

שכר הבכירים והמשבר הכלכלי*

אוריאל פרוקצ'יה**

א. הקדמה אישית. ב. הקדמה עניינית. ג. גובה השכר. ד. מבנה השכר.
ה. מה קרה כאן?

א. הקדמה אישית

זכור לי ויכוח שהתקיים ביני לבין פרופ' חת לפני כעשרים וחמש שנה. בימים ההם התחלתי לעבוד על חוק החברות החדש והפצתי טיוטות להערות של מומחים. בין היתר הבעתי את אמונתי בשוק החופשי ואת הלקח שנגזר מן האמונה הזו – שהרגולטור מחויב לרסן את כוחותיו ולצמצם את הרגולציה רק לאותם מגזרים שבהם ניתן להבחין בבירור בכשל שוק. פרופ' חת, שהיה אחד מן המעירים לטיטות שהפצתי, אם לא החרף שבהם, העיר כי נכון שיש לצמצם את הרגולציה למגזרים של כשל שוק, אך הבעיה היא שיש כשלי שוק בכל פינה, ולכן תפקידו של הרגולטור הוא מסיבי. חשבתי אז שחת מגזים, והחזקתי בדעה זו שנים רבות. המשבר הנוכחי בשוקי תבל טופח עתה על פניי, וזה הזמן להודות כי הצדק היה עם חת, ולא אתי. ההרצאה שבדעתי לשאת היום איננה אלא אילוסטרציה קטנה המדגימה את חכמתו של חת ואת קוצר ראייתי שלי.

ב. הקדמה עניינית

הכתיבה העיתונאית על המשבר הכלכלי הנוכחי מזהה אלמנטים מקרו-כלכליים שונים כגורמים המרכזיים למשבר. כך, למשל, מדובר על כך שהירידה בשער הדולר בשוקי המטבעות בעולם חייבה את הבנק המרכזי האמריקני להעלות את שער הריבית כדי לגרום

* הרצאה ביום עיון לכבוד פרופסור מאיר חת בבית הספר למשפטים, המסלול האקדמי המכללה למינהל, 17 בדצמבר, 2008.

** פרופסור למשפטים, המרכז הבין-תחומי בהרצליה

לדולר להיות אטרקטיבי יותר להשקעה. בעקבות העלייה בריבית הדולרית התקשו חייבי המשכנתאות באמריקה לפרוע את חובם, עד כדי שהעדיפו לוותר על דירותיהם מאשר לשרת את המשכנתה. מאחר שהמשכנתאות באמריקה הן non-recourse, כלומר החייבים רשאים להחזיר את המפתחות של דירותיהם לבנקים המלווים מבלי להיות חשופים ביתר רכושם לשירות החוב, חדלו חייבים רבים לשרת את החוב אף שלא היו כלל חדלי פירעון. ניתוחים אלה הם נכונים. אין בדעתי לקעקעם. ברצוני להוסיף הסבר נוסף למשבר הכלכלי, הממוקד בתופעה של שכר המנהלים הבכירים בכלכלה האמריקנית. זהו ניתוח בעל אופי מיקרו כלכלי, ולכן מתמקדת בו פחות תשומת לב ציבורית. בעיניי, ניתוח זה אינו פחות חשוב ממערכת השיקולים המקרו כלכלית. נבחין הבחנה חדה בין תובנות הקשורות לגובה השכר לבין תובנות הקשורות למבנה השכר.

