

الجزء

الثاني



السلطة

والأجر

obeikandi.com

وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين

5

الوضع الذي تسير الأمور في اتجاهه ليس فيه من يمثل المسهمين، وكأننا أمام مفاوضات عمل أحد طرفيها غير معني بمجرياتها على الإطلاق.

مدير عام إحدى شركات فورشن 500، 2001

رأينا فيما تقدم من فصول الكتاب أن نموذج التعاقد على مطال الذراع لا يقوى على تقديم تفسير مقنع لتعويضات المديرين. لا بد إذاً من النظر أيضاً في الدور الذي تلعبه سلطة المديرين. نتعرف في هذا الفصل بعض الأفكار والمفاهيم الرئيسية التي تقوم عليها وجهة النظر البديلة التي نشير إليها فيما يلي بوجهة نظر سلطة المديرين، أفكار ومفاهيم سرعان ما ستوضح أهميتها فيما يخص محاولة استكشاف وفهم تضاريس تعويضات المديرين.

سوف ننظر قبل كل شيء في طبيعة العلاقة بين سلطة المديرين من جهة وما يحصلون عليه من مكاسب مجانية من جهة أخرى. معروف أن المديرين يحاولون استغلال سلطاتهم كي يضمنوا لأنفسهم مزيداً من المكاسب المجانية - أي مكاسب إضافية خارج إطار المكاسب التي كانوا سيفوزون بها في مساومة على مطال الذراع؛ نظراً لأن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة قد يضطرون إلى تحمل عقوبات السوق أو بعض العواقب الاجتماعية إذا ما تبنا ترتيبات أجور فاضحة، يمكن القول إن عواقب «السخط» وقوى السوق من شأنها أن تضع نوعاً من الحدود لأشكال ودرجات الانحراف عن مقتضيات التعاقد على مطال الذراع. وتنادياً للسخط وتبعاته المحتملة يسعى مهندسو التعويضات إلى إخفاء وتستير حجم وشكل الأجور التي تصرف للمديرين وإلباسها غطاء قانونياً - وبعبارة أخرى فإنهم يعملون على «تمويه» أجور المديرين. وبعد أن نفرغ من استعراض جوانب سيناريو سلطة المديرين سوف نختتم هذا الفصل بمناقشة بعض وجهات النظر البديلة، أي التي تقدم تفسيرات بديلة

لظاهرة انحراف تعويضات المديرين عن التعويضات التي يقضي بها التعاقد على مطال الذراع.

السلطة والمكاسب المجانية

تبدأ وجهة النظر التحليلية التي تركز على سلطة المديرين مشوارها، شأنها في ذلك شأن سابقتها التي تفترض التعاقد على مطال الذراع، من تلمس مشكلة التوكيل المتجذرة في صلب العلاقة بين المديرين وحملة الأسهم. غير أن سيناريو سلطة المديرين لا ينظر إلى تعويضات المديرين من حيث المبدأ على أنها مفتاح حل مشكلة التوكيل تلك، بل إنه على العكس من ذلك تماماً يرى أن عملية تحديد الأجور تمثل بحد ذاتها جانباً أساسياً من جوانب المشكلة. وخلافاً لسيناريو التعاقد على مطال الذراع فإن سيناريو سلطة المديرين لا يفترض أن مجلس الإدارة، لدى التفاوض بشأن ترتيبات أجور المديرين، يضع نصب عينيه في المقام الأول والأخير مصالح حملة الأسهم ولا شيء سواها.

في تحليلنا على مدى الفصول السابقة تمكنا من تشخيص العديد من العوامل التي تعطي المديرين التنفيذيين قدراً كبيراً من السلطة والنفوذ إزاء مجالس الإدارة، الأمر الذي يعطي المديرين بدوره القدرة على إدارة أجورهم بأنفسهم. ومن المتوقع أن يعتمد المديرون بطبيعة الحال إلى توظيف سلطتهم ونفوذهم في محاولة الفوز بتعويضات تقدم لهم مكاسب أكبر من تلك التي كانوا سيحصلون عليها في تعاقد قائم على مبدأ مطال الذراع. وبعبارة أخرى فإن سلطة المديرين تمكنهم من استخلاص المكاسب المجانية.

يستخدم الاقتصاديون عموماً مصطلح المكاسب المجانية للتعبير عن العوائد الإضافية التي تدخل إلى خزائن الشركات أو إلى جيوب الأفراد بحكم المزايا المتعلقة بالموقع لا بالأداء، بينما نستخدم هنا المصطلح ذاته في إشارة إلى القيمة الإضافية التي يجنيها المديرون خارج إطار استحقاقاتهم التي كانوا سيحصلون عليها في تعاقد على مطال الذراع مع مجلس إدارة يسعى إلى تعظيم قيمة رأس المال المسهم من جهة ويملك ما يلزم من الوقت والمعلومات من جهة أخرى.

من المهم أن نوضح أن سلطة المديرين التي نركز عليها هنا تختلف جذرياً عن كل أشكال «القوة التفاوضية» التي قد يتمتع بها المديرون في تفاوض قائم على مطال الذراع بفضل قدراتهم وخصائصهم الشخصية. وعلى سبيل المثال فإن مديراً ما قد يتمتع بقوة تفاوضية كبيرة في مواجهة ممثلي الشركة لأنه قد أحضر معه إلى طاولة التفاوض جملة متكاملة وفريدة من المهارات الإدارية. إن القوة التفاوضية التي يستمدّها هذا المدير من تلك المهارات الفريدة سوف تمكنه من الحصول على أجور أعلى حتى لو كان للشركة مالك وحيد يدير التفاوض على تعويضات المدير بنفسه. وبصورة مشابهة فإن هذا النوع من القوة التفاوضية من شأنه أن يدعم موقع المدير أيضاً في مفاوضاته مع مجلس إدارة لا يهتمه إلا حماية مصالح حملة الأسهم. وهكذا فإن امتلاك المدير قوة تفاوضية من هذا النوع وميله إلى استثمار تلك القوة لا يتعارضان مطلقاً مع منطلق التفاوض على مطال الذراع. وخلافاً لذلك فإن ما نركز عليه هنا هو القوة التي يستمدّها المديرون من سلطتهم على أعضاء مجالس الإدارة التي تمكنهم من الحصول على مكاسب تتجاوز بوضوح حدود ما كانوا سيحصلون عليه في مفاوضات قائمة على مطال الذراع تبعاً لموقعهم التفاوضي، والذي يستمدونه من مهاراتهم على اختلافها، بالمقارنة مع الموقع التفاوضي لممثلي الشركة.

والمكاسب التي يستولي عليها المديرون بقوة السلطة قد تأخذ أشكالاً عديدة مختلفة. لا شك أن المديرين، شأنهم في ذلك شأن غالبية البشر، يفضلون عموماً امتلاك المزيد من المال وليس العكس. وهكذا فإن علينا أن نتوقع منهم أنهم لن يتورعوا عن استخدام سلطتهم ونفوذهم للحصول على أجور أعلى من تلك التي كانوا سيحصلون عليها بموجب تعاقد قائم على مطال الذراع. غير أن من المهم أن نستوضح أيضاً أن ترتيبات التعويضات قد تحابي المديرين بطرائق أخرى. من أجل قدر معين من التعويضات يفضل المديرون بطبيعة الحال تقليص حجم المخاطرة قدر الإمكان، وكذلك أيضاً خفض شدة ضغط الأداء المرتبط بمسؤوليات تعظيم قيمة رأس المال المسهم. يرغب المديرون عموماً بالتمتع بأكبر قدر ممكن من الحرية في التكيف بضغط العمل كما يحلو لهم. وبالمقابل فإن تقليص حرية المديرين في التراخي يمثل واحداً من الأهداف الأساسية لترتيبات الأجور المجدية؛ بمعنى أن تلك الترتيبات تسعى إلى ردع المديرين عن تبني إستراتيجيات معينة، من قبيل التوسيع

الإمبراطوري للشركة، من شأنها أن تخدم مصالحهم الشخصية على حساب مصالح حملة الأسهم. إن المديرين، إذا ما وجدوا السبيل لتميرير مخططاتهم، يرغبون عموماً في أن يحصلوا على كمكثهم، وأن يأكلوها أيضاً؛ إنهم يفضلون الحصول على قدر معين من التعويضات النقدية دون أن يضحوا في ذلك بحريتهم في التراخي أو في التكيف بضغط العمل على حد تعبيرهم.

وبافتراض قيمة معينة للتعويضات المتوقعة فإن المديرين يفضلون بطبيعة الحال أن تكون تلك التعويضات مستقلة قدر الإمكان عن الأداء. فكلما ازداد ارتباط التعويضات بأدائهم، ازداد حجم المجازفة التي تتهدد مصالحهم، وازداد أيضاً حجم الجهد الذي يجب عليهم بذله، واضطروا تبعاً أكثر فأكثر إلى التخلي عن الاستراتيجيات التي تضمن مصالحهم الشخصية كالتوسيع الإمبراطوري للشركة على سبيل المثال.

لننظر في الخيارين الآتين لترتيبات الأجر. الخيار الأول يضمن للمدير العام الحصول على خمسة ملايين \$ بغض النظر عن أداء الشركة. في الخيار الثاني، الذي يمثل ترتيبات الأجر المرتبطة بالأداء، يحصل المدير العام على خمسة ملايين \$ إذا تمكنت الشركة من تحقيق أهداف معينة من حيث الأداء. ولنفترض أن ترتيبات الأجر المرتبطة بالأداء سوف تدفع المدير إلى تحقيق الأهداف المطلوبة (والحصول على خمسة الملايين \$) ولكن عبر اتخاذ خطوات محفوفة ببعض التكاليف الشخصية كتقليص حجم الشركة، أو التخلي عن أحد المشروعات المحببة، أو إقالة أحد المقربين بسبب التقصير أو ضعف الأداء، وما إلى ذلك. بالرغم من أن كلا الخيارين يسمح للمدير العام بالحصول على خمسة ملايين \$، فإن المدير سيميل بطبيعة الحال إلى ترجيح كفة الخيار الأول لأنه لا يضطره إلى أي خطوات تتعارض مع مصالحه وتوجهاته الشخصية.

تجدر الإشارة إلى أن الفائدة التي يجنيها المدير المتراخي، إذا ما استخدم نفوذه لفرض الخيار الأول، التي تعادل الفارق بين الأجر الذي يحصل عليه في هذه الحالة والأجر الذي كان سيحصل عليه وفق ترتيبات أجر مجدية مرتبطة بالأداء، غالباً ما تكون أصغر جداً من التكاليف الحقيقية التي يتحملها حملة الأسهم جراء ذلك التراخي والإهمال. لنفترض أن فائدة التراخي التي يجنيها المدير في مثالنا السابق تبلغ مليوني \$ وأن خسائر حملة

الأسهم المترتبة على تراخي المدير تقدر بنحو 20 مليون \$، في هذه الحالة يمكن القول إن المكاسب المجانية التي يجنيها المدير، إذا ما ضمن لنفسه خيار الأجر المنفصل عن الأداء، التي تبلغ مليوني \$، سوف ترتب على حملة الأسهم خسائر تقدر بعشرة أضعاف تلك القيمة. إن النقطة المهمة التي ينبغي تسليط الضوء عليها هنا هي أن المديرين يستخدمون نفوذهم ليس فقط للحصول على أجور أعلى، وإنما أيضاً للتأثير في بنية تلك الأجور وإعطائها أشكالاً أقل حساسية للأداء. وحيث إن الانحراف عن منطق التعاقد على مطال الذراع يقود إلى ترتيبات تعويضات من شأنها أن تضعف الحوافز أو تشوهها وأن تسبب بذلك تراجعاً في فاعلية الأداء، فإن الخسائر التي ستترتب عموماً على حملة الأسهم ستكون أكبر بوضوح من المكاسب الضيقة التي يجنيها المديرون.

بسبب العلاقة المنطقية بين سلطة المديرين من جهة وقدرتهم على انتزاع المكاسب المجانية من جهة أخرى، فإن سيناريو سلطة المديرين يتنبأ بوجود ترابط واضح بين سلطة المديرين وحجم مكاسبهم المجانية. جميع المديرين التنفيذيين يتمتعون بقدر معين من السلطة والنفوذ ويستطيعون بذلك أن يضمّنوا لأنفسهم بعض المكاسب المجانية. لكن مقدار سلطة المديرين يختلف من شركة إلى أخرى تبعاً للاختلاف في بنية الملكية وفي نظام الحوكمة. وكلما تعاظمت سلطة المدير العام أكثر، كانت مكاسبه المجانية، وفق ما يتنبأ به سيناريو سلطة المديرين، أكبر وأعظم¹. وكما سوف نناقش بشيء من التفصيل في الفصل 6 فإن الحقائق والمعطيات التجريبية تؤكد صحة تلك التوقعات.

المدير العام ونخبة المديرين التنفيذيين الآخرين

من الذي يحصل على المكاسب المجانية وفق سيناريو سلطة المديرين؟ المدير العام التنفيذي بطبيعة الحال. لكن الآخرين من مديري الدرجة الممتازة يحصلون بدورهم أيضاً على بعض المكاسب المجانية في كثير من الأحيان. بالرغم من أن المدير العام يتفرد عادة بالقدر الأكبر من السلطة والنفوذ، فإن نخبة المديرين التنفيذيين الآخرين يتمتعون بدورهم أيضاً في كثير من الحالات ببعض النفوذ فيما يخص صنع القرار في مجلس الإدارة². وعلى سبيل المثال فإن المديرين التنفيذيين الذين يشغلون مقاعد في مجلس الإدارة إلى جانب المدير العام يستفيدون جميعهم بطبيعة الحال أيضاً من بعض العوامل التي تمد المدير العام

بالسلطة والنفوذ إزاء أعضاء المجلس. جميع المديرين التنفيذيين الذين يشغلون مقاعد في مجلس الإدارة يستفيدون على سبيل المثال من عوامل الزمالة، وروح الجماعة، والاحترام الذي يبديه أعضاء المجلس إزاء أولئك الذين يتولون قيادة الشركة. وكأعضاء في مجلس الإدارة فإن هؤلاء المديرين التنفيذيين يملكون أيضاً بعض النفوذ فيما يخص الترشيحات المستقبلية وكذلك أيضاً فيما يخص تعويضات أعضاء المجلس.

وحتى عندما يكون المدير العام المدير التنفيذي الوحيد الذي يتمتع ببعض النفوذ في مجلس الإدارة، فإن المكاسب المجانية سوف تفيض على الأرجح ليفيد منها أيضاً بعض من المديرين التنفيذيين الآخرين. عندما يكون بعض كبار المديرين التنفيذيين أصدقاء شخصيين للمدير العام، أو أتباعاً يتمتعون بحمايته، فإنه قد يستخدم نفوذه للحصول على ترتيبات أجور محابية لهؤلاء أيضاً. ومن جهة أخرى فإن زيادة أجور كبار المديرين التنفيذيين الآخرين تعود بالفائدة غير المباشرة على المدير العام ذاته حيث إنها تعمي الأعين عن المكاسب المجانية التي يستأثر بها نفسه. وبالفعل فقد وجد جيمس ويد و تشارلز أوريلي و تيموثي بولوك أن المديرين التنفيذيين في الشركات التي يتقاضى مديروها العامون أجوراً ضخمة (بالمقارنة مع نظرائهم في الشركات العاملة في الحقل نفسه) يحصلون بدورهم أيضاً على أجور منفوخة تفوق استحقاقاتهم وذلك في عموم المستويات الإدارية الأربعة التالية لموقع المدير العام³. وما من شك في أن هذه المكاسب المجانية الفياضة تأتي جميعها على حساب حملة الأسهم⁴.

وبالمحصلة يمكن القول إن تعويضات المدير العام تعكس غالباً، إن لم نقل دوماً، ما يتمتع به المدير من السلطة والنفوذ. والأمر ذاته ينسحب في الكثير من الشركات أيضاً على فئة من كبار المديرين التنفيذيين الآخرين. ولذلك فإن تحليلنا المتضمن في صفحات هذا الفصل ينطبق ليس فقط على تعويضات المدير العام وإنما أيضاً على تعويضات تلك الفئة من كبار المديرين التنفيذيين الآخرين.

تكاليف وقيود «السخط»

حدود المكاسب المجانية المحتملة التي يمكن أن يحصل عليها المديرون ليست مفتوحة. صحيح أن قوى السوق، والحاجة إلى موافقة مجلس الإدارة، والعواقب الاجتماعية وما إلى

ذلك لا تستطيع مجتمعة أن تحول دون الانحراف عن التعاقد على مطال الذراع، لكنها تفرض في الواقع بعضاً من القيود على ترتيبات التعويضات.

بالنظر إلى تلك القيود فإن درجة تمادي الشركات في محاباة المديرين التنفيذيين لن تتعلق بما تطوي عليه الترتيبات المزمع عقدها من محاباة فعلية للمديرين وحسب، وإنما أيضاً بالانطباع المتوقع أن تثيره تلك الترتيبات في نفوس المراقبين الخارجيين. والسؤال عما إذا كان المديرون وأعضاء المجلس قد يمتنعون عن تبني ترتيبات تعويضات معينة تتعلق إلى حد بعيد بالسؤال إلى أي حد قد تبدو تلك الترتيبات في أعين المراقبين الخارجيين المعنيين غير مسوغة، أو تتم على إساءة استخدام لأموال الشركة، أو بعبارة أخرى: فاضحة. سوف نشير عموماً إلى ردود الفعل السلبية لدى المراقبين الخارجيين باستخدام مصطلح «السخط»، بالرغم من أن بعض تلك الردود ربما يندرج أكثر في عداد النقد ولا يصل حقيقة إلى مستوى السخط. كما سنشير أيضاً إلى التكاليف التي تترتب على المديرين وأعضاء المجلس بتأثير ردود الفعل السلبية تلك تحت اسم «تكاليف السخط». وكلما كانت ردود الأفعال تلك أقوى وأوسع انتشاراً - أي كلما كان السخط أكبر - كانت تكاليف ذلك بالنسبة للمديرين وأعضاء المجلس بدورها أيضاً أكبر. عندما تبلغ تكاليف السخط حداً معيناً فإنها قد تمنع بالفعل من تبني ترتيبات كانت لتقدم للمديرين مزيداً من المحاباة. وسوف نشير فيما يلي إلى تلك الترتيبات التي لم تخرج إلى النور خشية تكاليف السخط على أنها ترتيبات تتعارض مع «قيود السخط».

ولكن ما الذي يجعل المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يكثرثون بالانطباعات الخارجية - وعلى وجه الخصوص بالسخط؟ بدايةً لا بد من الإشارة إلى أن العقوبات التي قد تفرضها السوق على المديرين وأعضاء مجالس الإدارة لتبنيهم ترتيبات معينة تتعلق إلى حد بعيد بالانطباعات وردود الأفعال التي تخلفها تلك الترتيبات في الأوساط المعنية. دعونا ننظر أولاً إلى بورصة حكم الشركات، إن هذه السوق سوف تفرض عقوباتها على تبني الترتيبات المفرطة في محاباة المديرين عبر جعل المديرين وأعضاء المجلس المعنيين أكثر تعرضاً لتحديات المنافسين. غير أن هذه العقوبة لن تبلغ حد التأثير الفعلي إلا إذا بدت ترتيبات الأجور التي تبنتها الشركة في أعين المراقبين الخارجيين مثيرة للسخط إلى حد كبير. عندها قد يرى

المستثمرون المؤسساتيون في تلك الترتيبات إشارة قوية إلى أن المديرين التنفيذيين وأعضاء المجلس غير مكترثين بمصالح حملة الأسهم. وهؤلاء المستثمرون لن يتحمسوا والحالة هذه لدعم أصحاب المناصب في مواجهة التحديات الانتخابية أو عروض الاستيلاء العدواني المحتملة. بهذه الطريقة، وعبر آلية عمل بورصة حكم الشركات، يستطيع السخط أن يفرض بالفعل عقوبات حقيقية على المديرين وأعضاء المجالس إذا ما تبنا ترتيبات أجور فاضحة.

لننظر أيضاً إلى بورصة المديرين وسمعة المديرين وأعضاء المجالس في سوق العمل. لا شك في أن السمعة السيئة قد يكون لها أثر سلبي على آفاق الفرص المستقبلية بالنسبة للمديرين وأعضاء مجالس الإدارة. كذلك فإنها قد تضر أيضاً بما يديرونه من صفقات عمل مع أطراف أخرى خارج حدود الشركة. والواقع أن الكثيرين من أعضاء المجالس الخارجيين يهتمون لدخول المجلس إلى حد بعيد طمعاً فيما تؤمنه لهم عضوية المجلس من هيبة واحترام ومن علاقات وصلات في عالم المال والأعمال. واكتساب سمعة سيئة قد يذهب بتلك المكاسب ويفرض بدلاً منها تكاليف وعقوبات. غير أن تلك الخسائر المتعلقة بالسمعة لن تبلغ حدود التأثير الفعلي على أوضاع المديرين وأعضاء المجالس وأفاقهم المستقبلية، إلا إذا تبنت شركاتهم ترتيبات أجور فاضحة أثارت ردود فعل سلبية عارمة - أو بالأحرى قدراً كبيراً من السخط. أما الترتيبات التي ينظر إليها بوجه عام على أنها تقع ضمن هامش ما هو مألوف ومشروع، فمن غير المرجح أن يترتب عليها أي تكاليف من هذا القبيل حتى إن كانت لا تخدم مصالح حملة الأسهم.

وفي الحقيقة فإننا نعتقد أن التكاليف التي تترتب على المديرين من جرّاء الترتيبات التي ينظر إليها على أن فيها إساءة استخدام لأموال الشركة، وأنها مثيرة للسخط، تتجاوز بوضوح حجم التكاليف التي ينبئ بها التحليل الأولي الذي يقف عند حدود عوامل السوق التي أوردناها فيما تقدم من هذه الفقرة؛ أي إننا نعتقد أن القيود المفروضة على انتزاع المكاسب المجانية أكثر شدة مما يفترضه التحليل البسيط الذي يقتصر على عقوبات السوق (المحدودة) التي تترتب على ترتيبات التعويضات المثيرة للسخط. لقد سبق أن أوضحنا في الفصل 2 أن أعضاء مجالس الإدارة يتأثرون ليس فقط بما تمليه عليهم مصالحهم الاقتصادية الصرفة «الضيقة»، وإنما أيضاً بجملة من العوامل الاجتماعية والنفسية

(كالزمالة، والوفاء، وروح الجماعة، وما إلى ذلك) التي تدفعهم في اتجاه محاباة المديرين التنفيذيين. ومن منظور مشابه نجد أن هنالك أيضاً العديد من العوامل الاجتماعية والنفسية التي تزيد من حجم التكاليف التي يرتبها المديرون وأعضاء المجالس على أنفسهم بتبنيهم ترتيبات تبدو بنظر المراقبين الخارجيين المعنيين مثيرة للسخط إلى حد بعيد.

إن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يميلون على العموم إلى إيلاء قدر كبير من الاهتمام لما يحظون به من قبول وتأييد واحترام لدى بعض الشرائح الاجتماعية والمهنية المعنية. يميل أعضاء مجالس الإدارة عموماً إلى العمل على تقادي التعرض للنقد أو التهكم من قبل تلك المجموعات الاجتماعية أو المهنية التي يقدر آراءها - حتى إن كان ذلك النقد أو التهكم لا يرتب عليهم أي خسائر اقتصادية⁵. وبالنتيجة، حتى إذا فرضنا بأن الدوافع الاقتصادية التي تحركها بورصة حكم الشركات وسوق عمل المديرين لن تبلغ من القوة ما يسمح لها بمنع المديرين من السعي إلى فرض ترتيبات معينة مثيرة للسخط، فإن الخوف من ضغوط النقد والإحراج قد يردعهم عن ذلك. عندما احتل جاك ويلش، المدير العام الأسبق لشركة جنرال إلكتريك، عناوين الصحف بتخليه طوعاً عن التسهيلات المقدمة له بعد التقاعد والمستحقة قانونياً بموجب عقد الاتفاق المبرم مع الشركة - بما في ذلك حق استخدام طائرة خاصة على حساب الشركة، وحق الاحتفاظ بشقة سكنية في نيويورك - إنما كان يسعى دون أدنى شك إلى الحفاظ على ما كان قد حظي به سابقاً من التأييد والاحترام، وذلك على حساب مصالحه الاقتصادية الضيقة⁶.

لا شك في أن السخط لن يقوى على فرض تكاليف فعلية ما لم يبلغ الحد الكافي من سعة الانتشار بين صفوف الفئة المعنية من المراقبين. ليس كافياً على الإطلاق أن تذهب مجموعة قليلة من الباحثين أو من المستثمرين إلى تصنيف برنامج التعويضات في عداد الترتيبات التي تضر على نحو فاضح بمصالح حملة الأسهم. كي يكون لعقوبات السوق والتكاليف الاجتماعية أثرها السلبي الفعلي والملموس على المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يجب أن تصل موجة السخط بالدرجة الأولى إلى فئات المراقبين الخارجيين الذين تحظى آراؤهم وتحليلاتهم بعظيم الاهتمام لدى المديرين وأعضاء المجالس أنفسهم: المستثمرين المؤسسيين، الأوساط المعنية بعالم المال والأعمال، وكذلك أيضاً الفئات الاجتماعية والمهنية التي ينتمي إليها المديرون وأعضاء المجالس ذاتهم.

التمويه:

إن التكاليف الرئيسية التي يتحملها المدبرون وأعضاء مجالس الإدارة من جرأً تبنيهم ترتيبات أجور تتطوي على قدر كبير من المحاباة للمديرين لا تتعلق في المقام الأول إذاً بالتكاليف الفعلية التي تجرها تلك الترتيبات على حملة الأسهم، وإنما بالانطباعات التي تولدها لدى فئات معينة من المراقبين الخارجيين وبالصورة التي تبدو بها في أعين أولئك المراقبين. الصورة والانطباع هما إذاً ما يهم هنا. وهذا يأخذنا إلى مفهوم آخر يلعب دوراً حساساً في فهم تضاريس التعويضات: التمويه.

لما كان للمشهد الخارجي والانطباعات التي يولدها ذلك القدر من الأهمية، فإن من الطبيعي أن يعمد مهندسو برامج التعويضات إلى وضع حد للنقد والسخط الخارجيين عبر تغطية، وتغليف، وإخفاء - باختصار عبر تمويه - المكاسب المجانية. كلما بدت رزمة التعويضات أكثر عقلانية وتوازناً، اتسعت حرية المديرين في التمتع بمزيد من المكاسب المجانية دون أن يواجهوا في ذلك ما يستحق الذكر من مظاهر السخط. وبناء عليه، وتبعاً لمنظور سلطة المديرين، فإن المديرين سيميلون بطبيعة الحال إلى ترجيح سياسات التعويضات التي تخفي القيمة الإجمالية لتعويضاتهم، التي تبدو أكثر ارتباطاً بالأداء مما هي عليه في حقيقة الأمر، التي تغلف الأجور في أشكال يسهل تسويقها والدفاع عنها.

وبقدر ما تتسع أمام مهندسي برامج التعويضات مساحة الحرية في ممارسة التمويه، بقدر ما ينبغي أن نتوقع منهم استثمار تلك المساحة بكل أبعادها. قبل عام 1992، كانت هيئة الأوراق والأسواق المالية تملي على الشركات تقديم تقارير دورية حول تعويضات مديريها إلى العموم، لكنها تترك لها بالمقابل الحرية في صياغة تلك التقارير على النحو الذي تراه مناسباً. وليس مفاجئاً أن نرى تلك الشركات قد دأبت على الاستفادة على نحو أعظمي من صلاحياتها تلك لإخفاء حجم وشكل أجور مديريها. يصف أحد الموظفين المسؤولين في هيئة الأوراق والأسواق المالية واقع تعامل الشركات مع تقارير الأجور وفق ما كانت عليه الحال قبل 1992، كما يلي:

كانت المعلومات المقدمة [في حقل تعويضات المديرين] غامضة ومبهمة... كان بيان التعويضات التقليدي يمتد إلى عشر صفحات إلى أربع عشرة صفحة. وتبعاً لموقف الشركة من البيان لم يكن غريباً أن تجد رزمة أجور بقيمة \$3,500,081 قد صيغت بالأحرف الهجائية حرفاً حرفاً في بيان يخلو من الأرقام. هذا يعطي فكرة عن طبيعة تلك البيانات: كانت بيانات طنانة، غامضة مبهمه، مصاغة بلغة قانونية معقدة، وكانت الأرقام ذات الدلالة إما مغيبية أو مدفونة هنا وهناك بين الصفحات الأربع عشرة. ذات مرة قام أحدهم بتوزيع بيان توكيلي على عدد من المحللين الذين يعملون لصالح المؤسسات الاستثمارية، وطلب منهم أن يحسبوا التعويضات التي يتقاضاها المديرون التنفيذيون الواردة أسماؤهم في البيان. لم يكن بين النتائج رقمان متطابقان. كانت الأرقام التي حصلوا عليها شديدة التباعد بعضها عن بعض وممتدة على مجال واسع⁷.

