

الجزء

الرابع

⋮

نظرة

إلى الأمام

obeikandi.com

تطوير تعويضات المديرين

15

إحدى كبرى مشكلات البلاد اليوم، التي مازالت حتى الآن دون حل، هي مسألة تعويضات المديرين وآلية تحديد تلك التعويضات.

رئيس إس إي سي، وليام دونالدسون، 2003

الترتيبات الحالية لتعويضات المديرين تشذ بوضوح، كما رأينا فيما تقدم، عما يقتضيه التعاقد على مطال الذراع. دعونا الآن ننتقل إلى البحث في آثار وانعكاسات ما أوردناه من تحليل على صعيد الدراسة، والتطبيق العملي، والتحكم الفاعل، فيما يتعلق بتعويضات المديرين على وجه الخصوص - وحوكمة الشركات على نحو أكثر عمومية. ما الذي يمكن فعله من أجل تطوير تعويضات المديرين وحض مجالس إدارة الشركات على خدمة مصالح المساهمين؟

علينا أن نوضح منذ البداية أن الهدف الرئيس الذي يسعى إليه هذا الكتاب لا يكمن في تقديم خطة إصلاح تفصيلية. إنما تتجسد غايتنا بالدرجة الأولى في تطوير فهم جديد لما علق بتعويضات المديرين من مشكلات وعقبات. غير أننا نود في الفصلين الختامين من هذا الكتاب أن نستعرض بعضاً من أهم الآثار العملية لما أوردنا في الفصول السابقة من تحليل. إن مشكلات تعويضات المديرين إنما تثبتق بنظرنا عن مشكلة جذرية على صعيد حوكمة الشركات. إن العوامل التي تدفع مجلس الإدارة إلى الحرص على تعظيم قيمة رأس المال المسهم لا تملك اليوم من القوة ما يسمح لها عموماً بالتفوق على مختلف العوامل الأخرى التي تدفع بأعضاء المجلس إلى محاباة زملائهم المديرين التنفيذيين. من هنا فإن مشكلات تعويضات المديرين لا يمكن أن تحل على نحو جذري إلا عبر تبني إصلاحات من شأنها أن

تضع مجالس الإدارة أمام رزمة جديدة من الحوافز والقيود. سوف نناقش هذا النوع من الإصلاحات في الفصل القادم. أما هنا فنود أن نبدأ أولاً باستعراض بعض من وسائل العلاج الجزئية التي يمكن الاستعانة بها بالدرجة الأولى لمعالجة مسألة تعويضات المديرين.

الأجر على قدر الأداء

إن التعويضات المصممة بعناية من شأنها أن تزود المديرين بحوافز مجدية اقتصادياً تدفعهم إلى تعظيم قيمة رأس المال بما يخدم مصالح حملة الأسهم. ولكن يا للأسف فإن الوعود المنتظرة من ترتيبات التعويضات المجدية لم تفلح إلى اليوم في التحول إلى واقع حقيقي. وحرى بالمستثمرين في اختبارهم تعويضات المديرين أن ينظروا بعين القلق إلى الترتيبات التي تعجز عن ربط الأجر بالأداء، وأن يشجعوا بالمقابل الترتيبات التي تفلح في تحقيق توازن إيجابي بين الأجر والأداء.

ما هي السياسات العملية التي ينبغي على المستثمرين دعمها؟ وما هي السياسة التي ينبغي عليهم معارضتها؟ كما رأينا فيما تقدم من فصول الكتاب فإن الترتيبات السائدة فيما يخص تعويضات المديرين عاجزة عن أن تخلق لدى هؤلاء حوافز حقيقية مجدية اقتصادية تدفع بهم إلى العمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. إن الجزء من تعويضات المديرين الذي يتناسب حقاً مع أدائهم أصغر جداً مما يعتقد الكثيرون. فالقدر الأكبر من التعويضات، سواء التعويضات القائمة على حقوق الملكية أو تلك القائمة على غير حقوق الملكية، يقدم للمديرين مكاسب مستقلة تماماً عن أدائهم، الأمر الذي يساهم في تثبيط الحوافز أو تشويهها. لقد تعرفنا في هذا الكتاب إلى العديد من أوجه عجز الترتيبات الحالية عن تحقيق الغرض المرجو منها ولمسنا العديد من الجوانب التي تقتضي الإصلاح والتطوير. وإمعاناً في الإيضاح دعونا نستعرض فيما يلي بعضاً من التغييرات المهمة التي ينبغي على المستثمرين العمل على دعمها إذا ما أرادوا رفع سوية حوافز المديرين التي تحثهم على تحسين أدائهم.

تقليص دور ثمار المصادفة في برامج التعويضات القائمة على أساس حقوق الملكية. ينبغي على المستثمرين أن يدعموا من برامج التعويضات القائمة على أساس حقوق الملكية تلك التي تهتم بإجراء فلترة كلية أو على الأقل جزئية للارتقاعات التي تشهد لها أسعار

الأسهم بفعل تطور عام طرأ على السوق أو بفعل الحركة الطبيعية لحقل العمل المعني. إن فترة ثمار المصادفة تلك من شأنها أن تضمن تحقيق القدر ذاته من الحوافز بكلفة أقل أو بالأحرى تحقيق قدر أكبر من الحوافز بالكلفة ذاتها. كذلك ينبغي على المستثمرين أن يدركوا أيضاً أن الانتقال إلى برامج التعويضات القائمة على الأسهم المقيدة، والذي من شأنه أن يعطي عامل المصادفة دوراً أكبر من دوره في حالة الخيارات التقليدية، لا يصب بالضرورة في مصلحة حملة الأسهم.

على المستثمرين أن يمارسوا الضغط على مجالس الإدارة من أجل تبني برامج (كتلك التي ناقشناها في الفصل 11) تسمح بالتحكم بأسعار استخدام الخيارات بالشكل الذي يضمن فترة آثار التطورات ذات الطابع العام على صعيد السوق أو على صعيد الحقل المعني. وبالحد الأدنى يمكن التحكم بأسعار استخدام الخيارات على نحو يضمن اختزال مكاسب المديرين من ارتفاع أسعار الأسهم إلى مقدار زيادة ارتفاع أسعار أسهم شركاتهم عن الارتفاع الذي سجلته أسهم الشركات الأضعف أداءً على مستوى السوق أثناء المدة ذاتها.

توثيق الرابط بين برامج المكافآت الاستثنائية وبين الأداء. لدى تقويم درجة ارتباط تعويضات المديرين بأدائهم ينبغي على المستثمرين أن يحرصوا على التحقق جيداً مما إذا المكافآت الاستثنائية التي تصرفها شركاتهم للمديرين مقترنة فعلاً بالأداء المتميز، أم أن الأمر لا يتعدى الاقتران بالاسم فقط. عليهم أن يتعاملوا بحذر مع مجالس الإدارة التي تصرف للمديرين مكافآت استثنائية عن أعمال عادية كمسألة ضم واحدة من الشركات الأخرى وما إلى ذلك من الأعمال التقليدية التي ليس فيها ما يبرر تقديم أي حوافز إضافية.

وكجزء من الجهد الرامي إلى تقوية الرابط بين برامج المكافآت الاستثنائية والأداء، ينبغي على المستثمرين العمل على معارضة برامج المكافآت الاستثنائية التي تتضمن تخويل مجالس الإدارة مزيداً من الصلاحيات. لا شك أن الصلاحيات الإضافية فيما يخص صرف المكافآت الاستثنائية قد تكون عاملاً إيجابياً إذا ما وضعت في يد مجلس إدارة لا هم له إلا خدمة مصالح حملة الأسهم، لكنها بالمقابل قد تعطي نتائج عكسية إذا ما وضعت في يد مجلس إدارة يعمل وفق المعايير السائدة اليوم التي لا تعطي مصالح حملة الأسهم بالضرورة الأولوية التي تستحقها.

تقييد وضبط التصرف بحوافز الملكية. ينبغي على المستثمرين السعي لتقييد حرية المديرين الواسعة في التصرف بما تقدمه لهم برامج التعويضات من حوافز قائمة على حقوق الملكية. قد يكون من المفيد هنا ضمان الفصل بين استحقاق الخيارات من جهة واستخدام تلك الخيارات من جهة أخرى. فوجود مثل هذا الفصل يعني أن الخيارات التي انتقلت ملكيتها وأصبحت ملكاً للمديرين (بمعنى أن الأسهم المتصلة باستخدام تلك الخيارات قد أصبحت ملكاً للمديرين) سوف تبقى في أيدي أولئك المديرين لمدة من الزمن وسوف تستمر أثناء تلك المدة في تزويدهم بحوافز ملموسة للعمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. وللحيلولة دون التفاف المديرين على قيود التصرف بالخيارات ينبغي منعهم كلياً من استخدام أي من أساليب التحصين كالمقايضات والتشابكات أو التداولات الثانوية التي من شأنها أن تقلل من درجة تأثير مصالحهم الشخصية بما قد تتعرض له أسعار أسهم الشركة من تقلبات.

وبالإضافة إلى ذلك ينبغي أن يفرض على المديرين - كما سبق أن اقترح أحد مؤلفي الكتاب قبل مدة من الزمن - حين تمتعهم بكامل حقوقهم في بيع أسهمهم شرطاً ملزماً يقضي بالإعلان سلفاً عن رغبتهم بالبيع. وفي ذلك الإشهار السابق يجب على المدير تقديم معلومات تفصيلية عن عملية الاتجار المزمع إجراؤها، بما في ذلك عدد الأسهم المراد بيعها¹. إن تقييد وتنظيم التصرف بحوافز الملكية من شأنه أن يقلص قدرة المديرين على تحقيق المكاسب من ارتفاع قصير الأجل في السعر لا يعكس حقيقة واقع الشركة على المدى البعيد، وأن يحد بذلك من الدوافع الشاذة التي أتينا على مناقشتها في الفصل 14.

تضييق آفاق السقوط اللطيف الآمن في حالة الإخفاق. ينبغي على المستثمرين الانتباه إلى مخاطر السياسات والترتيبات التي تترك هامشاً لمكافحة المديرين على إخفاقاتهم. إن سياسات من هذا النوع من شأنها أن تضعف دوافع العمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم - وأن تتسبب بذلك حوافز تعظيم القيمة التي تعمل بعض العناصر الأخرى في رزمة التعويضات على بنائها. كذلك فإن على المستثمرين أن يدققوا جيداً في أحكام إنهاء خدمة المديرين التي قد تخبئ بين طياتها تعويضات سخية؛ عليهم أن يتأكدوا من أن أحكام العقد لا تفرض عليهم دفع تعويضات ضخمة لمدير يغادر الشركة وقد خلف وراءه سجلاً حافلاً

بالإخفاقات. كذلك فإن على المستثمرين أن يعارضوا بصلابة ما بات يعرف برزمة «مع السلامة» الذهبية للمديرين المغادرين التي تتضمن عطاءات مجانية خارج نطاق التعويضات المستحقة المنصوص عليها في العقد.

التدقيق في حجم التعويضات المستقلة عن الأداء. ينبغي على المستثمرين العمل على تقدير الحجم التقريبي لمجمل ما تقدمه الشركة لمديريها من تعويضات غير متعلقة بالأداء. وعليهم أن يراعوا في ذلك مختلف الأشكال المستورة للتعويضات المستقلة عن الأداء التي أتينا على مناقشتها في فصل سابق (كالمكاسب التقاعدية على سبيل المثال). وبعد الوصول إلى قيمة تقديرية لإجمالي التعويضات المستقلة عن الأداء ينبغي البحث في إمكانيات تحسين قيمة رأس المال المسهم عبر تعزيز حساسية إجمالي التعويضات لمستوى الأداء.

ومن الضروري أن يأخذ المستثمرون في الحسبان، لدى التدقيق في ترتيبات التعويضات التي يصدّق عليها مجلس الإدارة، حدودهم الذاتية من جهة والحدود التي تحكم عمل مجلس الإدارة من جهة أخرى. وبالنظر إلى العوامل الكثيرة التي تدفع بأعضاء مجلس الإدارة إلى محاباة المديرين يمكن القول: إن من غير الحكمة أن يعتقد المستثمرون بوجود تطابق خيارات مجلس الإدارة فيما يخص تعويضات المديرين مع الخيارات الأمتل وفق منظور حملة الأسهم أنفسهم. وفي الوقت ذاته وبالرغم من أنه من حق حملة الأسهم أن يحاولوا التأثير في الخطوط العريضة لترتيبات وخطط التعويضات وأنهم مدعوون إلى تفعيل حقهم في ذلك، فإن عليهم أن يعوا جيداً حقيقة أنهم يفتقرون إلى المعلومات التفصيلية المتعلقة بعمل الشركة وأنهم ليسوا في الموقع الذي يسمح لهم بالتحكم الدقيق بتفاصيل أحكام ترتيبات التعويضات. يجب أن تتعاون هاتان الرؤيتان المتضاربتان معاً على رسم الحدود التي ينبغي على المستثمرين التزامها في محاولتهم إعادة تدقيق الخيارات التي اتخذها مجلس الإدارة وكذلك أيضاً في انتقادهم لتلك الخيارات (إذا ما اقتضى الأمر).

تعزيز الشفافية

سوف نبين في الفصل القادم ضرورة إجراء إصلاحات تؤدي إلى زيادة نفوذ حملة الأسهم. لكن هذا لا يعني على الإطلاق أننا نعتبر نفوذ حملة الأسهم الحالي معدوماً أو شبه

معدوم، فالمساهمون لديهم اليوم قدرة على التأثير في صنع القرار، وهذه القدرة تمثل دون أدنى شك واحداً من أهم أسباب الاهتمام الكبير الذي تحظى به موجات السخوط التي قد تعصف بأوساط المساهمين من وقت لآخر. وكلما كانت معرفة الأوساط العامة (خارج حدود طاقم الشركة) بأحكام ترتيبات التعويضات أكبر، كانت قوة موجة السخوط أكبر وأعظم. ولذلك فإن زيادة شفافية ترتيبات التعويضات تمثل تطوراً إيجابياً ومرغوباً.

إن خبراء الاقتصاد المالي لم يولوا مسألة الشفافية الاهتمام الكافي لأنهم ركزوا في الغالب على أثر الانكشاف في تسهيل الوصول إلى معلومات قد تؤثر على نحو أو بآخر في تحديد قيمة أسهم الشركة في السوق. فالكثيرون يعتقدون أن انكشاف المعلومات قد ينعكس سلباً على أسعار الأسهم حال وقوع تلك المعلومات في أيدي بعض المحترفين من تجار السوق القادرين على تحليلها وتوظيفها لخدمة مصالحهم.

