

שכר הבכירים במערכת הבנקאות הישראלית

דיקי אליאס ובנצי שרייבר*

תקציר

בעבודה זו מוצגים הגורמים המשפיעים על שכרם של מנהלים בכירים במסגרת מודל תיאורטי, וכן נבדקים אמפירית הקשרים בין שכר המנהלים הבכירים בבנקים הישראלים לבין ביצועי הבנקים שהם מנהלים.

בחלקה הראשון של העבודה מוצג מודל כללי, המסביר על פי מה נקבע שכרם של המנהלים הבכירים, ומהן הסיבות להבדלים בהיקף השכר ובהרכבו (חלק השכר הקבוע לעומת חלק האופציות) בין המנכ"לים לשאר הבכירים. החידוש שבמודל הוא הכללת התועלת של המנהלים (מנכ"לים ובכירים אחרים) גם מהנזקים שהם גורמים והחשש שלהם מקנסות כפיטורין והפסד מוניטין. הכללת שני גורמים אלו, העולה בקנה אחד עם הביקורת של Baker et al. (1988) על המודלים המסבירים את שכר הבכירים, מלמדת כי ההפסד/הרווח מהנזקים, המהווה "תחליף לשכר", משפיע על מאמץ המנהלים ומסביר חלקית את הפרשי השכר בין המנכ"לים לשאר הבכירים.

בחלקה השני של העבודה נבדקים הקשרים בין שכר הבכירים בבנקים בישראל לביצועי הבנקים שהם מנהלים, בשנים 1991 עד 1997. בין הגורמים המסבירים את שכר המנכ"ל ושאר הבכירים בבנק נבדקו משתני גודל, רווחיות, יעילות, סיכון ומשתני דמה שונים - שייכות לקבוצה, סוג הבעלות (ציבורית/פרטית) ועוד. נמצא כי רווחיות, יעילות ותפעולית וגודל משפיעים לחיוב על השכר - לעומת סיכונים, המשפיעים לשלילה. ממצאים אלו שוללים את הטענה כי שכר הבכירים בבנקאות הישראלית מנותק לחלוטין מביצועי הבנקים שבניהולם.

* יחידת המחקר של הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל.

תודתנו נתונה לצבי זוסמן על הערותיו והצעותיו המועילות, וכן לאבא שוורץ ולמשתתפי הסמינר של הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל.

1. הקדמה

סוגיית משכורותיהם של המנהלים הבכירים במערכת הבנקאות היא מוקד לדיון ציבורי בשנים האחרונות, וזאת הן מפני גובהן של משכורות אלה והן מפני הרכבן. על פי דוחות ועדות השכר בחברות עסקיות רבות ברחבי העולם, המנהלים מתוגמלים באמצעות שני רכיבים עיקריים: (א) שכר בסיסי - המשקף את התפקיד שממלא המנהל, את האחריות, את הכישורים ואת הניסיון שהוא מביא עמו; (ב) אופציות ומניות - הניתנות למימוש רק לאחר תקופה מוגדרת מראש, ובתנאי שהחברה עמדה ביעדים שנקבעו על ידי הבעלים. צורת תמרוץ זו יוצרת קשר ישיר בין עליית מחיר המניה בעתיד לרמת ההכנסה של המנהל.

התגמול בעזרת אופציות מביא להתפתחויות נוספות:

- גובהו של השכר הקבוע במשק אינו מתואם תמיד עם רווחיות הפירמות, וזאת בגלל קשיחותו של השכר לתנאי שוק משתנים. כאשר פירמה מצליחה לשפר את רווחיותה ולהעלות את שערי מניותיה, נוטה הדירקטוריון להסכים להעלות את שכר המנהלים - אולם כשמצב הפירמה משתנה לרעה, קשה להתאים את השכר כלפי מטה; מתן אופציות מקטין את קשיחות השכר, כאמור.

- תגמול המנהלים על ידי מתן אופציות גורם גם להגדלת הפער בין שכר המנהלים הבכירים לבין השכר הממוצע בפירמה, וזאת כאשר אופציות, או הטבות אחרות, מחולקות רק למנהלים. יצירת פערי שכר עלולה לערער את יציבות הפירמה, הן בשל יצירת "אי שקט תעשייתי" והן בשל דרישות של ועד העובדים להעלאת סולם השכר ולפיצוי שאר העובדים. יש לזכור, כי בבנקים הוצאות השכר הן הרכיב העיקרי בהוצאות התפעול, ולכן גם שינויים קטנים בשכר עלולים לפגוע ביעילות הבנקים, ובמקרים מסוימים אף לערער את יציבותם.

לעבודה שני חלקים: החלק התיאורטי מציג את הגורמים המשפיעים על חבילת התגמול של המנהלים הבכירים בפירמה עסקית ומסביר את הפרשי השכר בין מנהלים בכירים לזוטרים. בחלק האמפירי נבחנים הגורמים המשפיעים על השכר של המנהלים הבכירים במערכת הבנקאות הישראלית, בהתבסס על התפתחות שכר הבכירים בבנקים המסחריים בישראל לשנים 1991 עד 1997. חלק זה אינו מבוסס על המודל המוצג בחלק התיאורטי, שכן אין בדוחות הכספיים לציבור של הבנקים בכל שנות המדגם פירוט מספק של רכיבי השכר (השכר הקבוע לעומת האופציות והמניות). עם זאת, יהיה ניתן לבדוק את המודל התיאורטי בעתיד, כשהשימוש באופציות לשם תמרוץ מנהלים יתרחב, ויתקבלו דיווחים עליו. העבודה בנויה כדלקמן: הפרק השני מציג את התיאוריות והממצאים בעניין שכר הבכירים בפירמות עסקיות. הפרק השלישי מציג מודל תיאורטי להסבר היקף השכר וההבדלים שבין מנהלים בכירים לזוטרים, הפרק הרביעי משווה את שכר המנהלים הבכירים בישראל לשכר עמיתיהם בענפים אחרים

בארץ ולשכרם של בכירים במערכת הבנקאות בארה"ב; כן נבחנת בו התפתחות השכר בקרב הבכירים במערכת הבנקאות לעומת שאר העובדים בבנקים. הפרק החמישי בוחן את קיומם של קשרים בין שכר/עלות המנכ"ל ושאר הבכירים בבנקים בישראל בשנים 1991 עד 1997 לבין גודל הבנק, רווחיותו, יעילותו, סיכנונו ומשתנים נוספים, והפרק השישי מסכם את העבודה.

2. תיאוריות וממצאים בעניין שכר הבכירים

הקשר בין מדיניות התיגמול של המנהלים הבכירים בפירמות עסקיות לבין ביצועיהן נבדק תיאורטית ואמפירית במודלים מגוונים, במקומות רבים, בענפים שונים ועל פני זמן. להלן נסקור בקצרה את המודלים ואת הממצאים האמפיריים הבולטים הדנים בקשר בין שכר הבכירים לבין ביצועי פירמות בכלל ופירמות בנקאיות בפרט.

הגישה המסורתית בכלכלת עבודה גורסת שכל עובד (לרבות הבכירים) משתכר לפי תרומתו השולית לפירמה שבה הוא מועסק. במשך השנים התברר שקשה להסביר את הפערים הגדולים בשכר, בין עובדים בפירמות שונות ובין עובדים בתוך הפירמות עצמן, רק על פי הבדלים בין התרומות השוליות של העובדים. לפיכך הוקדשה תשומת לב לבדיקת המאפיינים האישיים של עובדים מסוימים בפירמות ספציפיות ולרווחיותן וסיכנון בהשוואה לפירמות אחרות באותו ענף.

