

الجزء

الثالث



فصل الأجر

عن الأداء

obeikandi.com

التعويضات القائمة على غير حقوق الملكية

10

ثمانون بالمئة من النجاح هو مجرد نجاح ظاهري.

- وودي ألن

لقد أدى التأثير الكبير الذي يتمتع به مديرو الشركات في آلية تحديد مرتباتهم الخاصة إلى حصولهم على تعويضات مالية أكبر كثيراً مما كانوا سيحصلون عليه في مفاوضات موضوعية على مطال الذراع مع أصحاب الشركات تأخذ بالحسبان الخدمات الفعلية التي يقدمها المديرون لشركاتهم. ولعل الأهم من ذلك أنهم، أي المديرون، قد وظفوا سلطتهم لإبرام عقود تضمن لهم أجوراً مرتفعة حتى عندما يكون أداءهم سيئاً - وهي ترتيبات تضعف الرابط بين التعويضات المالية والأداء، وتؤدي في بعض الأحيان إلى نشوء حوافز هدامة تقف عائقاً أمام تحسين الأداء. إن مسألة فشل برامج وخطط التعويضات في تحفيز المديرين في الاتجاه المطلوب هو ما سنركز عليه في هذا الجزء من الكتاب.

صحيح أن المفاوضات على مطال الذراع بين المديرين وأصحاب الشركات قد تقضي إلى رزم ضخمة من التعويضات لصالح المديرين، بيد أن تلك الرزم يجب أن تهدف إلى تحفيز أولئك المديرين فعلياً للعمل على خلق القيمة وتعظيم رأس المال¹. وبالفعل فقد دافع الخبراء عن النمو الكبير في حجم تعويضات المديرين، وجرى تصويره على أنه تطور إيجابي وعلى أنه أمر ضروري لتحقيق التوافق بين مصلحة المديرين ومصلحة حملة الأسهم. بيد أن المشكلة تكمن في أن الأموال الطائلة التي يدفعها حملة الأسهم على صورة تعويضات مالية مقدمة للمديرين لا تُؤتي أكلها ولا تحفز المديرين لتحسين أدائهم الفعلي بالقدر المتوخى. إن جزءاً كبيراً من التعويضات التي تدفع للمديرين، سواء تلك التي تستند إلى حقوق الملكية

أم تلك القائمة على غير حقوق الملكية، لا يرتبط على الإطلاق بأداء المديرين، وفي أحسن الأحوال يرتبط به ارتباطاً ضعيفاً.

سنرى في فصول لاحقة أن تعويضات المديرين التي تستند إلى حقوق ملكية الأسهم والخيارات هي في الواقع أقل ارتباطاً بأداء المديرين مما كان متوقعاً. لكننا سننظر أولاً إلى الجزء الأكبر من تعويضات المديرين وهو الجزء القائم على غير حقوق الملكية - أي تلك التعويضات التي لا ترتبط بالتغيرات التي تطرأ على سعر سهم الشركة في السوق. على الرغم من أن الجزء القائم على حقوق الملكية من تعويضات المديرين قد تضخم على نحو ملحوظ في العقد المنصرم واستحوذ على القسط الأكبر من الاهتمام والنقد، فإن التعويضات القائمة على غير حقوق الملكية لا تزال تشكل جزءاً أساسياً من حجم التعويضات الكلي. ففي عام 2002، على سبيل المثال بلغ متوسط المبالغ المدفوعة للمديرين العاملين في الخمس مئة شركة الأكبر في أمريكا والمدرجة على لائحة إس & بي 500 أكثر من مليوني دولار أمريكي على هيئة رواتب ومكافآت².

كما سنرى لاحقاً، هناك أسباب كثيرة تجعل تعويضات المديرين القائمة على غير حقوق الملكية في جزئها الأكبر قليلة الفاعلية في تحفيزهم لتحسين أدائهم. فعادة ما يتلقى المديرين الذين يؤتى بهم من خارج الشركة حتى قبل دخولهم إلى مكاتبهم مكافآت ضخمة على هيئة «هدايا ترحيبية ثمينة». وأثناء عملهم قد يكافؤون بزيادة مرتباتهم وحتى بمكافآت تصرف لهم بكرم شديد لمجرد أن تحقق الشركة أرباحاً ليست بالضرورة ثمرة لجهودهم، وفي كثير من الحالات قد لا يكون لهم أي فضل في تحقيقها على الإطلاق. ومع أن الغرض من منح المكافآت إنما يتمثل في تشجيع وتحفيز المديرين على الأداء الجيد، نجد أن المكافآت كثيراً ما تمنح على نحو روتيني، حتى إنها قد تمنح في بعض الأحيان لمديرين كان أداءهم سيئاً.

إضافة إلى المكافآت غير المرتبطة بالأداء يستفيد المديرين من العديد من أشكال التعويضات المخفية، على غرار التعويضات المرتبطة بالتقاعد وكذلك القروض التي يجري التعامل معها على نحو مستقل إلى حد بعيد عن سوية الأداء الفعلي. كما إن الترتيبات السخية لتعويض نهاية الخدمة أسهمت أيضاً في تفاقم ظاهرة فك الارتباط بين الأجر والأداء. في المحصلة، مع أن قوانين الضرائب تجعل منح المديرين تعويضات غير مرتبطة بالأداء بحجم

يفوق المليون دولار أمريكي في العام أمراً مكلفاً، إلا أن الشركات قد ابتكرت طرقاً ووسائل مختلفة لتفادي تلك القيود والالتفاف حول روحيتها. ومع الفشل المؤكد لقوانين الضرائب في فرض سقف المليون دولار أمريكي سنوياً على الدخل غير المرتبط بالأداء، يمكن القول إن السويات التي تصل إليها تلك الأجور والتعويضات أعلى مما هو متوقع بكثير.

ثمار المصادفة في الأجر والمكافآت

تقضي الرؤية الاقتصادية الصحيحة القائمة على مبدأ تقديم الحوافز الفاعلة للموظفين والعاملين بأن يكافأ المديرين أيضاً على أدائهم الجيد. بيد أنه يجب علينا قياس سوية أداء المديرين بالمقارنة مع أداء نظرائهم. فليس هناك أي قيمة تحفيزية في مكافأة المديرين على ارتفاع سعر سهم الشركة في سوق البورصة أو على ازدياد أرقام إيراداتها المحاسبية، إذ لم يكن ذلك الارتفاع أو الازدياد ثمرة لجهود المديرين أو نتيجة لقراراتهم بل كانا مجرد انعكاس لتغيرات عامة تشمل السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة أو مجرد نتيجة لأمر تحدث بمحض المصادفة.

وإذا ما أريد لأجور المديرين والعلاوات والمكافآت الممنوحة لهم أن تؤدي دورها في تحفيزهم في الاتجاه المرجو، فلا بد من ربط قيم تلك الأجور والعلاوات بالأداء الفعلي للمدير المعني، وذلك بالقياس إلى أداء نظرائه في القطاع الاقتصادي ذاته مأخوذاً في المدة الزمنية المحددة. ولكي يكون نظام المكافآت فاعلاً يجب أن يكافئ المدير فقط على إسهاماته الفعلية في رفع السوية الدنيا لأداء الشركة في مدة زمنية محددة.

لم تنجح حتى الآن جميع الدراسات التجريبية التي أجريت على أرض الواقع في إيجاد علاقة ارتباط قوية ودائمة بين التعويضات المالية التي تمنح للمديرين -على شكل أجر ومكافآت- وسوية أدائهم الفعلي مقارنة بأداء نظرائهم في القطاع الاقتصادي ذاته. ومع أن مثل تلك العلاقة كانت قائمة بوجه أو بأخر في الثمانينيات من القرن الماضي، إلا أنها لم تكن قائمة لا في السبعينيات ولا في التسعينيات منه³. هذه الحقائق تدل على أن التعويضات المالية التي كانت تمنح للمديرين كانت في أحسن الأحوال مرتبطة ارتباطاً ضعيفاً ومرحلياً بأدائهم الفعلي.

وبينما يشكل ربط الأجر المدفوع للمديرين بأدائهم النسبي حافزاً حقيقياً يدفعهم فعلاً نحو تحسين أدائهم، فإن ربط الأجر بالتغيرات التي تطرأ على سعر سهم الشركة في سوق البورصة أو على أرقام إيراداتها المحاسبية بغض النظر عن الجهود الفعلية التي يبذلها المديرون لا يمكن أن يشكل ذلك الحافز المطلوب. وفي حين يتوقع المرء ربط الأجر بالأداء الفعلي للمديرين عندما تكون عقودهم نتيجة لمساومة على مطال الذراع بينهم وبين مجلس الإدارة، فإن ربط أجر المديرين بالتغيرات التي تطرأ على سعر سهم الشركة التي لا علاقة لها بأدائهم هو نتيجة مباشرة للتأثير الذي يتمتع به المديرون أنفسهم في آلية تحديد مرتباتهم ومكافآتهم. يتخذ المديرون النافذون في الإدارة تحقيق الشركة لأي مكاسب في السوق، ولو لم تكن ثمرة جهودهم الخاصة، فرصة وذريعة لإقرار زيادة في التعويضات التي يتقاضونها. فإذا ارتفع سعر سهم الشركة أو ارتفعت قيم إيراداتها، فإن الإدارة الواقعة تحت نفوذ المديرين ستجد في ذلك الارتفاع مسوغاً مريحاً لكي تمنح المديرين زيادة في أجورهم ومكافآتهم. إضافة إلى ذلك فإن ارتفاع سعر السهم يجعل حملة الأسهم أقل ميلاً لمعارضة زيادة أجور المديرين وفي بعض الأحيان قد لا يلاحظون تلك الزيادة أصلاً. في الواقع هناك دلائل واضحة على أن التعويضات النقدية التي يتقاضاها المديرون العامون ترتبط ارتباطاً قوياً بارتفاع أسعار الأسهم في سوق البورصة عموماً⁴.

إلى جانب الدراسات التي تدل على ارتباط تعويضات المديرين بما يحدث في السوق عموماً، هناك دراستان اثنتان تظهران بوضوح أن الزيادة في التعويضات النقدية التي يتقاضاها المديرون ترتبط أيضاً بثمار المصادفة (أي الأرباح غير المتوقعة) التي تحصدتها الشركة المعنية إما بسبب ظروفها الخاصة وإما لأسباب لها علاقة بالقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة بوجه عام. لقد بحثت الدراسة الأولى التي أجراها أوليفر جين بلانشارد، و فلورنسيو لوبز دي سيلانيس و أندري شلايفر⁵ في الآليات التي اعتمدها 11 شركة مختلفة للتصرف بالأموال التي استردتها من جراء إفقال أو ربح عدد من الدعاوى القضائية. لم يكن للعدد الأكبر من تلك القضايا أي علاقة بالنشاطات الحالية للشركات، كما لم يكن للمديرين الحاليين في العدد الأكبر من الحالات أي دور في استرداد تلك الأموال. مع ذلك خلصت الدراسة إلى أن 16 بالمائة من صافي المبالغ المستردة وسطياً تم صرفها على

شكل تعويضات إضافية منحت للمديرين الثلاثة الأعلى أجراً في كل شركة لمدة ثلاث سنوات متتالية بعد استرداد المبالغ. إن ثمار المصادفة هذه قد أدت إلى زيادة وسطية في حجم التعويضات المالية لأولئك المديرين بلغت 84 بالمئة.

أما الدراسة الثانية، التي قامت بها ماريان برتراند و سندهيل مليشن، فقد خلصت إلى أن مديري الشركات عادة ما يكافؤون لمجرد أن يحالف «الحظ» القطاع الاقتصادي الذي تتبع له شركاتهم⁶. وجهت الدراسة اهتمامها إلى التعويضات التي يتقاضاها مديرو الشركات في الأوقات التي يحقق فيها القطاع الاقتصادي الذي تتبع له تلك الشركات نجاحاً مميزاً، وذلك لأسباب تقع خارج مجال سيطرة مديري الشركات في ذلك القطاع، وقد ميزت الدراسة ثلاث حالات مختلفة: (1) عندما يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى تحسين أداء شركات الصناعات النفطية؛ (2) عندما يؤدي تغير معدلات صرف العملات إلى أرباح تحسب لصالح الشركات المتأثرة بالاستيراد؛ و(3) عندما تبلي جميع الشركات الأخرى في القطاع الاقتصادي ذاته بلاءً حسناً لأسباب أخرى مغايرة للأسباب المذكورة في الحالتين السابقتين. لقد كانت نتيجة هذه الدراسة أن مديري الشركات في جميع تلك الحالات كانوا يتقاضون التعويضات ذاتها عن كل دولار تربحه شركاتهم سواء أكان ذلك بالمصادفة الصرفة (أي بالحظ) أم بغير ذلك من الأسباب. أي إن تعويضات المديرين لا ترتبط على الإطلاق بالطريقة التي تحققت بها أرباح الشركات.

من غير المتوقع أن تفضي العقود التي تأتي نتيجة لمفاوضات على مطال الذراع إلى ترابط بين الأجر الممنوح للمديرين وحسن أو سوء حظهم أو طالعهم. فمكافأة مديري الشركات على التطورات الإيجابية التي تحدث دون فعلهم، بل بمحض المصادفة، يرتب على تلك الشركات تكاليف محفوفة بالمخاطر دون أن يقدم للمديرين أي حوافز حقيقية في الاتجاه المطلوب. أما عندما يسمح للمديرين بالتأثير في نظام أجورهم ومكافأاتهم، فمن المتوقع أن يفتنوا أي فرصة سانحة تقطف شركاتهم فيها ثمار المصادفة من أجل أن يرفعوا أجورهم ومكافأاتهم الخاصة.

هل تؤدي أنظمة العلاوات غرضها، فتكافئ المديرين على حسن أدائهم؟

نتوجه باهتمامنا الآن إلى بنية أنظمة المكافآت والعلاوات السائدة. إن كلمة «علاوة» إنما تعني دفع المال الإضافي مقابل الأداء المتميز. ومن هنا قد نعجب لعدم وجود علاقة وثيقة بين ما يدفع للمديرين من مكافآت وعلاوات من جهة وسوية أدائهم بالمقارنة مع نظرائهم من جهة أخرى. غير أن نظرة فاحصة عن قرب إلى كيفية تصميم أنظمة المكافآت من شأنها أن توضح السبب وتبطل العجب. فعادة ما تبنى أنظمة العلاوات أو المكافآت على نحو تمنح معه المديرين قيمة مضافة حتى عندما لا يكون أدائهم جيداً إلى الحد المطلوب.

تلجأ الشركات إلى اعتماد معايير موضوعية وأخرى ذاتية لتحديد أهلية المديرين للحصول على المكافآت كما لتحديد قيم تلك المكافآت. يمكن تصور المعايير الموضوعية على شكل أهداف يمكن التحقق من تحقيقها بسرعة وسهولة. وبالاعتماد على تلك المعايير يمكن للشركات أن تقتطع المكافآت التي ترتبط ولو شكلاً بالأداء من الضرائب الواجبة عليها وفقاً للمادة 162 من قانون الضرائب. بيد أن هذه المعايير عادة ما تجري صياغتها في الواقع بحيث تسمح للمديرين بالاستفادة منها حتى عندما يكون أدائهم عادياً.

في بعض الحالات تربط المكافآت على سبيل المثال بتحقيق قيمة محددة لميزانية الشركة، لكن تحقيق هذا الهدف نادراً ما يكون مؤشراً واضحاً على أن المدير قد نجح فعلاً عبر أدائه الشخصي في خلق قيمة إضافية لحملة الأسهم. وفي حالات أخرى، يجري منح المكافآت للمديرين عندما تتجاوز أرباح الشركة في سنة ما أرباحها في السنة التي سبقتها. إن اعتماد النتائج المحاسبية للسنوات السابقة يمكن بعض المديرين من حصد المكافآت حتى عندما يكون أدائهم سيئاً؛ إذ إن أرباح شركة ما قد تكون الأسوأ بين نظيراتها من شركات القطاع الاقتصادي ذاته، ومع ذلك أفضل من أرباحها في السنة السابقة. وإذا ما أخذنا شركة تتأرجح أرباحها في كل عام حول سوية منخفضة من الأرباح على مدى سنوات عدة، فإننا سنلاحظ ارتفاعاً نسبياً في الأرباح في نصف عدد السنوات. من اللافت فعلاً، لكنه بمنظارتنا لا يجب أن يثير العجب، أن غالبية كبرى من الشركات، التي تعتمد أنظمة المكافآت المبنية على أساس المعايير الموضوعية، لا تربط المكافآت التي تمنحها لمديرها بأدائها النسبي قياساً إلى نظيراتها في القطاع الاقتصادي عينه.⁷

إن مكافأة المدير العام على إنجاز نتائج أفضل من السنة المنصرمة لا تفشل فقط في تحفيزه في الاتجاه الصحيح، بل إنها قد تقضي أيضاً على ما عنده من حوافز في ذلك الاتجاه. فنظام كهذا من شأنه أن يخفف من فعل الجزاء الذي يتعرض له المدير في حال سوء أدائه: إذ إن أداء المدير السيئ في سنة ما قد يؤثر سلباً على مكافأته في تلك السنة، لكنه سيؤثر إيجاباً على مكافآت السنة اللاحقة. ومن جهة أخرى يخفف هذا النظام أيضاً من فعل المكافأة الممنوحة للمدير بسبب أدائه الجيد: فأداء المدير الجيد في سنة من السنوات قد يرفع مكافأته في تلك السنة، لكنه سيصعب عليه حصد المكافآت في السنة اللاحقة، لأنه يرفع سوية النتائج التي عليه تخطيها حينئذ.

هناك طرائق أخرى تلجأ إليها الشركات من أجل تحديد المكافآت الهادفة إلى تحسين الأداء. فالبعض على سبيل المثال يحدد تلك المكافآت بناءً على أرقام إيرادات الميزانية المتضمنة إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد، التي ترتبط عادة بأداء سوق البورصة عامة لا بجهود وأداء مديري تلك الشركات. حتى إن بعض الشركات تربط نظام مكافآتها بالإيرادات المحسوبة من تصاريح «الأرباح المتوقعة» من ذلك الاستثمار التي قد لا تتحقق على أرض الواقع. وفي الواقع فإن تصحيح أرقام الإيرادات المستخدمة في تحديد المكافآت، بحيث تغدو خالية من إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد، أمر لا ينطوي على صعوبات كبيرة⁸، على الرغم من أن الفارق بين أرقام الإيرادات المصححة وغير المصححة قد يصل إلى قيم كبيرة جداً⁹.

لقد تضمنت حسابات ميزانية شركة جنرال إلكتريك في العامين 2000 و2001، على سبيل المثال، وكجزء من إيراداتها، إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد البالغة 1.3 مليار دولار أمريكي في العام 2000 و2.1 مليار دولار أمريكي في العام 2001، أي ما نسبته 10 بالمائة و11 بالمائة من إيراداتها قبل احتساب الضرائب في العامين المذكورين. وقد استخدمت الشركة هذه الإيرادات في احتساب المكافآت الممنوحة لمديريها. وفي العامين المذكورين صرحت شركة أي بي إم أيضاً عن إيراداتها من الاستثمار في صناديق التقاعد، التي بلغت 1.2 مليار \$ أي ما نسبته 10 بالمائة من مجمل إيراداتها قبل احتساب الضرائب في العام 2000 و904 مليون \$ أي ما نسبته 13 بالمائة من مجمل إيراداتها قبل احتساب الضرائب في

العام 2001. وكشركة جنرال إلكتريك أدخلت شركة أي بي إم هذه الإيرادات في احتساب التعويضات التي منحتها لمديريها. وفي العام 2001، صرحت شركة فيريزون كوميونيكيشنس عن ربح صاف مقداره 389 مليون \$ ومنحت مديريها مكافآت مبنية على أساس ذلك الربح. لكن الربح الصافي لتلك الشركة كان سيبلغ مبلغاً سلبياً لولا احتساب إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد البالغة 1.8 مليار \$، فقد استخدمت الشركة إيرادات صناديق التقاعد لتحويل خسارتها إلى ربح، متخذة من ذلك ذريعة لمنح المكافآت لمديريها.

والأسوأ من ذلك، أنه قد تكشف لاحقاً أن صناديق التقاعد التي تمتلكها شركة فيريزون لم تحقق في الواقع أي إيرادات حقيقية في العام 2001، بل إنها تحمّلت خسائر وصلت إلى 3.1 مليار \$. فكيف تمكنت تلك الشركة إذاً من التصريح عن إيرادات بلغت 1.8 مليار \$ من استثمارات صناديق التقاعد التي تمتلكها؟ لقد اعتمدت الشركة على «توقعاتها» وحددت للمستقبل عوائد بنسبة 9,25 بالمئة على موجودات تلك الصناديق، وذلك وفقاً لقواعد احتساب الميزانية المعمول بها في ذلك الوقت¹⁰. في واقع الأمر لم تكن إيرادات صناديق التقاعد البالغة 1.8 مليار \$، التي جرى توظيفها لتحويل ميزانية الشركة من مجال الخسارة إلى حيز الربح، تعكس واقع حال تلك الصناديق، بل كانت ببساطة نتيجة نظرية لتعديل في الافتراضات التي بنيت عليها الحسابات. ومن المؤكد أن هذه النتيجة النظرية لم تخلق على أرض الواقع أي قيمة إضافية لا للشركة ولا لحملة أسهمها.

بالطبع قد يحدث أن تمنى صناديق التقاعد بالخسارة، فيغدو إدخال نتائج الاستثمار فيها إلى حسابات الميزانية سبباً لخفض إيراداتها، وقد يؤدي ذلك نظرياً إلى خفض المكافآت الممنوحة للمديرين التي تعتمد على أرقام تلك الإيرادات. لكن لم تسجل على العموم أي خسارة لصناديق التقاعد في سوق البورصة على مدى العقدين المنصرمين التي اتسمت بالمضاربات على صعود أسهم تلك الصناديق. وبالفعل بمجرد انتهاء تلك المدة وتدهور أداء صناديق التقاعد وتحويل تأثيرها على حسابات الميزانية من الإيجابي إلى السلبي، سارعت جنرال إلكتريك و فيريزون وغيرهما من الشركات إلى إسقاط نتائج الاستثمار في صناديق التقاعد من آلية حساب مكافآت مديريها، وذلك لكي لا يؤثر تدهور حال صناديق التقاعد سلبياً

على حجم تعويضات المديرين. وفي بعض الحالات جرى تظهير هذه التعديلات في احتساب مكافآت المديرين على أنها وجه من وجوه الإصلاحات الإدارية في تلك الشركات¹¹.

من الواضح إذاً أن نظام المكافآت يسعى إلى تحقيق مصالح المديرين في أن يضمنوا لأنفسهم سوية مرتفعة من الأجر بغض النظر عن سوية أدائهم. هذا ما عبر عنه بوضوح وصراحة أحد العارفين بخفايا الأمور في هذا المجال أثناء مقابلة صحفية معه، إذ يقول:

إنهم يستخدمون الآن صيغاً لاحتساب حجم المكافآت تتعلق بالأداء - لنقل إنها تعتمد على حقوق ملكية الخيارات أو الأسهم. لكن غالبية تلك الصيغ لا تعدو كونها هراء، فعندما تضع صيغة ما لا بد لك أن تحدد أهدافاً يجب تحقيقها - لكن أولئك المستفيدين من تلك الصيغ هم أنفسهم من يضع تلك الأهداف - ومن مصلتهم الإبقاء على تلك الأهداف منخفضة لكي يضمنوا تحقيقها¹².

بالإضافة إلى المعايير الموضوعية - التي رأينا أنها غالباً ما تخفق في ربط الأجر الممنوح للمديرين بأدائهم الفعلي - يعتمد الكثير من أنظمة المكافآت في الشركات كلياً أو جزئياً على معايير ذاتية تقديرية. فعلى سبيل المثال قد تلجأ مجالس الإدارة إلى اعتماد ما يسمى «اتخاذ القرارات الاستراتيجية» أو «ممارسة القيادة الفاعلة» أساساً لتحديد مكافآت المديرين. لكن من المنطقي أن يختلف الحكم على مدى تحقيق المعايير الذاتية بين مراقب وآخر، الأمر الذي يضع في نهاية المطاف قرار منح المكافآت بيد مجلس الإدارة أو بيد لجنة إقرار التعويضات التابعة له.

بعض خبراء الاقتصاد يدافعون عن استخدام المعايير الذاتية التقديرية على أساس أن المعايير الموضوعية لا يمكنها أن تعكس أداء المديرين على نحو كامل وعادل. وبحسب هذه الرؤية، فإن إضافة بعض المعايير الذاتية يمكن مجلس الإدارة من تحديد قيمة المكافآت اعتماداً على صورة أكثر اكتمالاً ودقة حول أداء المدير¹³. إننا نوافق على أنه في حال كان مجلس الإدارة يرغب فعلاً في ربط الأجر بالأداء ربطاً وثيقاً، فإن دعم المعايير الموضوعية بمعايير مكملة ذاتية يمكن أن يساعد على تحقيق الهدف المنشود. لكن الفائدة المرجوة من اعتماد بعض المعايير الذاتية إلى جانب لائحة المعايير الموضوعية تتعلق على نحو حاسم

بمدى صحة الافتراض الأساس بأن مجلس الإدارة يسعى فعلاً عبر تلك الإضافة إلى تعزيز الربط بين الأجر والأداء. من غير المتوقع أن يؤدي اعتماد المعايير الذاتية إلى تمتين العلاقة بين الأجر والأداء في حال كانت العلاقة بين المدير ومجلس الإدارة شخصية وحميمة وتخطت حدود علاقة العمل الرسمية. وفي غياب تلك العلاقة الرسمية فإن تلك المعايير الذاتية تغدو استنسابية ولا تشكل سوى أداة إضافية بيد أعضاء مجلس الإدارة لمكافأة المديرين بالرغم من أدائهم السيئ وللقول في الوقت عينه إنهم إنما يسعون في ذلك إلى تحفيز المديرين لتحسين أدائهم وتعظيم قيمة رأسمال الشركة. في الحقيقة، إن اعتماد المعايير الذاتية في الحكم على الأداء من شأنه أن يؤدي إلى غياب كلي لأي علاقة قوية تربط بين التعويضات المالية المقدمة للمديرين وسوية أدائهم الفعلي.

إلى جانب اعتماد أهداف موضوعية لكنها سهلة أو اللجوء إلى معايير ذاتية استنسابية خالصة، أمام مجالس إدارة الشركات إجراء آخر يمكنهم من منح المكافآت للمديرين بالرغم من أدائهم السيئ. فبعض مجالس الإدارة تلجأ ببساطة إلى خفض سوية الأهداف الموضوعية عندما يتضح لهم أنه من غير المحتمل أن ينجح المديرون العامون في تحقيقها، أو حتى بعد أن يكونوا قد أخفقوا فعلاً في ذلك.

ولعل أحد أحدث الأمثلة على ذلك تخفيض شركة كوكا كولا لأحد أهم أهدافها في النظام الذي تتبعه لمكافأة مديريها العاميين¹⁴. فعندما احتل دوغلاس دافت منصبه في الشركة كمدير عام سنة 2001، وعده مجلس الإدارة بمكافأة إضافية إذا ما ارتفعت إيرادات الشركة بمعدل 15 بالمائة سنوياً على مدى خمس سنوات ابتداءً من 1 كانون الثاني/يناير 2001. وقد حددت تلك المكافأة بين 30 مليون \$ و60 مليون \$، وذلك وفقاً للارتفاع الذي ستحققه إيرادات الشركة فوق الهدف (الذي هو 15 بالمائة). وقد صرحت لجنة التعويضات في شركة كوكا كولا أن نظام المكافآت المتفق عليه مع السيد دافت يسمح له بتحقيق ثروة كبيرة شرط أن يقدم أداءً متميزاً. في شهر نيسان/أبريل 2001، خفضت الشركة إيراداتها المتوقعة. وفي حزيران/مايو 2001، أي بعد عدة أشهر فقط من إقرار خطة المكافآت ودخولها حيز التنفيذ، خفض مجلس الإدارة الهدف الذي وضعه شرطاً لحصول المدير على المكافأة من 15 بالمائة زيادة سنوية في الإيرادات إلى 11 بالمائة.

بطريقة مشابهة خفضت شركة إيه تي & تي من الأهداف التي وضعتها شرطاً لدفع المكافآت لمديريها في منتصف 2002، بعد أن اتضح أنهم لن يحققوا تلك الأهداف المتفق عليها. لقد مكّنت هذه الحركة المديرين الخمسة الأعلى أجراً في الشركة من الحصول على ما قيمته 2.9 مليون \$ على شكل مكافآت¹⁵. بعض الشركات الأخرى أضافت إلى شروط منح مكافآتها مادة توضيحية تعطي للمديرين الذين يفشلون في تحقيق تلك الشروط الحق في الحصول على تلك المكافآت في حال كان ذلك «يتفق مع مصلحة الشركة العليا»¹⁶.

المكافآت الممنوحة على إبرام صفقات الضم

لقد رأينا كيف أن المكافآت المنصوص عليها في العقود المبرمة بين المديرين ومجالس الإدارة لا ترتبط بأداء المديرين على الوجه الذي يتوقعه المرء في حال كانت تلك العقود ثمرة مساومة على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. وإنما نجد هذا الغياب التام لأي رابط بين الأجر والأداء أيضاً في الممارسات التي تمنح مكافآت مجانية و«بلا مقابل» وغير منصوص عليها في العقود السارية المفعول. وخير مثال على تلك الممارسات منح المديرين مكافآت دسمة لقاء إتمام عمليات ضم شركات أخرى. تظهر الإحصاءات أن مكافآت سخية بملايين الدولارات الأمريكية وبلا مقابل قد منحت للمديرين العامين في 40 بالمائة من عمليات الضم الكبرى أثناء العقد المنصرم، وذلك لقاء الإشراف على عمليات الضم تلك. وقد اتخذت تلك المكافآت شكلاً نقدياً في معظم الحالات¹⁷.

ففي أيلول/سبتمبر عام 2000، على سبيل المثال وقع مدير شركة تشايس مانهاتن كوربوريشن، وويليام هاريسون، صفقة لضم شركة دجي. بي. مورغان & كومباني بقيمة 30.9 مليار \$¹⁸. وقد منح مجلس الإدارة السيد هاريسون مكافأة بقيمة 20 مليون \$ (نصفها على شكل رأس مال مقيّد) تدفع له في العامين 2001، و2002، لقاء إشرافه على هذه الصفقة التي كلفته مفاوضات على مدى ثلاثة أسابيع. أما نواب السيد هاريسون الثلاثة، ومن بينهم جيفري تي. بيوزي الذي لم يكن يمضي على التحاقه بالشركة سوى أربعة أشهر، فقد حصل كل منهم على مكافأة خاصة بمبلغ 10 ملايين \$ تضاف إلى أجورهم ومكافآتهم وتعويضاتهم الأخرى. وبدورها دفعت شركة ناشنس بانك لمديريها العام هاغ ماك كول يونيور ما يقارب

45 مليون \$ على شكل رأس مال مقيّد بعد أن ضمت مصرف بانك أف أميركا. أما ويليام وايز مدير عام شركة إل باسو كوربوريشن فقد حصل على مكافأة قدرها 29 مليون \$ بعد عقد صفقة لضم شركة سوناتا¹⁹. إلى ذلك حصل إدوارد وايتاكر مدير عام شركة إس بي سي كومونيكيشن على مكافأة قدرها 3.3 مليون \$ اعترافاً بجهوده لإنجاح صفقة الاندماج مع مجموعة باسيفيك تيليسيس غروب والجهود التي بذلها في مسألة ضم شركة أخرى²⁰.

ومع أن ضم الشركات قد يدفع بقيمة أسهم الشركات الهدف إلى أعلى ويعود على أصحابها بنفع ملحوظ، إلا أن ذلك لا ينسحب عموماً على الشركات التي تقوم بعملية الضم²¹. فقيمة سهم الشركة التي تضم شركة أخرى لا ترتفع عادة في المدة الزمنية التي تلي عملية الضم مباشرة²². إحدى الدراسات الحديثة قدرت خسائر حملة أسهم الشركات التي أتمت عمليات ضم في المدة الممتدة بين عامي 1980، و2001، بمبلغ 218 مليار \$²³. أما الدراسة التي أجرتها مجلة بيزنس ويك حول صفقات الضم الضخمة التي جرت في ربيع 1998، فقد خلصت إلى أن 61 بالمئة من الشركات القائمة بعملية الضم قد «ألحقت خسارة محققة بحملة أسهمها وبددت ممتلكاتهم» وذلك عبر دفع أثمان تفوق القيم الفعلية للشركات التي ضمتها²⁴.

لماذا يزوج بعض المديرين بشركاتهم في عمليات ضم ليست في صالح حملة أسهم تلك الشركات؟ إحدى الإجابات المحتملة على هذا التساؤل تقول: إن أولئك المديرين يرغبون في توسيع حجم إمبراطورياتهم، ما من شأنه أن يزيد من حجم أرباحهم ويرفع من مقامهم في السوق. أما التفسير الآخر فيتمثل في ثقة المديرين الزائدة بأنفسهم واعتقادهم الراسخ بقدرتهم على النجاح في رفع قيمة الشركة الهدف التي سيضمونها مهما كانت الظروف.

في جميع الأحوال، من غير المنطقي أن نتوقع من المديرين لجم اندفاعهم نحو توسيع إمبراطورياتهم، والإقدام على عمليات ضم أقل مما هو في صالح حملة أسهم شركاتهم. بل إن القلق، وبخلاف ما تقدم، قد ينبع من أن المديرين عموماً يميلون إلى توريث شركاتهم في عمليات ضم أكثر مما هو في صالحها. لذلك لا داعي لتضمين أي عقد جيد أي مكافآت إضافية تصرف للمديرين عند قيام الشركة بضم شركة أخرى. وبالفعل فإن تقديم الوعود للمديرين بمكافآت تصرف لهم لقاء إبرام عمليات الضم - أو مجرد جعلهم يتوقعون تلك المكافآت - من شأنه أن يفاقم ميل أولئك المديرين المبالغ فيه أصلاً إلى ضم الشركات الأخرى.

