

## תגמול מנהלים כבעיית נציג\*

מאת

אריה לוציאן בבצ'וק וג'סי מ. פריד\*\*

תרגום מאנגלית: תומר אמיתי

נושא התגמול המשולם למנהלי חברות מושך את תשומת ליבם של כלכלני המימון זה זמן רב. אכן, נראה כי קצב הגידול במספר החיבורים האקדמיים שנכתבו בנושא בשנות התשעים היה מהיר יותר מקצב הגידול יוצא הדופן בתגמול המנהלים עצמו באותה התקופה (Murphy, 1999). מחקר לא מועט התמקד בשאלה, כיצד הסדרי תגמול שונים למנהלים עשויים לצמצם את בעיית הנציג בחברות ציבוריות. עם זאת, כדי להבין כראוי את הנוף של תגמול המנהלים יש להכיר בכך, שעיצובם של הסדרי תגמול למנהלים הינו, באופן חלקי, תוצר של אותה בעיית נציג ממש.

### גישות חלופיות לתגמול מנהלים

במאמר זה נתמקד בחברות ציבוריות ללא בעל שליטה. כשהבעלות בחברה וההנהלה שלה מופרדות באופן שכזה, למנהלי החברה עשוי להיות כוח ניכר. האבחנה הזאת מחזירה אותנו למחקרם של Means ו-Berle (1932, בעמ' 139) אשר עמדו על כך שלמנהלי חברות בכירים "יש שיקול דעת כמעט מוחלט בניהול ענייניהן של חברות, כל עוד הם מכהנים בתפקידם". מאז מחקרם של Jensen ו-Meckling (1976), הבעיה שמעוררים כוחם ושיקול דעתם של מנהלי חברות נותחה במחקרים מתחום המימון כ"בעיית נציג".

מנהלים יכולים לנצל את שיקול דעתם כדי להיטיב עם עצמם באופן אישי במגוון דרכים דרכים (Shleifer -Vishny, 1997). כך לדוגמה, הם יכולים לעסוק ב"בנייתה של אימפריה" (Jensen, 1974, Williamson, 1964) להימנע מחלוקת יתרת מזומנים כאשר לחברה אין הזדמנויות השקעה רווחיות (Jensen, 1986) או לשריין עצמם במשרותיהם, באופן שייקשה לפטרם אם וכאשר יתפקדו בצורה שאינה משביעת רצון (Shleifer ו-Vishny, 1989) כל דיון בנושא תגמול מנהלים חייב להתבצע כאשר ברקע ניצבת בעיית נציג בסיסית זאת, המשפיעה על הדרך בה המנהלים מקבלים החלטות. עם זאת, ישנן שתי השקפות באשר לאופן שבו בעיית הנציג והתגמול המוענק למנהלים קשורים זאת לזה.

\* מראה מקום פרסום המאמר במקור: *Journal of Economic Perspectives*, p. 71-92 (2003), 17, "Executive Compensation as an Agency Problem"

\*\* אריה לוציאן בבצ'וק הינו פרופסור למשפטים, כלכלה ומימון ומנהל התכנית לניהול חברות בבית הספר למשפטים של אוניברסיטת הרווארד בקיימברידג', מסצ'וסטס, ופרפסור בכיר במינוי מיוחד באוניברסיטת תל-אביב. ג'סי מ. פריד הינו פרופסור למשפטים בבית הספר למשפטים Boalt Hall של אוניברסיטת קליפורניה בברקלי, ברקלי, קליפורניה. כתובות הדואר האלקטרוני שלהם הינן, בהתאמה: friedj@law.berkeley.edu ו-bebchuk@law.harvard.edu

הגישה הדומיננטית בקרב כלכלני המימון החוקרים את נושא תגמול המנהלים הינה זו הרואה בהסדרי התגמול למנהלים *תרופה* (חלקית) לבעיית הנציג. על פי גישה זו, אותה נכנה "גישת ההתקשרות האופטימלית", דירקטוריונים מעצבים הסדרי תגמול כך שיעניקו למנהלים תמריצים יעילים למקסם את חלקם של בעלי המניות בחברה. כלכלני מימון ביצעו מחקר מקיף, במסגרת גישת ההתקשרות האופטימלית, במאמץ להבין פרקטיקות תגמול מקובלות למנהלים; סקירות עדכניות של מחקר זה מופיעות בעבודתם של (Murphy ו-Core, 1999, Guay ו-Larcker, 2001). על פי חלק מהחוקרים הללו, הכשל המרכזי בהתאמת הגישה לפרקטיקת התגמול המקובלת הינו, שבעקבות מגבלה פוליטית על מידת הנדיבות שבה מנהלים יכולים להיות מתוגמלים, כוחם של הסדרי התגמול אינו חזק דיו (Murphy ו-Jensen, 1990).

גישה אחרת במחקר תגמול המנהלים מתמקדת בקשר שונה בינו לבין בעיית הנציג. על פי גישה זו, אותה נכנה "גישת הכוח הניהולי", תגמול המנהלים נתפס לא רק כאמצעי פוטנציאלי להתמודדות עם בעיית הנציג, אלא גם כחלק מבעיית הנציג עצמה. מספר חוקרים הצביעו על כך, שמאפיינים מסוימים של הסדרי תגמול למנהלים מצביעים על ניסיונם של המנהלים לגרוף רווחים אישיים לכיסם, יותר משהם מצביעים על כך שהם מספקים תמריצים יעילים (לדוגמה 1994, Yermack; 1997, Bertrand ו-Mullainathan, 2001, Lopez-de-Silanes, Blanchard ו-Shleifer). אנו שואפים לפתח תפיסה כוללת בדבר הדרך בה השפעת המנהלים מעצבת את נוף הסדרי התגמול בספר שאנו מתכוונים לפרסם בקרוב (Bebchuk ו-Fried, 2004) התפיסה שתוצג בספר נסמכת במידה רבה על מאמר שנכתב בצוותא עם דיוויד ווקר. (Bebchuk, Fried ו-Walker, 2002).

בהתבסס על עבודת המחקר הנעשית לגיבושה של תפיסה זו, נטען להלן, כי לכוח המצוי בידיהם של מנהלים ולרצונם לגרוף רווחים אישיים לכיסם, השפעה חשובה על עיצובם של הסדרי התגמול. אכן, גישת הכוח הניהולי יכולה לשפוך אור על מאפיינים רבים של נוף הסדרי התגמול למנהלים, שזה מכבר נתפסו כחידה בעיניהם של החוקרים העובדים במסגרתה של גישת ההתקשרות האופטימלית. נבהיר גם, כי השפעתם של המנהלים על הסדרי התגמול שלהם עלולה להשית מחיר כבד על בעלי המניות - נוסף לזה הנובע מעלות התגמול המופרות שמקבלים המנהלים - על ידי דילול ועיוות של תמריצי המנהלים, המביאים לפגיעה בביצועיה של החברה.

למרות שמבחינה מושגית, גישת הכוח הניהולי שונה למדי מגישת ההתקשרות האופטימלית, איננו מציעים את הראשונה כתחליף מלא לאחרונה. סביר להניח, כי הסדרי תגמול למנהלים מעוצבים גם על ידי כוחות השוק הדוחפים לכיווןן של תוצאות המשיאות את הערך הכלכלי, וגם על ידי השפעת המנהלים המובילה לסטיות מתוצאות אלו לכיוונים הרצויים יותר למנהלים. גישת הכוח הניהולי טוענת בפשטות, כי סטיות אלו הינן משמעותיות, וכי התקשרות אופטימלית לבדה אינה יכולה להסביר באופן מספק את הסדרי התגמול המקובלים.

### מגבלותיה של ההתקשרות האופטימלית

גישת ההתקשרות האופטימלית מכירה בכך, שמנהלים סובלים מבעיית נציג ולא שואפים, באופן אוטומטי, למקסם את ערך חלקם של בעלי המניות בחברה. לכן, חשוב להעניק להם

תמריצים הולמים. על פי גישת ההתקשרות האופטימלית, הדירקטוריון, בפועלו לטובת האינטרס של בעלי המניות, מנסה להעניק למנהלים תמריצים שכאלה בצורה משתלמת לחברה, זאת באמצעות עיצוב הסדרי התגמול שלהם.

חוזי התקשרות אופטימלית יכולים להיות תוצאה של משא ומתן בין הדירקטוריון למנהלים כצדדים בלתי-תלויים, או כתוצאה מאילוצים שמכתיב השוק ושמביאים את הצדדים להתקשר בחוזים שכאלה, למרות שאינם צדדים בלתי-תלויים. עם זאת, לא ניתן לצפות, שאחד מן הכוחות האלו ימנע סטיות משמעותיות מהתוצאות שהיו מושגות לו היה המשא ומתן מנוהל בין צדדים בלתי-תלויים לחלוטין.<sup>1</sup>

כשם שאין סיבה להניח שמנהלים ישאפו, באופן אוטומטי, למקסם את חלקם של בעלי המניות בחברה, כך אין סיבה להניח זאת, א-פריורי, גם ביחס לדירקטורים. אכן, אף התנהגותם של דירקטורים מושפעת מבעיית נציג, שפוגעת גם היא ביכולתם להתמודד בצורה יעילה עם בעיית הנציג המתעוררת ביחסים שבין המנהלים לבעלי המניות.

דירקטורים מעוניינים, בדרך כלל, להתמנות מחדש לדירקטוריון. התגמול הממוצע לדירקטור במאתיים החברות הגדולות בארצות הברית עמד בשנת 2001 על סכום של 152,626 דולר (Meyers, Pearl ושותפים, 2002). התגמול השנתי של הדירקטורים בפרשת "אנרו" הזכורה לשימצה עמד על סכום של 380,000 דולר (Abelson, 2001). מעבר לשכר האטרקטיבי, חברות בדירקטוריון מקנה, ברוב המקרים, יוקרה וקשרים עיסקיים וחברתיים בעלי ערך רב. מנהלים ממלאים תפקיד חשוב במינוי מחדש של דירקטורים לדירקטוריון. בשל כך, לדירקטורים ישנו, בדרך כלל, תמריץ להעדיף את המנכ"ל.

אין ספק ספקא, כי בעולם בו היו בעלי המניות בוחרים דירקטורים באופן אישי, ייתכן כי לאותם דירקטורים היה תמריץ לפתח מוניטין כעושי דברם של בעלי המניות. אולם, בחירות לדירקטוריון נעשות באמצעות רשימות מועמדים. בעלי מניות מתנגדים, אשר מציעים רשימות מועמדים משלהם, מתמודדים עם מכשולים רבים, ולכן התנגדויות שכאלה הינן נדירות מאד (Kahan ו-Bebchuk, 1990). בדרך כלל, רשימת המועמדים שמציגה ההנהלה היא הרשימה היחידה המוצעת.