את הספרות העוסקת בהסבר שכר הבכירים על פי המאפיינים האמורים ניתן לחלק לשניים - מחקרים המתמקדים בכישוריו האישיים של המנהל ומחקרים הקשורים למאפייני הפירמה ולענף שבו היא פועלת. בין המאפיינים הקשורים במנהל עצמו ניתן למנות את גילו, ניסיונו, הוותק שלו בתפקיד הספציפי, השכלתו, השתייכותו למשפחה המייסדת והיקף החזקותיו במניות הפירמה (Yermack, 1995). על פי הממצאים, לגיל המנהל, לניסיונו המקצועי המוקדם בפירמה זו או בפירמות אחרות, לוותק הספציפי שלו בתפקיד, להשתייכותו למשפחה המייסדת, להיקף החזקותיו במניות הפירמה, קשר חיובי עם גובה משכורתו; כנגד זאת, להשכלה אין קשר ברור עם גובה השכר (בר-יוסף וטלמור, 1997; Leonard, 1990).

התכונות האישיות משפיעות במידה מסוימת על השכר, אך אינן הגורם העיקרי בקביעת שכר המנהל, שכן על פי התיאוריה הכלכלית, שכר המנהלים צריך להיות קשור בעיקר לביצועים ולמאפיינים של הפירמה (הגודל, הרווחיות, והחשיפה לסיכון).

בעבודות אמפיריות רבות נמצא קשר חיובי ומובהק בין גובה שכר המנהל לגודל הפירמה שבניהולו. קשר זה נמצא במקומות שונים (בארה"ב, ביפן, בגרמניה, בנוורבגיה ובישראל) ועל פני תקופות שונות (Snider, 1994). הטענה היא, שככל שהפירמה גדולה יותר, מורכבות הניהול, האחריות, היכולת האישית והמאמץ הנדרשים מצד המנהל גדולים יותר, ולכן הפיצוי רב יותר. (ראה גם Leonard, 1990; Muller and Yun, 1997).

יש המסבירים את השפעתו החזקה של גודל הפירמה על שכר המנהל הבכיר בעוצמת ההשפעה של החלטותיו (Rosen, 1992): בחברה גדולה הנזקים הפוטנציאליים מניהול שגוי גדולים לאין ערוך מאשר בחברה קטנה, לפיכך חברות גדולות ישכרו מנהלים מוכשרים יותר, שעלותם גבוהה יותר.

לבסוף, על פי "השערת הטורניר"¹, המנהל הבכיר ביותר בפירמה גדולה מקבל "פרס" על הגיעו לדרגה זו, ולפיכך שכרו גבוה מזה של שאר המנהלים בפירמה ושל מנהלים בכירים בפירמות קטנות יותר. מכאן שכלל שהפירמה גדולה יותר, הפרס (בצורת שכר) למנהל הבכיר צפוי להיות גבוה יותר; זאת כדי לעודד אחרים להשקיע ולהצליח, וכך להגיע לאותו מעמד בכיר.

מאפיינים נוספים של הפירמה, המוזכרים כמשפיעים על שכר המנהלים, הם הרווחיות של הפירמה - הן החשבונאית והן זו המתבטאת בתשואת המניות - רמת הסיכון, מידת ריכוז אמצעי השליטה בידי בעלי עניין, היותה של הפירמה ציבורית או פרטית, סיכויי הצמיחה שלה, אחוז הדיבידנדים המחולק ואופיו ורווחיותו של הענף שהפירמה פועלת בו.²

על פי ההשערה, ככל שהרווחיות החשבונאית ו/או תשואת מניות הפירמה גדולות יותר כך המנהל מתוגמל יותר על ידי בעלי המניות, המכירים בתרומתו להצלחתם. מלבד זאת, פירמה הנמצאת בשלבי צמיחה תעסיק בדרך כלל מנהלים מוכשרים יותר, שינווטו אותה בסביבה עסקית דינמית להישגים, ולכן השכר של מנהלים אלו צפוי להיות גבוה יותר (כשיתר הדברים קבועים). כנגד זאת, ככל שרווחיות הענף גבוהה יותר כך מיוחסת ההצלחה לפרמטרים שאינם בשליטת המנהל (שגשוג כלכלי וכדומה), ולכן נצפה לקשר שלילי בין רווחיות הענף לשכר המנהל.

Jensen and Murphy (1990), שבדקו את הקשר בין רווחיות לשכר מנהלים, מצאו אמנם קשר חיובי בין שכר לרווחיות, אולם ההבדלים אינם משמעותיים, ולכן ניתן לומר שהמיתאם בין הרווחיות לשכר הוא למעשה אפס. כך נמצא אצלם שעל כל עלייה של 1,000 דולרים בשווי הפירמה יש עלייה של כ-3 דולרים בשכר המנהלים. כן נמצא שגמישות שכר המנהל לשינויים בתשואת הפירמה היא רק 0.1. זאת ועוד, כיוון שאחוז המניות המוחזק בסך התגמול של המנהל נמוך מאוד, השפעת העלייה בשווי החברה על תגמול המנהל דרך החזקותיו, היא שולית ביותר. ממצאים אלה העלו סימני שאלה לגבי מדיניות השכר והתמרוץ של עובדים, והם עומדים בניגוד לתיאוריה הכלכלית על תגמול עובדים ויעילות כלכלית.

¹ לסקירה של ספרות תיאורטית ולמחקרים אמפיריים בנושא, ראה: Frank and Cook (1995); Main et al. (1993).

² ראה: Baker et al. (1988) Joskow et al. (1994), Demsetz and Lehn (1985) Jensen and Murphy (1990), Leonard (1990) וכן זוסמן ומחרז (1993) והאור ואחרים (1996).

מספר מחקרים מאוחרים יותר (למשל: Joskow et al., 1994; Hall et al., 1998) שנערכו בארה"ב מצאו כי יש מיתאם חיובי בין תשואת המניות לשכר המנהלים, וכי מיתאם זה גדל מאוד במהלך השנים האחרונות. ייתכן שההבדל בין המחקרים המאוחרים לתוצאות של Jensen and Murphy (1990), קשורים לעובדה שהבורסה בארה"ב עלתה בשיעורים חדים בשנים האחרונות ותגמול בצורת מניות ואופציות בשנים אלה הפך לרכיב שכיח יותר בחבילות השכר של הבכירים.

גם אופי הענף, ובכלל זה סוג הבעלות על הפירמה - ציבורית או פרטית - משפיעים על שכר המנהל. על פי ההשערה (Mueller and Yun, 1997) בפירמות ציבוריות, או בענפים הנתונים לפיקוח, קיימת מגבלה פוליטית ולעתים מגבלה חקיקתית על גובה השכר. בענפים מפוקחים (בייחוד כשקיימים מונופולים) יכולת התמרון וקבלת ההחלטות של המנהל מוגבלות, ולכן נצפה לשכר נמוך יותר בהשוואה לפירמות דומות בבעלות פרטית או לכאלה הפועלות בענפים שאינם מפוקחים (Joskow et al., 1994).

הממצאים על השכר לפי ענפים בארצות הברית מלמדים, שבענפים מפוקחים השכר הממוצע של המנהלים נמוך בדרך כלל, ורכיב המניות/אופציות מסך כל השכר קטן יותר מאשר בענפים לא מפוקחים (כשיתר הדברים קבועים). אשר לאופי הבעלות והשפעתו על שכר המנהלים - כאן יש להבחין בין שלושה מצבים:

- (1) אמצעי השליטה מרוכזים בידי בעלי עניין מעטים, והמנהל אינו נמנה עמם;
- (2) אמצעי השליטה מרוכזים בידי בעלי עניין מעטים והמנהל הוא גם הבעלים או בן משפחתם; (3) אמצעי השליטה מפוזרים בין בעלי מניות רבים. במצבים (2) ו-(3) יש למנהל כוח יחסי (managers controlled firm); לכן נצפה לשכר מנהלים גבוה, שכן הם קבועים במידה רבה את גובה שכרם; לעומת זאת, במצב (1) הכוח נמצא בידי הבעלים (owners controlled firm), ולכן נצפה להשפעה שלילית על שכר המנהלים (בר-יוסף וטלמור, 1997).