من اللافت أنه وأثناء الأشهر الثمانية عشر التي تلت الصفقة التي قامت بها شركة تشايس لضم شركة دجيه. بي. مورغان التي حصل مديرو تشايس بعدها على مكافآت بقيمة 50 مليون \$، خسرت أسهم تشايس مانهاتن أكثر من 30 بالمئة من قيمتها. صحيح أن هذه الخسارة قد تكون ناتجة عن أسباب أخرى تماماً، لكن ما حدث لشركة تشايس لا يمثل حالة فريدة ومعزولة، فقد خلصت دراسة إحصائية حديثة قام بها يانيف غرينستاين و بول هريبار إلى نتيجة مفادها أن صفقات الضم التي تقدم عليها الشركات تؤدي في المتوسط إلى خسائر لدى حملة أسهمها في حين يُمنح مديروها مكافآت دسمة على إتمام تلك الصفقات. والأسوأ من ذلك أنه كلما علت المكافآت الممنوحة للمديرين ارتفعت في المحصلة خسائر حملة الأسهم²⁵.

حتى لو كانت صفقات الضم ستزيد فعلاً من قيمة أسهم الشركة التي تقوم بالضم، فإنه من غير المنطقي، من منظور مبدأ التحفيز الفاعل، أن يُمنح المديرون مكافآت خاصة وإضافية لإتمام تلك الصفقات. فيجب ألا ننسى أن رزمة التعويضات التي يتفق عليها مع المديرين تتضمن في الأساس آلية -تتمثل في تقديم منح ضخمة على شكل خيارات شراء الأسهم- لتحفيز المديرين على السعي للاستفادة من أي فرصة من شأنها رفع قيمة سهم شركتهم²⁶. وفي ظل وجود مصلحة خاصة لدى المديرين في الحفاظ على إمبراطورياتهم وتوسيعها، قد يكون من المفيد إيجاد مكافأة إضافية للمديرين الذين ينجحون في زيادة قيمة أسهم شركاتهم عن طريق تصغير حجمها، لا تكبيره. المؤكد أنه ليس هناك من داع لمنح المديرين أي مكافآت خاصة على إبرام صفقات الضم. فتلك المكافآت ليس لها أي أثر في الواقع سوى تقوية الحوافز الشخصية لدى المديرين من أجل الاهتمام بصفقات الضم عوضاً عن توجيه اهتمامهم إلى استراتيجيات العمل الأخرى التي من شأنها أن تكون أكثر نفعاً لخدمة مصالح حملة الأسهم وتعظيم قيمة أسهمهم.

وكما ناقشنا في الفصل 7، فإن مديري الشركات الهدف في عمليات الضم يحصلون أيضاً على تعويضات كبيرة متصلة بإتمام عمليات الضم تلك. بعض المستشارين المختصين بأمور التعويضات يرون أن منح مديري الشركات الهدف تلك التعويضات الضخمة هو السبب الذي أدى إلى لجوء الشركات التي تقوم بالضم إلى منح مديريها أيضاً مكافآت سخية

ومجانية على إبرام صفقات الضم. وها هو ذا الآن إم. جونسون رئيس شركة استشارية في أمور التعويضات في مدينة نيويورك يشرح ذلك قائلاً: ... «ومن الأسباب الأخرى الحسد. فمديرو الشركة القائمة بالضم سيجلسون في مكاتبهم غير بعيدين عن مكاتب يجلس فيها أشخاص قد حصنوا مكاسبهم بعد أن استحقت عبر عملية الضم خيارات الأسهم التي كانوا يمتلكونها وارتفعت أسعارها. وكل من أولئك المديرين يتساءل: وماذا حل بي أنا؟»²⁷ غير أن الأسباب التي عادة ما تساق دعماً لمكافأة مديري الشركة الهدف لا تنطبق على مديري الشركة التي تقوم بعملية الضم.

إن عملية الضم قد تؤدي إلى خسارة مديري الشركة الهدف الكثير من السلطة والمكانة اللتين كانوا يتمتعون بهما في منصبهم السابق، إن لم نقل إلى خسارة منصبهم أصلاً. إذاً فالتعويضات التي يعدونها بها ضرورية من أجل حثهم وحلفائهم على دعم الصفقة في مجلس الإدارة وعدم عرقلتها. وفي بعض الحالات تكون التعويضات ضرورية من أجل إقناع المديرين بالبقاء في الشركة أثناء المدة الانتقالية. أما مديرو الشركة القائمة بالضم فلا يواجهون مثل تلك الخسارة في المنصب أو المكاسب التي يواجهها نظرائهم في الشركة الهدف، بل على العكس من ذلك؛ إذ إن صفقة الضم من شأنها أن توسع إمبراطوريتهم وتقوي سلطتهم، ما ينتج عنه ارتفاعاً في أجورهم وتعويضاتهم وتحسناً في موقعهم ومكانتهم. إذاً فالمكافآت المرتبطة بعمليات الضم التي تمنح للمديرين في الشركة القائمة بالضم، وعلى عكس تلك الممنوحة لنظرائهم في الشركة الهدف، ليست ضرورية من أجل إتمام أي صفقة تكون في صالح الشركة القائمة بالضم فعلاً.

ومع أن المكافآت المرتبطة بعمليات الضم يصعب تسويتها أو الدفاع عنها في إطار نموذج المساومة على مطال الذراع، فإنها لا تكون مفاجئة على الإطلاق إذا ما نظرنا إليها من منظور نفوذ المديرين وسلطتهم الكبيرة في مجالس إدارة الشركات. من الطبيعي أن يسعى المديرون إلى زيادة حجم تعويضاتهم، وعادة ما يحاول أعضاء مجلس الإدارة أن يسووا الأمر ويستجيبوا لمطالب المديرين، ما دامت تلك المطالب عادلة أو على الأقل ليست مبالغاً فيها على نحو فاضح ويمكن تقديمها ضمن رزمة متكاملة ومنطقية نوعاً ما. أما أن يدفع مجلس الإدارة لأحد المديرين تعويضات بحجم 50 مليون \$ على سبيل المثال ودون أي مسوِّغ

منطقي، فذلك سيستدعي دون شك احتجاجاً وسخطاً ضمن صفوف حملة الأسهم. لما كانت عمليات الضم تحقق في بعض الحالات أرباحاً فعلية وزيادة محققة في رأسمال الشركات القائمة بالضم، فإن الشركات في ظل نفوذ المديرين وسلطتهم على مجالس الإدارة ستغتتم عمليات الضم هذه لمكافأة مديريها دون أن يستدعي ذلك سخطاً من قبل حملة الأسهم. فيوسع أعضاء مجلس إدارة الشركة القائمة بالضم حينئذ الادعاء ببساطة أنهم إنما يكافئون المديرين على ما يقومون به من خطوات تعد فعلاً برفع قيمة سهم الشركة. وفي جميع الأحوال سيكون من الصعب إثبات عدم صحة هذا الادعاء.

إضافة إلى ذلك، عندما ننظر إلى الموضوع من منظور سلطة المديرين ونفوذهم في مجالس الإدارة، يمكننا القول: إنه كلما زادت سلطة المدير، مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، ازداد معها حجم التعويضات التي تمنح له لقاء إبرام صفقات الضم. وبالفعل، فقد وجد يانيف غرينستاين و بول هريبار في دراستهما أن المديرين العاميين الذين يتراأسون مجلس الإدارة أو يشغلون مناصب في لجنة تعيين مجلس الإدارة قد حصلوا على مكافآت لقاء الإشراف على إتمام صفقات الضم تزيد بمقدار 1.4 مليون \$ عن مكافآت نظرائهم الذين لا يتمتعون بتلك المناصب في مجلس الإدارة. وهذا مثال آخر على العلاقة القوية التي تربط سلطة المدير بالأجور والتعويضات التي يحصل عليها.

الهدايا الترحيبية الثمينة

غالباً ما يبدأ إضعاف الارتباط بين الأجر والأداء بمنح المديرين هدية ترحيبية ثمينة - وهي دفعة ابتدائية كبيرة تُضاف إلى رزمة التعويضات السنوية المتفق عليها. وعلى مدى السنوات العشر المنصرمة ازدادت هذه الهدايا الترحيبية قيمة وانتشاراً. ولعل من بين أكثر الأمثلة شهرة في أواخر التسعينيات من القرن المنصرم تلك الهدية التي دفعتها شركة كونسيكو بقيمة 45 مليون \$ للسيد غاري فندت بمناسبة انضمامه إليها ليشغل منصب المدير العام للشركة، وكذلك العلاوة التي وعدت بها شركة كمارت مديرها الجديد توماس كوناويه بقيمة 10 مليون \$ لتُدفع له على مدى خمس السنوات الأولى له في منصبه²⁸.

ومع أن بعض الهدايا الترحيبية الثمينة قد تكون في جزء منها على شكل ملكية لأسهم الشركة، إلا أنها جميعها تقريباً تتضمن مركبة رئيسة على شكل نقدي قد تتجلى في أشكال عدة، منها المكافآت الاستثنائية عند التوقيع وعلاوة المرتبات الشهرية والمكافآت المستقبلية المضمونة والقروض القابلة للشطب. ومهما كان شكل المركبة النقدية في الهدية، فإنها مفصولة كلياً عن الأداء؛ إذ إن المدير سيستفيد من تلك المركبة النقدية بجميع وجوهها حتى لو أظهر أداءً متواضعاً جداً في منصبه الجديد.

فالهدية الترحيبية التي حصل عليها غاري فندت بقيمة 45 مليون \$ من شركة كونسيكو على سبيل المثال كانت في مجملها على شكل نقدي²⁹. أما الجزء النقدي من هدية شركة كمارت للسيد كوناويه فقد بلغ 10 ملايين \$ تدفع له على مدى خمس سنوات، بالإضافة إلى قرض بقيمة 5 ملايين \$ يعفى من تسديده إذا ما بقي في منصبه حتى غاية 31 تموز/ يوليو 2003. وقد تحول الجزء الأخير من الهدية الترحيبية التي قدمت للسيد كوناويه إلى هدية وداعية ثمينة؛ فقد جرى لاحقاً شطب القرض الممنوح له وأعفي من تسديده بل «زيد عليه» - إذ إن الشركة تولت أيضاً دفع الضرائب المستحقة لقاء شطب القرض - وكل ذلك مع أن السيد كوناويه لم يف بالتزامه ولم يبق في منصبه إلى حين الموعد المحدد. وفي عام 1999، وقعت شركة غلوبال كروسينغ عقداً مع روبرت أنونزياتا ومنحته هدية بقيمة 10 مليون \$ بمناسبة توقيعها على العقد، ولم تطالبه لدى مغادرته الشركة بعد نحو عام واحد بإعادة أي جزء من تلك الهدية³⁰. أما روبرت نارديلي الذي اعتلى منصب المدير العام في شركة هوم ديبوت عام 2001، فقد حصل على قرض قيمته 10 مليون \$ يعفى من خمسه في كل عام يبقى فيه في منصبه، بما في ذلك ما يترتب على ذلك من ضرائب، وإضافة إلى ذلك فقد ضمنت له الشركة ما مجموعه 4.5 مليون \$ على الأقل سنوياً على شكل أجور وتعويضات ومكافآت³¹. من جهتها منحت شركة آيه دي سي كوميونيكيشنس مديرها العام ريتشارد روسكيت مبلغ 5.5 مليون \$ يُدفع له على مدى أربع سنوات بالإضافة إلى مبلغ 1.5 مليون \$ يُدفع له عند توقيع العقد. أخيراً منحت شركة أيتنا مديرها العام جون روه هدية بلغت قيمتها 2 مليون \$ لدى توقيعها العقد إضافة إلى «مكافأة بقاء في المنصب» بقيمة 1.4 مليون \$.

عادة ما تبرر الشركات منح الهدايا الترحيبية الثمينة للنجوم من المديرين العاملين المشهورين بحجة أن تلك الهدايا ضرورية من أجل اجتذاب أولئك المديرين النجوم الذين يتمتعون في مناصبهم الحالية بدخل متوقع كبير لا رغبة لديهم بالتخلي عنه. وقد يقول أصحاب هذا المنطق إنه يجب على أي شركة لكي تنجح في اجتذاب أي من أولئك المديرين ذائعي الصيت أن تقدم له رزمة تعويضات ضخمة تفوق في قيمتها ما تقدمه الشركات الأخرى. لكن ما يهمنا هنا ليس حجم رزمة التعويضات تلك، بل بنيتها. فحتى الهدايا الترحيبية الثمينة والدسمة جداً يمكن منحها على شكل مركبات قائمة على حقوق الملكية -كملكية خيارات الأسهم على سبيل المثال- بحيث تكون القيمة النهائية التي يحصل عليها المدير مرتبطة على نحو أو بآخر بأدائه الفعلي. وحينئذ تشكل الهدايا الترحيبية حافزاً إضافياً للمدير لكي يعمل على تعظيم قيمة رأسمال الشركة. لكن وبالرغم مما ما تقدم فإن الشركات تلجأ في معظمها إلى تشكيل هداياها الترحيبية في جزئها الأكبر من مركبات لا علاقة لها بالأداء على الإطلاق. وبالمحصلة يمكننا القول إن تقديم الهدايا الترحيبية كما هو معمول به على أرض الواقع إنما يسهم في إضعاف الارتباط بين الأجر والأداء عموماً.

البواليص التشاركية للتأمين على الحياة

دأبت شركات كثيرة في الماضي على شراء بواليص تشاركية للتأمين على حياة مديريها، الأمر الذي كان يكلفها مليارات الدولارات. غير أن اعتماد ما يسمى بقانون ساربنس - أوكسلي أجبر الشركات على إيقاف تلك الممارسة؛ لأن هذا القانون يمنع منح القروض للمديرين ومن الممكن عدّ البوليصة التشاركية للتأمين على الحياة وجهاً من وجوه القروض³². لكن الانتشار الواسع لتلك الممارسة قبل دخول هذا القانون حيز التنفيذ كان يمثل مصدراً إضافياً من مصادر تعويضات المديرين التي لا علاقة لها بأدائهم الفعلي.

يقوم أحد الأشكال واسعة الانتشار للبواليص التشاركية للتأمين على الحياة على أساس أن المدير يملك البوليصة والشركة تدفع ثمنها. وفي بعض الحالات يسهم المدير أيضاً في دفع ثمن البوليصة، لكن إسهامه لا يتعدى كونه إسهاماً متواضعاً. جزء صغير من ثمن البوليصة الكلي يخصص لتغطية تعويض الوفاة، أما الجزء الباقي فيجري استثماره مفضى من الضرائب من

أجل زيادة القيمة النقدية للبوليصة. بالمقابل يقوم المدير بالتنازل لصاحب العمل عن جزء من حقوقه التي يمتلكها في إيرادات البوليصة أو في قيمتها النقدية لدى استردادها. يعد هذا التنازل بمنزلة تسديد للأقساط التي دفعها صاحب العمل ثمناً للبوليصة. إذا فالبوليصة التشاركية للتأمين على الحياة تكافئ صفقة مالية بين الشركة والمدير مؤلفة من ثلاثة بنود: (1) تقدم الشركة للمدير قرضاً من دون فائدة يغطي بقيمته أقساط بوليصة التأمين؛ (2) يقوم المدير بشراء بوليصة تأمين على حياته؛ (3) يتسلم المدير قيمة البوليصة عندما يستحق صرفها، ويسدد منها قيمة القرض الذي اقترضه من الشركة.

إن أقساط التأمين المتراكمة - أي القيمة المنقولة على أسماء المديرين - قد تبلغ في كثير من الأحيان مبالغ ضخمة جداً. فشركة كومكاست دفعت أثناء الأعوام الممتدة من 1999، حتى 2001، نحو 20 مليون \$ على شكل أقساط تأمين تشاركية على حياة مديريها³³. وفي العام 2000، تعهدت شركة إيستي لاودر أن تدفع لمديريها العام فرانك لانغهامر 26 مليون \$ على شكل أقساط تأمين تشاركية على حياته على مدى خمس سنوات. وبدورها دفعت شركة سندان أقساط بوليصة تأمين تشاركية على حياة مديريها العام هنري سيلفرمان بقيمة 100 مليون \$³⁴.

قد يبدو منطقياً أن يدافع المرء عن هذه البواليص التشاركية للتأمين على الحياة باعتبارها تتوافق مع مبدأ المساومة على مطال الذراع بين المدير ومجلس الإدارة من حيث إنها توفر الضرائب على الطرفين؛ لأنها تستفيد من ثغرة قانونية في نظام الضرائب - لم يتم سدها إلا حديثاً عبر قانون أصدرته إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية في الولايات المتحدة الأمريكية - كانت تسمح للشركات باستخدام بواليص التأمين التشاركية لمنح مديريها مكافآت معفية من الضرائب³⁵. غير أن وجود طرف ثالث في هذه العملية - هو شركة التأمين - يجعلها تجر وراءها تكاليف تحويل باهظة تطفى على أي مكاسب لها علاقة بالإعفاءات الضريبية. تجدر الملاحظة هنا أن الشركات لا تعرض مثل هذه البواليص على موظفيها العاديين؛ الأمر الذي كان متوقعاً لو كانت تلك البواليص وسيلة فاعلة وعملية لمنح التعويضات للموظفين. لكن، بغض النظر عما إذا كانت البواليص التشاركية للتأمين على حياة المديرين تضمن وفراً في الضرائب يفوق تكاليف التحويل المدفوعة لشركات التأمين أم لا، فإنها بكل تأكيد تكافئ المديرين بمبالغ كبيرة من المال بغض النظر عن سوية أدائهم.

الهبوط اللطيف في حالات الفشل الكلي

إن الربط بين الأجر والأداء لا يتوقف فقط على مدى مكافأة المديرين على أدائهم الجيد، بل أيضاً على مدى محاسبتهم على أدائهم السيئ. ولذلك لا بد لنا ونحن ندرس العلاقة بين الأجر والأداء من أن نأخذ كلفة الأداء السيئ على المديرين في الحسبان. من اللافت في الوقت الراهن أن غالبية عقود التعويضات الموقعة مع المديرين تضمن لهم معاملة سخية ومتسامحة جداً حتى في حال فشلهم الذريع.

وكما رأينا في الفصل 7، حتى في الحالات النادرة التي يجري فيها إقالة المديرين بسبب أدائهم السيئ يلجأ مجلس الإدارة إلى منح أولئك المديرين دفعات مالية وداعية سخية ومجانية. ولا تكون تلك الدفعات المالية بديلاً عن تعويضات نهاية الخدمة التي عادة ما تتضمنها عقود المديرين عموماً؛ بل إنها تضاف إليها في أغلب الحالات. وبالمحصلة فإن المبالغ المالية الكبيرة التي تدفع للمديرين المقالين إنما تخفض من ثمن الخطأ الذي يجب أن يدفعه المدير المخطئ في حال كانت العلاقة بين الأجر والأداء قوية بالقدر الكافي.

ومن بين أكثر أمثلة الهبوط اللطيف المعروفة في السنوات القليلة الماضية ما حدث للسيدة جيل باراد، التي شغلت منصب مدير عام شركة ماتل، فقد حصلت على مبلغ 50 مليون \$ على شكل تعويض نهاية خدمتها التي لم تدم سوى سنتين اثنتين، هبطت أثناءها أسهم شركة ماتل بمقدار 50 بالمئة، الأمر الذي كلف حملة أسهم الشركة مبالغ طائلة فاقت في مجموعها 2.5 مليار \$. وفي مثال آخر دفعت شركة كونسيكو مبلغاً قدره 49.3 مليون \$ لمديرها العام المغادر ستيفن هيلبرت الذي ترك الشركة في حالة مالية متخلخلة³⁶. ومن ثمّ قدم مجلس الإدارة للمدير العام الجديد غاري فندت رزمة تعويضات تضمن له أكثر من 60 مليون \$ حتى في حال فشله. وبدورها منحت شركة بروكتر & غامبل مديرها العام المغادر دارك دجيغر مبلغاً قارب 9.5 مليون \$ مع أن خدمته في الشركة لم تتعد 17 شهراً، شهدت أثناءها أسهم شركة بروكتر & غامبل هبوطاً كبيراً في قيمتها وصل إلى 50 بالمئة، الأمر الذي أدى إلى خسارة كلية في رأس مال الشركة فاق 70 مليار \$.

إن تقديم الوعود بهبوط لطيف كهذا ليس أمراً غير اعتيادي. فقد حصل هنري سيلفرمان المدير العام لشركة سندانت على عقد يضمن له تعويضاً مالياً نقدياً بقيمة 160 مليون \$ في حال تمت إقالته أثناء عامي 2003، و2004، لأي سبب كان، سوى عدد قليل جداً من الأسباب المنصوص عليها بدقة. وقد حصل روبرت نارديلي المدير العام لشركة هوم دبيوت على وعد خطي بأنه في حال استقال أو أُقيل لأن سبب كان من بين طيف واسع من الأسباب أثناء سنوات عقده الثلاث الأولى، تتعهد الشركة بأن تدفع له جميع التعويضات المنصوص عليها في العقد وعن كامل المدة، وأن تعفيه من تسديد قرض بقيمة 10 مليون \$، وأن تدفع له 20 مليون \$ على شكل تعويض نقدي. أما مايكل آيسنر المدير العام لشركة ديزني فقد حصل على تعهد بمكافآت سنوية بعد انتهاء خدمته تُدفع له في حال استقال أو أُقيل لأي سبب كان ما عدا في عدد قليل جداً من الحالات، وبحيث تستمر الشركة في دفع المكافآت له لسنتين اثنتين بعد انتهاء مدة العقد الأصلي ولا تقل قيمة المدفوعات التي يحصل عليها سنوياً عن 6 ملايين \$³⁷.

إن هذه الرزم السخية من تعويضات نهاية الخدمة المقدمة للمديرين كثيراً ما تكون مضمونة تماماً ما لم تتم إقالتهم لأسباب عادة ما تكون محددة على نحو ضيق جداً كالخيانة والاحتيال والقيام بالأعمال المحظورة والإهمال الشديد وارتكاب الأعمال الأخلاقية المشينة وفي بعض الأحيان الرفض المتعمد لتنفيذ مقررات مجلس الإدارة. وما دام المديرين لا يتصرفون عن سوء نية على نحو فاضح أو بإهمال مقصود، فإنهم سيضمنون هبوطاً لطيفاً في جميع الظروف الأخرى ومهما كان أداؤهم سيئاً³⁸.

قد يقول قائل: إن مثل هذه الترتيبات الاحتياطية ضرورية لتقديم الضمان للمديرين الذين يكرهون المجازفة وحمايتهم من عقوبة إنهاء خدمتهم بسبب سوء الأداء. إننا نجد هذا المنطق في تسويغ ترتيبات الضمان هذه غير مقنع. فأول ما يصدمننا أن هذه الرزم السخية عادة ما تضمن للمديرين العاملين المقالين تعويضات في نهاية خدمتهم تساوي مجموع ما يتقاضونه من أجر أثناء ثلاث إلى أربع سنوات من عملهم النظامي. ولما كانت مدة عقود أولئك المديرين في الوضع الطبيعي لا تتجاوز ثلاث السنوات، فإن أحدهم عندما يفصل من الخدمة فإنه لن يخسر كثيراً عما لو كان بقي في منصبه حتى انتهاء مدة عقده.

فضلاً عن ذلك، من واجب ترتيبات نهاية الخدمة التي تأخذ هذا الضمان في الحسبان التي تنطلق من مبدأ حماية المدير أن تتوقف عن تقديم التعويضات للمدير المقال في حال مباشرته العمل في منصب آخر. ومع ذلك نجد أن 2 بالمائة فقط من الشركات الخمس مائة الأكبر في أمريكا والمدرجة على لائحة إس & بي 500 تلجأ إلى إدخال أي خفض في تعويضات نهاية الخدمة لمديريها في حال قبولهم شغل منصب جديد. وفي الغالبية العظمى من تلك الشركات فإن المدير غير ملزم على الإطلاق بالبحث عن عمل جديد أثناء المدة الممتدة من لحظة فصله من الخدمة لحين انتهاء عقده الأصلي، وفي حال وجد المدير عملاً جديداً فإن تعويضاته لا تخفض على الإطلاق⁴⁰. إذاً فترتيبات نهاية الخدمة لا تحمي المديرين من عواقب إقالتهم من مناصبهم فحسب، بل إنها تحفزهم على ترك عملهم والانتقال لشغل منصب جديد في مكان آخر.

الملاحظة الأخيرة، وربما الأهم، حول مسألة ترتيبات الضمان في حال إنهاء الخدمة تتمثل في أن الموظفين العاديين هم أكثر حاجة لمثل هذه الترتيبات من المديرين. فأولئك الموظفون يكونون على العموم أكثر عرضة لإنهاء خدمتهم من المديرين، لكنهم نادراً ما يحصلون على تدابير احتياطية تحميهم من عواقب إنهاء خدمتهم. وإذا ما أخذنا بالحسبان الثروة الضخمة التي يجمعها المديرون أثناء أجورهم ومكافآتهم المرتفعة وتعويضات التقاعد السخية التي تُمنح لهم بعد تركهم العمل، يمكننا أن نجزم بأنهم أقل عرضة للمخاطر وأكثر قدرة على حماية أنفسهم من الموظفين العاديين. وبالإضافة إلى ذلك كله، فإن رزم التعويضات الضخمة التي تمنح للمديرين عادة ما تُسوِّغ أيضاً بأنها تشكل حافزاً لهم لكي يحسنوا أداءهم. من حقنا إذاً أن نتنظر من التعويضات التي تمنح للمديرين أن تكون أكثر ارتباطاً بالأداء من التعويضات التي تمنح للموظفين العاديين - وأن نتوقع تالياً أن يحصل المديرون في حالات الفشل الذريع على إجراءات حماية أخف من تلك الممنوحة للموظفين العاديين، لا أشد منها.

بالطبع يمكن القول إن تعويضات نهاية الخدمة التي تدفع للمديرين تهدف إلى حمايتهم في حال إجبارهم على الاستقالة لأسباب لا علاقة لها بسوء أدائهم. لكن الحقيقة والواقع

يناقضان هذا المنطق، إذ إنه من غير المعتاد أن تقبل مجالس الإدارة المديرين حتى في حال سوء أدائهم، ولذلك من المستبعد جداً أن تبادر إلى إقالة أولئك الذين يؤدون أداءً مرضياً بالحد الأدنى. يعود أحد الأسباب الرئيسية في ذلك إلى أن المديرين، خلافاً لسواهم من الموظفين، لا يواجهون خطر إلغاء أماكن عملهم نتيجة لأي إصلاحات إدارية تعتمد عليها الشركة. وبالإضافة إلى كل ما سبق، فحتى لو كان المديرين يواجهون فعلاً إمكانية إقالتهم في حال سوء أدائهم، فلا ضير في ذلك؛ إذ إن التلويح بغرامة مالية ضخمة سيؤدي بالتأكيد إلى المزيد من التحفيز شرط أن تكون الإقالة مرتبطة بحالات سوء الأداء فقط.

في جميع الأحوال، من الممكن (إن كان ذلك مطلوباً) أن يضمن المرء الأمرين معاً: (1) أن يحرم المدير الذي يظهر أداءً سيئاً جداً من أي تعويضات سخية وغير مسوغة في نهاية خدمته، و(2) أن يحمي المدير الذي يكون أدائه مناسباً من الإقالة التعسفية نادرة الحدوث أصلاً. بوسع عقود التعويض أن تتضمن نصاً صريحاً يفيد بأن المدير العام لا يحصل على أي تعويض نهاية خدمة لدى مغادرته الشركة أو أن التعويض الذي سيحصل عليه سيكون مخفضاً إلى حد كبير، في حال توافر شروط موضوعية وواضحة تثبت باحتمال كبير أن أداء المدير كان سيئاً جداً. فمن الممكن أن يتضمن العقد على سبيل المثال خفضاً في تعويض نهاية الخدمة الذي يحصل عليها المدير المغادر في حال كان أداء الشركة (من حيث قيمة أسهمها في السوق أو من حيث إيراداتها أو أرباحها) سيئاً بقدر كاف بالمقارنة مع نظيراتها في القطاع الاقتصادي عينه. لكننا لا نجد مثل هذه الفقرات في عقود المديرين المعمول بها حالياً. وبهذا نجمل أن التعويضات السخية التي تمنح للمديرين في نهاية خدمتهم بغض النظر عن أدائهم إنما تفاقم ظاهرة فك الارتباط الموجودة أصلاً بين الأجر والأداء.

أسطورة تحديد الأجر غير المرتبط بالأداء

في التسعينيات من القرن المنصرم، حيث كان المديرين يحصلون على سويات عالية جداً ومتزايدة باطراد من التعويضات، ساد الاعتقاد بأن تلك التعويضات مرتبطة إلى حد كبير بأداء أولئك المديرين. وجاء دخول المادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية حيز التنفيذ في أمريكا ليعزز ذلك الاعتقاد السائد. فتلك المادة تحدد جزء التعويضات غير

المرتبط بالأداء، والذي يمكن إعفاؤه من الضرائب بمليون \$. لذا نشأ الانطباع لدى العامة بأن تلك التعويضات قد جرى تحديدها فعلاً وبأن أي مبالغ تفوق المليون \$ تكون مرتبطة بقوة بأداء المديرين. لكن هذا الانطباع لم يكن صحيحاً على الإطلاق.

فالحقيقة الأولى التي نود الإشارة إليها هي أن المديرين في العديد من الشركات يحصلون على أجور تتخطى عتبة المليون \$، على الرغم من أن ما يزيد عن ذلك المبلغ لا يمكن إعفاؤه من الضرائب⁴¹. وفي تلك الحالات فإن استخدام الأجر غير المرتبط بالأداء لا يخفق فقط في تحقيق التحفيز المطلوب؛ بل إنه يثقل كاهل الشركات بأعباء ضريبية ضخمة. واللافت أن 22 بالمائة فقط من الشركات التي تدفع لمديريها أكثر من مليون \$ سنوياً على شكل تعويضات غير مرتبطة بالأداء، تلجأ إلى أساليب التأجيل والمناقلة على المبالغ الفائضة عن عتبة المليون \$ كلياً أو جزئياً، وذلك بغية تحويلها إلى تعويضات يمكن إعفاؤها من الضرائب⁴².

بالإضافة إلى ذلك، ومع أن الشركات تلجأ إلى اعتبار معظم المكافآت المدفوعة للمديرين أجراً مرتبطاً بالأداء، وذلك لكي لا تقع في حكم المادة 162(m)، فإن تلك المكافآت كثيراً ما تكون ضعيفة الارتباط الفعلي بالأداء. فكما رأينا سابقاً فإن تلك المكافآت تمنح بناءً على تحقيق شروط وأهداف سهلة لا تعكس الأداء الفعلي للشركة بالمقارنة مع نظيراتها في السوق، كما إن تلك التعويضات عادة ما تكافئ المديرين على أمور لا تتعلق من قريب أو بعيد بأدائهم الفعلي - على نحو التطورات الإيجابية العامة في السوق عامة أو في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة، أو أي تطورات أخرى محكومة بالمصادفة الصرفة، أو إبرام صفقات الضم، وما إلى ذلك.

فضلاً عما تقدم، وكما رأينا في فصلين سابقين، فإن المديرين يحصلون على قيمة إضافية كبيرة أثناء ترتيبات التقاعد، والتعويضات المؤجلة، وعلاوات ما بعد التقاعد، وأجور تقديم الاستشارة والخبرة، وترتيبات القروض الميسرة؛ وكلها تعويضات منفصلة إلى حد كبير عن الأداء الفعلي للمديرين. إن الجزء الأكبر من تلك التعويضات لا يتم ذكره في الاستثمارات المقدمة لهيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية، ولا تدخل تلك التعويضات

في أي من إحصاءات الأجور التي يعتمد عليها خبراء الاقتصاد المالي في دراساتهم. إن هذه التعويضات الكبيرة المقدمة «خلسة» للمديرين التنفيذيين تقاوم ظاهرة فك الارتباط بين الأجر القائم على غير حقوق الملكية من جهة والأداء من جهة أخرى.

بالمحصلة، يمكننا القول: إن جزءاً كبيراً من تعويضات المديرين، والقائمة على غير حقوق ملكية الخيارات أو ملكية الحصص والأسهم المقيدة، لا يرتبط إلا ارتباطاً ضعيفاً بأدائهم. وبذلك تتوفت الشركات على أنفسها فرصة كبيرة حين تفشل في تسخير ذلك الجزء الكبير من تعويضات المديرين لتحفيزهم على تحسين أدائهم. ولا داعي هنا للقول: إن هذا الارتباط الضعيف بين الأداء والأجر القائم على غير حقوق الملكية ليس قدرأ محتوماً لا يمكن تفاديه. فمن السهل على سبيل المثال تحديد ترتيبات المكافآت والرواتب بحيث تتم مكافأة المديرين على ما أظهروه من أداء جيد بالمقارنة مع نظرائهم. غير أنه من الواضح أن الشركات قد فصلت التعويضات القائمة على غير حقوق الملكية فصلاً كاملاً عن الأداء، لأن أولئك الذين قاموا بتحديد ترتيبات الأجر والتعويضات والمكافآت قد اختاروا ذلك الفصل عن سابق قصد.

قد يحاول المدافعون عن ممارسات التعويض السائدة هذه أن يقللوا من أهمية ما ذكرناه حتى الآن وأن يشككوا في قوة دلالاته بقولهم: إن الارتباط الضعيف بين الأجر المستند إلى غير حقوق الملكية من جهة والأداء من جهة أخرى يسوغه وجود ارتباط قوي بين الأداء والأجر القائم على حقوق الملكية. لكن ذلك، وكما سنرى على مدى الفصول القادمة، غير صحيح ولا يتفق مع ما يجري على أرض الواقع. فجزء كبير من تعويضات المديرين على شكل ملكية أسهم وخيارات هو أيضاً غير مرتبط بأدائهم الفعلي. وكما هو الحال بالنسبة للأجر القائم على غير حقوق الملكية، فإن ارتباط الأجر القائم على حقوق الملكية بالأداء أضعف جداً مما يعتقد الكثيرون.