המפתח לחברות בדירקטוריון נעוץ, לפיכך, ברשימת המועמדים שמציגה ההנהלה. מכיוון שהשפעת המנכ"ל על הדירקטוריון מעניקה לו השפעה כה משמעותית על הליך בחירת הדירקטורים, לדירקטורים יש תמריץ "לשתף פעולה" בעיצוב הסדרי התגמול של המנכ"ל, נושא הקרוב מאד לליבו של הלה - לפחות כל עוד נותרים הסדרי התגמול בטווח בו ניתן להגן עליהם ולהצדיקם בצורה סבירה. בנוסף, מכיוון שרשימת המועמדים של החברה היא המפתח למינוי לדירקטוריון, דירקטור המפתח לעצמו מוניטין של התמקחות עם המנכ"ל על נושא התגמול שלו עשוי לפגוע בסיכויו להיות מוזמן להצטרף כחבר דירקטוריון בחברות

1. בעלי המניות יכולים לנסות ולהתנגד להסדרי תגמול לא רצויים על ידי פנייה לבית המשפט. עם זאת, דיני החברות מונעים באופן יעיל למדי ביקורת שיפוטית של החלטות ביחס להסדרי תגמול (Fried, Bebchuk ו-Walker 2002 עמ' 779-781).

אחרות. סיבה נוספת להעדיף את המנכ"ל הינה, שהמנכ"ל יכול להשפיע על תגמול הדירקטורים ועל הטבות נילוות.

בדרך כלל, יש לדירקטורים רק החזקה סמלית בהון המניות של החברה (Jensen, Baker ו-Murphy, 1988, Holthausen, Core ו-Larcker, 1999). לכן, אפילו לדירקטור שלא רואה ערך רב בחברות בדירקטוריון כמעט ולא תהיה מוטיבציה אישית לריב עם המנכ"ל ועם חבריו בדירקטוריון על נושא הסדרי התגמול. מעבר לכך, לדירקטורים ישנה בדרך כלל בעיה להשיג מידע וייעוץ בלתי-תלויים על הסדרי תגמול מקובלים, הנחוצים כדי לקרוא תיגר בצורה יעילה על התשלום למנכ"ל.

לבסוף, כוחות השוק אינם חזקים ומדויקים דיים כדי להבטיח תוצאה של התקשרות אופטימלית. שווקים - כולל שוק השליטה, שוק ההון ושוק העבודה למנהלים - מטילים מגבלות מסויימות על מה שדירקטורים יסכימו לו, ועל מה שמנהלים יבקשו מדירקטורים לאשר. עם זאת, ניתוח שווקים אלו מצביע על כך, שהמגבלות הללו רחוקות מלהיות נוקשות, והן מאפשרות סטיות משמעותיות מהתקשרות אופטימלית (Fried, Bebchuk ו-Walker, 2002).

נציג, כדוגמה, את שוק השליטה - דהיינו, החשש מפני השתלטות. במקרים רבים יש לחברות מנגנוני הגנה משמעותיים מפני השתלטות. כך לדוגמה, ברוב החברות קיים מנגנון מינוי מדורג של דירקטורים לדירקטוריון (staggered board). מנגנון זה מונע ממשלת עוין להשיג שליטה בחברה עד לקיומן של שתי בחירות שנתיות עוקבות, ומאפשר למנהלים מכהנים לחסום, לעיתים קרובות, הצעות רכש עוינות שהינן אטרקטיביות לבעלי המניות. כדי להתגבר על התנגדותם של המנהלים המכהנים, המשתלט העוין צריך להיות מוכן לשלם פרמיה משמעותית; במהלך המחצית השנייה של שנות ה-90, הפרמיה הממוצעת בהשתלטויות עוינות היתה 40 אחוזים (Coates, Bebchuk ו-Subramanian, 2002). כוחו המשמעותי של שוק השליטה נחלש עוד יותר כתוצאה מקיומם של "מצנחי זהב" והטבות נוספות המוענקות למנהליה של חברת-היעד עם התרחשותו של שינוי מבנה בה. כך, שוק השליטה מותיר למנהלים מרחב תימרון ניכר ומאפשר להם להפיק טובות הנאה פרטיות.

ללא ספק, שוק השליטה עשוי להשית עלות מסויימת על מנהלים שהינם אגרסיביים במיוחד בהפקת רנטה (rent); בהמשך מאמר זה נציג ממצאים לפיהם מנכ"לים של חברות עם הגנה חזקה יותר בפני השתלטויות, מקבלים חבילות תגמול גדולות יותר ורגישות פחות לביצועים. הנקודה החשובה היא, ששוק השליטה כושל בהטלת מגבלות משמעותיות על הסדרי התגמול של המנהלים.

חלק מהתגובות למחקרנו המוקדם בסוגייה זו התבססו על כך שהניתוח שלנו, בדבר היעדר משא ומתן בין צדדים בלתי-תלויים, אינו חל על מקרים בהם הדירקטוריון מנהל משא ומתן על הסדרי תגמול עם מועמד לתפקיד מנכ"ל שבא מחוץ לחברה (לדוגמה, Murphy, 2002). עם זאת, למרות שסוג משא ומתן כזה עשוי להיות קרוב יותר למשא ומתן בין צדדים בלתי-תלויים מאשר משא ומתן שמנוהל עם מנכ"ל מכהן, תוצאתו עדיין רחוקה מזו של אמת מידה זו. בין השאר, דירקטורים שמנהלים משא ומתן עם מועמד חיצוני לתפקיד מנכ"ל יודעים, שאחרי שהמועמד יתמנה לתפקיד, תהיה לו השפעה על מינויים מחדש לדירקטוריון, על הסדרי התגמול שלהם ועל הטבותיהם הנילוות. הדירקטורים מעוניינים

גם לפתח קשרים אישיים ומקצועיים טובים עם האדם שצפוי לעמוד בראש החברה ולהיות חבר דירקטוריון בעצמו. בנוסף, בעוד שהסכמה לחבילת תגמול המיטיבה עם המועמד החיצוני כמעט ואינה פוגעת כלכלית בדירקטורים, כל נתק במשא ומתן עשוי להביך את הדירקטורים וממילא להכריח אותם לפתוח מחדש את הליך בחירת המנכ"ל, דבר אשר עלול להסב להם עלות אישית. לבסוף, זמנם המוגבל של הדירקטורים מאלץ אותם להסתמך על מידע שעובד והוצג להם על ידי האנשים העוסקים בתחום משאבי האנוש והסדרי התגמול בחברה. לכל אלה ישנו תמריץ לספק את רצונו של המנכ"ל הנכנס.

### גישת הכוח הניהולי

אותן סיבות המביאות להטלת ספק ביכולתה של גישת ההתקשרות האופטימלית להסביר הסדרי תגמול למנהלים הן שמרמזות גם, כי למנהלים יש השפעה משמעותית על קביעת התגמול שלהם. בנוסף, סיבות אלו מצביעות על כך שככל שגדל כוחם של המנהלים, כך גדלה יכולתם להפיק רנטות. יש גבול למה שדירקטורים יהיו מוכנים לקבל ולמה שהשווקים יתירו, אולם מגבלות אלו אינן מונעות ממנהלים להשיג הסדרי תגמול שהינם עדיפים בהרבה על מה שניתן היה להשיג באמצעות משא ומתן בין צדדים בלתי-תלויים.

נדבך חשוב של גישת הכוח הניהולי הוא עלויות ומגבלות של "תרעומת". חומרתן של המגבלות מולן מתמודדים מנהלים ודירקטורים תלויה, בחלקה, במידת ה"תרעומת" שצפוי לעורר הסדר תגמול מסוים בקרב גורמים רלוונטיים שהינם חיצוניים לחברה. תרעומת שכזו עלולה לגרום למבוכה לדירקטורים ולמנהלים, לנוק למוניטין שלהם, ואף לפגיעה בנכונות בעלי המניות לתמוך בנושאי המשרה המכהנים בקרבות הודעות עמדה (proxy contests) וכן בניסיונות השתלטות. ככל שהתרעומת שצפוי להצמיח הסדר תגמול מסוים תהיה גדולה יותר, נכונותם של הדירקטורים לאשרו תלך ותיפחת, ואילו המנהלים יהססו להציעו מלכתחילה. כך, אימוצו של הסדר תגמול המיטיב עם המנהלים, אך איננו אופטימלי עבור בעלי המניות, תלוי באופן שבו הוא נתפס על ידי גורמים חיצוניים לחברה.

ישנן ראיות לכך, שהאופן שבו מעוצבים הסדרי התגמול אכן מושפע מהדרך בה הם נתפסים בעיני גורמים חיצוניים לחברה. Porter, Johnson ו-Shackell (1997) מצאו, שמנכ"לים של חברות, שהסדרי התגמול בהן זכו במהלך השנים 1992-1994 לכיסוי תקשורתני שלילי, קיבלו בסופו של דבר תוספות תגמול קטנות יחסית, ורגישות התגמול לתפקודו של המנהל עלתה. Martin ו-Thomas (1999) מצאו, כי בחברות בהן התקבלו במהלך שנות ה-90 החלטות בעלי מניות שמתחו ביקורת על הסדרי התגמול של המנכ"ל, הופחת תגמול המנכ"ל השנתי ב-2.7 מיליון דולר בממוצע בשנתיים שלאחר קבלת ההחלטה.

החשיבות הפוטנציאלית של מחירי ה"תרעומת" ושל האופן בו תופסים גורמים חיצוניים לחברה את הסדרי התגמול של המנהלים, מסבירה גם את חשיבותו של נדבך נוסף של גישת הכוח הניהולי - "הסוואה". על מנת למנוע או לצמצם את ה"תרעומת" הנגרמת מהכרה של גורמים חיצוניים לחברה בניסיונם של המנהלים לגרוף רווחים לכיסם הפרטי, יש למנהלים תמריץ משמעותי להסתיר או להכשיר או, באופן כללי יותר, להסוות - את הניסיון שלהם להפיק רנטות. הרצון העז להסוות עלול להביא לאימוצם של הסדרי תגמול לא יעילים,

שפוגעים בתמריצי ההנהלה ובביצועיה של החברה. מסתבר, שמושג ההסוואה יכול להיות שימושי למדי לשם הסברתן של תופעות המהוות חידה בנוף הסדרי התגמול למנהלים.

החשיבות של האופן בו נתפסים הסדרי תגמול למנהלים משמעה, כי לפחות בכל הקשור לתחום זה, השקיפות שבגילוי היא מהותית. כלכלני מימון מתמקדים לעיתים קרובות בתפקיד שממלא הגילוי בתהליך הפנמתו של מידע אל תוך מנגנון התמחור של השוק. סברה מקובלת מאד היא, שמידע יכול להשתקף במחירי מניות, כל עוד הוא ידוע למספר מצומצם של מומחים הפועלים בשוק, ומוכן על ידיהם במלואו. עם זאת, בהקשר של תגמול מנהלים, יכולתם של אלו המעצבים את הסדרי התגמול לבחור בהסדרים המיטיבים עם המנהלים תלויה באופן שבו נתפסים ההסדרים הללו על ידי קבוצה גדולה הרבה יותר של גורמים חיצוניים לחברה. כתוצאה מכך, למידת השקיפות והבולטות של הגילוי יכול להיות אפקט משמעותי על תגמול המנכ"ל.

