

## ملاحظات

### مقدمة

عبارة مقتبسة عن: كيم كلارك، «فضائح الشركات: هل المشكلة حقاً في بعض التفاحات العفنة، أم أنه الصندوق؟» ملاحظات معدة للنادي الصحفي الوطني، 26 شباط/فبراير 2003، كلية الأعمال في هارفارد.

Kim Clark, "Corporate Scandals: Is It a Problem of Bad Apples, or Is It the Barrel?" Prepared remarks for the National Press Club, February 26, 2003, Harvard Business School.

- 1- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «The Trouble with Stock Options,» Journal of Economic Perspectives 17 (2003): 51.
- 2- Hall and Murphy, «The Trouble with Stock Options».
- 3- Janice Revell, «Mo' Money, Fewer Problems; Is It a Good Idea to Get Rid of the \$ 1 Million CEO Pay Ceiling?» Fortune, March 31, 2003, 34.
- 4- Kevin J. Murphy, "Executive Compensation," in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orey Ashenfelter and David Card, 2487 (New York: Elsevier 1999).  
يبين مورفي بواسطة التمثيل البياني أن الزيادة في حجم أوراق البحوث الأكاديمية حول موضوع أجور المديرين العامين تتجاوز بوضوح الزيادة في إجمالي أجر المدير العام أثناء أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات.
- 5- Graef S. Crystal, In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives (New York: W. W. Norton, 1991); Robert A. G. Monks and Nell Minow, Corporate Governance, 3<sup>rd</sup> ed. (Oxford: Blackwell Publishing, 2001), 221 - 225.

## 6- للاطلاع على نصوص مرجعية من عمل خبراء القانون انظر

Linda J. Barris, «The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay», *Indiana Law Journal* 68 (1992): 59; Marc J. Loewenstein, «Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Further) Reform», *Southern Methodist University Law Review* 50 (1996): 201; Carl T. Boguss, «Excessive Executive Compensation and the Failure of Corporate Democracy», *Buffalo Law Review* 41 (1993): 1; Eric W. Orts, «Shirking and Sharking: A Legal Theory of the Firm», *Yale Law and Policy Review* 16 (1996): 265 - 329; and Charles M. Yablon, «Bonus Questions - Executive Compensation in the Era of Pay for Performance», *Notre Dame Law Review* 75 (1999): 271.

وللاطلاع على نصوص تعالج المسألة من وجهة النظر المؤسسية أو الاجتماعية انظر على

سبيل المثال:

Michael Patrick Allen, «Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Control and Managerial Compensation», *American Journal of Sociology* 86 (1981): 1112 - 1123; Richard A. Lambert, David F. Larcker, and Keith Weigelt, «The Structure of Organizational Incentives», *Administrative Science Quarterly* 38 (1993): 438 - 461; Sydney Finkelstein and Donald C. Hambrick, «Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes», *Strategic Management Journal* 10 (1989): 121 - 134; Sydney Finkelstein and Donald C. Hambrick, «Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation», *Strategic Management Journal* 9 (1989): 543 - 558; Charles A. O'Reilly III, Brian G. Main, and Graef S. Crystal, «CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of Two Theories», *Administrative Science Quarterly* 33 (1988): 257 - 274; Sydney Finkelstein, «Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation», *Academy of Management Journal* 35 (1992): 505 - 538; James Wade, Charles A. O'Reilly III, and Ike Chandratat, «Golden Parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence», *Administrative Science Quarterly* 35 (1990): 587 - 603; and Mayer N. Zald, «The Power and Functions of Boards of Directors: A Theoretical Synthesis», *American Journal of Sociology* 75 (1969): 97 - 111.

- 7- Oliver Jean Blanchard, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, «What Do Firms Do with Cash Windfalls?» *Journal of Financial Economics* 36 (1994): 337 - 360; David Yermack, «Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements», *Journal of Finance* 52 (1997):449 - 476. and Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, «Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principles Are», *Quarterly journal of Economics* 116 (2001): 901 - 932.

## 8-انظر

Lucian A. Bebchuk, Jesse M. Fried, and David I. Walker, «Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation,» *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 753; and Lucian A. Bebchuk, and Jesse M. Fried, «Executive Compensation as an Agency Problem,» *Journal of Economic Perspectives* 17 (2003): 72.

9- للاطلاع على تحقيقات من هذا المنظور في أدبيات العلوم المالية والاقتصادية انظر على سبيل المثال:

John M. Abowd and David S. Kaplan, «Executive Compensation: Six Questions That Need Answering,» *Journal of Economic Perspectives* 13 (1999): 145 -168; Murphy, «Executive Compensation»; and John E. Core, Wayne Guay, and David F. Larcker, «Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey,» *Economic Policy Review* 9 (2003): 27 - 50.

كذلك فإن رؤية التعاقد على مطال الذراع تحظى بدعم وتأييد فئة مهمة من خبراء القانون. للاطلاع على بعض النقاشات المبكرة الشهيرة التي أدارها خبراء القانون حول موضوع تعويضات المديرين انظر

Frank H. Easterbrook, «Managers, Discretion and Investors, Welfare: Theories and Evidence,» *Delaware Journal of Corporate Law* 9 (1984): 540 - 571; and Daniel R. Fischel, «The Corporate Governance Movement,» *Vanderbilt Law Review* 35 (1982): 1259 - 1292.

10. Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay and Top -Management Incentives,» *Journal of Political Economy* 98 (1990): 225 - 264; and Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «CEO Incentives: It's Not How much You Pay, but How,» *Harvard Business Review* 68 (1990): 138 - 153.

11- للاطلاع على واحد من الأعمال التقليدية القائمة على رؤية تخصص مثل تلك الدوافع النفسية بدور هام وحساس انظر:

Abraham H. Maslow, «A Theory of Human Motivations,» Psychology Review 50 (1943): 370 - 396.

12. Clarence B. Randall, The Executive in Transition (New York: McGraw - Hill, 1967), 26.

13- Lucian A. Bebchuk and Yaniv Grinstein, «The Growth of Executive Pay,» working paper, Harvard Law School and Cornell University, 2004.

## 1. الرواية الرسمية

عبارة مقتبسة عن إيرا إم. ميلستين مأخوذة من

Ira M. Millstein, «The Professional Board,» Business Lawyer 50 (1995): 1428.

1- Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, «Corporate Ownership around the World,» Journal of Finance 54 (1999): 471 - 517.

2- Adolf A. Berle Jr. and Gardiner C. Means, The Modern Corporation and Private Property (New York: Macmillan, 1932).

3- يعود المرجع القياسي حول هذه المسألة إلى:

Michael C. Jensen and William Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure,» Journal of Financial Economics 3 (1976): 305 -360.

4- Jensen and Meckling, «Theory of the Firm,» 305 - 360; and Oliver Williamson, The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm (Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1964).

5- Michael C. Jensen, «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,» American Economic Review 76 (1986): 323 - 329.

6- Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, «Management Entrenchment: The Case of Manager - Specific Investments,» Journal of Financial Economics 25 (1989): 123 -140 .

7- انظر على سبيل المثال: Delaware General Corporate Law, sec. 141.

8- John E. Core, Wayne Guay, and David F. Larcker, «Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey», Economic Policy Review 9 (2003): 27- 50.

9- انظر

Brehm v. Eisner, Delaware Supreme Court, 746 A.2d 244, 262- 263 (2000).

10- من الدراسات الحديثة التي تقدم تحقيقاً شاملاً حول تلك المحاولات البحثية

Kevin J. Murphy, «Executive Compensation,» in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2485-2563; and Core, Guay, and Larcker, «Executive Equity Compensation and Incentives,» 2750-.

11- من الأعمال الكلاسيكية عن هذا الموضوع:

J. A. Mirrlees, «The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization,» Bell Journal of Economics 7 (1976): 105 -131; Bengt Holmstrom, «Moral Hazard and Observability,» Bell Journal of Economics 10 (1979): 74 - 9 1; and Steven Shavell, «Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship,» Bell Journal of Economics 10 (1979): 55 - 73.

للاطلاع على تحقيق حديث حول انعكاسات نظرية الوكيل الرئيس على تعويضات المدير العام

انظر: Murphy, «Executive Compensation».

12- انظر على سبيل المثال:

Michael C Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay and Top Management Incentives,» Journal of Political Economy 98 (1990): 225 - 264.

13- انظر على سبيل المثال:

Lucian A. Bechchuk and Christine Jolls, «Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth,» Journal of Law, Economics, and Organization 15 (1999): 487- 502

14- Ira Kay, Ph.D., testimony before the Senate Finance Committee, April 2002, <http://finance.senate.gov/hearings/testimony/041802iktest.pdf>, 2 (accessed April 29, 2004).

15- انظر على سبيل المثال:

Franklin Snyder, «More Pieces of the Compensation Puzzle,» Delaware Journal of Corporate Law (2003): 129 - 183 .

16- انظر

Jay W. Lorsch, «Compensating Corporate CEOs: A Process View,» Harvard Business School working paper #99 - 013, 1998, 48.

## 2. هل كانت مجالس الإدارة تساوّم المديرين على مطال ذراعها؟

عبارة مقتبسة عن آدم سميث، مأخوذة من:

Adam Smith, An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations (New York: Modern Library, 1937), 107.

- 1- Stacey R. Kole, «The Complexity of Compensation Contracts,» Journal of Financial Economics 43 (1997): 101.
- 2- Stacey Burke, Glenn Davis, Chris Loayza, Conor Murphy, and Sergio Schuchner, Board Structure/Board Pay 2002 (Washington, DC: Investor Responsibility Research Center, 2002), 43.
- 3- Burke, Davis, Loayza, Murphy, and Schuchner, Board Structure/Board Pay 2002, 41.

4- قانون الإيرادات الضريبية الداخلية، المادة 162(m).

Internal Revenue Code, sec. 162(m).

الموظفون المشمولة تعويضاتهم بأحكام هذه المادة هم المدير العام التنفيذي أو من يتمتع بصلاحياته، والموظفون الأربعة ذوو التعويضات الأعلى (فيما عدا المدير العام) بين عموم الموظفين الذين يجب على الشركة التصريح عن تعويضاتهم بموجب أحكام قانون سوق الأوراق المالية للعام 1934. انظر 26 CFR § 1.162-27(c)(2) (التي تتضمن تعريف الموظفين المشمولين بالمادة 162(m)). أما أعضاء مجلس الإدارة من غير الموظفين، الذين تربطهم بالشركة عقود استشارية أو الذين يتقاضون من الشركة أنعاباً أو مكافآت لقاء مهام أخرى خارج حدود المهام المنوطة بعضوية المجلس، فلا ينظر إليهم كأعضاء خارجيين في المجلس فيما يخص المادة 162(m). انظر 26 CFR § 1.162-27(e)(3).

- 5- Robert Charles Clark, *Corporate Law* (Boston: Little, Brown and Company, 1986), 194.
- 6- NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 303A; American Stock Exchange Company Guide secs. 121, 801809-; SEC Release No. 34 - 48745 (November 4, 2003); and SEC Release No. 34 - 48863 (December 1, 2003).
- 7- تعامل سوق الأوراق المالية الأمريكية AMEX «شركات الأعمال الصغيرة» معاملة استثنائية بحيث لا يطلب من تلك الشركات الصغيرة إلا أن يكون مجلس إدارتها مكوناً بنسبة 50 بالمائة أو أكثر من الأعضاء المستقلين. انظر دليل الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية الأمريكية، المادة (121B(2)(c)).
- 8- Pearl Meyer & Partners, «Executive Pay Trends: Looking Forward and Looking Back» (2002): 3; and Garry Strauss, «Companies Pony Up to Keep Directors: Boards Seats Have Become Hot Seats.» USA Today, November 21, 2002, B1.
- 9- UAL Corp Form 10 - K (filed March 28, 2003): 104; and Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. Form 10-K/A (filed July 7, 2003): 3.
- 10- Lucjan A. Bebchuk and Marcel Kahan, «A Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests.» California Law Review 78 (1990): 1071 - 1135.
- 11- Lucian A. Bebchuk, «The Case for Shareholder Access to the Ballot.» Business Lawyer 59 (2003): 43 - 66.
- 12- Brian G. M. Main, Charles A. O'Reilly III, and James Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives.» Industrial and Corporate Change 11 (1995): 302303-; Victor Brudney, «The Independent Director - Heavenly City or Potemkin Village?» Harvard Law Review 95 (1982): 610, n. 39; and Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, «Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO.» American Economic Law Review 88 (1998): 96 - 97.

للاطلاع على مراجعة موسعة للأدبيات الاقتصادية عن موضوع مجلس الإدارة انظر:

Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, «Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature,» Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 9 (2003): 7 - 26.

13- يبين شيفدازاني و يريماك أن 78 بالمئة من أصل 341 من الشركات العامة المسهمة المدرجة في قائمة فورشن 500 التي شملتها الدراسة التي أجريها في العام 1994 كان لديها لجنة ترشيح، وأن المدير العام التنفيذي كان عضواً في تلك اللجنة في 33 بالمئة من تلك الشركات.

Anil Shivdasani and David Yermack, «CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis,» Journal of Finance 54 (1999): 1834.

14- Burke, Davis, Loayza, Murphy, and Schuchner, Board Structure/Board Pay 2002, 49.

15- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation»; and Cynthia A. Montgomery and Rhonda Kaufman, «The Board's Missing Link,» Harvard Business Review 81 (2003): 89.

16- NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 303A; American Stock Exchange Company Guide sec. 804; and SEC Release No. 3448745- (November 4, 2003).

17- Daniel Nasaw, «Opening the Board: The Fight Is On to Determine Who Will Guide the Selection of Directors in the Future,» Wall Street Journal, October 27, 2003, R8.

18- مدير عام شركة تايكو قام بصرف مبلغ 20 مليون \$ لواحد من أعضاء مجلس الإدارة، وتحديداً للسيد فرانك وولش، على شكل «عمولة وساطة» تقديراً له على دوره في ترتيب إحدى الصفقات.  
انظر:

Jeffrey Kranser, «Tyco Sues 2 Former Executives Accused of Pay Impropriety, a Coverup,» Boston Globe, June 18, 2002, D1.

مدير عام شركة ووردكوم، السيد بيرنارد إبرس، وافق لعضو مجلس الإدارة ورئيس لجنة التعويضات فيها، السيد ستايلس ايه. كيليت الابن، على استئجار طائرة من طائرات الشركة، من طراز فالكون 20، لقاء أجر قدره 1 \$ شهرياً يضاف إليه 400 \$ في الساعة وبعض النفقات البسيطة

الأخرى، وذلك في زمن بلغت فيه القيمة العادية لبدل استئجار طائرة من طائرات الشركة ما لا يقل عن بضعة آلاف الدولارات للساعة الواحدة. انظر:

Susan Pulliam, Jared Sandberg, and Deborah Solomon, «WorldCom Board Will Consider Rescinding Ebberts's Severance,» Wall Street Journal, September 10, 2002, A1.

قدرت قيمة عقد الإيجار بين 1.4 مليون \$ و 3.4 مليون \$، وقد اقترح ريتشارد بريدين، المراقب المكلف من قبل هيئة المحكمة بدراسة ملاسبات ذلك العقد وتقدير قيمته، بأن يسدد السيد كيليت على الأقل 1.4 مليون \$ إلى خزينة الشركة.

Christopher Stern, «WorldCom Director Urged to Leave,» Washington Post, September 13, 2002, E01.

توصل كيليت أخيراً إلى تسوية مفادها أن يقوم بتعويض ووردكوم بمعدل 3,000 \$ عن كل ساعة، بحيث يسدد مبلغاً قدره 156,000 \$ إلى خزينة الشركة ويتخلى عن جميع الأتعاب والاستحقاقات الأخرى التي له في ذمة الشركة.

19- للاطلاع على تفاصيل الأمثلة الواردة في هذه الفقرة انظر

Gary Strauss, «Do Conflicts Cloud the Objectivity of Boards?» USA Today, March 5, 2002, 1A.

20- Victor Brudney and Allen Ferrell, «Corporate Speech and Citizenship: Corporate Charitable Giving,» University of Chicago Law Review 69 (2002): 1197.

21- Strauss, «Do Conflicts Cloud the Objectivity of Boards?»

22- In re Oracle Corp. Derivative Litigation, 824 A.2d 917, 920-921 (Del. Ch. 2003).

23- هناك دلائل تؤكد أن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يسعون عموماً إلى إقناع شركاتهم بالتبرع للجهات الخيرية التي يفضلونها. وعلى سبيل المثال فقد انتزع المدير العام المغادر لشركة فورد، السيد جاك ناصر، تعهداً من الشركة بتقديم منحة دراسية باسمه لمدرسة يختارها بنفسه. انظر:

Joann S. Lublin, «Many Former Chief Executives Get Lush Perks and Fat Fees for Limited 'Consulting' Work,» Wall Street Journal, September 13, 2002, B1.

Richard A. Oppel Jr., «Senate Panel Says Enron's Board Could Have Stopped High Risk Practices,» New York Times, July 7, 2002, 1.