ג. גובה השכר

1. נתונים. השכר הממוצע בשנת 2004 של המנכ"לים במאתיים וחמישים החברות המשלמות את השכר הגבוה ביותר בארצות-הברית היה 8.3 מיליון דולר, פי שישה מאשר בשנת 1980. בשנים האחרונות חבילות השכר של המנהלים הבכירים באמריקה, ובעיקר אלה של המנכ"לים ומנהלי הכספים הראשיים תפחו באופן מרשים. כך, למשל, "מרייל לינץ'" שילמה ליותר מחמישים איש שכר של לפחות 20 מיליון דולר ב-2006, וכמאה שכירים שלה הרוויחו למעלה ממיליון דולר לשנה. סוחר מניות צעיר בשנות העשרים שלו קיבל באופן טיפוסי שכר התחלתי של 130 אלף דולר לשנה, ועל כך התווסף בונוס בסכום ממוצע של 250 אלף דולר לשנה. סוחר מניות קצת יותר מבוגר, בשנות השלושים שלו, קיבל בממוצע שכר של 180 אלף דולר ועוד 5 מיליון דולר בבונוסים. גם אנחנו "למדנו" מן האמריקנים. לשם השוואה, עלויות השכר של עשרת שיאני השכר במשק הישראלי בשנת 2004, נעו בין 8.5 מיליון נה במקום העשירי לכ- 23.5 מיליון נה במקום הראשון – לא כל כך רחוק מן ה-benchmark האמריקני לאותה שנה. גם אצלנו נשברו בינתיים שיאים אלה. שכר מעין זה הוא נטל של ממש על התאגידים המשלמים אותו, וכמובן, בעקיפין, גם על הציבור הרחב המושקע באותם תאגידים. כך, למשל, מרייל לינץ' הצדיקה את השכר הגבוה ששילמה בעובדה שבשנת 2006 הצביעו דוחותיה הכספיים על רווח של 7.5 מיליארד דולר, סכום גבוה בהרבה מן הכספים ששפכה על מנהליה ועל סוחרי המניות שלה. אבל אם נביא בחשבון שמאז 2006 הפסידה מרייל לינץ' סכום הגדול פי שלושה מן הרווח שלה באותה שנה, ברור עד כמה לא הייתה יכולה להרשות לעצמה את הלוקוסוס של תשלומי עתק למנהלים.

2. **הצדקה.** לשכר גבוה כל כך ניתנו שתי סיבות מרכזיות. **הסיבה האחת** ממוקדת, כביכול, בתאוריה כלכלית קלאסית. התאוריה אומרת, כביכול, כי במשק תחרותי מחירים של גורמי הייצור צריכים להיות שווה לתפוקתם השולית. שכר העבודה הוא מחירו של גורם הייצור הקרוי "עבודה". אם תפוקתו השולית של מנהל בכיר היא גבוהה, כלומר ההבדל בין תשואת הפירמה אתו או בלעדיו הוא הבדל גדול, גם שכרו צריך להיות גבוה, בגובה המשתווה בשיעורו לשיעור ההפרש. ואולם אלה מאתנו שלמדו ברצינות את תורת המחירים יודעים שזוהי וולגריזציה של התאוריה הכלכלית. התיאורמות המוכיחות שוויון בין התפוקה השולית לבין מחירם של גורמי הייצור מניחות הנחות חזקות על מבנה ההוצאות, ובאופן יותר ספציפי הן מניחות תשואה קבועה לגודל. הנחה זו אינה מתקיימת בפירמות יצרניות אמיתיות. המנהל המוכשר ביותר אינו יכול ליצור לבדו תשואה עודפת בלי גורמי הייצור האחרים, למשל יתר העובדים. החלוקה הבלתי שוויונית, שלפיה מנהלים בכירים גורפים לכיסם סכומי עתק ואילו העובדים הזוטרים מתקשים לגמור את החודש, איננה מתבקשת משום תיאורמה של תורת המחירים, והיא משקפת, פשוטו כמשמעו, את כוחם העודף של המנהלים הבכירים לגרוף לעצמם את כל מה שלבם חפץ. **הסיבה האחרת** המובאת בתמיכה לשכר המנהלים הגבוה הוא ברצון לשמור על המנהלים האיכותיים בתוך הפירמה, פן יימלטו לפירמות אחרות המוכנות לשלם להם יותר. ואולם יש לזכור שהתחרות מתקיימת לא רק בצד ההיצע של שוק העבודה, אלא גם בצד הביקוש. אין לי כל ספק, למשל, כי אם תתפנה בישראל משרה של מנכ"ל בנק גדול, מספר המועמדים המוכשרים והראויים שיהיו מוכנים "לקבל את דין התנועה" ולנהל אותו תמורת שכר צנוע בהרבה ממה שמשולם היום לא יהיה קטן במיוחד.