Murphy (2002) ו-Hall ו-Murphy (2003) טוענים, שהגישה שלנו אינה יכולה להסביר את העלייה שחלה בתגמול המנהלים במהלך שנות התשעים. לגישתם, כוחם של המנכ"לים פחת במהלך תקופה זו. עם זאת, כשלווקחים בחשבון את ההתחזקות שחלה במהלך שנות התשעים בהגנות בפני השתלטות, אין זה ברור כלל וכלל שכוחם של המנהלים פחת במהלך תקופה זאת. בכל מקרה, העלייה בתגמול המנהלים במהלך שנות התשעים לא נבעה משינויים בכוח הניהולי כי אם מגורמים אחרים, אשר אף אחד מהם אינו סותר את גישת הכוח הניהולי.

ראשית, רגולטורים ובעלי מניות עודדו שימוש בהסדרי תגמול המבוססים על מניות במטרה לעשות את התגמול רגיש יותר לביצועים. המנהלים ניצלו מגמה זו והשתמשו בהשפעתם כדי להשיג הסדרי תשלום ניכרים באמצעות אופציות, וזאת מבלי לוותר על תשלומים מקבילים במזומן. יתר על כן, האופציות שקיבלו המנהלים לא יצרו קשר הדוק בין ביצועיהם לבין התגמול שלהם, אלא איפשרו להם לקטוף פירות מעליות במחיר המניה שנבעו כתוצאה ממגמות של השוק או של הענף עליהם לא היתה למנהלים השפעה. כתוצאה מכך, מנהלים יכלו לגרוף רווחים גדולים הרבה יותר מאלו שהיו צומחים להם מתוכניות אופציות יעילות יותר. שנית, בגלל שבאופן היסטורי, תגמול המנהלים מתואם עם שווי השוק של החברה, העליות בשוקי המניות בשנות התשעים, שסחפו עימן גם חברות רבות שביצעיהן היו ירודים, סיפקו הצדקה נוחה לתוספות תגמול משמעותיות ברוב החברות.

שלישית, זינוקים בשוקי המניות מחלישים את מגבלות ה"תרעומת"; קיימת סבירות קטנה יותר שבעלי מניות אחוזי-שיכרון יבחנו בקפידה הסדרי תגמול נדיבים ויתנגדו להם באותו אופן שבו הירידות האחרונות שחלו בשוק חיזקו את נטיית בעלי המניות לעשות.

## כוח והסוואה

להלן נדגים את הערך הגלום בגישת הכוח הניהולי בכך שנדון בארבע פרקטיקות או דפוסי פעולה שיכולים להיות מוסברים, באופן חלקי לפחות, על ידי המושגים כוח והסוואה:

היחס בין כוח לתגמול; השימוש ביועצי תגמול; תגמול מוסווה; ותשלומי חינם למנהלים פורשים.

### יחסי כוח-תגמול

גישת הכוח הניהולי צופה, כי התגמול יהיה גבוה יותר ו/או רגיש פחות לביצועים בחברות בהן למנהלים יש כוח רב יותר. בהנחה שכל שאר הגורמים האחרים קבועים, למנהלים ישנו כוח רב יותר כאשר:

- (1) הדירקטוריון חלש יחסית או בלתי-אפקטיבי;
- (2) אין בעל מניות חיצוני גדול;
- (3) ישנם פחות בעלי מניות מוסדיים; או
- (4) המנהלים מוגנים על ידי הסדרים המונעים השתלטות.

ישנן ראיות לכך, שכל אחד ממצבים אלו משפיע על הסדרי התגמול למנהלים בדרך אותה צופה גישת הכוח הניהולי.

תגמול מנהלים גבוה יותר כשהדירקטוריון חלש יחסית או בלתי-אפקטיבי לעומת המנכ"ל. Holthausen, Core ו-Larcker (1999) מצאו, שתגמול המנכ"ל יהיה גבוה יותר בנסיבות הבאות: כאשר הדירקטוריון גדול - דירקטוריון גדול מקשה על דירקטורים להתארגן כנגד המנכ"ל; כאשר מספר הדירקטורים החיצוניים שמונו על ידי המנכ"ל הוא גדול, מה שמביא לכך שהם חשים אסירי תודה או מחוייבים למנכ"ל; וכאשר הדירקטורים החיצוניים מכהנים בשלושה דירקטוריונים או יותר, וכך ניתן להסיח דעתם ביתר קלות. כמו כן, תגמולו של מנכ"ל גבוה ב-20-40 אחוזים אם הוא מכהן כיושב ראש הדירקטוריון (Cyert, Kumar ו-Kang, Core; 2002; Holthausen, Core ו-Larcker, 1999). לבסוף, תגמולו של מנכ"ל מושפע ביחס הפוך לשיעור הבעלות במניות של חברי ועדת התגמול של הדירקטוריון; הכפלת שיעור אחזקת המניות של חברי ועדת התגמול של הדירקטוריון מפחיתה את סכום התגמול שאינו שכן ב-4-5 אחוזים (Kumar ו-Kang, Cyert, 2002).

נוכחות בעל מניות חיצוני גדול צפויה להביא, במקרים רבים, לפיקוח הדוק יותר (Shleifer ו-Vishny, 1986), ויכולה לבוא לידי ביטוי גם בהפחתת השפעתם של מנהלים בכירים על התגמול שלהם. בקנה אחד עם אבחנה זו, Kumar ו-Kang, Cyert (2002) מוצאים, כי תגמול המנכ"ל מתואם שלילית עם שיעור הבעלות במניות של בעל המניות הגדול ביותר; הכפלת שיעור הבעלות של בעל מניות המיעוט מפחיתה את התגמול המשולם למנכ"ל מעבר למשכורתו ב-12-14 אחוזים. Bertrand ו-Mullainathan (2000) מצאו שמנכ"לים של חברות, שאין בהן בעל מניות חיצוני ששיעור אחזקותיו הינו 5 אחוזים (או יותר), נוטים לקבל תגמול שהינו יותר "מבוסס על מזל" - תגמול הקשור לרווחים שנבעו באופן בלעדי מגורמים חיצוניים (כגון שינוי במחירי הנפט או בשערי החליפין) - מאשר תגמול המבוסס על מאמצי המנהלים. עוד הם מצאו, שבחברות בהן אין בעל מניות חיצוני גדול, התגמול במזומן של המנהלים הוקטן פחות כאשר התגמול מבוסס-האופציות שלהם עלה. בהקשר זה, Benz, Stutzer ו-Kucher (2001) בחנו את 500 החברות בדירוג Standard & Poor במהלך השנים 1997-1997 ומצאו, שריכוז גדול יותר של בעלי מניות מביא להקטנה מובהקת של מספר אופציות המוענקות למנהלים בכירים.

ריכוז גדול יותר של בעלי מניות מוסדיים עשוי להביא לפיקוח ולביקורת הדוקים יותר על המנכ"ל ועל הדירקטוריון. Hartzell ו-Starks (2002) בחנו את תגמול המנכ"לים בקרוב ל-2000 חברות במהלך השנים 1991-1997 ומצאו, שתגמול המנהלים פוחת ככל שריכוז בעלי המניות המוסדיים עולה. עוד נמצא, שנוכחות גדולה יותר של בעלי מניות מוסדיים מביאה לתגמול רגיש יותר לביצועים. David, Kochar ו-Levitas (1998) שבחנו את תגמול המנכ"לים ב-2000 החברות הגדולות ביותר במהלך השנים 1990-1994, גילו כי השפעת בעלי המניות המוסדיים על תגמול המנכ"ל תלויה ביחסים שיש לראשונים עם החברה. הם חילקו את בעלי המניות המוסדיים לשתי קטגוריות:

- (1) אלו שאין להם כל קשר עיסקי אחר עם החברה, ולכן איכפת להם רק מערך המנייה (בעלי מניות מוסדיים "עמידים ללחצים");
- (2) אלו שיש להם קשר עיסקי אחר עם החברה (כגון ניהול קרן פנסיה), ולכן הם פגיעים יותר כתוצאה מלחצים של ההנהלה (בעלי מניות מוסדיים "רגישים ללחצים"). כפי שחזרה גישת הכוח הניהולי, תגמול המנכ"ל מתואם בצורה שלילית עם נוכחותם של בעלי מניות מוסדיים "עמידים ללחצים", ומתואם בצורה חיובית עם נוכחותם של בעלי מניות מוסדיים "רגישים ללחצים".

אימוץ הוראות שתכליתן לסכל השתלטות הופך את המנכ"ל פגיע פחות להשתלטות עוינת. Brunarski, Borokhovich ו-Parrino (1997) מצאו, כאשר בחנו 129 חברות אשר אימצו הוראות שתכליתן לסכל השתלטות עוינת (כגון דרישות רוב מיוחס) במהלך השנים 1979-1987, כי מנכ"לים של חברות שאימצו הוראות שכאלה נהנו מתגמול גבוה מהמקובל בשוק לפני שאומצו ההוראות, וכי אימוץ ההוראות הביא לעלייה ניכרת נוספת בתגמול שלהם. קשה להסביר ממצא זה בקלות על ידי גישת ההתקשרות האופטימלית; אכן, אם המשרה של המנהלים מובטחת יותר, בעלי המניות צריכים להיות מסוגלים לשלם להם פרמיית סיכון נמוכה יותר (Agrawal ו-Knoeber, 1998). במחקר נוסף, Cheng, Nagar ו-Rajan (2001) מצאו, כי מנכ"לים של חברות אשר נמנות עם 500 החברות הגדולות על פי Forbes, ואשר זכו להגנתה של חקיקה שחוקקה במהלך השנים 1984-1991 אשר קבעה הוראות שתכליתן לסכל השתלטות עוינת, הפחיתו את שיעור אחזקת המניות שלהם ב-15 אחוזים במוצע, ככל הנראה מכיוון שמניות אלו לא היו נחוצות יותר לשם שמירת השליטה. גישת ההתקשרות האופטימלית עשויה לחזות שמנכ"ל, המוגן על ידי הוראות שתכליתן לסכל השתלטות עוינת, יידרש לקנות יותר מניות על מנת להשיב לקדמותו את התמריץ שלו למקסם את חלקם של בעלי המניות בחברה.

#### יועצי תגמול

חברות ציבוריות אמריקאיות מעסיקות, בדרך כלל, יועצים חיצוניים שתפקידם לספק מידע בתהליך עיצוב הסדרי התגמול למנהלים (Bizjack, Lemmon ו-Naveen, 2000). אפשר להסביר את השימוש בשירותיהם של יועצי תגמול במסגרת גישת ההתקשרות האופטימלית בכך שהם מספקים מידע שימושי ותורמים מניסיונם לתהליך עיצוב התגמול. על אף שיכול להיות תפקיד שימושי ליועצי תגמול, הם יכולים גם לסייע בהסוואת רנטות. תמריציהם של יועצי התגמול - והממצאים הנוגעים לאופן בו נעשה שימוש בשירותיהם - מצביעים על כך, שלעיתים קרובות נעשה שימוש בשירותיהם של היועצים על מנת להצדיק את תגמול המנהלים ולא על מנת לבצע אופטימיזציה שלו.