في العام 1992، عمدت هيئة الأوراق والأسواق المالية إلى تشديد القواعد فيما يخص صياغة بيان التعويضات وذلك عبر إلزام الشركات باستخدام نماذج جاهزة تحدد آلية تقديم المعلومة حول أجور المديرين. والحق أن قوائم التعويضات النموذجية التي يجب اليوم على الشركات استخدامها قد جعلت التمويه مهمة أكثر صعوبة وتعقيداً، غير أن شروط العام 1992، فيما يخص بيان التعويضات قد فشلت، كما سوف نوضح في فصول لاحقة من الكتاب، في وضع حد لقدرة الشركات على تمويه حجوم أجور المديرين وأشكالها.

قد يتساءل المرء بحق: طالما أن المكاسب المجانية موهمة، كيف للمراقب إذاً (والأمر ينسحب أيضاً على مؤلفي الكتاب) أن يجزم بأن المديرين يتمتعون بمكاسب مجانية؟ من الناحية النظرية يمكن أن يتم تمويه المكاسب المجانية بدرجة عالية من الإلتقان بحيث يصبح كشفها أمراً غير ممكن على الإطلاق. غير أن الواقع يقول إن التمويه يحافظ على نجاحه وفعاليتته طالما ظلت المكاسب المجانية مغيبية عن أعين تلك الفئة من المراقبين الخارجيين التي إن بدا عليها السخط، فإن سخطها من شأنه أن يكلف المديرين وأعضاء المجلس غالباً. أما المراقبون الآخرون فإن إدراكهم لحقيقة المكاسب المجانية لا يغير شيئاً في المعادلة.

ومن هنا فإن مفهوم التمويه لا يتعارض مع إمكانية أن يقوم أحد المراقبين الخارجيين بتمييز المكاسب المجانية المخبأة بين طيات ترتيبات التعويضات. في هذه الحالة ينظر إلى النتيجة التي خلص إليها المراقب المعني على أنها إنما تعكس حكمه الشخصي، الذي لا يصح تعميمه، والقاضي بأن برنامج التعويضات يعتريه شيء من التشويه لجهة محاباة المديرين. ومع مرور الزمن قد يلقي ذلك الاستنتاج بطبيعة الحال مزيداً من القبول والتأييد ليفرض نفسه على نطاق واسع، عندها يكون غطاء التمويه قد سقط عن تلك المكاسب المجانية. غير أن بعض أشكال المكاسب المجانية قد تظل مخفية حتى بعد أن ينجح بعض المراقبين في استبانة أمرها.

السخط والتمويه على أرض الواقع

ذهبت بعض الأصوات الناقدة لعملائنا السابق على الزعم بأن فكرة تكاليف السخط، وكذلك أيضاً فكرة التمويه المنبثقة عنها، لا تتعديان كونهما تكهنات نظرية غير قابلة للاختبار تجريبياً⁸. غير أن الأمر ليس كذلك على الإطلاق. هناك دلائل تجريبية تبين أن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يتأثرون فعلاً - فيما يخص التعويضات، وكذلك أيضاً فيما يخص أنماط أخرى من القرارات - بالنقد الخارجي والسخط عندما يبلغان حداً كافياً من القوة. وهناك أيضاً دلائل تجريبية على أن المديرين وأعضاء المجالس يلجؤون إلى أساليب التمويه.

بداية نود أن نبين أن هنالك دلائل تثبت أن قرارات حملة الأسهم ذات الطابع الوصائي تترك وراءها آثاراً فعلية على سياسات الشركات. بالرغم من أن تلك القرارات غير ملزمة، وبالرغم من أنها نادراً ما تنجح في الحصول على التأييد المطلوب لاكتساب أي صفة رسمية، فإن وجودها يسلب ضوءاً ناقداً على الجوانب الخلفية في سياسات الشركات فيما يخص تعويضات المديرين، ويزيل قسماً لا بأس به من الغموض الذي يعترى تلك السياسات. هنالك دراسة قام بها راندال توماس و كينيث مارتين عنيت بالبحث في الأثر الفعلي للقرارات الوصائية المتعلقة بالأجور أثناء أواسط تسعينيات القرن العشرين، وخلصت إلى نتيجة مفادها أن تلك القرارات قد تركت بالفعل أثراً ملطفاً على قرارات التعويضات اللاحقة⁹.

وجدت تلك الدراسة أن العاميين التاليين لصدور قرارات حملة الأسهم الوصائية المنتقدة لأجور المديرين في شركات معينة قد شهدا تراجعاً واضحاً في إجمالي التعويضات في تلك الشركات بلغ قيمة وسطية موثوقة إحصائياً مقدارها 2.7 مليون \$ (بعد التصحيح تبعاً للحقل الذي تعمل فيه تلك الشركات). كذلك فقد وجد الباحثان في دراسة لاحقة أن ارتفاع معدل التصويت ضد مشروعات القرارات المدعومة من قبل الجهاز الإداري بشأن تصديق خطط خيارات الأسهم قد كان له أثر واضح في تبطيء نمو تعويضات المدير العام على مدى السنوات اللاحقة¹⁰.

هناك دراسة أخرى قام بها أليكساندر ديك و لويجي زينغاليس عنيت بآثار المتابعة الإعلامية على قرارات الشركات بوجه عام. وقد وجد الباحثان أن الاهتمام والمتابعة من قبل الأوساط الإعلامية يدفع بالشركات إلى تبني سياسات أكثر رفقاً بالبيئة على سبيل المثال. وعلى صعيد القضايا المتعلقة بحوكمة الشركات بينت الدراسة أيضاً أن اهتمام الأوساط الإعلامية يقلل القيمة التي يبتلعها حملة الأسهم المسيطرون¹¹.

وكواحد من الأمثلة الشهيرة التي تبين قدرة النقد الخارجي على التأثير في قرارات الجهاز الإداري الذي يقود الشركة نذكر هنا الحملة التي قادها روبرت مونكس الناشط بين صفوف حملة أسهم شركة سيرس ضد سياسات مجلس إدارة الشركة. أثناء أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات اضطر مجلس إدارة سيرس تحت ضغط حملة مونكس إلى تبني العديد من المشروعات الجديدة بهدف تحسين أداء الشركة والارتقاء به عن المستوى التعييس الذي كان قد تدنى إليه. بعد أن تم تجاهل انتقاداته مراراً وتكراراً من قبل مجلس إدارة الشركة عمد مونكس في نيسان/أبريل 1992، إلى نشر إعلان في مجلة وول ستريت جورنال أعطاه العنوان «القيادات المقصرة في سيرس» فضح فيه أوجه الإهمال والتقصير في أداء أعضاء مجلس إدارة سيرس مشيراً بالاسم إلى الأعضاء المقصرين. وعلى إثر ذلك اضطر أعضاء المجلس، بدافع الحرج، للرجوع إلى مقترحات مونكس وتبني بعض منها على نحو فعلي، الأمر الذي قاد إلى تحقيق انعطافة غير عادية في سعر أسهم الشركة؛ إذ عاد السعر ليسجل ارتفاعاً يقارب 10 بالمائة فور الإعلان عن تلك التغييرات (هذا الارتفاع في سعر الأسهم مصحح لجهة مراعاة الحركة العامة لسوق الأوراق المالية)¹².

وهناك مثال آخر لا يقل وضوحاً هو مثال صندوق تقاعد موظفي الشركات العامة في ولاية كاليفورنيا (كالبيرس) والسياسة التي انتهجتها هذه المؤسسة في حق الشركات على تحسين أدائها عبر تسليط الضوء على الشركات ذات الأداء المتواضع. على مدى سنوات عديدة دأبت كالبيرس على إدراج الشركات ذات الأداء الضعيف ضمن قائمة خاصة أسمتها «قائمة العناية المركزة»، وقدمت العديد من المقترحات لتحسين السياسات الإدارية لتلك الشركات، من شاكلة اقتراح جعل لجان التعويضات ولجان الترشيح مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين. وفي حالات كثيرة عمدت الشركات المدرجة في القائمة بالفعل إلى تطبيق بعض التغييرات التي اقترحتها كالبيرس. وفي العام 1991، وبعد أن أشار العديد من المديرين العاميين على كالبيرس بأن تخفيف حدة النزعة الهجومية من شأنه أن يكسبها مزيداً من الفاعليات، قررت كالبيرس تبني سياسة أكثر «لطفاً» تخلو من عناصر التشهير بالشركات المقصرة. غير أن تلك الشركات، في ظل غياب خطر التعرض للتشهير والفضيحة، سرعان ما سجلت تطوراً عكسياً لتصبح أقل تعاوناً. وقد وصف ديل هانسون، الذي تسلم في ذلك الحين منصب المدير العام التنفيذي في كالبيرس، الوضع الذي آلت إليه الأمور في تلك الآونة بالقول: «لقد أثبتت لنا التجربة أن بعض الشركات لن تتحرك لمواجهة المشكلة ما لم تجد نفسها مضطرة إلى التحرك لأن المشكلة قد باتت تحت عدسة الرأي العام». في العام 1992، عاودت كالبيرس اعتماد سياسة التشهير والإحراج العلني في تعاملها مع الشركات الأقل تعاوناً¹³.

وفي الواقع فإن سياسة الإحراج العلني التي اتبعتها كالبيرس قد تركت بالفعل أثراً قابلاً للقياس في الشركات التي تم تسليط الضوء عليها. فقد وجدت ييلين قو أن الشركات التي أدرجتها كالبيرس على قائمة العناية المركزة من حيث ضعف أداء جهازها الإداري قد شهدت لاحقاً توجهاً أقوى نحو تقليص أعداد أصحاب المناصب بين صفوف أعضاء مجالس الإدارة. كذلك فقد سجلت تلك الشركات أيضاً معدلات أعلى فيما يخص حوادث استبدال المدير العام¹⁴. كما أن من الواضح أن سياسة الإحراج العلني قد كان لها أثرها أيضاً على الفرص المستقبلية لأعضاء المجالس الداخليين الذين اضطروا لمغادرة مجالس إدارة الشركات المستهدفة. فقد وجد هؤلاء صعوبات أكبر كثيراً، بالمقارنة مع نظرائهم من الأعضاء

الداخليين المغادرين من مجالس الشركات الأخرى، فيما يخص الوصول إلى عضوية مجالس الإدارة في شركات جديدة. وكما يتضح من هذه الدراسة فإن الشهرة السلبية وما تثيره من السخط يفرضان بالفعل تكاليف حقيقية لا يجوز إغفالها.

وأخيراً، وربما يكون الأهم، فإن هناك دلائل قوية تؤكد الوجود الفعلي لممارسات التمويه. تقضي فكرة التمويه، في واحد من انعكاساتها المباشرة القابلة للاختبار والقياس، بأن انحراف ترتيبات التعويضات عن مقتضيات التفاوض على مطال الذراع ينبغي أن يشير في معظم حالاته في اتجاهات تجعل حجم الأجر ودرجة حساسيتها للأداء أقل شفافية ووضوحاً. وسياسات التعويضات الحالية تؤكد بقوة صحة هذه الظاهرة التي تمثل انعكاساً مباشراً لفكرة التمويه. وكما سوف نوضح في فصول لاحقة فإن سياسات التعويضات السائدة - من قبيل تعويضات التقاعد، ترتيبات التعويضات المؤجلة، قروض المديرين، ونظام الخيارات التقليدية - تترك بدورها فسحة واسعة لممارسات التمويه.

دور مستشاري التعويضات

جرت العادة أن تكلف الشركات العامة في الولايات المتحدة الأمريكية مستشارين خارجيين بتقديم إسهام فاعل في عملية تحديد تعويضات المديرين¹⁵. وتبعاً لوجهة نظر سيناريو التعاقد على مطال الذراع يمكن تسويق استخدام مستشاري التعويضات على قاعدة أن هؤلاء يملكون الخبرة والكفاية اللازمين لتقديم إسهام اختصاصي في عملية تصميم رزم الأجر: فالمستشارون يملكون معلومات حول الأجر لا يتم تداولها بصورة مباشرة بين الشركات. والشركات تشارك عادة في استبيانات التعويضات التي ينظمها المستشارون لمعرفة ما تبوح به من معلومات خاصة سوف يظل محفوظاً في أيد أمينه. والمستشارون يستفيدون بدورهم من جملة المعطيات المتوافرة لديهم في تطوير تصاميم جديدة لترتيبات الأجر يضعونها في نهاية المطاف في خدمة موكلهم.

بالرغم من أننا نتفق مع وجهة النظر تلك في أن مستشاري التعويضات يملكون القدرة على ممارسة دور مهم ومفيد في عملية تحديد الأجر، وأنهم يمارسون فعلاً ذلك الدور في بعض الأحيان، إلا أن من المهم أن نستوضح بالمقابل أن الشركات تستخدم مستشاري

التعويضات أيضاً لمهمة تمويله المكاسب المجانية. إن حقيقة أن أعضاء مجلس الإدارة قد تبنا رزمة تعويضات تم اقتراحها من قبل مستشار لشؤون التعويضات - ولم يصممها بأنفسهم - تضيي بحد ذاتها على رزمة التعويضات المعنية غطاء الشرعية. إذا تعرض أعضاء مجلس الإدارة لأي انتقادات أو اتهامات فيما يخص التعويضات يمكنهم أن يسوغوا قراراتهم ببساطة على أنها مبنية على مقترحات مقدمة من قبل خبير خارجي.

والواقع أن هيئات المحكمة قد دأبت بدورها على إبداء مزيد من الاحترام إزاء قرارات مجالس الإدارة التي تستند إلى استشارات مقدمة من قبل خبراء خارجيين. وبصورة مشابهة فإن مستشاري التعويضات يمكنهم أن يضيفوا على قرارات التعويضات التي يتخذها مجلس الإدارة مزيداً من الشرعية في نظر شرائح أخرى من المراقبين الخارجيين أيضاً. وقد أثبتت دراسة قام بها جيمس ويد و جوزف بوراك و تيموثي بولوك أن مستشاري الأجور يتم استخدامهم على نحو منهجي لغرض تسويق تعويضات المديرين أمام المراقبين الخارجيين. لقد وجدت هذه الدراسة أن الشركات التي لديها أعداد أكبر من المساهمين الخارجيين النشيطين والحرصين على رصد ترتيبات الأجور ومتابعة تطوراتها هي في الوقت ذاته الشركات الأكثر ميلاً إلى الاعتماد على مستشاري التعويضات في تسويق قراراتها المتعلقة بتعويضات المديرين¹⁶.

لكن ويا للأسف فإن مجرد كون رزمة الأجور مقترحة من قبل أحد مستشاري التعويضات لا يعني بالضرورة أنها تستحق بالفعل شهادة جودة. وقد بحث ويد و بوراك و بولوك ضمن إطار دراستهم المذكورة آنفاً في الطرائق التي تتبعها الشركات في اختيار «الشركات النظرية» لاستخدامها كمقياس لدى تقويم الأداء الذاتي للشركة. وقد وجد الباحثون أن تعريف «الشركات النظرية» يتجاوز بوضوح الحدود الفعلية لحقل العمل المعني في حالة الشركات ذات الأداء الضعيف بالنسبة لعموم شركات الحقل، وكذلك أيضاً في حالة الشركات التي يتقاضى مديرها العام أجوراً مفرطة بالمقارنة مع المديرين العامين لشركات الحقل المعني¹⁷. وفي دراسة أخرى وجد كيفن مورفي «أن ثلثي الشركات الألف الكبرى قد سجلت نجاحاً مزعوماً بتحقيق أداء يفوق وسطي أداء الشركات المنافسة في حقل العمل المعني أثناء السنوات المالية الخمس الفائتة»¹⁸. ومن المفيد أن نستوضح أن اصطلاح مثل هذه التقديرات المتناقضة يتم بالتعاون الوثيق مع مستشاري الأجور.

توالي الارتفاع

إن الجهود المشتركة لمستشاري التعويضات، الذين لديهم دوافعهم للسعي إلى إرضاء المديرين العامين، ومجالس الإدارة التي تبدي بدورها ميولاً مشابهة، قد قادت إلى تفاقم ظاهرة ارتفاع مستويات الأجور مع مرور السنين. قام جون بيزجاك و مايكل ليمن و لاليتا ناخين بإجراء مراجعة دقيقة لتقارير التعويضات عن العام 1997، في مثال 100 شركة من الشركات المسجلة في دليل إس & بي 500، وخلصوا في ذلك إلى أن الغالبية العظمى من الشركات التي تعتمد طريقة المقارنة مع «الشركات النظرية» تختار لتعويضات مديريها موقع الوسط أو ما فوق ذلك على سلم تعويضات شركات الحقل المعني¹⁹. وهذا الاختيار الذي لا يخلو من السخاء من شأنه أن يدفع تعويضات المديرين على نحو مطرد نحو الأعلى مع الزمن حتى ولو لم يكن هناك أي تحسن في أدائهم.

للبحث في هذه الظاهرة عمد بيزجاك وزملاؤه إلى دراسة تطور قرارات التعويضات في ما يقارب 1500 شركة من الشركات المسهمة العامة أثناء المدة 1992 - 1998. وقد وجدوا أن المديرين العامين الذين كانت أجورهم أدنى من القيمة الوسطى قد حصلوا على زيادات تفوق بوضوح وسطي زيادات الأجور سواء على صعيد القيمة النسبية أو المطلقة، وذلك حتى في حالة الشركات التي سجلت تراجعاً في الميزانية وفي سعر الأسهم. ومما لا شك فيه أن مثل هذه السياسات تقود بصورة حتمية إلى ارتفاع مستمر في مستوى التعويضات²⁰.

وقد وصف كيم كلارك، عميد كلية الأعمال في هارفارد، أخيراً عملية توالي الارتفاعات تلك بالعبارات الآتية: «إن استخدام مستشاري التعويضات ... قد خلق ... مفعول ليك ووبغان»، تعلمون أن الجميع في تلك البلدة التخيلية كان فوق الوسط. والآلية التي تحكم سير النظام في الكثير من الشركات هي أن غالبية المديرين العامين يريدون لأنفسهم الموقع 75 بالمئة في التوزيع الإحصائي للتعويضات ... والنتيجة هي مفعول توالي ارتفاع الأجور بعد كل ارتفاع يعم خبره في السوق، الأمر الذي يقود إلى تشوهات جديدة في تعويضات المديرين العامين»²¹.

سلطة المديرين وتطورات العقد الماضي

لقد انتقد كيقن موريفو و براين هول عملنا السابق حول العلاقة بين سلطة المديرين وأجورهم مفترضين أن السيناريو الذي قدمناه في ذلك العمل يعجز عن تفسير الزيادات الكبيرة في

تعويضات المديرين أثناء تسعينيات القرن العشرين.²² كذلك فإن هولمان جنكنس الذي يكتب عموداً في مجلة وول ستريت جورنال قد شكك بدوره في صحة عملنا على أرضية افتراضات مشابهة²³. تقوم هذه الانتقادات إلى افتراض أن سلطة المديرين العاملين قد تراجعت أثناء التسعينيات بفعل تحول مجالس الإدارة إلى ضم المزيد من الأعضاء المستقلين على حساب الأعضاء أصحاب المناصب. ولو كان سيناريو سلطة المديرين صحيحاً لاقتضى ذلك أن تتراجع الأجور أثناء تلك الحقبة لا أن تشهد ارتفاعات كبيرة، وفق ما يزعمه المنتقدون.

غير أنه ليس مؤكداً على الإطلاق أن نفوذ المديرين قد تراجع فعلاً خلال التسعينيات. فبالرغم من التطورات التي طرأت على تركيبة مجالس الإدارة، نجد أن وسائل الدفاع المتاحة لأعضاء المجلس في مواجهة تحديات الاستيلاء الخارجية قد تعززت بالمقابل أيضاً. وهكذا فإن اكتراث المديرين ومجالس الإدارة بالتهديد المائل في محاولات الاستيلاء الخارجية كان أثناء عقد التسعينيات أقل جداً منه أثناء العقد الذي سبقه.

كذلك فقد لحظت الانتقادات الموجهة لعملنا السابق أيضاً أن ارتفاع التعويضات أثناء التسعينيات قد حدث في أعقاب تبني شروط الإشهار المشددة في العام 1992²⁴. وقد حاول المنتقدون استثمار هذه الحقيقة زاعمين أن تلك الزيادة في الشفافية كان ينبغي لها أن تقود إلى انخفاض وليس إلى ارتفاع في مستويات الأجور، لو كان لسلطة المديرين بالفعل ذلك الدور المهم في تحديد تعويضاتهم.

إننا نؤيد منتقدينا في أن زيادة الشفافية ينبغي أن تسهم في تقييد الأجور بافتراض أن العوامل الأخرى باقية جميعها على حالها. ولكن في الواقع كان هناك تغيرات أخرى في مدة التسعينيات عملت على رفع الأجور بمعدلات أكبر بوضوح من الزيادة اللازمة لتعديل أثر الإمعان في الإشهار وزيادة الشفافية. وبنظرنا فإن ارتفاعات أجور المديرين أثناء التسعينيات قد جاءت بفعل تطورات طرأت على بيئة التعويضات - كتزايد اهتمام حملة الأسهم بربط الأجور بالأداء، والازدهار العام الذي شهدته أسواق الأوراق المالية - وقد تمكن المديرون التنفيذيون من استثمار تلك التطورات لتحقيق المزيد من المكاسب الإضافية.

في أوائل التسعينيات عمدت المؤسسات الاستثمارية والهيئات الاتحادية النازمة لحركة السوق، بدعم من خبراء الاقتصاد المالي، إلى الضغط على الشركات لتعزيز استخدام

برامج التعويضات القائمة على قاعدة الأداء. وقد جاء إقرار المادة 162(m) من قانون الضرائب الاتحادي في العام 1992، التي تمنع إدخال التعويضات المقدمة لمدير ما التي تزيد عن المليون \$ للعام الواحد في حسابات الخصم الضريبي ما لم تكن التعويضات الزائدة «مرتبطة بالأداء»، بهدف تشجيع الشركات على استخدام هذا النوع من التعويضات.

وقد عرف المديرين كيف ينتزعون لأنفسهم المكاسب من موجة الحماسة للتعويضات القائمة على قاعدة الأداء. فقد أفادوا من نفوذهم في مجالس الإدارة للحصول على أجور إضافية ضخمة اتخذت شكل خيارات الأسهم دون أن يترتب على ذلك أي تخفيضات مقابلة في تعويضاتهم النقدية. في عالم يسود فيه منطوق مطال الذراع قد يوافق صاحب العمل في كثير من الأحيان على زيادة في قسم معين من رزمة التعويضات مقابل خفض مكافئ في قسم آخر من الرزمة. أما في عالم واقع الشركات، حيث تخضع التعويضات لتنفيذ المديرين أنفسهم، فقد استجاب المديرين ومجالس الإدارة للدعوات المنادية بالتعويضات القائمة على أساس حقوق الملكية بكل بساطة عبر إضافة تعويضات من هذا النوع إلى ترتيبات التعويضات القائمة بدلاً من الاستعاضة عن التعويضات غير الحساسة للأداء بتعويضات حقوق الملكية المرتبطة بالأداء.

وفضلاً عن ذلك فقد أفاد المديرين من نفوذهم في تصميم برامج الخيارات على النحو الذي يضمن لهم القدر الأكبر من المكاسب. وكما سوف نوضح لاحقاً فإن خطط الخيارات التقليدية لا تضمن الربط القوي بين أجور المديرين وأدائهم الذاتي بقدر ما تسمح للمديرين بجني ثمار المصادفة التي تتجسد في ارتفاعات أسعار الأسهم الناجمة كلياً عن حركية السوق والتطورات العامة التي يشهدها حقل العمل المعني، التي لا دور فيها للمديرين أنفسهم على الإطلاق. وبالنتيجة فإن المديرين يحصدون مكاسب أكبر كثيراً مما كان ينبغي في خطط الخيارات المجدية أن تقدمه لهم.

بالنظر إلى الزيادات الهائلة التي طرأت على الأجور أثناء العقد الماضي قد يتساءل البعض من منتقدي وجهة نظرنا، لماذا لم يستخدم المديرين، الكارهون بطبيعة الحال للمجازفة، نفوذهم المزعوم في محاولة الحصول على زيادات في تعويضاتهم النقدية بدلاً من أن تنحصر تلك الزيادات في خيارات الأسهم. لو كانت القيمة الإجمالية للتعويضات المتاحة ثابتة، لكان

من المؤكد أن المديرين سيفضلون الحصول على تلك التعويضات نقداً وليس على صورة خيارات الأسهم. لكن المديرين في سعيهم إلى زيادة أجورهم أثناء التسعينيات لم يكن لهم أن يختاروا بين تعويضات نقدية إضافية وتعويضات قائمة على خيارات الأسهم مكافئة لها في القيمة التقديرية. وبالمقابل فإن الحماسة الكبيرة التي أبدتها الأوساط الخارجية إزاء التعويضات القائمة على حقوق الملكية قد أعطت المديرين فرصة ذهبية لانتزاع تعويضات إضافية قائمة على خيارات الأسهم دون أن يقابل ذلك أي خفض في تعويضاتهم النقدية تحفظ التوازن ولو جزئياً في إجمالي قيمة التعويضات.

وبالإضافة إلى ذلك، ونظراً لأن تعويضات خيارات الأسهم تفتح آفاق جديدة لتحسين حوافز الأداء، فإن استخدام برامج الخيارات قد مكن الشركات من تسويق رزم التعويضات المفرطة التي بلغت قيمة كانت ستثير موجة عارمة من السخط من شأنها أن تمارس دوراً رادعاً لو كانت قد أخذت شكل تعويضات نقدية. في العام 2001، استطاع مدير عام شركة إبل الحصول على رزمة خيارات تجاوزت قيمتها نصف المليار من الدولارات، وإن رافق ذلك بعض من صيحات الاحتجاج²⁵. ومما لا شك فيه أن التعويضات النقدية من هذه المرتبة لا تزال إلى اليوم خارج حدود التصورات. وكما سوف نناقش بالتفصيل في الفصل 11، فقد كان بمقدور الشركات الوصول إلى تصاميم أفضل لخطط الخيارات من شأنها أن تخلق القدر ذاته من الحوافز بتكاليف أصغر جداً. غير أن عناصر ثمار المصادفة الضخمة المخيأة بين طيات خطط التعويضات التي عمدت الشركات إلى استخدامها لم تكن واضحة وشفافة على النحو الكافي لافتضاح حقيقتها كتعويضات غير منصفة وغير مسوغة. وباختصار فقد تمكن المديرون من استغلال التوجه العام لدى حملة الأسهم نحو زيادة حساسية الأجر للأداء - وكذلك أيضاً من استغلال سهولة الدفاع عن تعويضات الخيارات وتغطيتها قانونياً حتى ولو كانت تقوم على خطط مغلوبة - ليحصلوا على مقادير غير مسبوقة من التعويضات التي تمتاز بدرجة كبيرة من الاستقلال عن أدائهم الذاتي.

ومن جهة أخرى فإن الازدهار الذي شهدته سوق الأسهم أثناء التسعينيات شكل بدوره عاملاً مهماً ثانياً صب في خدمة مصالح المديرين. لقد كانت تعويضات المديرين تاريخياً، ولا تزال إلى اليوم، مرتبطة ارتباطاً مباشراً بالقيمة السوقية لرأس مال الشركة. مديرو

الشركات التي تملك رأس مال أكبر في السوق يحصلون عادة على تعويضات أكثر ارتفاعاً²⁶. وهكذا فإن النمو الكبير الذي شهدته سوق الأسهم في التسعينيات، والذي فاض ليعوم الكثير من الشركات ذات الأداء الضعيف فوق سطح الماء، قد أعطى معظم الشركات مسوغات مقنعة سمحت بتمرير زيادات ضخمة في الأجور.