Carter and Stover (1991) מצאו, במחקר שנערך בארה"ב, מיתאם חיובי בין גובה השכר לריכוז ההחזקות בהון בידי בעלי עניין, עבור שיעורי שליטה נמוכים מ-15%, מיתאם שלילי עבור שיעורי שליטה שבין 15% ל-27% ומיתאם חיובי עבור שיעורי שליטה שמעל 27%. בר-יוסף וטלמור (1997), במחקר על מנהלים בישראל, מצאו כי מנהל ממונה משתכר פחות ממנהל שהוא גם בעל עניין בפירמה (מנהל-בעלים), ולעומת זאת שיעורי הרווחיות גבוהים יותר בפירמות שמנהליהן ממונים. מאחר שאחוז השליטה של בעלי עניין בישראל גבוה מאוד בהשוואה לממוצע במדינות מערביות אחרות, יש לכך כנראה השפעה על שכר המנהלים. אשר לשיעור הדיבידנד המחולק - ניתן לראות בו העברת חלק מעושר הפירמה לגורמים חיצוניים. לפיכך הוא משמש למעשה גורם תחלופה לשכר המנהל, בייחוד בחברות שבהן המנהל הוא חלק מהמשפחה המייסדת (מנהל-בעלים). נציין כי מידת התחלופה בין הדיבידנד המחולק לשכר המנהל נקבעת במידה רבה על פי שיקולי מס.

פירמות רבות, בעיקר בארה"ב, נותנות למנהלים השכירים אופציות ומניות כחלק מהתגמול הכולל, כדי לצמצם את ניגודי העניינים שבין המנהל לבעלים. ניגוד העניינים מתבטא בשני משורים עיקריים:

(1) אופק התכנון של המנהל, מקביל לתקופת העסקתו בפירמה כלומר קצר מזה של הבעלים (כל עוד הפירמה היא עסק חי). לכן הפיכת המנהל לחלק מהבעלים על ידי חלוקת מניות ואופציות, למשל במסגרת ESOP³, תגדיל את התמריץ שלו להשקיע בפירמה מאמצים שתמורתם תתקבל רק בעתיד.

(2) רמת הסיכון של הפירמה נגזרת מבעיית הא-סימטריה באינפורמציה ומההבדל בין המנהלים והבעלים ביכולת לפזור סיכונים. ככלל, בבסיס המודלים התיאורטיים עומדת ההנחה שבעלי המניות מפקידים את ניהול הפירמה בידי המנהלים ואינם מתערבים בניהולה השוטף. לפיכך יכולתם לזהות את המאמץ של המנהלים ואת תרומתם לתפוקת הפירמה מוגבלת. נוסף על כך קיימת אינפורמציה א-סימטרית בין הבעלים למנהלים לגבי יכולתם של המנהלים ומידת כישוריהם (בר-יוסף וטלמור, 1997).

על פי תיאוריית הסוכן (agency theory) וכתוצאה מאסמטריה באינפורמציה בין הבעלים למנהלים, שכרם של האחרונים נקבע כך שהם ימלאו אחר רצון הבעלים (לטובת הפירמה) במקום שיפעלו לטובת עצמם (Jensen and Meckling, 1976).

עיקר ההבדל בין רצון הבעלים לזה של המנהל נובע, על פי תפישה זו, מיכולת פיזור הסיכון של הבעלים לעומת זו של המנהל, כאמור לעיל. כיוון שהבעלים יכולים "לפזר" סיכון בעזרת תיקי השקעות, והפסדיהם מוגבלים לגובה השקעתם בפירמה, בעוד שמבחינה תיאורטית רווחיהם עשויים להיות אינסופיים - הם שואפים שהפירמה הבודדת תגדיל את הסיכון העסקי. על פי אותה תיאוריה הבעלים דומים למחזיקי אופציית רכש (call) אירופית שהעלאת רמת הסיכון של נכס הבסיס שלה מגדילה את ערכה. המנהל, מן הצד האחר, מעוניין להקטין את הסיכון, משום שאם הפירמה תפשוט רגל או תיקלע לקשיים, הוא עלול לאבד את מקום עבודתו, והמוניטין (reputation) שלו עלול להיפגע.

כדי להקטין את הקונפליקט בין הבעלים למנהל מעניקים לו הבעלים מניות או אופציות על מניות הפירמה, ובכך הופכים אותו למעין "שותף" בבעלות, המעוניין אף הוא בהגדלת הסיכון; זאת בפרט כאשר יכולת הפיקוח של הבעלים על המנהל מוגבלת. כמסקנה מהאמור לעיל, ייתכן שדווקא הרכב השכר (form of compensation) של המנהל, דהיינו היחס בין האופציות והמניות לבין השכר שנקבע מראש, הוא האלמנט החשוב בתיגמול המנהלים, ולא הגובה האבסולוטי של השכר (לדוגמה,

³ אלו הן תכניות תיגמול המעניקות למנהלים ניירות ערך של הפירמה, שניתן לממשם רק לאחר זמן ובתנאים מסוימים. כנגד זאת, הענקת מניות ואופציות שניתן לממשן כבר היום וללא הגבלה עלולה להשיג תוצאה הפוכה מבחינת אופק התכנון.

Mehran, 1995). משמע, שכדי לתמרץ את המנהלים להגיע להישגים, שכר המנהלים צריך לכלול רכיבים רבים "תלויי-תוצאות" מתוך כלל סל התגמול. כנגד זאת, יש הטוענים כי אין צורך לתמרץ את הבכירים, משום שהם "חולי עבודה" (workaholics) ומושפעים ממניעים אחרים כגון פחד מאיבוד המוניטין ורצון להצטיין. אם כך ההסבר למתן אופציות הוא, בעיקר, שזול יותר לתת לבכירים אופציות מאשר מזומנים או מניות, מפני דחיית התשלום.⁴

באשר לענף הבנקאות, מעטים הם המחקרים האמפיריים שנערכו לגבי שכר הבכירים בבנקים ועוד פחות מכך - המחקרים התיאורטיים. Schreiber (1997) בוחן במודל תיאורטי את ההשפעה של שתי שיטות של תיגמול מנהלים בבנקאות - שכר שנקבע מראש לעומת מניות ואופציות. מסקנתו היא שהואיל והמפקידים בבנקים "נהנים" מרשת ביטחון של הרשויות הממשלתיות⁵, הרי אם המנהל מקבל מניות או אופציות הוא ישאף להגדיל את רמת הסיכון בבנק ככל שניתן. משמע, שהחזקותיו של המנהל במניות הבנק עלולות לפעול להעלאת רמת הסיכון של נכסי הבנק. תוצאה זו מתיישבת עם מסקנותיהם. Noe et al. (1996), ו-Kose et al. (1997), שהתקבלו במודלים תיאורטיים שונים.

נושא שנחקר בעבר מהבחינה התיאורטית, ולאחרונה גם מהבחינה האמפירית הוא יתרונותיהם וחסרונותיהם של פערי שכר בקרב המנהלים הבכירים בחברות עסקיות. שתי גישות מרכזיות מוכרות בעניין זה: (1) מודל הטורניר (tournament model) ו-(2) מודל השיוויון בתגמול (equity pay model). הגישה הראשונה, שהוצגה לראשונה על ידי Lazear and Rosen (1981), מצדדת בהפרשי שכר גדולים בין המנהלים השונים. בדומה לטורניר נושא פרסים, המנהל הזוכה במעמד בכיר יותר מקבל פרס על זכייתו (העלאת שכר); והדבר מניע את יתר העובדים ב"סולם הארגוני" להתאמץ. על פי גישה זו, פער השכר הולך וגדל ככל שעולים בהיררכיה הניהולית בפירמה, עובדה שאושרה במספר מחקרים אמפיריים על חברות גדולות בארה"ב.

הגישה השנייה מצדדת דווקא בפערי שכר קטנים בין המנהלים הבכירים (Lazear, 1989). על פי גישה זו, ברמה הבכירה של הארגון נדרשת עבודת צוות, שעלולה להיפגם אם הפרשי השכר בין המנהלים יהיו גדולים מדי. נוסף על כך, יש לחשוש כי אלו שלא זכו בטורניר יחבלו בעבודה כדי להכשיל את המנהל הזוכה.⁶

⁴ תודתנו נתונה לאבא שוורץ על נקודה זו. במודל שיוצג להלן אנו כוללים את החשש מאיבוד המוניטין כאחד הגורמים המסבירים את כמות האופציות שניתנת למנהלים.