فيما يخص تعويضات المديرين هنالك بطبيعة الحال درجة لا بأس بها من الانكشاف. فأحكام هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي تلزم الشركات، كما سبق أن أوضحنا في فصل سابق، بإشهار جميع التفاصيل المتعلقة بتعويضات المدير العام والمديرين الأربعة التاليين الذين يأتون بعده مباشرة من حيث حجم التعويضات التي يتقاضونها.² غير أن من المهم هنا من وجهة نظرنا أن نميز بوضوح بين مفهوم الإشهار ومفهوم الشفافية. والشفافية هي ما ينبغي إيلاؤه قدرأ أكبر من الاهتمام.

إن الهدف الحقيقي وراء فرض إشهار تعويضات المديرين ليس المساعدة على التقدير الدقيق لسعر ما تطرحه الشركة من أوراق مالية، وإنما إفساح المجال لشيء من الرقابة على الترتيبات التي قد تبالغ فيما تقدمه للمديرين من مكاسب. وهذا الهدف لا يتحقق عبر تقديم المعلومة في قالب يجعلها مفهومة فقط بالنسبة لفئة قليلة من محترفي السوق، ومبهمه تماماً بالنسبة للآخرين.

إن قدرة مصممي الخطط والترتيبات على محاباة المديرين تتوقف إلى حد بعيد على طبيعة النظرة التي يخصص بها جمهور المستثمرين والمراقبين الخارجيين المعنيين تلك الترتيبات. بدافع من قوى السوق وحركية المجتمع بيدي المديرين ومجالس الإدارة قدرأ لا

بأسس به من الحساسية والاهتمام حيال الاستنكار المحتمل من قبل المستثمرين المؤسسيين وغيرهم من الكتل المرجعية كالصحافة الاقتصادية على سبيل المثال. وقد أوضحنا سابقاً أن مهندسي التعويضات غالباً ما يسعون إلى الإبقاء على حجم التعويضات أو درجة استقلالها عن الأداء تحت غطاء من الغشاوة. إذا ما أردنا للإشهار أن يمارس دوراً فاعلاً في تقييد حجم التعويضات، فإن من الضروري أن نضمن إيصال المعلومة التي يتم إشهارها إلى قاعدة واسعة تتجاوز بوضوح حدود فئات محترفي السوق وتجار الأسهم. ومن ناحية أخرى فإن المعطيات الخام المخبأة في جوف جبل من البيانات التقنية ليست كافية على الإطلاق؛ ذلك أن مستوى إبراز المعلومة وكذلك درجة شفافيتها يمثلان عاملين مهمين فيما يخص فاعلية الإشهار.

لذلك فإن الجهات المسؤولة والأطراف الراعية لمشروعات إصلاح حوكمة الشركات مدعوة إلى العمل على ضمان إضفاء مزيد من الشفافية على ترتيبات التعويضات والسعي إلى الحفاظ على الشفافية سمة دائمة لا تفارق تلك الترتيبات. ومن المفيد هنا استعراض بعض من التدابير العملية التي من شأنها أن تسهم في تعزيز الشفافية.

احتساب قيمة الخيارات في الميزانية. ينبغي مراعاة الخيارات المقدمة لموظفي الشركة في حساب الميزانية. وكما سبق أن ناقشنا في الفصل 12، فإن هيئة مقاييس الحسابات المالية إف إيه إس بي، التي تعرضت في العام الماضي لضغوط كبيرة من قبل المديرين حالت دون فرض مراعاة الخيارات في حساب الميزانية، من المرجح أن تبادر قريباً إلى اتخاذ التدابير اللازمة لفرض احتساب الخيارات. كذلك فإن الكونغرس عاكف على دراسة مشروع قانون من شأنه أن يلزم الشركات باحتساب الخيارات المقدمة للمديرين الخمسة ذوي الأجور الأعلى في كل شركة (لكنه يسمح بالمقابل بعدم احتساب الخيارات المقدمة لباقي الموظفين).

يعد احتساب الخيارات، من وجهة نظر العمل المحاسبي، أمراً مهماً لأنه يساعد على الوصول إلى صورة أكثر دقة للوضع المالي للشركة. وفيما يخص الأهداف التي تستحوذ اهتمامنا في هذا الكتاب فإن احتساب قيمة خيارات المديرين أمر إيجابي يعود بالفائدة على الشركة لأنه يجعل الإنفاق المترتب على تلك الخيارات أكثر وضوحاً في أعين المستثمرين على المدى البعيد.

إن تنظيم احتساب الخيارات المتضمنة في خطط الحوافز من شأنه أن يحد أيضاً من هامش الحرية في التنقل بين أنماط الخيارات المختلفة، ومن شأنه أيضاً أن يبطل الحجة الرئيسية التي يلجأ إليها المديرون للالتفاف على الخيارات منقوصة عامل المصادفة. فحقيقة أن الخيارات منقوصة عامل المصادفة توجب الاحتساب خلافاً للخيارات الاعتيادية ما زالت ومنذ زمن طويل تقدم مسوغاً مقنعاً لترجيح كفة الخيارات التقليدية وتقوت بذلك الفرصة لفلترة الأرباح الناجمة عن تطورات عامة على مستوى السوق أو حقل العمل المعني.

ذكر القيمة النقدية المكافئة بجانب مختلف أشكال التعويضات. ينبغي إلزام الشركات بذكر القيمة النقدية المكافئة بجانب كل من أنماط التعويضات المختلفة التي تقدمها لمديرها وتضمن تلك القيم النقدية في جداول التعويضات التي تنشرها الشركة في إعلاناتها. لقد احتفظت الشركات لنفسها بهامش من الحرية يتيح لها محاباة مديرها بعطاءات سخية تأخذ شكل «تعويضات مستورة» كما هو الحال في تعويض التقاعد، والتعويضات المؤجلة، وما قد يعقب التقاعد من هدايا أو عقود استشارية. وبالرغم من أن بعض تفاصيل تلك الترتيبات قد ظهرت للعيان في ملفات هذه الشركة أو تلك لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية لم يطلب من الشركات المعنية بيان القيمة النقدية المكافئة وتضمينها في البيانات المالية. بل إن الشركات لم تقم بإدخال تلك المكاسب التي قدمتها لمديرها حتى إلى قواعد البيانات الاعتيادية التي يستند إليها خبراء الاقتصاد المالي في دراساتهم المتصلة بتعويضات المديرين.

ومن وجهة نظرنا فإن من الضروري أن تقوم الشركات بتبيان القيمة المالية لكل من المكاسب التي تقدمها لمديرها أو تعدهم بها، وأن تضمّن تلك القيمة في جدول التعويضات للعام الذي يصبح فيه المدير مخولاً للإفادة من تلك المكاسب. وهكذا فإن جدول التعويضات ينبغي أن يتضمن على سبيل المثال الزيادة التي قد تطرأ أثناء العام على القيمة المتوقعة لتعويض التقاعد الذي وعدت به الشركة مديرها. وبالإضافة إلى ذلك قد يكون من المفيد أيضاً مطالبة الشركات بتبيان القيمة النقدية لمختلف المكاسب الضريبية التي قد يحصل عليها المدير على حساب الشركة (كما في حالة التعويضات المؤجلة على سبيل المثال) -
وبتضمن تلك القيمة في تقرير رسمي.

هذه التدابير من شأنها أن تقدم لحملة الأسهم صورة أكثر دقة ووضوحاً لإجمالي التعويضات المقدمة للمديرين. كما أن من شأنها أيضاً أن تساعد على التخلص من التشوهات التي كثيراً ما تحدث من جراء لجوء الشركة إلى ترجيح أنماط معينة من التعويضات لمجرد أنها أكثر قدرة على التخفي وليس لكونها أكثر فاعلية من سواها.

تبيان القيمة النقدية لإجمالي التعويضات على اختلاف مصادرها. عبر اعتماد أشكال عديدة ومتنوعة لأجور المديرين وعدم ذكر القيمة النقدية لبعض التعويضات، تحاول الشركات إخفاء القيمة الحقيقية لإجمالي ما تقدمه لمديريها من أجور وتعويضات عن أعين المستثمرين والمساهمين. ينبغي مطالبة الشركات بأن تبيّن بوضوح، ضمن القسم المخصص لتعويضات المديرين في ملفاتها، القيمة الإجمالية للتعويضات المقدمة لكل مدير من مديري الدرجة الممتازة على مدى العام وكذلك أيضاً إجمالي ما حصل عليه المدير منذ قدومه إلى الشركة وحتى تاريخه.

الأجر والأداء. قد يكون من المفيد مطالبة الشركات بأن تعلن لحملة الأسهم بكل شفافية عن حجم الأرباح التي جناها مديروها من الخيارات المقدمة لهم، وكذلك أيضاً عن حجم الجزء من تلك الأرباح الذي جاء بفعل تطورات عامة على مستوى السوق أو على مستوى حقل العمل المعني. وهذا يمكن تحقيقه عبر إلزام الشركات بحساب حجم الأرباح التي جناها مديروها عبر استخدام الخيارات المقدمة لهم (أو عبر انتقال ملكية الأسهم المقيدة المقدمة لهم في حالة التعويضات على أساس الأسهم المقيدة) والإعلان عن تلك الأرباح وكذلك أيضاً عن نسبة الزيادة الفعلية (إن وجدت) التي سجلتها عوائد الشركة بالمقارنة مع نظيراتها في حقل العمل المعني. إن إعلان الشركة مثل تلك الحقائق والمعطيات من شأنه أن يظهر بمزيد من الشفافية إلى أي حد قد نجحت خطط الحوافز القائمة على أساس حقوق الملكية في تجسيد سياسة مكافأة المديرين على قدر ما قدموه من أداء.

التصرف بالخيارات والأسهم. ينبغي إلزام الشركات بإعلام حملة الأسهم بكل شفافية وبصورة دورية عن نسبة ما قد تصرف به المديرون الخمسة الأعلى على مستوى الشركة من حوافز الملكية المقدمة لهم كجزء من تعويضاتهم. صحيح أن الباحث المهتم لن يشق عليه الحصول على تلك المعلومات عبر تصفح أكوام التقارير المتعلقة بتداولات المديرين

والمحفوظة بالتعاون مع هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي، لكن إلزام الشركات بتنسيق تلك المعلومات وتقديمها في تقارير خاصة من شأنه أن يسهل على المستثمرين استيضاح الحد الذي بلغه المديرين في استثمارهم الفعلي لما يملكون من حرية التصرف بحوافز الملكية المقدمة لهم.

من الطبيعي أن مهندسي خطط التعويضات لن يعدموا الوسيلة لابتداع أساليب جديدة تعيد إلى التعويضات، أو إلى حساسية التعويضات للأداء، بعضاً مما قد تفقده من الضبابية والغموض. لذلك فإن من الضروري الاهتمام بتحديث ترتيبات الإشهار في مواكبة دائمة لتطور السياسات والممارسات العملية الجديدة (ووسائل التمويه الجديدة) حرصاً على ضمان استمرار الشفافية.

الإجراءات المفروضة على لجان التعويضات

لا شك أن قائمة التعليمات التي تبنتها هيئة الأوراق والأسواق المالية أخيراً وفرضت على لجان التعويضات الالتزام بها تفيد في إضفاء طابع الترتيب على آليات العمل التي تتبعها تلك اللجان لتحديد تعويضات المديرين. بموجب تعليمات سوق نيويورك للأوراق المالية يجب أن يكون لدى لجنة التعويضات في كل شركة ميثاق مكتوب يتضمن القواعد الناظمة لعمل اللجنة³. واللجنة ملزمة بتلخيص أهداف الشركة التي تبرر التعويضات المقدمة للمدير العام والمصادقة على تلك الأهداف، كما أنها ملزمة أيضاً بإعداد تقرير حول تعويضات المديرين وتضمينه في بيان التوكيل السنوي أو في التقرير السنوي لأداء الشركة. وقد دأب المستثمرون المؤسسيون منذ مدة من الزمن على الإلحاح في مطالبة الشركات باتباع تعليمات من هذا القبيل⁴.

لا شك في أن إلزام لجان التعويضات اتباع خطوات محددة هو أمر إيجابي، لكننا لا نعتقد بأنه قادر على تحقيق فوائد ملموسة من الناحية العملية. من الطبيعي أن تلك التعليمات الملزمة قد تجبر أعضاء اللجان على إيلاء مسألة تعويضات المديرين درجة من العناية والاهتمام تفوق بوضوح ما كانت عليه حالهم في الماضي. وبالنسبة لمجلس إدارة يركز اهتمامه على رعاية مصالح حملة الأسهم وحسب، فإن وجوب الالتزام باتباع خطوات محددة وتقديم التقارير التي تواكب سير العمل من شأنه أن يغني العمل بمزيد من العناية والمنهجية.

وفي حين يمكن الجزم بأن التعليمات الإجرائية الملزمة من شأنها أن تلطف كثيراً من المشكلات الناجمة عن عدم المبالاة أو قلة الانتباه، إلا أنها لن تقوى على مواجهة المشكلات النابعة من دوافع أعضاء مجلس الإدارة وميولهم إلى استخدام صلاحياتهم وما يتمتعون به من تفويض لإغداق المكاسب السخية على المديرين. إن الالتزام باتباع خطوات محددة وكتابة التقارير عن سير العمل لا يسهم مسهمة حقيقية في وضع حدود فعلية لصلاحيات مجلس الإدارة. وبشيء من العون والنصيحة من قبل الحقوقيين وخبراء التعويضات فإن مجلس الإدارة الراغب في محاباة المديرين سوف لن يعدم الحيلة لتقديم المسوغات اللازمة لتمرير خططه، وقد لا يحتاج في بعض الحالات أكثر من بعض العبارات الطنانة. وهكذا فإن العامل الأهم، والذي يكمن في دوافع مجلس الإدارة، سوف لن يتأثر بتلك التعليمات الإجرائية في شيء.

اقتضاء موافقة حملة الأسهم

بالإضافة إلى العمل على تحسين دوافع مجالس الإدارة -موضوع الفصل القادم- فإن من المفيد أيضاً العمل على وضع بعض الحدود التي تقيد صلاحيات مجالس الإدارة. والخطر في وضع حدود من هذا القبيل يكمن في تقليص قدرة مجلس الإدارة على تطوير بنية التعويضات بالشكل الذي يعود في نهاية المطاف بالفائدة على حملة الأسهم. والسبيل الطبيعي لتقليص صلاحيات مجلس الإدارة دون المساس بقدرة المجلس على إقرار الترتيبات التي تخدم مصالح حملة الأسهم إنما يكون في جعل بعض قرارات المجلس مشروطة بموافقة حملة الأسهم أنفسهم. هنالك على وجه التحديد طريقتان تستحقان أن نوليها بعضاً من المناقشة - اشتراط موافقة حملة الأسهم على برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية، واشتراط الموافقة على ترتيبات التعويضات التي تتضمن جوانب «مثيرة للشبهات».