25- NYSE Listed Company Manual Rule 303A; NASD Rule 4350; and American Stock Exchange Company Guide sec. 121.

نركز في المناقشة التالية على شروط التسجيل في سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE وذلك بسبب ما تتمتع به تلك السوق من أهمية كبيرة وشهرة واسعة.

26- NYSE Listed Company Manual Rule 303A.02(b)(ii).

تحدد ناسداك وأميكس سقف تلك التعويضات بالقيمة \$60,000. انظر: NASD Manual 4200(a)(14)(B); American Stock Exchange Company Guide sec. 121A(b).

27- تعقياً على القاعدة القانونية ii (303A.02(b)) في دليل الشركات المسجلة في سوق نيويورك للأوراق المالية يمكن القول إن معايير ناسداك أكثر تشدداً فيما يخص هذه النقطة. أعضاء مجلس الإدارة الذين تربطهم قرابة من الدرجة الأولى مع بعض العاملين في الشركة، والذين يستوفون شروط التسمية كأعضاء مستقلين وفق معايير سوق نيويورك للأوراق المالية، لا يعدون أعضاء مستقلين وفق معايير ناسداك. انظر: NASD Manual 4200(a)(14)(C).

28- NYSE Listed Company Manual Rule 303A(2)(b)(v).

الحدود المعتمدة من قبل سوق الأوراق المالية الأمريكية وكذلك أيضاً من قبل ناسداك هي \$200,000 أو 5 بالمئة من إجمالي العائدات. American Stock Exchange Company Guide, sec. 12 1A(d); and NASD Manual 4200(a)(14)(D).

29- تعليق خاص بالقاعدة القانونية

NYSE Listed Company Manual Rule 303A(2)(b)(v).

30- Kevin Hallock, «Dual Agency: Corporate Boards with Reciprocally Interlocking Relationships,» in Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence, ed. Jennifer Carpenter and David Yermack (Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999), 58.

لاستكشاف العوامل التي تشجع على تشابك عضوية مجالس الإدارة على مستوى المديرين  
العامين انظر

Eliezer M. Fich and Lawrence J. White, «Why Do CEOs Reciprocally Sit on Each Other's Boards?» working paper, New York University School of Business, 2001.

31- Ivan E. Brick, Oded Palmon, and John K. Wald, «CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism,» working paper, Rutgers University Business School, September 2002, 29.

32- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation».

وبصورة مشابهة فإن أجور المدير العام تميل إلى الإرتفاع أكثر، واحتمال حصوله على مظلة هبوط  
ذهبية يفتدو أكبر، كلما كانت نسبة أعضاء المجلس الخارجيين المعينين في عهده أكثر ارتفاعاً.

33- Rakesh Khurana, Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002), 83.

34- Khurana, Searching for a Corporate Savior, 84.

35- Melvin A. Eisenberg, «The Compensation of Chief Executive Officers and Directors of Publicly Held Corporations,» 7th Annual Corporate Governance Institute, SE39 ALI-ABA (1999): 117- 118.

36- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation», 304.

37- Burke, Davis, Loayza, Murphy, and Schuchner, Board Structure/Board Pay 2002, 47.

38- Graef S. Crystal, In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives (New York: W. W. Norton, 1991).

39- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation», 319 - 320 .

40- أثناء العام 2003، عمدت المائتا شركة الكبرى من الشركات المسهمة العامة الصناعية والخدماتية، جميعها فيما عدا قلة قليلة منها، إلى إدخال حقوق الملكية ضمن بنية أجور أعضاء مجالس الإدارة.

Pearl Meyer & Partners, «2003 Director Compensation» (2003): 9; <http://www.execpay.com/ResDir.htm> (accessed June 23, 2004).

41- George P. Baker, Michael C. Jensen, and Kevin J. Murphy, «Compensation and Incentives: Practice vs. Theory», *Journal of Finance* 63 (1998): 614.

42- *Journal of Financial Economics* 51 (1999): 371-406 .

43- للاطلاع على واحدة من حالات زيادة حجم رزم الأسهم المقدمة لأعضاء المجلس المستقلين انظر:

Charles M. Elson, «Executive Over-Compensation - A Board-Based Solution», *Boston College Law Review* 34 (1993): 981 - 983.

44- ربما يفضل المديرون بقاء الأمر على هذا النحو. هنالك بعض الدلائل التي تشير إلى أن المديرين العاملين يحاولون تقليص حصة التعويضات القائمة على حقوق الملكية من إجمالي تعويضات أعضاء المجلس، وذلك بهدف تقليص حوافز المجلس إلى مراقبة أداء المدير العام. انظر:

Harley E. Ryan Jr. and Roy A. Wiggins III, «Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Bargaining Power, and Barriers to Effective Monitoring», working paper, Louisiana State University and Bentley College, 2003.

45- Richard M. Cyert, Sok-Hyon Kang, and Praveen Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence», *Management Science* 48 (2002): 453 - 469.

46- Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, «Separation of Ownership and Control», *Journal of Law and Economics* 26 (1983): 301 - 325.

47- انظر على سبيل المثال:

Geeta Anand, «Double Trouble: Ties to Two Firms Tainted by Scandal Haunt Top Doctor», Wall Street Journal, December 24, 2002, A1.

48- انظر على سبيل المثال:

Joshua Green, «Savage Business,» American Prospect 13 (2002): 14 - 15.

49- انظر على سبيل المثال:

Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation», 302 - 303.

50- Jay W. Lorsch and Krishna G. Palepu, «Limits to Board Effectiveness» working paper, Harvard Business School, 2003, 3.

51- Khurana, Searching for a Corporate Savior, 81 - 118.

52- Judith Burns, «Everything You Wanted to Know about Corporate Governance But Didn't Know to Ask», Wall Street Journal, October 27, 2003, R6.

53- Sidley Austin Brown & Wood LLP, «Best Practices Calendar for Corporate Boards and Committees» (March 2004): 1- 2.

54- Patrick McGeehan, «Quick: What's the Boss Making?» New York Times, September 21, 2003, sec. 3, 1.

55- Crystal, In Search of Excess, 42 - 50.

56- Warren Buffett, letter to shareholders of Berkshire Hathaway, Inc., included in the Annual Report to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc., February 2004, 8; <http://www.berkshirehathaway.com/letters/20031tr.pdf> (accessed April 30, 2004).

57- لإلقاء نظرة من داخل الشركة على الآليات التي يتبعها المجلس في استخدام مستشاري

التعويضات لتسوية أجور المديرين انظر: Crystal, In Search of Excess.

- 58- هذه العبارة مقتبسة من: 8, Warren Buffett, letter to shareholders.
- 59- Carol J. Loomis, «This Stuff Is Wrong», Fortune, June 25, 2002, 74.
- 60- Stuart Gillan, «Has Pay for Performance Gone Awry: Views from a Corporate Governance Forum», Research Dialogue 68 (2001): 116-.
- 61- للاطلاع على دراسة حديثة تبين أن أجور المدير العام تبلغ مستويات أعلى في الشركات التي تستخدم مستشاري التعويضات منها في الشركات النظرية التي لا تفعل، انظر:  
Martin J. Conyon and Simon I. Peck, «Compensation Consultants and Executive Pay», working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University, 2004, 3.  
تقوم هذه الدراسة على معطيات من المملكة المتحدة، لكننا نعتقد أن معطيات الولايات المتحدة تخبئ بين طياتها النوع ذاته من الترابط.
- 62- تعليق على القاعدة القانونية:  
NYSE Listed Company Manual Rule 303A(5)(b)(ii).
- 63- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options», University of Chicago Law Review 69 (2002): 847.
- 64- Khurana, Searching for a Corporate Savior.
- 65- Michael S. Weisbach, «Outside Directors and CEO Turnover», Journal of Financial Economics 20 (1998): 453 - 454.  
بعض الدراسات الأخرى التي ركزت اهتمامها على الشركات العاملة في قطاع الصناعة تبين أيضاً أن حضور أصحاب المناصب بين أعضاء المجلس يقلص من احتمال إقالة المدير العام في حالة الأداء الضعيف. وعلى سبيل المثال فقد وجد وورين بوكر أن احتمال استبدال المدير العام ذي الأداء الضعيف يتناقص بوضوح في شركات تصنيع أنصاف النواقل مع ازدياد نسبة الأعضاء الداخليين (من أصحاب المناصب) في مجلس إدارة الشركة. انظر:  
Warren Boeker, «Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top», Administrative Science Quarterly 37 (1992): 400 - 418.

وليس مفاجئاً أن احتمال إقالة المدير العام لأسباب تتعلق بضعف الأداء في الشركات التي يشغل فيها المدير العام ذاته منصب رئيس مجلس الإدارة أصغر بوضوح منه في الشركات النظرية التي يسود فيها الفصل بين المنصبين.

Vidhan K. Goyal and Chul W. Park, "Board Leadership Structure and CEO Turnover", *Journal of Corporate Finance* 8 (2002): 49 - 66.

66- Denis B. K. Lyons, «CEO Casualties: A Battlefield Report», *Directors & Boards* (1999): 43 - 45.

67- Holman W. Jenkins, «Outrageous CEO Pay Revisited», *Wall Street Journal*, October 2, 2002, A17.

68- Narayanan Subramanian, Atreya Chakraborty, and Shahbaz Sheikh, «Performance Incentives, Performance Pressure, and Executive Turnover», working paper, Brandeis University, 2003.

69- Chris McNeil, Greg Niehaus, and Eric Powers, «Management Turnover in Subsidiaries of Conglomerates versus Stand-Alone Firms», working paper, School of Business, Penn State Erie, and Moore School of Business, University of South Carolina, 2003.

70- انظر على سبيل المثال

Ira M. Millstein and Paul W. MacAvoy, "The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation," *Columbia Law Review* 98 (1998): 12831321-; and Mark J. Loewenstein, "The Conundrum of Executive Compensation," *Wake Forest Law Review* 35 (2000): 15.

3- قدرة المساهمين المحدودة على التدخل

عبارة مقتبسة عن بريم ف. آيسنر،

*Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244, 262 (Del. Sup. 2000).

1- Linda J. Barns, «The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay», *Indiana Law Review* 68 (1992): 82.

- 2- Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244, 259 - 63 (Del. Sup. 2000).
- 3- Zupnick v. Goizueta, 698 A.2d 384 (Del. Ch. 1997).
- 4- Steyner v. Meyerson, C. A. No. 13139, 1995 WL 441999 (Del. Ch. 1995).
- 5- Mark J. Loewenstein, «Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Further) Reform,» Southern Methodist University Law Review 50 (1996): 201 - 223 .
6. Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, «Litigating Challenges to Executive Pay: An Exercise in Futility?» Washington University Law Quarterly 79 (2001): 576 - 579.
- 7- Bnehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. Sup. 2000); In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003).
- 8- نقاش عبر الهاتف في 6 آب/أغسطس 2003 مع كل من ألي موناكو و أنيك دينينغ من مركز بحوث مسؤولية حماية المستثمرين (IRRC). كانت أنيك دينينغ قد أجرت دراسة بتكليف من المركز IRRC وجد فيها أن 40 بالمئة فقط من شركات إس & بي 500، و 35 بالمئة فقط من شركات إس & بي 1500 كانت قد اعتمدت برامج تعويضات قائمة على خيارات الأسهم لا تتمتع بمصادقة المسهمن.
- 9- Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, «The Determinants of Shareholder Voting on Stock Option Plans», Wake Forest Law Review 35 (2000): 46 - 51.
- 10- للاطلاع على مثال لمواد الدعاية الانتخابية التي تنطلق من أن الأثر الوحيد لنتيجة تصويت المسهمن هو تحديد ما إذا كانت الشركة ستستوفي الشروط المطلوبة لاقتطاع تعويضات المديرين المطروحة للتصويت، التي تصر الشركة على اعتمادها في جميع الأحوال، من الاتزامات الضريبية أم لا، انظر:
- Finova Group Inc., Schedule 14A (filed on April 2, 1997); and Home Depot Schedule 14A (filed on April 19, 2002).
- 11- إدراك هذه الحقيقة قاد هيئة الأوراق والأسواق المالية في العام 2003 إلى إلزام الصناديق التعاونية بإشهار تصويتها. انظر:

Investment Advisers Act Release No. 2106 (January 31, 2003); Finul Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies; SEC, 7 CFR Parts 239, 249, 270, and 2; Release Nos. 33 - 8188, 34 - 47304, IC - 25922; File No. S7 - 36 - 02; RIN 3235 - AI64.

لكن لما كان المستثمرون يبنون خياراتهم فيما يخص الصناديق التعاونية على قاعدة الأداء الاستثماري لكل من تلك الصناديق وليس على قاعدة المواقف الانتخابية التي تبدر عن كل منها لدى مشاركته في التصويت على قضايا حوكمة الشركات، فإننا لا نتوقع أن وجوب الإشهار يمثل حلاً حقيقياً لمشكلة انحياز الصناديق التعاونية إلى صف المديرين في عمليات التصويت. والسبيل الأكثر فاعلية لحل مشكلة الانحياز تلك إنما يكمن باعتقادنا في اشتراط تصويت المسهمن في جو من السرية التامة.

- 12- David Parthiban, Rahul Kochar, and Edward Levitas, «The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation,» Academy of Management Journal 41 (1998): 200 - 208.
- 13- Pui-Wing Tam, «Hewlett Sues, Seeking to Foil Compaq Deal,» Wall Street Journal, March 29, 2002, A3.
14. Jennifer E. Bethel and Stuart L. Gillan, «The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting,» Financial Management 31 (2002): 29.
- 15- Stuart L. Gillan, «Option-Based Compensation: Panacea or Pandora's Box?» Journal of Applied Corporate Finance 14 (2001): 124.
- 16- Bethel and Gillan, «The Impact», 44.

17- انظر:

SEC Release No. 34 - 48108 (File Nos. SR - NYSE - 2002 - 46 and SR -NASD -2002 - 140) (June 30, 2003); and SEC Release No. 34 - 48872 (File No. SR - Amex - 2003 - 100) (December 3, 2003).

- 18- Thomas and Martin, «The Determinants,» 58 - 59.

19- انظر:

Georgeson Shareholder, «Annual Corporate Governance Review» (2003): 3; and Brian R. Cheffins and Randall S. Thomas, «Should Shareholders Have a Greater Say over Executive Pay? Learning from the U.S. Experience», Journal of Corporation Law Studies 1 (2001): 301.

يبين شيفينس و توماس أن الموسم الانتخابي للعام 2000 قد سجل قيام حملة الأسهم بإطلاق مشروعات توصيات تتعلق بتعويضات المديرين في 83 شركة من بين الشركات الألف الرائدة بين عموم الشركات المسهمة العامة في الولايات المتحدة.

20- Randall S. Thomas, and Kenneth J. Martin, «Should Labor Be Allowed to Make Shareholder Proposals?» Washington Law Review 73 (1998): 41, 68, 76.

21- Andrew Countryman, «Board Term Battle Heats Up: Shareholder Activists Pushing for Switch to Annual Elections,» Chicago Tribune, June 16, 2003, 1.

22- Tom Petruno, «Activist Investors Making Inroads,» Los Angeles Times, May 18, 2003, Pt. 3, 1.

تبعاً للمعطيات التي تم جمعها من قبل مركز خدمات المستثمرين المؤسسيين فإن نسبة ما قد دخل حيز التنفيذ إلى اليوم من عموم قرارات التوصية التي حظيت بتأييد غالبية حملة الأسهم لا تتجاوز 10 بالمئة فقط. وقد شهدت هذه النسبة بعض الازدياد في الآونة الأخيرة لكنها لم تزد بعد على 30 بالمئة. نود هنا أن نعبر عن خالص شكرنا وامتناننا للسيد باتريك ماكفارن، نائب رئيس مركز خدمات المستثمرين المؤسسيين لتكريمه بتزويدنا بهذه المعلومات.

#### 4- حدود قوى السوق

عبارة مقتبسة عن فرانك إتش. إيستبروك،

Frank H. Easterbrook, «Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence,» Delaware Journal of Corporate Law 9 (1984): 570.

1- Frank H. Easterbrook, «Managers' Discretion and Investors' Welfare»; Daniel R. Fischel, «The 'Race to the Bottom' Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's

Corporation Law,» Northwestern University Law Review 76 (1982): 916 - 920 ; and Eugene F. Fama, «Agency Problems and the Theory of the Firm,» Journal of Political Economy 88 (1980): 289.

- 2- Lucian A. Bebchuk, «Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law,» Harvard Law Review 105 (1992): 1461 - 1467 ; Lucian A. Bebchuk, «Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments,» Harvard Law Review 102 (1989): 1840 - 1846; Lucian A. Bebchuk and Mark J. Roe, «A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance,» Stanford Law Review 52 (1999): 142 - 153.

توضح هذه الأعمال أسباب عجز قوى السوق عن أن تضمن أن قرارات أصحاب المناصب بشأن إعادة الاندماج، بشأن تعديل ميثاق الشركة، وبشأن بنية ملكية الشركة، سوف تتحو بالفعل المنحى الذي يجسد مصالح حملة الأسهم بالشكل الأمثل.