ثمار المصادفة في خيارات الأسهم التقليدية

11

إن الأرباح الضخمة لخيارات الأسهم الممنوحة للمديرين الذين يظهرون سوية أداء أدنى من المتوسط يجب أن تدفع حتى أعتى المدافعين عن أنظمة الرواتب والتعويضات السائدة في الشركات إلى التوقف واستخلاص العبر.

ألفرد رابابورت، في مجلة هارفارد بيزنس ريفيو، 1999

لقد ثبت في الماضي أن تعويضات المديرين القائمة على غير حقوق الملكية كانت على الدوام ضعيفة الارتباط بأدائهم. من هنا تطّعت حملة الأسهم وصناع القرار في الشركات إلى التعويضات القائمة على حقوق الملكية ووضعوا فيها آمالهم من أجل تقوية الارتباط بين الأجر والأداء. هكذا بدأ أصحاب المؤسسات الاستثمارية ووضعوا القوانين الفدرالية في أوائل التسعينيات، وبدعم من خبراء الاقتصاد والتمويل، بتشجيع الشركات على الاعتماد على أشكال الأجر القائمة على حقوق الملكية من أجل تحفيز المديرين لتحسين أدائهم. فغدت ملكية خيارات الأسهم إحدى أهم مركبات تعويضات المديرين في ذلك العقد من الزمن.¹

غير أن اللجوء إلى التعويضات القائمة على حقوق الملكية لم يفض إلى النتائج المرجوة ولم يرتق إلى مستوى التوقعات. فقد نجح المديرون أثناء نفوذهم وسلطتهم ضمن دوائر القرار في القبض على سدة القيادة في قاطرة خيارات الأسهم وتوجيهها باتجاه مصالحهم الخاصة بعيداً عن مصالح شركاتهم. وكنتيجة لذلك حصلوا على خطط أو رزم لخيارات الأسهم بعيدة كل البعد عن تلك الخطط أو الرزم التي كانت ستنتج عن مساومات موضوعية ومهنية على مطال الذراع بين المديرين ومجالس إدارة الشركات. وهكذا ضمنت تلك الخطط للمديرين سويات متنامية باستمرار من التعويضات وفشلت في الوقت ذاته في

تقديم أي حوافز فعلية تدفع المديرين باتجاه تعظيم قيمة رأس المال على نحو فاعل وبأقل كلفة ممكنة.

تصميم خطط خيارات الأسهم: الشيطان يكمن في التفاصيل

علينا أن نؤكد في مستهل نقاشنا أننا ندعم وبقوة المبدأ العام الذي تنطلق منه فكرة منح التعويضات القائمة على حقوق الملكية في رأسمال الشركة. فهناك مؤشر قوي، على الأقل ضمن حدود معينة من سويات الملكية، على أن المديرين الذين يملكون كمية أكبر من أسهم الشركة التي يديرونها ينجحون أكثر في رفع قيمة أسهمها²؛ ولأن التعويضات القائمة على ملكية خيارات الأسهم من شأنها أن تزيد من نسبة ملكية المديرين لرأس المال الشركة، وتساعد بذلك على ربط الأجر بالأداء، فإن باستطاعتها أن تقدم لأولئك المديرين الحافز المطلوب لخدمة مصالح حملة الأسهم.

لكن حقيقة أن حقوق ملكية رأس المال تقدم للمديرين الحافز المطلوب لا يعني بحال من الأحوال أن من مصلحة حملة الأسهم إغداق الأسهم والخيارات والحصص على المديرين دون تفكير ملي ومهما كلف الأمر. وكما هو الحال بالنسبة لأمر كثيرة أخرى، فإن الشيطان يكمن في التفاصيل. فقبل الحكم على أي خطة لملكية خيارات الأسهم وتحديد ما إذا كانت في صالح حملة الأسهم أم لا، على المرء أن يتحقق من أن الحوافز التي توفرها تلك الخطة تدفع فعلاً بالاتجاه المطلوب المتفق مع صالح حملة الأسهم؛ وإذا كانت كذلك، على المرء أن يتحقق تالياً من أن تفاصيل تلك الخطة - عدد وشروط الخيارات والحصص المدرجة فيها - قد جرى وضعها لتنتج الحوافز المطلوبة بأقل كلفة ممكنة. فلا شك في أن خطة وُضعت من أجل ضمان مصالح المديرين من غير المحتمل أن تزيد من رأسمال حملة الأسهم مثل خطة جرى تصميمها في الأصل وقبل كل شيء انطلاقاً من مصالح حملة الأسهم.

لقد أثبتت دراسة واقعية حديثة أن خطط خيارات الأسهم التي تقدمها الشركات للمديرين لم يتم تصميمها على نحو تصب معه في صالح حملة الأسهم. درس ميتشل حبيب و ألكسندر ليونفكفيسست خطط خيارات الأسهم المقدمة للمديرين العامين في الشركات الأمريكية المطروحة أسهمها للتداول العام بين عامي 1992، و 1997، وحددا ما لتلك الخطط

من أثر على مصلحة حملة الأسهم³. خلصت الدراسة إلى أن مجالس الإدارة عادة ما تمنح المديرين العاملين عدداً مبالغاً فيه من خيارات الأسهم: ففي المحصلة كانت الأرباح التي جناها المسهونون من جراء الحوافز التي ولدتها خطة خيارات الأسهم السابقة أقل من ثمن تلك الخيارات الذي بطبيعة الحال دفعه المسهونون من أموالهم. وبعبارة أخرى خلصت الدراسة إلى أن قيمة أسهم الشركة تزداد بانخفاض عدد الخيارات الممنوحة لمديرها العام. هذه النتيجة جرى تأكيدها بدراسة أخرى قام بها سالومون سميث بارني على الشركات الخمس مئة الأكبر في أمريكا والمدرجة على لائحة إس & بي 500 وخلصت إلى أن الشركات التي لجأت إلى الاعتماد على خيارات الأسهم سبباً لتقديم التعويضات للمديرين والموظفين العاديين أظهرت أداءً أسوأ من متوسط أداء تلك المجموعة⁴.

سنظهر في هذا الفصل، كما في الفصول الآتية، أن خطط خيارات الأسهم التي تم اعتمادها في الغالبية الساحقة من شركات الأسهم العامة قد جرى تصميمها بما يحقق مصلحة المديرين، لا مصلحة حملة الأسهم. فخطط خيارات الأسهم التي تستند إليها الشركات حالياً تقدم للمديرين تعويضات سخية لا علاقة لها بسوية أدائهم يجرى تليبيها وإظهارها على نحو يبدو منطقياً وعادلاً ومقبولاً. غير أن هذه الخطط تحوي خصائص أو جوانب عدة يصعب تسويتها أو الدفاع عنها في مساومات على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. يتمثل أحد تلك الجوانب في عدم تمكن خطط الخيارات تلك من استبعاد أو فلترة ثمار المصادفة التي لا تكون نتيجة لأداء المديرين الفعلي بل نتيجة لعوامل أخرى لا صلة لهم بها.

مزاياء خفض ثمار المصادفة

انطلاقاً من مفهوم تقديم الحوافز الفاعلة للمديرين، فإن المطلوب أن تحدد أجورهم وفق المعيار الذي يحوي أكبر قدر من المعلومات الواضحة عن أدائهم، أي المعيار الذي يعكس على النحو الأفضل أفعال المديرين وأدائهم الفعلي⁵. غير أن أفعال المدير ليست قابلة للملاحظة المباشرة والتحقق الأكيد. ومن جهة أخرى فإن نتائج الميزانية عادة ما تفشل في إظهار فرص النمو الحقيقية والكامنة في الوقت الراهن. لذلك قد يبدو سعر سهم الشركة أداة فعالة للحكم على أداء مديرها.

غير أن تقلبات سعر سهم الشركة، دون تصحيحها ومقارنتها مع بقية الشركات في السوق، لا يمكن أن تقدم مؤشراً جيداً على الأداء الفعلي لمديريها. فسعر سهم الشركة قد يرتفع لأسباب خارجة عن إرادة مديريها ولا علاقة لها لا بجهودهم ولا بقراراتهم. فانخفاض أسعار الفائدة على سبيل المثال قد يؤدي إلى ارتفاع ملحوظ في أسعار أسهم الشركات دون أن يحرك مديروها ساكناً. وبالفضل فقد أظهرت دراسة حديثة لأسعار أسهم الشركات في السوق الأمريكية على مدى السنوات العشر المنصرمة أن 30 بالمائة فقط من تغيرات أسعار الأسهم تمثل تعبيراً صادقاً عن أداء تلك الشركات، بينما ينتج 70 بالمائة من تلك التغيرات عن ظروف وتطورات عامة تشمل سوق الأسهم بأكمله⁶. فإذا ما اعتمد التغير الذي يطرأ على سعر سهم الشركة معياراً لأداء مديريها، فإنه قد يحدث أن يكافأ بعض منهم بالرغم من سوء أدائهم، وذلك عندما يطرأ تحسن عام على مستوى السوق بأكملها أو على مستوى القطاع الذي تنتمي إليه تلك الشركة.

بالطبع، عندما يحكم على أداء المديرين عبر التغيرات المطلقة في أسعار أسهم شركاتهم، فإنه قد يحدث أيضاً أن يتحمل المديرون خسائر لا علاقة لهم بها ولم تنتج عن أدائهم الفعلي، وذلك عندما يطرأ هبوط عام في أسعار البورصة أكان ذلك على مستوى السوق أم على مستوى القطاع الذي تنتمي إليه تلك الشركات. إلا أن تعلق أجر المديرين باهتزازات أسعار أسهم السوق أو القطاع بوجه عام صعوداً أم هبوطاً هو في المحصلة أمر إيجابي بالنسبة للمديرين؛ إذ يكفي أن نأخذ بالحسبان ميل السوق عامة إلى النمو لكي نتوقع على المدى الطويل تحسناً عاماً في أسعار أسهم الشركات. من هنا يمكننا القول: إن تأثير تغيرات السوق والقطاع سيؤدي مع مرور الزمن إلى تراكم الأرباح لا الخسائر لدى المديرين.

حتى لو كان احتمال صعود أسعار الأسهم في السوق أو القطاع يساوي احتمال هبوطها، فإن خطط خيارات الأسهم مصممة على نحو يجعلها تكافئ المدير لدى ارتفاع أسهم السوق باحتمال أكبر من احتمال معاقبته لدى هبوطها. وفي أسوأ الحالات قد تؤدي اهتزازات السوق السلبية إلى جعل خيارات الأسهم التي يمتلكها المدير بلا قيمة. في حين إن التطورات الإيجابية السريعة التي تطرأ على السوق قد تدر على المدير أثناء خيارات الأسهم عينها أرباحاً لا حدود لها. إذاً، صحيح أن احتمال حدوث تطورات سلبية سريعة في السوق أو

القطاع يؤدي إلى خفض قيمة خيارات الأسهم التي يملكها المديرون، لكن ذلك الخفض يبقى أقل من الارتفاع الذي تسببه التطورات الإيجابية السريعة. يمكن إجمال ما سبق بالقول إن تقلبات أسعار الأسهم في السوق أو القطاع ستؤدي بالحصول على زيادة قيمة خيارات الأسهم التقليدية التي يملكها مديرو الشركات.

وإذا ما أردنا النظر إلى خطة خيارات الأسهم من منظور مصلحة حملة الأسهم، فإنها يجب أن تصمم لتحقيق أحد أمرين اثنين: إما تعظيم الحوافز بالقياس إلى المال المصروف ثمناً لوسائل التحفيز، وإما تحقيق سوية معينة من الحوافز بأقل كلفة ممكنة. عندما يكافئ المدير على تغيرات عامة في أسعار الأسهم في السوق عامة أو في القطاع الذي تنتمي إليه شركته، يعني ذلك أن أموال حملة الأسهم لم تُصرف على النحو الأمثل. فقد كان بمقدور الشركة أن تحقق الحوافز عينها بكلفة أقل، أو أن تحقق سوية أفضل من الحوافز بالكلفة عينها.

لنفترض على سبيل المثال أن شركة ما تقدم لمديرها 1000 خيار لشراء أسهم للشركة بالسعر الراهن الذي يبلغ \$100. إن جزءاً من القيمة المتوقعة لهذه الخيارات - أو من الكلف المتوقعة على حملة الأسهم ثمناً لهذه الخيارات - ينتج عن حقيقة أن أسعار تلك الأسهم قد ترتفع بغض النظر عن جهود المديرين. فإذا أدت المتغيرات التي تطرأ على حقل عمل الشركة أو السوق عامة إلى رفع أسهم تلك الشركة، فإن المديرين سيكافؤون على هذا الارتفاع، وسيدفع المسهونون ثمن المكافأة دون أن يكون لها أي أثر على تحفيز المديرين لتحسين أدائهم.

لا شك في أن التعويضات ستكون موجهة أكثر باتجاه تحقيق غرض التحفيز، عندما تُستبعد التغيرات التي تطرأ على أسهم الشركة التي لا تنتج عن جهود يبذلها المديرون من حسابات التعويضات الممنوحة لهم. ومع أن تحديد جميع تلك التغيرات التي لا تنتج عن جهود المديرين يمثل أمراً بالغ الصعوبة، إلا أن تحديد التغيرات الناتجة عن تطورات عامة في السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة هو بالتأكيد أمر ممكن، ومن السهل استبعاد تأثير تلك التغيرات العامة على سعر سهم الشركة أثناء قياس أداء الشركة بالاسترشاد بقيم سهلة الحساب تعبر عن الأداء العام للشركات في السوق عامة أو في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة.

إن إبعاد مركبة التعويضات التي لم يستحقها المديرون بجدارتهم من قيمة خيارات الأسهم الممنوحة لهم أو التقليل من حجم تلك المركبة - ما يعني التحول من نوع خيارات الأسهم التقليدية إلى نوع خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة - من شأنه أن يؤدي إلى خفض كبير في الكلف المتوقعة للتعويضات الممنوحة على شكل خيارات لشراء الأسهم. لقد أفضت الدراسة التي قام بها جيمس أنجل و دوغلاس ماك كايب إلى أن كلفة تقديم خيارات الأسهم التقليدية لمديري أكبر مائة شركة مدرجة على لائحة إن واي إس إي أكبر بأكثر من 41 بالمئة من كلفة تقديم خيارات الأسهم بعد استبعاد أثر تقلبات السوق⁷. إن مقدار خفض كلف الخيارات المقدمة للمديرين عبر اعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة يمكن توفيره أو توظيفه من أجل منح المديرين تعويضات إضافية تكون أكثر كفاءة في إنجاز التحفيز المطلوب.

الطرائق الكثيرة المتاحة لإنقاص ثمار المصادفة

هناك طيف واسع من الطرائق التي تسمح بإنقاص ثمار المصادفة التي يجنيها المديرون التي تنتج عن ارتفاع في أسعار أسهم شركاتهم لا علاقة له بأدائهم الفعلي أو بجهودهم الخاصة. بعض تلك الطرائق تلجأ إلى ما يسمى «الفهرسة» أو ما يماثلها من إمكانات تصحيح سعر استخدام خيارات الأسهم الممنوحة للمديرين. في حين تركز مجموعة أخرى من الطرائق على جعل استحقاق الخيارات، في مجملها أو في جزء منها على الأقل، مشروطاً بتحقيق نسبة نمو دنيا لسعر سهم الشركة (تساوي على سبيل المثال نسبة النمو الوسطي لأسعار أسهم الشركات الأبطأ نمواً التي يبلغ عددها 20 بالمئة من مجموع الشركات المدرجة ضمن القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة). إذاً، أمام مصممي خطط خيارات الأسهم الحرية الكاملة في اعتماد الطرائق التي يرونها مناسبة من أجل إنقاص ثمار المصادفة التي يجنيها المديرون بالقدر الذي يرونها مناسباً وبما يتفق والحالة الخاصة التي يبتغون معالجتها. وإن هذا التنوع الكبير للطرائق المتاحة أمام الشركات وتدرجها من قاس إلى معتدل إلى لطيف، هو ما يزيد من حيرتنا أما حقيقة أن غالبية الشركات لا تبادر إلى فلترة أي قدر من ثمار المصادفة التي يجنيها المديرون.

الفهرسة:

تمثل فهرسة سعر استخدام خيارات الأسهم أبرز الطرق المعروفة لإنقاص ثمار المصادفة، وتعني تعديل ذلك السعر ارتفاعاً أو هبوطاً مماشاة لتقلبات أسعار أسهم باقي الشركات إما في القطاع الاقتصادي وإما في السوق عامة، فتتم بذلك فترة أثر تلك التقلبات على سعر استخدام خيارات الأسهم الممنوحة للمديرين. بالطبع، إن فهرسة خيارات أسهم الشركة قياساً إلى مؤشر أسعار أسهم باقي الشركات في الحقل الاقتصادي الضيق الذي تعمل في الشركة سيؤدي أيضاً إلى فترة أثر تقلبات أسعار الأسهم في القطاع الاقتصادي الأوسع بالإضافة إلى فترة أثر السوق عامة⁸. لقد دعا ألفرد رابابورت إلى اعتماد هذه الطريقة في مقالة له بمجلة هارفرد بيزنس ريفيو لاقت الكثير من الاهتمام من قبل الباحثين في مجال الإدارة والممارسين في السوق، لكنها لم تلق اهتماماً يذكر من مجالس الإدارة⁹.

إن خيارات الأسهم المفهرسة، وأثناء تقوية الارتباط بين الأجر والأداء، تتجح في تعظيم فاعلية الحوافز بالقياس إلى أثمانها، الأمر الذي يضع الشركات أما خيارين اثنين: إما خفض الكلف دون إضعاف الحوافز، وإما تقوية الحوافز (عن طريق منح عدد أكبر من الخيارات) بالكلفة نفسها.

لنأخذ على سبيل المثال شركة تقدم اليوم لمديرها 1000 خيار تقليدي لشراء أسهم الشركة بالسعر الراهن الذي يبلغ \$100. ولنفترض أن بمقدور تلك الشركة وبالكلفة نفسها أن تقدم لمديرها 1500 خيار مفهرس بسعر قدره \$100 مضروب بمعامل تصحيح يأخذ تقلبات السوق بالحسبان. فإذا كان الارتفاع الوسطي لأسعار الأسهم في السوق 30 بالمئة منذ منح الخيارات، فإن سعر استخدامها يغدو $100 \times (1.30)$ أي \$130. إن هذه الخطة البديلة ستزود المديرين بحوافز أقوى تدفعهم أكثر من ذي قبل إلى تحسين أدائهم؛ لأنها تكافئهم بما قيمته \$1500 بدلاً من \$1000 في الخطة التقليدية عن كل زيادة دولار واحد تطراً على سعر السهم وتكون نتيجة لجهودهم الفعلية، لا لتقلبات السوق بوجه عام¹⁰.

إن هذه الطريقة النظامية المعروفة لفهرسة خيارات أسهم الشركة، سواء وفقاً لتطورات السوق ككل، أم لتطورات سلة من الشركات المشابهة، لا تتمثل الإمكانية الوحيدة

للفهرسة. هنالك من يعارض فهرسة خيارات أسهم الشركة المقدمة للمدير وفقاً لمتوسط أداء نظيراتها من الشركات، وذلك انطلاقاً من أنه في هذه الحال هناك احتمال كبير ألا يحقق المدير أي أرباح من خياراته¹¹. إن من يتبنى تلك الرؤية قد يفضل شكلاً أكثر اعتدالاً من أشكال الفهرسة، يتم فيه رفع سعر استخدام الخيارات بمقدار يعادل جزءاً فقط من الارتفاع الوسطي لأسعار الأسهم في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة. وهنالك أيضاً بدائل أخرى من أشكال الفهرسة يتم فيها تصحيح سعر استخدام الخيارات لا عن طريق ربطه بوسطي أداء الشركات الأخرى، بل عن طريق ربطه بأداء مجموعة محددة من الشركات في السوق، ولنقل على سبيل المثال بأداء تلك الشركات المدرجة في الربع الأسفل أو العشر الأسفل على لائحة الشركات في السوق أو في حقل عمل الشركة المعنية.

تجدد الملاحظة إلى أن الفهرسة لا تؤدي دائماً إلى رفع سعر استخدام الخيارات، بل قد تؤدي أيضاً إلى خفضه عندما يطرأ هبوط عام في أسعار الأسهم في السوق أو القطاع. ومع أن فهرسة الخيارات حينئذ سترتب على الشركة كلفة إضافية قياساً إلى كلفة الخيارات التقليدية، إلا أنها تقدم للمديرين حافزاً قوياً يدفعهم إلى الحفاظ على أداء شركتهم أفضل من نظيراتها في مدد تدهور أوضاع السوق أو القطاع. وكما سنرى في الفصل اللاحق، فإن الشركات التي تعتمد خطط خيارات الأسهم التقليدية غير المفهرسة تعتمد في حال هبوط الأسعار في السوق أو القطاع - الأمر الذي يجعل تلك الخيارات تبدو بلا فائدة - إلى منح مديرها خيارات جديدة بديلة عن السابقة أو إلى إعادة تسعير الخيارات القديمة. إن فهرسة خيارات الأسهم تقدم حلاً آلياً لمثل هذه الحالات وتجزئ التصحيحات المطلوبة نحو الأعلى أو نحو الأدنى من تلقاء ذاتها.

طرائق أخرى لإنقاص ثمار المصادفة:

مع أن ربط سعر استخدام الخيارات بمؤشرات السوق أو القطاع يعد أكثر الطرائق المتبعة لإنقاص ثمار المصادفة انتشاراً؛ إلا أنها ليست الطريقة الوحيدة. إحدى الطرائق البديلة تتمثل في ربط استحقاق تلك الخيارات بسوية معينة من الأداء، ما يعني أن المديرين وفق خطة تعتمد هذه الطريقة سيخسرون خياراتهم في حال فشلوا في تحقيق الأهداف المحددة لهم. أما سعر الاستخدام فعادة ما يحدد بسعر سهم الشركة بتاريخ منح الخيارات. عندما

يحقق المدير الأهداف المتفق عليها تستحق خياراته وبإمكانه حينئذ استخدامها والاحتفاظ بجميع الأرباح التي حققتها الأسهم منذ تاريخ منحها.

قد تتم صياغة الأهداف المتفق عليها بالاعتماد على أحد مؤشرات أسعار الأسهم، كأن تستحق خيارات المدير على سبيل المثال فقط عندما ينجح في الحفاظ على سعر سهم الشركة متفوقاً على مؤشر أسهم الشركات في السوق أو ضمن سلة من الشركات المشابهة وذلك لمدة محددة ومتفق عليها أيضاً. وقد يتم اعتماد مؤشرات أخرى غير مؤشر أسعار الأسهم من أجل صياغة الأهداف المطلوب تحقيقها قبل استحقاق الخيارات، مثل إيرادات الشركة عن كل سهم من أسهمها أو الربح المحسوب على رأس المال أو خلق رأس المال النقدي على سبيل المثال أو أي صيغة أخرى مركبة من هذه المؤشرات.

وهنا علينا أن نفرق بين خيارات الأسهم المشروطة بتحقيق أهداف محددة، ونوع آخر من خيارات الأسهم المرتبط أيضاً بتحقيق الأهداف المحددة، والذي يمكن تسميته «خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد». فهذا النوع من الخيارات يسمح للمديرين بالتصرف بها (أي يجعلها تستحق) في وقت أبكر من موعدها في حال نجحوا في تحقيق أهداف محددة متفق عليها. قد تقدم خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد حوافز أقوى من تلك التي تقدمها خيارات الأسهم التقليدية، لأنها تزيد من العوائد التي يحصل عليها المديرون من جراء تقديم سوية أداء أفضل من سوية الأداء المتفق عليها. لكن في حال فشل المديرين في تحقيق سوية الأداء المتفق عليها، فإن خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد تتحول حينئذ إلى خيارات أسهم تقليدية، حيث إن المديرين سيحتفظون عندئذ، وبغض النظر عن سوية أدائهم، بحقهم في استخدام خياراتهم بالسعر نفسه وفي موعد الاستحقاق نفسه. إذاً فهذا النوع من الخيارات (أي خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد) لا يقف عائقاً في طريق حصد ثمار المصادفة التي تقدمها الخيارات التقليدية للمديرين حتى في حال فشلهم.

ومع أننا قد ناقشنا أشكالاً عدة من طرائق إنقاص ثمار المصادفة، إلا أننا لن نحاول في هذا الكتاب تحديد الوجه الأكثر فاعلية من وجوه خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. فمن غير المنطقي تحديد شكل واحد يناسب جميع الحالات. وإذا حددنا بالفعل طريقة معينة وجدناها الأكثر جدوى بالنسبة للشركات في قطاع اقتصادي ما، فإنه من غير المتوقع أن

تكون تلك الطريقة هي الأكثر جدوى بالنسبة للشركات في القطاعات الأخرى أيضاً، بل إن الطريقة المثلى لإنقاذ ثمار المصادفة قد تختلف في الواقع من شركة لأخرى. إن ما قصدنا إيصاله هو أن هناك بعض الأساليب والطرائق لإنقاذ ثمار المصادفة من المحتمل أن تكون مفيدة وفاعلة بالنسبة لعدد كبير من الشركات، ولو لم تكن كذلك بالنسبة لجميعها¹².

ابتعاد الشركات المحير عن توظيف خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة

لقد دأبت الشركات في الماضي على تجنب أي وجه من وجوه خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، مهما كان معتدلاً أو لطيفاً. هذا الفشل التام وواسع الانتشار في اعتماد أي آلية لمنع جني ثمار المصادفة قد دعا أحد العلماء المختصين في حقل تعويضات المديرين إلى القول: «إن الغياب التام تقريباً لمثل هذه الآليات يبدو محيراً فعلاً»¹³. ولم يتحرك ساكن في هذه المسألة حتى تكشف فضائح بعض الشركات، فكان هنالك حراك طفيف - وبضغط من حملة الأسهم - باتجاه اعتماد بعض ترتيبات خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة.

لم تكتمف الشركات عموماً بالابتعاد عن شكل الفهرسة المعتاد، الذي يعدل سعر استخدام خيارات الأسهم قياساً مع مؤشرات أسعار أسهم الشركات الأخرى في السوق أو القطاع، بل إنها ابتعدت أيضاً حتى عن الأشكال الأخرى المعتدلة واللطيفة للفهرسة التي ذكرناها فيما تقدم. ومن ناحية أخرى لم يلجأ سوى عدد قليل جداً من الشركات، قبل تكشف فضائح الحوكمة، إلى اعتماد أشكال الخيارات المشروطة التي تفلتر جزءاً على الأقل من ثمار المصادفة التي يحصدها المديرون من ضمن تعويضاتهم. من تلك الشركات التي اعتمدت شكل الخيارات المشروطة شركة مونسانتو على سبيل المثال التي ربطت استحقاق خيارات الأسهم الممنوحة لمديرها العام في أواخر التسعينيات من القرن الماضي بنجاحه وعلى مدى خمس سنوات متتالية في تحقيق ربح على سهم الشركة يتجاوز ما نسبته 10.5 بالمائة سنوياً¹⁴. وعلى الرغم من أن هذا الإجراء قد لاقى مديحاً واسعاً من قبل الصحافة المختصة ومن قبل شخصيات معروفة وفاعلة في عالم الأعمال مثل السيد وارن بوفيت، إلا أنه لم ينجح في الانتشار على نحو واسع¹⁵. فإحصائيات العام 2002 تظهر أن 8.5 بالمائة فقط من شركات الأسهم العامة الكبرى، التي تعتمد خطط تقديم خيارات الأسهم لمديريها،

عمدت فعلياً إلى ربط استحقاق الخيارات التي تقدمها لمديريها، ولو جزئياً، بتحقيق بعض الأهداف المتفق عليها¹⁶.

وهكذا جرت مكافأة الغالبية العظمى من المديرين على الزيادات المطلقة التي طرأت على أسعار أسهم شركاتهم، وحتى تلك الناتجة عن تغيرات عامة أصابت جميع الشركات في السوق أو القطاع الاقتصادي ولم تستثن أحداً. وبالفعل فأثناء مدة النمو السريع في أسواق البورصة، التي حدثت في التسعينيات من القرن المنصرم، جلبت خيارات الأسهم أرباحاً طائلة لجميع المديرين، حتى لأولئك الذين لم يحققوا أي أهداف تستحق الذكر. لنأخذ على سبيل المثال حالة افتراضية ينمو فيها السوق بنسبة 300 بالمئة، ولنرى ما يجنيه مدير شركة يتراجع نموها عن وسطي النمو في السوق بنسبة 50 بالمئة: إن هذا المدير سيظل بالرغم من فشله مقارنة مع نظرائه يجني أرباحاً كبيرة؛ وهذه الأرباح تفوق في الواقع تلك التي يجنيها مدير شركة أخرى تسبق نظيراتها وتحقق معدل نمو أفضل من وسطي السوق بنسبة 50 بالمئة لكن في زمن يشهد فيه السوق عموماً مدة من الركود الاقتصادي. يعبر وارن بوفيت عن هذه الحال بالقول: «إنني واثق بأن المديرين العامين الذين يظهرون أداءً عادياً جداً يكسبون فوق ما يستحقون على نحو لا يصدق، وذلك أثناء خيارات الأسهم الممنوحة لهم بسخاء كبير»¹⁷.

التفسير المرتكز إلى نفوذ وسلطة المديرين

إن الغياب شبه التام لخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة في خطط تعويضات المديرين إنما يصب في صالح المديرين أنفسهم. فالخيارات التي ترتبط قيمتها بأداء المديرين ليست في صالحهم، وذلك للأسباب ذاتها التي يمكن أن نسوقها لنشرح لماذا يصب ذلك النوع من الخيارات في صالح حملة الأسهم: فخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة قد تحرم المديرين من ربح كان محققاً باعتماد الخيارات التقليدية، وتجبرهم على التخلي عن بعض مكاسبهم. من هنا سيحاول المديرون بكل ما أوتوا من نفوذ وسلطة أن يحصلوا على خيارات الأسهم التقليدية.

لنتذكر الآليتين اللتين تعمل بموجبهما خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة لمصلحة حملة الأسهم. فأتساءل عزل خيارات الأسهم عن الأداء العام للسوق أو القطاع الاقتصادي تستطيع الشركة أن تقدم السوية ذاتها من الحوافز لكن بكلفة أقل، موفرة بذلك المال على المسهمن. بالطبع سيخسر المديرون حينئذ جزءاً من ثمار المصادفة التي كانوا سيحصلونها من جراء ارتفاع سعر سهم الشركة الناتج عن تغيرات القطاع أو السوق عامة. أما الآلية البديلة فتعتمد على أنه بمقدور الشركة توظيف المبلغ ذاته من المال لكي تمنح المديرين عدداً أكبر من خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، معززة بذلك الحوافز المقدمة للمديرين لتحسين سوية أدائهم. لا يخسر المديرون في هذه الحالة أي جزء من أرباحهم قياساً إلى ما يجنونه من خيارات الأسهم التقليدية، لكنهم سيُجبرون على التخلي عن كسبهم وعطالتهم الزائدة - أي إنهم سيُجبرون على اتخاذ بعض الخطوات التي من شأنها أن ترفع قيمة سهم الشركة، لكن على حساب سلطتهم ونفوذهم (خطوات تؤدي إلى تصغير حجم إمبراطورياتهم على سبيل المثال). إذاً، إنها الأسباب عينها التي تجعل حملة الأسهم يفضلون خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، تدفع المديرين لأن يفضلوا خيارات الأسهم التقليدية.

إضافة إلى ذلك فإن بعض المديرين ربما يعارضون فهرسة سعر استخدام خياراتهم أو ربط استحقاقها بأدائهم، لأن تدابير كهذه من شأنها أن تسلط الضوء على سوية أدائهم مقارنة بنظرائهم وتوضح ما كان مستوراً. فأتساءل حجب المكافآت عن المديرين في حال تدني أدائهم إلى ما دون السوية المتفق عليها، تعري خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة سوية الأداء السيئة لأولئك المديرين وتظهره إلى الخارج. إن الخوف من الظهور بمظهر المدير الفاشل يختلف تماماً عن الخوف من خطر فقدان المكافأة الناتج عن تطبيق خطة فهرسة الخيارات ولا ينتفي بانتفائه. هذا يعني أن المديرين سيشعرون بالإحراج إذا ما تكشف أدائهم السيئ حتى ولو لجأت الشركة إلى اعتماد وجه لطيف من وجوه الفهرسة يمنحهم فرصة ربح أكبر من تلك التي تقدمها خيارات الأسهم التقليدية.

في حالات معينة، قد يؤدي أحد أشكال خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة - وهو شكل الخيارات المفهرسة - إلى زيادة أرباح المديرين بالمقارنة مع خيارات الأسهم التقليدية.

فعندما ينخفض المؤشر المعتمد للمهترسة في المدة الممتدة بين زمن منح الخيارات وزمن استخدامها، ينخفض السعر الذي سيدفعه المدير ثمناً للخيارات الممنوحة له، ما يعني زيادة في الأرباح عند استخدام الخيارات. إن هذه الخاصية من خصائص خيارات الأسهم المهترسة تقوي الارتباط بين الأجر والأداء (فارتفاع سعر سهم الشركة يجب أن يكافئ أكثر عندما يحصل ذلك على خلفية هبوط أسعار أسهم الشركات الأخرى)، لكنها تقدم أيضاً قيمة إضافية للمديرين عندما تهبط أسعار السوق أو القطاع بوجه عام. ومع ذلك فإن هذه الإيجابيات التي تتمتع بها خيارات الأسهم المهترسة لا تضاهي، من منظور المديرين، إيجابيات خيارات الأسهم التقليدية، بل إنها تفشل في المنافسة أمامها. انطلاقاً من توقع نمو السوق مع مرور الزمن، فإن ربح المديرين المتوقع من ارتفاع سعر سهم الشركة نتيجة للارتفاع العام في أسعار أسهم الشركات في السوق أو القطاع سيفوق على نحو واضح خسارتهم المتوقعة من انخفاض سعر تلك الأسهم.