الموافقة على برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية

في العام 2003، قامت السوق الوطنية الرئيسة للأوراق المالية بتبني جملة من الأحكام تجبر الشركات المسجلة على الحصول على موافقة حملة الأسهم فيما يخص برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية⁵. وعلى الرغم من أن تلك الأحكام قد لقيت ترحيباً

كبيراً من قبل البعض بصفتها تدابير بالغة الأهمية⁶. إلا أنها لا تمثل في حقيقة الأمر ضماناً حقيقية على أن تعويضات المديرين، أو على الأقل التعويضات القائمة على حقوق الملكية، ستلتزم بالفعل الشكل الذي يخدم مصالح حملة الأسهم.

وإذا ما أردنا وضع تلك الأحكام ضمن إطارها الصحيح، فإن علينا أن نعيد إلى الذاكرة أولاً أن العديد من الشركات قد دأبت أصلاً على طرح برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية للتصويت في اجتماع عام لعموم حملة الأسهم. وكما سبق أن أوضحنا في الفصل 3 فإن الدافع الحقيقي وراء ذلك لم يكن سوى الرغبة في تجنب الأعباء الضريبية المفروضة على برامج الخيارات التي تفتقر إلى موافقة حملة الأسهم. ومن هنا فإن الأحكام الجديدة ليست في حقيقة الأمر سوى توسيع لمساحة العمل بوحدة من السياسات التقليدية المتبعة أصلاً منذ زمن، التي ثبت عجزها عن وضع حدود حقيقية لصلاحيات مجالس الإدارة.

لا شك أن التصويت على الخطط يعطي حملة الأسهم المستاءين من تعويضات المديرين (أو من بعض المسائل الأخرى) الفرصة لتسجيل اعتراضهم. وقد يتيح التصويت لحملة الأسهم إعاقة إعطاء المديرين مزيداً من الأسهم والخيارات إذا ما وجدوا أن سياسات مجلس الإدارة فيما يخص تعويضات المديرين مثيرة للسخط. غير أن التصويت على برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية لا يضع بين أيدي حملة الأسهم في الأحوال العادية أداة حقيقية تمكنهم من التأثير على نحو فاعل في عملية تصميم ترتيبات التعويضات.

في بادئ الأمر ينبغي الإشارة إلى أن ما يطرح أمام حملة الأسهم للتصويت هو في مجمله برامج يغلب على صياغتها طابع العمومية، وبديهي أن ذلك لن ينقص من صلاحيات مجلس الإدارة شيئاً. يطلب المجلس من حملة الأسهم إعطائه الموافقة على استخدام عدد معين من الخيارات أو الأسهم المقيدة ضمن كتلة التعويضات المخصصة لموظفي الشركة، غير أن هناك جوانب كثيرة عامة من برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية لا تقتضي موافقة حملة الأسهم. وعلى سبيل المثال فإن موافقة حملة الأسهم غير مطلوبة فيما يخص حصة مدير بعينه من إجمالي الخيارات التي يقرر مجلس الإدارة استخدامها ضمن رزمة التعويضات. وكذلك هي الحال أيضاً فيما يخص القيود التي قد يقرر المجلس فرضها على انتقال تلك الخيارات أو الأسهم أو على حرية المديرين في التصرف بها. وقد عبرت إحدى

الشركات القانونية المشهورة عن ذلك أبلغ تعبير عبر النصيحة التي وجهتها إلى عملائها من مجالس إدارة الشركات ضمن ملحوظة صغيرة جاء فيها: «على ضوء القواعد الجديدة الصادرة عن سوق نيويورك للأوراق المالية بالتعاون مع ناسداك، والمتعلقة باقتضاء موافقة المسهمين، ينبغي إعطاء برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية صيغة فضفاضة تتيح للشركة: إمكانية تعديل بنود التعويضات دون الحاجة إلى تطوير البرنامج على نحو يقتضي موافقة حملة الأسهم بموجب القواعد الجديدة»⁷.

وفضلاً عن ذلك، وبالرغم من أن حملة الأسهم يستطيعون أن يعارضوا على نحو جماعي برنامج استخدام الخيارات والأسهم المقيدة، فإنهم لن يتسنى لهم ممارسة دور فاعل في تحديد تعويضات المديرين إذا ما أسقطوا بالتصويت برنامج التعويضات المقترح من قبل مجلس الإدارة. إذا ما عارض حملة الأسهم على سبيل المثال برنامجاً يقوم على أساس الخيارات التقليدية لأن هذا النوع من الخيارات يسمح للمديرين بالاستفادة على نحو لا محدود من ثمار المصادفة التي تأتيهم بفعل تطورات إيجابية تعم السوق أو القطاع أو الحقل المعني، فإنهم لن يحصلوا على أي ضمانة حقيقية بأن المجلس لن يتبنى ترتيبات بديلة قد تكون أكثر إضراراً بقيمة رأس المال المسهم - كاعتماد نظام مكافآت بالغ السخاء مثلاً. لهذا السبب فإننا نتوقع أن يذهب حملة الأسهم إلى الموافقة على برامج التعويضات المقترحة في حالات كثيرة يتمنون فيها لو أن مجلس الإدارة قد أعد ترتيبات التعويضات بصورة مختلفة تماماً. وعلى العموم فإننا لا نتوقع أن تؤدي زيادة مساحة النقض المتاحة أمام حملة الأسهم فيما يخص برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية إلى تقليص حقيقي لحرية مجالس الإدارة في التحكم بهذا النوع من التعويضات.

التصويت على جوانب خاصة محددة في اتفاقات التعويضات

إن السماح لحملة الأسهم بالتصويت على اتفاقات التعويضات التي تتضمن جوانب خلافية محتملة محددة قد يكون أمراً مفيداً. وبالنظر إلى الاتفاقات التي توجب موافقة حملة الأسهم على برامج تعويضات المديرين نجد أن كلاً منها يتضمن بنداً أو أكثر من قائمة الجوانب المثيرة للشبهات. يمكن طلب موافقة حملة الأسهم على سبيل المثال في حالة الخيارات التقليدية التي لا تعنى بفلتره أي من ثمار المصادفة التي ترمي بها الحركة

العامّة للسوق أو الحقل المعني، وفي حالة الخيارات المتاحة للاستخدام بعد استحقاقها بمدة وجيزة، وفي حالة برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية التي لا تلزم المديرين بالإشهار سلفاً عن عملية بيع الأسهم المزمع إجراؤها، أو في حالة تعويضات إنهاء الخدمة إذا ما بدت قيمتها ضخمة بالمقارنة مع التعويضات السنوية. وقد تم اقتراح اقتضاء موافقة حملة الأسهم في مثل تلك الحالات من قبل العديد من الطروحات المقدمة من المسهمين أنفسهم، وكذلك أيضاً من قبل هيئة المستثمرين المؤسسيين سي آي آي. وعلى سبيل المثال فقد اقترحت سي آي آي ألا يتم إعادة تسعير الخيارات الفارقة (التي انخفض سعرها في السوق إلى ما دون كلفة استخدامها) أو استبدال تلك الخيارات بخيارات جديدة إلا بموجب موافقة صريحة من قبل حملة الأسهم⁸.

إننا نعتقد أن اقتضاء موافقة حملة الأسهم قد يكون أمراً مفيداً إذا ما جرى تطبيقه في حالة العطاءات التي يبدو عليها أنها على الأرجح لا تصب في مصلحة رأس المال المسهم. في حالة كتلك يمكن النظر إلى اقتضاء موافقة حملة الأسهم على أنه إجراء يقود إلى حل وسط بين المنع المباشر والصريح من جهة وبين الموافقة غير المسؤولة من جهة أخرى. إذا ما بدا على جانب معين من جوانب الاتفاق أنه لا يخدم مصالح حملة الأسهم، فإن كلا الخيارين الحديين، الرفض التام وإتاحة الحرية المطلقة، قد يكونان مكلفين. والسماح هنا بتضمين ذلك الجانب في الاتفاق، شريطة أن يوافق عليه حملة الأسهم، من شأنه أن يحفظ والحالة هذه توازناً حساساً بين كلا الخيارين.

ولكن هل تحمل تلك الترتيبات فائدة حقيقية لحملة الأسهم؟ إن الإجابة عن هذا السؤال تتعلق بالطبع، وإلى حد بعيد، بطبيعة العطاءات المدرجة على قائمة ما يقتضي موافقة حملة الأسهم؛ إذ إن فرض شرط موافقة حملة الأسهم على عطاءات من المرجح أن تصب في مصلحة حملة الأسهم، من شأنه أن يرتب على الشركة تكاليف لا داعي لها. وبالمقابل فإن عدم فرض شرط الموافقة في حالة العطاءات التي يغلب عليها الاحتمال بأنها قد لا تخدم مصالح حملة الأسهم يعني التقصير عن جني الفوائد المحتملة التي تحملها قواعد اقتضاء موافقة حملة الأسهم بين طياتها. إن خبراء ومنسقي سوق الأوراق المالية ليسوا في الموقع الذي يسمح لهم بتحديد الجوانب المثيرة للشبهات لأنهم ببساطة ليسوا على دراية كافية

بخصوصيات الشركة، وكذلك فإنهم أيضاً لن يتمكنوا من حصر جملة الترتيبات التي تتطلب موافقة حملة الأسهم عند حدوث بعض المستجدات.

وهكذا فإن حملة الأسهم أنفسهم هم من ينبغي أن يقرروا بشأن القيود الواجب فرضها على صلاحيات مجلس الإدارة والتعديلات الواجب إجراؤها على تلك القيود لمواكبة المستجدات. لكن المشكلة تكمن في أن قانون الشركات الحالي لا يخوّل حملة الأسهم صياغة القواعد المتعلقة بتعويضات المديرين والتصويت عليها لتصبح قواعد ملزمة لمجلس الإدارة. بالنظر إلى تعويضات المديرين، وهي مادة يضعها قانون الشركات ضمن حدود صلاحيات مجلس الإدارة، يحق لحملة الأسهم تقديم المبادرات بشأن صياغة قرارات التوصية، غير أن تلك القرارات حتى إن حظيت بغالبية الأصوات لا تتعدى كونها توصيات غير ملزمة. ومن وجهة نظرنا فإنه قد يكون من المفيد إتاحة الفرصة أمام حملة الأسهم لتقديم مبادرات جديّة فيما يخص ترتيبات تعويضات المديرين تتضمن صياغة القواعد الملزمة وإقرارها عبر التصويت. وعلى سبيل الذكر لا الحصر فإن إعطاء حملة الأسهم صلاحيات من هذا القبيل سوف يمكنهم، إذا ما أرادوا، من فرض قواعد تمنع مجالس الإدارة من تبني ترتيبات معينة فيما يخص التعويضات التي تسمح بالالتفاف على موافقة حملة الأسهم.

حدود التصويت على ترتيبات أجور المديرين

إننا ننظر إلى آلية مشاركة حملة الأسهم في صنع القرار عبر عملية التصويت كأمر بالغ الأهمية. وسوف نوضح في الفصل القادم بالحجة والبرهان رؤيتنا الداعمة لتعزيز دور حملة الأسهم في انتخاب مجلس الإدارة وفي التصويت على القواعد الأساسية لحوكمة الشركة. غير أن هيكله ترتيبات أجور المديرين ليست بالساحة المناسبة التي يمكن أن تحل فيها مشاركة حملة الأسهم عبر التصويت محل آلية صنع القرار في مجلس الإدارة النزيه الحريص على حماية مصالح حملة الأسهم.

إن تصويت حملة الأسهم من شأنه أن يرسم الحدود القصوى لصلاحيات مجلس الإدارة في التصرف دون الحاجة إلى طلب موافقة خاصة من حملة الأسهم. وحملة الأسهم سوف

يستندون في رؤيتهم لتلك الحدود إلى معلوماتهم العامة حول البنية الأساسية لترتيبات التعويضات. غير أن ذلك لا ينتقص أبداً من أهمية الدور الذي يضطلع به مجلس الإدارة الكفوء لجهة اتخاذ القرارات المناسبة وتحديد الأنسب بين جملة الخيارات المعقدة ضمن الحدود التي رسمها حملة الأسهم وكذلك أيضاً لجهة التفاوض مع المديرين. وهذه مهام معقدة تتطلب معرفة دقيقة بتفاصيل الموقف ومهارة في إدارة جولات التفاوض بما فيها من أخذ وردّ. وتصويت حملة الأسهم لا يمكنه في أي حال من الأحوال أن ينوب مناب مجلس الإدارة في كل تلك المهام.

تعويضات المديرين وحوكمة الشركات

تحليلنا الذي قدمناه في هذا الفصل يعيدنا من جديد إلى المشكلة الأساسية ذات الصلة بمسألة حوكمة الشركات. كيف لنا أن نرتقي بالدوافع التي توجه دفة الإدارة وأن نجعل أعضاء مجلس الإدارة أكثر التصاقاً بمصالح حملة الأسهم؟ وبالرغم من أن التغييرات المحتملة التي قمنا بمناقشتها فيما تقدم قد تحسن بالفعل هذا الجانب أو ذاك من ترتيبات أجور المديرين، إلا أنها لا تقوى على معالجة المشكلات العالقة معالجة جذرية. والحل الجذري لتلك المشكلات لا بد له أن يمر عبر تطوير أساليب حوكمة الشركات بوجه عام.

إن التدابير التي أتينا على مناقشتها تترك جميعها في يد مجلس الإدارة قدراً كبيراً من الصلاحيات، وهذا أمر ضروري لا غنى عنه. لكن تلك التدابير بحد ذاتها لا تزود أعضاء مجلس الإدارة بحزمة جديدة من الدوافع.