- 3- C. Edward Fee and Charles J. Hadlock, «Raids, Rewards, and Reputations in the Market for CEO Talent,» Review of Financial Studies 16 (2003): 1327.

يبين القائمون بهذه الدراسة أن نسبة التعيينات الخارجية بين عموم تعيينات المديرين العاميين التي جرت أثناء المدة 1998-1990 والبالغ عددها 1,200 لا تتجاوز 26.5 بالمئة فقط.

- 4- Melvin A. Eisenberg, «The Structure of Corporation Law» Columbia Law Review 89 (1989): 1495.

- 5- Fee and Hadlock, «Raids, Rewards, and Reputations,» 1352.

6- يسوق بييري وزينر تقديرات مفادها أن المدير العام الأوسط على صعيد شركات إس & بي 1500 قد ربح أو خسر أثناء العام 1997 ما قيمته \$11.5 مقابل كل \$1,000 ربحها أو خسرها المسهمون.

Tod Perry and Marc Zenner, «CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation?» Wake Forest Law Review 35 (2000): 149.

وبصورة مشابهة فقد قدر هول و ليبمان حساسية ثروة المدير العام لقيمة رأس المال المسهم

أثناء العام 1998 بما يقارب \$11 لكل \$1,000، وقد استندا في حسابهما التقديري إلى شركة قياسية تبلغ القيمة السوقية لرأس مالها 1 مليار \$.

Brian J. Hall and Jeffrey B. Liebman, «The Taxation of Executive Compensation,» Tax Policy and the Economy, vol. 14, edited by James Poterba (Cambridge, MA: MIT Press, 2000), 6, fig. 1.

ومن المرجح أن حساسية ثروة المدير العام لقيمة رأس المال المسهم قد أخذت قيماً أكثر انخفاضاً في الماضي. استناداً إلى المعطيات المتوافرة عن المدة 1974 - 1986 قام جينسن ومورفي بإجراء حساب تقديري لحساسية ثروة المدير العام لقيمة رأس المال المسهم أثناء تلك المدة المبكرة، وخلصا في ذلك إلى القيمة \$ 3.25 لكل \$ 1,000، وهي قيمة تضمنت تعديلاً بمقدار 0.30 لكل \$ 1,000 يأخذ بالحسبان خطر التعرض للإقالة. انظر:

Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay and Top-Management Incentives,» Journal of Political Economy 98 (1990): 261.

7- أول دراسة تسلط الضوء على أهمية بورصة حكم الشركات (بورصة الاستيلاء) بصفتها مصدراً من مصادر الالتزام كانت

Henry G. Manne, «Mergers and the Market for Corporate Control,» Journal of Political Economy 73 (1965): 110 - 120 .

8- Lucian Bebchuk, John Coates IV, and Guhan Subramanian, «The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy,» Stanford Law Review 54 (2002): 887 - 951.

9- Marcel Kahan and Ed Rock, «How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law» University of Chicago Law Review 69 (2002): 871- 915.

10- Anup Agrawal and Ralph A. Walking, «Executive Careers and Compensation Surrounding Takeover Bids,» Journal of Finance 49 (1994): 986.

تناولت هذه الدراسة الشركات المدرجة في قائمة فوربس 800 أثناء الثمانينيات. وقد وجد القائمان بالدراسة أن عروض الاستيلاء كانت أكثر شيوعاً في حقول العمل التي درجت شركاتها

على منح المدير العام أجوراً مفرطة، لكنهما لم يقعا على أي فارق واضح في تعويضات المدير العام ضمن حدود حقول العمل تلك بين الشركات التي كانت هدفاً لبعض عروض الاستيلاء والشركات الأخرى التي لم تكن كذلك.

11- انظر:

Lynn Stout, «The Unimportance of Being Efficient,» Michigan Law Review 87 (1988):

645 - 647,

للاطلاع على مناقشة تفصيلية لمصادر رأس المال في الشركات المسهمة العامة.

12- في حالة الاعتماد على الاستدانة كمصدر للتمويل تسهم ترتيبات التعويضات التي تشجع المديرين على المغامرة المفرطة في زيادة تكاليف الدين. غير أن زيادة تكاليف الدين، شأنها شأن التمويل القائم على حقوق الملكية، لا تقوى على الحيلولة دون مشروعات التوسع الممولة بالدين، وإنما تخفض فقط من قيمة حصص حملة الأسهم القائمة من ملكية الشركة. وفضلاً عن ذلك فإن المديرين لن يتحملوا إلا القدر القليل من تلك التكاليف.

13- Easterbrook, «Managers' Discretion and Investors' Welfare»

14- Jean Tirole, The Theory of Industrial Organization (Cambridge, MA: MIT Press, 1988):

277 - 303.

## 5- وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين

عبارة مقتبسة عن مدير عام واحدة من الشركات المدرجة في قائمة فورشن 500 فضل عدم الإفصاح عن هويته، وذلك في مقابلة أجرتها معه المجلة

Anonymous Fortune 500 CEO, interviewed in Carol J. Loomis, «This Stuff is Wrong,»

Fortune, June 25, 2002, 82.

1- إننا لنجد سيناريو سلطة المديرين في روح أدبيات الاقتصاد التي تبحث في سلطة وكلاء معينين في المؤسسات، وفي قدرة هؤلاء الوكلاء على استخلاص المكاسب المجانية. انظر على سبيل المثال:

Jack Hirshleifer, «Competition, Cooperation, and Conflict in Economics and Biology,»

American Economic Review 68 (1978): 238 - 243 ; Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales,

«Power in a Theory of the Firm», Quarterly Journal of Economics 113 (1998): 387 - 432; and Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, «The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origin and Growth of Firms», Quarterly Journal of Economics 116 (2001): 805 - 851.

ومع ذلك فإن معظم خبراء الاقتصاد المالي المهتمين تحديداً بمسألة تعويضات المديرين قد دأبوا على افتراض التعاقد على مطال الذراع، ولم يعيروا إلا القليل من الاهتمام للدور الذي تضطلع به سلطة المديرين.

2- للوقوف على تحقيق يقيم الدليل على توزيع السلطة بين اثنين أو أكثر من المديرين انظر

Sydney Finkelstein, «Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation», Academy of Management Journal 35 (1992): 505 - 538.

3-James Wade, Charles A. O'Reilly III, and Timothy Pollock, «Overpaid CEOs and Underpaid Managers: Equity and Executive Compensation», working paper, University of Wisconsin-Madison, Stanford University, and University of Maryland, 2004, 27.

4- في بعض الحالات قد تولد أجور المدير العام المفترضة جواً من الاستياء بين صفوف كبار المديرين التنفيذيين الآخرين. عندها، إذا ما قبلنا بواقع تعويضات المدير العام المفترضة، فإن زيادة أجور المديرين الآخرين من شأنها أن تخفف من حدة استيائهم من أجور زميلهم المدير العام، وتحسن من علاقات العمل التي تجمعهم مع المدير العام، وتعود في نهاية المطاف بالفائدة على حملة الأسهم. لكن حتى في حالة كهذه فإن تقديم بعض المكاسب المجانية للمديرين الآخرين يعود على حملة الأسهم ببعض الفائدة فقط في ظل الواقع الذي تفرضه المكاسب المجانية التي يستأثر بها المدير العام لنفسه. والنقطة المهمة هنا هي أن المكاسب المجانية الفياضة، حتى لو عادت ببعض الفائدة على المساهمين، لا تغير من حقيقة أن ترتيبات أجور المديرين التي تسمح بتلك المكاسب تبتعد بوضوح عن ترتيبات تعويضات المديرين، بمن فيهم المدير العام ذاته، التي كانت ستخرج إلى النور في تعاقد قائم على مطال الذراع.

5- Jay W. Lorsch and Elizabeth M. Maclver, Pawns or Potentates? The Reality of America's Corporate Boards (Boston: Harvard Business School Press, 1989), 23 - 31.

6- انظر:

Matthew Brelis, «GE, Welch Agree to Slash His Perks: Retired CEO Will Retain Office, Staff, Lose Many Benefits,» Boston Globe, September 17, 2002, D1.

7- Linda C. Quinn, «Executive Compensation under the New SEC Disclosure Requirements,» in Seventh Annual Corporate Law Symposium: Executive Compensation, University of Cincinnati Law Review 63 (1995): 770 - 771.

8- انظر على سبيل المثال

Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options,» University of Chicago Law Review 69 (2002): 847 - 869; Holman W. Jenkins Jr., «Business World: Outrageous CEO Pay Revisited,» Wall Street Journal, October 2, 2002, A17.

9- Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, «The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation,» University of Cincinnati Law Review 67 (1999): 1021 - 1065.

10- Kenneth J. Martin and Randall S. Thomas, «When Is Enough, Enough? Market Reaction to Highly Dilutive Stock Option Plans and the Subsequent Impact on CEO Compensation,» Journal of Corporate Finance (forthcoming).

11- Alexander Dyck and Luigi Zingales, «The Corporate Governance Role of the Media,» working paper, Harvard Business School and the University of Chicago, 2002; and Alexander Dyck and Luigi Zingales, «Private Benefits of Control: An International Comparison,» Journal of Finance 59 (2004): 537- 600.

12- Robert Monks and Nell Minow, Corporate Governance, 2nd ed. (Cambridge, MA: Blackwell Publishing, 1995), 399 - 411.

13- Judith Dobrzynski, «Ca1PERS Is Ready to Roar, but Will CEOs Listen?» Business Week, March 30, 1992, 44.

14- YiLin Wu, «The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and CEO Turnover: Evidence from CalPERS' Corporate Governance Program,» *Journal of Corporate Finance* 10 (2004): 199.

15- تبين الدراسات أن 65 بالمئة على الأقل من الشركات الأمريكية تستخدم مستشاري التعويضات.

John M. Bizjak, Michael L. Lemmon, and Lalitha Naveen, «Has the Use of Peer Groups Contributed to Higher Levels of Executive Compensation?» Working paper, Portland State University, 2000, 10, 44.

16- James B. Wade, Joseph F. Porac, and Timothy G. Pollock, «Worth, Words, and the Justification of Executive Pay», *Journal of Organizational Behavior* 18 (1997): 657, 658.

17- Joseph F. Porac, James B. Wade, and Timothy G. Pollock, «Industry Categories and the Politics of the Comparable Firm in CEO Compensation,» *Administrative Quarterly* 44 (1999): 112 - 144.

18- Kevin J. Murphy, «Politics, Economics, and Executive Compensation» *University of Cincinnati Law Review* 63 (1995): 736.

19- Bizjak, Lemmon, and Naveen, «Has the Use of Peer Groups» 2 - 3.

20- Kevin J. Murphy, «Executive Compensation,» in *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2485, 2517 - 2518; Graef S. Crystal, *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives* (New York: W. W. Norton, 1991), 219; and Shawn Tully, «Raising the Bar,» *Fortune*, June 8, 1998, 272.

21- Harvard Business School Dean Kim B. Clark, prepared remarks, National Press Club, February 26, 2003.

22- Murphy, «Explaining Executive Compensation»; and Brian J. Hall and Kevin J. Murphy,

«The Trouble with Stock Options,» Journal of Economic Perspectives 17 (2003): 64 - 65 .

See also Franklin Snyder, «More Pieces of the Compensation Puzzle,» Delaware Journal of Corporate Law 28 (2003): 133.

23- Holman W. Jenkins Jr., «Business World: Outrageous CEO Pay Revisited,» Wall Street Journal, October 2, 2002, A17.

24- انظر على سبيل المثال:

Brian Hall and Kevin J. Murphy, «The Trouble with Stock Options» 65.

26- Murphy, «Executive Compensation,» 2493.

27- الانهيار الذي اجتاح السوق في العام 1929 قاد إلى سن قوانين الأوراق المالية الأمريكية الأولى في العامين 1933 و 1934 . كذلك فإن الانهيار الذي شهدته السوق أخيراً قد قاد بدوره إلى إصدار قانون ساربنس - أوكسلي في العام 2002.

28- انظر على سبيل المثال

Melvin A. Eisenberg, «Corporate Law and Social Norms,» Columbia Law Review 99 (1999): 1253 - 1292 ; and Symposium on Norms and Corporate Law, University of Pennsylvania Law Review 149 (2001): 1607 - 2191.

29- Andrew Balls, «Ill - judged Incentives: Share Options Are a Poor Way to Make Executives Act in Shareholders' Interests,» Financial Times, November 12, 2002, 13.

30- Murphy, «Explaining Executive Compensation,» 847; and Hall and Murphy, «The Trouble with Stock Options», 49 - 70.

## 6- العلاقة بين السلطة والأجر

عبارة مقتبسة عن جون إي. كور، مأخوذة من

John E. Core, Robert W. Holthausen, and David F. Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» Journal of Financial Economics 51(1999): 372.

- 1- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance,» 372 - 373.
- 2- David Yermack, «Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors» *Journal of Financial Economics* 40 (1996): 205.
- 3- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» 372 - 373.
- 4- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» 372 - 373.
- 5- Vidhan K. Goyal and Chul W. Park, «Board Leadership Structure and CEO Turnover» *Journal of Corporate Finance* 8 (2002): 49 - 66.
- 6- Richard Cyert, Sok-Hyon Kang, and Praveen Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top - Management Compensation: Theory and Evidence». *Management Science* 48 (2002): 453 - 469; James Wade, Charles A. O'Reilly III, and Ike Chandratat, «Golden Parachutes, CEOs, and the Exercise of Social Influence», *Administrative Science Quarterly* 35 (1990): 592 - 593 ; Martin J. Conyon and Kevin J. Murphy, «The Prince and the Pauper? CEO Pay in the U.S. and the U.K.», *Economic Journal* 110 (2000): 640 - 671; and Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance», 371- 406.
- 7- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance», 372 - 373; and Cyert, Kang, and Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation», 453 - 469.
- 8- Harley E. Ryan Jr. and Roy A. Wiggins III, «Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring», working paper, Louisiana State University and Bentley College, 2003, 25.

- 9- Kevin Hallock, «Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation» *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32 (1997): 332.
- 10- Brian G. Main, Charles A. O'Reilly III, and James Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives», *Industrial and Corporate Change* 11 (1995): 293 - 332.
- 11- Harry A. Newman and Haim A. Mozes, «Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?» *Financial Management* 28 (1999): 41 - 53.
- 12- Cyert, Kang, and Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top- Management Compensation», 453 - 469.
- 13- Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, «Large Shareholders and Corporate Control», *Journal of Political Economy* 94 (1986): 461 - 688.
- 14- Cyert, Kang, and Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top- Management Compensation,» 453 - 469.
- 15- Core, Holthausen, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» 372 - 373; and Richard A. Lambert, David F. Larcker, and Keith Weigelt, «The Structure of Organizational Incentives» *Administrative Science Quarterly* 38 (1993): 438 - 461.
- 16- Donald C. Hambrick and Sydney Finkelstein, «The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises» *Strategic Management Journal* 16 (1995): 175 - 193; and Henry L. Tosi Jr. and Luis R. Gomez - Mejia, «The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective» *Administrative Science Quarterly* 34 (1989): 181.
- 17- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, «Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are» *Quarterly Journal of Economics* 116 (2001): 929.

- 18- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, «Agents With and Without Principals» *American Economics Review* 90 (2000): 205.
- 19- Jay C. Hartzell and Laura T. Starks, «Institutional Investors and Executive Compensation» *Journal of Finance* 58 (2003): 2351 - 2374. See also Parthiban David, Rahul Kochar, and Edward Levitas, «The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation» *Academy of Management Journal* 41 (1998): 200 - 208.
- 20- David, Kochar, and Levitas, «The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation» 200 - 208.
- 21- Kenneth A. Borokhovich, Kelly R. Brunarski, and Robert Parrino, «CEO Contracting and Anti - Takeover Amendments» *Journal of Finance* 52 (1997): 1503 - 1513.
- 22- Anup Agrawal and Charles R. Knoeber, «Managerial Compensation and the Threat of Takeover» *Journal of Financial Economics* 47 (1998): 219.
- 23- Shijun Cheng, Venky Nagar, and Madhav V. Rajan, «Identifying Control Motives in Managerial Ownership: Evidence from Antitakeover Regulation» *Review of Financial Studies* (forthcoming).
- 24- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, «Is There Discretion in Wage Setting? A Test Using Takeover Legislation» *Rand Journal of Economics* 30 (1999): 535; Gerald T. Garvey and Gordon Hanka, «Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage» *Journal of Finance* 54 (1999): 519, 520; and Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, «Corporate Governance and Equity Prices» *Quarterly Journal of Economics* 118 (2003): 107 - 155.
- 25- Gompers, Ishii, and Metrick, «Corporate Governance and Equity Prices,» 107 - 155.
- 26- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options» *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 853.

27- Robert Parrino, «CEO Turnover and Outside Succession: A Cross-Sectional Analysis»  
Journal of Financial Economics 46 (1997): 168.

