملة الأسهم إلى أن مجلس الإدارة قد يمضي قدماً في اعتماد خطط الخيارات المتنازع عليها دون موافقتهم إذا ما اقتضى الأمر، كما أن المستثمرين المؤسسيين قد بنوا حساباتهم في تلك الحالات بصورة عامة على أن مجلس الإدارة كان جاداً في تلويحه بإقرار خطط الخيارات دون موافقة المسهمن¹⁰. واليوم وقد باتت موافقة المسهمن شرطاً ملزماً بالنسبة لمعظم خطط الخيارات، فإن الشركات لن يكون بإمكانها الاستمرار في التهديد بإقرار خطط الخيارات دون موافقة المسهمن. غير أن المسهمن سوف يظل لديهم على كل حال ما يشغلهم من الهموم بشأن احتمال تحول مجلس الإدارة إلى تقديم جوائز ترضية للمديرين عبر عروض التعويضات السخية غير القائمة على خيارات الأسهم التي قد تحمل حملة الأسهم خسائر أكبر ولا سيما إذا ما نظرنا إلى التكلفة النهائية بعد احتساب الضريبة أو إلى التكاليف الإضافية التي تترتب على تقديم حوافز بديلة.

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

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

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

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

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

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

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

التصويت على قرارات التوصية

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

الشركة وطرحها للتصويت عليها من قبل عموم المساهمين. (يطلق على هذه القرارات اسم قرارات «التوصية» لأنها ليست ملزمة لمجلس الإدارة حتى لو حظيت بتأييد غالبية أصوات حملة الأسهم) وقد تركز قسم كبير من تلك القرارات حول مسألة تعويضات المديرين. تبين دراسة قامت بها شركة غيورغنس شير هولدر المختصة بتنظيم حملات اجتذاب الأصوات في المنافسات الانتخابية وعمليات التصويت أن 40 بالمائة من أصل 427 قراراً من قرارات التوصية المتعلقة بحوكمة الشركات، التي انبثقت جميعها عن مبادرات حملة الأسهم وطُرحت للتصويت في العام 2003، قد عنيت بمعالجة مسائل متعلقة بالتعويضات¹⁹.

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

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

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

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



obeikandi.com

حدود قوى السوق

4

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

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

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

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

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

سوق عمل المديرين

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

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

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

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

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

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

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

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

بورصة حكم الشركات

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

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

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

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

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

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

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

بورصة رأس المال الإضافي

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

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

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

لا شك في أن إصدار أسهم جديدة بسعر منخفض سوف يضر بقيمة ممتلكات جميع حملة الأسهم الحاليين بمن فيهم المديرون أنفسهم. لكن المديرين، كما ذكرنا سابقاً، لا يملكون إلا جزءاً صغيراً من أسهم الشركة، وهم بذلك لن يتحملوا إلا قدرًا صغيراً من الخسائر المترتبة على انخفاض قيمة الأسهم الأصلية. وعلى الغالب فإن الخسارة التي قد يتحملها المديرون في حالة كهذه ستظل أصغر جداً من أن تمثل رادعاً حقيقياً قادراً على تهيئهم عن السعي وراء المكاسب المباشرة التي تضمنها لهم ترتيبات التعويضات المحايية¹².

سوق المنتجات

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

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

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

حتى لو فرضنا جدلاً بأن ترتيبات الأجور المنحازة قد تحدث ضرراً بالغاً في أداء الشركة، فإن ما ينجم عن ذلك من ازدياد في احتمال الفشل لن يقوى في أي حال من الأحوال على تشي المديرين عن السعي إلى الفوز بتلك الترتيبات. فالفائدة المباشرة التي يجنيها المديرين من ارتفاع تعويضاتهم كبيرة ومضمونة، أما أثر التعويضات المفرطة في زيادة احتمال العجز والفشل فهو عادة صغير ومحدود. وفضلاً عن ذلك فإن ما يتقاضاه المديرين المغادرون - بمن فيهم أولئك الذين كان أداءهم يادي التعاسة - ضمن رزمة «مع السلامة الذهبية» يؤمن لهم عادة بطانة واقية تحميهم من آثار فشلهم.

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

المحصلة الكلية لقوى السوق

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

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

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