وتحقيق أي تحسين إضافي في هيكله تعويضات المديرين منوط بالدرجة الأولى بتعزيز دوافع مجلس الإدارة لما فيه خدمة مصالح حملة الأسهم. وتحسين تلك الدوافع من شأنه أن يترك بصمات إيجابية ليس فقط فيما يخص ترتيبات أجور المديرين، وإنما أيضاً على صعيد مختلف القرارات الأخرى التي يتخذها مجلس الإدارة والمسائل الأخرى التي ينظر فيها. ومن هنا فإن تحليل المشكلات المتعلقة بتعويضات المديرين يقودنا إلى الاعتقاد بالحاجة إلى إصلاحات جذرية على صعيد حوكمة الشركات، الأمر الذي يجسد موضوع الفصل القادم من هذا الكتاب.

الوعي والواقع

نود أن نختم هذا الفصل بالتأكيد على أهمية إدراك الدور الحساس للنفوذ الذي يتمتع به الجهاز التنفيذي فيما يخص تحديد تعويضات المديرين. إن توسيع قاعدة الوعي فيما يتعلق بطبيعة المشكلات القائمة المرتبطة بتعويضات المديرين، وهو الأمر الذي نسعى إلى تحقيقه عبر هذا الكتاب، من شأنه أن يكون له بحد ذاته أثر واضح من حيث تخفيف حدة تلك المشكلات.

إن اتساع دائرة الوعي -ولا سيما على مستوى المستثمرين المؤسسيين- فيما يخص قدرة المديرين على التأثير في تعويضاتهم من شأنه أن يفعل الكثير من أجل وضع حد لتلك المشكلات. لقد أوضحنا بالحجة والدليل أن قدرة المديرين على الاستئثار لأنفسهم بالأجور المفرطة، وقدرتهم على فصل تلك الأجور عن الأداء، وكذلك حجم الأعباء المالية التي يتحملها حملة الأسهم من جراء ذلك، تتعلق جميعها بدرجة انكشاف الأخطاء والثغرات المتضمنة في ترتيبات التعويضات أمام أعين المراقبين الخارجيين المعنيين، وبقدرة هؤلاء على تمييز تلك الأخطاء والثغرات. وهكذا فإن حجم ما يمكن للمديرين أن يستأثروا به لأنفسهم على حساب حملة الأسهم يتعلق بدرجة وعي هؤلاء لحجم التشوهات التي تعترى ترتيبات التعويضات التي يحاول المديرين إخفاءها بوسائل شتى. وتعزيز الوعي لتلك التشوهات من شأنه بكل بساطة أن يقلص حجم المشكلات التي وضعنا أيدينا عليها فيما تقدم.

لتحسين سياسات تعويضات المديرين يحتاج المستثمرون ودعاة الإصلاح ليس فقط إلى القوة وحسب، وإنما أيضاً إلى المعرفة والوعي بشأن ما ينبغي أن يبحثوا فيه وما ينبغي أن يركزوا عليه. يجب أن يعوا جيداً طبيعة الدور الأساسي الذي مارسه الجهاز التنفيذي عبر سلطته ونفوذه وما زال يمارسه فيما يخص التحكم بتعويضات المديرين، وأن يحيطوا بالعوامل الكثيرة المختلفة التي تسهم في بناء سلطة الجهاز التنفيذي وتعزيزها وبطيف الأشكال المختلفة التي تفصح فيها تلك السلطة عن نفسها.

إننا نعتقد أن من المهم أيضاً، بالنسبة لزملائنا من الباحثين الأكاديميين، أن يدركوا جيداً حجم الصعوبات الإدارية التي تنطوي عليها مسألة تعويضات المديرين. لقد خص

خبراء الاقتصاد المالي برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية بقدر كبير من التأييد والدعم تقديراً منهم لما تعد به تلك البرامج من تزويد المديرين بحوافز إيجابية تحثهم على تحسين الأداء. وقد أسهم ذلك الحماس في إضفاء مزيد من المشروعية على الزيادات الكبيرة في تعويضات المديرين أثناء العقد الماضي.

ينبغي على خبراء الاقتصاد المالي أن يدركوا أن برامج الحوافز تلك لها بالمقابل أيضاً ما يمكن أن نسميه «وجهها المظلم». وهيكلية تلك البرامج قد تجسد في بعض الأحيان نتائج مشكلات التوكيل أكثر من كونها أداة لحل تلك المشكلات. وبسبب مشكلات التوكيل تلك لم تفلح تعويضات المديرين حتى الآن في تحقيق ما وعدت به، بل إنها قد أسهمت في خلق بعض الدوافع المخربة والشاذة. وإننا لمسرورون لرؤية خبراء الاقتصاد المالي يولون اليوم مزيداً من الوقت لدراسة بعض الآثار العكسية التي خلفتها ترتيبات التعويضات على سلوك المديرين. ونأمل أن يتجهوا إلى التركيز بدرجة أكبر على الدور الذي تضطلع به سلطة الجهاز التنفيذي، وأن يولوا دراسة ذلك الدور مزيداً من الاهتمام، كما سبق أن فعلوا في دراستهم لنموذج التعاقد على مطال الذراع.

تطوير حوكمة الشركات

16

تفويض حملة الأسهم هو القاعدة الإيديولوجية التي تقوم عليها شرعية سلطة مجلس الإدارة.

مستشار ولاية ديلاوير ويليام ألين،
في أطلس بلازيوس، 1988

إن المشكلات المتعلقة بترتيبات تعويضات المديرين، التي تعرفنا عليها فيما تقدم، تجد جذورها في فشل مجلس الإدارة في التفاوض مع المديرين على مطالب الذراع. تعزيز الشفافية، تطوير آليات عمل مجلس الإدارة، توسيع دائرة اقتضاء موافقة حملة الأسهم، تطوير وعي المسهمين لمختلف ترتيبات التعويضات ودور كل منها، لا شك في أن هذه العوامل جميعها من شأنها أن تساعد على تحسين الوضع. غير أن تلك المعالجات الموضوعية لن تستطع أن تحل كليا محل آلية صنع القرار الفاعلة التي تتجسد في فريق من أعضاء مجلس الإدارة يضع مصالح حملة الأسهم نصب عينيه ويوليها الأولوية المطلقة.

وفي النهاية فإن مسألة تعويضات المديرين تتطلب درجة معينة من المعرفة الاختصاصية، ولذلك فإن خير من يتولاها هم صناع القرار المطلعون الذين يتمتعون بقدر من الصلاحيات ويعملون على توظيف صلاحياتهم لما فيه تحسين قيمة رأس المال المسهم. ومن هنا فإن السبيل الأفضل لمعالجة المشكلات التي أتينا على مناقشتها فيما تقدم من الكتاب إنما يكون بالعمل على تطوير جملة الدوافع والحوافز التي تقود خطأ أعضاء مجلس الإدارة. ما نحتاجه هو أن تنتقل بالرواية الرسمية لتعويضات المديرين وسياسات مجلس الإدارة، التي يظهر فيها أعضاء مجلس الإدارة بمظهر الحراس المتيقظين الذين لا هم لهم سوى حماية مصالح حملة الأسهم، من عالم الخيال والوهم إلى عالم الواقع والحقيقة.

لا شك أن أعضاء مجلس الإدارة الحريصين على حماية مصالح المساهمين يمثلون حاجة ماسة ليس فقط من أجل معالجة مشكلات تعويضات المديرين، وإنما أيضاً من أجل معالجة المشكلات المتعلقة بحوكمة الشركة، التي لن تختفي عن الوجود حتى لو وقعنا على حل مثالي لترتيبات التعويضات. وعلى سبيل المثال فإن وجود أعضاء في مجلس الإدارة حريصين على مصالح حملة الأسهم يمثل عاملاً أساسياً من عوامل تحديد درجة ثقتنا بالمجلس وإمكانية الاعتماد عليه في منح المديرين من الوقوع في غواية التوسع الإمبراطوري أو منعهم من الوقوف في وجه بعض مشروعات الشراكة التي تعد بمكاسب ملموسة لحملة الأسهم. إن الأساس الذي يقوم عليه نظامنا الرقابي، الذي يعتمد على مجلس الإدارة كهيئة رقابية عليا تتابع بعين المراقب سياسات الجهاز التنفيذي، إنما يكمن في وجود أعضاء من المجلس يقومون بانتقاء المديرين، والإشراف على عملهم، وتحديد تعويضاتهم واضعين في ذلك كله مصالح حملة الأسهم نصب أعينهم. ويمكن القول: إن قدرة حملة الأسهم على وضع ثقتهم في فريق نزيه من أعضاء مجلس الإدارة تمثل نقطة الارتكاز التي يقوم عليها هذا النظام.

والسؤال المهم في هذه الحالة هو: كيف لنا أن ندفع أعضاء مجلس الإدارة إلى مزيد من الحرص ومزيد من التركيز على مصالح حملة الأسهم. والسبيل الأنجع إلى تحقيق ذلك إنما يكمن بتقديرنا في إحداث تغيير في موازين القوى بين مجلس الإدارة من جهة وحملة الأسهم من جهة أخرى. وسنستعرض فيما يلي الخطوط العريضة للإصلاح الإداري المطلوب مع الإشارة إلى إمكانية الخوض في مزيد من التفاصيل في أعمال أخرى¹.

حدود استقلالية عضو مجلس الإدارة

الطريقة الأساسية التي انتهجها نظام حوكمة الشركات أخيراً للرد على ما اصطدم به من مشكلات إدارية تجسدت في العمل على تعزيز استقلالية مجلس الإدارة. لقد سعت الإصلاحات الأخيرة إلى إكساب الأعضاء المستقلين -بموجب التسمية- في مجلس الإدارة مزيداً من الاستقلالية الفعلية من جهة، وتوسيع حضور الأعضاء المستقلين وتعميق دورهم في مجلس الإدارة من جهة ثانية. والواقع أن الاعتقاد السائد اليوم يقول: إن تعزيز استقلالية أعضاء مجلس الإدارة هو المفتاح الحقيقي لضمان فاعلية النموذج الرقابي الذي يعتمد

المجلس كهيئة رقابية عليا تراقب سير العمل في الشركة. والكثيرون يعتقدون بأن زيادة استقلالية أعضاء المجلس من شأنها أن تحمي الشركات في المستقبل من مختلف أشكال مشكلات الحوكمة، وهم في ذلك يجهدون في إرجاع مشكلات الماضي إلى نقص في استقلالية مجالس الإدارة.

وكما سبق أن ناقشنا في الفصل 2، فإن أسواق الأوراق المالية قد تبنت في العام 2003، معايير تسجيل تفرض على الشركات المسجلة أن تكون الأغلبية في مجالس إدارتها للأعضاء المستقلين، وتتضمن تضييقاً واضحاً لتعريف الأعضاء المستقلين، كما تقتضي أيضاً أن تكون لجان التعويضات ولجان الترشيح مكونة حصراً من الأعضاء المستقلين. وقد دأب أنصار سلطة الجهاز التنفيذي على استخدام تلك الإصلاحات كقاعدة ينطلقون منها في حملاتهم الرامية إلى التأكيد على عدم وجود أي ضرورة لمزيد من التغيير². ووفقاً لرؤية هؤلاء فإن تلك الإصلاحات، حتى لو سلمنا بأن النموذج الرسمي لرقابة مجلس الإدارة على الجهاز التنفيذي لم يعمل بالشكل المطلوب في الماضي، كفيلاً بمعالجة مختلف المسائل المتعلقة بفاعلية آلية صنع القرار في المجلس. فالقواعد الجديدة تعزز من استقلالية المجلس، وذلك هو جل ما تحتاجه الشركة.

أما رؤيتنا فتقول: إن الإصلاحات الأخيرة قد تحمل العديد من المكاسب، ولكن ليس هنالك ما يبرر بالفعل ذلك القدر من الرضى والتفاؤل. فالقواعد الجديدة وما يرافقها من اهتمام متزايد باستقلالية أعضاء المجلس لا يمكنها أن تقدم بحد ذاتها ضمانة حقيقية على أن المجلس سوف يؤدي بالفعل ذلك الدور الحساس المطلوب منه وبالدرجة المطلوبة من الكفاءة والنزاهة. إن القواعد المتعلقة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة لا يمكنها أن تقدم على أرض الواقع ما قد يقارب توقعات ومزاعم أنصار تلك الإصلاحات المتحمسين.

هناك بوادر عديدة تدعو إلى التشكيك في حجم ما يمكن أن تقدمه القواعد التي تعزز من اشتراط استقلالية أعضاء المجلس. من الواضح أن تلك القواعد من شأنها أن تقصي أفراداً معينين عن عضوية مجلس الإدارة في شركة معينة، لكن أعداداً هائلة من الأشخاص الآخرين سوف تظل ضمن دائرة المرشحين لدخول المجلس بوصفهم أعضاء مستقلين.

وشروط الاستقلالية تلك لا تقدم حلاً للسؤال المهم عن آلية انتقاء قلة قليلة من أولئك الأشخاص من بين كتلة هائلة من المرشحين «المستقلين». وبالإضافة إلى ذلك فإن شروط الاستقلالية، وبالرغم من أنها قد تنجح في وضع حد لبعض أشكال تأثير الجهاز التنفيذي على بعض أعضاء مجلس الإدارة، لا تمثل بحد ذاتها أي ضمانة حقيقية لالتزام أعضاء مجلس الإدارة بحماية مصالح حملة الأسهم.

جميع الشركات تقدّر على العموم، لدى ملء شاغر ما في أي من المواقع المتقدمة، أهمية اختيار الرجل المناسب وتزويده بالحوافز المناسبة. والحقيقة أنه ليس هناك على الإطلاق ما يبرر عدم تطبيق المعايير ذاتها في حالة أعضاء مجلس الإدارة، ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان حساسية الدور الذي يضطلعون به. ولما كانت استقلالية أعضاء مجلس الإدارة لا تقدم بحد ذاتها ضمانة كافية للانتقاء الموفق ولا للحوافز المناسبة، فإن الأمر يبدو مقلقاً حقاً.

من أهم العوامل التي تحد من أهمية قواعد استقلالية أعضاء مجلس الإدارة أن تلك القواعد لا تقدم لأعضاء المجلس أي حوافز حقيقية للاهتمام بتحسين قيمة رأس المال المسهم. ولما كانت تلك القواعد تقلل فقط من دوافع أعضاء المجلس ونزعاتهم لمحابة المديرين ولا تلغيها كلياً، فإن البقية الباقية من تلك الدوافع والنزعات قد يكون لها أثر فادح في ظل غياب الدوافع المضادة التي تدفع أعضاء المجلس إلى الحرص على تحسين قيمة رأس المال المسهم.