إضافة إلى ذلك وكما سنرى في الفصل 13، فقد وجد المديرين أساليب متعددة للتهرب من بعض كلف هبوط أسعار الأسهم في السوق في نظام خيارات الأسهم التقليدية. فعندما يحدث مثل هذا الهبوط ويسحب معه سعر سهم الشركة في السوق، عادة ما يحصل المديرين على إعادة تسعير لخياراتهم أو استبدال تلك الخيارات بخيارات جديدة وبسعر استخدام جديد منخفض. هكذا فإن الخيارات التقليدية، إذا ما جرى تزويدها بتدابير كهذه من إعادة التسعير أو الاستبدال، تضع المديرين في موقع يحسدون عليه عنوانه «ربح مضمون وخسارة مستحيلة».

إن ثمار المصادفة التي تدرها على المديرين خيارات الأسهم التقليدية تصل إلى ذروتها في مدد النمو السريع لسوق الأسهم. من هنا سمحت تلك الخيارات للمديرين في العقد المنصرم أن يحصدوا مبالغ كبيرة من التعويضات التي لم تكن مرتبطة بأدائهم الشخصي - وذلك على نحو يبدو منطقياً وعادلاً ويمكن تسويغه. فلما كانت الفكرة العامة وراء التعويضات القائمة على حقوق الملكية سليمة وصحيحة، ولما كانت خيارات الأسهم التقليدية تمثل الوجه المعروف وواسع الانتشار من وجوه التعويضات القائمة على حقوق الملكية، كان من السهل على المديرين ومجالس الإدارة اعتماد هذا النوع من الخيارات دون التعرض لسخط حملة

الأسهم؛ لأن الجهاز الإداري والتنفيذي قد فشل في اعتماد شكل خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة.

لا نريد القول إن اعتماد خيارات الأسهم التقليدية في البداية - عوضاً عن خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة - جاء نتيجة دفع من المديرين أو استخدام لنفوذهم في مجالس الإدارة. فأولئك الذين وقفوا في بداية الأمر لصالح استخدام خيارات الأسهم - أكانوا أكاديميين، أم استشاريين في مجال تصميم خطط التعويضات، أم شركات استثمارية، أم حتى مديرين - ربما لم يفكروا ملياً في الميزات التي تمتلكها خيارات الأسهم المفهومة وغيرها من الخيارات التي تؤدي إلى إنقاص ثمار المصادفة. لكننا نعتقد أن الاستمرار في اعتماد خيارات الأسهم التقليدية، وفشل الأشكال الأخرى من خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة في الانتشار بالرغم من انقضاء وقت طويل على طرحها، مرددهما إلى الفوائد الجمة التي تقدمها خيارات الأسهم التقليدية للمديرين.

لقد دأب أعلام المستثمرين والأكاديميين والصحفيين المختصين في مجال إدارة الأعمال ولسنوات مضت على إبراز ميزات خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. لكن وبالرغم من الاعتراف المتنامي بأشكال خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة بصفتها بدائل محتملة وجيدة لشكل الخيارات التقليدية، فقد تفادتها جميع الشركات باستثناء عدد صغير منها. هل يكمن السبب الحقيقي وراء ذلك الابتعاد عن أشكال الخيارات منقوصة ثمار المصادفة في رغبة مجالس الإدارة في التزام «المعايير والتقاليد السائدة» وما نتج عن ذلك من «تمسك» تلك المجالس بترتيبات التعويضات التقليدية، كما رأينا في الفصل 5؟ إننا نشك في أن مبدأ العطالة والميل إلى التزام ما هو سائد كفيلاً بمفردهما بتقديم تفسير مقنع وشفاف لهذا الالتزام الكوني إلى حد ما بالشكل التقليدي لخيارات الأسهم وسيلة وحيدة لمنح المديرين تعويضات قائمة على حقوق الملكية.

أثناء المدة التي تطورت فيها وسائل وبرامج تقديم خيارات الأسهم ونضجت وانتشرت على نطاق واسع، لم ينجح مبدأ العطالة في منع خبراء واستشاريي خطط التعويضات من إدخال ميزات جديدة على تلك الخطط كانت تصب في مصلحة المديرين ومن إقناع مجالس الإدارة بجدوى تلك الميزات - مثل ميزة إعادة الشحن وميزة تعجيل الاستحقاق.

وبوسعنا التأكيد على أن إجراءات الفهرسة أو الاستحقاق المشروط لخيارات الأسهم وربطه بتحقيق أهداف محددة ليست أكثر تعقيداً من هذه الميزات الجديدة التي تصب في مصلحة المديرين ولا هي أصعب منها تطبيقاً. لكن المفارقة تتمثل في أن التحديثات التي تصب في صالح المديرين وجدت طريقها إلى التطبيق والانتشار، في حين بقيت جميع أشكال خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة بعيدة عن التطبيق والانتشار على نطاق واسع.

فضلاً عن ذلك، ومع أن خيارات الأسهم التقليدية لا تزال تتمتع بقدر كاف من الشرعية والقبول ولا يزال يجري اعتمادها دون أي اعتراض من حملة الأسهم، إلا أن مزايا خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة باتت الآن تحظى باعتراف كاف، بحيث إن أي خطوة في هذا الاتجاه من المتوقع أن تلقى مديحاً أكثر من النقد. من هنا فإن أي تحول تقوم به مجالس الإدارة في اتجاه خيارات الأسهم البديلة سيجلب لها على الأغلب مديحاً، بل تصفيقاً، من المراقبين الخارجيين. إذ، لا يمكن للضغط المزعوم باتجاه التزام ما هو سائد أن يفسر استمرار سيطرة خطط خيارات الأسهم التقليدية على خطط تعويضات المديرين. بل إن مصلحة المديرين في الحفاظ على ثمار المصادفة التي تضمنها لهم خيارات الأسهم التقليدية هي التي تؤدي الدور الأساسي في هذه المسألة.



obeikandi.com

ذرائع ومسوغات لاعتماد خيارات الأسهم التقليدية

12

بالرغم من المزايا الواضحة لأسلوب تقويم الأداء النسبي، إلا أنه غائب غياباً مدهشاً عن خطط تعويضات المديرين في الولايات المتحدة. لكن التساؤل المطروح والذي ينتظر الإجابة الشافية هو: لماذا يسمح حملة الأسهم للمديرين العامين بأن يراهنوا ويضاربوا بأسهمهم في السوق ويجنوا لأنفسهم الأرباح الضخمة على حساب حملة الأسهم؟

من دراسة شاملة حول اقتصاد خطط تعويضات المديرين،

أجرها جون أباود و ديفيد كابلان عام 1999

اجتهد المدافعون عن خطط وأنظمة التعويضات الراهنة لإيجاد الذرائع والحجج التي تسوّج لجوء الشركات إلى مكافأة مديريها على ارتفاع أسعار أسهمها في سوق البورصة حتى عندما يأتي ذلك الارتفاع نتيجة لتطوّرات تطل السوق بأكمله أو الحقل الاقتصادي الأضيق الذي تعمل فيه تلك الشركات. وبينما دأب المديرون أنفسهم والقائمون على وضع خطط التعويضات على التركيز على الاعتبارات المحاسبية، صب خبراء اقتصاد المال وخبراء قوانين الاقتصاد جهودهم على صياغة ذرائع وحجج ومسوغات اقتصادية لإمكان وصول المفاوضات المهنية والموضوعية على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة إلى هذا النوع من الأجر غير المرتبط بالأداء.

الذرائع المتعلقة بالاعتبارات المحاسبية

تتمثل أكثر الذرائع انتشاراً لتسويق عدم اعتماد الشركات خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة - أكان ذلك بفهرستها أم بربط استحقاقها بتحقيق أهداف محددة - في أن حسابات الشركات لا تشجع على اعتماد هذا النوع من الخيارات¹.

بحسب قواعد هيئة معايير الحسابات المالية، فإن الشركة التي تمنح موظفيها خيارات لشراء الأسهم ليست بحاجة لأن تدفع أي ضرائب أو رسوم على إيرادات تلك الخيارات في حال تحقق شرطين اثنين: (1) إذا جرى تثبيت سعر استخدام الأسهم على قيمة أكبر أو تساوي سعرها في السوق بتاريخ منح الخيارات؛ و(2) إذا كانت آجال الخيارات محددة سلفاً. وفي ظل هذه القواعد فإن الشركة التي تمنح مديريها خيارات الأسهم التقليدية ليست بحاجة لإدخال تلك الخيارات في حساباتها وطرحها من الإيرادات - لا عند إصدار الخيارات، ولا عند استخدامها من قبل المديرين، حين تحصل الشركات على خفض ضريبي يساوي ما يجنيه مديروها². فتكاليف خيارات الأسهم التقليدية التي تمنحها الشركة لموظفيها لا تظهر إذاً في أرقام الإيرادات التي تصرح عنها الشركة.

خلافاً للخيارات التقليدية لا تتمتع الخيارات المفهوسة بسعر تصرف ثابت، ولذلك فهي لا تدخل ضمن النطاق المعفى من الضرائب. وعلى الشركات التي تمنح خيارات مفهوسة أن تقارن باستمرار بين أسعار تلك الخيارات وأسعار أسهمها في السوق وأن تحجز ضريبة على الإيرادات المحققة الناتجة عن ارتفاع سعر السهم في السوق نسبة إلى سعر استخدام السهم المفهوس. من جهة أخرى تخضع الخيارات التي يرتبط استحقاقها بتحقيق أهداف محددة للمعاملة السلبية ذاتها فيما يتعلق بأسلوب إدارة حسابات الشركات التي تخضع لها خيارات الأسهم المفهوسة. إذاً، وبحسب المدافعين عن خيارات الأسهم التقليدية، فإن مجالس الإدارة تفضل هذه الخيارات التقليدية على الخيارات منقوصة ثمار المصادفة لأن الخيارات التقليدية تؤدي إلى أرقام أعلى لإيرادات الشركات المعلنة، ما قد يفضي بدوره إلى ارتفاع أسعار أسهم تلك الشركات في السوق³.

غير أن هذه الاعتبارات المحاسبية ليست قادرة على تقديم تفسير مناسب أو تسويق كاف لهذا الغياب شبه التام لخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. إننا نقبل بفكرة أن آلية تسعير الأسهم في السوق ليست بالآلية الفاعلة مائة بالمائة، ونتيجة لذلك فإنه من المحتمل أن يمنح المستثمرون الشركات التي تدخل خياراتها في حسابات ميزانياتها قيمة أدنى من القيمة التي يمنحونها للشركات التي تستعمل العدد ذاته من الخيارات لكنها لا تدخلها في حساباتها⁴. إذا كان الأمر كذلك، فإن الشركات التي تعتمد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة التي

ستضطر إلى إدخال تلك الخيارات في حسابات ميزانياتها ستكون أقل جذاباً للمستثمرين الذين تنقصهم النظرة العميقة للأمور من تلك الشركات التي تعتمد الخيارات التقليدية التي لا تدخل في حساباتها. ولكن حتى لو فرضنا جدلاً أن الأمر على هذا النحو، فإن ذلك لا يعني على الإطلاق أن غياب خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة من خطط تعويضات المديرين يعبر فعلاً عن مساومات على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة.

هناك شرطان اثنان يجب أن يتحققا قبل أن تؤدي المعاملة المحاسبية غير الموازية التي تحظى بها خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة إلى جعل تلك الخيارات غير جذابة لشركة من الشركات: (1) على السوق أن يظهر قدرًا كبيراً من عدم الكفاءة حتى يؤدي تحول تلك الشركة إلى الخيارات المفهوسة أو المشروطة بسوية محددة من الأداء إلى خفض واضح وقصير الأجل في سعر سهم الشركة في السوق (إذ إنه من المفترض على المدى الطويل أن يعبر سعر سهم الشركة في السوق عن قيمتها الحقيقية)؛ و(2) على الخسارة التي يسببها هذا الانخفاض القصير الأجل في سعر سهم الشركة في السوق ويتحملها المسهونون (الذين ربما يضطرون إلى بيع أسهمهم لحاجتهم إلى السيولة) أن تكون أكبر من الربح الذي يجلبه لهم اعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. ولما كنا لا نرى مسوغاً لكون هذين الشرطين محققين بالنسبة لجميع الشركات، فإنه من غير المنطقي أن تكون الاعتبارات المحاسبية هي السبب الحقيقي وراء هذا الغياب شبه الكامل للخيارات منقوصة ثمار المصادفة من خطط تعويضات المديرين.

تجدر الإشارة هنا إلى أن أصحاب مؤسسات الاستثمار ومستشاريهم من الخبراء لا يشاركون الجهاز التنفيذي هذه النظرة السلبية إلى الخيارات المفهوسة. وبالفعل، فإن مراكز خدمات حملة الأسهم المؤسسية الذين تسمع نصائحها من قبل عدد كبير من أصحاب مؤسسات الاستثمار، وكذلك مجلس أصحاب المؤسسات الاستثمارية الذي يمثل أكثر من 130 صندوقاً تقاعدياً، دعت إلى اعتماد خيارات الأسهم المفهوسة على الرغم من أن هذه الخطوة من شأنها أن تخفض أرقام الإيرادات المعلنة⁵. كما أن مؤسسات استثمارية متنوعة أخرى دعمت أيضاً فهرسة خيارات الأسهم⁶.

إن أصحاب مؤسسات الاستثمار لا يوافقون أيضاً على الموقف السلبي الذي يتبناه المديرون من موضوع إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات؛ بل إنهم يرون في الواقع أن احتساب خيارات الأسهم في الميزانية إنما يصب في مصلحة حملة الأسهم بغض النظر عن طبيعة تلك الخيارات، أكانت منقوضة ثمار المصادفة أم لا. ففي عام 2002، شرعت مؤسسة TIAA-CREF الاستثمارية بالضغط على نحو 1700 شركة من كبرى الشركات العامة في السوق التي تمتلك فيها حصصاً، من أجل حثها على إدخال خيارات الأسهم التي تمنحها لموظفيها في حساباتها⁷. ومن جهته عبر مجلس مؤسسات الاستثمار أيضاً عن دعمه وتأييده لإدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات⁸. وفي عام 2003، لاقت نداءات مجالس حملة الأسهم التي تدعو إلى احتساب خيارات الأسهم في ميزانيات الشركات أكبر قدر من الدعم على مستوى حملة الأسهم عموماً بين تلك النداءات المتعلقة بالتعويضات التي عادة ما تصدر عن المجالس المختلفة لحملة الأسهم⁹.

وعلى إثر فضائح حوكمة الشركات التي بدأت في أواخر عام 2001، واستجابة للضغوط التي مارستها مؤسسات الاستثمار مثل مؤسسة TIAA-CREF، قررت مئات الشركات، بما فيها كوكا كولا و بانك ون و واشنطن بوست، البدء بإدخال خيارات أسهمها في حساباتها، وذلك في مسعى منها لاسترضاء حملة الأسهم. والأمر بالغ التعبير يتجسد في أن تلك الشركات، وبالرغم من أنها استجابت للضغوط وأدخلت خيارات الأسهم في حساباتها، إلا أنها لم تتحول إلى اعتماد شكل خيارات الأسهم منقوضة ثمار المصادفة - مع أن ذريعتهم في عدم اعتماد هذا الوجه من وجوه الخيارات، وهي عدم الرغبة بإدخالها في الحسابات، لم تعد صالحة على الإطلاق. ولما كان من المرجح أن يستمر المديرون في التأثير على نظام أجورهم، فإننا نتوقع أنه ما دامت الضغوط المفروضة على الشركات صغيرة باتجاه اعتماد خيارات الأسهم منقوضة ثمار المصادفة فإن تلك الشركات ستستمر في استخدام الخيارات التقليدية، حتى لو أدخلتها ضمن حساباتها وبغض النظر عما إذا كانت تقوم بذلك رغبة أم مكرهة. إن سلوك الشركات المتفق مع هذا التوقع إنما يعزز صحة الاعتقاد بأن الاعتبارات المحاسبية كانت مجرد ذريعة ولم تكن عائقاً حقيقياً في طريق اعتماد خيارات الأسهم منقوضة ثمار المصادفة.

ويبدو أن القاعدة التي يعتمد عليها تفسير الغياب الشامل لخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة بناء على اعتبارات محاسبية ستتلاشى تماماً في المستقبل. ففي آذار/مارس من عام 2004، أصدرت هيئة معايير الحسابات المالية الأمريكية مسودة مقترح قانون يلزم الشركات العامة بإدخال خيارات أسهمها في ميزانيات السنوات المالية التي تبدأ بعد 15 كانون الأول/ديسمبر 2004¹⁰. وبالرغم من الضغوط الكبيرة المعاكسة، إلا أنه من المحتمل أن تتجح هيئة معايير الحسابات المالية في فرض ذلك القانون. كما يحضّر الكونغرس لسن قانون يفرض إدخال الخيارات الممنوحة للمدير العام وأربعة من المديرين التنفيذيين الآخرين الأكبر أجراً في كل شركة في حسابات ميزانياتها، لكنه لا يجبر الشركة على القيام بذلك بالنسبة للخيارات الممنوحة لباقي الموظفين. وفي حال نجح تمرير هذا القانون في الكونغرس وبات على الشركات إدخال خيارات مديريها في حساباتها، فإن ذلك سيكون بمنزلة امتحان آخر لمدى قدرة ذريعة الاعتبار المحاسبية على تفسير الغياب التام لخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة من خطط تعويضات المديرين. وحينئذ سيدل إصرار الشركات على اعتماد الخيارات التقليدية، بالرغم من انعدام الأفضلية المحاسبية، على أن منطق الاعتبار المحاسبية لم يكن سوى غطاء لمنح المديرين تعويضات الخيارات بالشكل الذي يعطي مصالحهم الخاصة الأفضلية على مصالح حملة الأسهم.

المعركة الدائرة حول إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات

لقد بذل المديرون جهوداً كبيرة من أجل منع هيئة معايير الحسابات المالية من فرض إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات. وقد يكمن الدافع وراء تلك الجهود - جزئياً على الأقل - في مصلحة المديرين بأن يستمروا في الاستفادة من المزايا التي تقدمها لهم الخيارات التقليدية.

في علم المحاسبة، عندما تشتري شركة ما بطاقات سفر بالطائرة وتدفع ثمن تلك البطاقات على شكل خيارات أسهم في ملكية الشركة يتم التنازل عنها لصالح شركة الطيران، فإن قيمة تلك الخيارات ستدخل على شكل نفقات في حسابات الشركة. إن إدخال خيارات الأسهم تلك إلى حسابات الشركة أمر منطقي، إذ إن الشركة ستكون قد قدمت

شيئاً ذا قيمة في مقابل حصولها على بطاقات السفر. إن عملية التبادل هذه تكافئ في الواقع عملية تجارية من خطوتين: في الخطوة الأولى تبيع الشركة خيارات أسهمها لطرف ثالث، وفي الثانية تشتري البطاقات بما حصلت عليه من مال في الخطوة الأولى.

غير أنه قد كان مسموحاً حتى الآن للشركات ألا تدخل خيارات الأسهم الممنوحة لبعض موظفيها الكبار في حساباتها، وتلك كانت الخيارات التي تحقق شرطين اثنين: (1) أن يكون سعر استخدامها ثابتاً ويساوي على الأقل سعر السهم في السوق بتاريخ منحها، و(2) أن يكون لها آجال محددة. أثناء العقد الماضي حاول الإصلاحيون الضغط باتجاه إدخال جميع خيارات الأسهم الممنوحة للموظفين في حسابات الشركات، غير أن المديرين لعبوا دوراً كبيراً في إحباط هذه المحاولات. في منتصف التسعينيات من القرن الماضي سعت هيئة معايير الحسابات المالية إلى إدخال جميع التعويضات المبنية على ملكية الأسهم في حسابات الشركات، وذلك بالاعتماد على قاعدة منطقية و متماسكة - على نحو يتفق والطريقة الراهنة التي تعامل بها الخيارات المفهرسة والخيارات المشروطة بتحقيق أهداف محددة¹¹. إلا أن ممانعة حامية أجبرت هيئة معايير الحسابات المالية على إيقاف مساعيها هذه¹². و عوضاً عن ذلك ألزمت الهيئة الشركات التي لا تدخل خيارات الأسهم في حساباتها بأن تكشف عن كلفة خيارات الأسهم الممنوحة لموظفيها على هوامش بياناتها المالية¹³. وبعد فضائح حوكمة الشركات جدد الإصلاحيون جهودهم وحققوا على ما يبدو بعض الإنجازات، إذ من المتوقع أن تغدو الشركات مرغمة، بأقل تقدير، على إدخال خيارات الأسهم الممنوحة لمديري الصف الأول من حيث الأجر في حساباتها. غير أن المديرين قد أظهروا تصميماً كبيراً في مجابهة أي توجه نحو احتساب خيارات أسهمهم، وقد وظفوا الكثير من الوقت والجهد ورأس المال السياسي من أجل الحيلولة دون حصول ذلك.

يدّعي المديرون أن كفاهم الشديد ضد إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات إنما يستند إلى أن احتساب خيارات الأسهم سيؤدي إلى خفض الإيرادات المعلنة، وتالياً إلى انخفاض سعر السهم، ما يعني في المحصلة إلحاق الضرر بحملة الأسهم. ولما كانت خيارات الأسهم الممنوحة باتت الآن تساوي مبالغ طائلة من المال، فإن احتسابها في الميزانية سيترك أثراً كبيراً على الحد الأدنى لإيرادات الشركات. فبينما كان احتساب خيارات الأسهم عام

1992، سيخفض الإيرادات بنسبة 2-3 بالمائة¹⁴. ارتفعت تلك النسبة على نحو ملحوظ بعد عقد من الزمن¹⁵، حتى بات احتساب خيارات الأسهم في بعض الحالات، شركة سيسكو على سبيل المثال، من شأنه أن يقلب أرباح الشركات المعلنة إلى خسائر.

لقد بات مفروضاً على الشركات في الوقت الراهن أن يدونوا القيم المكافئة لخيارات الأسهم التي يمنحونها لموظفيهم على هوامش بياناتهم المالية، فغدت تلك القيم متاحة للمهتمين في السوق. لكن المديرين يشددون على أن المتعاملين في السوق لا يعيرون تلك الهوامش أي انتباه، بل يركزون جل اهتمامهم على أرقام الإيرادات المعلنة. وبحسب رأيهم، فإن نقل هذه المعلومة من هوامش البيانات المالية للشركات إلى صلب تلك البيانات من شأنه أن يغير نظرة المستثمرين إلى تلك الشركات، ويسبب تالياً انخفاض أسعار أسهمها في السوق، ويدفعها إلى خفض اعتمادها على خيارات الأسهم.

إننا ننظر إلى ادعاءات المديرين تلك بعين الشك. فأولاً وقبل كل شيء تلزم هيئة معايير الحسابات المالية جميع الشركات بإدخال خيارات أسهمها في حساباتها، لا شركات بعينها دون سواها، الأمر الذي يعني أنه حتى لو كانت أسواق البورصة على درجة كافية من عدم الكفاءة لكي تقوم الشركة التي تلجأ طوعاً إلى احتساب خيارات أسهمها في ميزانيتها بأقل مما تقيّم شركة أخرى مماثلة تماماً ما خلا أنها لا تحتسب خيارات أسهمها ولا تظهرها صراحة في ميزانيتها بل تضعها على هامش بيانها المالي، إذاً حتى حينئذ فإن شمولية الإلزام وتطبيقه على جميع الشركات يبطل احتمال المواجهة بين شركة تحتسب خيارات أسهمها وأخرى تمتنع عن ذلك. إضافة إلى ذلك، إذا كان احتساب الخيارات التقليدية أمراً ضرورياً من أجل الشفافية في السوق وعدم إخفاء كلفة تلك الخيارات، فإن من غير المنطقي الاعتقاد بأن احتساب الخيارات سيدفع الشركات إلى العزوف عن اعتمادها والاستفادة منها في خطط تعويضاتها، بل إن ذلك الاحتساب سيدفع الشركات إلى التقليل من الاستفادة من تلك الخيارات فقط في الحالات التي تتجاوز فيها كلفة تلك الخيارات (المعترف بها حديثاً) الأرباح التي يدرها توظيفها على حملة الأسهم.

وفي جميع الأحوال، فإن النقطة الأساسية التي نود التركيز عليها هنا تتمثل في أن الحملة التي يشنها المديرون على إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات إنما تخدم

مصالحهم الخاصة في الحفاظ على ترتيبات التعويض المنحازة بوضوح لصالحهم. وعلى وجه التحديد يمكننا ذكر أمرين أساسيين يدفعان المديرين الذين يسعون لتوقيع عقود عمل جديدة إلى رفض إدخال خيارات الأسهم التي سيحصلون عليها في حسابات شركاتهم.

الأمر الأول يتمثل في أن احتساب الخيارات سيدخل قدرأ أكبر من الشفافية إلى نظام الأجر المرتبط بخيارات الأسهم ويجعل كلفتها جلية وواضحة لشريحة أوسع من المراقبين الخارجيين. وعلى اعتبار أن بعض المستثمرين، كما يدعي المديرون أنفسهم، يعيرون اهتماماً أكبر للبنود الواردة في البيان المالي من الاهتمام الذي يعيرونه للبنود المدرجة على هامش البيان، فإن احتساب الخيارات وإدخالها في الميزانية سيلفت نظر المستثمرين إلى كلفة خيارات الأسهم الممنوحة للموظفين عموماً، بما فيها تلك الخاصة بالمديرين. ولما كانت الخيارات الممنوحة للشريحة العليا من المديرين تشكل جزءاً أساسياً من مجموع خيارات الأسهم الممنوحة للموظفين عموماً¹⁶، فإن احتساب الخيارات من شأنه أن يبرز كلفة الخيارات الممنوحة للمديرين ويعريها أمام حملة الأسهم، ما قد يشكل ضغطاً على مصممي خطط التعويضات باتجاه خفض حجم الخيارات الأكثر كلفة التي لا ينتج عنها زيادة حقيقية في قيمة رأس مال المساهمين.

لقد أثبتت دراسة قامت بها باتريشا ديتشوف و أمي هاتسون وريتشارد سلون أن معارضة المديرين لإدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات إنما تتبع في جزء كبير منها من اعتبارات تمويهية محضة¹⁷. فقد وجدت تلك الدراسة درجة واضحة من الترابط بين معارضة أي شركة لمسعى هيئة معايير الحسابات المالية نحو إدخال الخيارات في الحسابات في منتصف التسعينيات من القرن الماضي من جهة، وحجم التعويضات التي يحصل عليها المديرون في تلك الشركة وكذلك نسبة تعويضات المديرين المدفوعة على شكل خيارات من جهة أخرى. وعلى العكس من ذلك لم يجد القائمون على الدراسة أي إثبات على أن إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات يزيد فعلياً من كلفة خلق رؤوس الأموال الجديدة. خلصت الدراسة إلى أن المديرين إنما كانوا يروجون لذريعة «كلفة خلق رأس المال» بهدف إخفاء قلقهم من أن إدخال خيارات الأسهم في الحسابات سيلفت الانتباه إلى الحجم الحقيقي لتعويضاتهم.

أما الأمر الثاني الذي يدفع المديرين إلى رفض إدخال خيارات الأسهم الممنوحة لهم في حسابات شركاتهم فيتمثل في أن احتساب خيارات الأسهم التقليدية من شأنه أن يحرمهم من أحد أهم مسوغاتهم لرفض أي نوع من التحول باتجاه خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، ألا وهو ما يسوقونه دائماً من أن مثل ذلك التحول سيخفض من أرقام الإيرادات المعلنة للشركة. لكن، إذا ما جرى احتساب جميع أشكال خيارات الأسهم، فإن ما ينتج عن احتساب الخيارات منقوصة ثمار المصادفة ينتج أيضاً عن احتساب الخيارات التقليدية. وكنتيجه لذلك فإن ذريعة الاعتبارات المحاسبية التي تساق ضد اعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة ستتلاشى تماماً حينئذ، ما من شأنه أن يعري وعلى نحو محرر للمديرين حقيقة أن انحيازهم إلى شكل الخيارات التقليدي إنما ينطلق من مصالح شخصية صرفة.

ولو كانت تحفظات المديرين على مبدأ الاحتساب والحملات التي يشنونها ضده مدفوعة فعلاً من حرصهم على مصلحة حملة الأسهم، لضغطوا أيضاً ضد احتساب الخيارات المفهرسة والخيارات المشروطة بجودة أداء المديرين، ولما ركزوا على الخيارات التقليدية فقط. فليس ثمة مسوغ مالي منطقي يدعو إلى احتساب الخيارات المرتبطة بالأداء دون أن يدعو في الوقت عينه إلى احتساب الخيارات التقليدية؛ بل إن الخيارات منقوصة ثمار المصادفة تثقل كاهل حملة الأسهم بكلفة أقل من الخيارات التقليدية؛ لأن احتمال عدم استخدام تلك الخيارات أكبر من احتمال عدم استخدام الخيارات التقليدية. ومع ذلك فإن المديرين الذين يظهرون معارضة شرسة لاحتساب الخيارات التقليدية لا يبدون أي اندفاع نحو معاملة الخيارات منقوصة ثمار المصادفة بطريقة مشابهة. إن سعي المديرين إلى الحفاظ على الأفضلية المحاسبية للخيارات التقليدية على أشكال الخيارات الأخرى إنما يصب في مصلتهم الشخصية. ولا شك أن المساواة بين جميع أنواع الخيارات فيما يتعلق بالاعتبارات المحاسبية من شأنه أن يبطل أي حجة أو ذريعة محاسبية تثار ضد الخيارات منقوصة ثمار المصادفة؛ بل إن تلك المساواة قد تصب حقيقة في صالح حملة الأسهم، بيد أنها وبكل تأكيد ستضر بالمصالح الشخصية للمديرين.

هل الخيارات التقليدية فاعلة بالرغم من كل شيء؟

يرى خبراء الاقتصاد المالي عادة أن أثر كشف كلفة الخيارات على سعر السهم في السوق لا يرتبط بكيفية تقديم تلك المعلومة في البيانات المالية المتاحة للعموم، ما يعني بعبارة أخرى أنه من غير المهم إن كانت كلفة تلك الخيارات مُدونة في هامش البيان المالي أم في صلبه. لذلك فقد بحث أولئك الخبراء عن حجج وذرائع غير تلك المرتكزة على الاعتبارات المحاسبية من أجل تسويغ اعتماد الخيارات التقليدية التي لا تفلتر ثمار المصادفة. لكن وكما سنرى لاحقاً، فإن أياً من تلك المسوغات والذرائع والحجج لن ينجح في إعطاء تفسير مقنع لغياب خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة من خطط تعويضات المديرين على نحو شبه تام.

ترتكز الذريعة الأولى على ارتفاع تكاليف وضع خطط التعويضات، حيث يدعي بعض خبراء الاقتصاد أن تصميم وإدارة خطط التعويضات التي تستبعد آثار تغيرات السوق أو القطاع الاقتصادي على أسعار الأسهم والخيارات أمر باهظ التكاليف¹⁸. غير أن التكاليف الضرورية لإدارة تلك الخطط لا تذكر بالمقارنة مع حجم الأموال التي تتم إدارتها عبرها. هناك بداية طيف واسع ومتعدد من المؤشرات المتعلقة بالسوق ككل أو بالقطاعات الاقتصادية المتعددة، تنشر في مجلة وول ستريت جورنال يومياً وهي متاحة إلكترونياً وعلى نحو مباشر على مواقع كثيرة في شبكة الإنترنت. إضافة إلى ذلك فإن قوانين الأوراق المالية بحد ذاتها تطالب شركات الأسهم العامة بأن تقوم أداءها الاقتصادي في السوق قياساً إلى مؤشرات الحقل الاقتصادي الذي تعمل ضمنه والفرع الذي تنتمي إليه وكذلك بالمقارنة مع نظيراتها من الشركات الأخرى المنافسة، وبأن تنشر ذلك التقويم على نحو دوري منتظم¹⁹. باختصار، إن جميع المعلومات اللازمة لفهرسة الخيارات متاحة وميسرة ولا يتطلب إدخالها إلى خطط الخيارات سوى القليل من الكلف الإضافية.

الذريعة الثانية تدعي وجوب تفادي التأثير في قرارات المديرين حول الدخول في قطاعات اقتصادية جديدة وعدم حرف أو تشويه تلك القرارات. يرى بعض خبراء الاقتصاد أن مكافأة المديرين على ارتفاع أسعار أسهم شركاتهم الناتج عن تطورات عامة في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه شركاتهم إنما يدفعهم في الاتجاه المطلوب الذي يصب في مصلحة حملة

الأسهم. فالقطاع الذي تنتمي إليه أي شركة، كما تقول هذه الذريعة، ليس من ثوابتها؛ بل إن القرارات التي يتخذها المديرون قد تؤثر على انتمائها وتموضعها في السوق. لذلك فإن الاستجابة المثلى لتردي حال الحقل الاقتصادي الذي تعمل فيه أي شركة يمكن أن يتمثل في التحول إلى حقول عمل أخرى أحسن حالاً²⁰. وإن تحفيز المديرين للسير في هذا الطريق لا يتم فقط بمكافأتهم على حسن أداء شركتهم قياساً إلى أداء القطاع الذي تنتمي إليه، بل على حسن أداء القطاع ككل أيضاً. إضافة إلى ذلك، تتابع تلك الذريعة، فإن خيارات الأسهم المفهومة وفق مؤشرات القطاع الذي تنتمي إليه الشركة لا تفشل فقط في تحفيز مديريها لدخول قطاعات أخرى مربحة جداً؛ بل إنها تقدم لهم حافزاً غريباً ومستهجناً للبقاء في قطاع يتراجع عموماً لمجرد أن يكون أداء شركتهم النسبي في ذلك القطاع أفضل من أدائها النسبي المتوقع في قطاع آخر أكثر ربحاً من القطاع الراهن²¹.