ליועצי תגמול יש תמריצים חזקים להשתמש בשיקול דעתם באופן שייטיב עם המנכ"ל. אפילו אם המנכ"ל אינו נוטל חלק פעיל בבחירתם של היועצים, הם נבחרים בדרך כלל על ידי מחלקת משאבי אנוש של החברה, שכפופה למנכ"ל. ייעוץ אשר פוגע בכיסו הפרטי של המנכ"ל אינו דרך טובה להגדיל את סיכויו של היועץ להישכר בשנית על ידי החברה ששכרה את שירותיו, או על ידי כל חברה אחרת. יתר על כן, מומחים לענייני תגמול עובדים לעיתים קרובות בחברות ייעוץ, שיש להן תיקים נוספים, גדולים הרבה יותר, עם החברה שוכרת השירותים. הדבר מעוות עוד יותר את תמריצייהם של יועצי התגמול (Crystal, 1991).

יועצי תגמול יכולים להעדיף את האינטרסים של המנכ"ל על ידי מסירת מידע שהינו שימושי להצדקתן של רמות תגמול גבוהות. לדוגמה, כשביצועיה של החברה טובים, היועצים יכולים לטעון שהתגמול צריך לשקף את הביצועים ורמתו צריכה להיות מעל הממוצע בענף - ולבטח מעל רמת התגמול של מנכ"לים שתפקודם גרוע. בניגוד לכך, כשביצועיה של החברה גרועים, היועצים לא יתמקדו במסירת מידע הקשור לביצועים, אלא במידע על התגמול בקרב קבוצת השוואה רלוונטית. הם יטענו, שתגמול המנכ"ל צריך להיות גבוה יותר באופן שישקף את הרמות הנהוגות בענף (Gillan, 2001).

אחרי שיועץ התגמול אוסף ומציג את המידע ההשוואתי "הרלוונטי", הדירקטוריון בדרך כלל קובע רמת תגמול למנכ"ל, שהינה שווה או גבוהה מרמת התגמול החיצונית הנהוגה בקבוצת השוואה. לאחר שסקרו פרוטוקולים של ועדות תגמול ב-100 חברות גדולות, דיווחו Bizjack, Lemmon ו-Naveen (2000) כי 96 מהן השתמשו בקבוצות השוואה בקביעת תגמול המנהלים, וכי רוב החברות אשר עושות שימוש בנתוני קבוצות השוואה, קובעות את רמת התגמול מעל האחוזון החמישים של קבוצות אלו. השילוב בין יועצי תגמול תומכים לבין דירקטוריון אוהד גורם, באופן חלקי, לתופעת "הניפוח כלפי מעלה" של תגמול המנהלים (Murphy, 1999, עמ' 2525).

לאחר שהדירקטוריון מאשר את חבילת התגמול, החברה עושה שימוש ביועצי תגמול ובדו"חות שהם מכינים, על מנת להצדיק את תגמול המנהלים בפני בעלי המניות. לאחר שבחנו את 500 החברות בדירוג Standard & Poor's במהלך השנים 1987-1992, מצאו Wade, Porac ו-Pollack (1997), כי יש סבירות גבוהה יותר שחברות שמשלמות למנכ"לים שלהן משכורת גבוהה יותר, או חברות עם בעלי מניות חיצוניים מרוכזים ופעילים יותר, יצטטו סקרים ויועצי תגמול בהודעות-עמדה שהן שולחות לבעלי המניות, אשר נועדו להצדיק את התשלום למנהלים. מחקר זה מצא גם, כי כאשר התשואות החשבונאיות גבוהות, חברות נוטות להדגיש אותן ולהפחית את תשואות השוק.

### תגמול מוסווה

כפי שצינו במאמר אחר ב-Bebchuk ו-Fried (2003), חברות משתמשות בפרקטיקות ההופכות את הנתונים אודות התגמול הכולל של מנהליהן ואודות המידה שבה הוא מנותק מביצועי המנהלים, לשקופים פחות. בין ההסדרים בהם נוקטות חברות על מנת להסוות את רמת התגמול ואת אי-רגישותו, ניתן להזכיר את תוכניות הפנסיה, התגמול הנדחה, ההטבות שלאחר פרישה וחוזי הייעוץ.

רוב ההטבות הניתנות למנהלים בדמות תוכניות פנסיה או תגמול נדחה אינן נהנות מסובסידיות המס הנכבדות החלות על הסדרי פרישה רגילים הניתנים לעובדים אחרים. בכל הקשור למנהלים, הסדרים אלו מסיטים את מרבית החבות במס מהמנהל אל החברה, בדרך אשר מביאה לעיתים להגדלת סך חבות המס של שני הצדדים. מידת היעילות בהענקת תגמול למנהלים באמצעות הטבות פרישה בעין או דמי ייעוץ שלאחר פרישה אף היא רחוקה מלהיות ברורה. עם זאת, כל ההסדרים הללו הופכים את התגמול לבולט פחות.

בין השאר, בהתאם לחוקים המסדירים את נושא הדיווח כיום, חברות לא צריכות לנקוב בערך דולרי של תגמול הניתן למנהליהן לאחר פרישתם. הן גם לא צריכות לכלול נתונים על תגמול זה בטבלאות התגמול המופצות בדוחותיהן הפומביים. למרות שיש לציין את עצם קיומם של הסדרי פרישה למנהלים במקומות מסוימים בדו"חות הפומביים של החברה, גילוי זה בולט פחות, שכן גורמים חיצוניים לחברה מתמקדים לרוב בערכים הדולריים המדווחים בטבלאות התגמול. אכן, הנתונים המופיעים בטבלאות התגמול משמשים לצרכי בניית מאגר המידע של ExecuComp, שהינו הבסיס לרוב העבודה האמפירית הנעשית אודות תגמול המנהלים.

הפרקטיקה של מתן הלוואות למנהלים היתה מקובלת בנוסף להסוואת תגמול. למרות שכעת חוק Sarbanes-Oxley משנת 2002, אוסר הלוואות כאלה, לפני כניסתו של החוק לתוקף יותר מ-75 אחוזים מ-1,500 החברות הגדולות ביותר בארצות הברית הילוו כספים למנהלים (King, 2002). אין זה ברור מאליו, שמתן הלוואות למנהלים על ידי חברות (ולא על ידי בנקים) - או מתן תגמול בדמות שיעורי ריבית מועדפים - הינו דבר יעיל. עם זאת, מתן הלוואות הינו אמצעי שימושי להפיכת תגמול המנהלים לבולט פחות.

ראשית, התגמול המדויק שניתן למנהלים באמצעות הלוואות בריבית נמוכה מריבית השוק אינו מופיע, לעיתים קרובות, בטבלאות התגמול אשר נכללות בדו"חות השנתיים של החברות. נציבות ניירות הערך האמריקאית קבעה אומנם, שחברות חייבות לגלות בסעיף "תגמול שנתי אחר" בדוחותיהן את הפרש שבין הריבית ששולמה בפועל על הלוואות המנהלים ובין "ריבית השוק". עם זאת, הנציבות לא הגדירה את המונח "ריבית השוק", והחברות פירשו אותו באופן כזה שאיפשר להם שלא לכלול בטבלאות התגמול את ערך של סובסידיות ריבית גבוהות.

לדוגמה, חברת WorldCom לא כללה בטבלאות התגמול שלה כל דיווח על ההכנסה שצמחה למנכ"ל שלה, ברנרד אָבֶרס, מהלוואות בסך 400 מיליון דולר שקיבל מהחברה בריבית בשיעור של 2.15 אחוזים; מאוחר יותר, ניסתה החברה להצדיק את אי-הדיווח בנימוק שריבית בשיעור של 2.15 אחוזים היתה "ריבית השוק" בה קיבלה החברה הלוואות מאחד ממכשירי האשראי שלה. עם זאת, ריבית בשיעור של 2.15 אחוזים היתה נמוכה בהרבה מריבית בשיעור של 5 אחוזים שהיה אָבֶרס משלם על הלוואות בשוק החופשי באותה העת. כמובן, קיומן של הלוואות ותנאיהן (אך לא אומדן של טובת ההנאה הניתנת) היו צריכים להיות מצויינים במקום כלשהו בדוחותיה הפומביים של החברה כעסקאות עם בעל עניין.

עם זאת, דיווח שכזה פחות בולט, מכיוון שגורמים חיצוניים לחברה, שמתעניינים בתגמול המנהלים שלה, מתמקדים לרוב בטבלאות התגמול. אכן, במקרה של אָבֶרס, ההלוואות שקיבל לא זכו לכל כיסוי תקשורתי או ביקורת חיצונית (עד שחברת WorldCom הסתבכה

בשערורייה חשבונאית) למרות הרווח הגדול שגרף בשל שיעורי הריבית על ההלוואות, שהיו נמוכים בצורה קיצונית.

דרך נוספת בה הלוואות שימשו לצרכי הסוואה היתה מחילה על הלוואות. חברות שנתנו למנהלים הלוואה לצרכי רכישת כמות גדולה של מניות, לא היו דורשות, לעיתים קרובות, פירעון מלא של ההלוואה אם ערך המניות היה נופל מתחת לסכום ההחזר על ההלוואה. כתוצאה מכך, ההסדר היה דומה (אם כי, כפי שניתן להראות, פחות יעיל מבחינה מיסויית) להענקת אופציה למנהלים לרכוש מניות במחיר השווה לסכום יתרת ההלוואה. עם זאת, על הענקת אופציות יש לדווח בשנה בה הן ניתנו בטבלאות התגמול הפומביות של החברה.

בניגוד לכך, חברה שמעניקה הלוואה, ביודעה שישנה סבירות מסוימת כי תמחל עליה אם מחיר המניה יירד, לא צריכה להכליל את ערך האופציה הגלומה בהסדר בטבלאות התגמול הפומביות שלה לאותה השנה. אכן, אם מחיר המניה יירד, קיימת סבירות גבוהה כי החברה תמחל על ההלוואה במועד בו יעזוב המנהל את החברה. במועד זה, התרעומת שתיגרם כתוצאה ממחילת החברה על ההלוואה לא צפויה להשפיע על המנהל באופן אישי. לדוגמה, כאשר חברת Webvan הפכה לחדלת פירעון, היא מחלה למנכ"ל שלה, ג'ורג' שאהין, שהתפטר זמן קצר לפני כן, על הלוואה בסכום של 6.7 מיליון דולר, בתמורה למניות החברה בשווי 150,000 דולר (Lublin, 2002).

### תשלומי-חינם לפרישה

במקרים רבים, דירקטוריונים מעניקים למנכ"לים פורשים תשלומים והטבות אשר אינם כלולים במסגרת חוזה התגמול של המנכ"ל. תשלומים אלו נפוצים אפילו במקרים בהם המנכ"ל מתפקד בצורה גרועה כל כך עד כי הדירקטוריון מרגיש מחוייב להחליפו.

חוזי תגמול מעניקים, בדרך כלל, פיצויי פיטורים נכבדים למנהלים, אפילו אם הם עוזבים את החברה בעקבות ביצועים גרועים במיוחד. הסדרי "נחיתה רכה" שכאלו מעניקים למנהלים ביטוח מפני פיטורין בעקבות ביצועים לקויים. אין זה ברור כלל, שהסדרים מסוג זה משקפים התקשרות אופטימלית; ככלות הכל, הם מצמצמים את ההבדלים בין תמורה על תפקוד טוב לתמורה על תפקוד רע, הבדלים שחברות משקיעות כל כך הרבה כסף על מנת ליצור. עם זאת, מוקד הדיון שלנו כאן הינו התשלומים החורגים מעבר למסגרת פיצויי הפיטורים המוגדרים בחוזה.