كما سبق أن ناقشنا في الفصل 2، فإن الإصلاحات الأخيرة لا تقوى على إلغاء العوامل الكثيرة التي تدفع بأعضاء مجلس الإدارة إلى محابة المديرين. وأول ما ينبغي ذكره في هذا السياق أن تلك الإصلاحات لم تغير شيئاً من الواقع الذي يقول: إن مفتاح إعادة الانتخاب لعضوية المجلس إنما يكمن التمسك بموقع على قائمة مرشحي الشركة. قد لا يتسنى للمدير العام وحلفائه في المجلس التحكم على نحو كلي في ترشيحات المجلس، لكن الحفاظ على صلات طيبة مع ذلك الفريق يزيد على الغالب من احتمال الفوز بعضوية جديدة في المجلس.

وبالإضافة إلى ذلك، وعلى الرغم من أن الإصلاحات الأخيرة تجهد في تقليص قدرة المديرين على مكافأة أعضاء مجلس الإدارة، إلا أنها لا تقوى على تقويضها على نحو كلي. وفي الحقيقة لن يكون من السهل منع المدير العام من مكافأة أعضاء المجلس طالما أنه يملك

بعض التأثير في تعويضاتهم من جهة، وطالما أن أبواب الدخول إلى عضوية المجلس مفتوحة في وجه فئة كبيرة من الأشخاص الذين قد تتأثر مصالحهم الاقتصادية - أثناء وجودهم بين أعضاء المجلس أو بعد ذلك - بالقرارات التي يتخذها المدير العام والمسالك التي يسلكها من جهة ثانية.

أخيراً، حتى لو سلمنا بقدرة الإصلاحات على إلغاء سلطة المدير العام فيما يخص مكافأة أعضاء مجلس الإدارة، فإن هؤلاء سيظلون عرضة لمؤثرات نفسية واجتماعية كثيرة تدفع بهم إلى الحفاظ على علاقات طيبة مع المدير العام. وحيث إن أعضاء مجلس الإدارة مدعوون للعمل في جو من التعاون يشعر فيه واحدهم بانتمائه إلى فريق يقوده في كثير من الشؤون المدير العام عينه، فإنهم سيميلون بطبيعة الحال إلى مساندة رغبات المدير العام وتوجهاته أكثر من ميلهم إلى معارضة تلك الرغبات والتوجهات. والإصلاحات الأخيرة لا تقدم إلا القليل مما قد يدعو أعضاء مجلس الإدارة إلى التصرف بما يتناقض مع ميلهم الطبيعي إلى تجنب حالات النزاع مع زميلهم ورئيسهم المدير العام.

إن هذه النقطة الأخيرة تستحق أن نقف قليلاً عندها: إنها تعني فيما تعنيه أن اختزال قدرة المديرين على مكافأة أعضاء مجلس الإدارة - دون إعطاء هؤلاء حوافز إيجابية تدفع بهم إلى الحرص على مصالح حملة الأسهم - قد لا تكون كافية لدفع أعضاء المجلس إلى تركيز اهتمامهم على قيمة رأس المال المسهم. وحيث إن معظم أعضاء مجلس الإدارة لا يملكون إلا نزريراً يسيراً من أسهم الشركة فإن الخسارة الشخصية المباشرة التي قد تترتب على منح المديرين تعويضات سخية وهامش حرية واسع في توجيه دفعة الشركة، لن تبلغ في الغالب أي حدود تستحق الذكر. ولذلك فإن الدوافع الاقتصادية أو حتى الروابط الاجتماعية التقليدية مهما بلغت من الضعف قد تكون كافية لإمالة أعضاء مجلس الإدارة إلى جانب المديرين.

إن التحليل الذي أوردناه آنفاً من شأنه أن يوضح حدود ما يمكن أن نأمله من شروط الاستقلالية الجديدة. إن أعضاء مجلس الإدارة الذين يفتقرون إلى الحوافز القوية التي تحثهم على خدمة مصالح حملة الأسهم لن يكون من السهل عليهم أن يحافظوا على

استقلاليتهم عن المديرين. وجدير بالملاحظة على أي حال أنه حتى لو نجحنا في عزل أعضاء مجلس الإدارة عزلاً تاماً عن تأثير الجهاز التنفيذي، فإن غياب تلك الحوافز سيترك بالرغم من ذلك العزل أثراً سلبياً يضر بمصالح حملة الأسهم.

دعونا نتأمل السيناريو الافتراضي القائم على مجلس إدارة مكون على نحو أساسي من أعضاء مستقلين ليست لديهم أي دوافع أو ميول للمحافظة على علاقات طيبة مع المدير العام. ولنفترض أن فريقاً من أولئك الأعضاء قد تمكن على نحو أو بآخر من بسط سيطرته على المجلس ولجانته، وبات بفضل إحكام قبضته على مفاصل الشركة، قادراً على أن يحمي نفوذه وبقائه حماية ذاتية. ولنفترض أيضاً أن مكافآت المدير العام لا تقوى البتة على تحريك أي من أعضاء ذلك الفريق. من الواضح أن أعضاء مجلس الإدارة في هذا السيناريو الافتراضي لن يعملوا على خدمة مصالح المديرين. غير أنهم، في ظل غياب الحوافز الكفيلة بإمالتهم نحو حملة الأسهم، لن يخدموا أيضاً مصالح حملة الأسهم بالرغم من استقلاليتهم التامة عن المديرين. وهم في الغالب سوف يسعون والحالة هذه وراء مصالحهم وميولهم الشخصية - ربما عبر تعيين المديرين وفقاً لأهوائهم الشخصية، أو عبر زيادة تعويضات أعضاء المجلس، أو عبر توسيع نفوذهم أو عبر دفع الشركة نحو الاستثمار في مشروعات تتفق مع أهوائهم الشخصية. وباختصار يمكن القول: إن حملة الأسهم سيظل لديهم الكثير من بواعث القلق، طالما أن أعضاء مجلس الإدارة لم يحصلوا على الحوافز الحقيقية التي تدفعهم إلى الحرص على تعظيم قيمة رأس المال المسهم.

برامج تعويضات أعضاء مجلس الإدارة

اعتمدت الشركات حقوق الملكية مدة من الزمن كوجه من وجوه تعويضات أعضاء مجلس الإدارة، وقد نادى العديد من المراقبين بتكثيف الاعتماد على التعويضات القائمة على حقوق الملكية فيما يخص أجور أعضاء المجلس³. ولكن هل تستطيع تعويضات حقوق الملكية حقاً، ربما بالتزامن مع بعض الزيادة في حجم الأسهم المتضمنة، أن تتجح في تزويد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين بالقدر المطلوب من الحوافز الايجابية لدفعهم إلى التركيز على مصالح حملة الأسهم؟

إذا ما بقيت تعويضات عضو مجلس الإدارة ضمن حدودها فإن الخسارة المالية التي تترتب على أعضاء المجلس بفعل العديد من الإجراءات المخفضة لقيمة رأس المال (وإن لم يكن جميعها) سوف تبقى صغيرة حتى لو افترضنا أن جزءاً كبيراً أو الجزء الأكبر من تعويضاتهم كانت تقوم على حقوق الملكية. لتأمل برنامج تعويضات يقدم لأعضاء مجلس الإدارة مكافآت سنوية على شكل أسهم مقيدة بقيمة \$100,000. ولنفرض أن أحد الأعضاء قد جمع من الأسهم ما قيمته \$300,000. لا شك في أن امتلاك هذا القدر من أهم الشركة يزود أعضاء المجلس بدوافع قوية لمعارضة خطة عمل يطمح إليها المدير العام إذا كان من شأن تلك الخطة أن تقود إلى تراجع كبير قد يصل إلى 50 بالمئة في قيمة الأسهم التي يمتلكها المسهمون (وكذلك أعضاء المجلس) ولكن إذا ما كان الأمر يتعلق بأحد ترتيبات التعويضات أو بواحد من المشروعات المحببة إلى قلب المدير العام التي من شأنها أن تقود إلى تراجع في قيمة رأس المال المسهم بنسبة 1 أو 2 بالمئة، فإن الحافز على الدخول في سجل مع المدير لن يكون قوياً. وفي مثل هذه الحالة فإن مواجهة المدير لن ترفع قيمة ممتلكات عضو المجلس بأكثر من قيمة الأجر الذي تقدمه له الشركة لقاء مشاركته في اجتماع للمجلس أو لإحدى اللجان المنبثقة عنه.

إن تزويد أعضاء مجلس الإدارة بحوافز حقيقية قائمة على حقوق الملكية يتطلب قبل كل شيء زيادة كبيرة في حجم التعويضات التي يتقاضونها لقاء خدماتهم في المجلس. غير أن زيادة حجم تعويضات حقوق الملكية المقدمة لأعضاء المجلس قد تحمل بين طياتها آثاراً سلبية غير مقصودة. فكلما كان حجم تعويضات أعضاء مجلس الإدارة أكبر، ازدادت بالمقابل رغبة أحدهم في الحفاظ على مقعده في الانتخابات القادمة. ولذلك فإن تضخيم التعويضات قد يدفع أعضاء المجلس إلى التركيز ليس على المسألة المهمة والصعبة الماثلة في تعظيم قيمة رأس المال المسهم، وإنما على مسألة الحفاظ على كراسيهم في المجلس والتمتع بساقيّة التعويضات المتدفقة التي تتبع من تلك الكراسي، وكذلك أيضاً زيادة فرص الحصول على عضوية إضافية (باتت الآن أكثر جاذبية) في مجالس أخرى. وحيث إن تعيينات المجلس لا تتأثر كثيراً بأهواء حملة الأسهم وإنما بأهواء لجان الترشيح، فإن ازدياد الاهتمام بالحفاظ على الكرسي أمر مختلف عن ازدياد الاهتمام بتعظيم قيمة رأس المال المسهم. وفضلاً عن ذلك فإن أعضاء المجلس المستقلين إذا ما تضخمت أجورهم على نحو كبير سوف ينشغلون على الأرجح بإيجاد

السبل لتثبيت وشرعنة الزيادة المطردة في عدد ما يملكونه من الخيارات والأسهم أكثر كثيراً من انشغالهم بسبل تحسين قيمة السهم الواحد من أسهم رأس مال الشركة.

إن هذه النقطة الأخيرة تميظ اللثام عن واحدة من الصعوبات الجذرية التي تلف محاولة حل المشكلة المتعلقة بحوافز أعضاء مجلس الإدارة عبر برامج التعويضات القائمة على حقوق الملكية. إن النظرة الأولى قد تقود المرء إلى الاعتقاد بأن تلك البرامج من شأنها أن تحقق الانسجام المطلوب بين مصالح أعضاء المجلس ومصالح حملة الأسهم، وأن تدفع بالمجلس إلى تنفيذ مهامه الرقابية بالشكل المطلوب، وكذلك أيضاً وعلى وجه الخصوص، إلى التفاوض مع المديرين على مطال ذراعه بكل مهنية وموضوعية ووضعاً نصب عينيه مصالح حملة الأسهم ولا شيء سواها. غير أن إمعان النظر في الأمر يبين أن معالجة المشكلة بهذا الشكل إنما تمثل ببساطة استنساخاً للمشكلة الأصلية التي بدأنا منها والمتعلقة بتعويضات المديرين، ولكن هذه المرة على مستوى أعضاء مجلس الإدارة.

من وجهة نظر التفاوض على مطال الذراع تعد تعويضات المديرين أداة لمعالجة مشكلة التوكيل القائمة بين المديرين وحملة الأسهم. تقول تلك الرؤية: إن من الممكن توجيه مصالح المديرين بحيث تنطبق على مصالح حملة الأسهم، وذلك عبر برامج التعويضات المحفزة التي تدفع بالمديرين إلى استخدام صلاحياتهم بالشكل الذي يخدم مصالح حملة الأسهم. لكن المشكلة تكمن، كما سبق أن رأينا، في الحاجة إلى طرف آخر غير المديرين أنفسهم، يطالعنا برزمة الأجور والتعويضات المناسبة. وهناك الكثير من الأسباب التي تدعو إلى الاعتقاد بأن أعضاء مجلس الإدارة في توليهم تلك المهمة لم يأبهوا كثيراً لمصالح حملة الأسهم.

هل يمكننا أن نواجه مشكلة التوكيل الجديدة هذه بين أعضاء مجلس الإدارة من جهة وحملة الأسهم من جهة ثانية، بأن نقدم لأعضاء المجلس أنفسهم برامج أجور مدروسة بعناية قوامها التعويضات القائمة على حقوق الملكية؟ حسنٌ، نحن بحاجة إذاً إلى طرف جديد نعتمد عليه في تصميم التعويضات المحفزة لأعضاء مجلس الإدارة. إن من يقوم بتحديد تعويضات أعضاء مجلس الإدارة حالياً هم أعضاء المجلس أنفسهم. وطالما أن أعضاء المجلس يمسكون بزمام تعويضاتهم بأنفسهم فإن شرعنة تقديم التعويضات الضخمة القائمة على

حقوق الملكية لن تضع حداً لمشكلة التوكيل التي تحكم العلاقة بين المجلس وحملة الأسهم، بل إنها قد تقود إلى تأزيم تلك المشكلة. في ظل هذه الظروف يمكن القول إن نزوع أعضاء المجلس إلى العمل على تضخيم قيمة تعويضاتهم من شأنه أن يؤثر بصورة سلبية على أدائهم.

هل علينا والحالة هذه أن نبحث عن مجموعة جديدة من الخبراء المستقلين لتشكيل مجلس جديد نسميه «مجلس الإدارة العالي» ونوكل إليه مهمة تحديد تعويضات أعضاء مجلس الإدارة المستقلين؟ وكي نضمن أن أعضاء مجلس الإدارة العالي سوف يوظفون صلاحياتهم لخدمة مصالح حملة الأسهم، علينا أن نقدم لهم أيضاً برامج حوافز من صنع «مجلس الإدارة الأعلى»، وهكذا. إن عبثية هذه السلسلة المفتوحة إلى ما نهاية بادية للعيان، وهي توضح أيضاً المشكلة الأساسية لمختلف الحلول القائمة على اعتبار استقلالية أعضاء المجلس بحد ذاتها مفتاحاً للحل: فالاستقلالية، حتى إن اقترنت ببرامج الحوافز، لا يمكنها أن تضمن حماية مصالح حملة الأسهم، إلا إذا كان هناك آلية ما في نهاية السلسلة تجعل مهندسي برامج الحوافز طرفاً محسوباً على نحو أو بآخر على حملة الأسهم أو مسؤولاً أمامهم. هذه النقطة الأساسية تسلط الضوء على أهمية تمتين الربط بين أعضاء مجلس الإدارة وحملة الأسهم.