⁵ כדוגמת ביטוח פיקדונות למפרע או בדיעבד, או במסגרת "מילויה לשעת חירום" (lender of last resort).

⁶ לתיאור נוסף של הגישות השונות ראה: Main et al. (1993).

3. המודל

למודל המוצג להלן שתי מטרות עיקריות: ראשית, הוא מתאר מספר משתנים המשפיעים על מאמצי מנהלים, ובכך - גם על ביצועי הבנק; שנית, הוא מסביר מדוע סך התגמול למנכ"ל גבוה מזה המשולם למנהלים בכירים אחרים. בשנים האחרונות התפתחה ספרות המתעדת את הנזקים שגורמים מנהלים בכירים לארגונים (Yafeh and Yosha, 1996). נזקים אלה באים לידי ביטוי ב- (1) טובות הנאה ישירות ועקיפות, כגון הוצאות מופרזות על ארוחות והקמת בניינים מפוארים; (2) חוסר זהירות במתן הלוואות ונזקים בלתי מכוונים הנגרמים במהלך העבודה. כדי לצמצם את הנזקים מעניקים הבעלים למנהלים, אשר על פי ההנחה במודל, האינפורמציה ביניהם היא סימטרית, יותר מניוטרליות ואופציות, בהנחה שהפיכת המנהלים ל-"כעין בעלים" תניע אותם להיות זהירים יותר ובזבזניים פחות, ולהשקיע יותר מאמץ כדי לצמצם את הנזקים. נושא נוסף שנדון בהקשר של שכר הבכירים הוא המוניטין של מנהלים בכירים. Baker et al. (1988) טוענים שקשה להסביר הבדלי שכר בין מנהלים בכירים רק על סמך התפוקה השולית שלהם, ביצועי הפירמה, או כל גורם כלכלי אחר. הם מציעים הסברים לא-כלכליים כגון החשש מהפסד מוניטין או מפיטורין, מוסריות, אמון ותרבות.

במודל זה אנו כוללים שני גורמים אלו כהסברים חלקיים לתגמול מנהלים בכירים. מצד אחד הנזקים לבעלים מהווים (בחלקם), מבחינת המנהלים, גורם תחליפי לשכר, ובכך מגדילים את התועלת שלהם מהעבודה. כנגד זאת, מנהלים הגורמים נזקים עלולים לשלם קנס אם השוק יעריך אותם כבזבזניים וחסרי זהירות ו/או אחריות, ולכך צפויה להיות השפעה שלילית על השכר שהם יקבלו בעתיד. נציין כי המודל המוצע אינו מוגבל לבנקאות בלבד, ונועד לבנות את התשתית להבנת גובה השכר, הרכבו וההבדלים בין מנהלים בכירים בפירמות עסקיות. כן יהיה ניתן לבדוק את המודל התיאורטי על פירמות בישראל אם וכאשר הדוחות הכספיים לציבור יכללו נתונים מפורטים יותר על הרכב שכר המנהלים הבכירים, כדוגמת הדוחות בארה"ב.

א. הקדמה

במודל זה נשתמש בסימונים ובהנחות הבאים:

$$V = \text{נכסי הבנק בערכים נוכחיים};$$

$$Dep = \text{סך הפיקדונות בבנק בערכים נוכחיים};$$

$$G_j = \text{השכר הקבוע למנהל } j \text{ (ללא קשר לביצועים)};$$

$$n \cdot G = \text{סך השכר הקבוע לכל המנהלים בבנק}; \text{ זאת בהנחה שיש } n \text{ מנהלים בבנק ו-}$$

$$G = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n G_j \text{ הוא ממוצע השכר הקבוע};$$

$$K = \text{ההון החשבונאי של הבנק};$$

$K * Q = S$ - ערך השוק של מניות הבנק, כאשר $1 < Q$ (Tobin Q) משקף את אפשרויות הצמיחה של הבנק (growth opportunities);
 e_j = המאמץ שעושה מנהל j (בדרך כלל במונחים של שעות עבודה);
 $M_j(e_j)$ = שווה ערך שקלי למאמצי מנהל j (משקף את עלויות הפנאי ואת מאמציו בהגנה על הון הבעלים). על פי ההנחה הפונקציה עולה באופן מונוטוני והיא קעורה
 $(M''_j(e_j) > 0, M'_j(e_j) > 0)$;
 S^* = רף הביצועים (benchmark) שנקבע על ידי הבעלים לכל המנהלים הבכירים, לצורך חישוב מחיר האופציה (K^* הוא רף הביצועים במונחי הון חשבונאי);
 C = שוויה של אופציית רכש (call option) הכתובה על מניות הבנק עם מחיר מימוש השווה לגובה רף הביצועים; $S^* = C$; בפקיעה האופציה שווה: $C = \text{Max}(0, S - S^*)$;
 $\alpha_j C$ = התמריץ המשולם למנהל j . $1 > \alpha_j > 0$ הוא התשלום לביצועים טובים, קרי התמריץ להעלות את שווי המניות מעל S^* ;
 r = הריבית חסרת הסיכון.

המודל הוא בן תקופה אחת, עם פרטים אדישים לסיכון ומידע סימטרי בין בעלי הבנק למנהלים. בתחילת התקופה (זמן 0) פרטים בעלי הון התחלתי - K_0 - מייסדים את הבנק, המגייס פיקדונות בגובה Dep ונותן אשראי לציבור (V_0). עם הפקיעה (זמן 1) שווי הנכסים של הבנק יכול לקבל את הערכים V_H או V_L ($V_H > V_L$), ואנו מניחים (לשם הפשטות) ש- $\text{Dep}(1+r) + n \cdot G$ הן ההוצאות היחידות של הבנק. ההון החשבונאי של הבנק בזמן 1 מקבל או את הערך $K_L = V_L - \text{Dep}(1+r) - n \cdot G > 0$ ב"מצב העולם" הגרוע או $K_H = V_H - \text{Dep}(1+r) - n \cdot G$ ב"מצב העולם" הטוב כלומר, אין סכנת פשיטת רגל. בזמן 0, הבעלים קובעים את תכנית התמריצים במסגרת חבילת השכר המתאימה לכל מנהל ובמקביל כל מנהל מחליט על המאמצים שהוא ישקיע בבנק. מאמצים אלו באים לידי ביטוי במודל זה הן במספר שעות העבודה והן במידת השמירה על האינטרסים של הבעלים, אשר נוגדים לעתים את אלו של המנהלים⁷. פירושו של דבר, שתוחלת שווי מניות הבנק - μ_S , בהינתן החלטות כל המנהלים לגבי המאמצים שהם ישקיעו בעבודה, שווה (Hirshleifer and Riley, 1995):

$$(1) \quad \mu_S = P(E,I)S_H + [1 - P(E,I)]S_L = S_L + P(E,I)\Delta_S$$

כאשר $P(E,I)$ היא ההסתברות לקבל S_H בזמן 1, E הוא וקטור של מאמצי n המנהלים בפירמה, I מייצג וקטור של משתנים אקסוגניים ו- $\Delta_S = S_H - S_L = Q(K_H - K_L)$. ההנחה היא שההסתברות לקבל S_H היא מונוטונית חיובית, קמורה ומושפעת ממאמצי

⁷ לדוגמה, על פי הספרות, מנהלים מעדיפים להגדיל את היקף הנכסים שבניהולם (גם אם הם אינם מניבים תשואה כנדרש על ידי בעלי המניות), משום שהדבר מלווה בדרך כלל בשכר גבוה יותר. לעומת זאת, פונקציית המטרה של הבעלים היא הרווחיות להון, ולכן הם יעדיפו שלא לקבל פרויקטים לא-רווחיים.