وبالإضافة إلى ذلك فإن المستثمرين وغيرهم من الأطراف الخارجية المعنية الأخرى يعتمدون دون على العموم حساسية أقل إزاء ترتيبات الأجور المفرطة والمشوهة أثناء أوقات الازدهار التي تحقق فيها الأسواق نمواً سريعاً. وهكذا فإن السوق الصاعدة أثناء التسعينيات -التي شهدت أكبر صعود عرفته الأسواق منذ عهد الركود- قد كان لها أثر كبير في إضعاف قيود السخط وإعطاء المديرين ومجالس الإدارة هامشاً كبيراً من الحرية لدفع أجور المديرين أكثر فأكثر نحو الأعلى. وبعبارة أخرى يمكن القول إن ازدهار سوق الأسهم قد لعب دوراً فاعلاً في الازدياد الكبير الذي شهدته تعويضات المديرين أثناء التسعينيات. وعلى العكس من ذلك فإن حملة الأسهم عندما يرون أن قيمة استثماراتهم ماضية في انحدار شديد نحو الأسفل، يصبحون بطبيعة الحال أكثر شغفاً بمتابعة أداء الجهاز الإداري وأقل استعداداً للتفاوض عما يرون فيه (بحق أو بغير حق) تجاوزات من قبل ذلك الجهاز. وليس من قبيل المصادفة أن التراجعات الكبيرة في أسواق الأسهم كثيراً ما يتبعها إصدار قوانين جديدة تعمل على وضع حد للممارسات التي ينظر إليها عموماً على أنها تجاوزات من قبل أصحاب المناصب²⁷. ومن هنا فإن توقف أجور المديرين منذ العام 2000، عن الاستمرار في تصاعدها السريع يرجع في جزء منه أيضاً إلى بعض التشديد الذي طرأ على قيود السخط.

تفسيرات بديلة للعقود غير المجدية

سوف نأتي في الفصول القادمة على مناقشة العديد من سياسات التعويضات المختلفة التي تبدو غير مجدية وبذلك أيضاً غير متوافقة مع التعاقد القائم على مطال الذراع. وتلك السياسات تتفق بالمقابل مع سيناريو سلطة المديرين. ولكن قبل أن ننتقل إلى الخوض في تلك السياسات نود هنا أن نناقش اثنين من التفسيرات البديلة لسياسات التعويضات غير المجدية، وأن نسلط الضوء على الاختلاف بين الاستنتاجات والتوقعات التي تنبثق عنهما وتلك التي تنبثق عن سيناريو سلطة المديرين.

المعايير والتقاليد

لا شك أن النزعة الطبيعية للالتزام بالمعايير والتقاليد السائدة تترك أثرها على سلوك الأفراد في مختلف المجالات. أثناء السنوات الأخيرة اهتم العديد من الباحثين في شؤون القانون بدراسة الدور الذي تضطلع به المعايير على صعيد قانون الشركات وكذلك أيضاً على صعيد حوكمة الشركات²⁸. من الطبيعي أن نساءل عما إذا كانت المعايير تلعب دوراً فاعلاً في تحديد تعويضات المديرين. قد يذهب البعض إلى الحجة التي تقول إن التعويضات غير المجدية قد تبعث إلى النور بوجهه أو بآخر، ثم لا تلبث أن تصمد وتعزز وجودها، لأن مجالس الإدارة تميل بطبيعة الحال إلى اتباع سياسات تسجم إلى حد بعيد مع السياسات السائدة في الشركات النظيرة، وذلك بغض النظر عما إذا كانت تلك السياسات تخدم مصالح حملة الأسهم أم لا.

إننا نتفق مع وجهة النظر التي تقول إن الميل إلى الالتزام بالمعايير السائدة قد يلعب دوراً فاعلاً في قرارات مجلس الإدارة بشأن تعويضات المديرين. لا شك أن أعضاء مجلس الإدارة سوف يبدون استعداداً أكبر للمصادقة على ترتيبات الأجور المشابهة لتلك التي تتبناها الشركات الأخرى، فلاحق المرء بركب الجماعة لا يتطلب منه ذلك الجهد الكبير في التحليل والتفسير والتسوية، ولا يتطلب منه تلك الدرجة من الثقة بسلامة حكمه الشخصي، مثل ما قد تتطلب منه محاولته شق طريق جديد.

ومن هنا فإن لجان التعويضات ومجالس الإدارة تتأثر جميعها بالنزعة الطبيعية إلى الالتزام «بالمعايير السائدة» أو على الأقل إلى الظهور بمظهر من يلتزم بتلك المعايير.

إن النزعة إلى الالتزام بالمعايير تجعل أي تغيير في الوضع الراهن - أي انتقال من توازن إلى آخر - يسير بإيقاع أبطأ من الإيقاع الذي كان سيسير به في حال غياب تلك النزعة. وتطور ترتيبات الأجور يتباطأ بالفعل ويتحول إلى عملية شائكة ومطاطة بفعل ميل لجان التعويضات إلى الالتصاق بالترتيبات التقليدية الرائجة ومقاومتها لمحاولات الانحراف بعيداً عن سياسات الأجور السائدة.

على أن النزعة إلى الالتزام بالمعايير لا يمكنها أن تقدم تفسيراً للسبل التي سلكتها ترتيبات التعويضات في تطوراتها السالفة. كما إنها عاجزة أيضاً عن التنبؤ بالتطور المستقبلي لتلك

الترتيبات. إن العطالة الناجمة عن الميل إلى الالتزام بما هو سائد تنبئ فقط بأن الانتقال من توازن إلى آخر سوف يكون تدريجياً وبطيئاً. لكنها لا تستطيع أن تتسر ووصولنا إلى التوازن القائم ولا أن تتكهن بطبيعة التوازن الجديد الذي ستؤول إليه الحال مستقبلاً.

إن نماذج تعويضات المديرين تتغير بوجه كبير مع الزمن. بعض السياسات التي سوف نأتي على مناقشتها في فصول قادمة لم تخرج إلى النور، أو لم تكتسب أهميتها الكبيرة، إلا أثناء العقد الماضي. والعطالة الناجمة عن الميل إلى التزام المعايير لا يمكنها أن تخبرنا الكثير حول الأسباب التي دفعت بترتيبات الأجور إلى السير في هذا الاتجاه دون سواه.

إذا أردنا أن نقدم توصيفاً شاملاً لتعويضات المديرين فإن علينا أن نربط فرضية التزام المعايير والتقاليد مع واحدة من النظريات الأخرى كمنظريّة التعاقد على مطال الذراع أو نظرية سلطة المديرين. إن أي نظرية تجمع التزام المعايير مع سيناريو التعاقد على مطال الذراع سوف تتنبأ لقوى السوق بالدور الأهم في تحديد مسار تطور ترتيبات تعويضات المديرين وإن كانت ستعترف لنزعة التزام المعايير بدورها في تبطيء ذلك التطور. وتبعاً لمثل هذا النموذج فإن الظروف المتغيرة تجعل التوازن القائم يبدو أقل جدوى من وقت إلى آخر، وعندها فإن قوى السوق سوف تعمل على دفع مجالس الإدارة إلى تبني ترتيبات تبدو أكثر جدوى في ظل الظروف الجديدة. وبالرغم من أن نزعة التزام المعايير تحول دون التكيف الفوري مع المتغيرات، فإن قوى السوق تدفع الترتيبات في الاتجاه الذي يضمن زيادة الجدوى بحيث يتم في نهاية المطاف القضاء كلياً على نقص الجدوى الذي أحدثته الظروف الجديدة.

وخلافاً لذلك فإن النظريات التي تجمع نزعة التزام المعايير مع سيناريو سلطة المديرين تتنبأ بأن تطور تعويضات المديرين لا بد أن يكون محكوماً، جزئياً على الأقل، بنزعة المديرين إلى الاستئثار بالمكاسب المجانية. وعندما تخلق الظروف المتغيرة فرصة جديدة للاستئثار بمكاسب مجانية إضافية، أو لتمويه المكاسب الراهنة على نحو أفضل، فإن المديرين سوف يسعون على الفور إلى استغلال تلك الفرصة. أما العطالة الناجمة عن نزعة الالتزام بالمعايير السائدة فإنها سوف تعمل على تبطيء إيقاع تلك التغيرات، لكن التغيرات سوف تسير بطبيعة الحال في الاتجاهات التي تخدم مصالح المديرين لتعكس بذلك قدرة المديرين على أن يؤثروا في أجورهم بأنفسهم.

ينبغي أن نؤكد هنا أن تضاريس تعويضات المديرين ليست ثابتة مع الزمن ولا عصية على التغيير. إن العديد من المحترفين الموهوبين - من مستشاري التعويضات إلى وكلاء الضرائب - يعملون دون كلل أو ملل على تطوير وضبط وأمثلة ترتيبات جديدة لأجور المديرين، لينتقلوا بعد ذلك إلى العمل على إدخال تلك الترتيبات الجديدة حيز التنفيذ. سوف نناقش في الفصول القادمة طيفاً من سياسات التعويضات المرجح أنها غير مجدية لكنها محببة إلى قلوب المديرين، التي تطورت وانتشرت بسرعة كبيرة أثناء العقد الماضي أو ربما أثناء العقدين الماضيين. كذلك سوف نناقش بعض مقترحات التطوير التي من شأنها أن تقود إلى سياسات أجور أكثر جدوى، التي تم طرحها أثناء المدة ذاتها وشكلت مادة غنية لكثير من النقاشات، لكنها لم تتمكن من تثبيت جذورها على أرض الواقع.

ما الذي جعل الشركات تتبنى بكل سهولة الإبداعات الجديدة التي تخفق لها قلوب المديرين، وتوصد أبوابها بالمقابل في وجه الإبداعات الأخرى التي لا تروق لهؤلاء؟ إن العطالة الناجمة عن الميل إلى الالتزام بالمعايير السائدة، في اقتراحها مع سيناريو التعاقد على مطال الذراع، لا ينبغي لها على الإطلاق أن تقود على نحو منهجي إلى نتائج محابية للمديرين. بيد أن توجه التغيير في اتجاه محاباة المديرين ينسجم على كل حال مع عطالة التزام المعايير مقترنة مع سيناريو سلطة المديرين.

الأخطاء وسوء الفهم

هنالك تفسير طبيعي آخر لعقود التعويضات غير المجدية: الخطأ البشري. حتى في محيط اقتصادي نموذجي يتفاوض فيه ممثلو الشركة على مطال الذراع، تقودهم في ذلك دوافع حقيقية للخروج بنتائج مجدية، لا يجوز لنا أن نغفل حقيقة أن هؤلاء معرضون شأنهم شأن غيرهم من البشر لارتكاب بعض الأخطاء. قد يسيؤون الفهم، قد يخطئون في الحساب، قد يخطئون في التقدير، وهم أيضاً عرضة للوقوع تحت تأثير مصادر المعلومات المنحازة. وهذه الثغرات البشرية قد تتضافر لتقود إلى تبني عقود تعويضات غير مجدية. وقد أشار أحد المراقبين إلى هذا التفسير البديل لرزم التعويضات غير المجدية مستخدماً عبارة «الحماقة البريئة»²⁹.

للقوف على تقويم موضوعي لهذا التفسير القائم على أساس الأخطاء البشرية علينا أن نتفحص أولاً هوية أولئك الأشخاص الذين يرتكبون تلك الأخطاء. أحد سيناريوهات هذا التفسير يقوم على افتراض أن جميع الأشخاص المعنيين بعملية تحديد الأجور -بمن فيهم المديرين، ومستشاروهم، وخبراء التعويضات- مشتركون معاً في ارتكاب الأخطاء. لكن تفسيراً كهذا يبدو غير معقول على الإطلاق ولا سيما بالنظر إلى ديمومة سياسات التعويضات غير المجدية التي سنأتي على مناقشتها فيما يلي.

إن المشكلات التي سنقوم بمناقشتها ليست بالمعقدة ولا بالصعبة التي تستعصي على الفهم. ومن غير المعقول أن تكون قد ظلت غائبة عن مدارك المديرين ومستشاريهم الحدائق الذين يتقاضون أجوراً ضخمة لقاء ما يقدمونه من خدمات استشارية. فضلاً عن ذلك فإن سيناريو الأخطاء الجماعية هذا يعجز عن تسويغ حقيقة أن مظاهر الانحراف عن التعاقد على مطال الذراع تصب جميعها على نحو منهجي في خدمة مصالح المديرين. إن «الحماقة البريئة» ينبغي أن ترجح مرة الانحراف في اتجاه يلائم أهواء المديرين وأخرى في اتجاه آخر لا يروق لهم.

في سيناريو آخر من سيناريوهات «الحماقة البريئة»، يمكن وصفه بأنه أقرب بعض الشيء إلى الواقع، يتم التركيز على الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة الذين لا يعيرون القرارات المتعلقة بالتعويضات إلا القليل من وقتهم؛ إذ ليس لهم فيها الكثير مما يخسرونه أو يربحونه. قد يزعم بعضهم أن هؤلاء لم يتمكنوا من الوقوف على حقيقة بعض الثغرات في سياسات التعويضات التي سوف نأتي على مناقشتها لاحقاً. في رد له على دراستنا السابقة، ومن ثم في مقالة لاحقة أعدها بالتعاون مع براين هول، قدم كيثن مورفي تفسيراً من هذا القبيل -أطلق عليه اسم «سيناريو الكلفة المدركة»- لظاهرة انتشار خطط الخيارات التقليدية بالرغم من عيوبها البادية للعيان التي تجعل منها خططاً غير مجدية³⁰.

إنه لأمر محيرٌ من وجهة نظر التعاقد على مطال الذراع، كما سوف نوضح في الفصل 11، أن خطط الخيارات التقليدية لا تعبر إلا القليل من الاهتمام لفترات ارتفاع أسعار الأسهم

العائدة إلى الحركية العامة للسوق أو لحقل العمل المعني. يذهب هول ومورفي إلى الزعم بأن مجالس الإدارة إنما اعتمدت خطط الخيارات التقليدية بسبب عدم إدراكها للكلفة الاقتصادية الحقيقية التي تترتب على تلك الخيارات بالنسبة لحملة الأسهم. نظراً لإمكانية تقديم الخيارات التقليدية دون أي إنفاق نقدي، ولكونها لا تتطلب أي أعباء محاسبية، فقد بدت تلك الخيارات في أعين مجالس الإدارة كخيارات غير مكلفة وفق مزاعم مورفي وهول، الأمر الذي جعل مجالس الإدارة تميل بقوة إلى استخدام هذا النوع من الخيارات قبل سواه. ومن جهة أخرى فإن الخيارات التي تهتم بفترة ثمار المصادفة، وبالرغم من أنها تمتاز بالفعل بكلفة أدنى، قد بدت لمجالس الإدارة خطأً كخيارات أكثر كلفة لأن الخيارات منقوصة ثمار المصادفة تفرض على الشركات أعباء محاسبية إضافية.

إننا نشك في أن أعضاء مجالس الإدارة يمكن أن يكونوا بالفعل قد فشلوا في إدراك أن الخيارات التقليدية تفرض تكاليف باهظة على حملة الأسهم الذين يتأملون بحسرة وأسى قيمة أسهمهم وهي تتهاوى بفعل رزم الخيارات السخية المقدمة للمديرين. كذلك فإننا نشك أيضاً في أن أعضاء مجالس الإدارة قد كانوا غير مدركين لحقيقة أن كلفة الخيارات التقليدية بالنسبة لحملة الأسهم تفوق بوضوح كلفة الخيارات التي تعنى بفترة ارتفاعات أسعار الأسهم الناجمة عن عوامل منفصلة تماماً عن الجهود التي يبذلها المديرون. لكن دعونا نفترض، بهدف تتبع الحجّة، أن السادة الأعضاء لدى بدء تعيينهم في المجلس -وعلى الرغم من أن العديد منهم هم في الوقت ذاته مديرون تنفيذيون أو شخصيات بارزة في عالم المال والأعمال- كانوا فعلاً غافلين عن الكلفة الحقيقية للخيارات الاعتيادية. دعونا نفترض فوق ذلك أن مستشاري التعويضات بدورهم قد تعذر عليهم تعريف الأعضاء بتكاليف تلك الخيارات بعد دخول أولئك إلى المجلس. في هذه الحالة يمكن القول إن احتمال الإدراك الخاطئ من قبل أعضاء المجلس يمثل في أحسن الأحوال دليلاً إضافياً على صحة سيناريو سلطة المديرين، وليس تفسيراً بديلاً يمكن أن يحل محل ذلك السيناريو.

كما سبق أن أوضحنا من قبل فإن هناك العديد من الأسباب التي تفسر فشل مجالس الإدارة في فرض ترتيبات تعويضات تضمن خدمة مصالح حملة الأسهم على النحو الأمثل.

فأعضاء مجلس الإدارة لديهم في الغالب دوافع مالية وأخرى غير مالية تحثهم للسعي إلى إرضاء المدير العام أو على الأقل لتجنب ما من شأنه أن يغضبه. وحتى في حال غياب تلك الدوافع فإن هناك جملة من العوامل الاجتماعية والنفسية المرجح أن تقود أعضاء المجلس إلى محاباة المديرين التنفيذيين. وبالإضافة إلى هذا وذاك فإن أعضاء المجلس يفتقرون إلى الوقت الكافي والمعلومات اللازمة للبحث في ترتيبات التعويضات البديلة الأكثر جدوى ومناقشتها مع المديرين التنفيذيين، وإدراكهم الخاطئ لكلفة الخيارات يقدم بحد ذاته مثلاً يعبر خير تعبير عن تلك المشكلة.

بالنسبة للعديد من الأغراض قد لا يهم على الإطلاق ما إذا كانت سلطة المديرين على تعويضاتهم الشخصية نابعة من مرونة مجلس الإدارة أم من سداجة أعضاء المجلس. سواء كانت المشكلة مشكلة محسوبيات واعية، أو حماقة بريئة، أو مزيج من كلا الاثنين معاً، فإن النقطة المهمة هنا هي أن أعضاء المجلس كانوا مستعدين إلى حد ما للمصادقة على ترتيبات خيارات تحابي المديرين على حساب حملة الأسهم.

لكن فيما يخص بعض الأغراض الأخرى - كغرض تطوير ترتيبات التعويضات على سبيل المثال - قد يكون بالمقابل مهماً جداً أن نميز ما إذا كانت العقود غير المجدية نابعة من المحسوبيات الواعية أم من الحمافة البريئة. لو كان الإدراك الخاطئ هو المنبع الوحيد لما شهدناه في الماضي من ابتعاد عن منطق التعاقد على مطال الذراع، على سبيل المثال، لكان بمقدور المراقبين الخارجيين أن يصححوا التصورات المغلوطة بكل بساطة - عبر إيضاح الأمر لأعضاء مجالس الإدارة، أو عبر تزويد هؤلاء بمعلومات أكثر صحة وشمولاً - وصولاً إلى ترتيبات أقرب كثيراً من الترتيبات المجدية المفترض بلوغها في تفاوض مثالي على مطال الذراع.

لذلك فإن من المفيد أن نلاحظ هنا بإيجاز أن سلطة المديرين الذاتية على أجورهم لم تبلغ ما بلغته فقط بفعل «الحماقات البريئة» التي بدرت عن أعضاء مجالس الإدارة، وإنما أيضاً، جزئياً على الأقل، بفعل ميل أعضاء المجالس إلى محاباة المديرين. حتى لو فرضنا أن فشل الشركات في فلترة ثمار المصادفة يعود كلياً إلى إدراك أعضاء المجالس الخاطئ للتكاليف التي تترتب على الخيارات التقليدية، فإن محاباة المديرين قد تجلت في أشكال

عديدة أخرى ليس من السهل أن نجد التفسير الكفيل بإزاحتها عن الطاولة. فإساءة الفهم والتقدير لا يمكنها أن تفسر على سبيل المثال مثابرة الشركات على تقديم برامج التقاعد وقروض المديرين بطرائق تبدو كأنها قد صممت خصيصاً بحيث تعمي الأعين عن حقيقة حجم التعويضات.

ثم لو فرضنا أن المديرين لم يكن لهم أن يؤثروا في أجورهم، وأنهم كانوا يستفيدون ببساطة من سوء الفهم والتقدير لدى أعضاء مجالس الإدارة، لما كان لنا أن نتوقع وجود أي وجه من وجوه الترابط بين أجور المديرين من جهة وما يتمتعون به من سلطة ونفوذ من جهة أخرى. لكن، وكما سنوضح في الفصل القادم، هناك دلائل قوية تشير إلى وجود هذا الترابط. إن ما تقدم يشير بقوة إلى أن ميل أعضاء مجالس الإدارة إلى محاباة المديرين، وليس ببساطة إدراكهم الخاطئ، هو العامل الذي لعب الدور الأكثر أهمية في تحديد معالم ترتيبات التعويضات.



العلاقة بين السلطة والأجر

6

إننا لنجد أن تعويضات المدير العام تبلغ سويا أعلى عندما ... يكون أعضاء المجلس الخارجيون معينين من قبل المدير العام ذاته.

من دراسة تجريبية أجريت في العام 1999، من قبل جون كور وروبرت هولتها وزن وديفيد لاركر

يتمتع المديرون العامون عادة في الشركات ذات الملكية الموزعة، التي لا يملك فيها أي من المساهمين ما يكفي من الأسهم للتدخل في صنع القرار، بقدر كاف من السلطة والنفوذ يتيح لهم الحصول على تعويضات أعلى وهامش حرية أكبر مما تسمح به الترتيبات القائمة على مطال الذراع. غير أن حجم نفوذ المديرين ليس واحداً في جميع تلك الشركات. يتنبأ سيناريو سلطة المديرين بأن رزم التعويضات لا بد أن تكون أكثر محاباة للمديرين - أي إن الأجور لا بد أن تكون أعلى و/أو أقل حساسية للأداء - في الشركات التي يتمتع فيها المديرون بقدر أكبر من السلطة والنفوذ. بافتراض أن العوامل الأخرى باقية جميعها على حالها فإن المديرين يملكون سلطة أكبر عندما (1) يكون مجلس الإدارة ضعيفاً أو غير فاعل، (2) لا يكون بين المساهمين من يملك حصة كبيرة من الأسهم، (3) ي كون إسهام المستثمرين المؤسساتيين ضعيفة، (4) يكون المديرون محصنين بترتيبات مضادة لمحاولات الاستيلاء الخارجية. تبين الدلائل التجريبية أن كلاً من هذه العوامل يؤثر فعلاً في تعويضات المديرين على النحو الذي يتنبأ به التحليل القائم على سلطة المديرين.

قوة مجالس الإدارة واستقلاليتها

بالرغم من أن المدير العام يملك عموماً القدرة على التأثير في مجلس الإدارة، فإن درجة تأثيره تختلف من شركة إلى أخرى تبعاً للقوة النسبية التي يتمتع بها المجلس. تشير الوقائع

التجريبية إلى أن المديرين العامين يحصلون على ترتيبات أجور أكثر محاباة كلما كانوا أكثر قوة ونفوذاً مقابل مجالس الإدارة.

وعلى الغالب فإن قوة المدير العام وسلطته تتعاظمان بازدياد حجم مجلس الإدارة؛ إذ إن مجالس الإدارة الكبيرة تفتقر إلى التماسك لأن «المسؤولية» تضيع ببساطة بين ذلك العدد الكبير من الأعضاء فلا يشعر أي منهم بالدافع الحقيقي لتركيز اهتمامه على شؤون الشركة بوجه عام وعلى ترتيبات الأجور بوجه خاص. كذلك فإن أعضاء المجالس الضخمة أقل تأثراً في قراراتهم بخاطر سخط الأوساط العامة، فكلما اتسع حجم المجلس أكثر أصبح توجيه السخط نحو عضو بعينه أكثر صعوبة بالنسبة للمراقبين الخارجيين. وبالإضافة إلى ذلك فإن الأعضاء الذين قد يفكرون في التصدي للمدير العام، فيما يخص تعويضاته أو غيرها من القضايا، سوف يجدون صعوبة أكبر في إقناع غالبية الأعضاء وكسب تأييدهم كلما كان المجلس أكبر وأكثر تشتتاً. هذه الأسباب مجتمعة تعطي المديرين في الشركات ذات المجالس الضخمة عموماً المزيد من السلطة والنفوذ وتزيد من فرصهم في الظفر بترتيبات أجور أكثر محاباة. وبالفعل فقد وجد جون كور و روبرت هولتهاوزن و ديفيد لاركر أن تعويضات المدير العام تأخذ قيماً أكبر كلما اتسع حجم مجلس الإدارة أكثر¹. وبصورة مشابهة فقد كشفت دراسة قام بها ديفيد يرماك أن حساسية الأجور للأداء تتراجع بدورها أيضاً مع ازدياد حجم المجلس².

كذلك فإن وجود أعضاء يشغلون في الوقت ذاته عضوية العديد من المجالس -ويوزعون اهتمامهم من ثم على العديد من الشركات مما يضعف من تركيزهم على قضايا شركة بعينها- من شأنه أيضاً أن يسهم في زيادة القوة النسبية للمدير العام³. وبموجب ذلك فإن من المتوقع أن تكون ترتيبات الأجور أكثر محاباة للمدير العام كلما ازدادت نسبة أعضاء المجلس الخارجيين الذين يتمتعون بعضوية مضاعفة في مجالس إدارة العديد من الشركات. وبالفعل فإن الدراسة التي قام بها كور وهولتهاوزن ولاركر تسوق وقائع تجريبية تتفق تماماً مع هذه التوقعات. تبين هذه الدراسة أن تعويضات المدير العام تزداد، بافتراض ثبات جميع العوامل الأخرى، مع ازدياد عدد الأعضاء الخارجيين الذين يتمتعون بعضوية مضاعفة في ثلاثة أو أكثر من مجالس إدارة الشركات الأخرى⁴.

ومن جهة أخرى فإن المدير العام الذي يشغل في الوقت ذاته منصب رئيس مجلس الإدارة من المتوقع أن يتمتع بمزيد من القوة والنفوذ. رئيس مجلس الإدارة يدير اجتماعات المجلس ويحدد لتلك الاجتماعات جداول أعمالها. ومن هنا فإن من غير المفاجئ أن نجد المديرين العامين الذين يشغلون في الوقت ذاته منصب رئاسة المجلس أقل تعرضاً لخطر الإقالة على يد المجلس بسبب ضعف الأداء⁵. لذلك فإننا نتوقع أيضاً أن المدير العام الذي يشغل في الوقت ذاته منصب رئاسة المجلس سوف يحصل على ترتيبات أجور أكثر محاباة. وبالفعل فإن العديد من الدراسات التجريبية تخلص إلى أن تعويضات المدير العام تبدي ارتفاعاً واضحاً في حالة المديرين الذين يجمعون بين كلا المنصبين⁶.

كذلك فإن وجود الأعضاء الذين تربطهم بالمدير العام علاقات شخصية، أو الذين يستشعرون شيئاً من الواجب أو المديونية تجاه المدير العام، قد يزيد بدوره أيضاً من سطوة المدير العام ونفوذه. تبين الدراسات أن أجور المدير تكون أعلى، وحظوظه في الفوز بجوائز الهبوط اللطيف «بمظلة ذهبية» أوفر، كلما ازداد عدد الأعضاء الخارجيين الذين تم تعيينهم في المجلس أثناء عهده - والذين قد يشعرون تجاهه بمزيد من مشاعر العرفان أو المديونية⁷. وبصورة مشابهة نجد أيضاً أن حساسية أجور المدير العام لأداء الشركة تضعف كلما طال عهد المدير في منصبه - أي كلما ازداد احتمال تعيين أعضاء المجلس في ظل رايته⁸.

وبدوره فإن تشابك عضوية المجالس من شأنه أن يزيد أيضاً من قدرة المدير على التأثير في مجلس الإدارة. كذلك فإن تشابك العضوية على مستوى المديرين العامين - أي عندما يكون مدير عام الشركة أعضواً في مجلس إدارة الشركة ب، ومدير عام الشركة ب عضواً في مجلس إدارة أ - يزيد من سلطة كلا المديرين على مجلس إدارة الشركة التي يديرها. وفي توافق تام مع توقعات سيناريو سلطة المديرين تبين الوقائع أن أجور المدير العام تبدي ارتفاعاً واضحاً في الشركات التي تضم مجالس إدارتها أعضاء متشابكي العضوية⁹.

وبالانتقال من المجلس إلى لجنة التعويضات نجد أن تركيبة لجنة التعويضات تؤثر بحد ذاتها في بنية منظومة أجور المدير العام على النحو الذي تقترضه وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين. أولاً: أجور المدير العام تزداد بوضوح عندما يكون رئيس لجنة التعويضات قد تم تعيينه في عهد المدير العام ذاته¹⁰. ثانياً: حساسية الأجر للأداء تضعف بوضوح عندما

يكون أحد أعضاء اللجنة على الأقل عضواً داخلياً أي من أصحاب المناصب في الشركة ومن ثم من مرؤوسي المدير العام التنفيذي¹¹. وأخيراً فإن أعضاء لجنة التعويضات الذين يملكون حصصاً كبيرة من أسهم الشركة من المتوقع أن يكونوا أكثر اهتماماً بقضايا الشركة وأكثر حرصاً على قيمة رأس المال المسهم. وبالفعل فإن إحدى الدراسات تؤكد أن أجور المدير العام تتأثر سلباً بملكية أعضاء لجنة التعويضات من أسهم الشركة¹².