ربط أعضاء مجلس الإدارة بحملة الأسهم

مشكلة الحلول التي تركز على استقلالية أعضاء المجلس أنها لا تقدم بحد ذاتها ما من شأنه كسر جدار العزل الذي يفصل أعضاء المجلس عن حملة الأسهم. لما كان انتخاب أعضاء المجلس وتحديد تعويضاتهم من المهام المحصورة كلياً في دوائر المجلس ذاته، إذا ما سلمنا باستقلالها عن تأثير الجهاز التنفيذي في الشركة، فإن نظام الحوكمة هذا يفتقر إلى المرساة التي تضمن أن تأتي قرارات مجلس الإدارة جميعها قريبة من سفينة مصالح حملة الأسهم.

ومن وجهة نظرنا فإن السبيل الأنجع لتطوير أداء مجلس الإدارة إنما يكون عبر زيادة نفوذ حملة الأسهم على حساب أعضاء مجلس الإدارة. علينا أن نجعل أعضاء المجلس ليس فقط أكثر استقلالية عن الجهاز التنفيذي ولكن أيضاً أقل استقلالية عن حملة الأسهم.

والشق الثاني من هذه العبارة هو تحديداً ما من شأنه أن يزود أعضاء المجلس بحوافز أكثر فاعلية وقوة لخدمة مصالح حملة الأسهم.

وعلى الرغم من أن التبعية المطلوبة لحملة الأسهم يمكن إرساؤها عبر إعطاء هؤلاء دوراً رئيساً في تحديد تعويضات أعضاء المجلس، فإننا نود أن نركز اهتمامنا هنا على مسألة إعطاء حملة الأسهم دوراً أكبر فيما يخص تعيين أو إعادة تعيين أعضاء مجلس الإدارة. ينبغي استبدال النظام الحالي الذي يجعل الوصول إلى كرسي المجلس أمراً منوطاً بكسب رضى وصدقة أعضاء المجلس الذين يتقردون بقرارات الترشيح. إن مسألة تعيين أعضاء مجلس الإدارة ينبغي أن تتبع على نحو جذري - على صعيد التطبيق العملي وليس فقط على صعيد النظريات - لصلاحيات حملة الأسهم أنفسهم.

إن إكساب أعضاء مجلس الإدارة شيئاً من التبعية لحملة الأسهم من شأنه أن يصنع حداً لأثر بعض العوامل التي تدفع أعضاء المجلس إلى السعي وراء مصالحهم الشخصية الضيقة أو العمل على خدمة مصالح المديرين بدلاً من الاضطلاع بمهمتهم الحقيقية الماثلة في العمل على خدمة مصالح حملة الأسهم. والتبعية لحملة الأسهم قد تحول رغبة أعضاء المجلس في الحفاظ على مقاعدهم في الدورة الانتخابية القادمة إلى حافز إيجابي بدلاً من كونها مؤثراً سلبياً. كما أن من شأنها أيضاً أن تحفز أعضاء المجلس على بناء سمعة طيبة قوامها الحرص على خدمة مصالح المساهمين. وربما تبعث في نفوس أعضاء المجلس الشعور بواجب الإخلاص لحملة الأسهم، ولا سيما إذا ما مارس المستثمرون المؤسسيون دوراً فاعلاً في تعيين أعضاء المجلس.

لهذا السبب فإننا نؤيد إزالة جدران العزل التي لا تزال تفصل أعضاء مجلس الإدارة عن حملة الأسهم. ونظراً للصعوبات الكبيرة التي تعترض سبيل العمل الجماعي بين صفوف المساهمين، فإن توسيع سلطة حملة الأسهم على حساب سلطة أعضاء مجلس الإدارة يصعب أن يقدم حلاً مثالياً. غير أن التحرك في هذا الاتجاه يملك طاقات كامنة كبيرة من شأنها أن تساعد على تطوير حوافز المجلس وتحسين أدائه.

أسطورة انتخابات مجالس إدارة الشركات

تحتل قدرة حملة الأسهم على استبدال مجلس الإدارة موقعاً حساساً بين عناصر الصورة الرائجة لنظام إدارة الشركات الحالي. وعلى الرغم من أن صلاحيات المساهمين

تلك ليس من المفترض أن تجد طريقها إلى الاستخدام على نحو منتظم، فإن الكثيرين يرون فيها صمام الأمان الذي يحمي النظام من خطر الانفجار. «إذا كان حملة الأسهم غير راضين عن أداء ممثليهم، فإن ديمقراطية الشركات تعطيههم كل الحق في عزل مجلس الإدارة»⁴. هذا ما أكدته محكمة ديلاوير العليا في حكمها الشهير في قضية شركة يونوكال ميزابتروليوم.

غير أن الواقع يقول: إن صمام الأمان هذا أقرب إلى الأسطورة منه إلى الحقيقة. إن محاولات المسهمن استبدال بعض من طاقم الإدارة بفريق آخر ينتظر منه أن يقدم أداء أفضل - الآلية التي أشار إليها حكم محكمة ديلاوير العليا في قضية يونوكال - أكثر ندرة كثيراً مما تقضي به الصورة السائدة لنظام الشركات الحالي.

وقد جرى توثيق ندرة التغييرات الانتخابية في دراسة حديثة قام بها أخيراً واحد من مؤلفي الكتاب⁵. أثناء مدة امتدت على سبع سنوات من 1996، إلى 2002، لم نشهد معارك انتخابية لتحديد إدارة جديدة إلا في 80 شركة فقط من بين آلاف الشركات المسهمة العامة.⁶ وفضلاً عن ذلك فإن معظم تلك الشركات التي شهدت معارك انتخابية كانت من الشركات الصغيرة، عشر منها فقط تجاوز رأس مالها في السوق في العام الذي دارت فيه رحى المعركة الانتخابية على إدارة الشركة قيمة 200 مليون \$. وهكذا فإن حدوث معارك انتخابية في الشركات الكبيرة التي يتجاوز رأس مالها في السوق 200 مليون \$ كان نادراً إلى حد الإهمال - أقل من حادثتين في السنة وسطياً.

هذا يعني أن صمام الأمان المزعوم، الذي يتمثل في إمكانية عزل أعضاء المجلس واستبدالهم عبر صناديق الاقتراع - والذي ينظر إليه على أنه يمثل ركناً أساسياً من أركان نظام حوكمة الشركات الحالي - كان معظم الوقت معطلاً أو على الأقل خارج الخدمة. إن خطر التجريد من عضوية المجلس عبر معركة انتخابية أبعد كثيراً من أن يقدم حافزاً قوياً يدفع أعضاء مجلس الإدارة إلى التركيز كلياً على مصالح حملة الأسهم.

لا شك في أنه من الصعب أن نحدد بدقة المعدل المثالي لحدوث تغييرات انتخابية - المعدل الذي يضمن تزويد أعضاء المجلس بالحوافز المطلوبة دون أن يرتب على الشركة تكاليف باهظة. لكن هناك أسباب منطقية كثيرة تبرر الاعتقاد بأن ذلك المعدل المثالي

لا يمكن أن يكون قريباً من الصفر. ومن هنا فإن مسوغات الدعوة إلى إصلاحات تعطي التهديد الانتخابي بعداً واقعياً عديدة وقوية.

تفعيل انتخابات مجالس الإدارة في الشركات

خطوة صغيرة من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية تتعرض لنيران المديرين

تنظر هيئة الأوراق والأسواق المالية الآن في إقرار قاعدة قانونية من شأنها أن تخفض في حالات معينة سوية الحواجز التي تعترض طريق التحديات الانتخابية وتبعد شبحها عن أعضاء مجالس الإدارة. تهدف هذه القاعدة إلى إفساح المجال لحملة الأسهم، ضمن بعض الظروف الخاصة، لتقديم مرشحهم للمنافسة عبر صناديق الاقتراع على عدد قليل من مقاعد المجلس. وعلى الرغم من أن الأثر الفعلي لتلك القاعدة سيكون على الأرجح محدوداً جداً، فقد لقيت سلفاً معارضة شديدة من قبل تكتلات المديرين. وعلى سبيل المثال فإن تجمع المديرين العاملين في الشركات الكبرى والذي يحمل اسم طاولة الأعمال المستديرة ويتمتع بنفوذ واسع، قد شن هجوماً عنيفاً على القاعدة القانونية المقترحة⁷.

هناك جوانب عديدة في القاعدة المقترحة تجعل منها مجرد خطوة أولى خجولة نحو تفعيل دور التحديات الانتخابية. أولاً: إن سيناريو التدخل المباشر المقترح لن يبصر النور إلا إذا سبقه أثناء الاجتماع السنوي الأخير حدث يطلق شرارة البدء يشير إلى استياء واسع بين صفوف حملة الأسهم. والأحداث المخولة بإطلاق شرارة البدء، وفق ما جاء في مشروع القاعدة القانونية، هي تصويت بغالبية الأصوات لصالح مقترح مقدم من أحد حملة الأسهم يطالب بفتح باب التدخل أمام حملة الأسهم، أو تأييد بنسبة 35 بالمئة لاقتراح حجب الثقة عن أحد أعضاء المجلس. وحتى في حالة توفر أحد هذين الشرطين وفتح الباب أمام حملة الأسهم للتوجه إلى صناديق الاقتراع، فإنهم لن يكونوا قادرين على تسمية مرشحهم ما لم يحققوا شروط امتلاك وحياسة قدر كبير من أسهم رأس مال الشركة.

وبالإضافة إلى ذلك فإن على أولئك المسهمين (أو مجموعات المسهمين) إذا ما حصلوا على حق تسمية مرشحهم للانتخابات أن يتحملوا تكاليف حملتهم الانتخابية بأنفسهم، حتى لو كتب لهم الفوز في معركتهم الانتخابية، بينما تغطي الشركة كامل تكاليف الحملات

الانتخابية للمرشحين المنافسين الذي تم ترشيحهم من قبل أصحاب المناصب في الشركة. وهذا التضييق المالي من شأنه أن يثبط العزائم ويقلل من تواتر التحديات الانتخابية من جهة، وأن يضعف أيضاً فرصة نجاح المحاولات القليلة التي تصل إلى صناديق الاقتراع من جهة ثانية⁸. إن حرمان تلك التحديات الانتخابية من التغطية المالية يحكم عليها بمواجهة صعوبات مالية قاهرة.

وأخيراً فإن القاعدة القانونية المقترحة تقدم عدداً قليلاً فقط من مقاعد المجلس للمرشحين الذين دخلوا المعركة الانتخابية على يد حملة الأسهم وتمكنوا من الفوز بأغلبية الأصوات. يحدد عدد المشاركين في العملية الانتخابية من بين مرشحي المساهمين بواحد فقط في حالة المجلس الذي لا يتجاوز عدد مقاعده التسعة، واثنين فقط في حالة المجلس الذي يضم 10 إلى 19 مقعداً.

وهكذا فإن حملة الأسهم المستاءين من أداء أعضاء المجلس عليهم (1) أن يعملوا على جمع التأييد اللازم من قبل زملائهم من المساهمين، الذين تغلب عليهم صفة الحيادية، لتحقيق واحد من شروط إطلاق شرارة البدء، (2) أن ينتظروا موعد الانتخابات القادمة، (3) أن يحققوا شروط امتلاك وحياسة القدر اللازم من الأسهم لتسمية مرشحهم، (4) أن يتحملوا تكاليف إقناع المساهمين الآخرين بالتصويت لمرشحهم في مواجهة غير المتكافئة مع أعضاء المجلس الذين يتلقون الدعم المالي الكامل لحملة الانتخابية من الشركة ذاتها، (5) أن يفوزوا بأغلبية الأصوات لصالح مرشحهم. وإذا ما كتب لهم النجاح في جميع مراحل تلك الرحلة الطويلة والمكلفة، يكونون قد حجزوا لمرشحهم في نهاية المطاف عدداً قليلاً نسبياً من مقاعد المجلس؛ وهؤلاء الأعضاء الجدد قد ينجحون في كسب بعض النفوذ عبر حضورهم في اجتماعات المجلس، لكنهم سيظلون بعيدين عن دائرة صنع القرارات المهمة.

بالمقابل فإن التغييرات المقترحة، إذا ما نظرنا إليها من منظور الأعضاء الأصلاء في المجلس، لا تمثل تهديداً حقيقياً بالتجريد من عضوية المجلس في حالة الأداء التعيس. إنهم حتى إذا ما واجهوا حالة من الاستياء العام بين صفوف المساهمين، لا يمكن استبدالهم إلا بعد أن يخسروا جولتين من التصويت تفصل بينهما مدة من الزمن لا تقل عن السنة، وبصفتهم أعضاء في المجلس فإنهم سيستفيدون من التسهيلات المالية الكبيرة التي تقدمها لهم الشركة، الأمر الذي يضمن لهم تفوقاً كبيراً على متحديهم من حيث القدرة على

البذل بسخاء في تمويل الحملة الانتخابية في كل من الجولتين. وفي جميع الأحوال فإن خطر الاستبدال وفق هذا السيناريو لن يتهدد سوى نسبة محدودة وصغيرة من مجموع أعضاء المجلس. ولذلك فإن القاعدة القانونية المقترحة ليست قادرة على توليد الضغط اللازم للدفع بأعضاء مجلس الإدارة إلى إيلاء مصالح حملة الأسهم القدر المطلوب من الاهتمام. ولكن، إذا ما سلمنا بأن القاعدة القانونية المقترحة لا تملك قوة تأثير حقيقية، لماذا إذاً تحولت إلى مادة لنزاع عنيف بين مجموعات المديرين من جهة وبعض المستثمرين المؤسسيين ونشطاء المساهمين من جهة أخرى؟ إن السبب يكمن على الأرجح في دلالتها المعنوية أكثر منه في آثارها العملية: فهذه القاعدة إذا ما تم إقرارها ستكون خطوة إلى الأمام على طريق تقليص سلطة الجهاز التنفيذي على المجلس الذي يفترض أن يضم ممثلي حملة الأسهم. إننا نؤيد هذه القاعدة القانونية بقوة، لأننا نأمل منها أن تمهد الطريق لخطوات عديدة أخرى في الاتجاه ذاته في المستقبل⁹. غير أن مقترح تدخل حملة الأسهم عبر صناديق الاقتراع والذي لا يزال قيد الدراسة في أروقة هيئة الأوراق والأسواق المالية، لا ينتظر منه بحد ذاته أن يفلح في جعل أعضاء مجلس الإدارة أكثر التصاقاً بحملة الأسهم منهم بالمديرين.