המנהלים, כלומר: $P'(E, I) > 0$ ו- $P''(E, I) < 0$. (לשם הפשטות נשמיט להבא את הווקטור I). להלן נחלק את המודל לשניים: תחילה נניח שהמנהל אינו גורם נזקים לבעלים, ובשלב שני נבדוק מה השפעתם על השכר והרכבו; זאת על פי הביקורת של Baker et al. (1988), המציעים הסברים לשכר המנהלים שאינם נמדדים בכסף.

ב. בעיית המנהל

נניח כי בראש הבנק עומד מנכ"ל ($j = 1$) ו- $(n-1)$ מנהלים בכירים אחרים $\{j = 2 \dots n\}$. פונקציית המטרה של המנהל ה- j היא מירוב התוחלת, כדלהלן:

$$(2) \quad E(W_j) = G_j + \alpha_j \mu_C - M_j(e_j)$$

על פי משוואה (2) שכר המנהל מורכב מחלק קבוע, G , ומחלק משתנה, אופציות $(\alpha_j \mu_C)$, שהוא מקבל תמורת המאמץ שהוא משקיע. הערך הנוכחי של אופציית הרכש לפי המודל הבינומי הוא:

$$C_0 = \mu_C / r = [\theta^* C_H + (1-\theta)^* C_L] / r$$

כאשר $\theta = (r-d)/(u-d)$ ו- d, u הם שיעור העלייה והירידה ב- S , בהתאמה. אם נשתמש בשוויון הבא⁸ $\theta = P(E)$ ובהנחה ש- $S_H > S^* > S_L$, נקבל:

$$\mu_C = P(E) C_H = P(E) (S_H - S^*) = P(E) \Delta^+$$

מכאן ניתן לראות כי הערך הצפוי של האופציה תלוי בהסתברות למצב הטבע הטוב, S_H , וברף של הביצועים - S^* שנקבע על ידי הבעלים כאשר $\Delta^+ = S_H - S^*$. נניח נוסף על כך שלמנהלים בדרגות בכירות יש יותר השפעה על ביצועי הבנק, כלומר $P'_i(E) > P'_j(E)$ לכל $j > i$ בהיררכיה הארגונית. הנחות אלה משקפות את הקשר בין היררכיה ארגונית והשפעה על ביצועים (Rosen, 1982; Muller and Yun, 1997). גזירה של משוואה (2) ביחס למאמצי מנהל j נותנת לנו ביטוי המשקף את השפעת המאמץ על פונקציית המטרה של המנהל ה- j :

$$(3) \quad \frac{\partial E(W_j)}{\partial e_j} = P'_j(E) \alpha_j \Delta^+ - M'_j(e_j) = 0$$

$$\theta = \frac{r-d}{u-d} = \frac{r - S_L / S_0}{S_H / S_0 - S_L / S_0} = \frac{\mu_S - S_L}{\Delta_S} = \frac{PS_H + (1-P)S_L - S_L}{\Delta_S} = P(E) \quad ^8$$

כאשר $\Delta_S = S_H - S_L$

נקודת המקסימום מושגת כאשר המנהל ה- j משווה את כל היתרונות השוליים מעבודתו עם העלויות הכרוכות בכך, באופן הבא⁹:

$$(4) \quad MBTE_j = M'_j(e_j)$$

כאשר $MBTE_j \equiv P'_j(E)\alpha_j\Delta^+$ הוא הרווח השולי למנהל j -ו $P'_j(E)$, משקפים את ההשפעה השולית של מנהל j על ההסתברות למצב הטבע הטוב S_H , ואת העלות השולית, בהתאמה. מהמשוואה עולה שמאמץ המנהל מושפע חיובית מהתמריצים שהוא מקבל בצורת אופציות ($\alpha_j\Delta^+$) ומהשפעתו על ביצועי הבנק ($P'_j(E)$) ושולית מגובה רף הביצועים S^* , שמקטין את Δ^+ .

ממשוואה (4) ניתן לראות כי שיעור התחלופה השולי בין G_j ל- α_j הוא שלילי ($\partial\alpha_j/\partial G_j < 0$), בעוד שבין S^* ל- α_j הוא חיובי ($\partial\alpha_j/\partial S^* > 0$). זאת אומרת שהרכיב הקבוע בשכר, G , והתמריץ הקבוע את ערך האופציה לכל המנהלים, Δ^+ , הם תחליפים לרכיב האופציות - α .

ג. בעיית הבעלים

מטרת הבעלים היא למרב את מאמץ המנהלים ובכך להגדיל את שווי ההון העצמי (ערך מניות הבנק). תוחלת פונקציית הרווח של הבעלים שווה לערך המניות הצפוי פחות האופציות הניתנות למנהלים בסוף התקופה, ששוויין נקבע בהתאם לביצועי הבנק¹⁰:

$$(5) \quad E(W_P) = \mu_S - \sum \alpha_j \mu_C = S_L + P(E)(\Delta_S - \sum \alpha_j \Delta^+)$$

הבעלים קובעים את הפרמטרים לתמרוץ המנהלים; זאת בהנחה שהמנהלים פועלים על פי משוואה (4). בין הפרמטרים הללו, α_j -ו S^* יכולים להיגזר מהישגי השנה הקודמת של מנהל j או מהערכה של ביצועיו במהלך התקופה הבאה. התרומה הצפויה של המנהלים כתוצאה מהמאמץ שהם משקיעים מעלה את שווי המניות הצפוי ב- $P(E)\Delta_S$, ותוספת זו מתחלקת בין המנהלים לבעלים. לכן, הורדת רף הביצועים, S^* (הגדלת Δ^+), מגדילה את ההכנסות הצפויות של המנהלים על חשבונם של הבעלים. לפיכך, בהינתן כל המשתנים

⁹ לפי הנחתנו אין אפשרות קיצונית שבה המנהל ה- j אינו מתאמץ כלל, בהנחה שהשאר יעבדו במקומו (בעיית ה-free rider), שכן האינפורמציה בין המנהלים לבעלים לבעלים סימטרית - או לחילופין, הקנס במקרה זה הוא אינסופי. כן אין צורך להניח שה-Hessian של $P(E)$ מקיים תנאי מקסימום, משום שפונקציה זו איננה פונקציית המטרה שיש למרב אותה.
¹⁰ התעלמנו מההשקעה הראשונית ומדילול הון המניות בעת פקיעת האופציות משום שאינן תורמות להבנת המודל.

האקסוגניים כגון: Δ_S ו- $P_j^*(E)$, פתרון פרטו-אופטימלי בין הבעלים למנהלים בהתייחס ל- α_j , ל- G_j ול- S^* הוא אפשרי¹¹.

ד. חוזה התיגמול האופטימלי

כעת ניתן לנסח את פונקציית המטרה של בעלי הבנק תוך התחשבות בתגובת המנהלים:

$$(6) \quad \begin{aligned} & \underbrace{Max E(W_p)}_{G_j, \alpha_j, \Delta^+} \\ & \text{s.t.} \\ & E(W_j) \geq G_j^0 \quad \{j=1..n\} \end{aligned}$$

כאשר G_j^0 הוא השכר המינימלי שמנהל j מוכן לקבל. על פי ההנחה, מנהל במעמד גבוה יותר מאופייין ב- G_j^0 גבוה יותר. כדי לפתור את משוואה (6) נשתמש בתנאים ההכרחיים של Kuhn-Tucker ובפונקציית לגראנז', באופן הבא:

$$(7) \quad L = \mu_S - \sum_{j=1}^n \alpha_j \mu_C + \sum_{j=1}^n \lambda_j [E(W_j) - G_j^0]$$

כאשר גוזרים את L לפי כל אחד מן המשתנים והאילוצים, מתקבלים תנאי סדר ראשון לכל זוג מנהלים i - j , ובפרט לכל $j > i$ בהיררכיה הארגונית (ראה נספח A):

$$(7a) \quad \lambda_j = \lambda_i = Q \quad \{j=1..n\},$$

$$(7b) \quad \partial L / \partial \lambda_j \geq 0, 0 \geq \partial L / \partial \alpha_j, 0 \geq \partial L / \partial G_j, 0 \geq \partial L / \Delta^+,$$

$$(7c) \quad \Pi_j > \Pi_i, G_j > G_i,$$

$$(7d) \quad \alpha_j = \alpha_i,$$

¹¹ אין בעיה של סימולטניות בין המשתנים e_j, S_j, α_j ו- μ_S , מפני שאנו מניחים כי בהינתן כל המשתנים האקסוגניים, e_j הוא התוצאה של המשתנים במשוואה (4). מכאן, שלאחר שהבעלים קבעו את S^* , α_j ואת G_j בהתאם לציפיותיהם, באשר למאפייני המנהל, j ולמאמץ המובטח על ידו, e_j ו- μ_S נקבעים על ידי המנהלים, ואין אינטראקציה, על פי ההנחה, בין המנהלים השונים כלומר, בין הפרמטרים של שכר מנהל j והמאמץ שלו למאמץ של מנהל i ($\partial e_j / \partial e_i = 0$).