وجود حملة الكتل الخارجيين

إن وجود المسهمين الخارجيين الذين يملكون كتلاً ضخمة من أسهم الشركة لا بد أن يكون له أثره على حجم ما يتمتع به المديرون من قوة ونفوذ. فالمسهم الذي يملك كتلة كبيرة من الأسهم لديه دوافع قوية لرصد تحركات الجهاز الإداري وبذل المزيد من الجهد من أجل تقليص حرية المديرين في انتهاز فرص الكسب على حساب رأس المال المسهم. ومثل هذه الدوافع يصعب أن تتوافر عندما تشتت كتلة الأسهم ذاتها بين عدد كبير من المسهمين¹³. ومن هنا فإن سيناريو سلطة المديرين يتنبأ بأن وجود مسهم يملك كتلة كبيرة من أسهم الشركة، حتى إن لم يكن يستحوذ على الحصة التي تخوله المشاركة في صنع القرار، سوف يضعف من قدرة المديرين على الاستئثار بترتيبات التعويضات المحايية.

وقد تعززت صحة هذه التوقعات عبر دراسة كشفت أن هناك علاقة سلبية بين حجم ملكية كبير المسهمين في الشركة من جهة وتعويضات المدير العام من جهة أخرى، وقد خلصت الدراسة إلى أن وجود مسهم يملك حصة من الأسهم تفوق ملكية المدير العام من أصول الشركة يخفض تعويضات المدير العام وسطياً بمقدار 5 بالمائة¹⁴. كذلك فإن دراستين أخريين قد عنيتا باستكشاف أثر وجود مسهم كبير (باستثناء المدير العام نفسه) يملك كتلة تفوق 5 بالمائة من أسهم الشركة على تعويضات المدير العام. وقد خلصت كلتا الدراستين إلى أن وجود مسهم من هذا الطراز يخفض بوضوح تعويضات المدير العام¹⁵.

وكما هو متوقع فقد وجدت تلك الدراسات أيضاً أن الأجر يبدي حساسية أقل للأداء في الشركات التي تقتصر إلى مسهم خارجي يستحوذ أكثر من 5 بالمائة من أسهم الشركة¹⁶. إن من المفيد أن نوضح هنا أن سيناريو التعاقد على مطال الذراع لا يملك تفسيراً مثل هذه

العلاقة. فمشكلات التوكيل غالباً ما تكون أكثر حدة في ظل غياب حملة الكتل الخارجيين. لذلك فإن نموذج التعاقد على مطال الذراع، إذا ما شاء إقحام نفسه في تحليل حالة كهذه، لن يسعه إلا أن يتوقع أن مجلس الإدارة سوف يذهب في هذه الحالة إلى زيادة حساسية الأجر للأداء بغية تحييد مشكلات التوكيل المتفاقمة.

كذلك من المفيد هنا أن نتطرق إلى دراسة تجريبية إبداعية قامت بها ماريان برتراند و سندهيل مليثن وقدمتا عبرها إثباتاً إضافياً على أن أجور المديرين أقل حساسية للأداء في الشركات التي تفتقر إلى المسهمن الخارجيين الكبار¹⁷. اهتمت هذه الدراسة باستكشاف ما إذا كان وجود مسهم يملك 5 بالمئة (أو أكثر) من أسهم الشركة يؤثر بوجهه أو بآخر في احتمال وآلية حصول المديرين على تعويضات مجزية لقاء «الحظ السعيد» - أي جزاء تطورات إيجابية في أداء الشركة لا يد لهم فيها. وقد وجدت الدراسة أن المديرين العامين في الشركات التي تفتقر إلى المسهمن الخارجيين الكبار هم بالفعل الأوفر حظاً في الحصول على تلك «المكافآت القائمة على الحظ». وفي دراسة أخرى كشفت الباحثان ذاتهما عن أن المديرين العامين في الشركات التي تفتقر إلى المسهمن الكبار يتعرضون لتخفيضات أصغر في تعويضاتهم النقدية مقابل زيادة تعويضاتهم القائمة على خيارات الأسهم¹⁸.

إن الدلالات التي يقدمها المسهمن الخارجيون كمقياس لسلطة المديرين لا تتوقف على وجود المسهم الخارجي الكبير أو غيابه، وإنما تتعلق أيضاً بحصة المستثمرين المؤسساتيين من أسهم الشركة. بالرغم من أن المستثمرين المؤسساتيين لا يميلون عادة إلى التنازع مع الجهاز الإداري حول قضايا الأجور، فهم عموماً أكثر تيقظاً وحذراً من المستثمرين الأفراد الذين نادراً ما يجتمع لأحدهم ما يستحق العناء من أصول أي من الشركات التي يستثمر فيها.

في دراسة تناولت شركات إس & بي أثناء التسعينيات وجد جي هارتزل و لاورا ستاركس أن زيادة تركيز الملكية المؤسساتية تقود ليس فقط إلى خفض تعويضات المديرين وإنما أيضاً إلى أجور أكثر حساسية للأداء¹⁹. تبين هذه الدراسة التجريبية أن وجود المستثمرين المؤسساتيين يفيد في خفض الأجور الزائدة وكذلك أيضاً في تقليص هامش التراخي والإهمال عند المديرين. تذهب دراسة أخرى قام بها بارثيان ديفيد و راوول كوتشر و إدوارد ليفيتاس

إلى التمييز بين طائفتين من المساهمين المؤسساتيين. تضم الطائفة الأولى أولئك الذين لا تربطهم بالشركة أي علاقات عمل أخرى ولذلك فإن اهتمامهم ينحصر فقط في قيمة أسهم الشركة (مؤسسات «مقاومة للضغط»). أما الطائفة الثانية فتضم المؤسسات التي ترتبط بالشركة بعلاقات عمل إضافية (كإدارة صندوق التقاعد مثلاً) ، الأمر الذي يجعلها عرضة للتأثر بالضغوط التي قد تمارسها إدارة الشركة (مؤسسات «حساسة للضغط»). وكما تفيد تبؤات سيناريو سلطة المديرين فقد تبين أن أجور المدير العام تبدي ترابطاً سلبياً مع حصة المستثمرين المؤسساتيين المقاومين للضغط وترابطاً إيجابياً مع حصة المستثمرين الحساسين للضغط.²⁰

الحماية المضادة لمحاولات الاستيلاء

صحيح أن بورصة حكم الشركات -التهديد المائل في محاولات الاستيلاء الخارجية- تفتقر إلى القوة اللازمة للحيلولة دون الانحراف عن التعاقد على مطال الذراع، إلا أنها تفرض مع ذلك بعض التقييد على نزعة المديرين إلى الاستئثار بترتيبات الأجور المحابية وقدرتهم على تحقيق ذلك. وتبعاً لهذه الرؤية فإن من المرجح أن ترتفع تعويضات أصحاب المناصب وتراجع حساسيتها للأداء أكثر فأكثر، كلما ازدادت الحصانة التي يتمتعون بها في مواجهة محاولات الاستيلاء الخارجية.

بينت دراسة قام بها كينيث بوروكوفيتش و كيلي برونارسكي و روبرت بارينو أن تعويضات المديرين العامين تبدي بالفعل ارتفاعاً واضحاً عقب إقرار شركاتهم بنوداً مضادة لمحاولات الاستيلاء - أي أحكاماً تقلل من انكشاف المديرين العامين على خطر المنافسة عبر عروض الاستيلاء الخارجية²¹. وهذه الحقيقة عسية على التفسير ضمن إطار نموذج التعاقد على مطال الذراع؛ إذ إن زيادة حصانة المناصب ينبغي أن تقود هنا إلى خفض أجور المديرين بما يتناسب مع تراجع حجم تكاليف المخاطرة.²²

كذلك فقد كشفت دراسة أخرى عن أن المديرين العامين الذين يحصلون على الحصانة المرجوة عبر تبني شركاتهم تشريعات مضادة لعروض الاستيلاء يعتمدون غالباً إلى تقليص ملكيتهم من أسهم الشركة في انعكاس جلي لحقيقة أنهم ينظرون إلى ملكية أسهم الشركة في

المقام الأول كوسيلة للحفاظ على مناصبهم²³. هذه الظاهرة بدورها يتعذر تفسيرها أيضاً ضمن إطار نموذج التعاقد على مطال الذراع. وفي الحقيقة فإن نموذج التعاقد على مطال الذراع يقضي بأن نتوقع عكس ذلك تماماً. فمجلس الإدارة الحريص على حماية مصالح حملة الأسهم ينبغي أن يدفع بالمدير العام، بعد تحصينه بتشريعات مضادة للاستيلاء، إلى توسيع رصيده من أسهم الشركة وذلك انطلاقاً من ضرورة الحفاظ على الحوافز التي تحت المدير إلى العمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم.

من المفيد أن نلاحظ هنا أيضاً أن المديرين الأقل انكشافاً على خطر عروض الاستيلاء يعمدون عادة إلى الإفادة من سلطتهم بطرائق عديدة أخرى. هنالك العديد من الدراسات التي تبين أن المديرين العاميين عندما يحصلون على الحصانة المرجوة، عبر قوانين حازمة مضادة للاستيلاء أو عبر تضمين ميثاق الشركة بنوداً مضادة للاستيلاء، يصبحون أقل فاعلية في عملية خلق القيمة التي يفيد منها حملة الأسهم²⁴. تبين إحدى الدراسات أن تراجع خوف المديرين على مناصبهم من التهديد المائل في خطر الاستيلاء يترافق عادة مع تراجع واضح في فاعلية أداء الشركة، وانحسار في هوامش الربح، وانخفاض في معدل نمو المبيعات²⁵. كما تشير الدراسة ذاتها إلى أن تحصين المديرين ضد التهديد المائل في محاولات الاستيلاء يترافق أيضاً مع زيادة واضحة في حجم مكاسبهم الشخصية وميل أشد إلى سياسة التوسع الإمبراطوري.

حجة المديرين الجدد

في انتقاد لعملنا السابق يسلط كيفن مورفي الضوء على ظاهرة يزعم أنها تتناقض مع ما ينبئ به سيناريو سلطة المديرين²⁶. لقد وجد مورفي أن المديرين العاميين المعينين حديثاً من خارج الشركات المعنية يتقاضون في عامهم الأول ما يقارب ضعف ما يتقاضاه نظراؤهم الذين ارتقوا مناصبهم من داخل صفوف شركاتهم. وحسب مزاعم مورفي فإن أولئك المديرين الخارجيين لم يتسن لهم بعد امتلاك القوة والنفوذ ليكون لهم ذلك التأثير الذاتي على أجورهم، الأمر الذي يضع تعويضاتهم المرتفعة في تناقض صريح مع الفرضية القائمة على سلطة المديرين.

غير أننا، وكما أوضحنا في الفصل 2، لا يمكننا أن نتوقع من مجالس الإدارة أن تتفاوض على مطال ذراعها حتى مع مرشح خارجي لمنصب المدير العام؛ إذ لا يمكن إغفال حقيقة أن أعضاء المجلس في تفاوضهم مع المدير العام الجديد المحتمل سوف يدخلون في حساباتهم أن الشخص الذي أمامهم، إذا ما تسنى له الفوز بذلك المنصب، سوف يكون له نفوذ كبير فيما يخص إعادة تسميتهم لعضوية المجلس وكذلك أيضاً فيما يخص تعويضاتهم. وبالإضافة إلى ذلك فإن أعضاء المجلس يدركون أيضاً أن الشخص الذي يفاوضونه اليوم على تعويضاته سرعان ما سيصبح قائد الشركة وواحداً من زملائهم - أي إن المدير الجديد هو باختصار شخص سيكون من الأفضل لهم أن تربطهم به علاقات زمالة طيبة. وهذا يسهم بطبيعة الحال في إضعاف دوافع أعضاء المجلس للدخول في تفاوض على مطال الذراع مع ذلك الشخص المرشح لأن يكون مديرهم العام القادم.

إننا نتفق مع مورفي بوجه أو بآخر على أن المرشحين الخارجيين لمنصب المدير العام لا يملكون من السلطة والنفوذ للتأثير في أجورهم المستقبلية المرتقبة ما يملكه نظراًؤهم المرشحون الداخليون. وسيناريو سلطة المديرين يفترض بالفعل أن المديرين ذوي النفوذ الأضعف ينبغي أن يحصلوا على تعويضات أقل محاباة من تلك التي يظفر بها نظراًؤهم ذوو النفوذ الأقوى، إذا ما تساوا معهم في جميع الجوانب الأخرى. غير أن الواقع يقول إن طر في المقارنة التي يجريها مورفي بين المرشحين الخارجيين والداخليين مختلفين ببساطة في جميع تلك الجوانب الأخرى. وسيناريو سلطة المديرين لا يزعم على الإطلاق بأن السلطة هي المقياس الوحيد الذي يحدد أجور المديرين. هنالك معايير شخصية عديدة - كقدرات المدير ومهاراته، وموقعه التفاوضي - لا شك أنها تؤثر أيضاً في تعويضات المديرين. ومن المرجح أن تختلف شريحة المرشحين الخارجيين عموماً عن شرائح المرشحين الداخليين على صعيد تلك الأبعاد الإضافية للمقارنة.

تميل الشركات عموماً إلى التعاقد مع مديرين من داخل صفوفها إذا ما تمكنت من إيجاد المرشح المناسب. وهي تفضل المديرين الداخليين بسبب إمام أحدهم بشؤون شركته، وربما أيضاً بسبب علاقات واحدهم القائمة أصلاً مع أعضاء مجلس الإدارة. وبالنتيجة فإن 75 إلى 80 بالمئة من المديرين العاميين يتم تعيينهم داخلياً²⁷. وبفعل ممانعة غالبية المجالس

لتوسيع دائرة البحث خارج حدود الشركة، فإن مجلس الإدارة لن يتعاقد عموماً مع شخص من خارج الشركة إلا إذا كان ذلك الشخص يتفوق بوضوح في مقدراته على عموم المرشحين الداخليين. وبالنتيجة فإن المديرين الجدد المعيّنين من خارج الشركة يشكلون عموماً شريحة أكثر قوة. وفضلاً عن ذلك فإن المديرين الجدد المعيّنين من خارج الشركة كثيراً ما يكونون أصلاً مديريين عامين سابقين في شركات أخرى، أما المرشحون الداخليون فهم بالتعريف لا يتمتعون بمثل ذلك الماضي العريق. وأولئك المرشحون الخارجيون، الذين هم أصلاً مديرون عامون في شركات أخرى، يستخدمون مواقعهم الحالية للاستئثار ببعض المكاسب المجانية، والشركات التي تأمل بالتعاقد معهم لا بد لها من أن تعرض عليهم ما يعرضهم عن تلك المكاسب. وخلافاً لذلك فليس هناك حاجة لأي تعويضات من هذا القبيل في حالة المرشحين الداخليين؛ إذ إن هؤلاء ليس لديهم أصلاً أي مكاسب يضحون بها بتوليهم منصب المدير العام. ومن هنا فإن حقيقة أن المديرين الخارجيين يتقاضون أجوراً أعلى من نظرائهم الداخليين لا تقدم أي حجة مناقضة لسيارياً سلطة المديرين.

الصورة

إن الدراسات التجريبية العديدة التي أتينا على ذكرها في هذا الفصل تتكامل جميعها لتعطي صورة جلية واضحة. هناك دلائل تجريبية تؤكد وجود رابط قوي بين سلطة المديرين وأجورهم. كلما كان المديرين يتمتعون بسلطة أكبر، كانت تعويضاتهم تنطوي على المزيد من المحاباة.

وخلافاً للغالبية العظمى من خبراء الاقتصاد المالي المهتمين بمسألة تعويضات المديرين فقد استنتج بعض الباحثين من القائمين على تلك الدراسات أن الاستئثار بالمكاسب المجانية يمثل ظاهرة استثنائية محصورة في حالة المديرين الذين يتمتعون بقدر فائق من السلطة. فقد خلصت برتراند وملينثن على سبيل المثال إلى استنتاج مفاده أن هناك من «يقشط الزبدة» من على وجه الحليب في الشركات التي تقتصر إلى مسهم كبير يملك بمفرده ما لا يقل عن 5 بالمئة من الأسهم²⁸. ومن الواضح أن الباحثين تعتقدان أن الاستئثار بالمكاسب المجانية لا يمكن أن يحدث إلا في ظل غياب المسهمين الكبار من ذلك الطراز.

وخلافاً لذلك فإننا نرى، ولا سيما بعد أن أدركنا حقيقة العلاقة بين السلطة والمكاسب، أن المديرين لا بد أن يستأثروا بقدر لا بأس به من المكاسب المجانية حتى في الشركات التي تضم بين حملة الأسهم من يستحوذ بمفرده أكثر من 5 بالمئة من الأصول. لا شك في أن سلطة المديرين في تلك الشركات سوف تكون بوجهه أو بأخر أضعف من سلطة نظرائهم في الشركات التي تفتقر إلى المسهمين الكبار، لكنهم سوف يملكون على كل حال قدرًا لا بأس به من السلطة والنفوذ.

لنأخذ مثلاً واحداً من حملة الأسهم الخارجيين يستحوذ بمفرده على 5 بالمئة أو حتى على 10 بالمئة من أصول الشركة. إن مسهماً من هذا النوع قد يملك بالفعل بعض النفوذ، لكن نفوذه لن يبلغ على الأرجح من القوة ما قد يكفي لتهديد عروش الجهاز الإداري، ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان ما يتمتع به المديرون عادة من قوة دفاعية في مواجهة محاولات الاستيلاء ومن صلاحيات تتيح لهم إمكانية التحكم إلى حد بعيد بسير العملية الانتخابية. إن من المرجح أن يظل المديرون في مثل هذه الحالة محتفظين بقدر لا يمكن إغفاله من السلطة - وأن يكونوا من ثم في موقع يسمح لهم بالظفر بقدر لا بأس به من المكاسب المجانية.

وبالفعل فإن سياسات التعويضات التي سوف نأتي على مناقشتها في فصول لاحقة من الكتاب - سياسات تعكس واقعاً تسوده مظاهر السلطة والتمويه - لا تقف عند حدود الشركات التي تفتقر إلى مسهم كبير يملك بمفرده 5 بالمئة أو أكثر من أسهم الشركة. بل إن تلك السياسات مألوفة ورائجة حتى على صعيد الشركات التي تضم بين صفوف مسهميها واحداً أو أكثر من حملة الكتل الوازنة أو التي يملك المستثمرون المؤسسيون حصة كبيرة من أسهمها. تبين لنا هذه الصورة أن الاستئثار بالمكاسب المجانية يمكن أن يحدث، وإن بدرجة أقل، حتى على صعيد الشركات التي تضعف فيها سلطة المديرين نسبياً نتيجة الحضور القوي لحملة الكتل أو للمستثمرين المؤسسيين.

نفوذ المديرين في ساعة الرحيل

7

طبيعي جداً أن يرغب مجلس الإدارة في أن يكون المدير العام المغادر بعد رحيله عن الشركة صديقاً وليس خصماً.

محامي خبير في قانون الشركات

في مقابلة أجرتها معه مجلة فورشن، 2000

يحصل المديرون المغادرون عادة على عطاءات سخية تقدمها لهم شركاتهم في الساعات الأخيرة من عهدهم فيها. وفي حين أن بعضاً من تلك العطاءات المرتبطة بالرحيل منصوص عليه في عقد العمل المبرم بين الشركة والمدير، فإن اهتمامنا ينصبُّ في هذا الفصل على عطاءات الرحيل المجانية - أي العطاءات التي لم يكن منصوصاً عليها في العقد حين قرر المدير المغادرة (أو حين طلب منه المجلس ذلك). هذه العطاءات المجانية يتم إقرارها على مسؤولية مجلس الإدارة وتقدم إليه على شكل مكافآت إضافية تضاف ببساطة إلى رزمة التعويضات المنصوص عليها في العقد. وكما سنناقش في فقرات هذا الفصل فإن المدير العام المغادر كثيراً ما يحصل على عطاءات مجانية من هذا النوع (1) عند إقالته، (2) عندما يوافق على عرض لضم الشركة من قبل شركة أخرى، (3) عندما يتقاعد.

وقد أخذت العطاءات والمكاسب المجانية المقدمة للمديرين المغادرين أشكالاً عديدة، بما في ذلك إعفاء المدير المغادر من تسديد القروض المقدمة له، تسريع استحقاق الخيارات والأسهم المقيدة، زيادات على تعويضات التقاعد (عبر «إهداء» المدير بعضاً من سنوات الخدمة الإضافية على سبيل المثال)، مكافآت نقدية استثنائية، وعود بعقود استشارية من شأنها أن تضمن للمدير المغادر تعويضات سنوية سخية مقابل القليل من الجهد وأحياناً دون أي مقابل.

معظم العاملين يحصلون عند التقاعد أو الإقالة على استحقاقات نهاية الخدمة المنصوص عليها في العقد، ولا شيء سواها يستحق الذكر. ولا يمكننا أن نتظر من صاحب العمل، في علاقة قائمة على مطال الذراع، أن يفدق على العاملين المغادرين عند نهاية خدمتهم عطاءات سخية غير منصوص عليها في عقود عملهم. لذلك فإن عطاءات الرحيل المجانية التي يتلقاها المديرون العامون المغادرون تقدم دليلاً واضحاً على أن أعضاء مجالس الإدارة لا يتعاملون مع المديرين على مطال ذراعهم، حتى في تلك الحالات الاستثنائية النادرة عندما يدفع مجلس الإدارة المدير العام خارج بوابة الشركة.

عند إقالة المدير العام

كما سبق أن أشرنا فإن مجالس الإدارة نادراً ما تذهب إلى إكراه المديرين العاملين على الاستقالة. لما كان الكثيرون من أعضاء المجالس -حتى من أولئك المستقلين اسمياً- يميلون إلى التأثر برأس الهرم في الشركة أو يشعرون بالولاء تجاهه، فقد دأبت مجالس الإدارة عموماً على التماس عن إقالة المديرين طالما كان أداء أحدهم ضمن حدود ما يمكن وصفه بالمقبول. لكن عندما يبلغ أداء المدير العام درجة كبيرة من الضعف وتصبح الحاجة إلى استبداله حقيقة بادية للعيان، فإن أعضاء المجلس لا يسعهم إلا أن ينصاعوا لضغط الحاجة إلى إجراء تغيير في رأس الهرم.

ومجلس الإدارة عندما يقرر تغيير المدير العام غالباً ما يقدم للمدير المغادر العديد من المكاسب كي يسهل له خروجه من الشركة. وعلى سبيل المثال فإن مدير عام شركة ماتل، السيدة جيل باراد، قد كوفئت لدى إقالتها بإعفاء من تسديد قرض بقيمة 4.2 مليون \$ وتلقت فوق ذلك 3.3 مليون \$ نقداً لتغطية الالتزامات الضريبية المترتبة على إعفائها من قرض آخر. وبالإضافة إلى ذلك فإن خياراتها غير المستحقة قد حولت تلقائياً بقرار من مجلس الإدارة إلى خيارات مستحقة قابلة للاستخدام حتى انقضاء أجلها الأصلي. وقد جاءت هذه المكاسب المجانية عطاءات إضافية رافقت رزمة تعويضات الإقالة التي كانت المديرة المقالة قد حصلت عليها بموجب عقدها مع الشركة، التي تضمنت مبلغاً نقدياً بقيمة 26.4 مليون \$ كتعويض نهاية خدمة فضلاً عن تعويض تقاعد سنوي يتجاوز 700,000 \$ وبعض المكاسب الإضافية الأخرى¹.

ومن الأمثلة الأخرى مثال ترتيبات المغادرة التي قدمت لمدير عام شركة ويبشان ، السيد جورج شاهين. قدم شاهين استقالته قبيل إشهار ويبشان لإفلاسها بمدة وجيزة زاعماً أنه قد شعر بأن الشركة «بحاجة إلى مدير عام من نوع آخر يتولى قيادتها في المرحلة القادمة.» وقد حصل السيد شاهين على إعفاء من قرض بقيمة 6.7 مليون \$ مقابل أسهمه البالغة قيمتها آنذاك 150,000 \$، صفقة تبادل مجزية لم يكن منصوصاً عليها بطبيعة الحال في عقده مع الشركة².

وبصورة مشابهة عندما أجبر مدير عام بنك ون، جون ماكوي، على المغادرة بسبب ضعف الأداء، اجتمع مع أصدقائه في مجلس الإدارة ليخرج ظافراً باتفاق ينظم ترتيبات رحيله عن المصرف. وقد تضمنت الرزمة التي حصل عليها مبلغاً نقدياً بقيمة 10.3 مليون \$ (بالإضافة إلى مكافآت أخرى بقيمة 7.5 مليون \$ «كشكر خاص» عن خدماته أثناء العامين 1997-1998) فضلاً عن تعويض تقاعدي بقيمة 3 ملايين \$ سنوياً بدءاً من العام 2001³. وعلى الغالب فإن هذا الاتفاق قد سهل على أصدقاء ماكوي في مجلس إدارة البنك مسaire أعضاء المجلس الآخرين في رغبتهم بإنهاء خدمة ماكوي والاستعانة بمدير عام جديد.

إن من الصعوبة بمكان التوفيق بين مثل تلك العطاءات المجانية ومنطق التعاقد على مطال الذراع. فمجلس الإدارة يملك صلاحية إقالة المدير العام دون أن يقدم له أي تعويضات أو مكاسب أخرى خارج حدود ما هو منصوص عليه في العقد. ولا يبدو أن هناك أي حاجة حقيقية لإغراء المدير العام ذي الأداء المتواضع «برشوة مجزية» كي ينزل عن عرشه. وبالإضافة إلى ذلك فإن الرسالة التي يقدمها مجلس الإدارة عبر عطاءات الرحيل المجانية تلك من شأنها أن تضعف من حوافز المدير العام القادم لرفع سوية الأداء.

وبالمقابل فإن تلك العطاءات يمكن تفسيرها بكل وضوح إذا ما قبلنا بحقيقة سلطة الجهاز التنفيذي على مجلس الإدارة. أولاً: بعض أعضاء المجلس على الأقل قد يتخذون موقفاً ممانعاً لإقالة المدير العام حتى لو ثبتت مسؤوليته عن ضعف أداء الشركة. ولذلك فقد يكون من الضروري تشجيع المدير العام على تقديم استقالته طوعاً، أو على الأقل إغناء ترتيبات الإقالة بمزيد من العروض السخية بغية انتزاع موافقة أولئك الأعضاء بأسلوب لطيف. وعندما يشكل أولئك الأعضاء غالبية أعضاء المجلس لن يكون من الممكن تغيير

المدير العام دون تقديم رزمة مغرية من عطاءات الرحيل المجانية. وحتى عندما يشكل حلفاء المدير العام أقلية في مجلس الإدارة فإنهم يظلون قادرين على تحويل عملية استبدال المدير العام إلى موضوع خلافي بسبب لزماتهم في المجلس الكثير من المضايقات. وأعضاء المجلس الآخرون سوف يرغبون على الغالب في تجنب احتدام النزاع عبر إظهار المزيد من السخاء في تعاملهم مع المدير العام المغادر. وفي جميع الأحوال فإن العطاءات المجانية المقدمة للمدير العام المغادر تعمل هنا عمل «الرشوة» لغرض ضمان تعاون حلفاء المدير العام في المجلس أو لغرض إضعاف ممانعتهم.

ثانياً: حتى أعضاء المجلس الراغبين في تغيير المدير العام قد يفضلون تحلية فعلتهم بهدية ثمينة يقدمونها للمدير المغادر. إنهم قد يرغبون في تخفيف الشعور بالانزعاج أو حتى بالذنب الذي قد يراودهم لدفعهم زميلهم وقائدهم خارج بوابة الشركة، وقد يرغبون في إرضاء المدير المغادر أو مواساته، وفي التعبير عن امتنانهم ووفائهم، وكذلك أيضاً في الظهور بمظهر أكثر جاذبية أو على الأقل بمظهر أقل خطورة في أعين مديري الشركات الأخرى الذين قد يجيلون النظر بحثاً عن أعضاء خارجيين لمجالس إدارة شركاتهم.

إن القاعدة التي تقوم عليها جميع هذه التفسيرات تتجسد ببساطة في علاقة بين المدير العام وأعضاء مجلس الإدارة تختلف جذرياً عن تلك التي يرسمها لنا نموذج مطال الذراع. وحقيقة أن رزمة عطاءات «مع السلامة» المجانية يتم تمويلها من أكياس حملة الأسهم تسهل على أعضاء المجلس إظهار مزيد من اللطف والسخاء في تعاملهم مع المدير المغادر، ولا سيما أنهم لا يتحملون شخصياً في ذلك كله إلا كلفة زهيدة لا تستحق الذكر.