לדוגמה, כאשר מנכ"לית חברת Mattel, ג'יל באראד, התפטרה "תחת אש", הדירקטוריון מחל לה על הלוואה בסכום של 4.2 מיליון דולר, העניק לה 3.3 מיליון דולר נוספים במזומן כדי לפרוע תשלום של מיסים בהם חוייבה כתוצאה ממחילה על הלוואה אחרת, ואיפשר לה לממש אוטומטית אופציות שטרם הגיע מועד מימושן. הטבות חינם אלו ניתנו לה בנוסף להטבות ניכרות בהן זכתה מכוח הסכם ההעסקה שלה, שכללו תשלום סיום העסקה בסכום של 26.4 מיליון דולר וזרם תשלומי פרישה בסכום של למעלה מ-700 אלף דולר בשנה.

אין זה קל ליישב תשלומי מתנה אלה עם גישת ההתקשרות האופטימלית, המבוססת על משא ומתן בין צדדים בלתי-תלויים. לדירקטוריון יש סמכות לפטר את המנכ"ל ולשלם לו

את פיצויי הפיטורים החוזיים. כך, אין כל צורך "לשחד" מנכ"ל שביצעו גרועים, לוותר על משרתו. בנוסף, האיתות ששולחים תשלומי הפרישה רק יחליש את תמריצו של המנכ"ל הבא לתפקד כראוי.

לעומת זאת, הענקת תשלומי פרישה עולה בקנה אחד עם קיומה של השפעה של המנהלים על הדירקטוריון. בגלל יחסיהם עם המנכ"ל, עשויים להיות דירקטורים מסויימים שלא יהיו מוכנים להחליפו, אלא אם כן ינהגו בו בנדיבות יתרה. דירקטורים אחרים, שאולי יהיו מוכנים להחליף את המנכ"ל בכל מקרה, עשויים לגלות נכונות ללוות את המהלך בתשלומי פרישה, שיפחיתו את חוסר הנוחות שהם חשים בשל הפיטורין ויהפכו את התהליך הקשה לנעים יותר ומתוח פחות. בכל המקרים הללו, נכונותם של הדירקטורים להעניק תשלומי מתנה למנכ"ל (שביצעו גרועים) נובעת מיחסיו של המנכ"ל עם הדירקטורים.

חשוב לציין, שאם לוקחים את השפעת המנהלים כנתון - הענקת תשלומי חינוך למנכ"לים מפוטרים עשויה להיות משתלמת לבעלי המניות במקרים מסויימים. אם ישנם דירקטורים רבים שהינם נאמנים למנכ"ל, תשלומים כאלה עשויים להיות הכרחיים על מנת לגבש את הרוב הדרוש להחלפתו. במקרה כזה, הפרקטיקה הקיימת תסייע לבעלי המניות אשר להם עזיבתו של המנכ"ל משתלמת וחשובה יותר מאשר עלותם של תשלומי הפרישה. עם זאת, למטרותינו שלנו, מה שחשוב הוא שתשלומי המתנה משקפים את קיומה וחשיבותה של השפעת המנהלים, בין שהם משתלמים לבעלי המניות ובין אם לאו.

## הסדרי תגמול תת-אופטימליים

### תשלום ללא ביצועים

הסדרי תגמול של התקשרות אופטימלית עשויים להביא לצורך בתגמול גבוה מאד למנהלים, אם תגמול כזה נחוץ כדי להקנות למנהלים תמריצים חזקים על מנת להגדיל את שווי אחזקותיהם של בעלי המניות בחברה (Murphy ו-Jensen, 1990). עם זאת, הבעיה של הסדרי התגמול הקיימים הינה, שהתגמול הנדיב שניתן למנהלים קשור באופן חלש בלבד לביצועיהם. הנתק שבין התגמול לביצועים מהווה חידה מנקודת מבטה של גישת ההתקשרות האופטימלית.

זה זמן רב נשמעת ביקורת על הקשר החלש שבין החלק המשמעותי של תגמול המנהלים, שאינו גמול מבוסס על מניות, לבין ביצועי המנהלים. במהלך שנות התשעים לא היה כל מיתאם מובהק בין תגמול המנכ"לים והבונוסים שלהם לבין ביצועי החברות שלהם, כשהם מותאמים לביצועים בענף (Murphy, 1999). בנוסף, יש ראיות לכך שתגמול המנהלים במזומן עולה כשרווחיה של החברה גדלים מסיבות שכלל אינן קשורות למאמצי המנהלים (Lopez-de-Silanes, Blanchard ו-Shleifer, 1994; Bertrand ו-Mullainathan, 2001). זאת ועוד, מנהלים מקבלים תגמול רב, שאינו תגמול מבוסס-מניות, מכוחם של הסדרים שזכו לתשומת לב מועטה מצידם של כלכלני מימון - לדוגמה, פנסיות, תגמול נדחה והלוואות - וגם תגמול זה אינו רגיש, באופן יחסי, לביצועי המנהלים.

לאור הקשר ההיסטורי החלש בין ביצועי מנהלים לבין התגמול שלהם אשר אינו תגמול מבוסס-הון, בעלי מניות ורגולטורים נשאו עיניהם בתקווה שהתגמול המבוסס על מניות ייצור את הקשר המבוקש בין תגמול וביצועים. בתחילת שנות התשעים ניסו משקיעים מוסדיים ורגולטורים פדרליים לעודד את השימוש בסוג תגמול זה, וכך אירע שבמהלך העשור האחרון חל גידול דרמטי בשימוש שנעשה בתוכניות אופציות. עם זאת, ולרוע המזל, מנהלים עשו שימוש בהשפעתם על מנת להשיג תוכניות אופציות אשר סוטות משמעותית מהתקשרות אופטימלית, באופן המיטיב עימם.

ברצוננו להדגיש את תמיכתנו החזקה במושג של תגמול מבוסס-הון. תגמול שכזה, אם הוא מתוכנן בצורה טובה, עשוי להעניק למנהלים תמריצים רצויים עד מאד. עם זאת, "השטן מצוי בפרטים". נדון להלן במספר מאפיינים חשובים של תוכניות אופציות קיימות, שקשה להצדיקם מנקודת מבטה של גישת ההתקשרות האופטימלית, אך ניתן להסבירם ללא קושי על פי גישת הכוח הניהולי: העובדה שתוכניות אופציות אינן מסננות רווחים בלתי-צפויים; השימוש האחיד כמעט באופציות בכסף; החופש הנרחב הניתן למנהלים להיפטר מאופציות וממניות.

שאלה מעניינת שעשויה להישאל הינה, מדוע מנהלים שונאי-סיכון לא משתמשים בהשפעתם כדי להשיג משכורות גבוהות יותר במזומן במקום באופציות. אם נחזיק את תוחלת הערך הנוסף של התגמול קבועה, מנהלים אכן מעדיפים לקבל תגמול במזומן. עם זאת, למנהלים שביקשו להגדיל את התגמול שלהם במהלך שנות התשעים, לא היתה בחירה בין תגמול נוסף במזומן או תגמול נוסף באופציות, עם אותה תוחלת ערך. במקום זאת, התלהבותם של גורמים חיצוניים לחברה מתגמול מבוסס-הון איפשרה למנהלים להשיג תגמול נוסף בדמותן של אופציות, מבלי להביא להפחתת התגמול שלהם במזומן.

מעבר לכך, התועלת שהיתה צפויה לצמוח מהתמריצים המשופרים סיפקה סיבות, שניתן היה להגן עליהן, למתן תוספות תגמול ניכרות. בעוד שמנכ"ל Apple, סטיב ג'ובס, הצליח להשיג לאחרונה, אם כי תחת מחאה מסוימת, חבילת אופציות ששוויה למעלה מחצי מיליארד דולר, תגמול במזומן בסדר גודל שכזה הינו (עדיין) בלתי מתקבל על הדעת. העובדה שתוכנית אופציות מתוכננת טוב יותר היתה מסוגלת להביא לאותם תמריצים, הרבה יותר בזול, אינה בולטת דיה כדי להפוך את התוכניות הקיימות כיום לבלתי מוצדקות בעליל.

#### תוכניות אופציות כושלות בסינונם של רווחים לא קשורים

מאפיין נפוץ ונמשך של תוכניות אופציות הינו, שהן אינן מסננות עליות בשער המניה, שהן תוצאה של תנודות שוק כלליות או ענפיות אשר אינן קשורות כלל לביצועיהם של המנהלים. בהתאם לתנאיהן של תוכניות האופציות הקיימות כיום, אפילו מנהלים שהחברות שלהם מתפקדות בצורה גרועה ביחס למוצק בשוק או בענף, יכולים לגרוף רווחים ניכרים. קשה להסביר, במסגרת גישת ההתקשרות האופטימלית, תגמול ניכר למנהלים עבור עליות בשער המניה שאין להן דבר וחצי דבר עם ביצועיהם. ניתן לעשות שימוש בסכום הכסף הנכבד אותו מוציאים כיום לתגמול מנהלים בגין עליות שערים הנובעות מתנודות השוק או הענף לצרכי הגברת תמריצים (לדוגמה, על ידי מתן למנהלים

כמות גדולה של אופציות המקושרות באופן הדוק יותר לביצועיהם). לחלופין, ניתן לחסוך את סכום הכסף, תוך החלשה מועטה של התמריצים.

קיימות דרכים רבות ושונות לעצב את מה שאנו מכנים "תוכניות אופציות בניכוי רווחים לא קשורים" - תוכניות אופציות שמסננות באופן מלא או חלקי עליות בשער המניה אשר אינן קשורות לביצועי המנהלים. גישה אחת, המוזכרת רבות בכתביה האקדמית, היא יצירת קשר בין מחיר המימוש של האופציה למדד שוקי או ענפי (לדוגמה, Rappaport, 1999). אסטרטגיה אחרת הינה התניית מימוש האופציות בכך שהחברה תשיג יעדי ביצוע מסוימים. יעדים אלו יכולים להיות קשורים למחיר המניה, הרווח למניה או כל מדד אחר לביצועי החברה.

כשמחיר המימוש של אופציה צמודה קשור לממוצעי השוק או הענף, יש הסתברות גבוהה לכך, שהמנהל לא יפיק כל רווח מתוכנית האופציות. אם אפשרות כזו אינה רצויה, ניתן לעצב בקלות תוכנית אופציות המפחיתה רווחים בלתי-צפויים אשר תניב סיכוי גדול יותר לתשלום. לדוגמה, ניתן להצמיד את מחיר המימוש, במקום לשינויים בענף או בשוק, לשינויים במדד בעל רף נמוך יותר - למשל, למחיר המניה של חברה המצויה באחוזון העשרים של השוק או הענף. במסגרת תוכנית אופציות כזו, למנהלים יהיה סיכוי של 80 אחוזים להשיג ביצועים טובים יותר מהרף שנקבע, ולקבל תשלום על כך. המנהלים לא ירוויחו דבר, כפי שלא היו מרוויחים דבר במסגרת תוכנית אופציות רגילה, אם ביצועיהם יביאו את החברה אל האחוזון העשרים או מתחתיו.