כאשר $\Pi_j \equiv G_j + \alpha_j \mu_c$ הוא השכר הכולל (קבוע ומשתנה) המשולם למנהל ה- j . קל לראות (משוואה 7b) שכל התנאים ההכרחיים לנקודת מקסימום של Kuhn-Tucker מתקיימים. ממשוואות (7c) ו-(7d) עולה שסך חבילת התיגמול המשולמת למנהל j גבוהה מזו המשולמת למנהל i רק בגין השכר הקבוע - G_j , שניתן לראות בו מעין פיצוי למנהלים על הסיכון שהבנק לא ישיג את יעדיו כך שהאופציה תפקע מ"חוץ לכסף"; זאת למרות המאמצים שהם משקיעים. לפיכך, מנהל בכיר יותר אמור לקבל פיצוי גדול יותר. כנגד זאת ראינו לעיל (משוואה 4) שהשכר המשתנה מושפע מהמאמץ, מיכולת השפעת המנהל על ביצועי הבנק (התלויה במעמד המנהל) ומגודל Δ^+ . לפיכך, השוויון בכמות האופציות, שתפקידן במודל זה לדרבן את המנהלים למאמץ, מוסבר בכך שהבעלים רציונליים, כלומר הם אדישים (בשיווי משקל), בשאלה למי לתת את האופציה הבאה: מחד גיסא, הם מעוניינים לדרבן מנהלים בכירים שהשפעתם על ביצועי הבנק גבוהה יותר ($P'_j(E) > P'_i(E)$) בהשוואה למנהלים זוטרים, ומאידך - מנהלים כאלה, ש"מחיר הצל" אצלם גבוה יותר מאשר אצל הזוטרים, $(M'_j(e_j) > M'_i(e_i))$ מושפעים פחות משכר תמרוץ ($e_i^\alpha > e_j^\alpha$). יוצא אפוא, שלמתן אופציה נוספת יש השפעה שווה על כל המנהלים בבנק (ראה נספח A): $P_j^\alpha = e_j^\alpha P'_j(E) = P_i^\alpha = P^\alpha$. עיקרון זה והעיקרון הגלום במשוואה (4) ישמשו אותנו גם בסעיף הבא. לבסוף, הרכב השכר של מנהל j קטן מזה של מנהל i ($FOC_j < FOC_i$); זאת בגין השכר הקבוע של המנהל הבכיר, הגבוה מזה של המנהל הזוטר לעומת השוויון בכמות האופציות:

$$\alpha_j \mu_c / \Pi_j < \alpha_i \mu_c / \Pi_i$$

ה. נזקים מצד המנהלים, קנסות אפשריים והשפעתם על חוזה התגמול האופטימלי

בסעיף זה נניח כי המנהלים הבכירים עלולים לגרום לבעלים שני סוגי נזקים: (1) נזקים הנגרמים במהלך העבודה ואולי נובעים מחוסר זהירות בבחירת פרויקטים ומהעדפת האינטרסים האישיים על אלו של הבעלים (הערת שוליים 7); ו-(2) צריכת טובות הנאה אישיות (perk), הקמת משרדים מפוארים וכדומה. הנזקים, שעל פי הנחתנו משמשים במידה מסוימת תחליף לשכר, נגרמים על ידי כל המנהלים, והם תלויים בשווי הנכסים בסוף התקופה. כלומר, $V_L(1-D)$ הוא שווי הנכסים בניכוי הנזקים במצב הטבע הרע ו- $V_H(1-D)$ הוא ערכם במצב הטבע הטוב. לפיכך ההון החשבונאי של הבנק בסוף התקופה (זמן 1) שווה $K_L^* = V_L(1-D) - \text{Dep}(1+r) - n \cdot G > 0$ "מצב העולם" הגרוע, או $K_H^* = V_H(1-D) - \text{Dep}(1+r) - n \cdot G$ "מצב העולם" הטוב. תוחלת שווי המניות היא:

$$\mu^*_S = P(E)S^*_H + [1 - P(E)]S^*_L = S^*_L + P(E)\Delta^*_S$$

כאשר, $S^*_L = Q \cdot K^*_L$, $S^*_H = Q \cdot K^*_H$, ו- $\Delta^*_S = S^*_H - S^*_L = Q(1-D)(V_H - V_L)$. נניח, לשם הפשטות, כי, בהשוואה לסעיף הקודם, גובה רף הביצועים (benchmark) אינו משתנה

כתוצאה מהנזקים, כלומר כי הבעלים קובעים את רף הביצועים בהתאם, והשפעת הנזקים באה לידי ביטוי בכמות האופציות (α_j^*) ובשכר הקבוע (G_j^*) . אם כך, פונקציית המטרה של הבעלים נראית כדלקמן:

$$(8) \quad E(W_P^*) = \mu_S^* - \sum \alpha_j^* \mu_C = S_L^* + P(E)(\Delta_S^* - \sum \alpha_j^* \Delta^+)$$

לגבי המנהלים נניח כי המנהל ה- j נהנה מהנזקים - דבר המבוטא במקדם δ_j , אך צפוי לקנס, המשתקף במקדם ρ_j , אם יהיה פיחות במעמדו בשוק העבודה (הפסד מוניטין והכנסות עתידיות כתוצאה מכך). במקרה החמור יותר הוא יפטר. משמע שהמנהל נרתע מגרימת נזקים מפני שהוא חושש מקנסות וזאת אף כי הנזקים מגדילים את רווחתו. על פי סקירת הספרות (בפרט, Baker et al., 1988, ו-Rosen, 1992) נניח עוד כי מנהל בכיר יותר נהנה יותר מהנזקים, אך הקנסות הפוטנציאליים לגביו חמורים יותר כתוצאה ממעמדו ($\delta_j > \delta_i$ וכן $\rho_j > \rho_i$). אם נסמן את מקדם ההפסד/הרווח של המנהלים הבכירים מהנזקים כ- $R_j = (\rho_j - \delta_j)D$, נקבל שפונקציית המנהלים תלויה גם בביטוי זה, כדלהלן:

$$(9) \quad E(W_j^*) = G_j^* + \alpha_j^* \mu_C - M_j(e_j) - R_j \mu_V = G_j^* - R_j V_L + P(E)[\alpha_j^* \Delta^+ - R_j \Delta_V] - M_j(e_j)$$

כאשר $\Delta_V = V_H - V_L$ ו- $\mu_V = P(E)V_H + [1 - P(E)]V_L = V_L + P(E)\Delta_V$. גזירת משוואה (9) ביחס למאמץ מלמדת על השפעות הנזקים והקנסות על פונקציית המנהל, כדלקמן (ראה נספח B):

$$\frac{\partial E(W_j^*)}{\partial e_j} = 0 \Rightarrow M_j'(e_j) = P_j'(E)(\alpha_j^* \Delta^+ - R_j \Delta_V)$$