28- Bertrand and Mullainathan, «Agents With and Without Principals» 205.

## 7- نفوذ المديرين في ساعة الرحيل

عبارة مقتبسة عن محام خبير في قانون الشركات في مقابلة أجرتها معه مجلة فورشن

John E. Core, Robert W. Holthausen, and David F. Larcker, Corporate lawyer interviewed in Suzanne Koudsi, «First, Why CEOs Are Paid so Much to Beat It»,  
Fortune, May 29, 2000, 34 - 35.

1- Mattel proxy statement filed with SEC, April 28, 2000, 24 - 25.

2- Joann S. Lublin, «As Their Companies Crumbled, Some CEOs Got Big-Money Payouts»  
Wall Street Journal, February 26, 2002, B1.

3- Rakesh Khurana, Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs  
(Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002), 3 - 4.

4- Dan Sabbagh, «Orange Chief Received \$70m in Two Severance Payments» Times (London),  
March 12, 2003, 25.

5- Jay C. Hartzell, Eli Ofek, and David Yermack, «What's in It for Me? CEOs Whose Firms Are  
Acquired» Review of Financial Studies 17 (2004): 37 - 61.

6- للاطلاع على مزيد من التفاصيل حول أحداث القصة التي أتينا على ذكرها في هذه الفقرة  
انظر

Andrew Ross Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall» New York Times, April  
7, 2002, sec. 3, 1.

7- Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall».

8- Hartzell, Ofek, and Yermack, «What's in It for Me?»

- 9- Julie Wulf, «Do CEOs in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from ‘Mergers of Equals» Journal of Law, Economics and Organization 20 (2004): 60 - 101.
- 10- «Retired Kodak CEO Received 47% Boost in His Bonus in 1999» Wall Street Journal, March 14, 2000, A8.
- 11- Justin Fox, «The Amazing Stock Option Sleight of Hand» Fortune, June 25, 2001, 86 - 92.
- 12- Joann S. Lublin, «Executive Pay under the Radar» Wall Street Journal, April 11, 2002, B7.
- 13- Lublin, «Executive Pay under the Radar» B7.
- 14- Gary Strauss, «CEOs Cash In after Tenure» USA Today, April 25, 2002, money section, B1.

## 8- المكاسب التقاعدية

عبارة مقتبسة عن: جوان إس. لوبلين، مأخوذة من

Joann S. Lublin, «How CEOs Retire In Style: Many Former Chief Executives Get Lush Perks and Fat Fees for Limited Consulting Work» Wall Street Journal, September 13, 2002, B1.

1- لقد استعرنا تعبير «مكاسب مسروقة» من روبرت مونكس، الذي استخدمه لوصف تعويضات المديرين الممنوحة لهم على شكل خيارات الأسهم؛ لأن ذلك الوجه من وجوه الأجر لا يدخل في بيانات الشركة المالية.

Robert A. G. Monks, The Emperor's Nightingale: Restoring the Integrity of the Corporation in the Age of Shareholder Activism. (Boston: Addison-Wesley, 1999), 5962-.

2- لتوضيح الآلية التي تتم فيها الاستفادة من التخفيض الضريبي في صناديق التقاعد المؤهلة، ننظر إلى المثالين التاليين اللذين يقومان على شركة افتراضية وموظف افتراضي. لنفترض أن الشركة والموظف يخضعان لنسبة ضريبة الدخل الكلي نفسها البالغة 40%، بما في ذلك الدخل الناتج عن أرباح رأس المال. ولنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادرين على

تحقيق نسبة إيرادات الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده، والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

المثال 1: يقوم الموظف باستثمار أمواله خارج الصندوق المؤهل. لنفترض أن الشركة تدفع للموظف \$100 في مدة ما قبل التقاعد. تخفض الشركة \$100 من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع \$40. أما الموظف فيدفع ضريبة بمقدار \$40 ويستثمر المبلغ الباقي وهو \$60، الذي سيغدو \$120 حين يخرج على التقاعد - بربح قدره \$60. يخضع هذا الربح لضريبة دخل قدرها \$24 (40% من 60%)، ما يترك للموظف \$96 حين يتقاعد (\$60 + \$36).

المثال 2: تقوم الشركة باستثمار أموال الموظف في ظل صندوق التقاعد المؤهل. لنفترض أن الشركة تساهم بمبلغ \$100 تدفعها في الصندوق في حقبة ما قبل التقاعد. تقوم الشركة هنا أيضاً بتخفيض مبلغ \$100 من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع \$40. ينمو رأس المال البالغ \$100 ليغدو \$200 لدى دخول الموظف سن التقاعد - ما يعني ربحاً قدره \$100. ينتقل هذا المبلغ (\$200) إلى الموظف حين يتقاعد ليدفع منه \$80 ضريبة دخل (40% من \$200) ويحتفظ بمبلغ \$120، أي أكثر بمبلغ \$24 مما يحتفظ به في المثال 1، حيث حصل الموظف من الشركة على \$100 في مدة ما قبل التقاعد واستثمرها على مسؤوليته. إن الربح الإضافي الذي حصل عليه الموظف في المثال 2 لم يكن على حساب الشركة: ففي المثالين تحملت الشركة في مدة ما قبل التقاعد كلفة بلغت \$60 بعد احتساب الضرائب.

3- أعدت شركة كلارك للاستشارات تقريراً جاء فيه أن نحو 70% من الشركات التي استجابت للاستبيان الذي أجرته قد اعتمدت صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين.

Clark Consulting, «Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2003 Results»

26.

4- بوسع أي شركة أن تعفي عوائد استثمارات صندوق التقاعد التكميلي الخاص بمديرها من الضرائب، وذلك عبر استثمار أموال تلك الصناديق بشراء بواليص تأمين على حياة مديرها وبقية موظفيها. لكن بسبب الرسوم التي يجب أن تدفع لشركة التأمين، فإن آلية توفير الضرائب هذه محفوفة بتكاليف مرتفعة تتحملها الشركة المشغلة، لا المديرين المستفيدين من الصندوق. بالمقابل، إذا أعطي المدير المبالغ المحجوزة على أسمائهم

في الصندوق، فإنه سيكون بوسعهم استثمارها بعيداً عن الضرائب أثناء شراء سناهيات متغيرة، دون أن تتحمل الشركة المشغلة أي أعباء إضافية.

5- لتبيان ما يسببه صندوق التقاعد التكميلي الخاص بالمديرين من أعباء أو تخفيضات ضريبية على الأطراف كافة، ننظر إلى المثال التالي وتفسيره، والذي يبين على المثالين المدرجين ضمن الملاحظة رقم 2. لنفترض من جديد أن الشركة والموظف يخضعان لنسبة ضريبية الدخل الكلي نفسها البالغة 40%، بما في ذلك الدخل الناتج عن أرباح رأس المال. ولنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادرين على تحقيق نسبة إيرادات الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده، والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

المثال 3: تقوم الشركة باستثمار حصة المدير من صندوق التقاعد التكميلي الخاص وغير المؤهل. لنفترض أن شركة ما تسعى إلى اعتماد صندوق التقاعد التكميلي الخاص لكي تقدم للمدير المعاش التقاعدي نفسه الذي يحصل عليه الموظف في المثال 2 من صندوق التقاعد المؤهل. فكما في المثال 2، تضع الشركة \$100 جانباً لتمويل تقاعد المدير، فيصبح المبلغ حين تقاعد المدير \$200. يحصل المدير المتقاعد على هذا المبلغ (\$200) ويدفع منه كما الموظف \$40 ضريبة دخل - ما يعني ضريبة قدرها \$80. فالمدبر يحتفظ إذاً كما الموظف في المثال 2 بمبلغ \$120، أي أكثر بـ \$24 من الموظف الآخر في المثال 1.

لننظر الآن إلى ما يجلبه صندوق التقاعد التكميلي الخاص بالمديرين من أعباء على الشركة. في المثالين 1 و2 ضمن الملاحظة 2، خفضت الشركة تكلفتها الضريبية بمقدار \$40 في مدة ما قبل التقاعد عندما دفعت للموظف \$100 أو وضعت \$100 على اسمه في صندوق التقاعد المؤهل. أما في المثال 3 فإن الشركة تخفض تكلفتها الضريبية بمقدار \$80 في مرحلة تقاعد المدير عندما تدفع له مبلغ \$200. لكن على الشركة أن تضيف إلى دخلها الخاضع للضريبة في مرحلة التقاعد مبلغ \$100 الذي يمثل ربح استثمار حصة المدير من الصندوق، ما يرفع التكلفة الضريبية للشركة بمقدار \$40 في مرحلة التقاعد. إن الأثر الصافي الناتج عن دفع \$200 للمدير وربح \$100 يتمثل في تخفيض التكلفة الضريبية للشركة بمقدار \$40 في مرحلة تقاعد المدير.

لو كانت الشركة خفضت تكلفتها الضريبية بمقدار \$40 في مدة ما قبل تقاعد المدير عوضاً عن تخفيض تكلفتها بالمقدار نفسه لكن في مرحلة التقاعد، لكانت استثمرت هذا المبلغ (\$40) وحصدت من ذلك الاستثمار مبلغ \$40 (100% من مبلغ الـ \$40) حين تقاعد المدير، وكان عليها أن تدفع ضريبة دخل 40% على هذا المبلغ، بحيث يبقى للشركة \$64. بالمقابل لم يبق للشركة سوى

\$40 (أقل بـ \$24 من الحالة الراهنة) عندما خفضت تكلفتها الضريبية بمقدار \$40 في مرحلة التقاعد. فالشركة في المثال 3 تتحمل أعباء أكبر مما تتحمله في المثال 2، حين خفضت تكلفتها الضريبية بمقدار \$40 في مدة ما قبل التقاعد. إن المربح البالغ \$24، الذي يحصده المدير من اعتماد صندوق تقاعد غير مؤهل جرى تصميمه بحيث يقدم للمدير المزايا نفسها التي يقدمها الصندوق المؤهل للموظف العادي، إنما يأتي على حساب الشركة المشغلة.

6- للحصول على شرح واف للتأثيرات الضريبية التي يخلفها استثمار التعويضات المؤجلة باعتماد إجراءات مشابهة لصناديق تقاعد المديرين التكميلية الخاصة ضمن سيناريوهات متعددة ومتنوعة، انظر:

Myron S. Scholes, Mark A. Wolfson, Merle Erickson, Edward L. Maydew, and Terry Schevlin, *Taxes and Business Strategy: A Panning Approach*, 2<sup>nd</sup> ed. (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2002), 181 - 185.

7- من شأن الكفاءة الضريبية لصندوق التقاعد التكميلي الخاص بالمديرين أن تتأثر بالتغيرات المتوقعة لنسب الضرائب المفروضة على الشركة (أو على المدير) مع مرور الزمن. فإذا كانت الشركة تعاني في الوقت الراهن من الخسارة على سبيل المثال، وهي تالياً غير قادرة على الاستفادة من خصم تعويضات المديرين من تكلفتها الضريبية في المرحلة الراهنة، لكنها تتوقع ارتفاعاً في تكلفتها الضريبية مستقبلاً، فإن خطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين تكون حينئذ أكثر جدوى، إذا ما كانت جميع الشروط الأخرى واحدة في الحالتين.

8- Clark Consulting, «Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2003 Results» 26.

9- Steven Balsam, *An Introduction to Executive Compensation* (San Diego, CA: Academic Press, 2002): 175.

10- انظر على سبيل المثال:

Mike Blahnik, «For CEO Pensions, Rank Has Its Privileges» *Star Tribune* (Minneapolis, MN), May 18, 2003, 1A.

11- انظر:

International Business Machine Schedule 14A (filed on March 12, 2001): 18.

12- لنأخذ مثلاً آخر. ترك جاك ويلش المدير العام السابق لشركة جينيرال إلكتريك بمعاش تقاعدي سنوي مقداره 10 ملايين \$. انظر:

Paul Hodgson, «Golden Parachutes and Cushioned Landings» The Corporate Library (February 2003): 14

لم تظهر هذه القيم الكبيرة المتدفقة سنوياً على شكل معاشات تقاعدية موعودة للمديرين في جداول تعويضات الشركة المعلنة.

13- Cynthia Tichson, quoted in Liz Pulliam Weston, «Despite Recession, Perks for Top Executives Grow» Los Angeles Times, February 1, 2002, A1.

14- انظر:

Glenn Howatt, «HealthPartners Ex-CEO Reaped Bord's Favors: Secret Deals Contributed to \$5.5 Million Package» Minneapolis (MN) Star Tribune, January 17, 2003, A1.

ورد في تقرير مجلة ستار تريبيون أن مجلس إدارة شركة هيلثبارتنرز أقر خطة تقاعد تكميلية خاصة للمدير «بعد أن حصل المدير على تأكيدات بالألأ يتم الإفصاح عن هذه الخطة إلى العلن» و«بعد أن رفض المدير اقتراحاً بربط المكافآت الواردة في الخطة بأداء الشركة في السوق».

15- بالإضافة إلى ذلك على الشركات أيضاً أن تقدم إلى هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية رسالة من مكتب شؤون العاملين في كل شركة يتبين منها عدد صناديق التقاعد المعتمدة في كل شركة وعدد المستفيدين منها. لكن الشركات لا تستجيب جميعها لهذا المطلب.

Ellen E. Schultz, «Big Send-Off: As Firms Pare Pensions for Most, They Boost Those for Executives» Wall Street Journal, June 20, 2001, A1.

16- انظر:

Joann S. Lublin, «Executive Pay under the Radar» Wall Street Journal, April 11, 2002, B7; and Anne Fisher, «Proxies: The Treasure Is Still Buried» Fortune, June 8, 1998, 285.

17- Financial Accounting Standard no. 132 (revised 2003).

18- Financial Accounting Standard no. 87 (1985).

19- Schultz, «Big Send-Off».

20- في حزيران/يونيو من العام 2004، صادق مجلس النواب الأمريكي على قانون خلق فرص العمل في أمريكا للعام 2004، الذي ينص على عقوبات بحق الشركات التي تستخدم بعض أنواع الأمانات لحماية تعويضات مديريها المؤجلة وإبعادها عن قبضة دائنيها. وقد صادق مجلس الشيوخ على مشروع قانون مشابه في أيار/مايو 2004.

21- جاء في تقرير لشركة كلارك بارديس للاستشارات عام 2001 أن 86% من الشركات التي تجاوزت مع الاستبيان الذي قامت به الشركة تعتمد إجراءات وقائية لحماية صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بمديريها إلى أبعد حد ممكن. انظر:

Clark Bardes Consulting, «Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2001 Results» 33; <http://www.clarkconsulting.com/knowledgecenter/articles/benefits/20020305.pdf> (accessed June 23, 2004); Ron Suskind, «Mor Executives Get Pension Guarantees to Protect against Takeovers, Failures» Wall Street Journal, July 5, 1991, B1; and Theo Francis and Ellen Schultz, «As Workers Face Pension Cuts, Executives Get Rescued» Wall Street Journal, April 3, 2003, C1.

22- Francis and Schultz, «As Workers Face Pension Cuts».

23- Francis and Schultz, «As Workers Face Pension Cuts».

24- Suskind, «Mor Executives Get Pension Guarantees».

25- Suskind, «Mor Executives Get Pension Guarantees».

26- أعدت شركة كلارك للاستشارات تقريراً جاء فيه أن نحو 93% من الشركات التي استجابت للاستبيان الذي أجرته قد اعتمدت خطأً كهذه في العام 2002.

Clark Consulting, «Executive Benefits» 2.

27- على سبيل المثال، عندما يرضى مديرين شركة سيرز و روبوك وشركاؤهم أن يتم تأجيل دفع مكافآتهم وحوافزهم طويلة الأجل، فإنهم يحصلون على علاوات قدرها 20% من قيمة التعويضات المؤجلة.

Ellen E. Schultz and Theo Francis, «Well-Hidden Perk Means Big Money for Top Executives» Wall Street Journal, October 11, 2002, A1, A9.

28 - Liz Pulliam Weston, «Despite Recession» A1.

29- Lublin, «Executive Pay under the Radar»

30- لتوضيح الآلية التي تتم فيها الاستفادة من الخفض الضريبي في خطط 401(k)، ننظر إلى المثالين الآتيين اللذين يقومان على شركة افتراضية وموظف افتراضي. وكما كانت الحال في الملاحظة 2 (المثالين 1 و 2) لنفترض أن الشركة والموظف يخضعان لنسبة ضريبة الدخل الكلي نفسها البالغة 40%، بما في ذلك الدخل الناتج عن أرباح رأس المال. ولنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادران على تحقيق نسبة إيرادات الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده، والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

المثال 4: يقوم الموظف بادخار أمواله خارج خطة 401(k). لنفترض أن الشركة تدفع للموظف 100\$ في مدة ما قبل التقاعد. تخفض الشركة 100\$ من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع 40\$. أما الموظف فيدفع ضريبة بمقدار 40\$ ويستثمر المبلغ الباقي وهو 60\$ في حساب اعتيادي غير مؤهل للتخفيض الضريبي، والذي سيفقد 120\$ حين يخرج على التقاعد - بربح قدره 60\$. يخضع هذا الربح لضريبة دخل قدرها 24\$ (40% من 60\$)، ما يترك للموظف مبلغاً صافياً بعد دفع الضريبة قدره 36\$. أي إن الموظف سيتمكن في نهاية المطاف من سحب مبلغ 96\$ (60\$ + 36\$).