בהינתן המגוון הרחב האפשרי של אופציות המפחיתות רווחים בלתי-צפויים, והיתרונות הפוטנציאליים שהן טומנות בחובן, סביר להניח, כי היה זה אופטימלי אם חברות רבות היו מסננות לפחות חלק מהעלייה בשערי מניותיהן, שאין לה דבר וחצי דבר עם ביצועי המנהלים. עם זאת, כמעט כל החברות בארצות הברית עושות שימוש בתוכניות אופציות סטנדרטיות, שבמסגרתן נהנים המנהלים ממלוא העלייה בשערי המניות. בשנת 2001, רק 5 אחוזים לערך מ-250 החברות הציבוריות הגדולות בארצות הברית עשו שימוש בצורות כאלו או אחרות של אופציות המפחיתות רווחים בלתי-צפויים (Levinsohn, 2001).

כלכלני מימון עשו מאמצים ניכרים לנסות ולהסביר, במסגרת גישת ההתקשרות האופטימלית, מדוע חברות לא משתמשות בתוכניות אופציות המפחיתות רווחים בלתי-צפויים. סקרנו את ההסברים השונים בעבודה קודמת (Fried, Walker ו-Bebchuk, 2002), עמ' 803-809, הסקנו, שאף לא אחד מהם יכול להסביר בצורה מספקת את ההימנעות הנרחבת מסינון רווחים בלתי-צפויים. עם זאת, מנקודת מבטה של גישת הכוח הניהולי, העדר הסינון של השפעות כלליות של השוק או הענף אינו מהווה חידה כלל וכלל. תחת גישה זאת, הסדרי התגמול מעוצבים כך שייטיבו עם המנהלים ולא ייתפסו כבלתי סבירים בעליל. בשל העובדה ששימוש בתוכניות אופציות סטנדרטיות יהיה לגיטימי ומקובל (ככלות הכול, רוב החברות עושות בהן שימוש), והעובדה שמעבר לשיטה של מידוד או כל צורה אחרת של אופציות המפחיתות רווחים בלתי-צפויים ישית מחיר על המנהלים או יגרום להם לאי-נוחות, הרי שחוסר המעבר הממשי לשימוש בתוכניות אופציות כאלו עולה בקנה אחד עם גישת הכוח הניהולי.

## אופציות at-the-money

כמעט כל האופציות למניות אשר ניתנות כתגמול למנהלים הינן "at-the-money" - כלומר, מחיר המימוש שלהן נקבע כשווה למחיר השוק ביום בו הן מוענקות (Murphy, 1999, עמ' 2509). הסדר תגמול המעוצב בצורה אופטימלית יישאף ליצור אצל מנהלים שונאי-סיכון תמריצים משתלמים, שיביאו אותם להתאמץ ולקבל החלטות שימקסמו את ערך החברה. מחיר מימוש אופטימלי במסגרת הסדר שכזה יהיה תלוי במגוון רחב של גורמים, שעשויים להשתנות ממנהל למנהל, מחברה לחברה, מענף לענף ומעת לעת. גורמים אלו יכולים לכלול, בין יתר הדברים, את מידת שנאת-הסיכון של המנהל (אשר יכולה להיות מושפעת גם מגילו של המנהל ומעושרו), הפרוייקטים האפשריים העומדים בפני החברה, מידת השונות של מחיר מניית החברה, שיעור האינפלציה הצפוי ומשך חוזה ההעסקה של המנהל.

אין כל סיבה לצפות ל"מידה אחת מתאימה לכולם" - שאותו מחיר מימוש יהיה אופטימלי עבור כל המנהלים בכל החברות, בכל הענפים ובכל עת.

לאור זאת, אין זה סביר כלל וכלל לומר, שאופציות מחוץ לכסף - אופציות שמחיר המימוש שלהן גבוה ממחיר השוק הנוכחי של המניה - הן לעולם לא אופטימליות. לאופציות מחוץ לכסף ישנו ערך צפוי יותר מאשר לאופציות בכסף, הן משום שיש סבירות נמוכה יותר שישתלם בגינן כסף, והן משום שכאשר משתלם בגינן כסף - סכומו נמוך יותר. כך, עבור כל ערך צפוי של דולר, החברה יכולה לתת למנהל יותר אופציות מחוץ לכסף מאשר אופציות בכסף. החברה יכולה להגדיל את התגמול למנהל על ביצועים יוצאים מהכלל בכך שהיא נותנת לו יותר אופציות מחוץ-לכסף. לפיכך, אופציות מחוץ-לכסף מציעות רגישות גבוהה יותר בין תגמול לביצועים, עבור ערך צפוי של דולר, מאשר אופציות סטנדרטיות (Hall, 1999). ישנן אף עדויות לכך, שמתן אופציות מחוץ-לכסף למנהלים, במקום אופציות בכסף, מקפיץ את שווי החברה (Habib ו- Ljungqvist 2000) לפיכך, קשה להסביר את השימוש האחד כמעט באופציות בכסף מנקודת מבטה של גישת ההתקשרות האופטימלית. אכן, גם לכללים התומכים בגישה זו כינו את התופעה "חידה" (Hall, 1999 עמ' 43).

עם זאת, השימוש האחד כמעט באופציות בכסף אינו מהווה חידה כה גדולה כשהוא נבחן במסגרתה של גישת הכוח הניהולי. בהנחה שכל שאר התנאים שווים, מנהלים יעדיפו תמיד מחיר מימוש נמוך. בגלל שאופציות בכסף עשויות להיות אופטימליות במקרים מסוימים, ובגלל שכמעט כל החברות עושות בהן שימוש, הרי ששימוש בהן בכל מקרה נתון אינו צפוי לעורר כל תרעומת. לכן, למתכננים את הסדרי התגמול כמעט ואין סיבה להעלות את מחיר המימוש אל מעל למחיר המניה בשוק במועד הענקת האופציות.

כמובן, מצבם של המנהלים היה אף טוב יותר אם האופציות היו מוענקות עם מחיר מימוש הנמוך ממחיר המניה בשוק במועד ההענקה. עם זאת, אופציות בתוך-הכסף שכאלו עלולות ליצור רווחים בלתי-צפויים בולטים ולהביא לעלויות "תרעומת". בנוסף, אופציות בתוך-הכסף עשויות להביא לזקיפה של הכנסה חשבונאית, שעשויה לפגוע בתירוץ מרכזי לכך שלא נעשה שימוש באופציות צמודות מדד או אופציות אחרות המפחיתות רווחים בלתי-צפויים - שהשימוש באופציות שכאלה ייפגע בהכנסות המדוֹנְחוֹת (Fried, Bebchuk ו-Walker, 2002). בשל העובדה שיהיה קשה למתכננים של הסדרי תגמול לעשות שימוש באופציות בתוך-הכסף, או שיהיה זה כרוך בעלויות שונות, ובשל העובדה שאופציות בכסף

הינן האפשרות העדיפה על המנהלים מתוך שלל האפשרויות שנתרו, הרי ששימוש אחיד באופציות בכסף עולה בקנה אחד עם גישת הכוח הניהולי.

### החופש של המנהלים להיפטר מתמריצים מבוססי-הון

בעיה נוספת הניצבת בפניה של גישת ההתקשרות האופטימלית הינה החופש הנרחב של מנהלים להיפטר מהמניות ומהאופציות שלהם. כאשר מנהלים נפטרים מתמריצייהם מבוססי-הון, יש להעניק להם אופציות או מניות חדשות על מנת לשחזר את רגישות התגמול לביצועים. כלומר, כאשר מנהלים נפטרים מניירות הערך שלהם: (1) תמריצייהם נפגעים; או (2) החברה נאלצת להעניק להם תמריצים חדשים המבוססים על ההון, על מנת להחזיר את התמריצים לרמה בה היו לפני שנפטרו המנהלים מניירות הערך.

למרות שזכאות המנהל לאופציות קמה כאשר הן מוקנות, חוזי תגמול יכולים למנוע ממנו "לפדות" את האופציות שהוקנו - כלומר, לממש אותן ולאחר מכן למכור את המניות שצמחו מהן - למשך תקופת זמן מסוימת לאחר מועד ההקניה. הגבלה שכזאת יכולה לשמר את תמריציו של המנהל לאורך התקופה הנוספת מבלי שהחברה תיאלץ להעניק לו אופציות חדשות במקום אלו שמומשו.

להגבלות על יכולת המנהלים לממש מכשירים פיננסיים המקנים זכויות בהון העצמי שפקעו יש, ללא ספק, עלויות במונחי נזילות ופיזור, אותן יש לאזן אל מול התמריצים המשופרים המושגים מהגבלת היכולת להיפטר מניירות הערך. ההסדר היעיל, אם כן, צפוי להיות שונה ממקרה למקרה, כפועל יוצא של מאפייניהם של החברה ושל המנהל. עם זאת, אין כל סיבה לצפות, שחוזים אופטימליים יקבעו מועדי זכאות ומועדי מימוש זהים.

על אף זאת, בפועל, מועדי הזכאות של האופציות ומועדי המימוש שלהן הם בדרך כלל זהים. מעט מאד חברות יצרו תוכניות של "יעד-בעלות" (target ownership plans) הדורשות ממנהלים להחזיק בכמות מסוימת של מניות. (Core ו-Larcker 2002; אולם, היעדים נוטים להיות נמוכים, בדרך כלל, ולעיתים קרובות דומה שאין כל סנקציה על חריגה מהם.

כתוצאה מהמגבלות החלשות על יכולתם של המנהלים להיפטר מניירות הערך שבבעלותם, מנהלים מממשים רבות מהאופציות שלהם הרבה לפני מועד פקיעתן, ומוכרים את המניות שקיבלו בניין (Ofek; 1998, Carpenter ו-Yermack 2000) מניות שאינן נמכרות לאחר מימוש האופציות מגודרות לעיתים קרובות, או מגודרות בצורה חלקית בעסקאות שאינן מדווחות לנציבות ניירות הערך האמריקאית (Bizjack, Bettis, Lemmon 2001).

למנהלים יש, בדרך כלל, גם חופש לקבוע את המועד המדויק בו הם נפטרים מניירות הערך, פרקטיקה שגם אותה קשה להסביר במסגרת גישת ההתקשרות האופטימלית. אמנם, ביצוע פעולות בניירות ערך, בהתבסס על מידע-פנים "מהותי", אינו חוקי. אולם, הגדרת המושג "מהותי" וקשיי האכיפה הינם כאלה שמאפשרים למנהלים למכור ניירות ערך תוך עשיית שימוש בידע העדיף שלהם על החברה מבלי לחשוש שתוטל עליהם אחריות. (Fried, 1998) כתוצאה מכך, מנהלים יכולים לגרוף רווחים מעל הנורמלי, כשהם סוחרים במניות של החברה שלהם. (Seyhun, 1998) אין זה ברור כלל ועיקר, עם זאת, שמתן אפשרות למנהלים להפיק רווחים שכאלו הינה דרך יעילה לתגמל אותם.