בדומה למשוואה (4) בסעיף הקודם, נקודת המקסימום מתקבלת כאשר מנהל j משווה את ההכנסות לעלויות השוליות, כדלקמן:

$$(10) \quad MBTE_j = M_j'(e_j)$$

כאשר $MBTE_j \equiv P_j'(E)[\alpha_j^* \Delta^+ - R_j \Delta_V]$ הוא הרווח השולי למנהל ה- j , ו- $P_j'(E)$, $M_j'(e_j)$ משקפים את ההשפעה השולית של מנהל j על ההסתברות למצב הטבע הטוב, S_H^* , ואת העלות השולית, בהתאמה. השפעות הנזקים והקנסות באות לידי ביטוי ב- R_j , שיכול לקבל ערכים חיוביים או שליליים. אם $\delta_j > \rho_j$, משמעות הדבר היא שהקנס הצפוי למנהל ה- j קטן מן התועלת שיפיק מהנזק, ולכן המאמץ שלו יהיה גדול מזה שנתקבל לעיל במשוואה (4) (כשיתר הדברים קבועים). ולהפך - אם $\delta_j < \rho_j$, צריכת perk, בזבוזים וקבלת טובות הנאה שווים פחות מהקנסות הפוטנציאליים, ולכן נצפה כי המאמץ שלו יהיה קטן יותר. במקרה כזה, הבעלים המעוניינים בהגדלת המאמץ, מבינים שהמנהל הבכיר "מוותר" על "הכנסתו" מנזקים ומקטין את המאמץ בעקבות זאת, ולכן

נותנים לו יותר אופציות כדי להמריצו, כפי שנראה בהמשך. לבסוף, אם אין נזקים ($D = 0$), או ש- $\delta_j = \rho_j$ - מאמץ המנהלים לא ישתנה.

כדי לקבל את מאפייני החוזה האופטימלי בהתחשב בנזקים ובקנסות, נציב במשוואת הלגראנז' את פונקציית המטרה של הבעלים (משוואה 8) ושל המנהלים (משוואה 9) ונניח את אותן שתי ההנחות דלעיל: (1) כל מנהל משווה בין השכר וההטבות נטו (הנזקים בניכוי הקנסות) לבין העלות השולית שלהן (משוואה 10); (2) הבעלים אדישים בשאלה איזה מנהל להעסיק ($P_j^\alpha = P_i^\alpha$). פתרון פונקציית הלגראנז' והשוואה בין שני מנהלים - בכיר (j) לעומת זוטור (i) - מלמדים (ראה נספח ב'):

$$(11) \quad \alpha_j^* - \alpha_i^* = (R_j - R_i)\Delta V / \Delta^+$$

משוואה (11) מלמדת כי ההפרש בין כמות האופציות שמקבל מנהל בכיר לבין זו שמקבל הזוטור הוא פונקציה של ההבדלים שביניהם בנזקים ובקנסות. מאחר שהאיבר הימני במשוואה ($\Delta V / \Delta^+$) חיובי, תנאי מספיק לכך שהבכיר יקבל יותר אופציות מהזוטור הוא $R_i < R_j$. כיוון שהנחנו כי הבכיר מסוגל להפיק מהנזקים יותר רווח מאשר הזוטור ($\delta_j > \delta_i$), ובמקביל, הקנסות שהוא עלול לקבל גדולים מאלו של הזוטור ($\rho_j > \rho_i$), ההפרש בכמות האופציות משקף את ההפרש בהפסד/ברווח כתוצאה מהנזקים. אם $R_i < R_j$ פירוש הדבר שהבכיר חושש מקנסות יותר מאשר הזוטור, בעוד ההפרש ביניהם בתועלת מהנזקים, קטן יותר. על פי תוצאה זו ניתן להסביר את ההפרשים בכמות האופציות שמקבלים המנכ"לים לעומת הסמנכ"לים ושאר הבכירים. ייתכן שברמת המנכ"ל שווי הקנסות הפוטנציאליים גבוה הרבה יותר מן הרווח מהנזקים, ולכן כמות האופציות שהמנכ"ל מקבל גדולה יותר מהכמות שמקבלים שאר הבכירים. תוצאה זו תואמת את המחקרים האמפיריים בעולם ובישראל, שמצאו כי שכרו של המנכ"ל, ובפרט כמות האופציות שהוא מקבל, גבוהה בהרבה מזו של הסמנכ"לים. אשר לשכר שנקבע מראש, G , מתברר שגם הוא תלוי בהפסד/ברווח מהנזקים (נספח B):

$$(12) \quad G_j - G_i = (G_j^0 - G_i^0) + (R_j - R_i)V_L$$

כאשר G_j^0 הוא השכר המינימלי, שמתחתיו המנהל מסרב לקבל את העבודה. בהשוואה בין שני מנהלים תנאי מספיק לכך ש: $G_i < G_j$ הוא $R_i < R_j$. מכאן גם התוצאות הבאות אם $R_i < R_j$:

(1) סך התגמול של הבכיר גבוה יותר, משום שהן שכרו הקבוע והן כמות האופציות שהוא מקבל גדולים יותר:

$$\Pi_j^* = G_j^* + \alpha_j^* \mu_C > G_i^* + \alpha_i^* \mu_C = \Pi_i^*$$

(2) בניגוד לסעיף הקודם, אין לדעת א-פריורי איזה הרכב של חבילת התגמול (FOC) גדול יותר; זאת מפני שהן רכיב השכר הקבוע והן זה המשתנה גדול יותר אצל הבכירים. מאחר שההשפעה על ביצועי הבנק, האפקטיביות בתמרוץ המנהלים ועלות הפנאי והמאמץ לא הצליחו להסביר הפרשים בשכר בסעיף הקודם (משוואות 7c ו-7d), הוספת השפעת ההפסד/הרווח מהנזקים מאפשרת להסביר את המציאות המקובלת, שבה חבילת התגמול של המנכ"ל גדולה בדרך כלל מזו של שאר הבכירים בארגונים כלכליים בכלל ובבנקים בפרט.

1. תחזיות

המשוואות דלעיל הציגו כמה תכונות ותנאים באשר לשכר של המנהלים הבכירים ולהרכבו (FOC). על סמך משוואות אלו ניתן לחזות את הנקודות להלן, ואם יתקבלו בעתיד נתונים אמניים על הרכב חבילות התגמול של מנהלים בכירים בישראל - אף לבדוק אותם אמפירית: סך חבילת התגמול המשולם למנכ"ל (ובפרט למנכ"ל צעיר, שאלמנט המוניטין אצלו משמעותי) יהיה גדול מזה של שאר הבכירים בבנק, הן מפני הרכיב הקבוע והן מפני כמות האופציות בשכרו. ממצא זה תואם את המציאות המקובלת בעולם.

בנקים עם הזדמנויות צמיחה (growth opportunities) גדולות (Q גבוהה) ישלמו יותר למנהלים, בשל רכיב האופציות ($\alpha_j \Delta^+ = \alpha_j (S_H - S^*) = \alpha_j Q (K_H - K^*)$). נתון זה מתיישב עם Baber et al. (1996), הקושרים בין הסביבה העסקית של הפירמה והזדמנויות הצמיחה לבין שיקול הדעת של המנהל. מאותה סיבה בנקים גדולים, בעלי K_H גדול, ישלמו יותר למנהלים (כשיתר הדברים קבועים), בשל רכיב האופציות. גם ממצא זה תואם את המציאות המקובלת במקומות שונים בעולם (Snider, 1994).

4. התפתחות שכר הבכירים בבנקים בישראל - השוואה לענפים אחרים ולעולם

כדי לבדוק את שכרם של המנהלים הבכירים במערכת הבנקאות הישראלית, נשווה אותו תחילה עם משכורותיהם של מנהלים בענפים אחרים במשק (על אף ההבדלים בין הענפים). בלוח 1 מוצגים נתונים השוואתיים על התפתחות השכר במערכת הבנקאות ובענפי משק אחרים בישראל לשנים 1994 עד 1997. נתונים על שכר הבכירים בענפי משק אחרים (לשנים 1994 עד 1996 בלבד) מצויים משני מקורות - האחד מנתוני משרד האוצר בדוח הדן בחריגות שכר של החברות הציבוריות ושל כל הגופים הציבוריים המתוקצבים ונתמכים על ידי הממשלה¹², והשני מנתוני החברות הנסחרות בשוק ההון.