من المهم أن نشير هنا إلى أن العطاءات المجانية المقدمة للمدير العام المغادر قد تصب أحياناً، إذا ما سلمنا بسلطة المديرين كحقيقة واقعة، في مصلحة حملة الأسهم. بالنظر إلى ولاء الكثيرين من أعضاء المجلس للمدير العام فإن تقديم سكرة من هذا القبيل قد يكون ضرورياً لاستمالة غالبية أعضاء المجلس إلى تأييد فكرة استبدال المدير ذي الأداء الضعيف. وعطاءات الرحيل المجانية تفيد المسهمين في هذه الحالة طالما أن رحيل المدير المقصر سوف يسهم في تعظيم قيمة رأس المال المسهم بأكثر من كلفة تلك العطاءات. غير أن المهم، بالنسبة لموضوعنا في هذا الفصل، هو أن سياسة عطاءات «مع السلامة» المجانية تعكس ببساطة سلطة المديرين على أعضاء مجالس الإدارة.

عند حيازة الشركة من قبل شركة أخرى

لدى حيازة شركة من قبل أخرى يحصل مدير الشركة المستهدفة عادة على مكاسب مرتبطة بعملية الحيازة خارجة عن نطاق التعويضات المنصوص عليها في عقده. وعطاءات الحيازة المجانية يمكن أن تأخذ أشكالاً عديدة كتقديم العطاءات النقدية الخاصة، أو إقرار زيادات مجزية على القيمة المتفق عليها «لمظلة الهبوط الذهبية». وهكذا نجد أن مجلس إدارة يوايس ويست على سبيل المثال قد صوت لصالح دعم مظلة الهبوط الذهبية المقدمة للمدير العام سول ترجيلو بقيمة قدرت آنذاك بنحو 46 مليون \$، وذلك قبل إقرار حيازة الشركة من قبل كويست كوميونيكيشنس بمدة وجيزة⁴. تبين دراسة قام بها جي هارتزل و إيلي أوفك و ديفيد يرماك أن مجلس إدارة الشركة المستهدفة قد عمد في نحو 27 بالمائة من عمليات الحيازة إلى تقديم هدية نقدية خاصة إلى المدير العام ساعة إقرار الموافقة على عملية الضم. كذلك فقد أقر المجلس في 12 بالمائة من حالات الضم التي كان فيها مدير عام الشركة المستهدفة يتمتع بمظلة هبوط ذهبية زيادة مجزية على القيمة النقدية المتضمنة في المظلة الذهبية لدى تصديقه على عملية الضم⁵.

إن الحجتين اللتين كنا قد سقناهما لتفسير عطاءات الرحيل المجانية تتسحبان بصورة مشابهة أيضاً على حالة عطاءات الضم المجانية. أولاً: بعض أعضاء المجلس قد لا يؤيدون عملية الضم إلا إذا حظيت بمباركة المدير العام أو على الأقل إذا تضمنت إكرام هذا الأخير بعطاءات تليق بعرشه الذي يضحى به. وعندما يشكل هؤلاء الأعضاء الأغلبية فإن تزيين عملية الضم في عيني المدير العام تصبح أمراً ضرورياً لإنجاح الصفقة. وحتى إذا كان أولئك لا يشكلون إلا أقلية في المجلس فإن الرغبة في تجنب المواجهات قد تكون كافية لدفع الأغلبية إلى تغليف رحيل المدير العام المنبثق عن عملية الضم بطبقة من السكر عبر بعض العطاءات المجانية المجزية.

ثانياً: حتى لو كان المجلس بأكمله مستعداً للتصديق على عملية الضم دون أي معاملة خاصة للمدير العام، فإن أعضاء المجلس قد يفضلون إكرام المدير العام برزمة من عطاءات «مع السلامة» الذهبية. إنهم قد يرغبون في محاباة المدير العام الموشك على خسارة منصبه

بفعل عملية الاستيلاء العدواني للأسباب ذاتها التي تدفعهم إلى تقديم المكاسب للمدير العام المغادر بفعل الإقالة. قد يتأثرون بمشاعر الولاء والامتنان وبعوامل الصداقة، أو يحاولون تخفيف ما يشعرون به من حرج بسبب موافقتهم على تخليص المدير العام من سلطة منصبه. ولما كان أعضاء المجلس لا يتحملون أنفسهم إلا جزءاً مهماً من تكاليف تلك العطاءات، فإنهم بطبيعة الحال لن يترددوا كثيراً في إقرارها.

تجدر الإشارة هنا إلى أن قيود السخط غالباً ما تكون فضفاضة نسبياً في ظل الظروف الخاصة المرتبطة بعمليات ضم الشركات، الأمر الذي يسمح للمدير العام ومجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بتمرير عطاءات مجانية تفوق بوضوح ما كان من الممكن تمريره في الأحوال العادية. وعادة ما يعطى حملة الأسهم في الشركة المستهدفة علاوة مجزية فوق سعر السوق المتضمن في العرض المبدئي، الأمر الذي يضعف بطبيعة الحال من ميلهم إلى المتابعة والتدقيق والانتقاد فيما يخص الترتيبات المالية التي يقرها مجلس إدارة الشركة في ساعاته الأخيرة. يضاف إلى ذلك أن أعضاء مجلس الإدارة في الشركة الجارية حيازتها والموشكة على خسارة استقلالها ليسوا معنيين كثيراً بردود أفعال حملة الأسهم، لأنهم جميعاً سيخسرون مواقعهم بطبيعة الحال. ولذلك فإن العطاءات المجانية المقدمة للمدير العام في سياق عملية الضم لن تثير على الغالب إلا قدرأ محدوداً من السخط، وذلك السخط لن يترتب عليه إلا قدر قليل من الكلفة بالنسبة للمدير العام ومجلس الإدارة.

من جديد نود أن نوضح هنا أن تقديم العطاءات المجانية للمدير العام في الشركة المستهدفة بعملية الحيازة قد يعود بالفائدة على حملة الأسهم، إذا ما سلمنا بسلطة المديرين كحقيقة واقعة. إذا كانت سكاكر التحلية من هذا القبيل أمراً ضرورياً من أجل انتزاع موافقة المجلس على عملية الضم المجزية، فخير لحملة الأسهم أن يتم الأمران، العطاءات المجانية والضم، من ألا يتم أي منهما. ولذلك فإن إعاقعة تقديم مثل تلك العطاءات لا يمكن عدها أمراً مرغوباً به، إذا ما قبلنا بحقيقة نفوذ المديرين وسلطتهم على مجالس الإدارة. ومع ذلك نود أن نذكر هنا مرة أخرى أن النقطة الأهم بالنسبة لموضوعنا في هذا الفصل إنما تكمن في أن تلك العطاءات تمثل دليلاً إضافياً يؤكد سلطة المديرين على أعضاء مجالس الإدارة.

الساكر المقدمة من قبل الشركة الشارية

بالإضافة إلى المكاسب المقدمة لهم من مجالس إدارة شركاتهم فإن مديري الشركات الجارية حيازتها كثيراً ما يحصلون على مكاسب مجزية من الشركات الشارية أيضاً. بالطبع ليس هناك من عقد أو اتفاق يلزم الشركة الشارية بتقديم أي عطاءات لمدير عام الشركة المستهدفة، لكنها كثيراً ما تفعل ذلك. والسبب بسيط وواضح: تعويض أولئك المديرين عن مناصبهم يسمح للشركة الشارية بالمضي قدماً في عملية الحيازة أو بإتمام الصفقة ضمن شروط أكثر يسراً.

على سبيل المثال عندما كانت شركة إم سي أي تتفاوض مع شركة بريتيش تيلي كوميونيكيشنس (بي تي) في العام 1996 حول عرض الشراء المقدم من الأخيرة للأولى عمد رئيس إم سي أي، تيموثي ف. برايس، إلى التنسيق بشأن تضمين صفقة الشراء مبلغاً مقداره 170 مليون \$ تدفعه شركة بي تي «كتعويض احتباس» لرئيس إم سي أي وبعض من كبار المديرين فيها⁶. وإقرار تعويض الاحتباس هذا لم يكن مرتبطاً بإبرام الصفقة وفق الشروط الأصلية المتفق عليها بين الطرفين. وهكذا، عندما عمدت بي تي إلى خفض قيمة عرضها بمقدار 20 بالمائة سارع برايس إلى الموافقة محاولاً إقناع حملة الأسهم بأن السعر الجديد يجسد «اتفاقاً من الطراز أربح - تربح بين الشركتين». وفي النهاية دخلت شركة ثالثة هي شركة وورد كوم على الخط، وقدمت عرضاً منافساً تمكنت بموجبه من حيازة إم سي أي، ولكن ليس قبل أن توافق بدورها على صرف مكافآت احتباس مجزية للمدير العام وكبار المديرين التنفيذيين في إم سي أي.

أحد مشاهير المحامين الضليعين في شؤون الاندماج والحيازة أفاد في مقابلة أجرتها معه صحيفة نيويورك تايمز بالمشهد الآتي: «كثيراً ما كنا نقصد إدارة إحدى الشركات بهدف التنسيق لصفقة حيازة ونضطر إلى الوقوف أمام الباب إلى أن يتم الاتفاق أولاً على ترتيبات التعويضات وتمهر تلك الترتيبات بالخاتم والتوقيع ويتم تسليمها إلى إدارة الشركة». وقد وصف محام آخر ذلك الوضع على النحو الآتي: «في الأوساط العامة نحن مدعوون إلى أن نطلق على تلك العطاءات اسم «مكافآت الاحتباس»، وفي حقيقة الأمر فإن تقديم تلك

العطاءات يجسد في كثير من الأحيان السبيل الأوحى لإبرام الصفقة. إنها ببساطة «رشوة»، وأحياناً يكون التفاوض حول تلك الرشوة جزءاً لا يتجزأ من المهام الموكلة التي في عملي⁷.

وقد عمد هارتزل وأوفك ويرماك إلى دراسة سياسة سكاكر الضم المقدمة من قبل الشركات الشارية على نحو أكثر منهجية. وقد وجدوا عبر رصدهم 311 عملية حيازة على مستوى الشركات الكبيرة تم إبرامها بين العام 1995 والعام 1997، أن المديرين العاميين في الشركات المستهدفة قد يرضون بمكافآت ضم متواضعة نسبياً مقابل الحصول على وعود من الشركات الشارية بتعيينهم في مراتب متقدمة بين صفوف الجهاز التنفيذي بعد إتمام عملية الحيازة⁸. كذلك فإن دراسة أخرى قامت بها جولي وولف وتركزت حول عمليات الاندماج التي كان طرفها شركتين من الحجم نفسه أثناء التسعينيات، قد كشفت عن أن المديرين العاميين في 40 حالة من حالات التفاوض حول عملية الاندماج كانوا مستعدين لمقايضة تعويضات الضم المجزية بمواقع تنفيذية متقدمة في الشركة الجديدة⁹.

إن استعداد الشركات الشارية لتقديم عطاءات مجزية لمديري الشركات المستهدفة يقدم دليلاً إضافياً على سلطة المديرين ونفوذهم. نظراً لنفوذ المديرين العاميين في مجالس الإدارة فإن بمقدور أحدهم أن يدفع بالمجلس إلى رفض عروض الضم التي قد تضر بمصالحه الشخصية حتى لو كانت مجزية بالنسبة لحملة الأسهم. وعلى العكس من ذلك فإن بمقدور أحدهم أيضاً أن يدفع بالمجلس إلى قبول عروض الضم التي تخدم مصالحه الشخصية، حتى لو لم تكن تصب في مصلحة حملة الأسهم. وبالنظر إلى سلطة المديرين تلك فإن التعامل بسخاء مع مديري الشركات المستهدفة يصب في كثير من الأحيان في خدمة مصالح الشركات الشارية.

عندما يتقاعد المدير العام

كثيراً ما تعمد الإدارة إلى تقديم المكاسب المجانية للمدير العام الذي يقرر أن يتقاعد بسبب تقدمه في السن أو لأسباب شخصية أخرى، وذلك حتى في الحالات التي يحصل فيها المدير المتقاعد على استحقاقات تقاعدية ضخمة بموجب أحكام العقد المبرم بينه وبين الشركة. على سبيل المثال في عام 1999، حين كانت السوق عموماً في صعود وأسعار أسهم

إيستمان كوداك في هبوط، قدمت كوداك لمديريها المتقاعد مبلغاً نقدياً قدره 2.5 مليون \$ هدية وداع تقديرية لفضله فيما يخص الأداء المالي للشركة¹⁰. وفي العام 2000 تلقى جاك ويلش، مدير عام شركة جي إي، هدية تقاعد تضمنت 3 ملايين من خيارات أسهم الشركة قدرت قيمتها آنذاك بنحو 20 مليون \$¹¹.

وهذا «مع السلامة» التقاعدية تأخذ أحياناً أشكالاً أكثر دهاءاً. أحد السبل المتبعة لتعظيم قيمة العطاءات المقدمة للمديرين المتقاعدين يمر عبر تعديلات الدقائق الأخيرة التي يدخلها المجلس على برنامج التعويضات التقاعدية قبيل مغادرة المدير العام منصبه. وعلى سبيل المثال لدى تقاعد تيرينس موري، مدير عام المؤسسة المالية فليت بوسطن، عمد مجلس إدارة المؤسسة إلى إدخال بعض التعديلات إلى برنامج تعويضاته التقاعدية أدت إلى مضاعفة استحقاقاته السنوية أكثر من مرتين. وفق أحكام البرنامج الأصلي يقوم حساب تعويض التقاعد السنوي على قاعدة وسطي المرتب السنوي والمكافآت على مدى السنوات الخمس السابقة للتقاعد. أما صيغة الحساب المعدلة فتقوم على قاعدة وسطي التعويضات السنوية الخاضعة للضريبة على مدى السنوات الثلاث التي بلغت فيها تعويضات المدير العام قيمتها العظمى. وقد تم تعريف التعويضات الخاضعة للضريبة بحيث تشمل ليس فقط المرتب السنوي والمكافآت، وإنما أيضاً الأرباح المترتبة على استخدام خيارات الأسهم، وعائدات مبيعات الأسهم المقيدة المستحقة، وكذلك أيضاً بعض التعويضات المؤجلة المستحقة للدفع قبيل التقاعد. وبالمحصلة فقد قاد التعديل المدخل في اللحظات الأخيرة على برنامج التعويضات التقاعدية إلى تضخيم قيمة تعويض تقاعد موري السنوي من نحو 2.7 مليون \$ إلى نحو 5.8 مليون \$¹². وفي رد على ذلك التعديل أشار أحد المحللين المصرفيين في برودنتشل سيكيوريتيس إلى أن أداء أسهم فليت بوسطن في عهد موري قد ظل «دون الوسط على امتداد عقد كامل من الزمن» وتساءل متعجباً: «ما الذي حدث كي تقدم الشركة لموري الآن مثل هذه الهدية الذهبية؟»¹³.

إحدى المزايا المهمة لعملية تعزيز المكاسب التقاعدية، من منظور مجلس الإدارة والمدير العام الموشك على التقاعد، تكمن في أنها أقل انكشافاً على الأوساط العامة من العطاءات المالية المكافئة في القيمة. وكما سوف نناقش في الفصل 8، فبالرغم من أن الشركات ملزمة

بإشهار الصيغة التي تعتمد عليها في حساب المكاسب التقاعدية ضمن أرشيفها الإلكتروني لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية، فهي ليست مضطرة إلى التصريح عن القيمة النقدية لتلك المكاسب. والأهم من ذلك أن قيمة تلك المكاسب يتم إغفالها أيضاً في قوائم التعويضات التي يفترض أن تقدم عرضاً متكاملاً لبنية تعويضات المديرين، الأمر الذي يقلل كثيراً من درجة انكشاف تلك المكاسب على الأوساط العامة ويساعد على إخفائها عن أعين المراقبين الخارجيين. في حالة بنك فليت بوسطن، على سبيل المثال، لم يطلب من البنك إشهار القيمة النقدية المترتبة على التعديلات التي أدخلت على برنامج تعويضات موري التقاعدية (وفي الحقيقة فإن البنك لم يعلن عن تلك القيمة). ولم نكن لنعلم اليوم أن تلك القيمة قد بلغت 3.1 مليون \$ لولا أن إحدى الصحف قد عمدت، في خطوة غير اعتيادية، إلى توكيل أحد خبراء حسابات التأمين بمهمة تقدير قيمة المكاسب المخبأة بين طيات تلك التعديلات.

إن عقود المديرين تضمن لهم بطبيعة الحال مكاسب تقاعدية كبيرة. وسياسة إدخال الزيادات على تلك المكاسب الضخمة أصلاً عندما يتقاعد المدير العام لا تعكس على الإطلاق منطق التعاقد على مطال الذراع. وسوف نطرح لاحقاً تساؤلات جذرية حول جدوى دخول الشركات في معترك تقديم التعويضات التقاعدية للمديرين بدلاً من أن تشجعهم على أن يدخروا بأنفسهم لمرحلة التقاعد. أم بالنسبة لموضوعنا في هذا الفصل فإن اهتمامنا ينصب على الهدايا التي تقدمها الشركات لمديريها العاملين ساعة الرحيل. قد يذهب البعض إلى الزعم بأن الأمل بهدية تقاعد مجزية من شأنه أن يمنح المديرين حافزاً إضافياً لتقديم أداء أفضل أثناء مدة توليهم قيادة شركاتهم. غير أن من الصعب أن نجد عاملاً واحداً يرجح كفة هدايا التقاعد تلك مقابل كفة خطط الخيارات والمكافآت المصممة بعناية بما يضمن التناسب بين المكافأة والأداء.

هدايا التقاعد الضخمة يسهل فهمها على ضوء العلاقات الشخصية التي تربط بين أعضاء مجلس الإدارة والمديرين العاملين المغادرين. ربما يرغب أعضاء المجلس في استثمار فرصتهم الأخيرة لتقديم هدية ثمينة للمدير العام قبل رحيله، أو في التعبير عن تقديرهم لعلاقات الزمالة التي جمعت بينهم وبين مديرهم، أو عن امتنانهم لما قدمه لهم أثناء مدة ولايته. وعلى حد تعبير أحد مستشاري التعويضات فإن العقود الاستشارية التي كثيراً ما تقدمها الشركات لمديريها المتقاعدين «تتصل برد الجميل عن أفعال من الماضي» أكثر من

صلتها المزعومة بخدمات مستقبلية¹⁴. ولما كانت تكاليف تلك العطاءات الإضافية على اختلاف أنواعها تقع بالدرجة الأولى على كاهل حملة الأسهم ولا يتحمل منها أعضاء المجلس أنفسهم في حقيقة الأمر إلا النزر اليسير، فإن هؤلاء لا يجدون حرجاً في إرسال رسائل الوفاء والامتنان تلك التي ترضي نوازعهم الشخصية.

إنها الفرصة الأخيرة

في جميع الحالات التي أتينا على مناقشتها -إقالة المدير العام، أو حيازة الشركة من قبل شركة أخرى، أو تقاعد المدير العام- هنالك عامل مشترك يزيد من اندفاع المدير العام وراء العطاءات المجانية ومن استعداد المجلس لتقديم تلك العطاءات. هذا العامل هو طابع الجولة الختامية الذي يفرض نفسه على الموقف؛ في كل من تلك الحالات يقف المدير العام على بوابة الشركة متأهباً للرحيل. وفي واحدة من تلك الحالات -حيازة الشركة من قبل شركة أخرى- يجب على أعضاء المجلس أن يستعدوا بدورهم أيضاً لمغادرة الشركة. ولذلك فليس لديهم في الأمر ما يخسرونه إلا القليل القليل.

إن المدير العام، طالما هو محتفظ بموقعه، يعلم جيداً أن بمقدوره أن يستخدم نفوذه وسلطته على المجلس للظفر بترتيبات محاببة في المستقبل. كذلك فإن أعضاء المجلس يدركون بدورهم أن أمامهم المزيد من الفرص لمكافحة مديريهم العام. لكن الطرف الاستثنائي الذي يفرض نفسه مع الرحيل الوشيك للمدير -سواء كان ذلك بفعل استقالة فرضت على المدير، أو بفعل حيازة الشركة من قبل أخرى، أو ببساطة بفعل التقاعد الطوعي- يضع كلا الطرفين، المدير والمجلس، أمام خيار الفرصة الأخيرة: «الآن وإلا فقدت الأوان». إن المديرين العامين لديهم والحالة هذه أسباب جمة لانتزاع المكاسب المجانية بكل شراسة ولتحويل أرصدهم لدى أعضاء المجلس من الصداقة والاحترام والولاء بأكملها إلى قيمة نقدية. وبصورة مشابهة فإن أعضاء المجلس يدركون بدورهم أن ذلك هو المطلب الأخير لمديريهم والفرصة الأخيرة المتاحة أمامهم لإكرامه ببعض المكاسب المالية الضخمة. وعندما يقضون أمام الخيار بين «الآن» و«فوات الأوان»، فإن الكثيرين من أعضاء المجلس يرجحون خيار «الآن» ويوافقون على منح المدير المغادر رزمة من عطاءات «مع السلامة» الذهبية.

obeikandi.com

المكاسب التقاعدية

8

سيارة واحدة ماركة فورد في السنة مع إمكانية شراء أكثر من سيارة بسعر مخفض؛ استشارات مجانية في التخطيط المالي؛ مكتب مدير في مبنى إدارة الشركة مع الخدمات الإدارية اللازمة؛ إطلاق منحة دراسية باسمه الشخصي في المؤسسة التعليمية التي يختارها؛ وراتب تقاعدي قدره 1.27 مليون \$ سنوياً.

رزمة المكاسب التقاعدية المقدمة للسيد جاك ناصر المدير العام السابق لشركة فورد، كما جاء في تقرير نشرته مجلة وول ستريت جورنال عام 2002.

من أهم السمات التي تغلب على المشهد العام لتضاريس تعويضات المديرين سمتا التمويه والغموض. ومن الواضح أن لدى مصممي خطط تعويضات المديرين حوافز قوية تدفعهم إلى إخفاء الحجم الكلي للتعويضات التي يتقاضاها المديرين، وكذلك إلى تمويه المدى الذي وصل إليه ابتعاد شكل وآلية تلك التعويضات عن الشكل والآلية اللذين يخدمان المصلحة الحقيقية لحملة الأسهم بالوجه الأمثل.

مع تشديد القوانين التي تلزم الشركات الإفصاح عن مرتبات مديريها ومكافآتهم والتعويضات طويلة الأجل التي يتقاضونها، لجأت الشركات على نحو متزايد إلى إعانات وتعويضات ما بعد التقاعد سبيلاً لتقديم المال للمديرين. يسمح هذا النوع من أنواع الإعانات والتعويضات للشركات بأن تمنح مديريها حجماً كبيراً من الأجر غير المرتبط بالأداء وبطريقة أقل شفافية من أنواع التعويضات الأخرى، كالمرتبات السنوية على سبيل المثال. تلجأ الشركات إلى تقديم إعانات ما بعد التقاعد لمديريها عبر أربع قنوات رئيسة هي

الآتية: المعاشات التقاعدية، التعويضات المؤجلة، هبات ما بعد التقاعد، و عقود الخدمات الاستشارية المضمونة.

قبل الشروع في مناقشة كل من هذه القنوات على حدة، تجدر الإشارة إلى سمتين اثنتين مشتركتين فيما بين هذه القنوات جميعها. السمة الأولى تتمثل في أن أسلوب انتهاج هذه القنوات مع المديرين يختلف كلياً عن الأسلوب الذي تلجأ إليه الشركات لمنح تعويضاتها لبقية موظفيها العاديين. فعلى الرغم من أن الشركات عامة تمنح موظفيها العاديين أيضاً معاشات تقاعدية وتعويضات مؤجلة على سبيل المثال، إلا أنها لا تمنحهم تلك المعاشات والتعويضات إلا إلى الحد الذي يسمح لها بالاستفادة من الإعفاء الضريبي. إن هذه الطريقة في التعامل مع تعويضات ومعاشات الموظفين العاديين التي تنتهجها الشركات إنما تدل على أنه في غياب الإعفاء الضريبي لا تبقى المعاشات التقاعدية والتعويضات المؤجلة ذات جدوى. على الرغم من ذلك فإن الجزء الأكبر من تعويضات المديرين لا يتمتع بمثل هذا الإعفاء الضريبي. فضلاً عن ذلك، ومما شاة مع رأي المختصين القائل إن التعويضات العينية غير النقدية ليست مجدية اقتصادياً، نرى الشركات عموماً أن لا تلجأ إلى منح موظفيها المتقاعدين العاديين تغطية لبعض نفقاتهم الاستهلاكية الخاصة، غير أنها تمنح مديرها المتقاعدين من الصف الأول تغطية للكثير من تلك النفقات. من جهة أخرى، مع أن الشركات تتعاقد في بعض الأحيان مع موظفيها المتقاعدين بعقود استشارية إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك، غير أنها لا تضمن أجوراً استشارية مدى الحياة إلا لشريحة المديرين دون سواها من شرائح الموظفين العاديين.

أما السمة الثانية المشتركة فيما بين قنوات منح التعويضات للمديرين فتتمثل في أنها في مجملها تسمح بمنح المديرين مبالغ طائلة من التعويضات دون ربطها بأدائهم. فالشركات، كما سنرى لاحقاً، ليست ملزمة بالإفصاح عن قيمة الأموال المنقولة عبر هذه القنوات بالطريقة ذاتها التي يجب الإفصاح فيها عن قيمة التعويضات الأخرى المقدمة للمديرين - كالمرتبات والمكافآت وخيارات الأسهم على سبيل المثال. إذ يمكننا القول: إن المكاسب التقاعدية تشكل ما يمكن تسميته «مكاسب مسروقة»¹. وبالفعل فالحجم المعلن في وسائل الإعلام لتلك التعويضات والمعطيات التي ينطلق منها خبراء الاقتصاد المالي في بحوثهم

حول سويات تعويضات المديرين لا تتضمن القيم الضخمة التي يتم ضخها عبر قنوات المكاسب التقاعدية.

المعاشات التقاعدية

تغطي صناديق التقاعد عدداً كبيراً من العمال والموظفين وتدفع لهم معاشات تقاعدية بشرائح متعددة بعد انتهاء خدمتهم. وفي الوهلة الأولى يبدو من البديهي أن تدفع الشركات لمديريها أيضاً معاشات تقاعدية أسوة بسواهم من الموظفين الآخرين. غير أن نظرة فاحصة إلى الموضوع ستثير تساؤلات جدية حول ما إذا كان هذا الاستخدام المبالغ فيه للمعاش التقاعدي بوصفه وجه من وجوه التعويض يتفق فعلاً مع أسس التفاوض على مطالب الذراع.

الفروق بين صناديق تقاعد المديرين وصناديق التقاعد النظامية

إن غالبية صناديق التقاعد المعتمدة للموظفين العاديين يجري تصميمها بحيث تكون مؤهلة للاستفادة العظمى من معدلات الضرائب التفضيلية. فالشركة من جهتها تستفيد من الخفض الضريبي على المبالغ التي تدفعها لصندوق تقاعد الموظفين - وهو الخفض الضريبي عينه الذي كانت ستحصل عليه في حال دفعت تلك المبالغ للموظفين مباشرة على صورة مرتبات وأجور. أما الموظفون فلا يدفعون أي ضريبة دخل على أموال صندوق التقاعد حتى يتقاعدوا ويبدؤوا بتلقي معاشاتهم التقاعدية من الصندوق. في الوقت ذاته تستثمر الشركة أموال الصندوق استثماراً معفى من الضرائب. فلا الشركة ولا الموظفون يدفعون أي ضرائب على إيرادات أموال الصندوق. فصناديق تقاعد الموظفين العاديين إذاً تقدم للموظفين مكاسب ضريبية دون أن تثقل كاهل الشركات بأي تكاليف إضافية.²

لو كانت صناديق التقاعد النظامية المؤهلة هذه تفي بالغرض، للجات إليها مجالس الإدارة من أجل منح المديرين معاشاتهم التقاعدية. غير أن صناديق التقاعد المؤهلة لا يمكنها أن تأخذ من مجمل تعويضات الموظفين السنوية سوى \$200,000 كحد أقصى قاعدةً لاحتساب المعاش التقاعدي للشخص الواحد. فلو افترضنا على سبيل المثال أن صندوق التقاعد المؤهل يمنح جميع الموظفين المتقاعدين 50 بالمئة من مجموع التعويضات التي يحصلون عليها في السنة الأخيرة من سنوات خدمتهم، فإن صندوقاً كهذا لا يمكنه منح

المدير سوى معاش تقاعدي لا يتجاوز \$100,000 كحد أقصى حتى لو بلغ مجموع تعويضاته في السنة الأخيرة من سنوات خدمته مليون \$. هذا يعني أن الشركات لا تستطيع اعتماد صناديق التقاعد المؤهلة وسيلة لكي تمنح مديريها معاشات تقاعدية مشابهة من حيث الحجم لتعويضاتهم السنوية أثناء عملهم. لذا بادر العدد الأكبر من الشركات إلى إنشاء صناديق تقاعدية تكميلية خاصة بالمديرين³.

