

שכר מנכ"לים בישראל – ההיגיון הכלכלי והקטע הרגשי

פרופ' בני לאוטרבך

הקתדרה לממשל תאגידי בישראל ע"ש משפחת ריימונד אקרמן

מצגת, מרץ 2016

מאמרים שפרסמתי בנושא

- Lauterbach, B. and J. Weisberg, "Top Management Successions: The Choice between Internal and External Sources", *International Journal of Human Resource Management*, 5, Feb. 1994, 51-65. Reprinted in *Irish Business and Administrative Research*, 17(1), 1996, 103-117.

- Harris, D., B. Lauterbach and J. Vu, "The Effects of New Top Manager Origin and Discretion on Firm Stock Prices", *International Journal of Management*, 11, 1994, 570-576.

- Lauterbach, B. and J. Weisberg, "Appointments of CEOs in U.S. Companies: A Comparison of 1978-79 and 1989-91", *International Journal of Human Resource Management,* 8, Aug. 1997, 539-549.

- Ang, J., S. Hauser and B. Lauterbach, "Top Executive Compensation under Alternative Ownership and Governance Structures", *Advances in Financial Economics*, 3, 1997, 1-32.
- Ang, J., S. Hauser and B. Lauterbach, "Contestability and Pay Differential in the Executive Suites", *European Financial Management*, 4, Nov. 1998, 335-360.

- Lauterbach, B. and J. Weisberg, "Internal vs. External Successions and Their Effect on Firm Performance", *Human Relations*, 52, December 1999, 1485-1504.

מאמרים שפרסמתי בנושא - המשך

- Ang, J., Lauterbach, B. and Schreiber, B.Z., "Internal Monitoring, Regulation, and Compensation of Top Executives in Banks", *International Review of Economics and Finance,* 10, October 2001, 325-335.

- Ang, J., Lauterbach, B. and Schreiber, B.Z., "Pay at the Executive Suite: How do U.S. Banks Compensate their Top Management Teams?" *Journal of Banking and Finance,* 26, June 2002*,* 1143-1163.

- Ang, J., Lauterbach, B. and Vu, J., "Efficient Labor and Capital Markets: Evidence from CEO Appointments", *Financial Management*, 32(2), Summer 2003, 27-52.

- Barak, R., Cohen, S., and Lauterbach, B., "CEO Pay in Israel and its Relations to Firm Performance and Ownership Structure", *Israeli Quarterly Journal of Economics*, 54 (2)*,* June 2007, 205-228. (in Hebrew)

- Cohen, S., and Lauterbach, B., "Differences in Pay between Owner and Non-owner CEOs: Evidence from Israel", *Journal of Multinational Financial Management*, 18, 2008, 4-15.

- Barak, R., Cohen, S., and Lauterbach, B., "The Effect of CEO Pay on Firm Valuation in Closely Held Firms", *Advances in Financial Economics*, 14, 2011, 19-42.

שאלות הבסיס

1. מה משפיע על שכר המנכ"לים בישראל?
2. האם יש קשר בין שכר המנכ"ל הישראלי לביצועי חברתו?
3. האם המנכ"ל מקבל שכר מופרז?
4. מדוע שכר המנכ"לים מטפס בקצב שנתי גבוה כל כך?

שכר מנכ"לים בארץ - המדגמים

- המדגם הראשון כולל את כל החברות הישראליות שנסחרו בבורסה בת"א במשך 8 שנים: 1994-2001, ושלאורך כל התקופה: א) נוהלו ע"י אותם מנכ"לים, ו- ב) לא השתנה בהם מבנה השליטה.סה"כ במדגם זה 124 חברות (992 תצפיות שנתיות).
- מדגם שני מבוסס על שכר מנכ"לים בכ-120 חברות ת"א 100 ויתר מאגר בשנים 2008-2011. גם כאן השמטנו מקרים בהם השתנה המנכ"ל ו/או מבנה השליטה.