المثال 5: يقوم الموظف بادخار أمواله ضمن خطة 401(k) المؤهلة. لنفترض أن الموظف يدفع مبلغ 100\$ من تعويضاته في حسابه ضمن خطة 401(k). تقوم الشركة هنا أيضاً بتخفيض مبلغ 100\$ من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع 40\$. ينمو رأس المال البالغ 100\$ ليغدو 200\$ عندما يسحبه الموظف من حسابه في خطة 401(k). يدفع الموظف 80\$ ضريبة دخل (40% من 200\$) ويحتفظ بمبلغ 120\$، أي أكثر بمبلغ 24\$ مما يحتفظ به في المثال 4، حيث حصل الموظف من الشركة على 100\$ في مدة ما قبل التقاعد واستثمرها على مسؤوليته خارج خطة 401(k). إن الربح الإضافي البالغ 24\$ الذي حصل عليه الموظف لم يكن على حساب الشركة. في المثالين 4 و 5 دفعت الشركة المشغلة للموظف مبلغ 100\$ في مدة ما قبل التقاعد، مخفضة دخلها الخاضع للضريبة بمقدار 100\$ وتكليفها الضريبي بمقدار 40\$.

31- Internal Revenue Code, sec. 402 (g) (1) (B).

32- بوسع أي شركة أن تعفي عوائد استثمارات صندوق التقاعد التكميلي الخاص بمديريها من الضرائب، وذلك عبر استثمار أموال تلك الصناديق بشراء بواليص تأمين على حياة مديريها وبقية موظفيها. لكن ذلك سيرتب عليها تكاليف إضافية. انظر الملاحظة رقم 4.

33- لتبيان ما تسببه ترتيبات تعويضات المديرين المؤجلة من أعباء أو تخفيضات ضريبية على الأطراف كافة، ننظر إلى المثال التالي وتفسيره، والذي يبني على المثالين 4 و5 المدرجين ضمن الملاحظة رقم 30.

المثال 6: تقدم الشركة للمدير خطة تعويضات مؤجلة غير مؤهلة خارج إطار خطط 401(k). ولنفترض كما في المثالين 4 و5 أن الشركة والموظف يخضعان لنسبة ضريبة الدخل الكلي نفسها البالغة 40%، بما في ذلك الدخل الناتج عن أرباح رأس المال. ولنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادران على تحقيق نسبة إيرادات الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده، والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

لنفترض أن الشركة تسعى إلى اعتماد خطة تعويضات مؤجلة لكي تقدم للمدير المعاش التقاعدي نفسه الذي يحصل عليه الموظف في المثال 5 من إحدى خطط 401(k) المؤهلة. فكما في المثال 5، تضع الشركة 100\$ جانباً لصالح المدير في خطة التعويضات المؤجلة، فيصبح المبلغ حين تقاعد المدير 200\$. يحصل المدير المتقاعد على تعويضاته (100\$) بالإضافة إلى عوائد تلك التعويضات (100% من 100%) أي على مبلغ (200\$) ويدفع منه كما الموظف 40% ضريبة دخل - ما يعني ضريبة قدرها 80\$. فالمدبر يحتفظ إذاً كما الموظف في المثال 5 بمبلغ 120\$، أي أكثر بـ 24\$ من الموظف الآخر في المثال 4.

لننظر الآن إلى ما تجلبه ترتيبات التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين من أعباء على الشركة. في المثالين 4 و5 ضمن الملاحظة 30، خفضت الشركة تكلفتها الضريبية بمقدار 40\$ في مدة ما قبل التقاعد عندما دفعت للموظف 100\$ أو وضعت 100\$ على اسمه في إحدى خطط 401(k) المؤهلة. أما في المثال 6 فإن الشركة تخفض تكلفتها الضريبية بمقدار 80\$ في مرحلة تقاعد المدير عندما تدفع له مبلغ 200\$. لكن على الشركة أن تضيف إلى دخلها الخاضع للضريبة في مرحلة التقاعد مبلغ 100\$ الذي يمثل المبلغ الذي على الشركة إنتاجه من أجل جعل حصة المدير تنمو من 100\$ إلى 200\$ - ما يرفع بدوره التكلفة الضريبية للشركة بمقدار 40\$

في مرحلة التقاعد. إن الأثر الصافي الناتج عن إنتاج مبلغ \$100 ودفع مبلغ \$200 للمدير يتمثل في تخفيض التكلفة الضريبي للشركة بمقدار \$40 في مرحلة تقاعد المدير. فالشركة في المثال 6 تتحمل أعباء أكبر مما تتحمله في المثال 5، حين خفضت تكلفتها الضريبي بمقدار \$40 في مدة ما قبل التقاعد.

لو كانت الشركة خفضت تكلفتها الضريبي بمقدار \$40 في مدة ما قبل تقاعد المدير عوضاً عن تخفيض تكلفتها بالمقدار نفسه لكن في مرحلة التقاعد، لكانت استثمرت هذا المبلغ (\$40) وحصدت من ذلك الاستثمار مبلغ \$40 (100% من مبلغ الـ \$40) حين تقاعد المدير، ولكن عليها أن تدفع ضريبة دخل 40% على هذا المبلغ، بحيث يبقى للشركة \$64. بالمقابل لم يبق للشركة سوى \$40 (أقل بـ \$24 من الحالة الراهنة) عندما خفضت تكلفتها الضريبي بمقدار \$40 في مرحلة التقاعد. إن المربح البالغ \$24، الذي يحصده المدير من اعتماد خطة تعويضات مؤجلة خاصة وغير مؤهلة جرى تصميمها بحيث تقدم للمدير المزايا نفسها التي تقدمها خطط (k)401 المؤهلة للموظفين العاديين، إنما يأتي على حساب الشركة المشغلة.

34- للحصول على شرح واف للتأثيرات الضريبية التي يخلفها استثمار التعويضات المؤجلة ضمن سيناريوهات متعددة ومتنوعة، انظر:

Scholes, Wolfson, Erickson, Maydew, and Schevlin, Taxes and Business Strategy 181

- 185.

35- Internal Revenue Code, sec. 1.

36- Internal Revenue Code, sec. 11;

كما هي الحال مع صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، بوسع الشركة خفض التكاليف الضريبية لخطط التعويضات المؤجلة عن طريق شراء بواليص التأمين على الحياة. ضمن هذه الاستراتيجية، تعتمد الشركة إلى استخدام دخلها الصافي بعد احتساب الضرائب لشراء بواليص تأمين على حياة مديرها وبقية موظفيها. يجري استثمار جزء من أقساط البواليص بهدف زيادة قيمتها النقدية، ويتم بيعها عندما يحين دفع التعويضات المؤجلة. إن التوفير الضريبي ناشئ عن قدرة بواليص التأمين على الحياة على حجب الضرائب عن عوائد استثمار الأموال النقدية. لكن لما كانت شركة التأمين تفرض رسوماً على بواليصها، فإن اعتماد استراتيجية بواليص التأمين على الحياة لتجنب دفع الضرائب يرتب على الشركة

رسوم وتكاليف تحويل قد تكون باهظة. لقد خلصت دراسة أجريت عام 1996 إلى أن 70% من الشركات الـ 1000 الأكبر في أمريكا لم تلجأ إلى اعتماد استراتيجية بواليص التأمين على الحياة من أجل تمويل خططها للتعويضات المؤجلة، ما يشير إلى أن تكاليف هذه الاستراتيجية قد تصل إلى قيم مرتفعة جداً. انظر:

Christopher Drew and David Cay Johnston, «Special Tax Breaks Enrich Savings of Many in the Ranks of Management», New York Times, October 13, 1996, sec. 1, 1.

37- Clark Consulting, «Executive Benefits» 2.

38- «Tax Deferred Pay for Executives» New York Times, October 18, 1996, A36.

39- وفقاً لتقارير شركة كوكا كولا السنوية الموجهة لحملة الأسهم، فإنها كانت تدفع ما يستحق على دخلها من ضرائب طوال مدة إدارة جوزويتا باستثناء عام 1992.

40- Gretchen Morgenson, «Executive Pay, Hiding Behind Small Print» New York Times, February 8, 2004, sec. 3, 1.

41- The Corporate Library, «The Use of Company Aircraft» Special Report (2001).

42- Lublin, «Executive Pay under the Radar»; and Gray Strauss, «CEOs Cash In after Tenure» USA Today, April 25, 2002, money section, B1.

43- انظر الموقع الإلكتروني التالي (تاريخ الدخول 12 أيار/مايو، 2004)

<http://contracts.corporate.findlaw.com/agreements/fleetboston/murray.emp.200.10.10.html> (accessed May 12, 2004).

44- Joann S. Lublin, «Many Former Chief Executives Get Lush Perks and Fat Fees for Limited Consulting Work» Wall Street Journal, September 13, 2002, B1.

45- هذا التصور الخاطئ وصل بأحد استشاريي التعويضات إلى الحديث عن استعمال الطائرة الخاصة للشركة بوصفه «طريقة فاعلة لمنح المدير شيئاً ذا قيمة».

Yale D. Tuber, quoted in Lublin, «Executive Pay under the Radar».

46- نشكر مارك أبراموفيتش وبيتز ألباوم على النقاشات المفيدة حول كلفة تشغيل طائرات الشركات الخاصة.

47- The Corporate Library, «The Use of Company Aircraft».

48- Ira Kay, cited in Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».

49- Lublin, «Many Former Chief Executives Get Lush Perks».

50- Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».

51- Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».

52- Joann Lublin, «How CEOs Retire In Style» Wall Street Journal, September 13, 2002, B1.

53- الأمثلة والمقتطفات في هذا المقطع مأخوذة من

Lublin, «How CEOs Retire In Style».

54- بالطبع هناك حالات يتم فيها تقديم حتى هذه العطاءات على شكل هدايا عينية بدلاً من الشكل النقدي. فمقابل استمرار هاغ مك كول، المدير العام المتقاعد لشركة بانك أف أمريكا، في تقديم «النصح والاستشارة» كان يحصل هو وأعضاء أسرته على امتياز استخدام طائرة الشركة الخاصة 150 ساعة طيران. انظر:

Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».

تقدر قيمة هذه الهدية بما يزيد عن \$500000.

## 9- قروض المديرين

عبارة مقتبسة عن شركة كونسيكو من التصريح الإعلامي الذي وجهته للمساهمين في 21 نيسان/أبريل، 1999.

Conseco, Inc., Definitive Notice and Proxy, Schedule 14A, April 21, 1999, 17.

1- Gary Strauss, «Execs Reap Benefits of Cushy Loans» USA Today, December 24, 2002, 1B.

2- 15 U.S.C. 78m (k); and David S. Hilzenrath and Helen Dewar, «Senate Votes to Curb Insider Lending» Washington Post, July 13, 2002, A13.

3- Paul Hodgson, «My Big Fat Corporate Loan» The Corporate Library, 2002, 1.

4- Andrew Backover, «Questions on Ebbers Loans May Aid Probes» USA Today, November 6, 2002, money section, 3B.

5- Dana Cimilluca, «Former Worldcom CEO Misses Loan Payment» Toronto Star, May 7, 2003, C4.

6- القروض الممنوحة من قبل هذه الشركة جرى توثيقها في:

Gary Srtrauss, «Don't Bother Paying Us Back, Many Boards Tell CEOs» USA Today, November 13, 2001, 1B.

7- Debra Sparks, «The Mother of All Stock Option Plans» BusinessWeek, November 23, 1998, 158.

8. Sparks, «The Mother of All Stock Option Plans» 158.

9- Star Staff Report, «7 Ex-Conseco Officials Race Separate Suits on Loans» Indianapolis Star, May 8, 2004, C1.

10-Rob Kaiser, «Comdisco Loans Re-Examined: 106 Former Execs at Bankrupt Firm Press for Relief» Chicago Tribune, August 11, 2002, C1.

11- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loan» 1.

12- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loan» 3.

13- Kathleen M. Kahle and Kuldeep Shastri, «Executive Loans» Journal of Financial and Quantitative Analysis.

وفق تقديرات كايل و شاستري فإن القرض الوسطي الذي عادة ما يمنح لمديرين بمعدلات فائدة أقل من المعدلات السائدة في السوق يكلف الشركة التي تقترض لمديرها في سوق اقتراض الشركات، \$2 من الفوائد تاريخياً عن كل \$1 يتم توفيره من الفوائد على المدير.

14- Kahle and Shastri, «Executive Loans». 9

15- Kahle and Shastri, «Executive Loans» 5

16- وفق ما نشرته كاييل و شاستري فإن 12.6% من القروض الممنوحة للمديرين في المدة الممتدة بين 1996-2000 التي شملتها دراستهما قد جرى إعفاء أصحابها من السداد. كما إنه قد جرى إعفاء أصحاب القروض من سداد الفائدة في 10.2% من الحالات. انظر:

9 «Executive Loans» Kahle and Shastri,

لكن معظم هذه النشاطات قد حدثت قبل انهيار مؤشر ناسداك. وفي ضوء تراجع أسعار الأسهم في السوق في المدة الممتدة بين 2000-2002 اللاحقة لمدة الدراسة، يمكننا توقع نسب أعلى من نسب الإعفاء السابقة.

2. «My Big Fat Corporate Loan» Hodgson, 17-

82: «Insider Loans: Everyone Was Doing It» Palph Kong, Business 2.0 (November 2002):

2. «My Big Fat Corporate Loan» Hodgson, 19-

20- انظر:

David Leonhard, «It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeter» New York Times, February 3, 2002, 1.

21- سنناقش مسألة الانعدام النسبي للقيود المفروضة على قيام طواقم الشركات المؤتمنين على أسرار الشركات ببيع وشراء أسهم شركاتهم بقدر أكبر من التفصيل في الفصل 14.

22- Leonhard, «It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeter»; and Leonhard, «It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeter»; Joann S. Lublin, «Executive Pay under the Radar: As CEOs Reported Salaries and Bonuses Get Pinched, Many Chiefs Are Finding Ways to Increase Their Compensation» Wall Street Journal, April 11, 2002, B7

## 10- التعويضات القائمة على غير حقوق الملكية

1- أحد النداءات القوية المعروفة لمنح المديرين حجماً كبيراً من التعويضات المرتبطة بالأداء نداء

صدر عن مايكل جينسن و كيفين دجيه. مورفي في العام 1990.

Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay, and Top-Management Incentives» Journal of Political Economy 98 (1990): 225264-.

2- Paul Hodgson, «What Really Happened to CEO Pay in 2002?» The Corporate Library 2003, 8.

3- انظر:

Kevin J. Murphy, «Executive Compensation» in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York:Elsevier, 1999), 2535.

4- انظر:

Charles P. Himmelberg and R. G. Hubbard, «Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-for-Performance Sensitivity» Working paper, Columbia University and the National Bureau of Economic Research, 2000, 19.

5- Oliver Jean Blanchard, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, «What Do Firms Do With Cash Windfalls?» Journal of Financial Economics 36 (1994): 358 - 359.

6- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, “Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are,” Quarterly Journal of Economics 116 (2001): 901- 932.

7- Murphy, «Executive Compensation,» 2537.

8- في بعض الشركات، مثل شركة مك ديرموت، أدى حجم الضغط المتولد بفعل حملة الأسهم إلى شطب إيرادات استثمار الصناديق التقاعدية من أرقام الإيرادات المستخدمة لحساب المكافآت.

Ellen E. Shultz, «McDermott Alters Its Pay Formulas for Top Executives» Wall Street Journal, February 25, 2002, A2.

9- Bethany McLean, «That Old Financial Magic: How You Grow Earnings Five Times Faster Than Revenues? Just Watch» Fortune, February 18, 2002, 70.

10- Floyd Norris, «Pension Folly: How Losses Become Profits» New York Times, April 26, 2002, C1.

11- Jesse Drucker and Theo Francis, «Pensions Fall-Not CEO's Bonus» Wall Street Journal, June 18, 2003, C1.