ד. מבנה השכר

חלק הארי מן השכר המשולם למנהלים בכירים הוא שכר מוטה ביצועים, כלומר שכר המותנה בהשגת יעדים עסקיים שנקבעים מראש. ניקח דוגמה ישראלית ששליתי ממאגר הנתונים של הבורסה בימים האחרונים¹. מדובר במקרה זה בחברת התקשורת "הוט". השכר הקבוע של המנכ"ל, הרצל עוזר, נקבע ברמה של 1.2 מיליון ₪ בלבד, ונוסף על כך קבע חוזהו שיהיה זכאי ל-1% מן הגידול ברווח החברה (למעט ריבית, מיסים, פחת ובלאי [Ebitda]) מעבר לשיעור מסוים, וכן לקצת למעלה ממיליון אופציות "מחוץ לכסף" שערכן

רב. לאלה מכם שאינם בקיאים בטרמינולוגיה, אופציה נחשבת "מחוץ לכסף" (Out Of The Money Option) אם מחיר המימוש שלה לנכס הבסיס, במקרה זה למניה הרגילה של החברה, הוא גבוה יותר ממחיר המניה בשוק ביום הוצאת האופציה. מדוע נוטות חברות רבות כל כך לנהוג כמו "הוט" ולתגמל את בכיריהן בשכר מוטה ביצועים?

החברה הנסחרת המודרנית מפגישה בתוכה קהלים שונים, ובהם קהל המשקיעים בניירות הערך של החברה, מנהלי החברה והדירקטורים. המנהלים הם שכירים שהופקדו על ידי בעלי ניירות הערך על ניהול כספם. בעיית הבעיות של דיני החברות היא "בעיית הנציג", דהיינו כיצד ניתן להבטיח כי המנהלים, ונציגים אחרים של המשקיעים בפירמה, יפעלו כנציגים נאמנים, ולא יעדיפו את טובת עצמם על טובת שולחיהם. בימים עברו סברנו כי בהיעדר רגולציה ופיקוח נאותים, בתוך הפירמה ומחוצה לה, ייטו מנהלי הפירמה ליטול סיכונים מועטים מדי ביחס לרמת הסיכון האופטימלית, הלוא היא רמת הסיכון שבסופו של דבר עשויה להשיא את טובתם של בעלי ניירות הערך. הסיבה לחשש זה הייתה נעוצה בהערכה כי בעלי ניירות הערך אדישים לסיכונים: הם מסוגלים לנטרל את שנתת הסיכון שלהם על ידי השקעה בתיק השקעות (פורטפוליו) מגוון, שבו הפסדים בחלק מניירות הערך מקוזזים על ידי רווחים בניירות ערך אחרים. המנהלים, לעומתם, הם שונאי סיכונים: הם מושקעים לעתים קרובות בהון האנושי הייחודי לפירמה שבה הם משרתים (Firm Specific Human Capital). השקעה מעין זו אינה ניתנת לגיוון ב"פורטפוליו" רחב, ולכן החשש מפשיטת רגל של הפירמה עלול להטות את ניהול תיק הסיכונים שלהם לכיוון שמרני יותר ממה שרצוי לבעלי ניירות הערך. השכר מוטה הביצועים מיועד לתמרץ מנהלים שלא להיות שמרנים מדי, כלומר לשאוף לרווחים גדולים, ולעתים אפילו מעט ספקולטיביים, שרק הם מבטיחים למנהלים תגמול גבוה, וכך לקרב את פונקציית המטרה של מנהלים שונאי סיכונים לזו של בעלי ניירות הערך.