גורמים המשפיעים על השכר

- בכל שיטות האנליזה שניסינו, גודל החברה נמצא כמשתנה המסביר החשוב ביותר של השונות בשכר המנכ"לים – מנכ"ל בחברה גדולה יותר משתכר יותר. קשה ומסובך יותר לנהל חברה גדולה. הכישורים הנדרשים להצלחה בניהול של חברה גדולה נדירים, והשכר בהתאם. בארה"ב יש הטוענים שכל העלייה בעשרות השנים האחרונות בשכר המנכ"לים נובעת מהעלייה בגודל החברות המנוהלות.
- המשתנה המסביר השני בחשיבותו הוא תשואות מניות החברה. על כך נדבר בהרחבה בהמשך.

גורמים המשפיעים על השכר (המשך)

- המשתנה המסביר השלישי בחשיבותו הוא משתנה הדמה "מנכ"ל בעלים". כאשר מנטרלים את השפעת כל יתר הגורמים, שכרו של מנכ"ל- בעלים גבוה משכרו של מנכ"ל שכיר באופן משמעותי (50% לערך). מדוע? מחד, ניתן לטעון שזה מוצדק. הבעלים מתאמצים יותר למען חברתם ויש להם סמכות והשפעה גדולה יותר על ערך החברה, ולכן שכרם גבוה יותר.
- מאידך, לא ניתן לשלול את האפשרות שבמספר חברות משפחתיות שכר המנכ"ל בעלים מוגזם. כלומר, המנכ"ל בעלים מנצל כוחו ושואב מהחברה שכר שאינו מוצדק כלכלית.

האם השכר קשור לביצועים?

- שכר מנכ"ל בישראל עולה עם תשואת מניות החברה. מנכ"ל מתוגמל בשכר גבוה יותר ככל שתשואת מניות החברה גבוהה יותר. ממצא זה מובהק סטטיסטית ומתקבל הן בבדיקות לאורך זמן בתוך אותה חברה והן בהשוואות רוחב בין חברות.
- הרגישות לביצועי המניה מובהקת – על כל עליה של 1% בשווי המניה, שכר המנכ"ל עולה ב-0.19% במדגם הראשון (1994-2001) וב-0.29% במדגם השני (2008-2011).

שכר מוגזם?

- בוא נגדיר שכר עודף כשכר שאינו יכול להיות מוסבר על ידי המשתנים הכלכליים בהם השתמשנו קודם (כמו גודל ועוד).
- שכר עודף יכול להיות תמורה לאיכות יוצאת דופן של המנכ"ל, או תוצאה של סחיטה יוצאת דופן של המנכ"ל.
- בהמשך התמקדנו בקשר שבין ערך החברה לשכר עודף של המנכ"ל. לפי תיאורית המנכ"ל המוכשר השכר העודף אינו פוגע בערך החברה. לפי תיאורית המנכ"ל הסחטן השכר העודף מפחית את ערך החברה.
- עבור מנכ"ל בעלים בחברה משפחתית נמצא קשר שלילי מובהק ברמה של 1% בין שכר עודף לערך החברה היחסי.

שכר מוגזם (המשך)

- יתכן גם שבאופן כללי שכר מנכ"ל בעלים מוגזם. ראינו שהוא גבוה ב-50% לערך משכר מנכ"ל מקצועי מקביל. אבל, זאת לא ניתן להוכיח. למרות זאת, סביר שהשכר הוא אחד האמצעים של בעל השליטה לשאוב טובות הנאה מן החברה.
- בכלל, הבעיה המרכזית שנותרה, ושעליה אין לחוקרים ולכלכלנים תשובה היא: מהי רמת השכר ההוגנת למנכ"ל?
- החשדות ששכר המנכ"לים מוגזם מתגברות כאשר בוחנים את שיעור העלייה של שכר המנכ"לים. רשות ני"ע: "שכר הבכירים עלה בפי 2 בממוצע בשנים 2003-2011." (9% לשנה). אבל מאז, בעקבות תיקון 20, שכר המנכ"לים קפא.