- 12- Carol J. Loomis, «The Stuff Is Wrong» *Fortune*, June 25, 2002, 73 - 84.
- 13- Kevin J. Murphy and Paul Oyer, «Discretion in Executive Contracts: Theory and Evidence» Working paper, University of Southern California and Marshall School of Business and Stanford University Graduate School of Business, 2003.
- 14- Richard Trigauz, «Great Disconnect» *St. Petersburg Times*, May 26, 2002, 1H; Louis Lavelle, «Executive Pay» *BusinessWeek*, April 15, 2002, 84; and David Leonhardt, «Coke Rewrote Rules, Aiding Its Boss» *New York Times*, April 7, 2002, sec. 3, 6.
- 15- Jesse Drucker, «AT&T Wireless Eases Bonus Rules» *Wall Street Journal*, April 15, 2003, B3.
- 16- Gretchen Morgenson, «The Rules on Bosses' Pay Seem Written with Pencil» *New York Times*, May 25, 2003, sec. 3, 1.
- 17- Yaniv Grinstein and Paul Hribar, «CEO Compensation and Incentives-Evidence from M&A Bonuses» *Journal of Financial Economics*.
- 18- Andrew Ross Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall» *New York Times*, April 7, 2002, sec. 3, 1.
- 19- انظر: El Paso Corp Schedule 14A (Filed March 18, 2002): 10.
- 20- انظر: SBC Communications Schedule 14A (Filed February 14, 1998): 23.
- 21- Bernard S. Black, «Bidder Overpayment in Takeovers» *Stanford Law Review* 41 (1998): 597.
- 22- Fred J. Weston, Juan A. Siu, and Brian A. Johnson, *Takeovers, Restructurings, and Corporate Governance*, 3<sup>rd</sup> ed. (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001), 200,221.
- 23- Sara B. Moeller, Frederik P. Schlingemann, and Rene M. Stulz, «Do Shareholders of

Acquiring Firms Gain From Acquisitions?» Southern Methodist University, University of Pittsburgh, and Ohio State University, 2003, 9.

24- David Henry, «Mergers: Why Most Big Deals Don't Pay Off,» BusinessWeek, October 14, 2002, 60, 62.

25- Grinstein and Hribar, «CEO Compensation and Incentives».

26- قال أحد مستشاري التعويضات إنه لمن الإنصاف فعلاً أن تتم مكافأة المديرين العامين على استعدادهم لتحمل تبعات المجازفة والدخول في رهانات لشراء شركتك ولصناعة صفقات من شأنها أن تغير مستقبلك المهني. انظر: سوركين، «تلك النزهات الحلوة إلى مول الشركات».

Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall».

ولكن ألا ترى أن «الذهاب في نزهة إلى مول الشركات لتسوق بعض منها» هو الجوهر الحقيقي لعملية إدارة الشركة؟

27- Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall».

28- يستند هذا المقطع على تقرير أعده بول هودجسون لصالح مكتبة الشركات:

Paul Hodgson «Golden Hellos» The Corporate Library, 2002.

29- Gretchen Morgenson «Conseco Shares Slide on News of Rating Drop and Departure» New York Times, January 5, 2002, C1.

30- Al Lewis, «Global Crossing's Revolving Door Pure Platinum», Denver Post, February 17, 2002, K - 01.

31- Patrick McGeehan, «Top Executives' Lucrative Deals Tie the Hands That Pay Them», New York Times, June 28, 2003, B1.

32- Jeremy Kahn, «Suddenly Some Perks Aren't Worth the Pain», Fortune, November 11, 2002.

- 33- Paul Hodgson «My Big Fat Corporate Loan» The Corporate Library, 2002, 5.
- 34- Liz Pulliam Weston, «Despite Recession, Perks for Top Executives Grow» Los Angeles Times, February 1, 2002, A1.
- 35- IRS Notice 2002 - 8.
- 36- Dean Foust and Louis Lavelle, «CEO Pay: Nothing Succeeds like Failure» BusinessWeek, September 11, 2000, 46.
- 37- McGeehan, «Top Executives' Lucrative Deals»
- 38- Paul Hodgson, «Golden Parachutes and Cushion Landings» The Corporate Library, 2003, 7.
- 39- Hodgson, «Golden Parachutes and Cushioned Landings» 7.
- 40- Paul Hodgson, «Paying CEOs to Stay at Home» The Corporate Library, 2003, 1.
- 41- Steven Balsam, An Introduction to Executive Compensation (San Diego, CA: Academic Press, 2002), 86 - 87.
- 42- Balsam, An Introduction to Executive Compensation, 110.

## 11- ثمار المصادفة في خيارات الأسهم التقليدية

عبارة مقتبسة عن ألفرد رابابورت، مأخوذة من

Alfred Rappaport. «New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance»  
Harvard Business Review 77 (1999): 92.

- 1- Kevin J. Murphy, «Executive Compensation» in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2490; and David Yermack, «Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?» Journal of Financial Economics 39 (1995): 238.

2- انظر على سبيل المثال:

Clifford Holderness, Randall Kroszner, and Dennis Sheehan, «Were the Good Old Days That Good? Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance

since the Great Depression» *Journal of Finance* 54 (1999): 435 - 469; John J. McConnell and Henri Servaes, «Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value» *Journal of Financial Economics* 27 (1990): 595 - 612; and Randall Morck, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, «Management Ownership and Market Valuation» *Journal of Financial Economics* 20 (1988): 293 - 315.

3- Michel A. Habib and Alexander P. Ljungqvist, «Firm Value and Managerial Incentives: A Stochastic Frontier Approach». Forthcoming. *Journal of Business*.

4- David Leonhardt, «Report on Executive Pay: Will Today's Huge Rewards Devour Tomorrow's Earnings?» *New York Times*, April 2, 2000, sec. 3, 1.

إن الدراسة الوحيدة الأخرى التي ركزت حصرياً على اعتماد خيارات الأسهم سبيلاً لمنح التعويضات للمديرين، ولو في مدة سابقة، قد أشارت أيضاً إلى أن خطط الخيارات قد لا تكون قد صممت وفق أفضل معايير الكفاءة والفاعلية. لقد أظهرت دراسة تحليلية للشركات التي اعتمدت خطط خيارات الأسهم لمنح التعويضات لمديريها بين عامي 1978 و1982 أن حجم الإيرادات الكلية الشاذة قد تراجع فيما بعد بالنسبة لثلاثي العينات المدروسة، وأن حجم الإيرادات محسوباً على الأصول والموجودات قد تراجع في قيمته المطلقة وفي قيمته المصححة قياساً إلى مؤشر الحقل الذي تعمل فيه الشركة، وأن مصاريف البحث والتطوير قد تراجعت، وأن صرف العلاوات قد ازداد. انظر:

Richard A. DeFusco, Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn, «The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making» *Financial Management* 20 (1991): 40.

5- إن مفهوم «مبدأ المعيار الذي يحوي أكبر قدر ممكن من المعلومات» كان قد استخدم لأول مرة في:

Bengt Holmstrom, «Moral Hazard and Observability» *Bell Journal of Economics* 10 (1979): 74 - 91.

6- إن الدراسة التي قامت بها شركة إس سي إيه للاستشارات قد نشرت في:

Simon Patterson and Peter Smith, «How to Make Top People's Pay Reflect Performance» *Sunday Times* (London), August 9, 1998, business section, 12.

7- J. Angel and Douglas M. McCabe, «Market-Adjusted Options for Executive Compensation» Global Business and Economics Review 4 (2002): 14.

8- لقراءة تحليل يشير إلى أن الخيارات المفهرسة لا يمكنها أن تفلتر جميع تأثيرات السوق أو الحقل الذي تعمل فيه الشركة، انظر إلى:

Lisa K. Meulbroek, «Executive Compensation Using Relative-Performance-Based Options: Evaluating the Structure and Costs of Indexed Options» working paper, Harvard Business School, 2001, 1 - 3.

أظهرت مويلبروك أن الخيارات ذات سعر الاستخدام المربوط بمؤشر يمثل تحركات السوق أو الحقل الذي تعمل فيه تلك الشركة لا تقوم بفلتر كاملة لتأثيرات السوق أو الحقل. وقد قدمت مويلبروك آلية بديلة للقيام بذلك.

9- انظر:

Alfred Rappaport, «New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance» Harvard Business Review 77(1999): 91-101; Mark A. Clawson and Thomas C. Klein, «Indexed Stock Options: A Proposal for Compensation Commensurate with Performance» Stanford Journal of Law, Business & Finance 3 (1997): 31 - 50.

10- انظر:

A. Johnson and Yisong S. Tian, «The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Plans» Journal of Financial Economics 57 (2000): 25 - 26.

ولمزيد من التفاصيل حول التأثير التحفيزي للخيارات المفهرسة وتقويمها انظر:

Shane A. Johnson and Yisong S. Tian, «Indexed Executive Stock Options» Journal of Financial Economics 57 (2000): 35.

11- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options», University of Chicago Law Review 69 (2002): 863.

12- هناك مكاسب محتملة أخرى للفهرسة لم نناقشها هنا. فعلى سبيل المثال، لقد قيل إن فهرسة سعر استخدام الخيارات من شأنه أن يقلل من مدى تعريض المدير لمخاطر السوق.

انظر:

Bengt Holmstrom, «Moral Hazard in Teams», Bell Journal of Economics 13 (1982):

328 - 330.

غير أننا لا نركز في هذا الموضوع على ما تجلبه الخيارات التقليدية من مخاطر، بل على حقيقة أن ما يرتبط بتلك الخيارات من تذبذبات عشوائية في الفرق بين سعر السهم وسعر استخدام الخيارات يصب بالمحصلة في صالح المديرين ويذر عليهم أرباحاً كبيرة.

13- Brian J. Hall, «A Better Way to Pay CEOs?» in Executive Compensation and Shareholder Value, ed. Jennifer Carpenter and David Yermack (Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999), 43.

14- Shawn Tully, «Raising the Bar,» Fortune, June 8, 1998, 272.

15- Ily, «Raising the Bar».

16- Joann S. Lublin, «Why the Get-Rich-Quick Days May be Over» Wall Street Journal, April 14, 2003, R3.

17- Tully, «Raising the Bar».

## 12- ذرائع ومسوغات لاعتماد خيارات الأسهم التقليدية

عبارة مقتبسة عن جون إم. أباود وديفيد إس. كابلان، مأخوذة من

John M. Abowd and David S. Kaplan, «Executive Compensation: Six Questions That Need Answering» Journal of Economic Perspectives 13 (1999): 157.

1- J. Murphy, «Executive Compensation» in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfeltet and David Card (New York: Elsevier, 1999), 21; and Brian J. Hall and Jeffrey B. Liebman, «The Taxation of Executive Compensation» in Tax Policy and the Economy, vol. 14, ed. James Poterba (Cambridge, MA: MIT Press, 2000), 11.

2- APB Opinion No. 25; Ronald L. Groves, Executive Compensation 214.04 at 498 (CCH Tax Transactions Library, 1992).

3- بمقدار ما تعتمد مكافآت المديرين على أرقام الإيرادات المعلنة، فإن أرقام الإيرادات الأعلى تعني أيضاً مكافآت أكبر. لكن، من المتوقع أنه عندما يكون مجلس الإدارة على درجة كافية من الوعي والدراية في كيفية استخدام خيارات الأسهم المفهرسة، فإنه سيدرك أن معادلة تحديد حجم المكافآت تحتاج إلى بعض التعديل لكي تعكس على نحو صحيح الأثر المحاسبي لهذه الخيارات.

4- بالفعل، هناك مؤشرات على أن سعر الأسهم في السوق يتأثر تأثراً طفيفاً بما إذا كانت كلفة الأسهم تدخل في حسابات الشركات أم إنها تكشف في هامش البيانات المالية فحسب دون أن تدخل في الميزانيات. انظر:

Hassan Espahbodi, Pouran Espahbodi, Zabihollah Rezaee, and Hassan Tehranian, «Stock Price Reaction and Value Relevance of Recognition versus Disclosure: The Case of Stock Based Compensation», Journal of Accounting and Economics 33 (2002): 343 - 373.

5- Jennifer Reingold «Commentary: An Option Plan Your CEO Hates», BusinessWeek, February 28, 2000, 82; and James P. Miller, «Indexing Concept Aims at Fairness», Chicago Tribune, May 4, 2003, C1.

6- Frederic W. Cook & Co., «Update on Stock Option Accounting Debate», July 30, 2002. [http://www.fwcook.com/alert\\_letters/702-30-UpdateSOActingDebate.pdf](http://www.fwcook.com/alert_letters/702-30-UpdateSOActingDebate.pdf) (accessed June 23, 2004).

7- انظر الموقع الإلكتروني:

[http://www.tiaa-cref.org/pubs/html/admin\\_resource/article2.html](http://www.tiaa-cref.org/pubs/html/admin_resource/article2.html) (accessed May 30, 2004).

8- Andrew Hill, «Emotions Run High in Fight over US Stock Option Costs». Financial Times, January 31, 2003, 20.

9- Georgeson Shareholder, «2003 Annual Corporate Governance Review», 2003, 7. <http://www.georgesonshareholder.com/pdf/200320%a.wrapup.pdf> (accessed June 23, 2004).

10- انظر:

- Financial Accounting Standards Board, «Exposure Draft: Proposed Statement of Financial Accounting Standards», March 31, 2004, [http:// www. fasb.org/ draft/ ed\\_ share-based\\_ payment.pdf](http://www.fasb.org/draft/ed_share-based_payment.pdf) (accessed May 23, 2004).
- 11- Financial Accounting Standards Board, «Statement of Financial Accounting Standards», no. 123 (October 1995), 23 - 25.
- 12- Graef S. Crystal, In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives (New York: W. W. Norton, 1991), 234.
- 13- Financial Accounting Standards Board, «Statement of Financial Accounting Standards», no. 123 (October 1995), 14.
- 14- Linda Barns, «The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay», Indiana Law Journal 68 (1992): 73.
- 15- Justin Fox, «The Only Option (for Stock Options, That Is): Pretending They Are Free Didn't Work. Expensing Them May Be the Silver Bullet We're Looking For», Fortune, August 12, 2002, 110.
- 16- وفق دراسة أجرتها شركة بيرل ماير & شركاؤه، فإن 6.9% من الخيارات التي تمنحها الشركات لموظفيها تمنح للمديرين العامين ونسبة إضافية مقدارها 8.6% تمنح للمديرين الآخرين من الصف الأول. انظر:
- Pearl Meyer & Partners, «Equity Stake: Study of Management Equity Participation in the Top 200 Corporations», 2001, 14.
- 17- Patricia M. Dechow, Amy P. Hutton, and Richard G. Sloan, «Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation», Journal of Accounting Research 34 (1996): 1 - 20.
- 18- Surya N. Janakiraman, Richard A. Lambert, and David F. Larcker, «An Empirical

Investigation of the Relative Performance Evaluation Hypothesis», *Journal of Accounting Research* 30 (1992): 66.

19- 17 CFR § 229.402 (2001).

20- Janakiraman, Lambert, and Larcker, «An Empirical Investigation», 66 - 67.

21- A. Dye, «Relative Performance Evaluation and Project Selection», *Journal of Accounting Research* 30 (1992): 28.

22- انظر:

Rajesh K. Aggarwal and Andrew A. Samwick, «Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence». *Journal of Finance* 54 (1999): 2000.

23- Murphy, «Executive Compensation», 2538, table 9.

24- Saul Levmore, «Puzzling Stock Options and Compensation Norms», *University of Pennsylvania Law Review* 149 (2001): 1922-1930, 1923-. Options with performance-conditioned vesting could have similar effects.

25- Charles P. Himmelberg and R. Glenn Hubbard, «Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay -for- Performance Sensitivity», working paper, Columbia University and the National Bureau of Economics Research, 2000, 1 -3.

انظر أيضاً:

Paul Oyer, «Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects?»  
Forthcoming. *Journal of Finance*.

26- Himmelberg and Hubbard, «Incentive Pay and the Market for CEOs». 1- 3.

27- C. Edward Fee and Charles J. Hadlock, «Raids, Rewards, and Reputations in the Market for CEO Talent», *Review of Financial Studies* 16 (2003): 1347.

28- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options», University of Chicago Law Review 69 (2002): 863.

29- John E. Core, Wayne Guay, and David F. Larcker. «Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey», Economic Policy Review 9 (2003): 12 -13; Gerald Garvey and Todd Milbourn, «Incentive Compensation When Executives Can Hedge the Market: Evidence of Relative Performance Evaluation in the Cross Section», Journal of Finance 58 (2003): 1557 - 1581; and Li Jin, «CEO Compensation, Diversification, and Incentives», Journal of Financial Economics 66 (2002): 29 - 63.

30- David M. Schizer, «Tax Constraints on Indexed Options», University of Pennsylvania Law Review 149 (2001): 1942 - 1943.

كما سيتبين من النقاش لاحقاً، فإن بعضهم قد يرون أيضاً في المعاملة الضريبية التفضيلية التي تحظى بها خيارات الأسهم التقليدية تفسيراً جزئياً يشرح حقيقة غياب شكل خيارات الأسهم مشروطة الاستحقاق عن خطط الخيارات المقدمة للمديرين.

31- 26 USC § 162m (1994).

32- Schizer, «Tax Constraints on Indexed Options», 1942 - 1943.