אפילו אם נניח שהיה כדאי להרשות למנהלים להיפטר ממניותיהם בשלב מסוים בתקופת ההעסקה שלהם, אין זה אומר שלמנהלים צריכה להיות שליטה מוחלטת על התיזמון המדויק של המכירה. אחרי הכל, צרכי נזילות ופיזור אינם צצים לפתע, "בוקר בהיר אחד". החברות יכולות לדרוש שהמכירה תיעשה בהדרגה, לאורך תקופה מוגדרת ואולי אף בהתאם לתוכנית קבועה מראש. לחילופין, החברות יכולות לדרוש ממנהליהן לדווח לציבור מראש על כוונתם למכור, צעד שיפחית את יכולתם של המנהלים להפיק רווחים מיתרון המידע העומד לרשותם (Fried, 1998). עם זאת, חברות בדרך כלל לא מטילות מגבלות שכאלו.

מכיוון שניתן להטיל אחריות על חברה שלא נקטה באמצעים סבירים, שתכליתם למנוע מעובדיה לסחור בהתבסס על מידע-פנים, מספר חברות אימצו הסדרים של "חלונות מסחר" (trading windows) ו"תקופות האפלה" (blackout periods), שנועדו להגביל את תקופות השנה שבמהלכן יכולים מנהלים למכור או לקנות מניות (Coles, Bettis, Lemmon, 2000). עם זאת, חברות רבות לא הטילו כל מגבלות שכאלה. אפילו בחברות שכן הטילו מגבלות, מנהלים שנודע להם במהלך "חלון מסחר" מידע שלילי, שלא התפרסם בציבור, יכולים לנצל את ההזדמנות לסחור ולהיפטר מנתח נכבד מאחזקותיהם. כך, מנהלים שומרים בידם את היכולת להיפטר ממניות לפני שמידע שלילי הופך להיות פומבי. במקרה נודע לשמצה, אנשי פנים בחברת Enron מכרו מאות מיליונים של מניות לפני ששוחרר המידע אודות מצבה הפיננסי האמיתי של החברה, ולפני שקרסו שערי מניותיה.

למרות שבמסגרת גישת ההתקשרות האופטימלית לא ניתן להסביר בקלות את יכולת המנהלים להיפטר מתמריצים מבוססי-הון, ואת השליטה שלהם בתזמון פעולה זאת, הרי שתופעות אלו עולות בקנה אחד עם גישת הכוח הניהולי. חופש נרחב להיפטר ממכשירים פיננסיים מבוססי-הון מעניק למנהלים רווחים ניכרים, שאינם בולטים יתר על המידה. בהתאמה, המחיר שמשלמים בעלי המניות על התמריצים המדוללים אף הוא אינו בולט.

יתר על כן, ואולי חשוב מכל, היפטרות המנהלים מאופציות וממניות מספקת הצדקה נוחה להעניק להם בתכיפות תמריצים חדשים מבוססי-הון, ובכך להקפיץ את גובה התגמול הכולל שלהם. דפוס שחוזר על עצמו של היפטרות מתמריצים ומתן תמריצים מחדש - למרות שהינו "ייקר" יותר לבעלי המניות מאשר שיטה הדורשת ממנהלים להחזיק באופציות ובמניות שבעלותם למשך תקופה מסוימת - ברור שהוא עדיף בהרבה עבור המנהלים.

### הסבר "העלות החבויה"

Murphy (2002) ו-Hall ו-Murphy (2003) מציעים את הסבר "העלות החבויה" לשימוש שנעשה באופציות קונבנציונליות בכסף. על פי ההסבר, מנהלים ודירקטורים תופסים בצורה שגויה אופציות קונבנציונליות כ"זולות", או ככאלה ש"ניתן להעניקן בחינם", מכיוון שהענקתן לא כרוכה בהוצאה כספית במזומן ולא מפחיתה את ההכנסות המדוּנְחָת של החברה.

אנו מסופקים אם המנהלים ויועציהם אינם מסוגלים להבין את העלויות שמשיתות אופציות קונבנציונליות על בעלי המניות. בהנחה שהול ומרפי צודקים בהנחתם, שמנהלים

סבורים ששוק המניות מושפע יותר מנתונים חשבונאיים מאשר מהמציאות הכלכלית, הרי שמנהלים סבורים שמשקיעים מעריכים בחסר או מתעלמים מעלויות האופציות, שאינן נחשבות כהוצאה לצרכים חשבונאיים - ולא שהמנהלים עצמם אינם מסוגלים לראות את המחיר הכלכלי המשמעותי שאופציות קונבנציונליות משיתות על בעלי המניות (שאת זכויות הבעלות שלהם האופציות מדללות).

ניתן אפילו להטיל ספק אם דירקטורים, שרבים מהם הינם מנהלים בעצמם, אינם מבינים את המחיר שמשיתות האופציות על בעלי המניות. אכן, אם לדירקטורים היה כה מעט תחכום פיננסי, אזי מצבו של מודל משטר החברות של פיקוח הדירקטוריון הוא גרוע הרבה יותר ממה שמציע הניתוח שלנו. עם זאת, נניח לרגע שדירקטורים אינם מודעים למחיר האמיתי של אופציות קונבנציונליות. אם כך הוא הדבר, אזי התפיסה השגויה של הדירקטורים מובנת בצורה הטובה ביותר לא כאלטרנטיבה להסבר שמציעה גישת הכוח הניהולי, כי אם כאחד מהגורמים התורמים ליכולת המנהלים להפעיל השפעה ניכרת על תנאי התגמול שלהם.

כפי שצינו לעיל, ישנן מספר סיבות לכך שלא ניתן לצפות מדירקטורים לנהל משא ומתן בלתי-תלוי עם המנכ"ל בנוגע לתגמול שלו; אחת מהן הינה חוסר הגישה של הדירקטורים למידע מדויק ובלתי-מוטה. עד כמה שדירקטורים אכן אינם תופסים בפועל את המחיר שמשיתות האופציות, הרי שתפיסה שגויה שכזו תהיה פשוט חלק מבעיית המידע התורמת לכך שדירקטורים נכונים לאשר הסדרי תגמול תת-אופטימליים. אם דירקטורים היו בורים ביחס לנושא כה חשוב ומדובר כמו המחיר האמיתי שמשיתות האופציות, סביר להניח כי הם לא היו מודעים במידה מספקת למאפיינים אחרים של הסדרי התגמול.

להשקפתנו, מידע בלתי מספק הינו רק אחד מהגורמים, לצד תמריצים בלתי מספקים וגורמים אחרים, שעשויים להביא לכך שדירקטורים יסכימו להסדרי תגמול המיטיבים עם המנהלים. לכל הפחות, בלבולם של הדירקטורים ביחס למחירי האופציות אינו יכול להסביר את יחסי הגומלין השיטתיים שבין כוח ותגמול, ואת מאמציהם של המנהלים להפוך את התגמול לבולט פחות, כפי שצינו לעיל. עם זאת, לצרכים רבים אין זה משנה כלל אם נכוונתם של הדירקטורים להסכים להסדרי תגמול המיטיבים עם המנהלים הינה תוצאה של העדפה מודעת, תפיסה שגויה בתום לב, תמריצים בלתי-מספקים להתאמץ, או שילוב כלשהו של הגורמים הללו. הנקודה המהותית הינה, שדירקטורים אינם מייצגים באופן מספק את האינטרסים של בעלי המניות במשא ומתן עם המנהלים על התגמול שיוענק להם, ושכתוצאה מכך הסדרי התגמול הללו סוטים ממודל המשא ומתן הבלתי-תלוי באופן המיטיב עם המנהלים.

### עלויות לבעלי המניות

מהן העלויות המושטות על בעלי המניות מחמת העובדה שלמנהלים יש השפעה על התגמול שלהם? ראשית, המנהלים מקבלים תגמול עודף כתוצאה מהכוח שלהם - ההפרש בין מה שהשפעת המנהלים מאפשרת להם להשיג לבין מה שהיו מקבלים במסגרת הסדר בלתי-תלוי. יש שיחשבו שבעיה זו סמלית בלבד, ושלרווחים העודפים יש השפעה קטנה על השורה התחתונה של בעלי המניות. אולם, מבט מקרוב על הסכומים בהם מדובר מצביע על כך, שהם מצטברים להרבה יותר מאשר "כסף קטן". בשנת 2000 תגמול המנהלים היה בממוצע

7.89 אחוזים מרווחי החברות המרכיבות את מאגר 1,500 החברות של ExecuComp (Balsam, 2002, עמ' 262).

בנוסף, ואולי חשוב מכך, יכולתם של המנהלים להשפיע על התגמול שלהם מובילה להסדרי תגמול שמעניקים למנהלים תמריצים גרועים יותר מאלו שחוזים של התקשרות בלתי-תלויה היו מעניקים. למנהלים יש אינטרס ליצור הסדרי תגמול אשר מסווים את המידה בה הם מפיקים רנטות או שמפעילים עליהם פחות לחץ לצמצם את ריפיונם (slack). כתוצאה מכך, השפעת המנהלים עלולה להביא לאימוץ הסדרי תגמול המעניקים תמריצים חלשים או אף מעוותים. לגישתנו, ירידת הערך הנגרמת לבעלי המניות בשל חוסר יעילות זו, ולא הרווחים העודפים שגורפים המנהלים, עלולה להיות המחיר הכבד ביותר הנגרם כתוצאה מיכולת המנהלים להשפיע על התגמול שלהם.

ראשית, הסדרי התגמול כיום מעניקים תמריצים חלשים יותר לצמצום ריפיון המנהלים ולהגדלת הרווחים של בעלי המניות, לעומת מה שהיה מושג באמצעות הסדרים בלתי-תלויים. כפי שהוסבר לעיל, הן המרכיב המבוסס על ההון בתגמול המנהלים, והן המרכיב שאינו מבוסס על ההון, מנותקים מביצועי המנהלים הרבה מעבר לנראה על פני השטח. לפיכך, בעלי המניות עשויים להפיק תועלת רבה מאד ממעבר להסדרים של התקשרות אופטימלית שיכולים לשפר את ביצועי המנהלים.

לא רק שהפרקטיקות הנהוגות כיום אינן נותנות תמריצים יעילים להפחתת הריפיון, אלא שהן אף יוצרות תמריצים מעוותים. כך, למשל, הן נותנות למנהלים תמריצים לשנות את מאפייני הפעילות של החברה בדרך שתצדיק הגדלת התגמול.

דוגמה לכך הינה הבעיה המוכרת של "בניית אימפריות". סברה מקובלת היא, שהענקת אופציות נותנת למנהלים תמריצים שלא לבצע רכישות המפחיתות את ערך האחזקות של בעלי המניות. אולם, זה בבירור המצב רק במודל סטטי בו הענקת כל האופציות נעשית לפני שהמנהלים מקבלים החלטות באשר לביצוע רכישות. במודל דינמי, למנהלים השוקלים החלטה להתרחב, שעלולה להביא לירידה בערך אחזקותיהם של בעלי המניות, ישנם תמריצים שונים: בעוד שההתרחבות תביא לירידה בערך של האופציות הנוכחיות שלהם, היא תעלה את ערך התגמול המצרפי שלהם בעתיד בסכום גדול הרבה יותר, שכן ניתן יהיה לעשות שימוש בגידול של החברה לשם הצדקתו של תגמול גבוה יותר.