העלייה בשכר המנכ"לים - הקטע הרגשי

- נוהג המידוד (BENCHMARKING): שכר המנכ"לים מושווה לשכר מנכ"לים אחרים. יש נטייה לתיקון שכר המנכ"ל על פי שכר מנכ"לים בחברות השוואה, כלומר מנכ"לים "דומים" לו.
- נטייה זו עלולה לגרום עליה תמידית בשכר המנכ"לים לפי המנגנון הבא: דירקטוריון חברה Y בודק מה הפער בין שכר המנכ"ל בחברה Y לשכר חציוני או ממוצע של מנכ"ל בחברות ההשוואה. אם השכר מתחת לחציון/ממוצע הוא מעלה את השכר של המנכ"ל בחברה Y. העלאת שכר זו מעלה את ממוצע השכר שאליו מושווה שכרם של המנכ"לים בחברות ההשוואה, וגורר עליית שכרם – מכונה בלתי ניתנת לעצירה.
- בנוסף, קיימת נטיה לבחור חברות השוואה לא ראויות (אבגול)

העלייה בשכר מנכ"לים – הקטע הרגשי

- תופעת העלייה המשולבת בשכר המנכ"לים נובעת מהשיקול ההגיוני של שכר תחרותי ורצון לשמר את המנכ"ל. אך, ברור גם הקטע הרגשי של "אני מנכ"ל לא פחות טוב מאחרים".
- מדגם של 130 חברות בערך מת"א 100 ויתר בשנים 2008-2014

שיעור שינוי ממוצע בשכר הכולל						
2014	2013	2012	2011	2010	2009	
-13.43%	9.98%	-11.08%	-12.85%	2.73%	6.00%	שכר מעל החציון של קבוצת ההשוואה
10.15%	11.51%	13.67%	2.98%	16.43%	16.89%	שכר מתחת לחציון של קבוצת ההשוואה
						Winsorized data (0.05)
-13.01%	9.93%	-9.36%	-11.98%	3.52%	6.48%	שכר מעל החציון של קבוצת ההשוואה
9.33%	11.63%	13.47%	1.21%	15.91%	15.67%	שכר מתחת לחציון של קבוצת ההשוואה
מובהק	לא מובהק	מובהק	מובהק	מובהק	לא מובהק (7%)	

העלייה בשכר המנכ"לים – הקטע הרגשי

- **תוצאות (המשך):**

שיעור שינוי ממוצע בשכר הכולל						
2014	2013	2012	2011	2010	2009	
-14.08%	10.10%	-12.70%	-17.21%	0.02%	2.25%	שכר מעל הממוצע של קבוצת ההשוואה
5.66%	11.21%	11.21%	2.97%	15.35%	17.27%	שכר מתחת לממוצע של קבוצת ההשוואה
						Winsorized data (0.05)
-14.02%	10.15%	-10.64%	-16.08%	1.05%	2.87%	שכר מעל הממוצע של קבוצת ההשוואה
5.33%	11.26%	11.05%	1.49%	14.94%	16.23%	שכר מתחת לממוצע של קבוצת ההשוואה
מובהק	לא מובהק	מובהק	מובהק	מובהק	מובהק	

- **נוצר גלגל שיניים משולב של עליות שכר וסחרחרת שכר בלתי נגמרת כלפי מעלה. זהו מנגנון עצמאי ו"בלתי מוצדק"?**

העלייה בשכר המנכ"לים –הקטע הרגשי

- לדעת יו"ר הרשות לניירות ערך, פרופ' שמואל האוזר:
  "מטרידה אותי העובדה שאין קשר מובהק בין שכר לביצועי החברות ושהשכר בחברות מושפע מהשכר אותו מקבלים עמיתים בענף יותר מאשר ביצועי החברות." (מתוך כתבתה של שלי אפלברג ב"דה מרקר" מתאריך 22/11/2015)

התפתחות שכר המנכ"לים בשנים האחרונות

- לפי מדגמנו, להלן התפתחות שכר המנכ"לים בישראל בשנים האחרונות:

שכר כולל	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ממוצע	3,109	3,138	3,708	3,320	3,157	3,623	3,603
חציון	2,234	2,079	2,255	2,370	2,288	2,572	2,707
Winsorized data (0.05)							
ממוצע	2,952	2,961	3,442	3,151	3,073	3,430	3,318

- בשנים 2011-12, כשדנו על תיקון 20, השכר ירד, אבל אח"כ הוא חזר לסורו. האם 2015 תמשיך את המגמה?

๗๐