لكن، حتى لو أقررنا بصحة وسلامة تقديم الحوافز للمديرين لدفعهم إلى اتخاذ القرار السديد فيما يختص بتوجيه الشركة نحو القطاع الاقتصادي الأكثر ربحاً، وذلك أثناء مكافأتهم على حسن أداء القطاع الذي تنتمي إليه، فإنه ما من مسوغ لمكافأتهم على حسن أداء السوق بكامله. من هنا فإنه بمقدور الشركات التي ترغب في تحفيز مديريها للتوجه إلى قطاعات أكثر ربحاً أن تعتمد إلى استبعاد أثر تغيرات السوق ككل على خيارات أسهمها والإبقاء على أثر تغيرات القطاع، وذلك عن طريق فهرسة خياراتها وفق مؤشرات تعبر عن أداء السوق عموماً دون النظر إلى أداء القطاع الذي تنتمي إليه. باختصار، إن الاعتبارات المتعلقة بتغيير تموضع الشركة في السوق غير قادرة على تسويغ ندرة اعتماد أي وجه من وجوه خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة في خطط تعويضات المديرين.

ترتكز الذريعة الثالثة على فكرة التخفيف من حدة المنافسة ضمن الحقل الاقتصادي الذي تعمل فيه الشركة. تحاول هذه الذريعة اللجوء إلى اعتبارات استراتيجية حول فكرة المنافسة من أجل تفسير الغياب شبه الكامل لخيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة من خطط تعويضات المديرين. إن الخيارات التقليدية، وأثناء مكافأة المديرين على تحسن أداء سهم الشركة المتعلق بأداء الحقل الاقتصادي الذي تعمل ضمنه الشركة، تربط على نحو غير مباشر بين تعويضات المديرين في شركة ما وأداء منافسيها من الشركات الأخرى في الحقل

الاقتصادي عينه. ويذهب بعض خبراء الاقتصاد إلى القول إن هذا الربط غير المباشر بين أجر مديري الشركات وأداء منافسيها من الشركات الأخرى إنما يصب في صالح حملة الأسهم، وذلك أثناء تخفيف حدة المنافسة، ما يسمح بدوره لجميع الشركات في الحقل الاقتصادي الواحد بتحقيق المزيد من الأرباح²².

لكن واقع الأمر لا يشير إلى أن جميع الشركات تعمل في أسواق يصح فيها هذا النوع من التواطؤ الضمني؛ بل إن ما نجده على أرض الواقع من مؤشرات واضحة فيما يتعلق بالاعتماد الصريح لخطط الحوافز السنوية على ما يسمى «تقويم الأداء النسبي» (ولو لم يكن بالقدر الكافي) يتعارض مع هذه الذريعة الاستراتيجية. ففي الخطط التي تعتمد تقويم الأداء النسبي يجري تفضيل المقارنات ضمن الحقل الاقتصادي الواحد على تلك المقارنات التي تتجاوز الحقل الواحد لتشمل حقولاً أخرى أيضاً²³. وبالرغم من أن المزايا المحتملة لتخفيف حدة التنافس قد تجعل من ربط أجر مديري بعض الشركات بأداء الشركات المنافسة الأخرى في الحقل الاقتصادي الذي تعمل ضمنه أمراً مرغوباً فيه، إلا أنها لا يمكن أن تسوغ الغياب شبه التام للخيارات المفهسة وفق مؤشرات القطاع الاقتصادي الأوسع، ولا يمكن أن تفسر الفشل الكبير للشركات في إبعاد آثار تقلبات السوق الواسعة على خطط تعويضات المديرين. من هنا يمكننا القول: إن نظرية التواطؤ الضمني غير قادرة هي الأخرى على تسويق فشل الشركات شبه الكامل في إبعاد ثمار المصادفة عن خطط تعويضات المديرين.

تعتمد الذريعة الرابعة على محاولة ثني المديرين عن المجازفة في فرض تغييرات سريعة ومخالفة لتطور السوق على أسعار أسهم شركاتهم. لقد قدم ساول ليفمور ذريعة «التغييرات فائقة المجازفة» لتسويق لجوء الشركات إلى الخيارات التقليدية. وبحسب هذه الذريعة، فإن الخيارات المفهسة من شأنها أن تشجع المديرين على الابتعاد بأسعار أسهم شركاتهم عن مسار أسهم السوق عموماً، وذلك بهدف جعل خيارات الأسهم التي يمتلكونها رابحة²⁴. وهذا ما قد يجعل المديرين يضيعون فرص تنفيذ أفضل المشروعات والاستراتيجيات التي تصب في صالح الشركة وينجرون وراء مشروعات واستراتيجيات أخرى تحمل في طياتها مخاطر وتغييرات كبيرة في أسعار أسهم شركاتهم نسبة إلى أسعار أسهم السوق سعياً خلف مصالحهم الخاصة.

حتى لو صح أن الفهرسة تدفع المديرين بالفعل إلى المزيد من المجازفة، إلا أنه لا يوجد أي مؤشر واضح على أن ذلك الاستعداد للمجازفة يضعف قدرتهم على اتخاذ القرارات السليمة. في غياب خيارات الأسهم، يمكن القول: إن المديرين الذين يهابون المجازفة قد لا يجازفون بالقدر الذي تستدعيه مصلحة حملة الأسهم. وهنا يأتي دور ملكية خيارات الأسهم التي تكافئ المديرين على قراراتهم الشجاعة وتصحح ذلك الخلل المتمثل في امتناع المديرين عن اتخاذ القرارات التي تتطلب الشجاعة والمجازفة الصحية. لكن ما من سبب مقنع يدفعنا للاعتقاد بأن الخيارات المفهرسة ستدفع المديرين في المحصلة إلى اتخاذ القرارات الخطأ عندما يبادرون إلى اتخاذ القرارات الجريئة، بل ليس هناك أي سبب على الإطلاق يقنعنا بأن المكاسب التي توفرها الخيارات التقليدية بالقياس مع الخيارات المفهرسة هي بذلك الحجم الذي يسوغ ما تتضمنه الخيارات التقليدية من حجم كبير لثمار المصادفة التي يحصدها المديرون. وأخيراً، فحتى لو كان الأثر الذي تحدث عنه ليفمور في غير صالح حملة الأسهم وكبيراً إلى الحد الذي يسوغ رفض بعض الشركات للخيارات المفهرسة، فمن غير المرجح أن يكون الأمر كذلك بالنسبة لجميع الشركات عموماً.

تقوم الذريعة الخامسة على أهمية العمل على الاحتفاظ بالمديرين العامين في مدد النمو السريع في سوق الأسهم. لقد تقدم تشارلز هيملبيرغ وغلين هابارد بنظرية جديدة لتسويق اعتماد الخيارات التقليدية تقول إن تلك الخيارات توفر وسيلة مريحة وفاعلة للاحتفاظ بالمديرين الموهوبين في أوقات النمو السريع للسوق²⁵. لقد وجد الباحثان في دراستهما ترابطاً بين حجم تعويضات المديرين العامين وحجم الأرباح المحققة. ويرأي الباحثين، فإن هذا الترابط إنما ينتج عن عدم مرونة سوق العمل في توفير الخبرات وتزويد الشركات بأشخاص قادرين على إدارة الشركات العامة²⁶. وكلما ازداد السوق نمواً، هكذا يرى الباحثان، ارتفع الطلب على المديرين، وارتفع معه حجم تعويضات المديرين العامين من أجل الاحتفاظ بهم وعدم التفريط بخبراتهم. ولما كانت أرباح الخيارات التقليدية ترتكز أساساً على ارتفاعات أسعار الأسهم المدفوعة بتغيرات السوق، فإنها تمتلك آلية داخلية لرفع الأجر تلقائياً مع ارتفاع أسعار أسهم السوق.

حتى لو كان من المطلوب اعتماد آلية تلقائية لرفع أجر المديرين مع ارتفاع أسعار أسهم السوق في أوقات نموه السريع وذلك من أجل الاحتفاظ بالمديرين المميزين وعدم التفريط بخبراتهم، فإن الخيارات التقليدية لا تفي بالغرض. صحيح أن الخيارات التقليدية تزيد من أرباح المديرين في أوقات النمو السريع للسوق، غير أن الجزء الأكبر من تلك الأرباح - وهي الأرباح التي تدرها عليهم خياراتهم المستحقة سابقاً - لا تأثير له في تحفيز المديرين على البقاء في الشركات التي يعملون فيها راهناً؛ إذ إنهم بتركهم شركاتهم لا يخسرون حقهم في التصرف بخياراتهم المستحقة سابقاً.

لنأخذ على سبيل المثال شركة توقع عقداً مع مديرها العام تمنحه بموجبه خيارات تستحق تدريجياً على مدى ثلاث سنوات. ولنفترض أن الشركة تتوقع حدوث ارتفاع ملحوظ في أسعار الأسهم في السوق بعد سنتين من توقيع العقد، ما سيشكل حافزاً للمدير العام للذهاب إلى شركة تدفع له أجراً أكبر، ولذلك فإن الشركة ترغب في تطبيق خطة تقدم للمدير حافزاً أقوى لكي يبقى في الشركة. ربما ترى الشركة أنها عندما تقدم للمدير خيارات تقليدية ترتفع قيمتها بنمو أسعار الأسهم في السوق، فإنها تقدم له الحافز الكافي للبقاء في الشركة. لكن مع بداية العام الثالث، حيث سيكون السوق قد شهد نمواً ملحوظاً، وحيث من المتوقع أن يفكر المدير بالذهاب إلى شركة أخرى، يكون هذا المدير قد ضمن حقه بثلاث الخيارات المقدمة له. وبينما تكون قيمة الخيارات المستحقة حينئذ قد نمت على نحو ملحوظ وبما يتفق مع نمو السوق، فإن هذا النمو لن يكون له أي تأثير على قرار المدير بالبقاء في الشركة أم بتركها.

إن ارتفاع قيمة الخيارات التي لم تستحق بعد في نهاية السنة الثانية قد يشكل حافزاً للمدير لكي يبقى سنة أخرى على أبعاد تقدير، حتى تستحق تلك الخيارات أيضاً. لكن من المثير للانتباه أن سي إدوارد في و تشارلز هادلوك قد وجدوا أنه في ظل ممارسات التعويضات الراهنة، ليس هناك من علاقة تربط بين حجم ما قد يخسره المدير بذهابه إلى شركة أخرى واحتمال ذهابه فعلاً إلى تلك الشركة²⁷. أما سبب ذلك فيعود برأيهما إلى أن صاحب العمل الجديد عادة ما يبدي رغبته في تعويض أي خسارة تنتج عن ترك المدير لمكان عمله السابق. وإضافة إلى ذلك فقد وجد في و هادلوك أن رغبة صاحب العمل الجديد في توقيع العقد مع المدير الجديد لا ترتبط بحجم التعويض الذي يجب عليه دفعه له بمقابل تركه

مكان عمله القديم. إذاً فحتى الخيارات غير المستحقة التي يمتلكها المديرون لا تحفزهم في الغالب على البقاء في أماكن عملهم.

وإذا ما افترضنا أنه من الجيد أن تكون هناك آلية داخلية من ضمن خطة التعويضات تضمن ارتفاع أرباح المديرين في أوقات النمو السريع للسوق، فإن اعتماد الخيارات منقوصة ثمار المصادفة لتلك الغاية من شأنه أن يقدم حوافز أقوى مما تقدمه الخيارات التقليدية. صحيح أن الخيارات التقليدية تضمن للمديرين تعويضات أكبر في أوقات النمو السريع للسوق من تلك التي تضمنها خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، إلا أن ذلك الفارق في حجم التعويضات يأتي في مجمله على شكل قيمة منفصلة تماماً عن الأداء. إذاً فالخيارات التقليدية لا تقدم شيئاً من شأنه أن يقوي حوافز المديرين لإنتاج المزيد من القيمة، بل إن تقديم حزمة من الخيارات منقوصة ثمار المصادفة على دفعات متعددة تغطي كامل مدة عقد المدير من شأنه أن يشكل آلية داخلية أكثر فاعلية لتقديم الحوافز للمدير كي يبقى في منصبه. ومع نمو السوق يحصل المدير على المزيد من الخيارات منقوصة ثمار المصادفة التي لن تستحق إلا بعد مدة من الزمن، الأمر الذي سيدعو المدير للبقاء في مكان عمله إذا ما أراد الاستفادة من خياراته التي يمتلكها.

تعتمد الذريعة السادسة على فكرة خفض تكاليف تعويض خسائر المديرين. يدعي بعض خبراء الاقتصاد أن الخيارات التي تخضع للفهرسة النظامية العادية (أي الخيارات التي يتم تصحيح سعر استخدامها قياساً إلى مؤشر أسعار الأسهم في القطاع أو السوق) من شأنها أن تمثل مجازفة إضافية كبيرة بالنسبة للمديرين الذين يهابون المجازفة، إذ إن احتمال ألا يستفيدوا منها كبير جداً. لقد خلص كيثن مورفي في تقرير له إلى أن احتمال أن يعود أي سهم على صاحبه بربح فائض يزيد عن ربح مؤشر السوق لا يتجاوز 50 بالمئة، في حين إن هناك احتمالاً يتعدى 80 بالمئة أن يتجاوز سعر السهم الواحد في السوق، في نهاية مدة صلاحية خيارات الأسهم التقليدية الصالحة لمدة عشر سنوات، سعر استخدام تلك الخيارات، ما يعني أن احتمال ربح خيارات الأسهم التقليدية أكبر بوضوح من احتمال ربح الخيارات المفهرسة²⁸. لذلك، ودائماً وفق هذه الذريعة، فإن المديرين الذين يهابون المجازفة سيطلبون بقيمة متوقعة أعلى للخيارات المفهرسة نظامياً والمعرضة عليهم من

القيمة التي يمكن أن يقبلوا بها من الخيارات التقليدية البديلة. وما يصح بالنسبة للخيارات المفهرسة نظامياً يصح أيضاً بالنسبة للخيارات المشروطة بتحقيق أهداف محددة.

غير أن تدني احتمال الربح لا يشكل نتيجة حتمية لاعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. فصحيح أن فهرسة الخيارات بناء على مؤشر السوق أو القطاع الاقتصادي من شأنه أن يقلل من احتمالات ربحها، لكن فهرسة الخيارات نظامياً - كما سبق أن ذكرنا - ليست الإمكانية الوحيدة للفهرسة. فبوسع المرء أن يختار شكلاً معتدلاً من أشكال الفهرسة يضمن للمدير الربح في خياراته حتى لو لم يكن أداء شركته أفضل من متوسط أداء نظيراتها. وفي الواقع بوسع المرء أن يصمم خطة خيارات مفهرسة تضمن احتمال الربح ذاته الذي تضمنه الخيارات التقليدية.

لنفترض على سبيل المثال أن احتمال ربح الخيارات التقليدية التي مدتها عشر سنوات يبلغ 80 بالمائة، وأن المطلوب تصميم خيارات مفهرسة لمدير عام شركة (أ) بناء على مؤشر القطاع الاقتصادي، مدتها عشر سنوات واحتمال ربحها يبلغ 80 بالمائة أيضاً. وعلى فرض أن القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه شركة (أ) يتألف من عشر شركات أخرى، فإنه من الممكن الآن ربط استخدام الخيارات الممنوحة لمدير عام شركة (أ) بتحقيق نتائج أفضل من نتائج ثاني أسوأ شركة في القطاع. عندئذ ستكون خيارات مدير عام شركة (أ) مربحة في حال كانت شركته من بين أفضل ثماني شركات في قطاعها الاقتصادي الذي يضم عشر شركات. (وبالطبع سيكون ربح الخيارات أكبر كلما تحسن ترتيب الشركة (أ) ضمن القطاع). لهذا النوع من أنواع الخيارات المفهرسة احتمال الربح ذاته الذي تتمتع به الخيارات التقليدية، لكنه يقدم حوافز أقوى من الحوافز التي تقدمها الخيارات التقليدي، وذلك أثناء تعزيز ربط التعويضات المقدمة لمدير عام الشركة بالقيمة التي يضيفها إلى قيمتها الأصلية التي تأتي نتيجة لجهوده الخاصة.

إضافة إلى ذلك، حتى لو اعتبرت الخيارات المفهرسة نظامياً الشكل الوحيد المتاح بين أشكال الخيارات منقوصة ثمار المصادفة، فإن مهابة المجازفة لدى المديرين بمفردها لا يمكن أن تفسر الغياب شبه التام لتلك الخيارات من خطط التعويضات التي تعتمدها الشركات العامة. بالطبع قد يطلب المدير العام، إذا ما عرضت عليه خيارات مفهرسة

عوضاً عن الخيارات التقليدية، زيادة في القيمة المتوقعة لتلك الخيارات من أجل تعويض خطر الخسارة في تلك الخيارات. وليس من المستبعد أن يرضى المسهونون بتسوية كهذه في بعض الشركات على الأقل. لكن من المستبعد جداً أن يكون المديرون العامون في جميع الشركات العامة تقريباً يهابون المجازفة إلى ذلك الحد الذي يطالبون معه بسوية عالية جداً من التعويضات تتجاوز أرباح حملة الأسهم الناتجة عن اعتماد خطط الخيارات المفهرسة. إذا فذريعة خفض تكاليف تعويض خسائر المديرين الناتجة عن الخيارات المفهرسة لا يمكنها على الإطلاق تقديم تفسير منطقي لهذه الندرة في اعتماد تلك الخيارات في خطط تعويضات المديرين.

تركز الذريعة السابعة على أن للمديرين مصلحة بالاستثمار في سلة واسعة الطيف من الأسهم المتنوعة في السوق. من المعروف أن الخيارات التقليدية تكافئ المديرين على أي ارتفاع في سعر سهم شركتهم، أكان ذلك لأسباب تتعلق بالشركة عينها أم لأسباب تتعلق بالقطاع أو السوق بأكمله. ولقد كانت المشكلة التي ركزنا عليها نقاشنا فيما تقدم أن تعويضات المديرين المرتبطة بأداء القطاع أو السوق ليس لها أي علاقة بأدائهم الفعلي. ومما حير خبراء الاقتصاد أيضاً في مسألة الاعتماد الواسع للخيارات التقليدية في خطط تعويضات المديرين أن ربط تعويضات المديرين بأداء القطاع أو السوق من شأنه أن يعرضهم لمخاطر السوق. وإذا ما انطلقنا من أن المديرين يهابون المجازفة، ومن أنهم لهذا السبب يقومون بالتعويضات المحفوظة بالمخاطر بأقل مما يقومون سواها من التعويضات، فإنه من الأوفر على الشركات -على الأقل في عالم خال من الضرائب- أن تمنح مديريها خيارات مفهرسة ومبالغ نقدية تساوي قيمة خياراتهم التقليدية في السوق عوضاً عن منحهم تلك الخيارات.

غير أن بعض خبراء الاقتصاد يرى أن المديرين قد يرغبون في الواقع بالاستثمار في سلة واسعة الطيف من الأسهم المتنوعة في السوق، وأنهم إذا ما منحوا مبالغ نقدية، فسيستثمرونها في سلة كهذه²⁹. من هذا المنظار فإن منح المديرين خيارات تقليدية لا يدعو إلى الحيرة أكثر من منحهم خيارات مفهرسة بالإضافة إلى مبالغ نقدية كبيرة. وبالفعل عندما نتطرق من أن المديرين في الغالب سيستثمرون أموالهم في سلة واسعة الطيف من الأسهم المتنوعة في السوق، يغدو من الأسهل منحهم التعويضات على نحو خيارات تقليدية ترتبط بطبيعتها بتقلبات السوق ككل.

ليس لدينا مشكلة مع هذا التحليل. فمِنح الخيارات التقليدية لا يشكل بالنسبة إلينا لغزاً أكبر مما يشكله منحهم حزمة من الخيارات المفهرسة ومبلغاً نقدياً كبيراً جداً. غير أن النمو الكبير في تعويضات المديرين على مدى العقد المنصرم قد جرى تسويغه في كثير من الأحيان على أساس أنه ضروري من أجل تقديم الحوافز للمديرين لكي يحسنوا أداءهم. وقد نجح هذا التسويغ في جعل المستثمرين يقبلون بهذا النمو الكبير في حجم تعويضات المديرين، وما كانوا سيقبلون به لو كان على شكل مبالغ نقدية. إن ما نريد أن نؤكد عليه هنا هو ببساطة أن الجزء الأكبر من قيمة الخيارات التقليدية المقدمة للمديرين - التي كان ينظر إليها على نطاق واسع بوصفها أجراً مرتبطاً بالأداء - هو في الواقع أجر منفصل تماماً عن الأداء.

أما الذريعة الثامنة فتقوم على فرضية توفير الضرائب. يرى ديفيد شايزر أن الخيارات التقليدية تتمتع في بعض الحالات بأفضلية ضريبية على الخيارات المفهرسة³⁰. يذكرنا شايزر بأن الشركات منذ 1994، لم يعد بإمكانها الاستفادة من الخصم الضريبي على تعويضات المديرين التي تتجاوز في قيمتها عتبة المليون \$ ما لم تكن مرتبطة بالأداء³¹. وعلى العموم ينظر إلى خيارات الأسهم، سواء أكانت تقليدية أم مفهرسة، باعتبارها تعويضات مرتبطة بالأداء³². لكن الخيارات التقليدية لا تفلتر تأثير تقلبات أسعار الأسهم، لا في الحقل الذي تعمل فيه الشركة ولا في السوق عامة، على حجم تعويضات المديرين. لذلك فهي تمنح المديرين قيمة مضافة كبيرة لا علاقة لها بأدائهم الفعلي. إذاً وبحسب نظرية شايزر، فإن الخيارات التقليدية قد تكون مفيدة بالنسبة للشركات التي تريد تحقيق هدفين اثنين في الوقت نفسه: (1) منح المديرين أجراً يخضع للخصم الضريبي مع أنه غير مرتبط بأدائهم الفعلي، و(2) منح ذلك الأجر على شكل حقوق لشراء الأسهم في السوق.

إن الطرح الذي يقدمه شايزر يقرب بأن جزءاً أساسياً من التعويضات الممنوحة على شكل خيارات تقليدية لا يرتبط بأداء المديرين، وما يود التركيز عليه يتمثل ببساطة في أنه إذا كان المطلوب تقديم أجر للمديرين غير مرتبط بأدائهم، فإن اعتماد الخيارات التقليدية يضمن للشركات على الأقل أن تستفيد من فرصة تطبيق الخصم الضريبي على تلك الخيارات.

لكنه لا يقدم أي سبب مقنع يسوغ منح المديرين تلك المبالغ طائلة من التعويضات التي لا تقدم لهم أي حوافز لتحسين أدائهم.

فضلاً عن ذلك، وكما لاحظ شايزر، فإن الشركات قد تفادت إلى حد بعيد اعتماد الخيارات المفهرسة، حتى قبل أن تغدو الخيارات التقليدية وسيلة لدفع التعويضات المعفاة من الضرائب للمديرين دون ربطها بأدائهم الفعلي - أي قبل عام 1994 حين لم يكن هناك أي سقف للتعويضات التي يمكن إدراجها ضمن نطاق الخصم الضريبي. ومن ناحية أخرى فإن هناك عدداً كبيراً من الشركات التي لا تدفع ضريبة على دخلها، ومن البديهي ألا تعنيها فرصة الخصم الضريبي على تعويضات مديريها. من هنا يمكننا القول إن ذريعة شايزر القائمة على نظرية الخصم الضريبي لا يمكنها أن تفسر الاعتماد الحصري لجميع الشركات تقريباً على الخيارات التقليدية بعد العام 1994.

إنه لأمر مدهش فعلاً أن نرى هذا القدر الكبير من الطاقة الفكرية يهدر من أجل اختراع الذرائع والمسوغات للقول: إن غياب خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة إنما يصب في مصلحة حملة الأسهم، وأنه لذلك يتفق مع مبدأ التفاوض على مطال الذراع بين المديرين ومجلس الإدارة. أما خبراء الاقتصاد المالي الذين لم تقنعهم تلك الذرائع والمسوغات فقد عدوا ببساطة أن هذا الانتشار الواسع للخيارات التقليدية «يستحق المزيد من البحث». إن الاعتقاد بأن المزيد من البحث سيوصلنا إلى تفسير مقنع يظهر فاعلية وكفاءة الخيارات التقليدية، إنما يعكس مدى التأثير الهائل الذي ما فتئ نموذج المساومة على مطال الذراع يمتلكه في علم الاقتصاد المالي. فبالنسبة للكثيرين ممن ارتووا من أسس ومبادئ هذا العلم، من الصعب القبول باحتمال كون ترتيبات التعويضات المعمول بها ليست بالضرورة نتيجة للمساومة على مطال الذراع وبأن تلك الترتيبات قد لا تصب فعلاً في صالح حملة الأسهم.

obeikandi.com

المزيد عن ثمار المصادفة في التعويضات القائمة على حقوق الملكية

13

إن خطط [الخيارات العائمة] تمثل أجراً يدفع لمالكها لقاء مجرد انقضاء الزمن

وارن بوفيت، 1998

نتابع في هذا الفصل مناقشتنا لتلك السمة المثيرة للعجب التي تتمتع بها الخيارات التقليدية القائمة على حقوق الملكية، ألا وهي استقلالها التام عن الأداء. سنستأنف نقاشنا بسرد ثلاث ممارسات ذات صلة بالتعويضات القائمة على خيارات الأسهم وتتسم جميعها بأنها غير مرتبطة بأداء المديرين المستفيدين منها: (1) استعمال ما يسمى «الخيارات العائمة» بطريقة شبه موحدة؛ (2) إعادة تسعير الخيارات وما يسمى «إعادة تسعير الخيارات من الباب الخلفي» عندما ينخفض سعر سهم الشركة؛ و(3) تقديم ميزة «إعادة الشحن» التي تمكن المديرين من اغتنام فرص الاهتزازات السريعة والشديدة في أسعار أسهم خياراتهم. ننهي هذا الفصل بمناقشة ما يسمى «ملكية الأسهم المقيدة» وبتقديم تفسير لحقيقة أن الاعتماد المتزايد على ذلك النوع من التعويضات بدلاً عن التعويضات القائمة على خيارات الأسهم سيؤدي في المحصلة إلى زيادة ثمار المصادفة التي يجنيها المديرون لا إلى إنقاصها.

الخيارات العائمة

لغز الشكل الموحد للخيارات المعتمد في جميع الشركات تقريباً

من المفترض أن تقدم الخيارات؛ للمديرين حوافز مالية تحثهم ليس فقط على بذل الجهد ولكن أيضاً على اتخاذ القرارات المناسبة لصالح الشركة¹. فالمديرون على العموم أشخاص يهابون المجازفة والتغيير، لذلك فإنهم قد يترددون في اتخاذ القرارات التي تصب

في مصلحة حملة الأسهم ولكنها محفوفة بقدر من المجازفة يتخطى القدر الذي يرتاحون له. وهنا يأتي دور الخيارات؛ إذ يُعتقد أنها تعمل في الاتجاه المعاكس لهذا الميل السائد لدى المديرين أثناء تقديم الحوافز المالية لهم لحثهم على المزيد من الجرأة والمجازفة في اتخاذ القرارات الحاسمة. أما مدى تحفيز الخيارات للمديرين ودفعهم باتجاه اتخاذ القرارات الجريئة فيعتمد جزئياً على سعر استخدام الخيارات. وهكذا فإن أسعار استخدام الخيارات المبالغ في ارتفاعها أو انخفاضها تدفع المديرين إلى المبالغة في المجازفة أو المبالغة في التحفظ. من هنا تتحدد كفاءة كلفة الخيارات على حملة الأسهم ومدى فاعليتها لتحقيق مصلحتهم بسعر الاستخدام المحدد لتلك الخيارات.

من غير المستغرب أن يكون سعر الاستخدام الأمثل للخيارات في حالة معينة مرتبطاً بعدد كبير من العوامل². وقد أظهرت دراسات عدة منشورة في أدبيات علم الاقتصاد المالي أنه من المستبعد جداً أن تثبت خطة خيارات واحدة كفاءتها في جميع الحالات. تعتمد الحوافز التي تخلقها خطة خيارات معينة على عوامل متنوعة خاصة بصاحب الخيارات، مثل طبيعة سلة الأسهم التي يفضلها وطبيعة المجازفات التي يميل إليها³. في الوقت ذاته هناك عوامل أخرى مرتبطة بالشركة، مثل فرص النمو وأعباء الديون على سبيل المثال، تلعب أيضاً دورها في تحديد الحوافز المطلوب خلقها عن طريق الخيارات الممنوحة⁴. إلى جانب اختلاف هذه العوامل من شركة لأخرى فإنها قد تختلف أيضاً بالنسبة لشركة واحدة من وقت لآخر. لذلك ما من سبب منطقي يجعلنا نتوقع أن سعر الاستخدام الأمثل والأكثر كفاءة لاستخدام الخيارات هو ذاته بالنسبة لجميع المديرين تقريباً وفي كل الشركات وفي كل الأوقات.

وبرغم ذلك فقد أظهرت دراسة تحليلية لخيارات الأسهم الممنوحة للمديرين العامين في ألف شركة أمريكية كبرى عام 1992 أن أكثر من 95 بالمئة من تلك الخيارات هي من نوع الخيارات العائمة (أي بسعر استخدام يساوي سعر السهم في السوق بتاريخ منح تلك الخيارات)⁵. لقد عبر براين هول و كيثن مور في عن استغرابهما الشديد لاعتماد هذا الشكل شبه الموحد من خيارات الأسهم والذي بقي سائداً حتى الآن، واصفين ذلك بأنه أمر «مذهل»⁶. ومع ظهور بعض الحراك في السنوات القليلة الماضية باتجاه نوع آخر من خيارات الأسهم يتجاوز سعر استخدامها سعر السهم في السوق بتاريخ منحها (خيارات السعر المرتفع)، فإنه

يبقى حراكاً بطيئاً ودون مستوى التوقعات. في أوائل العام 2004 أثارت شركة آي بي إم على سبيل المثال الكثير من الانتباه بإعلانها أنها ستباشر منح كبار مديريها خيارات يتجاوز سعر استخدامها سعر السهم في السوق بتاريخ منحها بمقدار 10 بالمائة⁷. لكن الشركات التي تعتمد هذا النوع من خيارات السعر المرتفع لا يتجاوز عددها عدد أصابع اليد الواحدة⁸.

من الممكن إرجاع الغياب شبه التام لخيارات السعر المنخفض (أي بسعر استخدام أقل من سعر السهم في السوق بتاريخ منحها) إلى القوانين الضريبية والمحاسبية. فالمادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية لا تنظر إلى هذا النوع من الخيارات بصفته نوعاً من التعويض المرتبط بالأداء، ولذلك فهي لا تدخل ضمن حيز الخصم الضريبي في حال تخطى مجموع التعويضات غير المرتبطة بالأداء التي يتقاضاها المدير عتبة المليون \$ سنوياً. بالإضافة إلى ذلك فإن خيارات السعر المنخفض تدخل في حسابات الشركات في مقابل الإيرادات على عكس الخيارات العائمة وخيارات السعر المرتفع.

لكن، لا القوانين الضريبية ولا القوانين المحاسبية يمكنها أن تفسر لماذا 5 بالمائة فقط من الشركات تعتمد نوع خيارات السعر المرتفع⁹. وليس هناك من سبب مقنع يجعلنا ننظر إلى هذا النوع من الخيارات على أنه غير فاعل في جميع الحالات تقريباً، إذ إن هناك احتمالاً واقعياً في أن تتحول خيارات السعر المرتفع (الخاسرة) إلى خيارات بسعر منخفض (رابحة) إذا ما كان أداء الشركة جيداً بالمقارنة مع نظيراتها. أما الخيارات العائمة فمن المرجح أن تتحول مع مرور الوقت وفي ظروف النمو المطرد لأسعار السوق إلى نوع خيارات السعر المنخفض.

وكما لاحظ براين هول وآخرون فإن خيارات السعر المرتفع عادة ما تؤدي إلى ارتباط أقوى بين الأجر والأداء من الارتباط الذي ينتج عن الخيارات التقليدية¹⁰. وهناك مؤشرات واقعية تسمح بالاعتقاد بأن منح المديرين خيارات بسعر مرتفع عوضاً عن الخيارات العائمة سيؤدي عموماً إلى زيادة قيمة الشركة¹¹. إذاً فمن المستبعد جداً أن تكون خيارات السعر المرتفع غير فاعلة في جميع الحالات تقريباً. وبحسب هول فإن الغياب شبه التام لخيارات السعر المرتفع يبدو محيراً جداً إذا ما أخذنا بعين الاعتبار ميزات الواضحة فيما يتعلق بربط الأجر بالأداء¹².

إن سعر الاستخدام المعتمد من قبل جميع الشركات عموماً يبيد في الواقع تجانساً غريباً وعلى محورين اثنين: (1) فكل شركة تعتمد سعر الاستخدام ذاته لجميع خيارات الأسهم المقدمة للعاملين فيها، بغض النظر عن موعد استحقاقها ومدة صلاحيتها؛ و(2) جميع الشركات تقريباً تعتمد الطريقة ذاتها في تحديد سعر استخدام خياراتها، وذلك بجعله مساوياً لسعر السهم في السوق بتاريخ منح الخيارات. وفي حين دار نقاش واسع حول تجانس سعر الاستخدام على المحور الثاني، لم يتطرق أحد إلى ذلك التجانس الغريب على المحور الأول في سعر استخدام الخيارات ضمن الشركة الواحدة بغض النظر عن موعد استحقاقها، باستثناء عدد قليل جداً من المحللين.

لما كان متوسط أسعار الأسهم في السوق يرتفع مع مرور الزمن، فإن الخيارات الممنوحة بالسعر الراهن من المتوقع أن تتحول في وقت لاحق إلى خيارات بسعر منخفض عملياً، وأن تخلق حوافز مشابهة لتلك التي تخلقها الخيارات التي منحت بسعر منخفض أصلاً. إضافة إلى ذلك فإن حقيقة تفوق سعر السهم في السوق على سعر استخدام الخيارات ستغدو مع مرور الزمن أقل دلالة على مدى كفاءة المديرين في تحقيق زيادة فعلية في رأسمال حملة الأسهم منذ أن منحوا تلك الخيارات. فالمديرون الذين يحصلون على خيارات عائمة بأجل ينتهي بعد عشر سنوات سيحققون أرباحاً صافية ما دامت أسعار الأسهم سترتفع اسمياً على مدى عشر السنوات. وكنتيجة لذلك بوسع المديرين أن يحصدوا ربحاً محققاً حتى لو كانت الأرباح الحقيقية للمساهمين ضحلة جداً وحتى لو انقلبت تلك الأرباح فعلياً إلى خسائر.