ואולם מסתבר שהתמריץ לנטילת סיכונים היה חזק מדי, ובמקום שהמנהלים יגררו את בעלי המניות לכיוונים שמרניים מדי, הריהם גוררים אותם היום לכיוונים מסוכנים מדי, שללא ספק זרזו את המשבר והעצימו את ממדיו.

ה. מה קרה כאן?

קרו כאן שתי רעות חולות. האחת, הקטנה שבהן, נובעת מן העובדה שתגמול המנהלים קשור בטבורו לתוצאות העסקיות בטווח זמן קצר מדי. מצב דברים זה מתמרץ את המנהלים לנפח את הרווחים בטווח הקצר על חשבון הטווח הארוך. ניפוח מלאכותי כזה יוצר תמונה מעוותת של מצב הפירמה וחוטא לעקרון הגילוי הנאות, ובסופו של החשבון פוגע בפירמה ובאלה שהשקיעו בה את כספם. ניתן לנפח את רווחי הפירמה בטווח הקצר, שבו נמדדות

התוצאות הכספיות המשמשות בסיס לתגמול המנהלים, בדרכים שונות ומגוונות. דרך אחת, המקובלת מאוד על חלק מבכירי המשק שלנו הוא למחוק חובות רעים בקנה מידה גדול בתחילת תקופת כהונתם, כדי שנקודת ההתחלה שממנה מודדים את השינוי בביצועי הפירמה תהיה נמוכה ככל שניתן. אם מסתבר בדיעבד כי חובות שנמחקו שולמו בכל זאת לפירמה, תשלומים אלה נזקפים על חשבון הרווחים ומגדילים את חלקם של המנהלים בשכר תלוי הביצועים. לעתים ניתן גם למשכן את עתידה של הפירמה על ידי הצגת רווחים מנופחים בהווה, ולמרבית הצער החשבונאות המודרנית היא "גמישה" דיה כדי לאפשר תעתועים מעין אלה. ככל שמספר הפירמות במשק המנפחות רווחים בטווח הקצר ועתידות לשלם את החשבון בטווח הארוך הוא גדול יותר, לא רק הגילוי הנאות נמצא נפגע, אלא גם המטרה העיקרית של עקרונות משטר החברות – והיא יצירת ערך אמיתית לבעלי המניות בטווח הארוך.

אך זו רק הקטנה שבין שתי הרעות החולות. חלקם של המנהלים בהצלחות הפירמה הוא מהותי, ולעתים קרובות שכרם מהווה אחוז דו-ספרתי מרווחי הפירמה, אולם ברוב המקרים של המקרים אין הם נקנסים במקרים של הפסד, וגם כאשר הם נקנסים, הקנס מתגמד אל מול הפסדי הפירמה. כבר בשנת 1990 מצאו ג'נסן ומרפי כי בממוצע, שיעור הקנס על מנהלים בכירים בהפסדי הפירמה הוא כ-3 דולר על כל 1,000 דולר של הפסדי הפירמה, כלומר שיעור השתתפות של שלושה פרומיל. ברור כי מערכת פרסים וקנסות בלתי סימטרית שכזו מתמרצת מנהלים ליטול סיכונים שאינם אופטימליים מבחינתה של הפירמה, כי למעשה הם מהמרים בכסף של אחרים: אם המזל מאיר להם פנים הם עשויים להתעשר, ואם מזלם בוגד בהם, בעלי המניות משלמים את החשבון. אתן דוגמה מספרית כיצד מבנה כזה של שכר מזיק לפירמה ולבעלי מניותיה. נניח לצורך פשטות הדוגמה כי מנהל מקבל אחוז פלוני מכל רווח העולה על מיליון דולר לשנה. עליו לבחור בין שתי אסטרטגיות ניהוליות. האחת צפויה להניב לחברה מיליון דולר של רווחים כל שנה בהסתברות של מאה אחוז. האחרת צפויה להניב לחברה כל שנה רווח של שני מיליון דולר בהסתברות חצי והפסד של שני מיליון דולר בהסתברות חצי. תוחלת הרווח לחברה במתווה העסקי הראשון היא מיליון דולר לשנה, ובשני התוחלת היא אפס. ברור כי כדאי לפירמה לבחור במתווה הראשון. בכל זאת המנהל מתמרץ לבחור במתווה השני, כי תוחלת הרווח שלו מן המתווה הראשון, הרווחי יותר לחברה, הוא אפס, ואילו המתווה השני נותן לו סיכוי של חצי לקבל בונוס על הרווח שבין מיליון לשני מיליון דולר.