ما الذي ينبغي فعله؟

ما الذي ينبغي فعله إذاً؟ أولاً: ينبغي جعل طريق المساهمين إلى صناديق الاقتراع أسهل كثيراً مما تنص عليه القاعدة المقترحة التي لا تزال قيد الدراسة لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية. عندما ترغب مجموعة كبيرة من المساهمين في إيصال مرشح ما إلى صناديق الاقتراع، فإنه ما من مسوغ على الإطلاق لإرغام هؤلاء المساهمين على تحقيق نصر مؤزر في أحد الانتخابات ومن ثم الانتظار عاماً كاملاً لخوض الانتخاب الثاني. وفي الواقع فإن هذا التأخير المطول قد يرتب على المساهمين في بعض الحالات تكلفة باهظة، ولا سيما عندما يكون تدخل المساهمين قد بات ضرورة لا بد منها نتيجة الأداء السيئ لمجلس الإدارة بتركيبته الراهنة. لذلك ينبغي في جميع انتخابات مجالس الإدارة تمهيد الطريق إلى صناديق الاقتراع أمام أي مجموعة من المساهمين شريطة تحقيق شروط عتبة الامتلاك والحيازة المحددة (ولنقل امتلاك 5 بالمئة من الأسهم لمدة لا تقل عن سنة قبل موعد الانتخابات).

وبالإضافة إلى ذلك فإن تدخل حملة الأسهم ينبغي ألا يظل محدوداً ضمن محاولات إطلاق الانتخابات التي تقتصر على قوائم قصيرة لا تشكل إلا جزءاً صغيراً من مقاعد المجلس. ينبغي أن يتمتع حملة الأسهم الذين يحققون شروط العتبة بالحق في المشاركة بالعملية الانتخابية بقوائم موسعة من شأنها أن تستبدل جميع أعضاء المجلس الحالي أو قسماً كبيراً منهم. إن التهديد الذي تحمله التحديات الانتخابية التي تطرح قوائم طويلة من هذا النوع من شأنه أن يبعث في نفوس أعضاء المجلس الراهن شعوراً جدياً بالمسؤولية تجاه مصالح حملة الأسهم. وبطبيعة الحال فإن نجاح تحدّي انتخابي من هذا النوع من شأنه أن يكون له أثر أعمق على الشركة وعلى مصالح مساهميها من تحدّي انتخابي يقتصر على قائمة قصيرة. وهكذا فإن القوائم الانتخابية الطويلة سوف تقتضي بالضرورة توسيع دائرة العمل الإعلامي الذي يمثل جزءاً مهماً من المعركة الانتخابية. لكن إذا ما أخذنا بالحسبان ندرة التحديات الانتخابية التي لا تتدرج ضمن إطار الاستيلاء العدواني، فإن خفض سوية العوائق التي تحول دون تحديات القوائم الطويلة سيكون تطوراً إيجابياً من منظور المصالح العليا للشركة.

وفضلاً عن تمهيد الطريق أمام حملة الأسهم للوصول إلى صناديق الاقتراع فإن هناك جملة من التدابير الأخرى التي ينبغي اتخاذها بغية تعزيز الخطر الانتخابي الذي يتهدد أعضاء المجلس. إن القواعد المعمول بها بموجب قانون الشركات الحالي تؤمن لأعضاء المجلس تغطية مالية كاملة للحملات الانتخابية التي يقومون بها بهدف الحفاظ على مقاعدهم - وهي بذلك تعطيهم دفعاً كبيراً إلى الأمام في سباقهم غير المتكافئ مع المرشحين الخارجيين المحكوم عليهم بتمويل حملاتهم ذاتياً. ينبغي في أحكام القانون أن تعمل على التخفيف من حدة العقوبات المالية التي تعترض سبيل التحديات الانتخابية وذلك عبر تحميل الشركات مسؤولية توزيع المواد الانتخابية اللازمة للتعريف ببرامج المرشحين المستقلين الذين نجحوا في الحصول على قدر كاف من التأييد في الجولة الابتدائية ويرغبون في تعريف الناخبين ببرنامجهم على نحو أفضل. وبالإضافة إلى ذلك ينبغي إلزام الشركات أيضاً بتعويض جزء كبير من التكاليف التي تحملها المرشحون المستقلون شريطة أن ينجح واحد منهم في جمع قدر معين من الأصوات في الانتخابات النهائية.

تلك التدابير قد تواجه بالطبع بعض المعارضة على أرضية ما يترتب عليها من تكاليف على حساب حملة الأسهم. غير أن تحقيق تطوير حقيقي على صعيد العملية الانتخابية في الشركات يصب في نهاية المطاف في مصلحة الشركات والمساهمين على حد سواء. والتدابير المقترحة لا ترمي إلى تبديد موارد الشركة في خدمة مرشحين عبثيين لا يحظون بالحد الأدنى من التأييد ولا يملكون أي فرصة حقيقية للفوز؛ بل إن الأموال المحدودة التي ستصرفها الشركات في دعم التحديات الانتخابية الجديدة ستكون ثمناً زهيداً لإنجاز كبير على صعيد تطوير نظام حوكمة الشركات.

يتمتع أعضاء مجالس الإدارة حالياً بحصانة مضاعفة ضد خطر الاستبعاد عن المجلس، ليس فقط عبر التكاليف الباهظة التي تتهدد منافسيهم إذا ما أرادوا الوصول لمجالس الإدارة بقائمة بديلة إلى صناديق الاقتراع، وإنما أيضاً عبر البنية المرحلية لمجالس الإدارة في الكثير من الشركات. في مجلس الإدارة ذي البنية المرحلية يجري الاقتراع في الانتخابات الدورية كل عام على ثلاث مقاعد المجلس فقط. وكنتيجة مباشرة يمكن القول: إن حملة الأسهم، وبصرف النظر عن درجة استيائهم من أداء المجلس، يجب أن يحسموا الانتخابات لصالح مرشحيهم على مدى عامين اثنين إذا ما أرادوا استبدال غالبية أعضاء المجلس وسحب مقاليد التحكم بالمجلس من يد الإدارة الحالية. تجدر الإشارة إلى أن غالبية الشركات المسهمة العامة تعتمد اليوم ترتيبات من هذا القبيل فيما يخص بنية مجلس الإدارة.

ومجالس الإدارة ذات البنية المرحلية تؤمن لأعضائها الحصانة والمنعة ليس فقط في مواجهة التحديات الانتخابية، وإنما أيضاً في مواجهة خطر الشراء العدواني لكتلة كبيرة من أسهم شركاتهم. إن قانون الشركات الحالي يسمح لأعضاء مجلس الإدارة بالاحتفاظ بالوسيلة الدفاعية التي تعرف باسم «برشامة السم» وهي عبارة عن بند قانوني يشترط على الراغب في شراء كتلة كبيرة من أسهم الشركة يتم تحديدها في تفاصيل ذلك البند (عادة 10 إلى 20 بالمئة) أن يحصل أولاً على موافقة صريحة من إدارة الشركة. وبالنتيجة فإن الشاري، إذا ما لقيت صفقة الشراء معارضة من قبل غالبية الأعضاء في مجلس الإدارة، لن يتمكن من إتمام شراء القدر الذي يريد من أسهم الشركة إلا إذا ما نجح في تحريك حملة الأسهم للعمل على استبدال أعضاء المجلس بفريق جديد لا يعارض إتمام الصفقة.

وإذا ما كان المجلس الذي يعارض واحداً من عروض الشراء المغربية ذا بنية مرحلية، فإن مؤيدي ذلك العرض سيكونون مضطرين إلى الفوز في الانتخابات على مدى عامين متتاليين كي يمهّدوا الطريق لقبول العرض - ومن غير المألوف أن يبقى عرض الشراء العدواني هذا قائماً طوال تلك المدة.

إن الدور السلبي الذي يمارسه مجلس الإدارة ذو البنية المرحلية عبر تقويت الفرص على بعض العروض المغربية من شأنه أن يكلف حملة الأسهم غالباً. في دراسة ميدانية حديثة وجدت ألما كوهين، بالتعاون مع واحد من مؤلفي هذا الكتاب، أن الشركات التي يبيد مجلس إدارتها بنية مرحلية منصوصاً عليها في ميثاق الشركة تتميز بانخفاض واضح في قيمة رأس المال¹⁰. تقدم تلك الدراسة الإثبات على أن البنية المرحلية لمجلس الإدارة تمثل واحداً من مسببات تدني قيمة رأس المال، وليس فقط انعكاساً لتدني تلك القيمة. ومن هنا فإن الإصلاحات القانونية التي تفرض على الشركات طرح مقاعد المجلس جميعها دفعة واحدة للمشاركة في العملية الانتخابية، أو تشجعها على ذلك على الأقل، من شأنها أن تسهم على نحو جدي في حماية مصالح المساهمين.

وضع القواعد

هناك سبيل آخر للحد من استهتار أعضاء مجلس الإدارة بمصالح حملة الأسهم، وهو إلغاء حق النقض «الفيتو» الذي يتمتع به المجلس فيما يخص إدخال التعديلات على الترتيبات الأساسية في نظام حوكمة الشركة. تتحدد تلك الترتيبات في صيغتها الأصلية إما عبر قوانين الولاية التي تحتضن مقر تسجيل الشركة، أو عبر ميثاق تأسيس الشركة. ينص قانون الشركات الحالي، والذي لم يشهد أي تعديل بهذا الخصوص منذ سنوات طويلة، على أن المجلس وحده - وليس مجموعات المساهمين، مهما بلغ عددهم - هو من يملك الحق بتقديم المبادرات حول تغيير صفة تسجيل الشركة أو حول إدخال التعديل إلى ميثاق الشركة وبطرح تلك المبادرات للتصويت عليها من قبل عموم حملة الأسهم.

تعطي قوانين الأوراق المالية الفيدرالية حملة الأسهم الحق في صياغة أفكارهم ومقترحاتهم على شكل توصيات تحمل اسم قرارات حملة الأسهم. لكن تلك القرارات لا

تحمل صفة الإلزام. شهدت السنوات الأخيرة أعداداً متزايدة من المقترحات المقدمة من جماعات المساهمين في شركات يبيدي مجلس الإدارة فيها بنية مرحلية، التي تدعو إلى توسيع الانتخابات السنوية لتشمل جميع أعضاء المجلس. غير أن مجالس إدارة الشركات غالباً ما تميل إلى تجاهل مثل تلك المقترحات حتى لو حظيت بأغلبية الأصوات لدى التصويت عليها من قبل حملة الأسهم.

غالباً ما يحاول البعض تسويق سيطرة أعضاء مجلس الإدارة على أجندة الشركات على قاعدة القول: إن نظام الشركات الأمريكية هو نظام قائم كلياً على «ديمقراطية الممثلين» التي تتيح لحملة الأسهم المشاركة في صنع القرار فقط عبر ممثليهم أي أعضاء مجلس الإدارة. من الناحية النظرية إذا كان بمقدور حملة الأسهم أن يستبدلوا أعضاء مجلس الإدارة بسهولة ويسر، فإن ذلك قد يكون كافياً لردع هؤلاء عن الجنوح بعيداً عن رغبات حملة الأسهم وتطلعاتهم فيما يخص القضايا المهمة والتوجهات الرئيسية للشركة.

غير أن استبدال أعضاء من المجلس، كما سبق أن رأينا، مسألة محفوفة بالكثير من الصعوبات في ظل الترتيبات القانونية الحالية، وسوف تظل صعبة المنال حتى إذا تم إقرار الإصلاحات الانتخابية المقترحة التي مازالت قيد الدراسة في أروقة هيئة الأوراق والأسواق المالية. وفضلاً عن ذلك فربما كان حملة الأسهم راضين عن الأداء العام لإدارة الشركة، لكنهم مع ذلك يرغبون في وضع بعض الضوابط التي تحد من سلطة الإدارة أو تقلص من صلاحياتها في هذا الأمر أو ذاك. ينبغي أن يكون لحملة الأسهم القدرة على إحداث بعض التغيير في الترتيبات الإدارية دون أن يضطروا في ذلك إلى استبدال مجلس الإدارة.

إن عدم قدرة حملة الأسهم على إطلاق مبادرات التغيير والمشاركة في اتخاذ القرار بشأن تغيير أو تعديل بعض الترتيبات الأساسية المتعلقة بنظام حوكمة الشركة، قد أدى مع مرور الزمن إلى انعطاف تلك الترتيبات على نحو واضح في الاتجاه الذي يخدم مصالح الجهاز التنفيذي على حساب مصالح حملة الأسهم. من الطبيعي أن تعتمد الشركات، كلما طرأت لديها مسائل أو ظروف جديدة، إلى تبني تعديلات في ميثاقها تفصح المجال لمواجهة تلك المستجدات على نحو أكثر فاعلية، غير أن معظم الشركات في حقيقة الأمر لا تبادر إلى

تبنى التعديلات اللازمة إلا إذا لقيت تلك التعديلات الاستحسان لدى إدارتها¹¹. ومن جهة أخرى فإن السلطات الحكومية التي تسعى بدورها لاجتذاب مزيد من الشركات إلى ولاياتها للتسجيل في قيودها أو نقل سجلها إليها، لديها بالطبع حساباتها التي تدفعها إلى مراعاة أهواء الجهاز الإداري حتى لو جاء ذلك على حساب مصالح المسهين¹².

إن إعطاء حملة الأسهم الحق في إطلاق المبادرات والتصويت على المقترحات بشأن تعديل صفة تسجيل الشركة أو إجراء بعد التعديل في ميثاقها، من شأنه أن يحدث بين يوم وليلة تطوراً نوعياً في سوية حوكمة الشركة. وإعطاء المسهين صلاحية إدخال بعض التعديل على الترتيبات النازمة لأسلوب الحوكمة من شأنه أن يقلل من الحاجة إلى تدخل الأطراف الخارجية المختلفة كالهياآت الرقابية والتنسيقية والحقوقية وغيرها.

وفي الحقيقة، إذا ما أعطي المسهون الصلاحيات اللازمة لإرساء القواعد الأساسية التي تحكم نظام حوكمة الشركات، سيكون بمقدورهم توظيف تلك الصلاحيات لمعالجة العديد من المشكلات التي أتينا على مناقشتها فيما تقدم من الكتاب. سيكون بمقدورهم وضع القواعد التي تساعد على تفكيك مجالس الإدارة ذات البنية المراحلية أو تفعيل انتخابات أعضاء المجلس. وسيكون بمقدورهم أيضاً إقرار ما يلزم من التعديل في ميثاق الشركة لتطوير عملية تحديد أجور المديرين أو وضع الحدود التي يرونها مناسبة لضبط ترتيبات التعويضات.