لقد أعلنت شركة أبل على سبيل المثال في تقرير قدمته في آذار/ مارس من العام 2001، إلى هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية أنها منحت مديرها العام ستيفن جوبز في السنة المنصرمة خيارات لشراء أسهمها بقيمة 20 مليون \$. ووفق تقديرات الشركة، فإن قيمة خيارات السيد جوبز ستبلغ في نهاية أجلها \$548,317,503 إذا ما ارتفع سعر سهم الشركة في السوق بمعدل 5 بالمئة سنوياً (وهو معدل أقل من المعدل الوسطي لارتفاع أسعار أسهم البورصة فيما مضى وأقل من نسبة العوائد الممنوحة على سندات الشركة طويلة الأمد في ذلك الوقت)¹³.

تتمثل إحدى الطرائق الكثيرة الممكنة لخفض هذه الأرباح السهلة والضخمة في تحديد سعر استخدام للخيارات يرتفع مع مرور الزمن بنسبة محددة ومتفق عليها سلفاً. فالخيارات الممنوحة بسعر استخدام يساوي السعر الراهن للأسهم في السوق التي تستحق بعد مضي خمس سنوات، سيكون سعر استخدامها الحقيقي حين استحقاقها أقل جداً من سعر سهم الشركة حينئذ. لتفادي مثل هذا «التأكل» يمكن تصحيح سعر استخدام الخيارات بما يتناسب مع التضخم الحاصل بمرور الزمن. هناك طيف واسع من أساليب تصحيح سعر استخدام الخيارات مع مرور الزمن، منها على سبيل المثال، أن يرتفع سعر الاستخدام سنوياً بنسبة معدل الفائدة على سندات الخزنة. وبالفعل فقد بدأت شركات عدة في أستراليا ونيوزيلندا باعتماد خيارات يرتفع سعر استخدامها مع تقدم الزمن¹⁴. أما في الولايات المتحدة فلم تبد مجالس الإدارة اهتماماً يذكر بجعل أسعار استخدام الخيارات تابعاً للزمن الذي يفصل بين تاريخ منح الخيارات وتاريخ استخدامها.

لسنا الآن في صدد تحديد الأسلوب الأمثل لتحديد سعر استخدام الخيارات وتصحيحه، إن اقتضى الأمر، أثناء مدة صلاحية تلك الخيارات. فالسعر الأمثل لاستخدام الخيارات قد يتغير من حالة لأخرى ومن وقت لآخر، وذلك تبعاً لعوامل عدة منها المكافئ الزمني للمال ونسبة التضخم على سبيل المثال. إن الأمر الذي نهدف إلى التأكيد عليه هنا هو أنه ما من سبب منطقي مقنع يجعلنا نتوقع أن القيمة المثلى لسعر استخدام الخيارات هي ذاتها بالنسبة لجميع الشركات وجميع المديرين وفي كل الأزمان وجميع تواريخ الاستخدام.

التفسير المرتكز إلى نفوذ وسلطة المديرين

لما كان من المنطقي الاعتقاد بأن سعر الاستخدام الأمثل الذي يعظم القيمة يختلف باختلاف مدة الاستحقاق ويتغير من شركة لأخرى، فإن التجانس الحالي السائد لسعر الاستخدام على هذين المحورين (محور مدة الاستحقاق ومحور الشركات) يشكل لغزاً كبيراً بالنسبة لأولئك المقتنعين بمبدأ المساومة على مطال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. غير أن هذا التجانس لا يشكل لغزاً على الإطلاق عندما نأخذ سلطة ونفوذ المديرين بعين الاعتبار. فحينئذ يمكننا القول إن مجالس الإدارة لم تكن تبحث عن سعر الاستخدام

الأمثل لتعظيم قيمة رأسمال حملة الأسهم، بل إنها كانت تبحث، على العكس من ذلك، عن سعر استخدام يعظم ربح المديرين، أي عن أخفض سعر استخدام ممكن في كل حالة من الحالات وبما يتفق مع الضوابط الأخرى التي تتحكم في عملية تحديد ذلك السعر.

تقدم خيارات الأسهم العائمة الحل الأمثل الذي يدر على المديرين أكبر قدر من الأرباح بأقل قدر من السخط من جانب حملة الأسهم. إذا انطلقنا من عدد محدد من خيارات الأسهم، فإن مصلحة المديرين تقتضي تحديد سعر الاستخدام أدنى ما يمكن، فأى خفض في سعر استخدام الخيارات يعني ربحاً بالمقدار ذاته في الوقت الذي تتحول فيه تلك الخيارات إلى نوع خيارات السعر المنخفض أي عندما تصبح خيارات رابحة. من هنا فإن المديرين يفضلون ذلك النوع من الخيارات التي يتحدد سعر استخدامها منخفضاً قدر المستطاع لكن دون أن يسبب ذلك سخطاً لدى حملة الأسهم.

إن منح المديرين خيارات بسعر منخفض (أي بسعر استخدام أدنى من سعر السهم في السوق بتاريخ منح الخيارات) قد يستدعي سخطاً واستنكاراً لأسباب عدة. فبالرغم من أن الخيارات العائمة أيضاً ربما تكافئ المديرين على سوء أدائهم، فإن هذا التناقض سيبرز أكثر في حال اعتماد خيارات السعر المنخفض. وعلاوة على ذلك فإن خيارات السعر المنخفض لا تعد من «التعويضات المرتبطة بالأداء»، ولا تدخل تالياً ضمن حيز الخصم الضريبي المنصوص عليه في المادة 162(m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية¹⁵، ومن هنا قد يفهم اعتمادها على أنه موجه ضد مصلحة حملة الأسهم بصورة فاضحة. وأخيراً فإن خيارات السعر المنخفض يجب إدخالها في حسابات الشركات، وإذا ما اعتمدت شركة ما هذا النوع من الخيارات لا يبقى بمقدورها التذرع بحجة الاعتبارات المحاسبية من أجل رفض اعتماد الخيارات منقوصة ثمار المصادفة. إذ أفا اعتماد خيارات السعر المنخفض من شأنه أن يقوض أحد أهم المسوغات التي تسوقها الشركات من أجل رفض اعتماد الخيارات منقوصة ثمار المصادفة.

نفهم إذاً من النقاش السابق لماذا لا يلجأ مصممو خطط الخيارات إلى اعتماد نوع خيارات السعر المنخفض في خططهم. غير أن شطب هذا النوع من أنواع الخيارات يترك

أمام المصممين إمكانات أخرى عديدة لتحديد سعر استخدام خيارات الأسهم، إما بما يساوي سعر السهم بتاريخ منح الخيارات وإما بأعلى منه بمقادير مختلفة. من بين تلك الإمكانيات يبقى سعر الاستخدام المساوي لسعر السهم بتاريخ منح الخيارات أدنى أسعار الاستخدام المتاحة. ومن جهة أخرى ربما يجد اختيار هذا النوع من أنواع الخيارات (العائمة) مسوغه المقبول ظاهرياً: فالمدير بهذه الطريقة لا يجني الأرباح إلا إذا حقق سعر السهم في السوق ارتفاعاً صافياً قياساً إلى سعره بتاريخ المنح؛ وإضافة إلى ذلك فإن هذا النوع من الخيارات قد يكون فاعلاً في بعض الحالات وضمن شروط محددة. إن تقاطع رغبة المديرين المؤكدة في الحصول على أدنى سعر استخدام ممكن لخياراتهم مع شرط ألا يكون سعر الاستخدام أدنى من سعر سهم الشركة بتاريخ المنح، يقدم تفسيراً مباشراً لحقيقة اعتماد نوع الخيارات العائمة في جميع الحالات تقريباً، وذلك بغض النظر عن موعد استحقاق الخيارات وأجالها والظروف الاقتصادية السائدة في السوق وخصوصية الشركة المانحة للخيارات والسمات الشخصية الخاصة للمدير المعني.

تقدم الخيارات العائمة للمديرين قدراً كبيراً جداً من ثمار المصادفة، حتى لو كان سعر السهم بتاريخ المنح يعبر فعلاً عن قيمته الحقيقية في ذلك الوقت. غير أن المجال متاح أمامهم لزيادة حجم ثمار المصادفة أثناء انتقاء التوقيت الاستراتيجي المناسب لمنح الخيارات أو لنشر المعلومات حول الأداء الاقتصادي للشركة. فالمديرون يتمتعون بسلطة ونفوذ يخولانهم تحديد زمن نشر بيانات الشركة المالية وكذلك تحديد زمن منح الخيارات، وبوسعهم أن يوظفوا لعبة التوقيت هذه بما يرفع احتمال أن يكون سعر السهم في تاريخ منح الخيارات أدنى من سعره الحقيقي. وبالطبع فإن خفض سعر السهم بتاريخ منح الخيارات يعني انخفاض سعر الاستخدام، الأمر الذي يعني زيادة أرباح مالك الخيارات عندما يستخدم خياراته في وقت لاحق. إذاً يمكننا القول إن المديرين عموماً يحصلون على خياراتهم بسعر استخدام أدنى وسطيّاً من السعر الحقيقي لأسهم الشركة في تاريخ المنح، الأمر الذي يؤمن لهم ربحاً أعلى.

منحت شركة سيبل سيستمز على سبيل المثال في 17 نيسان/أبريل عام 2001 اثنين من كبار مديريها 600,000 خيار لشراء أسهمها، وقد حددت سعر استخدام تلك الخيارات

مساوياً لسعر سهم الشركة عند انتهاء التداول في السوق في ذلك اليوم والذي بلغ \$33¹⁶. بعد إغلاق السوق يوم 18 نيسان/أبريل كشفت الشركة عن ارتفاع كبير في قيم أرباحها ومبيعاتها في الربع الأول من العام. بالطبع أدت تلك المعلومات إلى قفزة كبيرة في سعر سهم الشركة، حيث بلغ سعر السهم في اليوم التالي لإعلان المعلومات أي يوم 19 نيسان/أبريل \$46. لو أن تلك المعلومات كانت قد أعلنت قبل انتهاء التداول يوم 17 نيسان/أبريل - أو لو تم تأجيل منح الخيارات إلى يوم 19 نيسان/أبريل - لكان المديران حصلوا على خيارتهما بسعر استخدام أعلى من السعر الذي حصلوا عليه بقيمة \$13. إن شركة سيبل سيستمز، عبر منحها مديريها تلك الخيارات قبيل الكشف عن تلك المعلومات المهمة مباشرة، قد منحتها خفضاً في سعر استخدام كل خيار من الخيارات الـ 600,000 بمقدار \$13 - ما شكل ربحاً محققاً قارب الثمانية ملايين \$.

بالطبع لا يمكن اعتبار تتابع تلك الأحداث إثباتاً قانونياً على ارتكاب مديري شركة سيبل أي جرم في حق حملة أسهم الشركة. فقد يكون تاريخ منح الخيارات وتاريخ كشف المعلومات قد جرى تحديدهما سلفاً منذ زمن بعيد وقبل أن يستطيع أحد التكهن بأن هذا التوقيت سيصدر على مديري شركة سيبل هذا الحجم الكبير من ثمار المصادفة بملايين الدولارات. فمن الناحية النظرية من الممكن أن تكون تلك الثمار قد سقطت بمحض المصادفة. غير أن دراسات عدة قد وجدت ارتباطاً منهجياً بين تواريخ منح الخيارات وتواريخ كشف البيانات المالية لكثير من الشركات¹⁷. وقد خلصت تلك الدراسات إلى النتيجة التالية: إن الشركات عموماً تميل إلى الإعلان عن الأخبار السيئة قبيل منح خيارات الأسهم لمديريها وتؤجل الإعلان عن الأخبار الجيدة إلى ما بعد تاريخ المنح.

تركز الدراسة التي قام بها ديفيد يرماك على تصاريح الإيرادات التي عادة ما تعلن في أوقات محددة وموزعة على مدار العام. لقد وجد يرماك أن احتمال منح المديرين خيارات الأسهم قبل الإعلان عن أرقام الإيرادات المشجعة أكبر من احتمال منح الخيارات قبل الإعلان عن التصاريح غير المشجعة، واستنتج أن للمديرين تأثيراً واضحاً على لجنة منح التعويضات يجعلها تمنحهم الخيارات في الوقت المناسب، أي عندما يعرفون سلفاً أن

قيم الإيرادات التي ستعلن بعد وقت قصير ستكون إيجابية ومشجعة ومن المرجح أن تدفع بسعر السهم إلى الارتفاع. بهذا يكون المديرون قد حصلوا على نوع خيارات السعر منخفض بهيئة الخيارات العائمة. إضافة إلى ذلك خلصت دراسة يرمك أيضاً، وبما يتفق مع الرؤية المستندة إلى نفوذ المديرين وسلطتهم، إلى أنه كلما زادت سلطة المديرين العاملين داخل مجالس الإدارة، زادت معها قدرتهم على استحصال تخفيضات أكبر على أسعار استخدام خياراتهم.

ألقى ديفيد أبودي وروم كاشزنيك نظرة فاحصة على تلك الشركات التي تحدد سلفاً تواريخ منح خياراتها - أي تلك الشركات التي لا يبدو للمديرين فيها أي سلطة على تحديد موعد حصولهم على خياراتهم. وجد الباحثان أن المديرين كانوا يتحكمون بمواعيد نشر المعطيات الاقتصادية حول أداء شركاتهم على نحو ينتج عنه انخفاض في أسعار الأسهم قبل تاريخ حصولهم على خياراتهم العائمة¹⁸. فعلى سبيل المثال، كان المديرون يدفعون باتجاه تأخير الإعلان عن الأخبار الجيدة إلى ما بعد حصولهم على خياراتهم. وبحسب دراسة أخرى قام بها ستيفن بلسم و هوادجينغ تشن و سرينيفاسان سانكاراغوروسوامي، فإن بعض المديرين كانوا يتلاعبون بأرقام إيرادات الشركة لكي ينتج عن ذلك انخفاض في سعر سهم الشركة في الوقت المناسب قبيل حصولهم على خياراتهم¹⁹. إضافة إلى ذلك كان بعض المديرين يضحمون الاستحقاقات المتراكمة التي من شأنها خفض أرباح الشركة المتراكمة قبل حلول مواعيد منح الخيارات.

وكما هي الحال بالنسبة للمديرين الذين يمتلكون سلطة تحديد وقت حصولهم على خياراتهم، فإن أولئك الذين يتحكمون بمواعيد نشر المعطيات الاقتصادية حول أداء شركاتهم ويتلاعبون بحجم الاستحقاقات المترتبة عليها، يحصلون أيضاً على خيارات بسعر استخدام أدنى من القيمة الحقيقية لسهم الشركة بتاريخ المنح. وفي كلتا الحالتين يؤدي تأثير المديرين إلى تفاقم ظاهرة الفصل بين الأجر المقدم للمديرين على شكل خيارات عائمة من ناحية وأداء المديرين من ناحية أخرى.

إعادة التسعير وإعادة التسعير من الباب الخلفي

لقد رأينا كيف أن الخيارات العائمة تسمح للمديرين بالاستفادة من أرباح أسهم السوق في أوقات نموه بغض النظر عن أدائهم الفعلي. ننتقل الآن لنلقي نظرة على ما يحدث عندما ينخفض سعر السهم في السوق إلى ما دون سعر استخدام الخيارات. وعلى عكس ما قد يتوقعه المرء، فإن الشركات لا تترك المديرين خاليي اليدين في مثل هذه الحالات، بل إنها تلجأ إما إلى إعادة تسعير الخيارات الخاسرة وإما إلى القيام بما يمكن تسميته «إعادة التسعير من الباب الخلفي»، وذلك عبر إصدار خيارات جديدة بسعر استخدام أدنى من الخيارات القديمة. إن آمال المديرين في حصولهم على تعويضات في مثل هذه الحالات قد فاقمت من ظاهرة ضعف الارتباط بين الأجر المقدم للمديرين على شكل خيارات أسهم وسوية أدائهم الفعلي.

مكافأة المديرين عندما تنخفض أسعار الأسهم في السوق

حتى أواخر التسعينيات من القرن الماضي كانت الوسيلة الوحيدة المتاحة أمام الشركات لتعويض مديريها عن خسائر خياراتهم بفعل انخفاض أسعار الأسهم في السوق، الذي يجعل تلك الخيارات خاسرة (أي من نوع خيارات السعر المرتفع) هي خفض سعر استخدام تلك الخيارات. قام ميناخيم برينر و رانغاراجان سوندارام و ديفيد يرماك بدراسة قاعدة معطيات مديري الشركات المدرجة على مؤشر إس & بي بين العامين 1992 و 1995، ووجدوا أن نسبة 1.3 بالمائة من المديرين في كل سنة من سنوات الدراسة قد مُنحوا إعادة تسعير لخياراتهم²⁰. من بين حالات إعادة التسعير البالغ عددها 806 حالات، وجد الباحثون أن سعر الاستخدام قد جرى خفضه في جميع الحالات ما عدا حالتين اثنتين، وكانت نسبة الخفض الوسطية 39 بالمائة²¹.

تجدر الملاحظة أن مؤشر إس & بي 500 قد ارتفع بنسبة 50 بالمائة أثناء مدة الدراسة، دون أن تسجل أي حالة خسارة تذكر للشركات. ولا شك في أن حالات إعادة التسعير كانت ستكون أكثر كثيراً لو لم ينم سوق الأسهم بهذه السرعة وبهذا الثبات على مدى حقبة الدراسة.

منذ أن ألزمت هيئة معايير الحسابات المالية الأمريكية جميع الشركات باحتساب خيارات أسهمها التي تجري إعادة تسعيرها بعد 15 كانون الأول/ديسمبر 2004، أصبحت الشركات أقل حماساً لإجراء إعادة التسعير²². لكنها وجدت طرقاً أخرى - أطلق عليها براين هول و توماس كنوكس اسم «إعادة التسعير من الباب الخلفي» - من أجل تحقيق النتائج عينها ودون الحاجة لاحتساب الخيارات في الميزانية²³.

عندما يقف المديرون حاملين خيارات قد غدت خاسرة (أي قد تحولت إلى خيارات بسعر مرتفع)، فإن الشركات تبادر عادة إلى إجراء عملية إعادة تسعير من الباب الخلفي، وذلك عبر إعادة ملء جعبة المديرين بخيارات جديدة بسعر استخدام أدنى. في بعض الحالات يجري حذف الخيارات القديمة الخاسرة ذات السعر المرتفع قبل منح الجديدة²⁴، وفي حالات أخرى يحتفظ المديرون بخياراتهم القديمة إلى جانب الجديدة. بالطبع يفضل المديرون الاحتفاظ بخياراتهم القديمة؛ إذ إنها ولو كانت «غارقة» أي خاسرة في الوقت الراهن، فهي لا تزال تحمل قيمة، وبخاصة إذا كانت مدة صلاحيتها لا تزال طويلة نسبياً. وعلى الرغم من أن الأشكال المتعددة لإعادة التسعير من الباب الخلفي تختلف بعض الشيء فيما بينها وعن شكل إعادة التسعير الاعتيادية، فإننا وبغرض التبسيط سنشير بعبارة إعادة التسعير إلى جميع الطرائق التي تهدف إلى منح قيمة إضافية للمديرين الذين أصبحت خياراتهم غارقة.

إن مشكلة جميع أشكال إعادة التسعير تتمثل في أنها تضعف الارتباط بين الأجر والأداء. وفي الواقع فإن إعادة التسعير لا تقصل فقط بين الأجر والأداء، بل إنها تكافئ عملياً الأداء السيئ. إن الأموال والتوقعات لدى المديرين بأن شركاتهم ستلجأ إلى وجهه من وجوه إعادة التسعير من أجل تعويضهم عما يلحق بهم من خسارة نتيجة لتراجع أسعار أسهمها في السوق، يضعف دون شك حوافز المديرين لتحسين أدائهم. فتتوقع المديرون أن شركاتهم ستعيد تسعير خياراتهم في حال هبوط أسهمها في السوق قد يولد لديهم حافزاً لأن يخلقوا انخفاضاً قصير الأمد في أسعار أسهم شركاتهم لكي يحصلوا على إعادة تسعير لخياراتهم. إذاً، عملية إعادة التسعير تقوض في المقام الأول مسوغ تقديم الحوافز الذي يستند إليه مبدأ تقديم خيارات الأسهم للمديرين²⁵.

يقول المدافعون عن مبدأ إعادة التسعير إن هذا الإجراء إنما يساعد الشركات على الاحتفاظ بمديريها وتحفيزهم عندما تهبط أسعار الأسهم إلى مستويات تجعل من خياراتهم الراهنة خاسرة (غارقة) جداً. ويضيفون: إنه على الرغم من أن إعادة التسعير اللاحقة قد تقوض الحوافز السابقة، فإن الشركات قد تجد أن الربح المتوقع من الاحتفاظ بمديريها وتحفيزهم قد يغطي على الخسارة السابقة الناتجة عن عملية إعادة التسعير. لكن المستغرب أن شركات كثيرة لجأت إلى عملية إعادة التسعير مع أن خيارات مديريها الراهنة لا تزال تمتلك قيمة لا بأس بها، فالخيارات الغارقة يمكن أن تحافظ على جزء كبير من قيمتها، في حال كانت آجالها طويلة وكان السوق متقلباً جداً²⁶. إذاً، مسوغ الاحتفاظ بالمديرين وتحفيزهم لا ينطبق على كثير من الشركات التي سارعت إلى إجراء عملية إعادة تسعير بعيد حدوث هبوط مفاجئ في أسعار السوق مباشرة. وبالفعل فالدراسة التي أجرتها ماري إلين كارتر و لوان لينتش لم تجد إثباتاً يذكر على أن إعادة تسعير الخيارات الغارقة من شأنه التأثير على قرار المديرين في ترك شركاتهم أو البقاء فيها²⁷. وحتى لو كانت عملية إعادة التسعير قد تؤثر في بعض الحالات إيجاباً على تحفيز المدير ليبقى في منصبه، فإنه من غير المؤكد أن الأثر الإيجابي المرجو من بقاء المدير في منصبه يستحق الكلفة الناتجة عن التحفيز السلبي للمدير ومكافأته على سوء أداء الشركة في السوق.

قد يرى المدافعون عن إعادة التسعير أن مسوغاتها قوية جداً في الحالات التي يتراجع فيها سعر سهم الشركة في السوق لأسباب عامة ناتجة عن تدهور حال السوق أو القطاع بأكمله وخارجة تماماً عن سلطة المديرين أنفسهم. ولما كان مثل هذا التراجع غير ناتج عن أفعال المديرين، فإن حمايتهم من تداعياته لا يضعف حوافزهم لتحسين أدائهم²⁸. غير أن إجراء إعادة تسعير خيارات الأسهم التقليدية على إثر تدهور أسعار السوق بغرض ضمان حقوق المديرين يبدو أسوأ من إجراء فهرسة الخيارات بالقياس إلى تحركات السوق في المقام الأول. إن اعتماد آلية فهرسة الخيارات التي تصحح أسعار استخدامها تلقائياً قياساً إلى تحركات السوق أو القطاع في الاتجاهين الصاعد والنازل من شأنه أن يضمن على العموم أمرين اثنين، وبخاصة في حال تدهور أحوال السوق: أولاً أن تبقى للخيارات قيمة فعلية، وثانياً ألا يتم إضعاف حوافز المديرين لتحسين أدائهم. فضلاً عن ذلك فإن هذا النوع

من الضمان (أي فهرسة الخيارات قياساً لمؤشرات السوق) هو بالتأكيد أقل كلفة وتعقيداً من اعتماد الخيارات التقليدية مصحوبة بعملية إعادة تسعير لاحقة لتلك الخيارات.

يبقى المديرون الذين يمتلكون خيارات مفهرسة قياساً لوسطي أداء السوق أو القطاع معزولين عن تقلبات السوق أو القطاع. وكنتيجة لذلك، ليس ثمة حاجة إلى تطبيق عملية إعادة تسعير خياراتهم بهدف حمايتهم في حالات التدهور العام في السوق أو القطاع. ففي حال حدوث مثل ذلك التدهور تستطيع الخيارات المفهرسة أن تعدل آثاره على نحو تلقائي، فتحمي المديرين من سوء الأداء الذي لا ذنب لهم فيه، بل إنها تكافئ المديرين الذين يظهرون أداءً جيداً قياساً إلى نظرائهم مهما تدهورت حالة السوق العامة.

في ظل الترتيبات الراهنة يحصل المديرون على خيارات تقليدية ويستفيدون من إعادة التسعير عندما يتطور السوق بعكس صالحهم. كنتيجة لذلك فإن المديرين يقطفون ثمار المصادفة الناتجة عن أي تطور إيجابي في السوق أو القطاع ويبقون في الوقت ذاته بمنأى عن أي أثر سلبي للتدهور العام في السوق أو القطاع. ومرة أخرى نجد المديرين في موقع يحسدون عليه عنوانه «ربح مضمون وخسارة مستحيلة». حين يرافق تدهور السوق عملية إعادة تسعير لخيارات المديرين ويتلوه صعود في أسعار الأسهم، يحقق المديرين أفضل الأرباح، إذ إنهم يجمعون ثمار المصادفة التي ستتهمر عليهم في مدة صعود طويلة للسوق تبدأ في القاع وتصل إلى الذروة. إن اعتماد الخيارات التقليدية مصحوبة بعملية إعادة التسعير يكلف الشركة أكثر كثيراً من اعتماد الخيارات المفهرسة ولا يقدم أي حوافز إضافية للمديرين لكي يعظموا قيمة حصص حملة الأسهم.

التفسير المرتكز إلى نفوذ وسلطة المديرين

لما كان توقع إعادة تسعير الخيارات من شأنه أن يضعف حوافز المديرين التي جرى خلقها عبر منح تلك الخيارات، فإن اندفاع الشركات إلى إعادة التسعير لا يتفق ومبدأ التفاوض أو المساومة على مطال الذراع. يمكن تسويغ عملية إعادة التسعير والنظر إليها بصفقتها وسيلة فاعلة لحماية المديرين في حالات تدهور السوق أو القطاع بوجه عام، ولكن فقط في ضوء اعتماد الخيارات التقليدية. غير أن هذا التسويغ ببساطة يظلم الخيارات المفهرسة ولا يفيها

حقها، وهذا ما يجعل فشل الشركات المستمر في اعتماد هذه الخيارات أكثر إثارة للعجب والحيرة. من هنا، ليس من المستغرب أن نرى تجمعات مصالح حملة الأسهم تعبر عن قلقها حيال ممارسة إعادة التسعير، بل تعارضها صراحة في بعض الأحيان²⁹.

غير أن هذه الممارسة يمكن شرحها بسهولة إذا ما نظرنا إليها من منظور سلطة ونفوذ المديرين. فبالرغم من أن الخيارات المفهرسة قادرة، وبكلفة أقل، على تقديم الجزء الأكبر من الميزات المحتملة لإعادة تسعير الخيارات التقليدية، فإن المديرين يفضلون إعادة تسعير الخيارات التقليدية على نحو واضح على الخيارات المفهرسة. فإجراء إعادة تسعير الخيارات التقليدية يمنحهم الفرصة مرتين لحصد المكاسب الخاصة، الأولى عند اعتماد الخيارات التقليدية العائمة، والثانية عند إجراء إعادة التسعير. وحتى الآن كان متاحاً لهم أن يقطفوا ثمار الفرصتين معاً.

تجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من أن آلية إعادة التسعير النمطية المعروفة قد لاقت معارضة متنامية من طرف حملة الأسهم³⁰، إلا أن نمط إعادة التسعير من الباب الخلفي قد بقي حتى الآن بمنأى عن ممانعتهم، وربما عن ملاحظتهم. لذلك كان باستطاعة الشركات حتى الآن أن تمارس سياسة إعادة التسعير في الظل ودون إثارة الكثير من الاهتمام الخارجي. عندما يحقق المديرون أرباحاً ضخمة من خياراتهم بفضل ارتفاع أسعار أسهم السوق بوجه عام، يكون من السهل تسويقها للمراقب الخارجي. ففي نهاية المطاف هنالك عقد بين الشركة ومديريها يقدم لهم الحوافز لتحسين أدائهم، وجميع أطراف العقد، بمن فيهم حملة الأسهم قد حققوا الربح، ولا تخطئ الشركة حينما تلتزم تطبيق العقود التي وقعتها مع المديرين. أما عندما تتراجع أسعار الأسهم في السوق، فإن تسويق إعادة تسعير الخيارات من الباب الخلفي يكون عبر الإشارة إلى حاجة الشركة للاحتفاظ بمديريها وتحفيزهم على البقاء في مواقعهم في هذه الأوقات الصعبة. وبالطبع فإن غياب الشكل النظامي المستهجن لآلية إعادة التسعير يسهل الأمر أكثر.

إن هذا التفسير المعتمد على سلطة ونفوذ المديرين يتفق وبعض الشواهد الواقعية من ممارسات الشركات اليومية. فقد وجد دونالد تشانس ورامان كومار وريببكا تود على سبيل المثال أن ممارسة إعادة التسعير أكثر انتشاراً في الشركات الصغيرة التي يركز فيها مجلس

الإدارة تحت سيطرة أشخاص من داخل الشركة التي تشهد تضارباً واضحاً في المصالح بين حملة الأسهم من جهة وممثليهم في إدارة الشركة من جهة أخرى³¹. في دراسة أخرى خلص برينر و سوندارام و يرماك إلى أن عملية إعادة التسعير لا تحدث في الواقع رداً على الاهتزازات التي تصيب حقولاً اقتصادية بأكملها، على الرغم من زعم المعنيين بالأمر بأنهم إنما يلجؤون إلى تلك العملية لتفادي معاقبة المديرين على تطورات عامة خارجة عن سيطرتهم.³² بل إن الواقع يعاكس تلك المزاعم ويظهر أن إعادة التسعير عادة ما ترتبط بأداء سيئ للشركة دون سواها ولأسباب خاصة بها. إذاً فإعادة التسعير هي في الواقع آلية لمكافحة المديرين على أدائهم السيئ. من بين الشواهد الواقعية الأخرى على أن إعادة التسعير هي نتيجة لنفوذ المديرين في مجالس الإدارة دراستان أخريان، واحدة قام بها تشانس و كومار و تود والأخرى أجرتها ماري إلين كارتر و لوان لينتس، أظهرتا بدورهما أن إعادة التسعير ليست مدفوعة بعوامل تتعلق بالسوق عامة أو بالحقل الاقتصادي الذي تعمل فيه الشركة، بل إنها عادة ما تعقب مرحلة أداء سيئ أسبابه خاصة بالشركة دون سواها³³.

دراسة أخرى أجرتها ساندر كالاغان و جاين سالي و تشاندرا سوبرامانيان أظهرت أن إعادة التسعير تحدث باحتمال أكبر بعد الإعلان عن الأخبار الاقتصادية السيئة أو قبيل الإعلان عن الأخبار الجيدة³⁴، الأمر الذي يدل على أن المديرين يلجؤون إلى التحكم بتوقيت أحد الأمرين إما إصدار الأخبار الاقتصادية عن الشركة وإما عملية إعادة التسعير أو (الاثنتين معاً) على نحو يضمنون عبره أن تجري إعادة التسعير عندما يكون سعر سهم الشركة في أخفض مستوى له - ما يسمح للمديرين بعد ذلك بجني أكبر قدر من الأرباح بعد ذلك. إن هذه النتيجة تشبه إلى حد كبير النتيجة التي توصلنا إليها سابقاً في نقاشنا حول الخيارات العائمة - وذلك بأن المديرين يوقتون تاريخ إصدار المعلومات حول وضع الشركة الاقتصادي أو تاريخ منح خيارات الأسهم على نحو يسمح لهم بالحصول على خيارات مقبولة ظاهرياً، أي من نوع الخيارات العائمة، ولكن بسعر استخدام أقل من القيمة الحقيقية للسهم في السوق.

من اللافت أيضاً أن تشانس و كومار و تود قد وجدوا أن نصف الخيارات التي جرت عليها عملية إعادة التسعير في دراستهم، كانت ستغدو مع تطور الأحداث خيارات رابحة (أي من

نوع خيارات السعر المنخفض) حتى لو لم تجر إعادة تسعيرها. إن هذه النتيجة إنما تدل على أن جزءاً كبيراً من عمليات إعادة التسعير ليست في الواقع ضرورية للاحتفاظ بالمديرين أو لتحفيزهم. إضافة إلى ذلك لم يجد القائمون على تلك الدراسة أي إثباتات على أن خفض سعر استخدام خيارات أسهم المديرين يؤدي فعلاً إلى ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق لاحقاً. فضلاً عن ذلك خلص تيموثي بولوك و هارولد فيشر و جيمس ويد في دراسات أخرى إلى أن وجود المؤسسات الاستثمارية رقيقة على سياسة الشركة الاقتصادية يقلل من احتمال إعادة تسعير الخيارات³⁵. أما برنر و سوندارام و يرماك فتوصلوا إلى نتيجة مفادها أن وجود أعضاء غير مستقلين من مجلس إدارة الشركة في لجنة إقرار التعويضات يزيد من احتمال اللجوء إلى عملية إعادة التسعير.

إعادة شحن الخيارات

تلجأ شركات عدة إلى منح مديريها خيارات جديدة وعلى نحو تلقائي بمجرد أن يستخدم أولئك المديرين خياراتهم القديمة. إن هذه الممارسة التي يطلق عليها تعبير «إعادة الشحن» تمثل حيلة أخرى إضافية على نظام الخيارات التقليدية يتم اللجوء إليها من أجل تعظيم قدرة المديرين على جني الأرباح الضخمة حتى عندما لا يكون أداءهم جيداً.