אם לא די בכך, מערכת השכר כוללת מרכיבים נוספים המתמרצים את המנהלים להתבונן רק בסיכויי הרווח, ולא לחשוש מסיכויי הפסד. הדבר נובע מכך שבדרך כלל הסכם העסקה כולל תנאי פרישה נדיבים, המכונים "מצנחי זהב", המרפדים את סיום כהונתם של המנהלים בנחיתה רכה אל העושר. בבצ'וק ופריד חקרו מקרה פרטי של ענקית המשכנתאות Fannie Mae, שמבנה השכר שלה בעניין זה טיפוסי לרוב החברות הגדולות

בארצות-הברית. הן המנכ"ל של חברה זו, פרנקלין ריינס, והן מנהל הכספים הראשי שלה, טימוטי הווארד, פוטרו על ידי הדירקטוריון בעקבות כישלונה הקולוסאלי של החברה. ואולם הדבר לא שלל מן השניים את זכאותם למצנחי הזהב שהוכטחו להם בחוזה ההעסקה. ריינס קיבל כ-32 מיליון דולר והווארד כ-6 מיליון דולר עם פרישתם. הציניקנים בחבורה עלולים אפילו לחשוב כי המנהלים יכולים לשאוף להגיע למצב המחייב את פיטוריהם כדי להחיש את זכאותם למצנחי הזהב.

כדי להדגים את עומק הבעיה אומר לסיום כמה מילים על משבר משכנתאות הסאב-פריים בארצות-הברית. משכנתה סאב-פריים היא משכנתה הניתנת ללווים בעלי דרגת סיכון גבוהה ביחס ליכולתם להחזיר את ההלוואה. בנקים למשכנתאות "איגחו" את תיק ההלוואות שלהם, כלומר הנפיקו אגרות חוב המגובות בתיקי המשכנתאות של הלקוחות שלהם, וחברות השקעה רבות רכשו את אגרות החוב הללו בכמויות ענק. מדוע הסכימו להשקיע את כספי הציבור בהלוואות של לוויים מפוקפקים? התירוץ שניתן לכך היה שאם מספר הלוויים בפורטפוליו הוא גדול דיו, ניתן לפזר את הסיכונים, כך שלוויים חדלי פרעון יקוּזוּ על ידי לוויים שממשיכים לשרת את החוב שלהם. אילו מחירי המקרקעין היו ממשיכים לעלות, הרוב המכריע של הלוויים אכן היו משרתים את חובם, כי היו מעדיפים להחזירו מאשר להפסיד את ביתם שערכו הולך ומאמיר. הכול ידעו כי מחירי המקרקעין עלולים להתחיל לרדת באיזה שהוא שלב, מה שיגרור את הפסקת תשלומי המשכנתאות באופן שיטתי, כלומר לרוחב כל השוק, ובאופן שאינו מאפשר לפזר סיכונים: שהרי סיכונים ניתן לפזר רק אם הם ספציפיים לפרטים מסוימים, ולא כאשר הם משקפים תופעות כלל שוקיות. אך הביטו על כך מבחינת המנהלים ששכרם תלוי ביצועים. המשך ההשקעה בשוק הסאב-פריים הבטיח להם בונוסים שמנים בשווקים עולים, ולא איים עליהם בקנסות במצבים של שווקים יורדים. לא יפלא אפוא שרבים מדי מהם לא עמדו בפיתוי, ואת התוצאות כולנו חווים בעת הזאת.

לסיכום, אירי, מי שניצח בוויכוח בינינו מלפני 25 שנים זה אתה, ובגדול.