على الرغم من وجود أسباب تقنية تحول دون منح الخيارات المفهرسة تخفيضاً ضريبياً في ظل الفقرة 162(m) من القانون الضريبي الأمريكي، هناك احتمال لا بأس به بأن يحظى دافع الضرائب من الحكومة بمعاملة ضريبية تفضيلية في هذا الخصوص. لنقاش هذا الموضوع، انظر:

David M. Schizer, «Reducing the Tax Costs of Indexed Options», Tax Notes 96 (2002):

1375.

### 13. المزيد حول ثمار المصادفة في التعويضات القائمة على حقوق الملكية

عبارة مقتبسة عن وارن بوفيت ومأخوذة من

Shawn Tully, «Raising the Bar», Fortune, June 8, 1998: 272.

1- انظر:

Kevin J. Murphy, «Performance Standards in Incentive Contracts» Journal of Accounting and Economics 30 (2001): 273; and Richard A. DeFusco, Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn, «The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders», Journal of Finance 45 (1990): 617.

2- انظر على سبيل المثال:

Tom Nohel and Steven Todd, «Stock Options and Managerial Incentives to Invest», Journal of Derivatives Accounting 1 (2004): 29 - 46.

3- Nohel and Todd, «Stock Options and Managerial Incentives to Invest».

4- Chongwoo Choe, «Leverage, Volatility, and Executive Stock Options», Journal of Corporate Finance 9 (2003): 593.

5- انظر:

Kevin J. Murphy, «Executive Compensation», in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 70, table 5.

6- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «Stock Options for Undiversified Executives», Journal of Accounting and Economics 33 (2002): 23.

خبراء اقتصاد آخرون أقرروا أيضاً بأن اعتماد هذا الشكل شبه الموحد من خيارات الأسهم لا يتفق مع مبدأ المساومة على مطال الذراع. انظر على سبيل المثال:

Yisong S. Tian, «Optimal Contracting, Incentive Effects, and the Valuation of Executive Stock Options», working paper, York University, 2001, 40.

حاول هول ومورفي أن يخرجوا بميزة إيجابية لنوع الخيارات العائمة، فأجريا محاكاة رقمية في مسعى لاحتساب السعر الأمثل لاستخدام الخيارات، وذلك بالاعتماد على فرضيات متعددة لشكل وظائف المنفعة الخاصة بالمدير، وثروة المدير، وعوائد سوق البورصة، وتذبذب سعر الشركة في السوق. نتج عن المحاكاة أن سعر الاستخدام الذي يؤدي إلى تعظيم حساسية الارتباط بين الأجر والأداء، بالنسبة لطيف واسع من الوسائط، يقع على العموم في مجال يتضمن سعر السهم الراهن. انظر:

Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options», American Economic Association Proceedings 90 (2000): 213; and Hall and Murphy, «Stock Options for Undiversified Executives», 3 - 42.

غير أن دراستهما التحليلية هذه لا يمكنها تفسير الحقيقة التي توصلنا إليها بنفسيهما، ألا وهي أن 94% من الخيارات الممنوحة هي من نوع الخيارات العائمة. فـأولاً، ليس هناك من إثبات على أن وظائف المنفعة التي اعتمداها - التي جرى تصميمها لجعل حساباتهما ممكنة الحل - تتسجم ووظائف المنفعة الواقعية الخاصة بالمديرين. ثانياً، لا تأخذ المحاكاة الآثار التحفيزية التي تمتلكها الخيارات على سلوك المديرين بالحسبان. ثالثاً، حتى لو كانت الوسائط التي اختارها تتسجم بالفعل مع واقع المديرين العامين، وحتى لو أمكن تجاهل الآثار التحفيزية لخيارات الأسهم، فإن محاكاتها تنتج طيفاً من أسعار الاستخدام، بعضها - في شروط معينة - أعلى من سعر السهم يوم منح الخيارات (خيارات خاسرة)، لكن معظمها يساوي سعر السهم يوم المنح (خيارات عائمة).

7- Gretchen Morgenson, «After I.B.M.'s Option Overhaul», New York Times, February 29, 2004, sec. 3, 1.

8- Morgenson, «After I.B.M.'s Option Overhaul», sec. 3, 1.

9- Paul L. Gilles, «Alternatives for Stock Options», HR Magazine, January 1999, 40 - 48.

10- انظر:

Brian J. Hall, «A Better Way to Pay CEOs?» in Executive Compensation and Shareholder Value, ed. Jennifer Carpenter and David Yermack (Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999): 43; Nohel and Todd, «Stock Options and Managerial Incentives to Invest»; Shane A. Johnson and Yisong S. Tian, «The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Plans», Journal of Financial Economics 57 (2000): 334-; and chard A. Lambert, David F. Larcker, and Robert E. Verrecchia, «Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation», Journal of Accounting Research 29 (1991): 129 -149.

11- انظر:

Michel A. Habib and Alexander P. Ljungqvist, «Firm Value and Managerial Incentives: A Stochastic Frontier Approach», working paper, London School of Business and Stern School of Business, New York University, 2003.

12- Hall, «A Better Way to Pay CEOs», 43.

13- هذا المثال معروض في:

Steven Balsam in An Introduction to Executive Compensation (San Diego, CA: Academic Press, 2002), 151.

14- Joe Cheung, «Valuation of 'Razorback' Executive Stock Options: A Simulation Approach», working paper, The University of Auckland, 2002.

15- Internal Revenue Code, Section 162(m).

16- Deborah Solomon, «SEC Probes Options Grants Made as Company News Boosts Stock», Wall Street Journal, March 30, 2004, 1.

17- David Aboody and Ron Kasznik, «CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures», Journal of Accounting and Economics 29 (2000): 73-100; Steven Balsam, Huajing Chen, and Srinivasan Sankaraguruswamy, «Earnings Management Prior to Stock Option Grants», working paper, Temple University Department of Accounting, 2003; and David Yermack, «Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements» Journal of Finance 52 (1997): 449 - 477.

18- تتسجم هذه النتيجة مع دلائل أخرى تشير إلى وجود انخفاضات شاذة في الأسعار قبيل منح الخيارات. انظر:

Keith Chauvin and Cathy Shenoy, «Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants», Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance, and Organization 7 (2001): 53 - 76.

19- Balsam, Chen, and Sankaraguruswamy, «Earnings Management Prior to Stock Option Grants».

20- Menachem Brenner, Rangarajan K. Sundaram, and David Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options», *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 110.

وفقاً لمركز الأبحاث المتعلقة بمسؤولية المستثمر (IRRC)، فإن 3% من الشركات التي شملتها الدراسة والبالغ عددها 1189 شركة قامت بإعادة تسعير خياراتها الممنوحة في العام 1998. انظر:

Kathy B. Ruxton, *Executive Pay, 1998: Chief Executive Officer Compensation at S&P Super 1,500 Companies as Reported in 1998* (Investor Responsibility Research Center, 1999), 2.

21- Brenner, Sundaram, and Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options», 112.

22- Thomas A. Ratcliffe, «New Guidance in Accounting for Stock-Based Compensation: FASBIN No. 44», *National Public Accountant* 46 (200 1): 28.

23- Brian J. Hall and Thomas Knox, «Managing Option Fragility», working paper no. 02 - 19, Harvard Business School, Negotiations, Organizations and Markets Unit, 2002, 3.

24- انظر:

Justin Fox, «Amazing Stock Option Sleight of Hand», *Fortune*, June 25, 2001, 86.

25- Viral V. Acharya, Kose John, and Rangarajan K. Sundaram, «On the Optimality of Resetting Executive Stock Options», *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 67.

26- Li Jin and Lisa Meulbroek, «Do Underwater Executive Stock Options Still Align Incentives? The Effect of Stock Price Movements on Managerial Incentive-Alignment», working paper, Harvard Business School, 2001, 39 - 40.

27- انظر:

Mary Ellen Carter and Luann J. Lynch, «The Effect of Stock Option Repricing on Employee Turnover», working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and University of Virginia Darden Graduate School of Business, 2003, 4.

28- P. Jane Saly, «Repricing Executive Stock Options in a Down Market», *Journal of Accounting and Economics* 16 (1994): 326.

29- A. Martinez, «Moving the Goal Posts: Options Re-pricing Gives Companies a Powerful Tool to Retain Workers; Critics See It as Rewarding Failure», *Wall Street Journal*, April 9, 1998, R4; J. A. Byrne, «How to Reward Failure: Reprice Stock Options», *BusinessWeek*, October 12, 1998, 50; and James E. Heard, «Executive Compensation: Perspective of the Institutional Investor,» *University of Cincinnati Law Review* 63 (1995): 749.

يعتمد مجلس مؤسسات الاستثمار، قسم سياسات حوكمة الشركات، كأحد مبادئه الأساسية على أن الخيارات الغارقة لا يسمح بإعادة تسعيرها أو استبدالها دون موافقة حملة الأسهم. انظر الموقع الإلكتروني:

[http://www.cii.org/dcwascii/web.nsf/doc/policies\\_iv.cm](http://www.cii.org/dcwascii/web.nsf/doc/policies_iv.cm) (accessed March 17, 2004).

30- خلصت إحدى الدراسات إلى أنه في نحو 20% من الحالات التي جرت فيها إعادة التسعير، جرى خفض سعر الاستخدام لكنه بقي أعلى من سعر السهم في تاريخ إعادة التسعير. انظر:

Brenner, Sundaram, and Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options», 112.

31- عمد بعض المديرين ومجالس الإدارة، ربما خوفاً من سخط المساهمين والمهتمين، إلى تحديد مكاسب إعادة التسعير باعتماد أسعار استخدام أعلى قليلاً من أسعار الأسهم في تاريخ إعادة التسعير. انظر:

Donald M. Chance, Raman Kumar, and Rebecca B. Todd, «The 'Re-pricing' of Executive Stock Options», *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 148.

32- Brenner, Sundaram, and Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options», 121.

33- Chance, Kumar, and Todd, «The 'Re-pricing' of Executive Stock Options», 131; and Mary Ellen Carter and Luann J. Lynch, «An Examination of Executive Stock Option Re-pricing», *Journal of Financial Economics* 61(2001): 209.

- 34- Sandra Renfro Callaghan, P. Jane Saly, and Chandra Subramaniam, «The Timing of Option Re-pricing», working paper, Texas Christian University, University of St. Thomas, and University of Texas at Arlington, 2003.

35- انظر:

Timothy G. Pollock, Harold M. Fischer, and James B. Wade, «The Role of Power and Politics in Repricing Executive Options», *Academy of Management Journal* 45 (2002): 1178.

36- كما سنشرح لاحقاً، هنالك عدة أشكال لعملية إعادة شحن الخيارات. فعلى سبيل المثال، تمنح بعض خطط إعادة الشحن خيارات إضافية قابلة لإعادة الشحن، وذلك عوضاً عن الأسهم المملوكة التي سيجب بيعها لدفع الضرائب المستحقة على عملية استخدام الخيارات.

- 37- Thomas Hemmer, Steve Matsunaga, and Terry Sherlin, «Optimal Exercise and the Cost of Granting Employee Stock Options with a Reload Provision», *Journal of Accounting Research* 36 (1998): 234.

- 38- P. Jane Saly, Ravi Jagannathan, and Steven J. Huddart, «Valuing the Reload Feature of Executive Stock Options», *Accounting Horizons* 12 (1999): 220.

39- جاء في تقرير مجلة وول ستريت جورنال عام 1999، أن 21 شركة من الشركات الأربعين المشمولة في الدراسة التي تقوم بإعادة شحن خياراتها الممنوحة، كانت تصدر خيارات إضافية للتعويض عن الأسهم التي يجب حجزها لدفع الضرائب المستحقة من جراء عملية استخدام الخيارات. انظر:

Christopher Gay, «Hard to Lose: 'Reload' Options Promote Stock Ownership among Executives; But Critics Say They're a Lot More Costly than Shareholders Realize», *Wall Street Journal*, April 8, 1999, R6.

40- انظر:

.Saly, Jagannathan, and Huddart, «Valuing the Reload Feature», 220

عدد قليل من الشركات يشذ عن الشكل النظامي لعملية إعادة شحن الخيارات، وذلك باستخدام أساليب أخرى متنوعة. فبعض الشركات تصدر خياراً جديداً عن كل خيار يستخدم، بدلاً من إصدار خيار جديد عن كل سهم يجري التنازل عنه حين استخدام الخيارات. وشركات أخرى تمدد آجال الخيارات الجديدة إلى ما بعد آجال الخيارات الأصلية التي جرى استبدالها. انظر: «Hard to Lose», Gay.

كلا الأسلوبين يمنح المديرين قيمة إضافية على القيمة التي تمنحها الخيارات التي يعاد شحنها نظامياً.

41- Heard, «Executive Compensation», 749. 759

42- انظر:

Gay, «Hard to Lose»; and Jennifer Reingold, «Nice Option if You Can Get It», BusinessWeek, May 4, 1998, 111.

43- إحدى مجموعات خبراء الاقتصاد قامت بدراسة شملت معطيات الشركات الألف وخمس مئة المدرجة على لائحة S&P من عام 1993 إلى عام 1995، وخلصت إلى أن المديرين الذين يمتلكون حصصاً صغيرة نسبياً من أسهم شركاتهم كانوا يحتفظون بنحو 30% من الحصص الإضافية التي يحصلون عليها من جراء استخدام خياراتهم، في حين كان المديرين الذين يمتلكون حصصاً كبيرة نسبياً من أسهم شركاتهم يبيعون مجمل حصصهم الإضافية. انظر:

Eli Ofek and David Yermack, «Taking Stock: Equity-Based Compensation and Evolution of Managerial Ownership», Journal of Finance 55 (2000): 1377 - 1378.

44- انظر على سبيل المثال:

Joann S. Lublin, «With Options Tainted, Companies Award Restricted Stock» Wall Street Journal, March 3, 2003, B1.

45- Lublin, «With Options Tainted».

46- من المحتمل جداً أن تؤدي ملكية الأسهم المقيدة إلى مشكلة أخرى ناتجة عن سعر الاستخدام المساوي للصفر. خلافاً لغالبية حملة الأسهم الذين يمتلكون أيضاً أسهماً متنوعة في السوق،

فإن ثروة المديرين عادة ما تكون مكونة في معظمها من الأسهم والخيارات التي يحصلون عليها كتعويض أو أجر من الشركة التي يعملون فيها. وعندما يمتلك المدير حصة كبيرة من أسهم الشركة التي يديرها، فإنه قد يميل لأن يكون محافظاً أكثر مما هو في صالح بقية حملة أسهم الشركة الآخرين الذين لا تقتصر ملكيتهم على أسهم هذه الشركة بالذات بل تضم أسهم شركات أخرى في السوق. ولما كانت الخيارات التي لها أسعار استخدام أكبر من الصفر تدفع المدير الذي يملكها لكي يعمل باتجاه رفع سعر السهم في السوق أكثر مما تقعله ملكية الأسهم المقيدة، فإنها (أي الخيارات) تدفعه أكثر لاتخاذ القرارات الجريئة معدلة بعض الشيء من طبيعته التي تتحوّل إلى المبالغة في التحفظ.

47- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «The Trouble with Stock Options», Journal of Economics Perspectives 17 (2003): 60.

#### 14- حرية التصرف بحوافز الملكية

عبارة مقتبسة عن إيلي أوفك و ديفيد يرماك، مأخوذة من

Eli Ofek and David Yermack, «Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership», Journal of Finance 55 (1997): 1367 - 1384.

1- الحجة المقدمة في هذه الفقرة معروضة بمزيد من التفصيل في

Oren Bar - Gill and Lucian Bebchuk, «The Costs of Permitting Managers to Sell Shares», working paper, Harvard Law School, 2003.

2- David M. Schizer, «Executives and Hedging: The Fragile Legal Foundation of Incentive Compatibility», Columbia Law Review 100 (2000): 468 - 472.

3- Jennifer N. Carpenter, «The Exercise and Valuation of Executive Stock Options», Journal of Financial Economics 48 (1998): 139.

4- Paul L. Gilles, «Alternatives for Stock Options», HR Magazine, January 1999, 40 - 48; Steven Huddart, «Employee Stock Options», Journal of Accounting and Economics 18 (1994): 207231-; and Ofek and Yermack, «Taking Stock», 1376 - 1377.