تتم ممارسة إعادة الشحن في شكلها الأساسي كما يلي: يبادر حامل الخيارات القابلة للشحن إلى استخدام خياراته قبل تاريخ نهاية صلاحيتها ويدفع ثمن استخدامها من قيمة الأسهم التي في حوزته. وبالمقابل لا يحصل المدير فقط على أسهمه التي آلت إليه عبر استخدامه لخياراته القديمة، بل إنه يحصل على خيارات جديدة بعدد الأسهم التي باعها ليستخدم خياراته. تحتفظ الخيارات الجديدة التي نتجت عن إعادة الشحن بتاريخ انتهاء الصلاحية ذاته الذي كانت ستنتهي فيه صلاحية الخيارات القديمة لكن سعر استخدام الخيارات الجديدة يتحدد بسعر السهم في السوق بتاريخ إعادة الشحن.

لنأخذ على سبيل المثال مديراً عاماً يملك 10 خيارات قابلة لإعادة الشحن بسعر استخدام قدره \$20. فإذا كان سعر السهم الواحد في السوق بتاريخ الاستخدام يساوي \$40، فإن عليه أن يتنازل عن خمسة من أسهمه لكي يستخدم خياراته العشرة. وبذلك يكون قد حصل على

10 أسهم ناتجة عن استخدامه لخياراته إضافة إلى خمسة خيارات جديدة بسعر استخدام يساوي \$40³⁶. عادة ما تسمح الخيارات القابلة لإعادة الشحن بإعادة الشحن المتكررة - أي إن الخيارات الجديدة التي يحصل عليها المديرون عندما يستخدمون خياراتهم القديمة تكون بدورها قابلة للشحن كما سابقتها.

إن الخيارات القابلة للشحن تفوق الخيارات التقليدية قيمة بالنسبة للمديرين. فعندما يستخدم المدير خيارات الجيل الأول بعد حدوث رزة (ارتفاع مفاجئ) في سعر السهم في السوق، فإنه يكون قد استفاد من الربح الناتج عن ارتفاع سعر السهم الذي من المفترض أن ينخفض بعد ذلك، وحافظ في الوقت ذاته على فرصة الاستفادة من أي ارتفاع آخر محتمل في الأسعار عبر خياراته الجديدة التي كسبها³⁷. وبالفعل فإن أفضل ما يقوم به حامل الخيارات القابلة للشحن المتكرر هو أن يستخدم خياراته تلك كلما تجاوز سعر السهم أعلى سعر حققه سابقاً منذ تاريخ المنح الأصلي.

خيارات الأسهم القابلة للشحن تمكن المديرين إذاً من تحقيق الأرباح في مدد تذبذب الأسعار في السوق، وذلك عبر السماح لهم باستغلال فرصة الارتفاع المؤقت للأسعار وحصد المكاسب حتى عندما تكون تلك الأسعار مستقرة إلى حد ما على المدى البعيد. إن الربح الذي يمكن تحقيقه عبر إعادة شحن الخيارات إنما يتحدد بمدى تذبذب أسعار أسهم الشركة في السوق بالإضافة إلى عوامل أخرى. وبالنظر إلى مدير واحد في شركة واحدة على سبيل المثال، أجرى كل من جين سالي وراي في جاغاناتان وستيفن هادارت بعض التقديرات وتوصلوا إلى أن الشكل الأساسي لميزة إعادة الشحن يرفع قيمة الخيارات التقليدية بنسبة 15 بالمئة تقريباً من قيمتها³⁸. إضافة إلى ذلك يلجأ عدد كبير من الشركات التي تعتمد برامج إعادة شحن خيارات مديريها إلى منح المديرين خيارات إضافية لتعويضهم عن الأسهم التي عليهم بيعها لدفع ما يترتب عليهم من ضرائب من جراء عملية استخدام الخيارات³⁹. وقد قدر الباحثون سالي و جاغاناتان و هادارت الزيادة الإضافية على قيمة الخيارات التقليدية الناتجة عن ميزة منح هذه الخيارات الإضافية بما نسبته 9 بالمئة وسطيّاً من قيمة تلك الخيارات⁴⁰.

من الصعب شرح ممارسة إعادة شحن الخيارات في إطار عملية التفاوض الموضوعي والمهني على مطالال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. إن هذه الممارسة تزيد بوضوح احتمال استفادة المديرين من الرزات المؤقتة والعبارة التي تصيب أسعار الأسهم في السوق. فإعادة الشحن تكافئ المديرين إذاً على التذبذبات التي تطرأ على أسعار السوق وتفاقم بذلك من فك الارتباط بين الأجر والأداء. لذلك فليس من المفاجئ أن تعارض مؤسسات الاستثمار اعتماد هذه الممارسة في الشركات التي تستثمر فيها⁴¹.

يقول المدافعون عن إعادة شحن الخيارات إن هذه الميزة تشجع المديرين على استخدام أسهمهم في وقت مبكر قبل انتهاء مدة صلاحيتها لامتلاك حصص أكبر في شركاتهم⁴². لكن عندما لا يمنع المديرين من بيع الحصص العائدة إليهم باستخدامهم لخياراتهم فإن ميزة إعادة الشحن لا تكون قد حققت النتيجة المطلوبة (زيادة حصص المديرين في شركاتهم). فعادة ما يترك للمديرين الحرية الكاملة في أن يبيعوا ما يؤول إليهم من حصص نتيجة استخدامهم لخياراتهم، وهم يلجؤون فعلاً إلى بيع الجزء الأكبر منها⁴³.

وعلى كل حال، إذا كان الهدف زيادة حصص المديرين في شركاتهم، فهناك طرائق أخرى لتحقيق هذا الهدف أقل كلفة وأكثر سهولة وفاعلية من إعادة شحن الخيارات. وكما سنرى في الفصول القادمة، بوسع الشركات ببساطة تقييد الحرية الكبيرة للمديرين في الوقت الراهن التي تسمح لهم بالتصرف بملكية الأسهم الآلية إليهم من خياراتهم بمجرد استحقاقها. وفي بعض الحالات قد تؤدي ميزة إعادة الشحن في الواقع إلى تقليص حصص المديرين في شركاتهم، وذلك لأنهم يدفعون ثمن خياراتهم القابلة للشحن من الحصص التي كانوا يمتلكونها قبل استخدام خياراتهم، لا من حسابهم النقدي.

مع أنه من الصعب فهم ممارسة إعادة شحن الخيارات في إطار نموذج المساومة على مطالال الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة، فإن ذلك يغدو سهلاً إذا ما أخذنا نفوذ وسلطة المديرين بعين الاعتبار. فميزة إعادة الشحن ترفع من قيمة الخيارات التقليدية بالنسبة للمديرين، لكنها تتجز ذلك على نحو معقد يصعب إثباته أو التحقق منه أو فضحه. إضافة إلى ذلك، بالرغم من أن إعادة شحن الخيارات ليست ضرورية لزيادة حصص المديرين

في شركاتهم، بل إنها قد تنقصها في بعض الأحيان، إلا أن ذريعة زيادة حصص المديرين لا يمكن دحضها من أساسها وعلى نحو قاطع. ونتيجة ذلك يمكن للمديرين أن يحققوا أرباحاً كبرى من ذبذبات أسعار الأسهم في السوق بغض النظر عن أدائهم الفعلي، وأن يفعلوا ذلك دون قلق من افتضاح أمرهم ودون خوف من سحق حملة الأسهم.

التحرك باتجاه ملكية الأسهم المقيدة

إن المؤشرات على نفوذ وسلطة المديرين لا تقتصر على ما يمكن استقراؤه من مرفقات خطط الخيارات التقليدية التي تضعها الشركات لمكافأة مديريها، بل إن التغييرات التي تقوم بها الشركات رداً على ما بدأت تتلقاه حديثاً من نقد مرتبط بتلك الخطط تتضمن أيضاً مؤشرات قوية على ذلك النفوذ وتلك السلطة. فتحت ضغط حملة الأسهم بدأ اعتماد الخيارات المرتبطة بالأداء يشهد تصاعداً طفيفاً. غير أن الشركات تبدو متحمسة لاستبدال الخيارات التقليدية بأسهم مقيدة أكثر من تحمسها للانتقال إلى خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة. وهذا لا يفاجتنا حينما ندرك أن اعتماد منح المديرين ملكية أسهم مقيدة من شأنه أن يدفع باتجاه زيادة ثمار المصادفة لا باتجاه تقليصها.

بحسب المراقبين إن استخدام منح ملكية الأسهم المقيدة يشهد ارتفاعاً ملحوظاً⁴⁴، يمكن النظر إليه عموماً بصفته ردة فعل على القلق المتزايد الذي يبديه حملة الأسهم حيال الخيارات التقليدية. وهكذا عنونت صحيفة وول ستريت جورنال مقالة لها بالعبار «مع فساد سمعة خيارات الأسهم لجأت الشركات إلى منح ملكية الأسهم المقيدة»⁴⁵. لكن، ولسوء الحظ، فإن الشركات التي تستبدل خيارات الأسهم التقليدية بملكية الأسهم المقيدة ينتهي بها الأمر إلى وضع خطط حوافز تستند إلى حقوق الملكية لكنها تحوي في طياتها عناصر تقاوم من حجم ثمار المصادفة الذي كان متوافراً في الخيارات التقليدية.

من المهم هنا أن نتذكر أنه على الرغم من أن ملكية الأسهم المقيدة لا تحمل كلمة «خيارات» في اسمها إلا أنها في الواقع مجرد وجه من وجوه الخيارات. لنفترض أن شركة منحت مديريها خياراً في يوم كان فيه سعر السهم الواحد \$ 100. وإذا كان الخيار من نوع الخيارات العائمة، يكون سعر استخدامه يساوي \$ 100 أيضاً. فإذا ما استخدم المدير خياره في وقت لاحق، سعر

السهم فيه س \$، يكون قد حقق ربحاً من خياره مقداره (س - 100) \$. بالمقابل فإن ملكية مقيدة لسهم يباع في وقت سعر السهم فيه س \$، ستدر على صاحبها ربحاً مقداره س \$. إذاً فملكية الأسهم المقيدة هي في المحصلة خيارات بسعر استخدام مقداره \$0.

هل من سبب مقنع يجعلنا نعتقد بأن السعر الأمثل لاستخدام الخيارات يساوي \$0؟ في الواقع، حتى سعر الاستخدام المساوي لسعر السهم بتاريخ المنح - 100\$ في مثالنا السابق - قد يكون منخفضاً إلى حد مبالغ فيه في كثير من الأحيان، وبخاصة عندما يحصل الاستخدام بعد تاريخ المنح بسنوات عدة. وكما رأينا فإن اعتماد سعر السهم بتاريخ المنح سعراً لاستخدام الخيارات الممنوحة للمديرين قد يدر عليهم أرباحاً ضخمة نتيجة لتطورات تطراً على مستوى السوق ككل أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة، حتى لو كان أداء المديرين سيئاً بالمقارنة مع نظرائهم في الفرع الاقتصادي عينه.

لا شك أن خفض سعر الاستخدام من 100\$ إلى 0\$ سيفاقم مشكلة ثمار المصادفة. إن هذا الخفض سيضاعف ثمار المصادفة التي يحصدها المدير ذو الأداء السيئ بالمقارنة مع نظرائه في الفرع الاقتصادي عينه حين يرتفع سعر سهم شركته في السوق نتيجة لتحسن أسعار السوق عموماً. بل إنه سيمكن المدير ذا الأداء السيئ من حصد ثمار المصادفة حتى عندما ينخفض سعر السهم إلى ما دون سعره بتاريخ منح الخيارات⁴⁶.

قد يقول قائل: إن ملكية الأسهم المقيدة قد تكون أفضل من الخيارات التقليدية في حال منع المديرين من التصرف بملكيتهم لتلك الأسهم لمدة طويلة من الزمن؛ إذ إن شرطاً كهذا قد يقدم للمديرين حوافز إضافية لكي يركزوا اهتمامهم على القيمة طويلة الأمد وبيتعدوا عن الكسب قصير الأمد الذي تشجعهم عليه حريتهم الكبيرة في التصرف بخياراتهم. غير أن هذا المكسب يمكن تحقيقه من دون منح المديرين ذلك الحجم الكبير من ثمار المصادفة التي تغدقها عليهم خطط ملكية الأسهم المقيدة. فمن الممكن بسهولة كبيرة تزويد أي خطة لخيارات الأسهم بقيود تفرض على حرية المديرين في التصرف بخياراتهم.

من المهم التمييز بين بعدين اثنين للخطط القائمة على ملكية الأسهم: يتمثل البعد الأول بمدة الانتظار - أي المدة الزمنية التي على المدير انتظارها قبل أن يتمكن من تحويل ملكيته

للأسهم إلى أموال نقدية، وذلك عبر استخدام خياراته ومن ثم بيع الحصص العائدة إليه من جرّاء ذلك على سبيل المثال. وكلما طالت مدة الانتظار، تعززت حوافز المدير للتركيز على قيمة السهم طويلة الأمد. أما البعد الثاني الذي يختلف تماماً عن الأول، فيتمثل في آلية تحديد حصة المدير في خطة ملكية الأسهم. إن ربط حصة المدير بقيمة السهم طويلة الأمد لا يتطلب اعتماد خيارات بسعر استخدام يساوي الصفر - أي اعتماد ملكية الأسهم المقيدة. بل من الممكن تحقيق ذلك عن طريق اعتماد خيارات الأسهم بسعر استخدام أكبر من الصفر، شرط أن تجعل منها الخطة المعتمدة «خيارات مقيدة» وتمنع المديرين من التصرف بها مدة طويلة من الزمن حتى بعد استحقاقها.

بعض المدافعين عن ملكية الأسهم المقيدة يذكرون من مميزات أيضاً أنها تستمر في تقديم الحوافز للمديرين في حال انخفضت أسعار الأسهم في السوق. فعندما ينخفض سعر سهم شركة ما نتيجة لتطورات عامة في السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه، فإن الخيارات التقليدية قد تغدو عديمة القيمة، ما يعني معاينة مديري الشركة على انخفاض لم يكن ناتجاً عن سوء أدائهم، الأمر الذي قد يتركهم دون حوافز كافية للعمل على خلق القيمة. على العكس من ذلك، مهما كان انخفاض سعر السهم الاسمي حاداً، فإن ملكية الأسهم المقيدة تستمر في تقديم بعض القيمة والحوافز للمديرين لكي يتابعوا الطريق.

غير أن ثمن ميزة صلاية ملكية الأسهم المقيدة وقدرتها على الثبات في وجه انخفاض أسعار السوق باهظ جداً. لنعد إلى مثالنا السابق حيث كان السعر الراهن لسهم الشركة الاسمي في السوق \$100، ولنفترض أن احتمال انخفاض سعر سهم الشركة وبقائه دون سعر تاريخ المنح لمدة محدودة لا يتعدى 20 بالمئة. إن خفض سعر الاستخدام من \$100 إلى \$0 - أي التحول من صيغة الخيارات التقليدية إلى صيغة ملكية الأسهم المقيدة - سيضمن أن يحافظ تعويض الملكية الممنوح للمدير على بعض قيمته ويقدم له الحوافز حتى عندما ينخفض سعر سهم الشركة إلى ما دون \$100. لكن الشركة تدفع ثمناً باهظاً لتلك الحوافز يساوي \$100 إضافية عن كل خيار في حال لم ينخفض سعر السهم الواحد عن \$100 أثناء المدة المحددة (وهو احتمال أكبر بأربع مرات من احتمال انخفاضه فعلاً).

هناك طرائق أخرى لمعالجة مشكلة هشاشة الخيارات التقليدية، طرائق لا تتطلب دفع هذا الثمن الباهظ. غير أن الشركات لم تبادر إلى اعتماد أي طريقة منها. ولإظهار مدى الهدر الذي يسببه اعتماد نظام ملكية الأسهم المقيدة، نقارن بين ملكية مقيدة لسهم واحد من جهة وخيار واحد مفهرس قياساً إلى أداء مجموعة الشركات الأسوأ أداءً في الفرع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة التي تشكل 5 بالمئة من مجموع شركات ذلك الفرع من جهة أخرى. إن هذا الخيار سيحافظ على قيمة لا تساوي الصفر وسيستمر في تقديم الحوافز للمدير ما دام أداء الشركة أفضل من عتبة أداء متدنية جداً، لكنه سيمنح المدير بالتأكيد حجماً لثمار المصادفة أقل مما تمنحه له ملكية السهم المقيدة.

نخلص إلى أن الرغبة الكبيرة لدى مجالس الإدارة في الانتقال إلى ملكية الأسهم المقيدة التي تتعارض بشدة مع ممانعتهم لاعتماد بعض الأنماط الجديدة الأخرى للتعويضات القائمة على حقوق الملكية، لا يجب النظر إليها بصفتها مؤشراً على تراجع نفوذ المديرين في مجالس الإدارة. إن أي ترتيبات تخلق قيوداً فاعلة تحد من قدرة المديرين على التصرف بملكيتهم أو خياراتهم يمكن النظر إليه على أنه تطور إيجابي يصب في صالح حملة الأسهم. لكن، حتى عندما يجبر المديرون على الانتظار مدة طويلة من الزمن قبل التصرف بملكيتهم المقيدة للأسهم، مدة أطول من المدة التي عليهم انتظارها قبل بيع خياراتهم، فإن الانتقال إلى ملكية الأسهم المقيدة لا يضعف (بل يعزز) قدرة المديرين على استحصال تعويضات تستند إلى حقوق الملكية وتمنحهم أجراً كبيراً غير مرتبط بأدائهم.

حرية التصرف بحوافز الملكية

14

مقابل كل 1000 من الخيارات الجديدة المقدمة له يبيع المدير 684 سهماً من أسهم رأس مال الشركة.

من دراسة تجريبية حول التعويضات على أساس حقوق الملكية، قام بها إيلي أوفك و ديفيد يرماك في العام 1997.

نناقش في هذا الفصل عاملاً رئيساً آخر من عوامل فشل نظام التعويضات القائمة على أساس الملكية في خلق الحوافز المجدية. حتى مرحلة متأخرة جداً لم تتخذ الشركات من تدابير الحيلولة دون التصرف بالحوافز الممنوحة للمديرين على شكل رزم الخيارات أو الأسهم المقيدة ولا من تدابير تنظيم التصرف بتلك الحوافز، إلا قدرأ قليلاً يثير الدهشة والاستغراب في تواضعه. وهكذا فقد كان المديرون يتمتعون بحرية واسعة في التداول بما قدمته لهم شركاتهم من خيارات وأسهم. لكن بيع تلك الأصول من شأنه أن يضعف حوافز المديرين أو أن يجبر الشركة على تقديم المزيد من الخيارات أو الأسهم بغية ترميم ثغرات الحوافز. وبالنتيجة فإن حملة الأسهم يجدون أنفسهم أمام خيارين أحلاهما مر: إما أن يقبلوا بمستوى ضعيف من الحوافز لقاء ما يقدمونه من تعويضات، أو أن يقدموا مزيداً من التعويضات للحفاظ على المستوى المطلوب من الحوافز. وفضلاً عن ذلك فإن حرية التداول بالخيارات والأسهم قد خلقت لدى المديرين أيضاً حوافز شاذة للسعي إلى تحقيق ارتفاعات عابرة قصيرة الأمد في أسعار أسهم شركاتهم.

مزايا تقييد البيع المبكر

تمنح الخيارات والأسهم المقيدة إلى المديرين بغية تحفيزهم للعمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. ولما كان المديرون يميلون عموماً إلى تجنب المخاطرة فإنهم سيفضلون بطبيعة

الحال الحصول على القيمة التقديرية المكافئة لتلك الحوافز نقداً. وليس غريباً أن يفضلوا القيمة النقدية مضمونة الدفع، وإن كانت أصغر، على عائدات حوافز الملكية المحفوفة بشيء من المخاطرة ولو كانت القيمة المتوقعة لتلك العوائد أكبر. ولهذا السبب فإنهم غالباً ما يسعون إلى تحويل قيمة حوافزهم من الخيارات والأسهم المقيدة إلى قيمة نقدية فور استحقاقها. غير أن ذلك من شأنه أن يفرغ تلك الحوافز من مضمونها ويحرم الشركة من المكاسب التي ترجوها منها. والتعاقد المجدي يقتضي والحالة هذه العمل على تحقيق التوازن بين الحفاظ على تلك الحوافز من جهة وإرضاء احتياجات المديرين المشروعة إلى السيولة النقدية والمرونة في توظيف أموالهم من جهة أخرى.

إن مبدأ تقييد حرية المديرين فيما يخص بيع الخيارات المستحقة يمثل مسألة منفصلة كلياً عن مبدأ تحديد مهل الاستحقاق بحد ذاتها. إن الهدف من مهلة الاستحقاق هو منع المدير الذي تلقى لتوه حوافز على أساس خيارات الأسهم من الجنوح إلى فكرة المسارعة إلى التنحي وترك مسؤوليات العمل وراء ظهره ظافراً بتلك الخيارات (أو بما تتضمنه من الأسهم). حال استحقاق حوافز الملكية المقدمة للمدير يكون هذا الأخير قد «جنى» ما تحمله تلك الحوافز من مكاسب، فالخيارات والأسهم المستحقة تمثل ملكية خاصة لا يستطيع أحد أن ينتزعها من بين يدي صاحبها.

لكن حقيقة أن الخيارات الممنوحة للمدير، حال استحقاقها، لا يمكن انتزاعها منه، لا تعني بالضرورة إعطاء المدير الحق في استخدام تلك الخيارات ومن ثم بيع الأسهم المكتسبة مباشرة بمجرد انقضاء مهلة الاستحقاق. وعلى الأقل في بعض الحالات قد يكون من المناسب أن تأخذ التعويضات المقدمة للمدير شكل خيارات مقيدة لا يمكنه الإفادة منها قبل انقضاء مدة محدودة من الزمن حتى بعد انتقال ملكيتها إليه. وعلى سبيل المثال يمكن تحديد مهلة استحقاق الخيارات بثلاث سنوات وتقييد حق الإفادة منها بانقضاء ثلاث سنوات إضافية بعد استحقاقها. إذا ما واصل المدير العمل لصالح الشركة بعد انقضاء مهلة الاستحقاق فإن الخيارات المقدمة له (أو الأسهم ذات الصلة في حالة استخدام تلك الخيارات) ستجسد فعلاً حوافز مجدبة تعد بمزيد من الأداء خلال تلك المدة.

لنقارن هذه الحالة القائمة على اتفاق يقضي بتقييد حرية التصرف بالخيارات مع الحالة المعاكسة التي تتيح للمدير حرية استخدام خياراته وبيع ما يتصل بها من أسهم مباشرة حال انتقال ملكيتها إليه. ولنفرض أن المدير قد بادر بالفعل إلى استخدام خياراته وبيع الأسهم ذات الصلة في أقرب فرصة. في هذه الحالة سوف يكون على حملة الأسهم إما (1) أن يقدموا للمدير خيارات جديدة - ويتحملوا ما يتبع ذلك من كلفة إضافية - بغية الحفاظ على القدر ذاته من الحوافز، أو (2) أن يتحملوا الخسائر المالية التي ستترتب على تراجع مستوى حافز الأداء عند المدير إذا ما قورن بحالة تقييد حرية التصرف بالخيارات.

وبالإضافة إلى الزيادة الحقيقية في حجم حوافز الملكية لدى المديرين، التي لا تنحصر في لحظة دون الأخرى، فإن الترتيبات التي تمنع بيع الأسهم قبل انقضاء مدة من الزمن على انتقال ملكية الخيارات والأسهم المقيدة تقدم لحملة الأسهم ميزة مهمة أخرى بالمقارنة مع حالة إطلاق حرية التصرف. إن المديرين الذين يملكون خيارات وأسهم غير قابلة للمقايضة بقيمة نقدية قبل انقضاء مدة محددة من الزمن مرشحون لتوجيه اهتمامهم بالدرجة الأولى نحو السعي إلى تحسين قيمة رأس المال المسهم على المدى البعيد. وحيث إن أداء المدير لا ينعكس بصورة فعلية على قيمة رأس مال الشركة إلا مع مرور الزمن، فإن تدابير تقييد حرية التصرف بالخيارات والأسهم تضمن تزويد المديرين بحوافز من نوع أفضل. وخلافاً لذلك فإن المدير الذي يتمتع بحرية بيع الخيارات والأسهم حال انتقال ملكيتها إليه سيكون بمقدوره أن يحقق لنفسه مكاسب سريعة عبر ارتفاع مفاجئ قصير الأجل في سعر أسهم الشركة حتى ولو كان أداء الشركة على المدى البعيد دون المستوى المطلوب. وكما سوف نوضح في فقرة لاحقة فإن مكافأة المديرين على الارتفاعات قصيرة الأجل في سعر الأسهم، التي لا تعكس ارتفاعاً حقيقياً طويل الأجل في القيمة، قد تحدو بهم إلى اتخاذ خطوات من شأنها أن تقود إلى تراجع قيمة رأس مال الشركة وإلحاق الضرر بالمساهمين¹.

مما لا شك فيه أن تقييد قدرة المديرين على تحويل الخيارات والأسهم المنقولة إلى قيمة نقدية لا يخلو من الآثار السلبية. فهذا التقييد من شأنه أن يفرض على المديرين تكاليف إضافية لتأمين السيولة اللازمة لتغطية احتياجاتهم الحياتية والاستثمارية. لذلك فإن على مجالس الإدارة أن تعنى لدى العمل على إعداد وصياغة شروط التقييد بإحقاق نوع من

الموازنة بين تلك الأعباء المالية من جهة والمكاسب المرجوة من تقييد حرية التصرف والمتمثلة في رفع مستوى الحوافز من جهة أخرى. وانطلاقاً من احتياجات المدير، من حيث السيولة والمرونة في توظيف الأموال، يمكن للمجلس أن يحدد نسبة الخيارات والأسهم التي ينبغي إبقاؤها مقيدة بعد استحقاقها، ومدة ذلك التقييد، وأن يفاضل أيضاً بين إعطاء المدير حق التصرف بكامل الخيارات والأسهم دفعة واحدة حال استحقاقها أو السماح له بالتصرف بتلك الخيارات والأسهم المستحقة على نحو تدريجي فقط. وعلى الغالب فإن الوسائط المحددة لصيغة الاتفاق حول تقييد حرية التصرف سوف تختلف من شركة إلى أخرى ومن مدير إلى آخر تبعاً لعوامل كثيرة نذكر منها على سبيل المثال المدة المتوقعة أن يقضيها المدير في خدمة الشركة وطبيعة احتياجاته الاستهلاكية أو الاستثمارية الخاصة. لكن من المؤكد في جميع الأحوال أن التعاقد الذي ينص على إعطاء المدير الحرية المطلقة في التصرف بخياراته وأسهمه فور استحقاقها لا يمثل صيغة التعاقد المجدية التي يمكن تعميمها على مختلف الشركات وجميع المديرين.

حرية المديرين الواسعة في التصرف المبكر بالخيارات والأسهم

حتى مدة حديثة العهد لم تعتمد الشركات، إلا ما ندر، إلى اتخاذ محاولات جدية لمنع المديرين من التصرف بالخيارات والأسهم المقيدة الممنوحة لهم مباشرة فور استحقاقها. لذلك فقد كان من الطبيعي أن يعتمد الكثير من المديرين إلى التصرف بالخيارات وبيع ما يتصل بها من أسهم قبل دنو أجلها بوقت طويل².

أظهرت دراسة عنيت بالخيارات طويلة الأجل الممتدة على عشر سنوات والممنوحة للمديرين في 40 من الشركات الكبيرة أن تلك الخيارات قد تم استخدامها وسطياً بعد مرور 5.8 سنة³. وحال استخدامهم لتلك الخيارات يبيع المديرين أكثر من 90% من الأسهم التي آلت إليهم⁴. وحتى قبل أن يتسنى لهم بيع الخيارات والأسهم المستحقة يعتمد المديرين غالباً إلى حماية تلك الخيارات والأسهم عبر زجها كلياً أو جزئياً في معاملات تجارية من النوع الذي لا يخلق بصورة مباشرة دخلاً مكلفاً ضريبياً، وكثيراً ما تكون المعاملات غير مسجلة لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي⁵. وعلى سبيل المثال يلجأ المديرين في أغلب

الأحيان إلى اعتماد التشابكات والمقايضات حفاظاً على فرصتهم في الكسب المحتمل في حالة ارتفاع قيمة رأس المال⁶. وبالطبع فإن مثل تلك المعاملات من شأنها أن تضعف الرابط الفعلي بين مكاسب المدير وقيمة رأس المال المسهم مثبطة بذلك حوافز المدير للسعي إلى تحسين تلك القيمة.

وبالإضافة إلى إعطاء المديرين حرية واسعة في التصرف بالخيارات والأسهم المستحقة، فقد فشلت الشركات أيضاً في الحد من استخدام الوسائل والآليات المالية التي من شأنها إضعاف الأثر المحفز للخيارات والأسهم التي لم يحن موعد استحقاقها بعد، أو حتى القضاء كلياً على ذلك الأثر. لقد كان مسموحاً للمديرين بصورة عامة أن يحرصوا نصيبهم من حقوق الملكية عبر التشابكات والمقايضات حتى قبل انتقال ملكية تلك الحقوق⁷. والواقع أن مجالس الإدارة لم تكن تفكر في اشتراط أي قيود على أساليب التحسين تلك في مفاوضاتها مع المديرين⁸. إن من يمعن النظر في نظام ضريبة الدخل الفيدرالي الحالي يقع على العديد من الجوانب التي يمكن أن توظف على نحو فاعل للحد من جاذبية تحسين الخيارات وكذلك أيضاً (ولو بدرجة أقل) الأسهم المقيدة عبر وسائل وآليات السوق الثانوية⁹. غير أن تعديلات طفيفة في الأحكام الضريبية كفيلاً بالقضاء على إجراءات تلك التدابير المثبطة لحوافز الملكية. وفي جميع الأحوال يمكن الجزم بأن غياب الشروط الكفيلة بوضع حد لحرية المديرين في التصرف بحوافز الملكية المقدمة لهم لم يكن مسوغاً على الإطلاق في تعاقد قائم على مطال الذراع.

إذا كان المدير يملك أصلاً خيارات وأسهماً فقد يكون من المجدي أن تقدم له الشركة مزيداً من الخيارات والأسهم بغية تقوية الرابط بين مصالحه الشخصية ومصالح حملة الأسهم. لكن الغريب أن الشركات عند تقديم تلك الخيارات والأسهم الإضافية نادراً ما تلتفت إلى ضرورة منع المدير من إبطال مفعول تلك الحوافز عبر بيع رصيده السابق من الأسهم. والنتيجة نجد أن المديرين، عند حصولهم على خيارات جديدة، غالباً ما يسارعون إلى بيع الأسهم التي كانت أصلاً في جعبتهم. وقد كشفت دراسة قام بها إيلي أوفك و ديفيد يرماك أن المديرين يبيعون وسطياً ما يقارب 680 من الأسهم التي يملكونها أصلاً مقابل كل 1,000 من الخيارات الجديدة المقدمة لهم، ونحو 940 سهماً مقابل كل 1,000 من الأسهم

المقيدة الجديدة التي تقدمها لهم شركاتهم¹⁰. وعمليات البيع هذه تبطل إلى حد بعيد الأثر الإيجابي الذي تأمله الشركة من تقديم حوافز الملكية لمديريها.

عمدت بعض الشركات إلى اعتماد «برامج أهداف الملكية» التي تشجع المديرين على اقتناء قدر معين من الأسهم أو تطلب منهم ذلك - وعادة ما تحدد قيمة تلك الأسهم على أساس الراتب الذي يتقاضاه المدير¹¹. لكن أهداف الملكية التي اعتمدها تلك البرامج غالباً ما كانت تميل إلى التواضع. في دراسة تناولت 195 من الشركات، التي اعتمدت برامج أهداف الملكية وجد جون كور و ديفيد لاركر أن 138 فقط من تلك الشركات قد أبدت الدرجة الكافية من الشفافية لإشهار أهداف الملكية التي حددتها لمديريها. في تلك الشريحة من الشركات بلغ وسطي الحد الأدنى للملكية المطلوبة من المدير أربعة أضعاف راتبه الأساسي. وعلى الرغم من أن ذلك الهدف قد يعطي الانطباع بأنه يمثل قدرأ لا بأس به من الأسهم وجزءاً مهماً من إجمالي تعويضات المدير، فإن الأمر ليس كذلك البتة. إن الراتب الأساسي للمدير غالباً ما يبدو هزياً ضحلاً إذا ما قورن بالعناصر الأخرى المتضمنة في رزمة التعويضات كالمكافآت والتعويضات القائمة على أساس الملكية وغيرها. وبالنتيجة فإن هدف الملكية المطلوب تحقيقه بموجب «برنامج أهداف الملكية» كثيراً ما تقل قيمته عن قيمة تعويضات المدير في العام الواحد. وفضلاً عن ذلك فقد تبين أن 23% فقط من إجمالي الشركات التي شملتها الدراسة والبالغ عددها 195 قد فرضت بالفعل شرطاً جزائياً على المدير في حال تقصيره عن تحقيق ذلك الهدف. في كثير من الحالات لم تكن الأهداف المنصوص عليها في برامج أهداف الملكية سوى أهدافاً طوعية غير ملزمة.

لإيضاح الضعف العام الذي تعانيه منه برامج أهداف الملكية تلك دعونا نلقي مزيداً من الضوء على حالة واحدة من الشركات التي تظهر وكأنها قد حددت لمديرها العام هدفاً طموحاً من حيث ما يترتب عليه اقتناؤه من أسهم الشركة. تفرض أميريكان إكسبريس على مديريها امتلاك أسهم بقيمة تعادل أضعاف رواتبهم الأساسية وتتراوح بين ثلاثة أضعاف الراتب الأساسي في حالة المديرين ذوي المراتب الأدنى وعشرين ضعفاً في حالة المدير العام للشركة. بلغ الراتب الأساسي للسيد هارفي غولب، مدير عام أميريكان إكسبريس الذي تقاعد عام 2000، نحو 1 مليون \$ عن كل من الأعوام 1998 و 1999 و 2000¹². وبذلك فإن

نظام أهداف الملكية الذي تعتمده الشركة قد فرض على السيد غولب امتلاك أسهم بقيمة تقارب 20 مليون \$، وهي قيمة تبدو كبيرة حقاً. غير أن الراتب الأساسي الذي تقاضاه السيد غولب عن العام 2000 لم يشكل سوى 4 بالمئة فقط من إجمالي تعويضاته التي بلغت نحو 25 مليون \$. والأهم من ذلك أنه قد تلقى أكثر من 130 مليون \$ على شكل تعويضات مختلفة أثناء المدة الممتدة من 1993 إلى 2000¹³. وهكذا فإن هدف الملكية الذي كان على السيد غولب تحقيقه في العام 2000، لم يكن يعادل في قيمته سوى 16 بالمئة من إجمالي التعويضات التي حصل عليها بصفته مديراً عاماً للشركة.