تختلف هذه الصناديق التقاعدية التكميلية الخاصة بالمديرين عن صناديق التقاعد المؤهلة النظامية في نقطتين حاسمتين. تتمثل النقطة الأولى في أن الصناديق الخاصة لا تحظى بمعاملة ضريبية تفضيلية كالصناديق المؤهلة. فأرباح الاستثمارات التي تجنيها الصناديق الخاصة لا تعفى من ضريبة الدخل، بل على الشركة أن تدفع ضريبة على الدخل الذي يجب أن تجنيه حتى تدفع للمديرين المتقاعدين معاشاتهم التقاعدية. من المنطقي أن تستحق ضريبة الدخل على أرباح الصندوق؛ لأن أموال الصندوق لو كانت دُفعت مباشرة للمدير مرتباً نقدياً لكي يستثمرها بنفسه تحسباً لسنوات تقاعده، لوجب عليه دفع ضريبة الدخل على أي أرباح يجنيها من ذلك الاستثمار. فجل ما تفعله صناديق التقاعد الخاصة إذا يتمثل في أنها تعفي المديرين من بعض الأعباء الضريبية وتحملها للشركات⁴.

حينما يتساوى الموظفون والشركات في معدلات الضرائب المفروضة على دخولهم وفي قدراتهم على استثمار أموالهم، تغدو صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين غير قادرة على خفض مجموع الأعباء الضريبية المفروضة على الموظفين والشركات معاً، بل إنها مقابل كل دولار تخفضه من الأعباء الضريبية المترتبة على الموظف تثقل كاهل الشركة بدولار إضافي يزيد من أعبائها الضريبية. إذا وبخلاف صناديق التقاعد المؤهلة فإن هذه الصناديق الخاصة لا تستفيد في المحصلة من أي معدلات ضريبية تفضيلية⁵.

بالطبع، إن الوضع أكثر تعقيداً على أرض الواقع مما ذكرنا آنفاً⁶. ففي كثير من الحالات يختلف الحجم الكلي للأعباء الضريبية المترتبة على الأرباح تبعاً للطرف الذي يقوم بادخار المال واستثماره وتحقيق تلك الأرباح، أهو المدير أم الشركة. فحتى لو كانت قدرة الطرفين على تحقيق الأرباح واحدة، فإن معدل ضريبة الدخل قد يختلف في كلتا الحالتين. لنفترض على سبيل المثال أن ضريبة الدخل المفروضة على أرباح المدير الذي يستثمر مدخراته التقاعدية

بنفسه تساوي تلك التي يدفعها المرء في سوق الأسهم على الاستثمار طويل الأجل التي تبلغ 15 بالمئة، وأن معدل الضريبة التي تدفعها الشركة على الدخل الذي يجب عليها تحقيقه من أجل ضمان معاشات مديريها التقاعدية يعادل ضريبة دخل الشركات البالغة 35 بالمئة على مجمل أرباحها بما فيها تلك التي يحققها صندوقها التقاعدي الخاص بمديريها. من الواضح أن هذا الصندوق التقاعدي الخاص في هذه الحال ليس ذا جدوى اقتصادية من المنظار الضريبي لأنه سيزيد من العبء الضريبي الكلي الذي سيدفعه الطرفان معاً (المدير والشركة). أما في حال لم تحقق الشركة أرباحاً كبيرة أثناء مدة محددة ولم يكن متوقعاً أن تكون ضريبة دخلها مرتفعة في تلك المدة، فإن الأمر قد يبدو حينئذٍ مختلفاً تماماً؛ إذ يغدو نقل مدخرات التقاعد من عهدة المدير إلى عهدة الشركة أمراً مجدياً حقاً من المنظار الضريبي⁷.

من ناحية أخرى، حتى لو تساوت معدلات ضريبة الدخل المفروضة على أرباح المدير وأرباح الشركة، فقد تكون الأرباح التي يحققها الشركة أعلى من تلك التي بمقدور المدير أن يحققها. فالشركات التي تعاني صعوبة زيادة رأسمالها على سبيل المثال قد تتمتع بنسبة أرباح على الاستثمارات الجديدة أعلى من معدل أرباح السوق عامة، (من غير المتوقع أن تكون هذه هي حال الشركات التي تستطيع بسهولة أن تجد لنفسها مصادر تمويل إضافية؛ إذ إنه من غير المتوقع ألا تكون تلك الشركات قد استفدت فرص الاستثمار التي تعود عليها بنسبة أرباح أعلى من معدل أرباح السوق). إذأ، حين تتمتع الشركة بفرص استثمار أكبر ربحية من السوق، يغدو من المجدي بالنسبة للطرفين أن يوكل المدير استثمار مدخراته التقاعدية لشركته، شريطة أن تتساوى معدلات ضريبة الدخل المفروضة على أرباح المدير وأرباح الشركة.

إلا أنه ما من سبب منطقي مقنع يجعلنا نعتقد أن استثمار أموال المدير عبر شركته أمر مجد عموماً حتى في غياب الخفض الضريبي. بل على العكس من ذلك، فهناك أسباب كثيرة تدفعنا للاعتقاد بأنه من غير المجدي أن تستثمر الشركات مدخرات مديريها التقاعدية في ظل معدلات ضريبة الدخل المتدنية على الاستثمارات طويلة الأجل المتاحة للأفراد في السوق عموماً. وإنه لأمر بالغ الدلالة أن الشركات التي تنشئ صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بمديريها وتراها مجدية لا تنشئ صناديق تقاعد مشابهة (أي غير مؤهلة) ولا سيما بغير

المديرين من موظفيها. فعندما تجد شركة ما أن إنشاء صندوق تقاعدي خاص بمديريها أمر مجد لأن إمكانات الاستثمار المتاحة أمامها أفضل من الإمكانيات المتاحة أمامهم، عليها أن تنظر بالمثل إلى إنشاء صندوق تقاعدي خاص بموظفيها الآخرين الذين يرغبون بدعم معاشهم التقاعدي النظامي المؤهل بمعاش تكميلي من مدخراتهم التقاعدية الخاصة. لكن حقيقة أن الشركات نادراً ما تنشئ صناديق تقاعد غير مؤهلة خاصة بموظفيها غير المديرين وتخص مديريها فقط بهذا الامتياز، تدل بوضوح على أنه في غياب الخفض الضريبي الممنوح للصناديق المؤهلة، فإن إنشاء صناديق التقاعد غير المؤهلة لا يشكل وسيلة مجدية عموماً من أجل منح التعويضات للموظفين. مع ذلك نجد أن 70 بالمئة من الشركات عام 2002، قد ضمنت لمديريها صناديق تقاعدية تكميلية خاصة غير مؤهلة⁸.

أما النقطة الحاسمة الثانية في الاختلاف بين الصناديق التقاعدية التكميلية الخاصة بالمديرين وصناديق التقاعد المؤهلة النظامية للموظفين غير المديرين فتتعلق باحتمال الخسارة الذي تتعرض له الشركات واحتمال الخسارة الذي يتعرض له المشاركون في الصناديق في كلتا الحالتين. عادة ما تُنشأ صناديق التقاعد المؤهلة المتاحة للموظفين الجدد من ذوي المراتب الوظيفية المتدنية على أساس تحديد حجم إسهاماتهم، حيث تلتزم الشركات دفع قيمة محددة من المال عن كل مشارك كل عام. أما ما يحصل عليه الموظف لدى تقاعده فيتعلق بمدى نجاح استثمارات الصندوق. فنتائج سوء الاستثمار والخسارة المترتبة عنه يتحملها الموظفون بمفردهم.

بالمقابل، تركز صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين على أساس المعاشات الثابتة، أي إنها تضمن للمديرين معاشاً تقاعدياً ثابتاً مدى الحياة بغض النظر عن كفاية استثمار الصناديق. فجميع المديرين العامين المسجلين في قاعدة البيانات إكسيكوكومب الخاصة بمديري الشركات المدرجة على لائحة إس & بي يستفيدون من صناديق تقاعدية خاصة تضمن لهم معاشاً تقاعدياً ثابتاً⁹. إن هذا النوع من الصناديق التقاعدية يحمل نتائج سوء استثمار أموال الصناديق للشركات وحملة أسهمها. فمهما كان أداء الشركة سيئاً ومهما كانت استثماراتها خاسرة فإنها تضمن لمديريها معاشاً تقاعدياً محدداً يتدفق إلى حساباتهم ما داموا على قيد الحياة.

إذا كانت المساومات على مطال الذراع مع غالبية الموظفين تؤدي إلى ترتيبات للتعويضات التقاعدية تركز على أساس تحديد حجم الإسهامات، فلماذا تسفر تلك المساومات مع المديرين إلى نتيجة مختلفة إلى هذا الحد؟ فلو كانت ترتيبات المكاسب التقاعدية المرتكزة على ثبات المعاش التقاعدي نتيجة فعلية للمساومات على مطال الذراع لكان حري بالشركات أن تقدم تلك الترتيبات للموظفين العاديين قبل المديرين؛ لأن الموظفين العاديين، بخلاف المديرين، غير قادرين على ادخار مبالغ كبيرة من المال، بل إنهم أحوج من المديرين إلى معاشات تقاعدية ثابتة ومضمونة تغطي احتياجاتهم في خريف العمر، كما أنهم أقل من المديرين قدرة على تحمل الخسائر التي يمكن أن تنتج عن سوء الاستثمار في الصناديق المبنية على أساس تحديد المسهمات. وبخلاف الموظفين العاديين بوسع المديرين بسهولة في حال كانت صناديق تقاعدهم مبنية على أساس تحديد المسهمات أن يؤمنوا على أنفسهم ضد خطر سوء الاستثمار، وذلك عبر تخصيص جزء من مرتباتهم المرتفعة جداً والأرباح التي يجنونها من خيارات الأسهم التي يمتلكونها لشراء ما يسمى سناهيات تضمن لهم مرتبات سنوية ثابتة مدى الحياة. فلو كان لا بد من أن تتلقى إحدى المجموعتين فقط (مجموعة المديرين أو مجموعة الموظفين العاديين) تعويضات تقاعدية مبنية على أساس المعاش التقاعدي الثابت، فإن المساومات على مطال الذراع كانت ستحسم الأمر لصالح مجموعة الموظفين العاديين لا لصالح مجموعة المديرين.

المكاسب التمويلية

على الرغم من أن جدوى منح المديرين معاشات تقاعدية ثابتة من الصناديق التقاعدية التكميلية الخاصة بهم بعيدة كل البعد عن أن تكون واضحة، إلا أنه من الواضح جداً أن تلك الصناديق تسهم في إخفاء جزء كبير من الأجر المقدم للمديرين غير المرتبط بأدائهم.

إن دفعات الصندوق التقاعدي التكميلي الخاص بالمديرين تتحدد بعدد سنوات خدمة المدير وبحجم التعويضات الإجمالي الذي كان يحصل عليه في سنة خدمته الأخيرة قبل تقاعده. فكلما ارتفع مرتب المدير وكلما زادت سنوات خدمته، زاد معها معاشه التقاعدي. بهذا يكون المعاش التقاعدي الذي يدفعه هذا النوع من الصناديق، مثله مثل المرتب العادي،

غير مرتبط، بأداء المدير. بل إن العديد من الشركات عملت على تضخيم مرتبات المديرين التقاعدية عن طريق التلاعب بعدد سنوات خدمتهم، وذلك من أجل رفع قيمة معاشهم التقاعدي المحسوب وفق معادلة حساب المعاش ضمن الصندوق¹⁰.

على كل شركة أن تضمّن بياناتها السنوية التي تصدرها للعلن جداول تعويضاتها التي يجب أن تتضمن القيمة الحقيقية بالدولار الأمريكي لكل وجه من وجوه التعويضات المتنوعة التي يحصل عليها مديرها العام بالإضافة إلى مديريها الأربعة الآخرين الذين يحصلون على أعلى المرتبات في الشركة. إن هذه الأرقام التي تنشرها الشركة في هذا السياق هي من أكثر المؤشرات وضوحاً للرأي العام حول التعويضات التي يتقاضاها مديرو الشركة، إذ إنها متاحة لوسائل الإعلام ولجميع المهتمين الذين يقرؤون تلك البيانات السنوية ويتابعونها. وفي الواقع فإن ما تتضمنه تلك البيانات من معلومات حول تعويضات المديرين تشكل المعطيات الأساسية الرسمية التي تركز إليها أبحاث خبراء الاقتصاد المالي وكذلك أعمال الاستشاريين المختصين في حقل التعويضات.

لو كانت معاشات المديرين التقاعدية مبنية على أساس الإسهامات الثابتة، لظهرت تلك الإسهامات السنوية التي تدفعها الشركات لدعم حسابات مديريها في صندوقهم التقاعدي الخاص في جداول تعويضاتها المعلنة. لكن من أهم ميزات صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين أنها تغطي على الزيادة السنوية التي تضاف إلى القيمة الراهنة لمعاش المدير التقاعدي - بسبب علاوات مرتبه السنوي وزيادة سنوات خدمته سنة إضافية - وتخفيها عن المراقبين الخارجيين؛ إذ إن الشركات ليست مجبرة على التصريح عن تلك الزيادة في جداول تعويضاتها المعلنة. لذلك فإن المراقب الخارجي الذي يتابع جداول التعويضات تلك لن يرى كيف تنمو حسابات المديرين في صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم.

فضلاً عن ذلك، وهو ما يتسم بأهمية كبيرة، فإن قوانين الإفصاح لا تلزم الشركات إلا بالإفصاح عن المبالغ التي تدفعها لمديريها الراهنين في جداول التعويضات التي تعلنها. وبما أن المديرين المتقاعدين لا يندرجون ضمن قائمة الموظفين الراهنين، فإن الشركات غير ملزمة بإدراج معاشاتهم في جداول تعويضاتها المعلنة. إذ أ فالقيمة الحقيقية لاستحقاق المديرين من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم والمبنية على أساس الاستحقاق

الثابت لا تظهر البتة في المكان الذي يطلع عليه الباحثون ووسائل الإعلام وجمعون منه جل معلوماتهم حول تعويضات المديرين. ولما كانت القيمة الحقيقية لاستحقاق المدير من الصندوق التقاعدي مخفية، فإن عدم ارتباط ذلك الاستحقاق بأداء المدير سيبقى أيضاً بعيداً عن الأضواء ولن يحظى بالاهتمام اللازم.

لنأخذ على سبيل المثال مديراً عاماً يعمل مع شركته طوال عشر سنوات ومن ثم يحصل على معاش تقاعدي سنوي يعادل جزءاً كبيراً من مجموع التعويضات التي حصل عليها في السنة الأخيرة من خدمته. إن مجموع ما يحصل عليه المدير من معاشات تقاعدية في حياته في مثل هذه الحال سيعادل تقريباً مجموع ما حصل عليه من تعويضات أثناء سنيّ خدمته كمدير عام. لكن وبخلاف حجم الرواتب والتعويضات التي يحصل عليها المدير أثناء مدة خدمته، فإن التعويضات التي يحصل عليها من صندوق تقاعده تبقى مخفية ولا تظهر مطلقاً في جداول التعويضات التي تعلنها الشركة.

عندما تقاعد لويس غيرستتر المدير العام لشركة آي بي إم على سبيل المثال بعد تسع سنوات من الخدمة، استحق معاشاً تقاعدياً سنوياً قدره \$1,140,000 ابتداءً من سنّه الستين¹¹. لقد قاربت القيمة التأمينية لهذه السنهية مجموع ما تلقاه السيد غيرستتر كمدير عام أثناء سنوات خدمته التسع، والذي بلغ 18 مليون \$ تقريباً. غير أن شركة آي بي إم لم تكن ملزمة التصريح عن المعاش التقاعدي لمديرها السابق في جداول تعويضاتها المعلنة ولا حتى أن تدخل قيمته الحقيقية بالدولار الأمريكي في بياناتها المالية¹².

وليس من المستغرب أن تكون برامج التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين قد صممت خصيصاً لزيادة تعويضات المديرين بعيداً عن مرأى ومسمع حملة الأسهم¹³. وفي الواقع فقد نقلت تقارير صحفية أن بعض المديرين لم يوافقوا على اعتماد تلك الصناديق التقاعدية الخاصة إلا بعد أن حصلوا على تأكيدات بأن المبالغ التي ستدفع في الصندوق لن يتم تسريبها إلى العلن¹⁴.

بالطبع، ومع أن أيّاً من الأرقام المعبرة عن زيادة قيمة استحقاق المديرين من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم قبل تقاعدهم أو عن المبالغ المدفوعة لهم بعد إحالتهم على

التقاعد لا يظهر في جداول التعويضات المعلنة، إلا أن حقيقة وجود تلك الصناديق والمعادلات التي تحكمها يجب أن يعلن عنها في التصاريح التي على الشركات أن تقدمها لهيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية¹⁵. غير أنه من الصعب على أي شخص لم يتلق تدريباً كافياً في أمور الحسابات التأمينية والمالية أن يقدر بشيء من الدقة، وانطلاقاً من تلك المعادلات المعلنة، مجموع المبالغ التي ستدفع للمدير مستقبلاً بعد تقاعده، أي أن يقدر الكلفة التي تتكبدها الشركة من جراء منح المدير الحق بمعاش تقاعدي ثابت مدى الحياة¹⁶. وكما ذكرنا آنفاً، فإن الشركات غير ملزمة بالإعلان عن أي تقديرات للقيمة الحقيقية بالدولار الأمريكي لاستحقاق أي من مديريها في صندوقها التقاعدي المبني على أساس المعاش التقاعدي الثابت، ولذلك فهي عادة ما تمتنع عن إعلان تلك التقديرات. ولعل صعوبة الوصول إلى القيم الحقيقية لهذه التعويضات الضخمة هي السبب وراء اختفائها من قواعد البيانات الرسمية المعتمدة في الدراسات والبحوث التي تجرى حول موضوع تعويضات المديرين.

وفي الواقع يصعب في كثير من الأحيان تقدير المبالغ الكلية المستحقة لمديري أي شركة كمجموعة متكاملة لدى الصندوق التقاعدي التكميلي الذي تنشئه الشركة لهم. إن جل ما يجب على الشركة أن تصرح به هو رقم واحد فقط، ألا وهو المبلغ المستحق عليها من جراء خططها التقاعدية لجميع موظفيها الذي ليس له اعتماد مالي كاف (أي المعاشات التقاعدية للموظفين التي لم تقم الشركة بتغطيتها مالياً عبر تخصيص أصول أو موجودات للشركة لهذا الغرض بالذات)¹⁷. إن قوانين هيئة معايير الحسابات المالية لا تقضي بأن يجري ذكر الاستحقاقات المترتبة من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين في بند منفرد ومستقل عن الاستحقاقات التقاعدية لباقي الموظفين¹⁸. لذلك بوسع الشركات أن تصرح عن رقم واحد فقط يساوي مجموع الاستحقاقات التي ليس لها اعتماد مالي كاف، بغض النظر عما إذا كانت تلك الاستحقاقات مترتبة من صناديق التقاعد المؤهلة للموظفين العاديين أم من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين.

على الرغم من أن الشركات غير ملزمة بالتصريح عما يترتب عليها من جراء صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، إلا أن بعض الشركات تبادر من تلقاء نفسها إلى

التصريح عن تلك المبالغ، وبعضها مذهلة حقاً. ففي عام 2000، على سبيل المثال صرحت شركة جنرال إلكتريك بأن مجموع ما يترتب عليها دفعه من معاشات تقاعدية لمديريها قد بلغ 1.13 مليار \$¹⁹. ولسوء الحظ لم تصرح جنرال إلكتريك عن أي تفاصيل إضافية حول استحقاق مديريها العام واستحقاقات بقية مديري الصف الأول من ذلك المبلغ الإجمالي. لكن الأمر الشائع ألا تقدم الشركات أي معلومات تفصيلية حول حصة المديرين وحصة باقي الموظفين من المبلغ الإجمالي لمجموع ما يترتب عليها من جراء صناديقها التقاعدية.

هنالك سمة إيجابية واحدة على الأقل لصناديق التقاعد المؤهلة للموظفين العاديين يجدر ذكرها وتمتاز بها عن صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين. فالشركات عندما تعتمد صناديق التقاعد المؤهلة يجب عليها، كشرط أساسي لكي تحصل على معاملة ضريبية تفضيلية، أن تخصص جزءاً من أصولها وموجوداتها لضمان قدرتها على دفع مستحقات موظفيها من صندوقهم التقاعدي المؤهل. أما صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، وبسبب كونها غير مؤهلة لتستفيد من المعاملة الضريبية التفضيلية حتى لو كان تمويلها مضموناً، فإنها لا تحظى دائماً بالاعتماد المالي الكافي لضمان تمويلها. لذا فإن الاستحقاقات التقاعدية للمديرين معرضة لخطر عدم الدفع أكثر من الاستحقاقات التقاعدية للموظفين العاديين - واللافت أن الكونغرس الأمريكي يدرس في الوقت الراهن تشريعاً من شأنه أن يضع العراقيل أمام الشركات في سعيها الحثيث لحماية مديريها من خطر عدم تلقيهم استحقاقاتهم التقاعدية في المستقبل²⁰.

إلا أن الشركات التي كانت تواجه مصاعب مالية في الماضي كانت في كثير من الأحيان تعتمد إلى شراء بواليص تأمين خاصة بمعاشات التقاعد أو إلى إيداع مبالغ مالية مضمونة على صورة أمانات لدى جهات معينة أو إلى اتخاذ غير ذلك من الخطوات، وذلك من أجل ضمان دفع معاشات تقاعد مديري تلك الشركات تحسباً لحالات إفلاسها²¹. فبعيد أحداث أيلول/سبتمبر 2001، حين بدت قدرة شركات الطيران على الإيفاء بالتزاماتها المالية في خطر، لجأت شركة دلتا إيرلاينز على سبيل المثال إلى اتخاذ إجراءات وقائية لحماية مديريها²². ولأن حجب تلك الأموال عن مديري تلك الشركات وضمان بقائها بعيداً عن متناولهم سيؤدي إلى تعريض المديرين لاستحقاقات ضريبية إضافية، كانت الشركات

في كثير من الأحيان تعتمد إلى زيادة معاشات تقاعد مديريها لتغطية تلك الاستحقاقات الضريبية على نحو كامل أو جزئي²³. لقد تحدثت التقارير في العام 1991، عن أن 50 شركة كبرى في أمريكا قد وضعت خططاً محكمة لمنح مديريها معاشات تقاعدية مضمونة مئة بالمئة²⁴. ومن المرجح أن تكون هذه الممارسة منتشرة على نحو أوسع بكثير مما كان معروفاً، لأن شركات كثيرة لم تكن تقر بعيازتها لمثل هذه الخطط تقادياً للانتقاد الذي كان يمكن أن يوجه إليها بأنها كانت تحمي مديريها من نتائج وتبعات أخطائهم²⁵.

التعويضات المؤجلة

التعويضات المؤجلة تقنية أخرى تستعمل لمنح المديرين مبالغ طائلة من الأجر غير المرتبط في معظمه بأدائهم الفعلي، وذلك دون إثارة الكثير من انتباه حملة الأسهم. تقدم العديد من الشركات برامج وخطط تتيح للمديرين أن يتلقوا تعويضاتهم في وقت لاحق؛ بل إن بعض تلك البرامج يلزم المديرين بتأجيل تلقي تعويضاتهم. أما تلك التعويضات فتتمو أثناء مدة التأجيل تلقائياً وفق صيغ تضعها تلك الشركات. ولا تستحق الضرائب على مبالغ التعويضات الأصلية ولا على زياداتها حتى موعد تلقيها، الذي عادة ما يأتي في وقت لاحق على وقت تركهم لأماكن عملهم. حينها تستفيد الشركات من اقتطاع ضريبي على المبالغ المدفوعة. وعلى العموم لدى غالبية كبريات الشركات برامج وخطط من هذا النوع²⁶.

يمكن لخطط التعويضات المؤجلة أن تأخذ أشكالاً متعددة. ففي حين تلزم بعض الشركات مديريها الذين يتقاضون تعويضات سنوية بما يزيد عن المليون \$، وهي مبالغ محرومة من الاقتطاع الضريبي وفقاً للمادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية، أن يؤجلوا تلقي تعويضاتهم التي تتفوق المليون \$ إلى وقت لاحق، تعتمد شركات أخرى خططاً اختيارية غير ملزمة. وبعض الشركات تسمح لمديريها بتأجيل تلقي مرتباتهم فقط، بينما يسمح بعضها الآخر بتأجيل تلقي تعويضات التحفيز طويلة الأمد والأرباح التي يجنونها من استخدام خياراتهم أو من بيع أسهمهم المقيدة أيضاً. وفي كثير من الأحيان تقدم الشركات لمديريها إسهامات تكميلية لخططهم التقاعدية المؤجلة تختلف في حجمها من شركة لأخرى. يتم في بعض الأحيان تحديد حجم تلك الإسهامات في قرارات سرية لمجلس الإدارة، وفي أحيان أخرى وفق صيغ معروفة ومعلنة²⁷.

تختلف خطط التعويضات المؤجلة أيضاً في كيفية «استثمار» تلك التعويضات، أي في كيفية تحديد استحقاق المدير من تلك التعويضات بعد انتهاء مدة التأجيل. عدد كبير من الشركات تضمن لمديريها معدلاً محدداً لعوائد استثمار تلك التعويضات (أو حداً أدنى لذلك المعدل)²⁸. ولطالما منحت الشركات مديريها إعانات إضافية عبر منحهم معدلات عوائد استثمار أعلى من المعدلات السائدة في السوق. ففي عام 2001، على سبيل المثال، حين كانت عوائد سندات الخزينة لسنة واحدة تتراوح بين 3.39 بالمئة و 4.63 بالمئة، ضمنت شركتنا جنرال إلكتريك و إنرون لمديريهما معدل عوائد على تعويضات تقاعدهم المؤجلة بلغ 12 بالمئة. بعض الشركات الأخرى كانت تقدم لمديريها العوائد السائدة في السوق زائداً نسبة إضافية محددة. فشركة لوسنت على سبيل المثال قدمت لمديريها معدل عوائد استثمار لتعويضات تقاعدهم المؤجلة يساوي العوائد السائدة في السوق على سندات الخزينة لعشر سنوات زائداً 5 بالمئة²⁹. يدرس الكونغرس في الوقت الراهن تشريعاً يهدف إلى منع الشركات من منح مديريها معدلات للعوائد على تعويضات تقاعدهم المؤجلة تزيد عن المعدلات السائدة في السوق. وعلى الرغم من أن تمرير مثل هذا التشريع في الكونغرس من شأنه أن يقضي على هذه الميزة بالذات من ميزات المكاسب التقاعدية المؤجلة، فإن تلك التعويضات ستستمر في منح المديرين ميزات مالية وتمهوية أخرى كما سنرى لاحقاً.

اختلافات خطط التعويضات المؤجلة عن خطط 401(k)

للوهلة الأولى تبدو خطط التعويضات المؤجلة مكافئة لخطط 401(k) المعروفة التي يستفيد منها العدد الأكبر من الموظفين العاديين. لكن، كما أن صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين تختلف عن صناديق التقاعد المؤهلة التي يستفيد منها الموظفون العاديون، فإن هنالك فروقاً مهمة بين خطط التعويضات المؤجلة التي تمنح للمديرين وخطط التعويضات 401(k) المعروفة التي يستفيد منها الموظفون العاديون.

وأول تلك الفروق يتمثل في أن خطط 401(k) تمنح العاملين فرصة إيداع أموالهم لدى وسائل استثمار معينة، لكن بغض النظر عن نوع الاستثمار فإن ما يحصلون عليه من معدل لعوائد الاستثمار قبل الخصم الضريبي يساوي ما كانوا سيحصلون عليه بوسائل الاستثمار عينها في سوق الاستثمار خارج خطط 401(k)؛ لكن، وعلى العكس من ذلك، فإن ترتيبات

خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين غالباً ما تضمن لهم معدلات للعوائد أعلى من تلك المعدلات السائدة في السوق.