اعتراضات ضد تقليص حصانة مجلس الإدارة

يعترض أنصار سلطة الجهاز الإداري بشدة على أي مقترح من شأنه أن يقلل من ثخانة الجدار الذي يعزل أعضاء مجلس الإدارة عن حملة الأسهم، أو أن يجعل أعضاء المجلس عرضة لخطر الإقالة. كذلك فهم يعارضون أيضاً إعطاء حملة الأسهم صلاحية إطلاق المبادرات أو التصويت على المقترحات فيما يخص الترتيبات الأساسية المتعلقة بنظام حوكمة الشركة.

آثار عكسية؟

يحذر معارضو الإصلاح من أن إعطاء حملة الأسهم الصلاحيات التي تخولهم استبدال أعضاء مجلس الإدارة أو أعمال التغيير في ميثاق الشركة سيكون له آثاره العكسية. وحجتهم

في ذلك تقوم على الاعتقاد بأن مثل هذه التدابير سوف تذهب بالشركة إلى حالة من التمزق من شأنها أن تلهي إدارة الشركة عن مهامها الحقيقية¹³. إذا أصبحت المعارك الانتخابية هي القاعدة وليس الاستثناء، فإن الشركات، على حد زعم معارضي الإصلاح، سوف تضطر إلى تحمل أعباء مالية إضافية كبيرة لا داعي لها. والأهم من ذلك أن جهود واهتمام الجهاز الإداري سوف تتحول عن الفعاليات المنتجة وتتشتت في اتجاهات أخرى لا طائل منها.

غير أن إعطاء حملة الأسهم صلاحيات التدخل لا يعني بالضرورة أنهم سوف يدأبون على استخدام تلك الصلاحيات بصورة منتظمة؛ بل إنهم على الأرجح لن يلجؤوا إلى استخدام تلك الصلاحيات إلا في الحالات النادرة التي تنزلق فيها عربة الإدارة عن سكة رعاية مصالح حملة الأسهم وترفض أن تصحح مسارها متجاهلة الاستياء المتنامي الذي يسود صفوف المساهمين. وهكذا فإن التكاليف الإضافية التي تترتب على إدارة المعارك الانتخابية سوف تبقى عملياً محصورة ضمن نطاق ضيق لا يتجاوز حدود قلة قليلة من الشركات.

وخلافاً للعدد القليل من الحالات التي ستضطر فيها الشركات بالفعل إلى تحمل تلك التكاليف فإن الفوائد المنتظرة من توسيع صلاحيات المساهمين سوف تعم على الشركات جميعها دون استثناء. أولاً وقبل كل شيء. فإن أعضاء مجلس الإدارة، عندما يدركون أن حملة الأسهم قادرين على التدخل في أي وقت، سيمنون على الغالب اهتماماً أكبر بالقضايا التي تمس مصالح حملة الأسهم. ومن هنا فإن تغيير موازين القوى لجهة ترجيح كفة حملة الأسهم من شأنه أن يساهم في تحسين دوافع وسلوك الجهاز الإداري في ال كثير من الشركات المسهمة العامة ذات الملكية الموزعة. إن إعطاء المساهمين صلاحيات واسعة للتدخل عند الضرورة سوف يجعل استخدامهم لتلك الصلاحيات عموماً أمراً لا ضرورة له.

كذلك يحذر المعارضون أيضاً من أن الإصلاحات التي تضعف من منعة المجلس في وجه تدخل حملة الأسهم لن تخدم فعلاً مصالح هؤلاء بقدر ما سوف تخدم «التوجهات الخاصة»¹⁴. وهم يرون إن إعطاء حملة الأسهم قدرة أكبر على إيصال مرشحيهم إلى مجلس الإدارة سوف يقود إلى انتخابات يكون الحسم فيها لصالح المرشحين ذوي التوجهات الخاصة الذين سيحملون معهم إلى مجلس الإدارة أجنداتهم الخاصة التجريبية أو البيئية أو الاجتماعية؛ كما أن إعطاء المساهمين صلاحيات واسعة لإعمال التعديل في ميثاق الشركة سوف ينتهي على نحو مشابه

أيضاً إلى خدمة برامج مجموعات من ذوي التوجهات الخاصة على حساب مصالح الشركة. غير أن صلاحيات المسهمن المنصوص عليها في مقترحات الإصلاح تلك لا يمكن استخدامها إلا بموجب التصويت وبتأييد فريق من حملة الأسهم يحوز على غالبية أسهم المشاركين في عملية التصويت، ولا يخفى أن معظم تلك الأسهم في حيازة المستثمرين المؤسسيين. ومعظم المؤسسات الاستثمارية لن تصوت ضد الإدارة إلا في المسائل التي تستشعر فيها أن الإدارة تتصرف على نحو قد يضر كثيراً بقيمة رأس المال المسهم.

كذلك يسوق معارضو الإصلاح أيضاً حجة أخرى مفادها أن مجلس الإدارة يتفوق بوضوح، فيما يخص إدارة الشركة، من حيث الخبرة والمعرفة على أكثر حملة الأسهم حنكة وأوسعهم ثقافة¹⁵. غير أن المسهمن لا ينكرون على المجلس تفوقه من حيث المعرفة والخبرة؛ تشير الإحصاءات إلى أن توجهات المسهمن المؤسسيين أثناء مشاركتهم في عمليات التصويت تعكس احتراماً كبيراً لما تطرحه مجالس الإدارة من أفكار وما تتبناه من مواقف. والسؤال هنا هو التالي: هل ينبغي فعلاً منع المسهمن من التدخل في الحالات النادرة التي يرغبون فيها بالتدخل؟ إن تكتيف أيادي المسهمن بمنطق الوصاية هذا يبدو غير مسوغ، ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان أن رأس المال المسهم يتركز إلى حد بعيد في أيدي المستثمرين المؤسسيين. وكما قالت المحكمة الفيدرالية العليا في إحدى قضاياها المتعلقة بالأوراق المالية فإن «الجهاز الإداري ينبغي أن يكف عن رسم سداجة الأطفال على وجوه المستثمرين»¹⁶.

وهناك أيضاً اعتراض آخر يرفعه معارضو الإصلاح يتعلق بمصالح المسهمن على المدى البعيد. يقول المعارضون: إن تنامي نفوذ المسهمن قد يضطر الجهاز الإداري إلى التصرف كما لو كان مصاباً «بقصر النظر». ويدفعه إلى التركيز على تحقيق نتائج إيجابية على المدى القريب تمكنه من تفادي تدخل المسهمن¹⁷. لقد سبق أن طرحت حجة داء قصر النظر هذه في النقاشات الأولى حول مسألة الاستيلاء العدواني، حيث جرى تسويقها كخطر يهدد مستقبل الشركات وذلك بهدف تسويق تحصين الإدارة في مواجهة تحديات الاستيلاء¹⁸. لكن الواقع يبين أنه ليس هناك أي إثبات على أن ظاهرة قصر النظر تلك تمثل تهديداً حقيقياً يبرر بالفعل التكاليف المترتبة على تحصين مجلس الإدارة في مواجهة المؤثرات الخارجية؛

والحقيقة أن المعطيات التجريبية تبين بوضوح أن الشركات الأكثر منعة في مواجهة تحديات الاستيلاء تسجل قيمة سوقية أدنى وأداء تنفيذياً أكثر تواضعاً¹⁹. وفي جميع الأحوال فإن الاعتراضات القائمة على تهديدات قصر النظر لا ينبغي لها أن تتجاوز حدود المطالبة بحصر صلاحيات حملة الأسهم في التدخل ضمن مدد زمنية محدودة أو فرض تأخير زمني مناسب بدلاً من السماح لهؤلاء بالتدخل متى يشاؤون. على أن تلك الاعتراضات لا تقدم في أي حال من الأحوال قاعدة يمكن أن يبني عليها نظام لا يعطي حملة الأسهم أي فرصة للتدخل، مهما طال انتظارهم، لا على صعيد تعديل ميثاق الشركة، ولا على صعيد استبدال مجلس الإدارة إذا ما أرادوا ذلك.

وأخيراً فإن عزل المجلس عن دائرة تأثير حملة الأسهم أمر ضروري، حسب زعم بعض المعارضين، كي يتمكن المجلس من حماية مصالح أصحاب الحقوق الأخرى كموظفي الشركة على سبيل المثال²⁰. غير أن تحصين المجلس بجدار عازل، وبالرغم من إضعافه من مسؤولية أعضاء المجلس أمام حملة الأسهم، لا يفرض على أعضاء المجلس أي مسؤولية أمام أصحاب الحقوق؛ بل إن الإمعان في تحصين المجلس يعفي أعضاءه من كل أشكال المسؤولية، ويؤمّن لهم الحصانة ضد المساءلة في حالة الأداء الضعيف الذي يضر بمصالح حملة الأسهم وأصحاب الحقوق بأن معاً. لذلك فإن المهتمين بحماية مصالح أصحاب الحقوق لا ينبغي لهم أن يذهبوا إلى تأييد ودعم المجلس وتحسينه، وحرى بهم أن يسعوا بدلاً من ذلك إلى إقرار بعض الترتيبات المفصلة خصيصاً على مقاس مصالح أصحاب الحقوق أنفسهم.

ليس الآن؟

يزعم معارضو إعطاء المساهمين مزيداً من الصلاحيات أيضاً أن الوقت، في جميع الأحوال، لم يحن بعد للنظر في إصلاحات من هذا القبيل²¹. فالإصلاحات الأخيرة، على حد زعمهم، قد تكون كفيلاً بمعالجة مشكلات الماضي فيما يخص نظام حوكمة الشركات معالجة جذرية وشاملة؛ وعلينا حسب زعمهم أن ننتظر على الأقل بصنع سنوات كي يتسنى لنا أن نرى آثار تلك الإصلاحات وفاقها قبل أن نخلص إلى القول بالحاجة إلى مزيد من الإصلاح.

لا شك في أن الإصلاحات الأخيرة تمثل خطوة إلى الأمام في العديد من القضايا، غير أنه، وكما أوضحنا سابقاً، لا أساس للتوقعات التي تذهب إلى أن تلك الإصلاحات من شأنها أن تقدم حلاً جذرياً لمشكلات نظام حوكمة الشركات الحالي التي تكشفت في السنوات الأخيرة. وعلى وجه الخصوص فإن شرط استقلالية أعضاء مجلس الإدارة لا يمكن الاعتماد عليه بحد ذاته لضمان اضطلاع أعضاء المجلس بمسؤولياتهم بوصفهم حراً أمناء على مصالح حملة الأسهم.

القصة التي سردناها في هذا الكتاب هي قصة نأمل أن تساعد على إدراك حقيقة أن الإصلاحات الأخيرة على أهميتها غير كافية. لقد قمنا في فصول الكتاب بتشخيص العوامل الكثيرة، الاقتصادية منها والاجتماعية، التي تسهم في تقويض فاعلية أعضاء مجلس الإدارة في قيامهم بدورهم المهم في حماية مصالح حملة الأسهم. كما بينا أيضاً أن الإصلاحات الأخيرة لا يمكن أن ينتظر منها أن تنجح في إلغاء تلك العوامل أو التغلب عليها. والوقت الآن ليس مناسباً على الإطلاق لإيقاف مسيرة إصلاح نظام حوكمة الشركات.

الوعي والواقع

لقد ختمنا الفصل 15 بتسليط الضوء على الأثر الذي يمكن أن يخلفه إدراك حقيقة المشكلات المتعلقة بتعويضات المديرين على الواقع الفعلي لتلك التعويضات. وهنا أيضاً نود أن نختم هذا الفصل بالتأكيد على أهمية الإدراك الواعي للمشكلات الناجمة عن عزل أعضاء مجلس الإدارة عن دائرة تأثير حملة الأسهم. إن الإدراك الواعي لطبيعة تلك المشكلات يمثل شرطاً سلفاً للشروع بالإصلاحات اللازمة لمعالجتها.

كثيراً ما يجري تصوير سلطة المجلس ومنعته في وجه تأثير حملة الأسهم على أنها نتيجة حتمية لحالة التبثر الشديد للملكية التي تمثل سمة عامة لمعظم الشركات في عصرنا الراهن. لكن الحقيقة أن جزءاً كبيراً من سلطة المجلس إنما يجد جذوره في القواعد القانونية التي تنص على عزل الجهاز الإداري عن دائرة تدخل المساهمين. وتغيير تلك القواعد سوف يقلص من حرية أعضاء مجلس الإدارة في الشطط بعيداً عن مصالح حملة الأسهم ويقدم إسهاماً كبيراً في تحسين نظام حوكمة الشركات.

غير أن العوائق السياسية التي تعترض طريق الإصلاحات القانونية الضرورية كثيرة وشائكة. فإدارات الشركات تشكل، ومنذ زمن، في سياسات قانون الشركات الأمريكي فئة مهمة تتمتع بنفوذ واسع. والسلطة التي تضعها القواعد القانونية في أيدي الجهاز الإداري تعطيه بدورها مزيداً من القوة في حربه ضد المحاولات الرامية إلى تغيير الوضع القائم. وكما سبق أن ناقشنا فإن الأطراف المؤيدة لسلطة الأجهزة الإدارية، وفي مقدمتها «طاوله الأعمال المستديرة»، قد دأبت على شن حملات المعارضة العنيفة في وجه مبادرات التغيير، التي لم يسلم منها ذلك المقترح فائق الليونة الذي قدمته هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي والذي ينص على السماح للمساهمين في بعض الحالات الخاصة بتسمية عدد قليل من المرشحين وتقديمهم إلى صناديق الاقتراع للمنافسة على قلة قليلة من مقاعد المجلس.

إن إحداث تغيير حقيقي في موازين القوى بين الإدارة وحملة الأسهم يقتضي أن تبلغ مطالبة المستثمرين بالإصلاحات من الشدة ما يكفي للتغلب على قدرة الجهاز الإداري الكبيرة على إعاقة تلك الإصلاحات التي من شأنها أن تسحب من هذا الأخير بعضاً من سلطته ومن مكاسبه الخاصة. وهذا لا يمكن أن يحدث إلا إذا أدرك المستثمرون وصناع القرار فداحة التكاليف التي تترتب على الترتيبات الحالية، وأدركوا أيضاً إلى حد يتوقف حل المشكلات القائمة على معالجة المشكلة الأساسية المتمثلة في مسؤولية مجلس الإدارة. نأمل أن يساعد هذا الكتاب على إدراك تلك الحقائق.