وفضلاً عن ذلك فإن أميركان إكسبريس، شأنها شأن الكثير من الشركات الأخرى. تسمح لمديرها باحتساب جزء من قيمة الخيارات والأسهم المقيدة التي لم تنتقل ملكيتها إليهم بعد في سعيهم إلى بلوغ أهداف الملكية المطلوبة منهم: يحق لمديرين أميركان إكسبريس احتساب 50 بالمئة من قيمة خياراتهم غير المستحقة، وكذلك أيضاً 50 بالمئة من القيمة الراهنة لأسهمهم المقيدة وفق سعر السوق¹⁴. ولما كان المديرون بطبيعة الحال لا يملكون حرية بيع الخيارات والأسهم المقيدة غير المستحقة فإن هدف الملكية المطالبين بتحقيقه لا يفرض في نهاية المطاف إلا تقييداً إضافياً طفيفاً على حرياتهم في التصرف بحوافز الملكية المقدمة لهم.

بالنظر إلى ضرورة مراعاة احتياجات المدير الاستهلاكية والاستثمارية قد يكون مسوغاً أن يترك التعاقد المجدي للمدير فسحة من حرية التصرف بجزء من حوافز الملكية قبل انقضاء عهده ومغادرته الشركة. غير أن ذلك لا يغير من حقيقة أن منطق التعاقد على مطال الذراع يشق عليه أن يقدم تفسيراً مقنعاً لما نراه على أرض الواقع من غياب شبه كلي لكل أشكال التقييد فيما يخص حرية التصرف بالخيارات والأسهم المستحقة، وحرية تحصيل الخيارات والأسهم المقيدة غير المستحقة، وكذلك أيضاً حرية بيع الرصيد القائم من الخيارات والأسهم عند تلقي رزمة جديدة من حوافز الملكية.

وبالمقابل فإن غياب القيود عن حرية التصرف بحوافز الملكية يسهل تفسيره ضمن إطار سيناريو سلطة المديرين. إن الحرية الواسعة في التصرف بالحوافز عبر البيع المبكر

للخيارات والأسهم من شأنها أن تحقق للمديرين مكاسب مستورة من حيث المرونة في توظيف الأموال؛ والتكاليف التي يتحملها حملة الأسهم من جرّاء تراجع مستوى الحوافز نادراً ما تطفو على السطح. وفضلاً عن ذلك فإن تصرف المديرين بحوافزهم يخلق بدوره مسوغاً مقنعاً لتقديم رزمة جديدة من الخيارات والأسهم المقيدة من أجل ترميم ما تهدم من الحوافز. وهذه الحاجة المتجددة إلى تقديم مزيد من الخيارات والأسهم المقيدة، وإن كانت تخلق زيادة كبيرة في حجم الأعباء المالية المترتبة على حملة الأسهم، فهي بالمقابل تخلق زيادة في حجم مكاسب المديرين.

في أعقاب فضائح الشركات التي توالى منذ العام 2001، وعلى ضوء ما نتج عن تلك الفضائح من موجة سخط بين صفوف المساهمين، فإن مجالس إدارة الشركات قد أخذت تتوجه نحو فرض قيود جديدة على حرية المديرين في التصرف بحوافز الملكية¹⁵. عدد الشركات التي تفرض على مديريها شرط الملكية أخذ اليوم بالتزايد (على الرغم من شرط الملكية هذا لا يمثل بالضرورة شرطاً فاعلاً كما رأينا في مثال أميريكان إكسبريس). بعض مجالس الإدارة يتجه إلى فرض شرط الاحتفاظ بالأسهم — أي أن المجلس يشترط على المدير الاحتفاظ بنسبة معينة من الأسهم التي يحصل عليها بصورة من الشركة سواء بصورة مباشرة أو عبر استخدام الخيارات. إحدى الشركات، شركة سينرجي، ذهبت إلى منع مديريها من بيع الأسهم التي يحصل عليها باستخدام الخيارات المقدمة له (باستثناء حالات خاصة تتعلق بتغطية بعض الأعباء المالية المحددة) قبل انقضاء 90 يوماً على موعد رحيله عن الشركة¹⁶. ولكن إلى أن بلغ الضغط الخارجي حداً كبيراً دفع بمجالس الإدارة إلى وضع بعض القيود على حرية التصرف بحوافز الملكية، أمضى المديرون رداً من الزمن متمتعين بحرية واسعة في التصرف بحوافز الملكية كما يحلو لهم. والواقع أن معظم الشركات لم تفلح إلى اليوم في وضع قيود فاعلة تحد بوضوح من حرية المديرين في التصرف بحوافزهم.

حرية المديرين في اختيار توقيت البيع

إذا ما قبلنا بأن التعاقد المجدي قد يجيز للمديرين بيع قدر معين من الخيارات والأسهم في مرحلة معينة من زمن العقد؛ فإن ذلك لا يعني بالضرورة أن تكون لهم حرية التحكم

بالتوقيات الدقيق لعملية البيع. غير أن عقود تعويضات المديرين غالباً ما تعطي هؤلاء حرية واسعة تسمح لهم باختيار لحظة البيع كما يشاؤون. وعندما تترك للمدير حرية التحكم بتوقيت البيع فإنه سيكون قادراً على تحقيق أرباح إضافية على حساب حملة الأسهم عبر استثمار المعلومات السرية التي تصله من داخل الشركة. وعلى سبيل المثال فإن بمقدور المدير أن يسارع إلى بيع أسهمه إذا ما علم من مصادره الداخلية أن السعر الراهن أعلى من القيمة الحقيقية وأنه مرشح للانخفاض.

بموجب قوانين سوق الأوراق المالية الأمريكية لا يحق للمديرين المتاجرة «بمادة» المعلومات السرية التي يطلعون عليها بحكم مواقعهم في الشركات التي يديرونها. غير أن تلك القوانين لا تمنع المديرين من استخدام ما في جعبتهم من معلومات خاصة بهدف تحقيق مزيد من الأرباح عند تداولهم بأسهم شركاتهم¹⁷. إن بمقدور المديرين أن يقوموا بتجميع مختلف صنوف المعلومات السرية بعضها إلى بعض. وحتى إذا خلت تلك المعلومات من أي معلومة جزئية تتمتع بأهمية ملموسة تعطيلها صفة «المادة» من منظور القانون، فإن معرفة المدير بجميع تلك المعلومات وعلاقتها ببعضها تسمح له بتكوين صورة أكثر شمولية ووضوحاً عن حقيقة الوضع الراهن للشركة.

وبالإضافة إلى ذلك فإن هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي، والمسؤولة عن تطبيق القوانين النازمة لتداولات طواقم العمل والإدارة بأسهم الشركات التي يعملون لصالحها، لا تملك إلا قدرة محدودة ومتواضعة على تطبيق تلك القوانين. وبذلك فإن تلك الهيئة لا يسعها أن تلاحق إلا الحالات السهلة التي يسهل فيها الوصول إلى الحقيقة — وهي حالات تتضمن في العادة تداولات بقيم لافته في ضخامتها قام بها مديرون قبل أيام قليلة من الإعلان عن تطورات مهمة لها أثرها على قيمة أسهم الشركة. وبالنتيجة فإن بمقدور الكثيرين من المديرين أن يستثمروا ما لديهم من معلومات سرية دون خوف حقيقي من الملاحقة القانونية. وهذا قد يساعد على تفسير الحقيقة الثابتة التي تشير إلى قدرة المديرين على تحقيق أرباح غير عادية — أي أرباح تفوق بوضوح معدل الأرباح في السوق — في تداولهم بأسهم شركاتهم¹⁸.

إن حجم الأرباح التي يجنيها المديرون في تداولهم بأسهم الشركات التي يديرونها يعكس خطورة ما يملكون من معلومات سرية عن أوضاع شركاتهم، ولا يتعلق البتة بأدائهم في إدارة تلك الشركات. ومن غير المنطقي الاعتقاد بأن إتاحة المجال أمام المديرين لتحقيق مكاسب من هذا النوع قد يمثل واحداً من السبل الفاعلة لمكافأتهم على حسن الأداء. ومن الطبيعي أن التمتع على مطال الذراع قد يتيح للمدير إمكانية بيع قدر معين من الأسهم في العام لأسباب تتعلق باحتياجاته من حيث السيولة والمرونة الاستثمارية - لكن هذا لا يعني بالضرورة أن تترك للمدير حرية اختيار التوقيت الدقيق لعملية البيع. وبالنهاية فإن معظم الاحتياجات المتعلقة بالسيولة والمرونة الاستثمارية يمكن مراعاتها والتخطيط لها سلفاً في وقت مبكر. إن بالإمكان وضع العديد من القيود المختلفة على توقيت عملية البيع دون الإضرار بقدرة المدير على الإيفاء باحتياجاته المشروعة من حيث السيولة أو المرونة في توظيف أمواله.

أحد السيناريوهات الممكنة يكون باشرط أن يتم بيع الأسهم على نحو تدريجي على امتداد مدة محددة ووفق خطة زمنية يتم الاتفاق عليها سلفاً. فالمدير عندما يبيع أسهمه ضمن خطة زمنية من هذا النوع لن يكون بوسع أن يستغل ما يملكه من معلومات سرية عن الشركة بتلك السهولة¹⁹. وقد أدركت مجالس إدارة الشركات أبعاد ذلك السيناريو وما يحمله بين طياته من مكاسب كامنة لحملة الأسهم - على أن الأمر لم يدم على هذه الحال إلا لبضع سنوات فقط: في العام 2000 تبنت هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي القانون 10b5-1 الذي يقدم للمديرين الذين قد وقعوا عقوداً تتضمن خطة زمنية للبيع ملاذاً آمناً يحميهم من المساءلة القانونية إذا ما أرادوا لاحقاً إلغاء العمل بتلك الخطة بناء على معلومات سرية حصلوا عليها في وقت لاحق من داخل الشركة²⁰. ومنذ ذلك الحين راحت الوكالات القانونية تنصح عملاءها من المديرين بأن يوقعوا مع شركاتهم ما بات يعرف باسم خطة 10b5-1²¹. غير أن عدد الشركات التي فرضت على مديريها بالفعل بيع أسهمهم وفق خطة زمنية متفق عليها سلفاً يكاد يكون معدوماً.

هنالك أيضاً حل بديل كان أحد مؤلفي الكتاب قد اقترحه في عمل سابق، وهو يقضي بأن يشترط على المدير إشهار رغبته في البيع قبل مدة من الزمن²². عند الالتزام بمنزلة هذا الشرط فإن إعلان المدير عن رغبته في بيع قدر من الأسهم يتجاوز المألوف في قيمته

سيكون بمثابة مؤشر قوي يشير إلى احتمال أن يكون قرار المدير مبنياً على معلومات سرية تشير إلى إمكانية حدوث تطورات سلبية في الشركة. وهذا من شأنه أن يؤثر سلباً على سعر أسهم الشركة ويضعف بالنتيجة من قدرة المدير على تحقيق المكاسب الإضافية عبر الاتجار بمعلومات سرية عن الشركة.

لم نسمع إلا بشركة واحدة - شركة إميريتريد - قد فرضت على مديريها بالفعل شرط الإعلان قبلاً عن نية البيع - والواقع أنها قد اضطرت إلى تطبيق ذلك لمدة قصيرة فقط وكنتيجة مباشرة لحالة سخط شديد سادت أوساط المسهمن²³. في أوائل شهر شباط/ فبراير 1999 قام عشرة من العاملين في شركة إميريتريد وواحد من أقرباء أحد عناصر طاقم العمل في الشركة ببيع عشرات الآلاف من أسهم الشركة لدى وصول سعر الأسهم إلى ذروته وفي اللحظة الأخيرة قبل تعرضه لهبوط عنيف مفاجئ. في ذلك الحين كان على المديرين، بموجب الفقرة 16(a) من قانون الأوراق المالية الصادر عام 1934، أن يعلنوا عن تداولاتهم بأسهم الشركة في العاشر من الشهر الذي يلي حدوثها. وفي شهر آذار/مارس، عقب انكشاف أمر صفقة البيع التي قام بها أشخاص من داخل طاقم شركة إميريتريد، ثارت موجة غضب عارمة في أوساط المسهمن. بعد ذلك ببضعة أيام، وبهدف تهدئة ثورة الغضب بين صفوف المسهمن، أعلنت الشركة أنها ستشترط في المستقبل من جميع أفراد طاقمها الإظهار سلفاً عن أي عملية بيع ينوون القيام بها، وسيكون على المديرين أن يصرحوا سلفاً عن عدد الأسهم التي يخططون لبيعها. وقد أوضح ذلك رئيس مجلس إدارة إميريتريد قائلاً: «أعتقد بأن اعتماد سياسة تضمن (لحملة الأسهم) العلم السابق برغبة أفراد طاقم العمل في بيع أسهم رأس مال الشركة هو ببساطة الإجراء السليم الذي علينا أن نقوم به.» لكن ما أن مر بعض الوقت حتى قامت إميريتريد بإلغاء العمل بتلك السياسة بكل هدوء وكأن شيئاً لم يكن. وفي الواقع فإننا لم نسمع حتى بحالة واحدة اضطرت فيها بعض أفراد طاقم إميريتريد إلى التصريح سلفاً عن عملية بيع ينوي القيام بها.

من المؤكد أن العديد من الشركات قد اعتمدت لسنوات عديدة نظام «نوافذ الاتجار» و«حقب العماء» بغية تقييد الحقب التي يمكن للمديرين فيها أن يتداولوا بأسهم شركاتهم. فقد عمدت شركات عديدة إلى حصر مدد السماح للمديرين بالاتجار بالأسهم في

الأسبوعين أو الثلاثة أسابيع التي تلي مواعيد تحرير الأرباح الفصلية. لكن معظم الشركات لم تشأ أن تضع مثل تلك القيود إلا بعد أن قام الكونغرس أثناء ثمانينيات القرن الماضي بسنّ قوانين الاتجار الخاصة بطواقم عمل الشركات، التي جعلت الشركات عرضة للمساءلة القانونية في حال عدم اتخاذها التدابير اللازمة لمنع موظفيها من القيام بتداولات غير مشروعة تقوم على استثمار معلومات سرية حصلوا عليها من داخل الشركة²⁴. والواقع أن الشركات في محاولتها تقييد مدد السماح لطواقمها بالاتجار بالأسهم إنما كانت تهدف إلى تقليص احتمال تعرضها للمساءلة القانونية من جرّاء خرق قوانين الاتجار الخاصة بطواقم الشركات من قبل بعض موظفيها²⁵. وبالنتيجة فإن «نوافذ الاتجار» و «مدد العماء» تلك لم تكن مصممة بالشكل المطلوب الذي يسهم فعلاً في منع المديرين من تحقيق الأرباح غير المشروعة عبر الاتجار بما يقعون عليه من معلومات سرية عن وضع الشركة²⁶. والمديرون الذين يخضعون لقيود من هذا النوع لم يخسروا في الواقع شيئاً من قدرتهم على اختيار توقيت البيع المناسب قبيل حالات الهبوط العنيف في سعر الأسهم، الأمر الذي يتيح له فرصة تقادي التعرض لأي خسارات جسمية²⁷.

وقد قدمت لنا السنوات الأخيرة أمثلة بالغة الوضوح لمديرين تمكنوا من تحقيق أرباح كبيرة عبر استثمار مواقعهم التي تسمح لهم بالوصول إلى معلومات سرية مهمة. في تحقيق تناولت فيه 25 من كبرى الشركات المسهمة العامة الأمريكية التي تعرضت للإفلاس في المدة الممتدة بين كانون ثاني/يناير 2001 و آب/أغسطس 2002، وجدت فايننشيل تايمز أن مديري تلك الشركات قد باعوا ما قيمته 3 مليارات \$ من أسهم شركاتهم أثناء المدة الممتدة بين العام 1999، والعام 2001، التي شهدت هبوطاً مطرداً في قيمة أسهم الشركات من 210 مليار \$ إلى الصفر²⁸. وعلى سبيل المثال فإن غاري وينيك، المدير العام لشركة غلوبال كروسينغ، قد باع ما قيمته أكثر من 700 مليون \$ من أسهم الشركة في السنة التي سبقت وقوع الشركة في الإفلاس، وذلك أثناء مدة دأبت فيها الشركة، ظاهرياً، على تسجيل نمو متزايد في عائدات البيع²⁹.

كذلك فإن هنالك أيضاً الكثير من الأمثلة لعمليات بيع ضخمة سبقت حالات هبوط عنيف في قيمة رأس المال في شركات لم تنته بها الحال إلى إشهار الإفلاس. هنالك دراسة نشرتها

مجلة فورشن في أيلول/سبتمبر 2002 سلطت الضوء على صفقات الاتجار بأسهم الشركات العامة التي قام بها مديرون تنفيذيون في تلك الشركات وتجاوز حجم التداول في الواحدة منها 400 مليون \$ وأعقبها هبوط في قيمة أسهم الشركة المعنية بما لا يقل عن 75 بالمئة³⁰. وقد أدرجت الدراسة أسماء تلك الشركات مرتبة تبعاً لقيمة مبيعات المديرين. في الشركات الخمس والعشرين التي تصدرت القائمة باع 466 مديراً ما بلغت قيمته الإجمالية 23 مليار \$ من أسهم شركاتهم قبيل انهيار أسعار أسهم تلك الشركات. احتلت كويست كومونيكيشنس موقع الصدارة؛ إذ باع مديرون عاملون في تلك الشركة أسهماً بقيمة تجاوزت ملياراً \$ بينما كانت الشركة ماضية في تسويق نجاحاتها المزعومة في تعظيم عائداتها. بعدها بمدة وجيزة سجلت أسهم كويست هبوطاً عنيفاً تجاوز 95 بالمئة. والأمثلة الأخرى لا تقل فداحة عن حالة شركة كويست. بعض من كبار موظفي شركة جي دي إس يونيفيز وكبار المسهمين المسيطرين فيها باعوا ما قاربت قيمته ملياراً \$، من أسهم شركتهم مع البوادر الأولى لانهايار قيمة أسهم الشركة. عناصر من طاقم شركة إيه أو إل تايم وورنر باعوا ما قيمته 1.5 مليار \$ من أسهم الشركة قبيل تعرض سعر تلك الأسهم لهبوط تجاوزت قيمته 80 بالمئة³¹.

تبين الدراسات أن الأمثلة السابقة لا تمثل حالات فردية بقدر ما تمثل نموذجاً منهجياً لوضع طويل الأمد قابل للتعميم. كشفت واحدة من الدراسات الحديثة عن أن مديري الشركات العامة الصغيرة غالباً ما يستخدمون خياراتهم ويبيعون ما يتصل بها من أسهم قبيل تراجع سعر تلك الأسهم إلى ما دون سعرها الوسطي في السوق بمدة وجيزة³². وبينت دراسة أخرى أن عناصر طواقم الشركات يبيعون عموماً القدر الأكبر من الأسهم قبيل هبوط عائدات شركاتهم³³. كما خلصت دراسة ثالثة إلى نتيجة تقول بأن أصحاب القرار في طواقم عمل الشركات يعمدون في كثير من الأحوال إلى التلاعب بالعائدات بهدف تأخير ظهور العجز مدة قصيرة يستغلونها لبيع أسهمهم بأسعار مرتفعة³⁴.

وعلى الرغم من أن حرية المديرين الواسعة في تحقيق مثل تلك الأرباح يصعب تفسيرها من منظور المساومة على مطال الذراع، إلا أنها لا تمثل لغزاً على الإطلاق إذا ما نظرنا

إليها من منظور سلطة المديرين. تلك الأرباح التي يجنيها المديرون عبر الاتجار القائم على استثمار معلومات سرية عن أوضاع شركاتهم، التي إنما تأتي في النهاية على حساب حملة الأسهم العاديين، تمثل دخلاً إضافياً للمديرين غالباً ما يظل خافياً عن أعين حملة الأسهم لأن الأعباء المالية المترتبة على ذلك لا تظهر في أي من قوائم المحاسبة أو جداول التعويضات التي تنشرها الشركة بصورة دورية. هذا النوع من الأرباح غالباً ما يتم إخفاؤه تحت مختلف أشكال الأفتعة باستثناء بعض الحالات الخاصة التي أثارَت ضجة كبيرة بعد انكشاف مبيعات ضخمة من الأسهم سبقت بقليل انهياراً عنيفاً في قيمة أسهم الشركات المعنية.

بالنظر إلى مصلحة المديرين في إخفاء هذا النوع من التداولات يتضح أنه ليس بالغريب أن تعتمد شركات كثيرة إلى الاستفادة من بند في قانون الأوراق المالية يتيح للشركة حرية تأخير الإعلان عن تداولات طاقمها مدة تصل إلى عام كامل، وألا تكف الشركات عن استثمار ذلك البند إلا بصدور قانون ساربنس - أوكسلي الذي أغلق عليها هذا المنفذ في العام 2002. قبل دخول هذه الإصلاحات القانونية حيّز التنفيذ كانت الفقرة 16(a) من قانون الأوراق المالية للعام 1934 تفرض على المديرين عموماً إشهار تداولاتهم أمام هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي في العاشر من الشهر الذي يلي حدوث تلك التداولات. في ظل ذلك النظام عمدت شركات كثيرة إلى إفساح المجال، بل وتمهيد الطريق، أمام مديرها للجوء إلى أشكال أخرى من التداولات مكافئة اقتصادياً لعملية البيع لكنها تسمح بالمقابل بالالتفاف على واجب الإشهار اللاحق لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية. ومن أمثلة تلك التداولات استخدام أسهم الشركة بدلاً عن النقد كوسيلة لتسديد القروض التي تقدمها الشركات لمديرها. فبالرغم من أن استخدام الأسهم بدلاً عن النقد يكافئ تماماً من الناحية الاقتصادية قيام المديرين ببيع تلك الأسهم إلى المسهمين، فإن هذا النوع من التداولات ليس مشمولاً بأحكام الفقرة 16(a) ولا يوجب الإشهار لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية في العاشر من الشهر الذي يلي حدوثه. وكبدل عن ذلك يجب على الشركات إشهار هذا النوع من التداولات أثناء مدة أقصاها اليوم الخامس والأربعين على انتهاء السنة المالية للشركة³⁵.

تشير الدلائل إلى أن قيام المديرين ببيع الأسهم عكسياً إلى الشركة يعقبه عادة تراجع في قيمة رأس مال الشركة يفوق بوضوح وسطي العائدات السالبة لرأس المال على مدى العام أو

العامين التاليين³⁶. وهذا يتفق تماماً مع الفرضية التي تقول: إن المديرين الذين إنما يبيعون بناء على معرفتهم بحدوث تطورات سلبية في الشركة سيسعون بطبيعة الحال إلى إخفاء عملية البيع عبر اللجوء إلى تداولات مستورة من هذا القبيل. كانت شركة تايكو واحدة من الشركات التي سمحت لمديريها باستخدام الأسهم كوسيلة لتسديد القروض بهدف إخفاء بيعهم لأسهم الشركة. قام دينيس كوزلوفسكي، مدير عام شركة تايكو، ومارك سوارتز، مديرها المالي، ببيع ما قيمته 105 مليون \$ من الأسهم إلى الشركة ذاتها في أواخر العام 2000 وأثناء العام 2001، قبل أن يفتضح أمر التجاوزات المحاسبية الفادحة التي ارتكبتها الشركة ويهبط سعر أسهم تايكو إلى الحضيض. والجدير بالذكر أن عملية البيع العكسي للأسهم إلى الشركة قد جرت في وقت كانت فيه كوزلوفسكي لا يمل الإعلان عن حرصه على أسهمه التي نادراً ما اضطر إلى التفريط بشيء منها³⁷.

بنظرة استباقية نجد أن أحكام قانون ساربنس - أوكسلي 2002 الصارمة بشأن إشهار تداولات طواقم الشركات سوف تسعى إلى تقليص قدرة الشركات على إفساح المجال أمام مديريها لتحقيق الأرباح عبر الاتجار بما يقعون عليه من معلومات سرية حول أوضاع شركاتهم. يفرض قانون ساربنس - أوكسلي على المديرين موافاة هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي بتقرير عن أي عملية اتجار بأسهم شركاتهم قبل انقضاء يوم العمل الثاني التالي لتاريخ إتمامهم تلك العملية³⁸. كما يقضي القانون بضرورة حفظ هذه التقارير المرسلة إلى إس إي سي في ملفات إلكترونية ووضع نسخة منها على الموقع الإلكتروني للشركة على شبكة الإنترنت في غضون يوم واحد من تاريخ حفظها إلكترونياً³⁹. فإذا ما كانت عملية التداول مثيرة للشبهات، بسبب ضخامة قيمتها أو لأي سبب آخر، فإن السوق سوف تخصص الشركة تلقائياً بمزيد من التمحيص والتدقيق وسوف تخفض من تقديره القيمة أسهم رأس مال تلك الشركة. وهذه الآلية في ضبط سعر أسهم الشركة من شأنها أن تقلص بدورها حجم الأرباح التي يمكن للمديرين أن يحققوها في أي عملية بيع لاحقة. ولكن بالمقابل فإن بمقدور المديرين، إذا ما علموا بتطورات سلبية قد تعصف بالشركة، أن يعملوا على بيع ما يريدون بيعه من الأسهم أثناء يوم واحد أو يومين متعاقبين. عندها فإن التغير الذي سيطرأ على سعر الأسهم في اليوم الثالث، بعد أن يكون السوق قد اطلع على تداولات المدير، سوف

يأتي متأخراً ولن يكون له أي أثر على الأرباح التي جناها المديرون من اتجارهم بمعلومات سرية عن أوضاع الشركة. ومن هنا فإن أحكام الإشهار الصارمة التي ينص عليها قانون ساربنس - أوكسلي لن تضمن تقليص أرباح الاتجار غير المشروع بالمعلومات السرية إلا إذا اقترنت بتقييد حرية المديرين في بيع ما يرغبون بيعه من الأسهم قبل حلول الموعد القانوني لإشهار عملية البيع⁴⁰.

بيد أن اهتمامنا الرئيس لا يتركز هنا على تقويم قدرة المديرين على الاستمرار في تحقيق الأرباح عبر الاتجار بمعلوماتهم السرية، وإنما ينصب بالدرجة الأولى على تقويم ترتيبات تعويضات المديرين والحكم فيما إذا كانت تلك الترتيبات تعكس بالفعل منطق التعاقد على مطال الذراع. وبالتركيز على هذا الغرض فإن نقطة الفصل تكمن في أن مجالس إدارة الشركات لم تبدل من تلقاء نفسها أي جهد حقيقي من شأنه أن يسهم في الحد من قدرة المديرين على الاستفادة من اختيار التوقيت المناسب والدقيق لعملية البيع. فمجالس الإدارة لم تفرض على المديرين الالتزام ببيع أسهمهم وفق جدول زمني متفق عليه سلفاً، ولا الالتزام بالإعلان عن عملية البيع المزمعة قبل حدوثها (أو حتى مباشرة بعد إتمامها). والواقع أن العديد من الشركات قد اتخذت تدابير فاعلة من أجل تأخير إشهار تداولات طواقمها أطول وقت ممكن.

دوافع شاذة

ناقشنا فيما تقدم كيف أن حرية المديرين في استخدام الخيارات وبيع الأسهم قد قدمت لهم مكاسب شخصية بينما فشلت في معظم الأحوال في تقوية حوافزهم على العمل لما فيه مصلحة حملة الأسهم. والواقع أن تلك الحرية قد خلقت لدى المديرين أيضاً دوافع شاذة⁴¹.

إن المديرين الذين يتمتعون بحرية التصرف بالخيارات والأسهم معرضون للانسياق وراء دوافع غير قويمة تحددو بهم إلى العمل على تحقيق ارتفاع في سعر أسهم الشركة على المدى القريب وذلك عبر قيادة الشركة في اتجاهات تفضي إلى نجاحات قصيرة الأجل على حساب تراجع قيمة رأس مال الشركة على المدى البعيد. كما إنهم قد يسعون أيضاً إلى ترويح صورة مجمّلة مبالغ فيها لنجاحات الشركة على المدى المنظور وكذلك أيضاً لتطلعات وآمال

الشركة على المدى البعيد. فضلاً عن ذلك فإنهم قد يستشعرون دوافع لاختيار مشروعات أقل وضوحاً وشفافية أو للحد من شفافية المشروعات القائمة، ذلك أن غياب الشفافية يمكنهم من تحقيق مزيد من الفائدة في استثمار حريتهم في التصرف سريعاً بما يملكونه من أسهم عندما تحين الفرصة المناسبة. والأعباء المالية التي تلحق بحملة الأسهم من جراء تلك السياسات المشوهة قد تتجاوز إلى حد بعيد حجم مختلف المكاسب (النقدية والعينية) التي يمكن أن يحصل عليها المديرون بفضل حريتهم في التصرف بما يملكون من خيارات وأسهم كما يشاؤون.

هنالك اليوم كم متزايد من أعمال البحث التجريبي التي تدعم وجهة النظر التي تقول إن إعطاء المديرين حرية واسعة في التصرف بالخيارات والأسهم قد خلق لديهم دوافع غير مرغوب بها لا تصب في مصلحة الشركة. تشير نتائج العديد من الدراسات إلى أن المديرين الذين ترتبط تعويضاتهم بأسعار الأسهم ارتباطاً أكثر صراحة هم الـ أكثر ميلاً إلى التلاعب ببيانات الأرباح⁴². كذلك فإن الدلائل التجريبية تشير أيضاً إلى أن المديرين كثيراً ما يتورطون في أعمال الغش وتزوير الأرباح بهدف بيع ما يملكون من أسهم بسعر أعلى.

وجد ميسود بينيش أن مديري الشركات التي سجلت فيها حالات مبالغة في تقدير الأرباح قد باعوا أسهمهم بأسعار مرتفعة قبل أن تتكشف الأخطاء المرتكبة في حسابات الأرباح ويصار إلى تصحيحها⁴³. كذلك فقد وجد سكوت سامرس و جون سويني أن الشركات التي ارتكبت فيها أخطاء متعمدة في حسابات العوائد بدافع الغش تشترك جميعها بارتفاع لافت في معدل المبيعات التي قام بها طواقمها - مقاساً بعدد التداولات، أو عدد الأسهم المباعة، أو القيمة النقدية للأسهم المباعة⁴⁴. شين جونسون و هارلي ريان و يسونغ تيان وجدوا أن مديري الشركات التي ارتكبت أعمال غش وتزوير قد استخدموا وسطياً نسباً من خياراتهم المستحقة تفوق بوضوح النسبة الوسطية للخيارات المستخدمة من قبل المديرين الآخرين⁴⁵. هذا النسيج من الدلائل يبين بوضوح أن المشكلة الحقيقية التي تنتج تلك الدوافع الشاذة نحو ارتكاب أعمال الغش والتزوير لا تكمن في مسألة امتلاك المديرين للخيارات والأسهم بحد ذاتها، وإنما في إعطائهم حرية واسعة للتصرف سريعاً ودون سابق إنذار بتلك الخيارات والأسهم.

وأخيراً فإن هناك دلائل على أن حرية المديرين في التصرف بما يملكون من أسهم قد أفرزت لديهم الحافز على اتباع سياسات مالية من شأنها أن تخفض من قيمة رأس المال المسهم وتضر بمصلحة المساهمين. ميرل إريكسون و ميشيل هانلون و إدوارد ميديو قاموا بإجراء دراسة حول الشركات التي اضطرت إلى تدقيق وتصحيح بياناتها المالية على ضوء ملاحظات هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي حول وجود حالات غش في الحسابات وذلك أثناء المدة من 1996 إلى 2002. وقد وجد هؤلاء أن تلك الشركات قد دفعت مجتمعة ضرائب إضافية تفوق بمقدار 320 مليون \$ حجم التزاماتهم الضريبية الحقيقية - فقط لأن مديري تلك الشركات قد تعمدوا تضخيم العوائد بقيمة إجمالية بلغت 3.36 مليار \$، الأمر الذي أتاح لهم فرصة بيع مخزونهم من الأسهم بأسعار أكثر ارتفاعاً⁴⁶.

مستقبلاً سوف يسهم قانون ساربنس - أوكسلي على نحو فاعل في تقليص حجم حوافز المديرين نحو تحقيق زيادات قصيرة الأجل في أسعار أسهم شركاتهم. فضلاً عن دوره في زيادة صعوبة التلاعب في التقارير والبيانات المالية، يعمل هذا القانون أيضاً على الحد من قدرة المديرين على تحقيق أرباح حقيقية عبر محاولات التلاعب تلك. بموجب قانون ساربنس - أوكسلي يجب على المدير العام وكذلك أيضاً على المدير المالي للشركة التي يطلب منها تصحيح بياناتها المالية ضمن ظروف معينة أن يعيدوا إلى حساب الشركة جميع ما قد حصلوا عليه أثناء الاثني عشر شهراً التالية لتاريخ التوثيق الإلكتروني للبيان المالي المغلوط من مكافآت أو حوافز أخرى أو تعويضات على أساس حقوق الملكية، وكذلك أيضاً جميع الأرباح التي قد جناها واحدهما من بيع الأسهم أثناء تلك المدة⁴⁷. غير أن ما يثير الانتباه هنا هو أن مجالس إدارة الشركات لم يسبق أن حاولت فرض شروط كهذه من تلقاء نفسها. وبديهي أن يعتقد المرء بأن التعاقد على مطال الذراع يقضي بالأبترك مجالس الإدارة للمدير الفرصة لتحقيق أي مكاسب من ارتفاع قصير الأجل في سعر الأسهم ولا سيما إذا ما تبين أن ذلك الارتفاع قد نتج عن بيانات مالية مغلوطة.