מעבר לכך, החופש הנרחב של המנהלים להיפטר מתמריציהם מבוססי-ההון יכול להביא לחוסר יעילות ניכר. למנהלים שמצפים להיפטר ממניות או אופציות יש תמריצים נמוכים יותר להתאמץ, אם התמורה לא תשתקף בשוק במועד בו ייפטרו מניירות הערך שלהם (Bar-Gill ו-2003, Bebchuk) למנהלים כאלו ישנם גם תמריצים שלא לדווח באופן נאות על ביצועי החברה ולהעלים חדשות רעות על עסקיה (Bar-Gill ו-2002, Bebchuk) אכן, למנהלים כאלו יש גם תמריץ לבחור בפרוייקטים שהינם שקופים פחות, או להפחית את השקיפות של פרוייקטים קיימים (Bar-Gill ו-2003, Bebchuk) מחיר של עיוותים אלו במונחי יעילות עשוי לעלות, לעיתים אף במאות מונים, על כל תועלת במונחי נזילות או נשיאה בסיכון, שמנהלים מפיקים מיכולתם להיפטר ממניות ואופציות כרצונם החופשי.

**סיכום**

ישנם נימוקים תיאורטיים ואמפיריים טובים המביאים למסקנה, כי הכוח הניהולי משפיע, בסופו של יום, על עיצובו של תגמול המנהלים בחברות בהן יש הפרדה בין הבעלות לבין השליטה. לפיכך, ניתן להפיק תועלת מניתוח תגמול המנהלים לא רק כאמצעי להתמודד עם בעיית הנציג המתעוררת מההפרדה בין הבעלות לשליטה - אלא גם כחלק מבעיית הנציג עצמה.

למסקנה, לפיה לכוח הניהולי ולרצונם של המנהלים להפיק רנטות יש תפקיד מרכזי בכל הקשור לתגמול שלהם, יש השלכות משמעותיות לגבי משטר חברות, נושא אותו נחקר בספרנו העומד להתפרסם (Bebchuk ו-Fried, 2004). חשוב לציין, עם זאת, שזהו תחום בו הכרה רחבת-היקף בבעיה עשויה לסייע בהתמודדות עימה. המידה שבה השפעת המנהלים יכולה להסיט את הסדרי התגמול מתוצאת ההתקשרות האופטימלית תלויה במידה בה המשתתפים במסחר בשוק, בדגש על משקיעים מוסדיים, מכירים בבעיה בה עסקנו. כלכלני מימון יכולים, לפיכך, לתרום תרומה משמעותית לשיפור הסדרי התגמול בכך שינתחו כיצד ההסדרים הנוהגים כיום סוטים מאלו המתבקשים במסגרת התקשרות אופטימלית. אנו מקווים שמחקרים עתידיים של הסדרי תגמול למנהלים יקדישו לתפקיד אותו משחק הכוח הניהולי את אותה תשומת לב שהוקדשה לגישת ההתקשרות האופטימלית.

## References:

- Abelson, Reid.** 2001. "Enron Board Comes Under a Storm of Criticism." New York Times. December 16, C4.
- Agrawal, Anup and Charles R. Knoeber.** 1998. "Managerial Compensation and the Threat of Takeover." Journal of Financial Economics. 47:2, pp. 219-39.
- Baker, George P., Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy.** 1988. "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory." Journal of Finance. 63:3, pp. 593-616.
- Balsam, Steven.** 2002. An Introduction to Executive Compensation. San Diego: Academic Press.
- Bar-Gill, Oren and Lucian Arye Bebchuk.** 2002. "Misreporting Corporate Performance." Working Paper No. 400, Harvard Olin Center for Law, Economics, and Business; available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=354141](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354141).
- Bar-Gill, Oren and Lucian Arye Bebchuk.** 2003a. "The Costs of Permitting Managers to Sell Shares." Mimeo, Harvard Law School.
- Bar-Gill, Oren and Lucian Arye Bebchuk.** 2003b. "Corporate Transparency and Managerial Incentives." Mimeo, Harvard Law School.
- Bebchuk, Lucian Arye and Jesse M. Fried.** 2003. "Stealth Compensation." Mimeo, Harvard Law School and Boalt Hall School of Law.
- Bebchuk, Lucian Arye and Jesse M. Fried.** 2004. Pay without Performance. Forthcoming.
- Bebchuk, Lucian Arye and Marcel Kahan.** 1990. "A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests." California Law Review. October, 78, pp. 1071-135.
- Bebchuk, Lucian, John Coates IV and Guhan Subramanian.** 2002. "The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy." Stanford Law Review. May, 54:5, pp. 887-951.
- Bebchuk, Lucian Arye, Jesse M. Fried and David I. Walker.** 2002. "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation." University of Chicago Law Review. 69:3, pp. 751-846.
- Benz, Matthias, Marcel Kucher and Alois Stutzer.** 2001. "Stock Options: The Restrictions and Executive Compensation." Working Paper No. 61, University of Zurich Institute for Empirical Research in Economics.
- Berle, Adolf A. Jr. and Gardiner C. Means.** 1932. The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan Company.

**Bertrand, Marianne and Sendhil Mullainathan.** 2001 "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are." *Quarterly Journal of Economics*. August, 16:3, pp. 901-32.

**Bettis, J. Carr, John M. Bizjak and Michael L. Lemmon.** 2001. "Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. September, 36:3, pp. 345-70.

**Bettis, J. Carr, Jeffrey L. Coles and Michael L. Lemmon.** 2000. "Corporate Policies Restricting Trading by Insiders." *Journal of Financial Economics*. August, 57:2, pp. 191-220.

**Bizjack, John M., Michael L. Lemmon and Lalitha Naveen.** 2000. "Has the Use of Peer Groups Contributed to Higher Levels of Executive Compensation?" Working Paper, Portland State University.

**Blanchard, Olivier Jean, Florencio Lopez-de- Silanes and Andrei Shleifer.** 1994. "What do Firms do with Cash Windfalls?" *Journal of Financial Economics*. 36:3, pp. 337-60.

**Borokhovich, Kenneth A., Kelly R. Brunarski and Robert Parrino.** 1997. "CEO Contracting and Anti-Takeover Amendments." *Journal of Finance*. 52:4, pp. 1495-517.

**Carpenter, Jennifer N.** 1998. "The Exercise and Valuation of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics*. 48:2, pp. 127-58.

**Cheng, Shjun, Venky Nagar and Madhar V. Rajan.** 2001. "Control versus Risk in Stock-Based Incentives: Evidence from Antitakeover Regulation." Working paper, University of Michigan Business School.

**Core, John E. and David Larcker.** 2002. "Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership." Working paper, Wharton School.

**Core, John E., Wayne Guay and David F. Larcker.** 2001. "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey." Working paper, Wharton School.

**Core, John E., Robert W. Holthausen and David E. Larcker.** 1999. "Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance." *Journal of Financial Economics*. 51:3, pp. 371-406.

**Crystal, Graef S.** 1991. *In Search of Excess*. New York: Norton.

**Cyert, Richard, Sok-Hyon Kang and Praveen Kumar.** 2002. "Corporate Governance Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence." *Management Science*. 48:4, pp. 453-69.

**David, Parthiban, Rahul Kochar and Edward Levitas.** 1998. "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation." *Academy of Management Journal*. 41:2, pp. 200-08.

**Fox, Justin.** 2001. "The Amazing Stock Option Sleight of Hand." *Fortune*. June 25, pp. 86-92.

**Fried, Jesse M.** 1998. "Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading through Pretrading Disclosure." *Southern California Law Review*. 71:2, pp. 303-92.

**Gillan, Stuart.** 2001. "Has Pay for Performance Gone Awry? Views from a Corporate Governance Forum." *Research Dialogue*. July, 68, pp. 1-16 .

**Habib, Michel A. and Alexander P. Ljungqvist.** 2000. "Firm Value and Managerial Incentives." Working paper, London Business School.

**Hall, Brian J.** 1999. "A Better Way to Pay CEOs?" in *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*. Jennifer Carpenter and David Yermack, eds. Boston, Mass.: Kluwer Academic, pp. 35-46.

**Hall, Brian J. and Kevin J. Murphy.** 2000. "Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options." *American Economic Association Proceedings*. 90, pp. 209-14.

**Hallock, Kevin.** 1997. "Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 32:3, pp. 331-34.

**Hartzell, Jay C. and Laura T. Starks.** 2002. "Institutional Investors and Executive Compensation." Working paper, New York University Stern School of Business.

**Jensen, Michael.** 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review*. 76:2, pp. 323-29.

**Jensen, Michael and William Meckling.** 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*. 3:5, pp. 305- 60.

**Jensen, Michael and Kevin Murphy.** 1990. "Performance Pay and Top Management Incentives." *Journal of Political Economy*. 98:2, pp. 225-63.

**Johnson, Marilyn F., Susan Porter and Margaret B. Shackell.** 1997. "Stakeholder Pressure and the Structure of Executive Compensation" Working paper, Michigan State University, University of Massachusetts at Amherst, Notre Dame.

**King, Ralph.** 2002. "Insider Loans: Everyone Was Doing It." *Business 2.0*. November; available at <http://www.business2.com/articles/mag/0,1640,44304,00.html> .

**Leonhardt, David.** 2002. " , " *New York Times*. February 3, Section 3, Page 1.

**Levinsohn, Alan.** 2001. "A Garden of Stock Options Helps Harvest Talent." *Strategic Finance*. February, 82, pp. 81-82.

**Lublin, Joan.** 2002. "As Their Companies Crumbled, Some CEOs Got Big-Money Payouts." *Wall Street Journal*. February 26, p. B1.

**Murphy, Kevin J.** 1999. "Executive Compensation" , in *Handbook of Labor Economics*. Orley Ashenfelter and David Card, eds. Amsterdam: North Holland, pp. 2485-563.

**Murphy, Kevin J.** 2002. "Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options." *University of Chicago Law Review*. Summer, 69, pp. 847- 69.

**Pearl Meyers and Partners.** 2002. *Executive Pay Trends: Looking Forward and Looking Back*.

**Ofek, Eli and David Yermack.** 2000. "Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership." *Journal of Finance*. 55:3, pp. 1367-384.

**Rappaport, Alfred.** 1999. "New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance." *Harvard Business Review*. March, 77:2, pp. 91-101. Executive Compensation as an Agency Problem 91

**Seyhun, H. Nejat.** 1998. *Investment Intelligence from Insider Trading*. Cambridge: MIT Press.

**Shleifer, Andrei and Robert Vishny.** 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy*. 94:3, pp. 461-88.

**Shleifer, Andrei and Robert Vishny.** 1989. "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments." *Journal of Financial Economics*. 25:1, pp. 123-40.

**Shleifer, Andrei and Robert Vishny.** 1997. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*. 52:2, pp. 737-83.

**Thomas, Randall S. and Kenneth J. Martin.** 1999. "The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation." *University of Cincinnati Law Review*. 67:4, pp. 1021-081.

**Wade, James B., Joseph Porac and Timothy Pollock.** 1997. "Worth, Words, and the Justification of Executive Pay." *Journal of Organizational Behavior*. 18:S1, pp. 641-64.

**Williamson, Oliver.** 1964. *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall.

**Yermack, David.** 1997. "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements." *Journal of Finance*. June, 52, pp. 449-76.