فضلاً عن ذلك فإن خطط 401(k) تتمتع بدعم ضريبي، في حين لا يصح ذلك بالنسبة لخطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين. تقوم خطط 401(k) على أن يودع جزء من مرتب كل موظف مستفيد من هذه الخطط في حساب خاص لا تستحق ضرائبه سوى في وقت لاحق، وبوسع الشركة أيضاً أن تدفع إسهاماتها الخاصة في ذلك الحساب. وكما هي الحال في صناديق التقاعد المؤهلة، فإن المبالغ المتراكمة في تلك الحسابات تستثمر وتتمو من دون ضرائب. لا الموظف ولا الشركة يدفعان أي ضريبة دخل على العوائد الناتجة عن ذلك الاستثمار: الموظفون لا يدفعون ضرائب لا على الحسابات ولا على العائدات إلى حين حصولهم على استحقاقاتهم، وبالمقابل تحصل الشركة على خفض ضريبي لقاء المبالغ التي تدفعها على حسابات خطط 401(k) كما لقاء المبالغ التي يدفعها الموظفون أنفسهم. إذا فإيداع تعويضات الموظفين في خطط 401(k) يمكنهم من الاستفادة من تأجيل ضرائبهم المستحقة دون أن تخسر الشركة المشغلة حقها في الخفض الضريبي³⁰.

بمقدور الشركات طبعاً أن تقدم التعويضات المؤجلة لمديريها عبر خطط 401(k)، غير أن هناك حدوداً علياً للمبالغ التي يمكن دفعها سنوياً على حسابات خطط 401(k). ففي السنة الضريبة 2004، لم يكن بوسع موظف مشمول بخطة نظامية من خطط 401(k) أن يؤجل أكثر من \$13,000 من تعويضاته على مدار السنة³¹. ولكي تمنح الشركات مديريها فرصة الاستفادة من مبالغ تتخطى هذا الحد عمدت إلى اعتماد ترتيبات التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين خارج إطار خطط 401(k) التي تتمتع بمعاملة ضريبية تفضيلية. إذا فالتعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين ليست فقط غير مبنية على خطط 401(k)، بل إن تلك الخطط لا تشكل في حال من الأحوال القاعدة الأساسية للتعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين.

وهكذا فإن الشركات لا تكتفي بالإسهام بحصتها في حسابات التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين ليجري استثمارها بعدئذ بلا ضريبة كما هي الحال بالنسبة للموظفين العاديين، بل إنها تحجز عملياً جزءاً من أجر المدير في كل سنة وتضعه في حسابه الخاص

وتسمح لذلك الحساب أن ينمو بمعدل سنوي ثابت ومتفق عليه سلفاً، لتعود وتدفع للمدير في وقت لاحق جميع تلك المبالغ المحتجزة بالإضافة إلى عائداتها.

بالطبع تدفع الشركة ضريبة على الدخل الذي عليها تحقيقه من أجل دفع عوائد حسابات التعويضات المؤجلة الخاصة بمديريها. ومن ناحية أخرى، لو كانت تلك التعويضات المؤجلة قد دفعت للمديرين وقت انتقالها إلى حسابه، لكان استثمارها في السوق ودفع ضريبة دخل على عائداتها. إذ أفكما هي الحال مع صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، تقوم خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين بتحريرهم من بعض أعبائهم الضريبية وتحميلها للشركات التي يديرونها³².

حينما يتساوى الموظفون والشركات في معدلات الضرائب المفروضة على دخولهم وفي قدراتهم على استثمار أموالهم، تغدو خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين، مثلاً في ذلك مثل صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم، غير قادرة على خفض مجموع الأعباء الضريبية المفروضة على الموظفين والشركات معاً، بل إنها مقابل كل دولار تخفضه من الأعباء الضريبية المترتبة على المدير تثقل كاهل الشركة بدولار إضافي يزيد من أعبائهم الضريبية. إذ، خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين، مثل صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم وعلى عكس خطط 401(k) وصناديق التقاعد المؤهلة التي يستفيد منها الموظفون العاديون، لا تقدم أي مكاسب ضريبية حينما يتساوى المديرون والشركات في معدلات الضرائب المفروضة على دخولهم وفي قدراتهم على استثمار أموالهم³³.

وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين أيضاً، هناك بالطبع العديد من الحالات التي قد تؤدي فيها خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين، التي تخرج عن إطار خطط 401(k)، إلى زيادة أو نقصان حجم القيمة الكلية المتاحة للشركة والمدير معاً³⁴. فقد يفرض على دخل المدير معدل ضريبي يختلف عن ذلك المفروض على دخل الشركة. حتى لو تساوى كلاهما (أي المدير والشركة) في المعدل الضريبي المفروض على دخلهما، فقد تحرز الشركة قدراً أكبر من العائدات مما يحزره المدير (مع أن ذلك الاحتمال ضئيل بالنسبة للشركات التي تتمتع بقدرة كبيرة على إيجاد مصادر تمويل إضافية، كما سبق لنا أن رأينا أثناء مناقشتنا لموضوع صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين). إلا أنه

ما من سبب منطقي مقنع يجعلنا نعتقد أن تأجيل تعويضات المدير أمر مجد لجميع الأطراف في غياب الخفض الضريبي الذي تضمنه الخطط المؤهلة. بل على العكس من ذلك، قد يكون العبء الضريبي الإضافي على كاهل الشركة أكبر من الخفض الضريبي الذي يحصل عليه المدير من جراء اعتماد خطط التعويضات المؤجلة، فيكون العبء الضريبي الكلي الذي يدفعه المدير والشركة معاً للحكومة قد ازداد بسبب اعتماد تلك الخطط.

لنفترض على سبيل المثال مديراً على رأس شركة مربحة قد وعده مجلس إدارة الشركة بمعدل عوائد على تعويضاته المؤجلة مرتبط بأحد مؤشرات سوق الأسهم. لو استثمر المدير تلك الأموال في البورصة لدى أحد صناديق الاستثمار في السوق، لاضطر لدفع ضريبة دخل على عوائد ذلك الاستثمار بمعدل يساوي ما يدفع عادة على عائدات رؤوس الأموال الفدرالية على المدى الطويل، وهو ما قد يصل في أعلى قيمة له إلى 15 بالمائة (وفقاً لمعطيات العام 2004)³⁵. أما في حال تولت الشركة استثمار تلك الأموال -سواء في الأسهم عينها، أم في أسهم أخرى، أم حتى في أسهمها الخاصة- فإن عوائد ذلك الاستثمار ستخضع لضريبة دخل الشركات التي قد تصل إلى 35 بالمائة³⁶.

لذا يبدو مستغرباً أن يلجأ 90 بالمائة من الشركات إلى اعتماد خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين لمنحهم المزيد من الأجر³⁷. وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، هناك أسباب قوية تدفعنا للاعتقاد بأن خطط التعويضات المؤجلة هذه ليست الصورة الأجدى لمنح المديرين التعويضات التي يستحقونها. وإنه لأمر لافت فعلاً أن الشركات التي تقدم لمديريها خططاً غير مؤهلة لتعويضاتهم المؤجلة الخاصة لا تقدم لموظفيها العاديين خططاً مماثلة، ولو كانت تلك الخطط المقدمة للمديرين مجدية -ولنقل لأن الشركة تملك على سبيل المثال فرص استثمار أفضل من الفرص المتاحة أمام المديرين أنفسهم- لوجب أن تكون تلك الخطط مجدية أيضاً بالنسبة لباقي الموظفين. غير أنه من النادر، إن لم نقل من المستبعد تماماً، أن نجد شركات تقدم لموظفيها غير المديرين بالإضافة إلى خطط 401(k) المؤهلة خطط تعويضات مؤجلة وغير مؤهلة كتلك التي تقدمها لمديريها. هذا ما يقودنا إلى الاعتقاد الراسخ بأن منح المدير خطة تعويضات مؤجلة وغير

مؤهلة نادراً ما يؤدي فعلاً إلى تعظيم القيمة الكلية للمدير والشركة معاً، أي نادراً ما يكون في صالحهما المشترك.

المكاسب التمويهية

على الرغم من أن المكاسب المرجوة على صعيد الجدوى من ترتيبات منح المديرين تعويضات مؤجلة بعيدة كل البعد عن أن تكون واضحة، إلا أن ما تقدمه تلك الترتيبات للمديرين من مكاسب تمويهية هو الأمر الأساسي. صحيح أن التعويضات المؤجلة يجب أن يصرح عنها في جداول التعويضات، وذلك في العام الذي تكون فيه تلك التعويضات قد منحت، إلا أن المكسب الأساسي الذي تقدمه تلك التعويضات المؤجلة للمديرين يكمن في أن عوائد تلك التعويضات - المعفية من الضرائب التي تتراكم في كثير من الأحيان وفق معدلات أعلى من مثيلاتها في السوق - تبقى في منأى عن مرأى المراقبين الخارجيين.

حتى عندما لا يكون معدل العوائد الاسمي على التعويضات المؤجلة أعلى من معدل السوق، فإن المعدل الفعلي لما يجنيه المديرون من ترتيبات التعويضات المؤجلة يبقى بكل تأكيد أعلى مما تبدو عليه الأمور، وذلك بسبب ميزة عدم دفع المديرين لأي ضريبة على تلك الأرباح. ففي حين يجب على المديرين دفع ضريبة الأرباح على ما يجنونه من استثمارات خارج إطار ترتيبات التعويضات المؤجلة، بمقدورهم استثمار أموالهم في إطار تلك الترتيبات معفية من الضرائب - على حساب الشركات التي يديرونها. إذأ، ما دام معدل العوائد الذي تقدمه ترتيبات التعويضات المؤجلة للمديرين أعلى من المعدل الصافي (بعد احتساب الضرائب) الذي يستطيعون تحقيقه في إطار استثماراتهم الخاصة، فإن المديرين يجنون أرباحاً كبيرة وحقيقية لا تظهر في جداول التعويضات المعلنة. لقد ورد في تقرير نشرته صحيفة نيويورك تايمز على سبيل المثال أن روبرت جويزويتا مدير شركة كوكا كولا تمكن من استثمار مبلغ مليار \$ من تعويضاته المؤجلة دون ضرائب وعلى مدى 17 عاماً³⁸. وقد تولت شركة كوكا كولا دفع بيان الحساب عبر دفع ضريبة الدخل على ما جنته من أموال كانت بحاجة إليها من أجل تغطية العوائد التي ضمنها مديرها روبرت جويزويتا على حساب تعويضاته المؤجلة³⁹.

إضافة إلى ذلك وبينما تقدم خطط 401(k) للموظفين العاديين عوائد تكافئ تلك السائدة في سوق الأسهم أو في الصناديق الأخرى المتاحة عموماً، فإن العديد من ترتيبات التعويضات المؤجلة التي تمنح للمديرين تضمن لهم معدلات عوائد أعلى من السوق على نحو ملحوظ. فأولئك المديرين لم يحصلوا فقط على عوائد استثمارية معفاة من الضرائب - لكن على حساب شركاتهم - بل إنهم قد حصلوا فضلاً عن ذلك على معدلات عوائد أعلى من مثيلاتها في السوق. وفوق هذا وذاك بقيت تلك العوائد الضخمة بعيدة عن مرأى المراقبين الخارجيين إلى حد بعيد.

تلزم هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية الشركات بأن يصرحوا في جداول تعويضاتهم المعلنة عن العوائد التي يجنيها كل مدير من تعويضاته المؤجلة في ذلك العام بمعدل يفوق معدل عوائد الاستثمار في السوق. وفي حال ضمان معدل ثابت لعوائد التعويضات المؤجلة، فإن عبارة «فوق معدل عوائد السوق» تعني تعريفاً المعدل الذي يفوق 120 بالمئة من معدل عوائد رؤوس الأموال الفدرالية السائد والمعتمد من قبل مصلحة الإيرادات الضريبية الداخلية بتاريخ تحديد المعدل المضمون لعوائد التعويضات المؤجلة. وعبر استغلال هذا التعريف لمعدل العوائد الذي يفوق معدل عوائد السوق، تمكنت الشركات في بعض الأحيان من منح مديريها معدلات عوائد أعلى من تلك التي بمقدورهم الحصول عليها بوسائلهم الخاصة، وذلك دون الحاجة للإفصاح عن تلك العوائد في جداول التعويضات المعلنة.

يعد هذا التعريف لمعدل العوائد طويل الأمد الذي يفوق معدل عوائد السوق، والذي تبنته هيئة الأوراق والأسواق المالية، سخياً على نحوٍ خاص لأنه يترك لمجلس الإدارة حرية اختيار وقت تحديد معدل العوائد الثابت بما يخدم مصلحة المديرين. فعندما ترتفع معدلات عوائد السوق ورؤوس الأموال الفدرالية وتغدو أعلى من المعدل المضمون لعوائد تعويضات المديرين المؤجلة، تستطيع الشركات ببساطة اعتماد معدل أعلى من المعدل السابق. وما دام المعدل الجديد لعوائد تعويضات المديرين المؤجلة أقل من 120 بالمئة من المعدل الجديد المرتفع لعوائد رؤوس الأموال الفدرالية، فإن الشركات تبقى غير ملزمة التصريح عن تلك العوائد في جداول تعويضات مديريها المعلنة. أما في حال انخفضت معدلات عوائد السوق ورؤوس الأموال الفدرالية، فإن بمقدور الشركات أن تستمر في منح المديرين المعدلات السابقة التي

باتت الآن أعلى من 120 بالمئة من معدلات السوق. ولما كان شرط الإفصاح عن العوائد يرتبط بمعدل العوائد السائد في السوق على رؤوس الأموال الفدرالية وقت تحديد معدل العوائد الممنوحة للمدير على تعويضاته المؤجلة، فإن تلك العوائد المدفوعة على حساب المدير لا تظهر في جداول التعويضات المعلنة مهما انخفضت معدلات عوائد السوق لاحقاً.

أخيراً، فحتى العوائد الناتجة عن معدلات أعلى من العتبة التي وضعتها هيئة الأوراق والأسواق المالية، من المرجح ألا تظهر بكاملها في جداول التعويضات المعلنة. إذ إن إلزامية التصريح تنتهي بتقاعد المدير، على الرغم من أن المدير غالباً ما يستمر بالتمتع بمعدل العوائد المرتفع إلى ما بعد تقاعده. إن مثل هذا الفيض من مكاسب ما بعد التقاعد -والذي قد يأخذ حجماً كبيراً جداً- لا يظهر على الإطلاق في جداول التعويضات التي تعلنها الشركات أمام الرأي العام.

وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، فإن خطط التعويضات المؤجلة قد تعرّض المديرين لخطر الخسارة في حال إعلان شركاتهم إفلاسها. ففي حين تلزم خطط 401(k) الشركات بتخصيص جزء من أصولها وموجوداتها ووضعها في منأى عن مديניה لضمان قدرتها على دفع مستحقات موظفيها من تلك الخطط، تبقى ترتيبات التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين مجرد وعود مقدمة من قبل الشركات للمديرين بأن تدفع لهم مبالغ معينة على هيئة تعويضات في المستقبل. غير أن حقوق المديرين في تلك المبالغ ليست مضمونة كلياً في حال إعلان إفلاس شركاتهم. وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، فإن الكونغرس يدرس في الوقت الراهن تشريعاً من شأنه أن يصعب على الشركات محاولتها حماية مديريها من هذا الخطر. غير أن الشركات قد عمدت إلى الآن وفي كثير من الأحيان إلى اتخاذ الخطوات اللازمة لحماية مديريها من المخاطر التي قد تحدق بهم في حال إعلان إفلاسها. فكثير من الشركات كانت تلجأ إلى ما يسمى «أدوات الضمان»، كسندات الأمانة على سبيل المثال، لضمان حصول المديرين على تعويضاتهم المؤجلة حتى في حالات إعلان الإفلاس. إضافة إلى ذلك دأبت الشركات في كثير من الأحيان على منح مديريها الحق بسحب تعويضاتهم المؤجلة في أي وقت يرونها مناسباً - كما هو الحال عندما يحصلون من مصادرهم الخاصة على معلومات

تفيد بأن شركتهم على وشك إعلان إفلاسها. فقبيل دخول شركة إنرون في إجراءات إعلان إفلاسها على سبيل المثال سحب مديروها مبالغ طائلة بملايين الدولارات من حساباتهم في خطط تعويضاتهم مؤجلة.

بالنسبة للمديرين وأصدقائهم بين أعضاء مجالس الإدارة، فإن صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين وإجراءات التعويضات المؤجلة كانت على الدوام مفيدة جداً. فلقد زودتهم بأدوات عملية وفاعلة من أجل تمرير مبالغ كبيرة من التعويضات غير المرتبطة بالأداء إلى حساباتهم الخاصة، وذلك عبر سراديب بقيت في ظل قواعد التصريح الراهنة بعيدة إلى حد كبير عن عيون المراقبين الخارجيين. وكما عبر أحد المحللين الاقتصاديين المختصين في تصميم خطط التعويضات، فإن «الإفصاح عن ذلك العدد الكبير من خطط تعويضات المديرين - المعاشات التقاعدية، وصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، والتعويضات المؤجلة، والبواليص التشاركية للتأمين على حياة المديرين - لا يجيب على نحو صحيح على السؤال الأساسي الذي مضاه: ما هي القيمة الفعلية التي يتوقعها المدير من مجمل هذه الخطط لدى تقاعده»⁴⁰.

هبات ما بعد التقاعد

تعد عقود التعويضات المديرين في كثير من الأحيان بسيل من الهبات التي سيتلقونها بعد تقاعدهم. فعلى سبيل المثال يحصل الكثيرون منهم على حق استخدام طائرة الشركة الخاصة لعدد محدد من الساعات في العام بعد تقاعدهم، وذلك بغرض تنقلهم شخصياً وفي بعض الأحيان بغرض تنقل أفراد أسرهم أو حتى ضيوفهم أيضاً. حتى إن بعض المديرين قد حصلوا على امتياز استخدام طائرة الشركة مدى الحياة ودون قيد أو شرط⁴¹. ومن بين الهبات الأخرى التي كثيراً ما تلازم المديرين إلى ما بعد التقاعد نذكر مثلاً تخصيصهم سيارات مزودة بسائقين شخصيين، وتعيين مساعدين شخصيين لهم، وتزويدهم بخدمات التخطيط المالي، وإحاطتهم بأنظمة الحماية المنزلية، ومنحهم عضوية الأندية المختلفة وبطاقات حضور النشاطات الرياضية، وتخصيصهم بمكاتب مجهزة ومزودة بخدمات السكريتاريا، ومنحهم خدمات الهاتف الجوال بالمجان⁴². لويس غيرستتر مدير عام شركة

أي بي إم حصل لدى تقاعده على سبيل المثال على حق استخدام شقق وطائرات وسيارات وخدمات الحماية المنزلية والتخطيط المالي. أما تيرينس موراي المدير العام السابق لشركة فليت بوسطن فكان من نصيبه 150 ساعة طيران مجاناً بطائرة الشركة الخاصة، وسيارة مزودة بسائق شخصي، ومكتب خاص في الشركة، ومساعدين في المكتب، وخدمة التخطيط المالي، ومنظومة حماية منزلية أيضاً.

ومن الوجوه الأخرى لتلك الهبات تقديم المساعدات الخيرية لمنظمة يختارها المدير المتقاعد. فشرية فليت بوسطن منحت مديرها العام موراي الحق في تسمية المؤسسات الخيرية التي يرثيها لمنحها مبلغ 3.5 مليون \$ من مخصصات الشركة للمشروعات الخيرية⁴³. أما شركة فورد فوعدت مديرها العام المتقاعد ناصر بإطلاق منحة دراسية باسمه الشخصي في المؤسسة التعليمية التي يختارها (إضافة إلى تزويده بسيارة جديدة كل عام وخدمات التخطيط المالي وبمكتب خاص في مباني الشركة وتعيين مساعد شخصي له على نفقة الشركة)⁴⁴.

إن الكلف الحقيقية لهذه الهبات أكبر في كثير من الأحيان مما قد يبدو عليه الأمر في الوهلة الأولى. لنأخذ على سبيل المثال حق استخدام طائرة الشركة من قبل المديرين المتقاعدين لأغراضهم الشخصية، وهي هبة واسعة الانتشار في هذه الأيام. فعلى الرغم من أن حجم الكلف المترتبة من جراء تقديم هذه الهبة قد يبدو في الوهلة الأولى محدوداً⁴⁵، إلا أنه قد يأخذ في الواقع أبعاداً ضخمة جداً. لنحتسب ما تكلفه رحلة الذهاب من نيويورك إلى كاليفورنيا بطائرة الشركة الخاصة ومن ثم الإياب بعد عدة أيام. لما كانت الطائرة التي مقرها نيويورك ستعود بطاقتها إلى الساحل الشرقي بعد إيصال المدير المتقاعد إلى كاليفورنيا، فإن ما تتكلفه الشركة في الواقع يبلغ كلفة رحلتين ذهاباً وإياباً، ما يعني ثماني عمليات انطلاق وهبوط وعشرين ساعة طيران تقريباً. وإذا أخذنا في الحسبان ثمن الوقود وكلفة الصيانة وأجور الهبوط في المطارات والتكاليف الإضافية لطاقم الطائرة من طيارين ومضيفين ولما تكلفه الحوادث العرضية وتكاليف اهتراء الطائرة (عمرها يتقص في كل ساعة تطيرها، والأهم من ذلك في كل عملية انطلاق أو هبوط)، إذا أخذنا كل ذلك بالحسبان فإن كلفة رحلة المدير المتقاعد قد تبلغ نحو \$50,000 بأقل تقدير⁴⁶. لقد وعدت

شركة سيندانت مديرها العام المتقاعد هنري آر سيلفرمان بحق الانتفاع مدى الحياة من طائرة الشركة الخاصة أو من طائرة مماثلة، يتم استئجارها بآلاف الدولارات في الساعة، في حال كانت طائرة الشركة مشغولة⁴⁷.

ليس من عادة الشركات تقديم هبات ما بعد التقاعد لموظفيها العاديين. وهناك منطوق اقتصادي مقنع يقول بتجنب تقديم مثل هذه التعويضات العينية. فوعد الموظف بدفع مبلغ \$10,000 سنوياً لقاء أجور تنقلاته في الطائرة أقل جدوى من الناحية الاقتصادية من دفع هذا المبلغ له نقداً ليتصرف به كما يشاء. والمنطق في ذلك واضح وبسيط؛ إذ عندما يرى الموظف المتقاعد أن الوجه الأمثل لصرف هذا المبلغ النقدي يتمثل في السفر بالطائرة، فإن دفع أجور السفر ودفع المبلغ نقداً يتكافأ تماماً؛ أما عندما يرى ذلك الموظف المتقاعد، لسبب أو لآخر، أن من الأفضل له أن يصرف ذلك المبلغ أو جزءاً منه على الأقل لقاء حصوله على خدمات أخرى غير السفر بالطائرة، يكون تقديم المبلغ النقدي أفضل من دفع أجور السفر؛ لأن دفع المبلغ النقدي يقدم للمتقاعد خدمات أكثر جدوى لقاء تحمل الشركة الكلفة عينها.

فضلاً عن ذلك، من المنطوق أن تتغير حاجات المتقاعد وتتبدل مع مرور الزمن. إذاً فالمنطق الاقتصادي يقول إن التعويضات العينية يجب ألا تحدد على مدى مدد طويلة من الزمن. مع ذلك نرى الشركات في كثير من الأحيان تمنح مديريها العامين تعويضات عينية على المدى البعيد؛ لويس غير ستتر مدير عام شركة آي بي إم على سبيل المثال حصل لدى تقاعده على حق الانتفاع من طائرة الشركة الخاصة وسياراتها ومكاتبها وخدماتها في مجال التخطيط المالي على مدى عشر سنوات.

ومع أن هبات ما بعد التقاعد لا يمكن اعتبارها من الوجوه المجدية لمنح التعويضات، إلا أنها توفر وسيلة فاعلة لتمويه تعويضات المديرين. إن قيمة تلك الهبات لا يصرح عنها عند الاتفاق عليها، كما أن الشركات لا تلاحظ أو تلمس الكلف المترتبة عليها من جرّاء تلك الهبات إلا بعد أن يكون المديرين قد خرجوا على التقاعد، وحينها لا تدرج قيمة تلك الكلف في جداول تعويضات المديرين الراهنين التي تثير انتباه المراقبين والمهتمين. فهبات ما بعد التقاعد توفر إذاً وسيلة جديدة تضاف إلى ما سبق ذكره من وسائل أخرى لمنح المديرين

قيمة إضافية دون الحاجة لذكر تلك القيمة الإضافية في جداول التعويضات المعلنة أو حتى إدخال قيمتها الحقيقية في حساباتها المعلنة.

عقود الخدمات الاستشارية

كما هي الحال بالنسبة لهبات ما بعد التقاعد، فإن عقود الخدمات الاستشارية تقدم للمديرين حجماً كبيراً من القيمة المضافة. فتلك العقود عادة ما تضمن للمديرين العاملين المتقاعدين أجراً سنوياً لقاء « جهوزيتهم» لتقديم النصح والمشورة للمديرين العاملين الجدد لعدد محدد من الساعات في الشهر على مدار السنة. وتظهر الإحصاءات أن ما يقارب 25 بالمئة من المديرين العاملين يدخلون بعد تقاعدهم في مفاوضات مع شركاتهم القديمة من أجل تحصيل عقود استشارية مدفوعة الأجر⁴⁸.

فشركة إيه أو إل تايم وورنر على سبيل المثال تدفع لمديرها العام السابق المتقاعد جيرالد إم ليفين مليون \$ سنوياً لقاء خدماته الاستشارية التي لا تتعدى خمسة الأيام في الشهر الواحد⁴⁹. وفي العام 2000 وعدت شركة كارتر - ووليس مديرها العام السابق هنري هويت بأن تدفع له بعد تقاعده أجراً سنوياً قدره \$831,000 لقاء خدمات استشارية مشابهة لخدمات ليفين⁵⁰. وقد تفاوض تشارلز لي المدير العام المساعد سابقاً لشركة فيريزون مع مجلس إدارة الشركة على مبلغ 6 ملايين \$ لقاء خبراته الاستشارية في السنتين الأوليين بعد تقاعده. أما رزمة التقاعد التي حصل عليها رولاند ألن مدير عام شركة دلتا إيرلاينز سنة 1997، فتمنحه عقداً استشارياً بقيمة 3.5 ملايين \$ على مدى سبع سنوات يقدم فيها خدماته الاستشارية للشركة في الزمان والمكان والمدد الزمنية التي تناسبه وبأقل قدر ممكن من الإزعاج، وفق ما ورد في سجلات الشركة المعلنة⁵¹. يضمن العقد المبرم مع الشركة للسيد ألن أو لورثته مبلغ \$500,000 سنوياً حتى في حال إعاقته التامة أو وفاته⁵².

إن هذه العقود الاستشارية إنما تقدم الأجر السهل والمضمون لقاء جهوزية المديرين القدامى لتقديم المشورة، لا لقاء عمل فعلي يقدمونه. وعادة لا تستفيد الشركات من تلك الجهوزية التي يدفعون ثمنها باهظاً سوى نادر. فبغض النظر عن الأسباب والمسوغات نجد المديرين العاملين الجدد عامة غير ميالين لأن ينشدوا النصح من نظرائهم السابقين.⁵³

فوفقاً للتقارير، لا يتحدث السيد ألن المدير العام المتقاعد لشركة دلتا على سبيل المثال إلا نادراً مع مديرها العام الجديد ليومولين. وبإقرار الخبراء الاستشاريين في تصميم رزم التعويضات، فإن المديرين المتقاعدين لا يقدمون للشركة في إطار هذه العقود الاستشارية، وفي أحسن الأحوال، إلا قدر ضئيل جداً من القيمة الفعلية. فكما يقول فرانك غلاسنر مدير عام مجموعة تصميم التعويضات، ليست تلك العقود الاستشارية في معظمها سوى وسيلة لرفع حجم تعويضات نهاية خدمة المديرين المتقاعدين. ووفقاً لخبير آخر يعمل في حقل تعويضات المديرين، هو ألن جونسون، فإن «غالبية المديرين المتقاعدين لا يقدمون سوى القليل من الخدمات لقاء ما يتقاضونه من أجر؛ إذ عادة ما تكون طلبات (المديرين الجدد) محدودة جداً».

وكما هي الحال بالنسبة لهبات ما بعد التقاعد، فإن الأجور التي يتلقاها المديرون المتقاعدون في إطار عقودهم الاستشارية لا تجد طريقها إلى جداول التعويضات المعلنة؛ لأنها تدفع لهم في وقت لا يعودون فيه على رأس عملهم. إلا أن الفارق بين الوسيلتين يكمن في أن العقود الاستشارية تسمح لمجالس الإدارة بأن تزود المديرين بالمال نقداً لا على شكل هبات عينية⁵⁴. وفي الواقع فإن أجور العقود الاستشارية هي في الأساس جزء من تعويضات نهاية الخدمة، موزعة على دفعات، ومقتّعة في هيئة أجر تدفع لقاء عمل يقوم به المدير بعد تقاعده.