- 5- Ellen E. Schultz and Theo Francis, «Fair Shares? Why Company Stock Is a Burden for Many and Less So for a Few», Wall Street Journal, November 27, 2001, A1; Greg Ip, «Collars Give Insiders Way to Cut Risk», Wall Street Journal, September 17, 1997, C1, C3; Stuart Weinberg, «Insiders Hedge with Zero-Cost Collars», Wall Street Journal, August 7, 2002, B5; and Randall Smith and Jesse Eisinger, «The Insiders' Magic Way to Sell», Wall Street Journal, March 19, 2004, C1.
- 6- J. Carr Bettis, John M. Bizjak, and Michael L. Lemmon, «Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders», Journal of Financial and Quantitative Analysis 36 (2001): 345 - 370.
- 7- كشفت دراسة قام بها ستيفوارت شواب و راندال توماس، شملت عقود تعيين 375 مديراً عاماً تولت جمعها «مكتبة الشركات»، عن أن أيّاً من تلك العقود لم يتطرق إلى تقييد حرية المدير العام في تحصيل خيارات الأسهم المقدمة له قبل تاريخ استحقاقها. انظر
- Stewart J. Schwab and Randall S. Thomas, «What Do CEOs Bargain For? An Empirical Study of Key Legal Components of CEO Contracts», working paper, Cornell Law School and Vanderbilt Law School, 2004, 5.
- 8- Schwab and Thomas, «What Do CEOs Bargain For?» 13.
- 9- Schizer, «Executives and Hedging», 442 - 443.
- 10- Ofek and Yermack, «Taking Stock», 1376.
- 11- John E. Core and David F. Larcker, «Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership», Journal of Financial Economics 64 (2002): 322.
- 12- American Express Schedule 14A (filed on March 16, 2001): 25.
- 13- American Express Schedule 14A filings from 1993 to 2000.
- 14- American Express Schedule 14A (filed on March 10, 2000), 27, as reported in Steven Balsam, An Introduction to Executive Compensation (San Diego, CA: Academic Press, 2002), 211.

15- انظر

Joann S. Lublin, «Why the Get-Rich-Quick Days May Be Over», Wall Street Journal, April 14, 2003, R3.

16- انظر: Lublin, «Why the Get-Rich-Quick Days May be Over».

17- للاطلاع على مناقشة شاملة لهذه المسألة انظر:

Jesse M. Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading through Pretrading Disclosure», Southern California Law Review 71 (1998): 334 - 348 , 364.

18- Fried, «Reducing the profitability of Corporate Insider Trading», 322 - 323; and H. Nejat Seyhun, Investment Intelligence from Insider Trading (Cambridge, MA: MIT Press, 1998).

كذلك يستطيع المديرون تضخيم ما يجنونه من أرباح في صفقات الاتجار الداخلية عبر صفقات إعادة الشراء، حيث يعمدون إلى شراء أسهم شركاتهم من المسهمين العاديين على نحو غير مباشر وبسعر منخفض. انظر:

Jesse M. Fried, «Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers», University of Chicago Law Review 67 (2000): 421 - 477; and Jesse M. Fried, «Open Market Repurchases Signaling or Managerial Opportunism» Theoretical Inquiries in Law 2 (2001): 865 - 894.

19- انظر:

Jesse M. Fried, «Insider Abstention», Yale Law Journal 113 (2003): 486 - 491.

20- انظر: 17 - 1 C.F.R. Section 240.10b5

21- انظر على سبيل المثال:

Steven E. Bochner and Leslie A. Hakala, «Implementing Rule 10b5-1 Stock Trading Plans», Insights 15 (2001): 2.

22- للاطلاع على تحقيق يقدم الإثبات العلمي انظر:

Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading», 303 - 392.

في النصف الثاني من الثمانينيات تمكن أصحاب المناصب في الشركات المسهمة العامة من استثمار معلوماتهم الداخلية لجني أرباح إضافية تقدر بنحو 5 مليارات \$ سنوياً عبر الاتجار بأسهم الشركات التي يعملون فيها.

23- Randall Smith and Danielle Sessa, «Ameritrade Says Insiders' Sales Must Now Be Announced First», Wall Street Journal, March 17, 1999, C3.

24- Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading», 345.

25- J. Carr Bettis, Jeffrey L. Coles, and Michael L. Lemmon, «Corporate Policies Restricting Trading by Insiders», Journal of Financial Economics 57 (2000): 192.

26- Kumar Sivakumar and Gregory Waymire, «Insider Trading Following Material News Events: Evidence from Earnings», Financial Management 23 (1994): 23 - 32.

لإيضاح العوامل التي تجعل نوافذ الاتجار غير قادرة على منع المديرين كلياً من الاتجار بالمعلومات الداخلية انظر:

Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading», 346.

27- نذكر على سبيل المثال أن واحداً من مديري شركة مايكرو ويرهاوس، التي لا تسمح لمديريها بالاتجار بأسهمها إلا أثناء مدة محدودة تمتد على تسعة أيام تبدأ بعد مرور خمسة أيام على موعد إعلان الأرباح الفصلية، قد عمد إلى بيع ما قيمته 2.4 مليون \$ من الأسهم في آخر نيسان/أبريل - أول أيار/مايو أي قبل شهر من الإعلان عن العائدات المتواضعة غير السارة للربع الثاني من العام، والذي دفع بسعر الأسهم إلى الهبوط بمعدل تجاوز 60 بالمئة. انظر:

Bridget O'Brian, «Insider Selling of a Stock Headed South May Mean Others Should Also Bail Out», Wall Street Journal, July 17, 1996, C14.

28- Andrew Hill, «Inside Track», Financial Times (London), August 2, 2002, 10.

29- Henny Sender and Rebecca Blumenstein, «Questing the Books: Global Crossing Creditors Review Sales, Swaps,» Wall Street Journal, February 25, 2002, A6.

30- Mark Gimein, «You Bought, They Sold», Fortune, September 2, 2002, 64 - 65.

31- William S. Lerach, «Plundering America: How American Investors Got Taken for Trillions by Corporate Insiders», *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 8 (2002): 103.

32- Jennifer N. Carpenter and Barbara Remmers, «Executive Stock Option Exercises and Inside Information», *Journal of Business* 74 (2001): 513 - 534.

33- انظر:

Bin Ke, Steven Huddart, and Kathy Petroni, «What Insiders Know about Future Earnings and How They Use It: Evidence from Insider Trades», *Journal of Accounting and Economics* 35 (2003): 315 - 346.

34- انظر:

Messod Beneish, Eric Press, and Mark E. Vargus, «The Relation between Incentives to Avoid Debt - Covenant Default and Insider Trading», working paper, Indiana University, 2001.

35- David Leonhardt, «It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeter», *New York Times*, February 3, 2002, sec. 3, 11; and David Leonhardt, «Executives Beyond Enron Took Months to Report Sales», *New York Times*, February 11, 2002, C1.

36- Shijun Cheng, Venky Nagar, and Madhav V. Rajan, «Do Delayed Insider Disclosures Convey Information about Future Earnings?» working paper, University of Michigan Business School, 2002.

37- Alex Berenson, «2 Tyco Officials Sold Stock by Returning It to Company» *New York Times*, January 30, 2002, C1.

38- Sarbanes-Oxley Act, sec. 403(a).

39- SEC Release No. 338230- (May 7, 2003).

40- المادة 306(a) من قانون ساربنس-أوكسلي يمنع الموظفين وأعضاء مجلس الإدارة من الاتجار بأسهم الشركة أيضاً أثناء مدد عماء الصندوق التقاعدي التي لا يسمح فيها لموظفي الشركة بتقليل أرصدهم في الصندوق التقاعدي بين الخيارات الاستثمارية المختلفة (التي تشمل

عادة فيما تشمله أسهم الشركة). غير أن مدد عماء الصندوق التقاعدي لا تتأثر مطلقاً بتوفر المعلومات الداخلية التي تتيح للمديرين وبعض الموظفين الآخرين عقد صفقات الاتجار المجزية. بل إن تلك المدد عادة ما يتم فرضها من قبل المشرف على برنامج التقاعد كلما طرأت تغييرات جديدة على خيارات الاستثمار، أو تتزامن مع إعادة تقويم خزانة الصندوق، أو يتم إقرارها من قبل القيم على برنامج التقاعد (أو غيره القائمين على خدمة الصندوق). لذلك فإن من غير المفهوم على الإطلاق أن يعتقد البعض بأن حظر الاتجار بأسهم الشركة أثناء مدة عماء الصندوق التقاعدي سوف يقلص بوضوح من قدرة المديرين على إبرام صفقات الاتجار المجزية استناداً إلى ما يقعون عليه من معلومات داخلية.

41- للاطلاع على نموذج منهجي لتلك الحوافز الشاذة انظر:

Bar-Gill and Bebchuk, «The Costs of Permitting Managers to Sell Shares».

42- Daniel Bergstresser and Thomns Philippon, «CEO Incentives and Earnings Management: Evidence from the 1990s», working paper, Harvard Business School and Massachusetts Institute of Technology, 2003; Messod D. Beneish, «Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements That Violate GAAP», Accounting Review 74 (1999): 425 - 457; and Bin Ke, «The Influence of Equity-Based Compensation on CEOs' Incentives to Report Strings of Consecutive Earnings Increases», working paper, Pennsylvania State University, 2003.

43- Beneish, «Incentives and Penalties», 425 - 457.

كشفت دراسة أخرى عن أن كبار المديرين، في الشركات التي شهدت اضطرابات محاسبية جعلتها لاحقاً هدفاً لإجراءات تنفيذية من جانب هيئة الأوراق والأسواق المالية، قد استخدموا خياراتهم أثناء المدة التي سبقت ذلك بمعدل أعلى بوضوح منه لدى نظرائهم في الشركات الأخرى. انظر:

Simi Kedia and Natasha Burns, «Do Executive Stock Options Generate Incentives for Earnings Management? Evidence from Accounting Restatements», working paper, Harvard Business School, 2003.

44- Scott L. Summers and John T. Sweeney, «Fraudulently Misstated Financial Statements and Insider Trading: An Empirical Analysis», Accounting Review 73 (1998): 131 - 146.

- 45- Shane A. Johnson, Harley E. Ryan, and Yisong S. Tian, «Executive Compensation and Corporate Fraud», working paper, Louisiana State University and York University, 2003.
- 46- Merle Erickson, Michelle Hanlon, and Edward Maydew, «How Much Will Firms Pay for Earnings That Do Not Exist? Evidence of Taxes Paid on Allegedly Fraudulent Earnings», Accounting Review.
- 47- See Section 304 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002.

### 15- تطوير تعويضات المديرين

عبارة مقتبسة عن رئيس هيئة الأوراق والأسواق المالية، ويليام دونالدسون، مأخوذة من:

SEC Chairman William Donaldson, quoted in Lori Calabro, «Above Board», CFO Magazine (October 2003),

<http://www.cfo.com/article/1,5309,108017%C07%CM%7C7067%C,00.html>

(accessed June 23, 2004).

- 1- Jesse M. Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading through Pretrading Disclosure», Southern California Law Review 71 (1998): 303 - 392.
- 2- Reg. S-K, Item 402 (17 CFR 229 - 402).

3- انظر: NYSE Corp. Gov. Rules Sec. 303A.05.

4- انظر على سبيل المثال:

TIAA-CREF, «Policy Statement on Corporate Governance», [http://www.tiaa-cref.org/pubs/html/governance\\_policy](http://www.tiaa-cref.org/pubs/html/governance_policy) (accessed March 16, 2004).

- 5- NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 303A; SEC Release No. 34 - 48108 (June 3, 2003).

6- انظر على سبيل المثال:

Andrew Countryman, «Investors Get Say on Equity Pay; SEC Mandates Stockholder Vote», Chicago Tribune, July 1, 2003, C3; and Amy Strahan Butler, «S.E.C. Passes Rule Changes for Options», New York Times, July 1, 2003, C3.

7- انظر:

Wachtell, Lipton, Rosen, and Katz, «Stock Plan Design for the Upcoming Proxy Season», January 21, 2004.

8- انظر هيئة المستثمرين المؤسسيين:

Council of Institutional Investors, «Council Policies - Director and Management Compensation», [http://www.cii.org/dcwascii/web.nsf/doc/policies\\_iv.cm](http://www.cii.org/dcwascii/web.nsf/doc/policies_iv.cm) (accessed June 23, 2004).

## 16- تطوير حوكمة الشركات

عبارة مقتبسة عن المستشار ويليام ألين مأخوذة من أطلس بلازيوس:

Chancellor William Allen, writing in *Blasius v. Atlas*, 564 A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1988).

1- انظر:

Lucian A. Bebchuk, «The Case for Shareholder Access to the Ballot», *Business Lawyer* 59 (2003): 43 - 66, reprinted in Lucian A. Bebchuk, ed., *Shareholder Access to the Corporate Ballot* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2004); and Lucian A. Bebchuk, *The Case for Allocating More Power to Shareholders*, *Harvard Law Review* (forthcoming).

2- للاطلاع على رؤيتين شاملتين حديثتي العهد من جانب أنصار الحفاظ على موازين القوى القائمة حالياً بين المديرين والمساهمين انظر:

Martin Lipton and Steven A. Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come», *Business Lawyer* 59 (2003): 6794-, reprinted in Bebchuk, *Shareholder Access to the Corporate Ballot*; and John J. Castellani and Amy L. Goodman, «The Case against the SEC Director Election Proposal», in Bebchuk, *Shareholder Access to the Corporate Ballot*.

3- Charles M. Elson, «The Duty of Care, Compensation, and Stock Ownership», *University of Cincinnati Law Review* 63 (1994): 690 - 692.

4- *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946, 949 (Del. 1985); quoting *Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d 805, 811 (Del. 1984).

5- Bebchuk, «The Case for Shareholder Access to the Ballot», *Business Lawyer* 59 (2003): 43 - 66.

6- أثناء مدة سبع السنوات تلك دعي المسهمون 215 مرة إلى صناديق الاقتراع، أي بمعدل 30 مرة تقريباً في العام الواحد. غير أن غالبية تلك الدعوات الانتخابية لم تكن تتطوي على أي محاولة لاستبدال مجلس الإدارة بفريق جديد يدير الشركة على نحو مختلف لما فيه خدمة مصالح حملة الأسهم. نحو ربع تلك الحالات لم يكن ليتصل باختيار أعضاء المجلس على الإطلاق، وإنما بقضايا أخرى كمشروعات تعديل ميثاق الشركة وما إلى ذلك. كذلك كان هنالك العدد نفسه تقريباً من الصراعات الانتخابية المتعلقة بانتخاب أعضاء المجلس في سياق عروض الاستيلاء العدوانية وما رافقها من محاولات استبدال المجلس بغية إتاحة الفرصة لإتمام صفقة الشراء العدوانية، أو في سياق المحاولات الرامية إلى فتح أو إعادة هيكلية بعض الاعتمادات المالية المغلقة.

7- Letter from Henry A. McKinnell, Ph.D., chairman and CEO, Pfizer Inc., and chairman, The Business Roundtable, to Jonathan G. Katz, secretary, SEC (December 22, 2003), <http://www.sec.gov/rules/proposed/s71903/s71903-381.pdf> (accessed March 16, 2004).

النقاط الرئيسية التي تضمنتها الرسالة تم عرضها في ورقة بحث لاحقة حملت اسم رئيس طاولة الأعمال المستديرة وواحد من مستشاريه القانونيين. انظر:

Castellani and Goodman, «The Case against the SEC Director Election Proposal».

8- Lucian Bebchuk and Marcel Kahan, «A Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests», California Law Review 78 (1990): 10711136-.

9- Letter from Lucian A. Bebchuk to Jonathan G. Katz, secretary, SEC (December 22, 2003), <http://www.sec.gov/rules/Proposed/s71903/labebchuk122203.htm> (accessed March 16, 2004).

10- انظر:

Lucian Bebchuk and Alma Cohen, «The Costs of Entrenched Boards», Harvard Law School, working paper, 2003, <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/> (accessed March 16, 2004).

11- للاطلاع على مناقشة منهجية لهذه المسألة انظر:

Lucian Bebchuk and Assaf Hamdani, «Optimal Defaults for Corporate Law Evolution», Northwestern Law Review 96 (2002): 489 - 520.

12- للاطلاع على تحليل يوضح كيف أن سلطة مجالس الإدارة على قرارات تسجيل الشركة تدفع بالسلطات المعنية في الولاية إلى إصدار قوانين ترجح كفة المديرين انظر:

Lucian A. Bebchuk, «Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law», Harvard Law Review 105 (1992): 1435 - 15 10; and Lucian A. Bebchuk and Allen Ferrell, «Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers», Columbia Law Review 99 (1999): 1168 - 1199.

للقوقوف على دلائل تجريبية تبين أن قرارات التسجيل وإعادة التسجيل تقدم لسلطات الولايات المعنية، والراغبة عموماً في الحفاظ على الشركات المسجلة لديها، دوافع حقيقية لتبني تشريعات مضادة لمحاولات الاستيلاء تضمن توفير الحماية الكافية للمديرين، انظر:

Lucian A. Bebchuk and Alma Cohen, «Firms' Decision Where to Incorporate», Journal of Law and Economics 46 (2003): 383 - 425.

13- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 83 - 85.

14- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 82.

15- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 77.

16- 485 U.S. 224, 234 (1988), quoting Flamm v. Eberstadt, 814 F. 2d 1169, 1175 (7th Cir. 1987).

17- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 87.

18- Martin Lipton, «Takeover Bids in the Target's Boardroom», Business Lawyer 33 (1979): 101 - 134; and Jeremy C. Stein, «Takeover Threats and Managerial Myopia», Journal of Political Economy 96 (1988): 6180-.

19- Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, «Corporate Governance and Equity Prices», Quarterly Journal of Economics 118 (2003): 107 - 155; and Bebchuk and Cohen, «The Costs of Entrenched Boards».

20- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 76.

21- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 94.