إذا كانت أجور هذه العقود الاستشارية مجرد وجه من وجوه التعويضات النقدية في نهاية الخدمة، فما هي ميزة وضعها في إطار عقود استشارية؟ إن هذه التعويضات النقدية فضلاً عن كونها لا تظهر في جداول التعويضات المعلنة، فإن تمويهها كأجور تدفع للمديرين لقاء خدماتهم الاستشارية يخفي طبيعتها الحقيقية كجزء من تعويضات نهاية الخدمة التي تهدف في الأساس إلى زيادة حجم التعويضات الكلي التي يحصل عليها المديرون لقاء عملهم قبل التقاعد. قد يعتقد بعض المراقبين بأن المديرين العاملين المتقاعدين سيقدمون فعلاً نصائح واستشارات قيمة لخلفائهم، ولذلك فهم ينظرون إلى هذه التعويضات بصفتها مسوغة ومنصفة لقاء ما يقدمه أولئك المديرون من خدمات ثمينة بعد تقاعدهم. إلا أننا لسنا بحاجة لأن نذكر أولئك المراقبين بأن هذه العقود الاستشارية لا تربط على الإطلاق بين

ما يتلقاه أولئك المديرين المتقاعدون من أجور وما يقدمونه من إسهام في تعظيم قيمة أسهم شركاتهم، لا قبل تقاعدهم ولا بعده.

فصل الأجر عن الأداء

على الرغم من أن الفصول اللاحقة ستناقش بشيء من الإسهاب مشكلة عدم وجود رابط قوي بين الأجر والأداء في ظل ما هو سائد من ممارسات متعلقة بأمور التعويضات التي تقدم للمديرين، فإن من الجدير ذكره هنا أن المكاسب التقاعدية التي ناقشناها في هذا الفصل مستقلة إلى حد بعيد عن أداء أولئك المديرين. فصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين تقدم لهم من حيث تصميمها بعض العوائد الإضافية على تعويضاتهم النقدية، وذلك بغض النظر تماماً عن أدائهم الفعلي. كما أن التعويضات المؤجلة تمنح المديرين قيمة إضافية عبر زيادة دخلهم على نحو معفى من الضرائب وبمعدلات تفضيلية لا ترتبط عادة لا من قريب ولا من بعيد مع أدائهم الفعلي. وعلى نحو مشابه فإن هبات ما بعد التقاعد والعقود الاستشارية التي يحصل عليها المديرين بعد تقاعدهم عادة ما يجري الاتفاق عليها وتثبيتها سلفاً دون أي ربط بالأداء المستقبلي للمديرين.

قد يقول قائل: إن المكاسب التقاعدية هذه إنما تأتي نتيجة مفاوضات موضوعية مهنية على مطالب الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة؛ لأنها تقدم وسيلة لمنح المديرين تعويضات غير مرتبطة بالأداء بطريقة أكثر كفاءة من الناحية الضريبية من زيادة الأجور السنوية المتفق عليها؛ إذ إن المادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية تحدد عتبة مليون \$ لكل مدير كحد أعلى لمجموع التعويضات السنوية غير المرتبطة بالأداء التي يمكن إعفاؤها من ضريبة الدخل. تعتمد الشركات إلى الالتفاف حول هذه القيود المفروضة على إمكانية الاستفادة من الخفض الضريبي عن طريق منح المدير تعويضات غير المرتبطة بالأداء بعد تقاعده، في وقت لا تعود تلك القيود مفروضة التطبيق. لو كان من المجدي فعلاً، لسبب أو لآخر، أن يتم منح المديرين هذا الحجم الكبير من التعويضات غير المرتبطة بالأداء، لكان هناك تفضيل ضريبي للقيام بذلك من ضمن رزمة المكاسب التقاعدية لا على هيئة أجر نقدي إضافي. إن تمرير القيمة الإضافية للمديرين عبر قنوات المكاسب التقاعدية لا يبقى

تلك القيمة في منأى عن مراقبة حملة الأسهم فحسب، بل في منأى أيضاً عن تطبيق المادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية.

لوسلمنا جدلاً بجدوى منح المديرين حجماً كبيراً وثابتاً من التعويضات غير المرتبطة بالأداء، فإنه من مصلحة حملة الأسهم بالطبع أن يتم تطبيق الخفض الضريبي على كامل تلك التعويضات. لذلك قد يفضل حملة الأسهم، في حال لم تكن أمامهم أي خيارات أخرى، أن يتم دفع معظم تعويضات المديرين غير المرتبطة بالأداء بعد تقاعد المديرين، حيث لا تعود المادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية قادرة على تقييد حجم التعويضات الذي يخضع للخفض الضريبي. غير أن السؤال الأهم يتجلى فيما إذا كان من المجدي فعلاً منح المديرين ذلك الحجم الكبير من الأجر غير المرتبط بالأداء. إن ما تقدمه المكاسب التقاعدية من إمكانيات تموهية كبيرة لا يقتصر فقط على جعل حجم التعويضات الكلي في جداول التعويضات المعلنة يبدو أصغر مما هو عليه فعلاً، بل إن المكاسب التقاعدية تخفي أيضاً الحجم الحقيقي للجزء غير المرتبط بالأداء من تلك التعويضات وتجعله يبدو أصغر مما هو عليه في الواقع.



قروض المديرين

9

في 31 كانون الأول/ديسمبر 1998، تضمنت لائحة القروض المضمونة من شركة كونسيكو (الممنوحة لكبار الموظفين والمديرين) الأسماء والقيم الآتية: للسيد هيلبرت \$106,982,175؛ للسيدة غونيو \$29,362,942؛ للسيد ديك \$51,259,296؛ للسيد كوس \$7,872,996؛ للدكتور ديكاتشر \$17,539,752؛ والسيد غونغاوير ... \$24,871,750

التصريح الإعلامي الموجه لمساهمي

شركة كونسيكو عام 1999

على الرغم من أنه لم يعد مسموحاً للشركات المسهمة العامة في الوقت الراهن أن تمنح القروض لمديريها، فإن ممارساتها السابقة في هذا المجال تشكل خيراً مثالاً على عمليات التمويه والخداع التي كانت تجري في داخلها.

فلقد جرى استعمال القروض المقدمة للمديرين غطاءً لمنحهم حجماً كبيراً من التعويضات غير المرتبطة بالأداء بطريقة لا تثير انتباه المراقبين الخارجيين.

الانتفاع من القروض

كانت الشركات في الماضي تمنح القروض بكثرة لمديريها وكبار موظفيها أو تضمن لهم تقديم تلك القروض من قبل طرف ثالث¹. وكانت غالبية تلك القروض تقدم دون كفالة أو فقط بكفالة ملكية أسهم الشركات عينها. إضافة إلى ذلك كانت فوائد غالبية القروض أخفض من الفوائد السائدة في السوق، حتى إن نسبة كبيرة منها كانت تمنح دون فائدة. فضلاً عن ذلك كله كان العديد من تلك القروض يُشطب نهائياً.

حينما تقدمت شركتا وورلد كوم و كمارت وغيرهما من الشركات التي كانت تمنح مديريها قروضاً ضخمة بطلبات إعلان إفلاسها عام 2002، بدأت سمعة القروض تتحدر وتتخذ منحى سلبياً في الرأي العام. هذا ما دعا مجلس النواب إلى تضمين قانون ساربنس-أوكسلي الصادر عام 2002، حظراً يمنع الشركات من منح القروض لمديريها وكبار موظفيها إلا في حالات استثنائية ونادرة جداً². غير أنه جرى استثناء القروض الجارية من ذلك الحظر. كنتيجة لذلك استمر المديرون في قطف المكاسب بمليارات الدولارات من قروضهم الجارية حتى بعد دخول ذلك القانون حيز التنفيذ³. وعلى الرغم من أن منح القروض لم يعد في الوقت الراهن خياراً متاحاً أمام الشركات تقدم عبره التعويضات لمديريها، إلا أن الإقبال الكبير على منح القروض في الماضي يقدم لنا خير دليل على أن المديرين ومجالس الإدارة يميلون إلى اختيار تلك الصيغ تحديداً من أشكال التعويضات التي تسمح بالقدر الأكبر من التمويه والخداع.

يعد القرض الذي منحه شركة وورلد كوم لمديريها العام برنارد إبرس من أكثر القروض التي ذاع صيتها وتناولتها الأقاليم والألسن بالنقد⁴. في المدة الممتدة بين أيلول/سبتمبر عام 2000، وبداية عام 2002، منحت شركة وورلد كوم مئات ملايين الدولارات - ما يعادل نحو 20 بالمائة من النفقات النقدية في ميزانية الشركة - على نحو مباشر أو غير مباشر للسيد إبرس كقروض دون كفالة، وذلك لمساعدته على تسديد دين هامشي في حسابه الخاص المرتبط بنشاطه كسمسار. بمقابل ذلك التزم إبرس بالأبيع حصته من أسهم الشركة. منحت تلك القروض للسيد إبرس بفائدة عائمة تراوحت بين 2.15 بالمائة و 2.35 بالمائة، وهي أقل بوضوح من الفوائد التي كانت سائدة في ذلك الحين بالنسبة للحسابات ذات الهوامش الكبيرة - فشرية تشارلز شواب على سبيل المثال كانت تفرز فائدة قدرها 5.75 بالمائة على القروض ذات الهوامش الكبيرة - وذلك على الرغم من أن القروض التي منحت للسيد إبرس كانت من دون كفالة، بخلاف القروض الهامشية المثقلة بفائدة كبيرة التي كانت تتطلب تقديم ما يضمن تسديدها.

عندما ترك إبرس شركة وورلد كوم كان ما يزال مديناً لها بمبلغ قدره 408 ملايين \$. ووفقاً لترتيبات إنهاء خدمته، فقد أمهل حتى عام 2008، لكي يرد ديونه للشركة. لكنه من المرجح

ألا يرد سوى جزء يسير من ذلك المبلغ الضخم. فبعد إعلان شركة وورلد كوم إفلاسها غدت حصة إبرس التي التزم عدم بيعها عديمة القيمة تقريباً، ولذلك لم ولن يتمكن من تسديد الأقساط المستحقة عليه وفق الترتيبات المذكورة آنفاً⁵. لو كان إبرس قد استدان قرضاً نظامياً من شركة سمسرة أو مقاولات وبفائدة مرتفعة، لما حل بالمقرض ذلك القدر السيئ الذي حل بشركة وورلد كوم. فالمقرض العادي كان سيضع يده على كفالة المقرض، وهي حصته من أسهم شركته، وبييعها لتغطية القرض في الوقت المناسب حين كان سعر تلك الأسهم لا يزال مرتفعاً بما يفي بالغرض.

بالطبع هناك أمثلة أخرى عن شركات منحت مديريها قروضاً ضخمة أو ضمنت لهم مثل تلك القروض. ففي عام 1999 على سبيل المثال قدمت شركة كونسيكو لمديريها العام ضمانات بمنحه قروضاً بقيمة 175 مليون \$ كما ضمنت للمديرين الآخرين منحهم قروضاً بلغ مجموعها 375 مليون \$، وذلك لتمكينهم من شراء حصص لهم في ملكية أسهم الشركة. وعندما خسرت تلك الأسهم معظم قيمتها في السوق لاحقاً⁶، لجأت الشركة إلى منح مديريها قروضاً إضافية بمئات الملايين من الدولارات بغية تمكينهم من دفع فوائد القروض الأولى⁷. بلغ حجم القروض الممنوحة للمديرين حداً فاق معه صافي أرباح الشركة للعام 1997، والذي كان قد بلغ 567 مليون \$⁸. وقد بقيت مئات الملايين الدولارات من تلك القروض حتى منتصف عام 2004 غير مسددة⁹. وعلى نحو مشابه ضمنت شركة كومديسكو لمديريها قروضاً بأكثر من 100 مليون \$ بغية تمكينهم من شراء حصص لهم في ملكية أسهمها، التي انخفض سعرها فيما بعد على نحو عمودي إلى القاع¹⁰. كذلك أقرضت شركة تايكو مديريها العام مبلغ 62 مليون \$ تعويضاً له عن «تكاليف انتقال مقر عمله».

على الرغم من أن غالبية القروض الممنوحة لمديري باقي الشركات كانت أصغر حجماً من القروض التي منحتها شركات وورلد كوم أو كونسيكو أو كومديسكو أو تايكو، إلا أنه مما لا شك فيه أن تلك الممارسة كانت واسعة الانتشار. فقد خلصت دراسة قامت بها «مكتبة الشركات»، وهي شركة أبحاث مستقلة، إلى أن أكثر من 30 بالمئة من أكبر 1500 شركة في أمريكا كشفت في بياناتها الاقتصادية التقويمية للعام 2002، أنها قد منحت مديريها قروضاً نقدية¹¹، بلغ متوسط حجم كل منها 11 مليون \$. كما أظهرت تلك الدراسة أن

مجموع المديونية الداخلية في تلك الشركات على هيئة قروض بلغ 4.5 مليارات ونصف المليار \$. ومع أن الكثير من تلك القروض النقدية جرى ربطها بشراء أسهم الشركة المانحة، إلا أن عدداً كبيراً منها صرف لأغراض أخرى، مثل تحسين ظروف المعيشة أو بهدف الاستثمار في أسهم الشركات الأخرى في السوق وما إلى ذلك من الأغراض التي من الواضح أنها لا تمت إلى العمل في الشركة المانحة بأي صلة. فضلاً عن ذلك فإن أكثر من 25 بالمئة من الشركات التي كشفت أنها منحت القروض لمديريها لم تكلف نفسها عناء ذكر الأغراض التي من أجلها منحت تلك القروض¹².

هل منح القروض يندرج ضمن إبرام العقود على مطال الذراع؟

إن غالبية الموظفين يقصدون البنوك، لا أبواب العمل، من أجل الاقتراض. ومما لا شك فيه أن الشركات كانت ستؤدي دور البنك بالنسبة لجميع موظفيها، وليس فقط بالنسبة للمديرين، لو كانت قادرة فعلاً على القيام بذلك بكفاية وفاعلية أكبر من البنوك. وأغلب الظن أن الشركات لا تؤدي ذلك الدور على نحو منتظم لأنها ببساطة لا تملك أي أفضلية تنافسية على البنوك الخارجية في تقديم الخدمات المصرفية. وبالفعل فقد خلصت كاثلين كاي و كولديب شاستري في دراسة لهما إلى أن غالبية الشركات التي تقدم القروض لمديريها تتحمل تكاليف إقراض أعلى من تكاليف الإقراض التي يتحملها المقرضون التقليديون¹³. ولما كان الاقتراض من المصارف ميسراً للمديرين بدرجة تيسره نفسها لباقي الموظفين على الأقل، فإنه من غير المتوقع أن تلجأ الشركات، التي تتعاقد مع مديريها وموظفيها وفق مبدأ المساومة على مطال الذراع، إلى تقديم القروض للمديرين دون باقي الموظفين.

زهاء 40 بالمئة من القروض تقدم للمديرين بهدف تمكينهم من شراء المزيد من أسهم شركاتهم¹⁴. وعادة ما يحاجج بأن إقراض المال للمديرين بفوائد تفضيلية من أجل تحقيق ذلك الهدف يصب في صالح حملة الأسهم، وذلك عبر جعل مصلحة المديرين تتفق ومصلحة حملة الأسهم. لكن، حتى لو كان تقديم الحوافز المالية للمديرين لاقتراض المال وشراء حصص أكبر في شركاتهم أمراً مطلوباً، فإنه ليس من الضروري أن تقوم الشركات نفسها بتقديم تلك القروض.

لنفترض على سبيل المثال أن شركة ما ترغب في تشجيع مديرها على استئانة قرض بقيمة مليون \$ لتمكينه من شراء حصة له من أسهم الشركة. بوسع الشركة تحقيق ذلك عن طريق إقراض المدير ذلك المبلغ من المال مباشرة بفائدة أدنى من السوق بنقطتين مؤويتين على سبيل المثال. لكنها، وكبديل لهذا الأسلوب، تستطيع أيضاً أن تجعل المدير يقترض ذلك المبلغ من السوق وبالفائدة السائدة، وتأخذ ببساطة على عاتقها أن تدفع له كل عام ما يكافئ فائدة مقدارها 2 بالمئة من قيمة القرض حتى الانتهاء من تسديده. من الواضح أن الأسلوب الثاني يقدم الحوافز الاقتصادية ذاتها التي يقدمها الأسلوب الأول، لكن دون حاجة الشركة للانغماس في عملية الإقراض التي لا تقع ضمن نطاق عملها أو اختصاصها.

لكن اللافت أن الشركات التي تقدم القروض لمديريها من أجل تمكينهم من شراء حصص لهم في ملكية أسهمها لا تتخذ في أحسن الأحوال سوى القليل من الخطوات الكفيلة بمنع أولئك المديرين من بيع ما كانوا يمتلكونه من أسهم الشركة قبل الاقتراض. وكنتيجة لذلك وجدت الدراسة التي قامت بها كايل وشاستري أن قرصاً يمكّن المدير من شراء 100 سهم من أسهم شركته لم يزد حصته الفعلية منها وسطياً سوى بثمانية أسهم لا غير¹⁵. لا شك أن نتيجة كهذه تجعل من الصعب تسويغ إجراء منح القروض، بصفته أداة فاعلة لزيادة حصة المدير في ملكية أسهم الشركة.

تمويه نسب الفوائد المدعومة

إن معدلات الفوائد التفضيلية التي عادة ما تلازم القروض المقدمة للمديرين تشكل بحد ذاتها تعويضات إضافية لا يحصلون عليها في حال اقتراضهم من البنك وفق أسس التفاوض على مطال الذراع، فحينئذ من المفترض أن يدفعوا الفائدة السائدة في السوق. لكن 50 بالمئة من الشركات التي تقدم القروض لمديريها تقدمها دون فوائد على الإطلاق، وما تبقى من الشركات لا تقرض على القروض سوى سويات فائدة منخفضة على نحو واضح عن السويات السائدة في السوق. إن الفارق بين معدل الفائدة في السوق ومعدل الفائدة المفروضة على القروض الممنوحة من قبل الشركات يشكل تعويضاً جارياً يدفع للمديرين ويثقل كاهل الشركات إلى أن يتم تسديد تلك القروض.

غير أن ذلك التعويض في كثير من الأحيان لا يظهر على نحو كامل في جداول التعويضات المعلنة التي تحظى عادة باهتمام المراقب الخارجي. تلزم القوانين السائدة الشركات بنشر الفارق بين معدل الفائدة المفروض على القروض الممنوحة للمديرين ومعدل الفائدة السائد في السوق ضمن عمود «التعويضات السنوية الأخرى» من جدول التعويضات المعلنة. غير أن هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية لم تحدد بوضوح معنى تعبير «معدل الفائدة السائد في السوق»، ولذلك لجأت الشركات إلى استعمال هذا الغموض غطاءً لإغفال ذكر حجم الدعم الناتج عن تخفيض معدل الفائدة - كلياً أو جزئياً - من جداول تعويضاتها المعلنة.

لقد أغفلت شركة وورلد كوم على سبيل المثال من جداول تعويضاتها المعلنة الأرباح الضمنية التي كانت تقدمها لمديرها العام السيد إبرس على صورة خفض معدل الفائدة المفروض على القروض الممنوحة له، على الرغم من أن معدل الفائدة المفروضة كان أقل بوضوح من معدل الفائدة السائد في السوق على القروض الهامشية. وقد بررت الشركة لاحقاً إغفالها ذلك بأنها قد لجأت، ولأسباب لها علاقة بالتبسيط، إلى اعتبار فائدة القروض العائمة هي الفائدة السائدة في السوق، حيث كانت الشركة تقترض بتلك الفائدة من أحد مصادر اقتراضها. لقد لجأت شركة وورلد كوم إلى هذه الحيلة من أجل إغفال مكاسب ممنوحة للسيد إبرس بملايين الدولارات كل عام وعدم ذكرها في جداول تعويضاتها المعلنة.

يذكر أن قوانين الضرائب تلزم المديرين الإعلان عن الأرباح الضمنية التي تؤول إليهم من القروض التي يحصلون عليها بفوائد أخفض من الفوائد السائدة في السوق، وتلزمهم أيضاً بدفع الضرائب المترتبة عليها. وتحدد إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية في الولايات المتحدة تلك الأرباح انطلاقاً من الفرق بين ما يدفعه المديرون فعلاً من فوائد لشركاتهم المانحة للقروض وما يجب أن يترتب على تلك القروض من فوائد إذا ما أخذ معدل الفائدة المعدل الفدرالي الذي تحدده لوائح إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية وفقاً لخصائص القرض الممنوح. لسوء الحظ فإن هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية لم تحذو إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية في تحديد المقصود بمعدل الفائدة السائد في السوق

بهذا الوضوح، الأمر الذي منح الشركات إمكانية استغلال هذا الغموض لإغفال أرباح المديرين الضمنية الناتجة عن نسب الفوائد المدعومة وعدم ذكرها في جداول تعويضاتها المعلنة، وهي أرباح يجب على المديرين ذكرها في تصاريحهم الضريبية الخاصة التي يقومون بتقديمها بغية استرداد جزء من ضرائب دخلهم التي يدفعونها.

صحيح أن تلك القروض الممنوحة للمديرين وشروط منحها كانت تذكر عادة كجزء من المعلومات التي تصرح بها الشركة في ملفاتها المقدمة لهيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية لدى تسجيل المعاملات التجارية الخاصة بأطراف على علاقة بالشركة، غير أن الشركات عموماً لم تكن مجبرة على التصريح بقيمة تلك القروض الضخمة الممنوحة للمديرين في جداول تعويضاتها - أو في أي موضع آخر من سجلاتها العامة.

إعفاء المديرين من تسديد القروض

لقد أدى إعفاء المديرين من تسديد قروضهم إلى زيادة أرباحهم الضمنية التي تموهها القروض الممنوحة لهم¹⁶. فالمدیر الذي يقترض المال من البنك سيكون مجبراً على تسديد القرض وفوائده وإلا فإنه سيواجه خطر مصادرة البنك لممتلكاته. لكن من غير المستغرب أن تكون الشركات، عندما تقدم القروض لمديريها، أكثر ليونة معهم من البنوك. فأكثر من 25 بالمئة من الشركات التي قدمت في بياناتها الاقتصادية المعلنة معلومات حول ما إذا كانت تطلب من مديريها تسديد القروض أم لا، أشارت إلى أنها قد أعفت مديريها من تسديد قروضهم في الماضي أو أنها تعفيهم من ذلك في الوقت الراهن¹⁷.

ووفق التقديرات فإن قروضاً مجموعها نحو مليار \$، جرى منحها قبل دخول قانون ساربنس - أوكسلي عام 2002 حيز التنفيذ، سيجري إعفاؤها من التسديد في نهاية المطاف، إما أثناء وجود المديرين في مناصبهم وإما بعد انتهاء خدماتهم¹⁸. ومن الملفت أن الشركات عندما تعفي مديريها من تسديد قروضهم، فإنها عادة ما تزيد على ذلك بأن تقدم لهم مبالغ نقدية كبيرة من أجل تسديد ضرائب الدخل المترتبة على عملية الإعفاء هذه إضافة إلى ما يترتب على عملية تقديم المبالغ النقدية من ضرائب أخرى¹⁹.

في كثير من الأحيان كانت الشركات تلتزم صراحة منذ توقيع العقود مع مديريها بأنها ستعفيهم من تسديد القروض التي ستمنحهم إياها، كلياً أو جزئياً، وذلك شريطة تحقيق بعض المطالب، على شاكلة أن يبقى المديرون في مناصبهم مدة محددة من الزمن. إن الحوافز التي تقدمها «قروض الاحتفاظ» هذه للمديرين هي في معظمها غير مرتبطة بأدائهم؛ إذ إن كل ما يجب على المديرين فعله هو بقاءهم في مناصبهم. إضافة إلى ذلك فإن تلك القروض تمثل فرصة مناسبة لإخفاء المزيد من التعويضات. إن تلك المبالغ النقدية الضخمة المقدمة للمديرين لم تكن تذكر في جداول التعويضات في وقت منحها، بل في وقت لاحق عندما يتم الإغفاء رسمياً (وهو ما يحدث عادة في السنة الأخيرة من خدمة المديرين). فضلاً عن ذلك فإن الشركات لم تكن تصرح عن تلك الأموال بوصفها جزءاً من الأجر أو الراتب، وهو ما يعبر صراحة عن حقيقة عدم ارتباط تلك الأموال بالأداء، بل كانت تدرجها تحت بند «تعويضات سنوية أخرى»، ما يترك الأمر غامضاً وضبابياً.

لما كانت القروض تمنح بغرض تمكين المديرين من شراء حصص في ملكية أسهم الشركة المانحة، فإنه من المحتمل أن يتم التفاهم الضمني بين الشركة والمديرين على أن يُعفى المديرون من تسديد القروض في حال تدهور أسعار الأسهم على نحو كبير (أو أن تحجم الشركة على الأقل عن مطالبة المديرين بتسديد أقساط القروض ما دامت أسعار الأسهم منخفضة). إن ترتيباً كهذا يشبه من حيث النتيجة ترتيباً آخر أكثر منه كفاءة من الناحية الضريبية، يعتمد منح المديرين خيارات لشراء الأسهم بسعر استخدام إجمالي يساوي قيمة القرض. أما من منظور القدرة على التمويه فهنالك فرق أساسي بين الترتيبين كان يتمثل في أن منح الخيارات كان يجب أن يدون في جداول التعويضات المعلنة في حين لم يكن ذلك ينطبق على منح القروض.

يمكننا القول إذ إن الشركات استطاعت عبر وسيلة منح القروض أن تقدم لمديريها مزايا اقتصادية مشابهة لتلك التي كانت تقدمها خيارات الأسهم، لكن من دون أن تظهر قيمة تلك المزايا في جداول التعويضات المعلنة والمكشوفة تماماً على جمهور المراقبين والمهتمين.

وهكذا، فإن ارتفع سعر الأسهم، تمكن المدير من تسديد قرضه وتحقيق المكاسب دون وجوب تدوينها في جداول التعويضات. وفي حال بقيت أسعار الأسهم دون قيمة القرض وجرى إعفاء المدير في الواقع من تسديد القرض، فإن القيمة المعفاة لا تظهر في جداول التعويضات إلا في سنة إقرار الإعفاء. ولما كان الإعفاء غالباً ما يحدث بعد ترك المدير للشركة، فإن إدراج القيمة المعفاة في جداول التعويضات يحدث في وقت من المرجح أن يكون المدير قد غدا فيه غير أبه بسخط حملة الأسهم الذي سيثيره خبر الإعفاء.

تمويه عملية بيع الحصص

إضافة إلى كل ما سبق من أشكال استعمال القروض أداة لممارسة التمويه والخداع، كانت القروض تستعمل أيضاً غطاءً لإخفاء حجم عمليات بيع الحصص التي كان يقوم بها المدبرون. وهكذا اعتاد المئات من المديرين كل عام على إجراء عمليات مقايضة تم بموجبها تسديد القروض عبر بيع الحصص²⁰.

قبل دخول قانون ساربنس-أوكسلي لعام 2002، حيز التنفيذ كان يجب على المديرين الذين يبيعون حصصهم في السوق أن يعلنوا عن ذلك قبل اليوم العاشر من الشهر الذي يلي عملية البيع. أما عندما كان المدبرون يبيعون حصصهم لشركاتهم مباشرة تسديداً لقروضهم، أي عندما كانوا يجرّون عمليات مقايضة، فإنهم لم يكونوا ملزمين بالإعلان عنها حتى اليوم الخامس والأربعين من السنة المالية التالية للسنة التي جرت فيها عمليات المقايضة. بهذا تكون القروض قد وفرت غطاءً سمح للمديرين بإخفاء عمليات بيع حصصهم لمدد قاربت سنة كاملة²¹. ومن أكثر تلك الحالات شهرة وأسوأها سمعة ما قام به دينيس كوزلوفسكي مدير عام شركة تايكو؛ إذ باع حصته من أسهم الشركة التي كان يديرها بقيمة 70 مليون \$ للشركة ذاتها، لكي يسدد بجزء من تلك الأموال قروضه لديها، على الرغم من استمراره في الادعاء علناً بأنه لم يبيع من أسهمه في شركة تايكو سوى القليل القليل²². لم يتم كشف عملية البيع هذه إلى العلن إلا بعد وقت طويل، بعد أن كانت أسهم الشركة قد انخفضت على نحو كبير.