¹² גופים אלה כוללים את החברות הממשלתיות, חברות עירוניות, רשויות מקומיות, מועצות דתיות, רשויות מקומיות, איגודי ערים, תאגידים שהוקמו על פי חוק וגופים נתמכים. מקור הנתונים הוא: דין וחשבון על הוצאות השכר של גופים ציבוריים לשנת 1995, הממונה על השכר והסכמי עבודה, משרד האוצר.

לוח 1

נתונים השוואתיים על התפתחות השכר במערכת הבנקאות ובענפי משק אחרים
בישראל, 1994 עד 1997
(אלפי שקלים, מחירי דצמבר 1996)

שיעור השינוי							
לעומת השנה הקודמת							
1997	1996	1995	1997	1996	1995	1994	
העלות הממוצעת למשרה							
2.9	1.7	1.8	180	175	172	169	סך הבנקים המסחריים במדגם
	2.7	3.8		161	157	151	החברות הממשלתיות ¹
	1.6	5.4		128	126	120	סך הגופים הציבוריים ^{2,1}
השכר הממוצע למשרה							
4.2	0.9	4.5	123	118	117	112	סך הבנקים המסחריים במדגם
	3.3	5.0		129	125	119	החברות הממשלתיות
	2.2	5.8		101	98	93	סך הגופים הציבוריים
	1.2	1.9		63	62	61	השכר הממוצע במשק
העלות הממוצעת למשרת בכיר ³							
6.3	11.9	-2.4	1,000	941	841	862	סך הבנקים המסחריים במדגם
	4.3	4.0		312	299	287	החברות הממשלתיות
	6.1	8.0		249	235	217	סך הגופים הציבוריים
	6.5			1,227	1,153		מדגם של חברות בורסאיות גדולות
	2.4			1,184	1,156		מדגם של חברות בורסאיות בינוניות ⁵
השכר הממוצע למשרת בכיר							
10.2	9.2	6.5	733	665	609	572	סך הבנקים המסחריים במדגם
	-0.1	4.4		226	226	216	החברות הממשלתיות
	3.8	8.2		188	181	167	סך הגופים הציבוריים

¹ המקור: דין וחשבון על הוצאות השכר של גופים ציבוריים לשנת 1995, משרד האוצר, הממונה על השכר והסכמי העבודה.

² כולל הרשויות המקומיות, החברות הממשלתיות, החברות העירוניות, האיגודי הערים, המועצות הדתיות, התאגידים שהוקמו על פי חוק והגופים הנתמכים.

³ חמשת מקבלי השכר הגבוה ביותר למעט היו"ר.

⁴ החברות הבורסאיות הגדולות שהונן העצמי בשנת 1996 היה גדול מ-1.5 מיליארדי ש"ח. המקור: "יפעת הון" ומערכת "דוכס".

⁵ החברות הבורסאיות הבינוניות שהונן העצמי בשנת 1996 היה בין 50 מיליונים ל-1.5 מיליארדי ש"ח. המקור: "יפעת הון" ומערכת "דוכס".

את החברות הבורסאיות חילקנו לשניים - גדולות ובינוניות; עם החברות הבורסאיות הגדולות נמנות שבע החברות הגדולות ביותר בשוק ההון הישראלי, שהונן העצמי עולה על 1.5 מיליארדי ש"ח, והונן הממוצע כ-3 מיליארדי ש"ח. חברות אלה הן במידה מסוימת בנות השוואה לחמשת הבנקים הגדולים כאשר בבנקים אלה ההון העצמי המינימלי עולה על 1.5 מיליארדי ש"ח, וההון הממוצע עומד על כ-4 מיליארדי ש"ח. כנגד זאת, החברות הבורסאיות הבינוניות הן בנות השוואה לבנקים הבינוניים; הונן העצמי המינימלי גדול מ-50 מיליוני ש"ח, והונן הממוצע עומד על כ-640 מיליוני ש"ח (בעוד שבבנקים ההון המינימלי היה 210 מיליוני ש"ח, והממוצע היה 344 מיליוני ש"ח)¹³.

בלוח זה הובחן בין שכר לעלות. השכר מייצג את השכר ברוטו שמקבל השכיר, והעלות כוללת נוסף על השכר הישיר גם את העלויות הנוספות למעסיק (הפרשות לפנסיה, חופשות, מס מעסיקים וכו'). מהלוח בולטים מספר ממצאים:

(1) הוצאות השכר והעלויות של המנהלים הבכירים במערכת הבנקאות הישראלית עולות בשיעורים ניכרים (פי שלושה עד ארבעה) על אלו של עמיתיהם המועסקים בענפים ציבוריים ובחברות ממשלתיות מחד גיסא, אך נמוכות (בכ-20%) מאשר במדגם החברות הבורסאיות הגדולות והבינוניות¹⁴.

(2) שכרו ועלות העסקתו של עובד ממוצע במערכת הבנקאות גבוהים אף הם בדרך כלל מאשר בחברות אחרות, אולם לא בשיעורים גדולים.

(3) שכרו של שכיר ממוצע במערכת הבנקאות כמעט כפול מהשכר הממוצע במשק, ושכרו של בכיר במערכת הבנקאות מגיע ליותר מפי עשרה מהשכר הממוצע במשק.

(4) השונות בהתפתחות השכר במערכת הבנקאות גבוהה מאוד בקרב המנהלים הבכירים, בהשוואה לשכר שאר המועסקים; זאת משום שמשקל הבונוסים בשכר הכולל, הנקבע בהתאם לביצועים, נמוך יחסית אצל העובד הממוצע בבנק וגבוה אצל הבכירים. שכרם של רוב העובדים נקבע לפי סולם השכר הנהוג בבנק, ותוספות השכר ניתנות בהתאם לתוספות השכר במשק, להסכמי שכר חדשים, לוותק הנצבר ולשינויים בדרגות. כנגד זאת, היינו עדים בשנים האחרונות לתשלומי בונוסים ומענקים שונים בקרב המנהלים הבכירים, אשר הגיעו למספר משכורות חודשיות ואף יותר.

מהממצאים בלוח 1 קשה לקבוע עמדה באשר לרמות השכר בקרב המנהלים בבנקים, שכן קשה למצוא ענף שמאפייניו זהים לאלה של ענף הבנקאות מבחינת מורכבות

¹³ קשה למצוא קבוצת השוואה טובה יותר לבנקים הבינוניים, שכן ככל שמרחיבים את מדגם החברות הבורסאיות מגיעים לנתוני הון ממוצעים הקרובים יותר לאלו של הבנקים הבינוניים, אך ההון המינימלי של חברות אלה קטן בשיעורים ניכרים מההון המינימלי בבנקים הבינוניים.

¹⁴ עם זאת יש לזכור כי החברות הבורסאיות במדגם זה הן הגדולות ביותר במשק הישראלי, וההון הממוצע/החציון שלהם גדול מאשר בסך כל הבנקים הישראליים.

הניהול, החשיפה לסיכון וכו'. זאת ועוד, ההשוואה לגופים ציבוריים דורשת הסתייגות, שכן בחברות אלה שכרם של רוב המנהלים הוא על פי סולם שכר הנקבע על ידי הממונה על השכר באוצר.

לוח 2

א. התפתחות המשכורות ועלויות השכר בחמשת הבנקים הגדולים, 1991 עד 1997

שיעור הגידול הממוצע	ממוצע	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	הממוצע ¹
(אחוזים)		(אלפי ש"ח, מחירי דצמבר 1996)							
19.0	1,352	2,007	1,835	1,382	1,061	1,282	960	938	שכר המנכ"ל
8.2	1,970	2,475	2,410	1,650	1,943	2,350	1,303	1,658	עלות המנכ"ל [*]
									שכר 3
11.1	811	1,020	978	824	783	830	632	613	הבכירים ^{**}
									עלות 3
3.4	1,329	1,445	1,539	1,153	1,158	1,446	1,360	1,203	הבכירים ^{**}
									השכר הממוצע
1.8	122	130	126	124	117	122	117	117	למשרה
									העלות
1.4	180	191	188	179	174	175	179	176	הממוצעת למשרה

ב. התפתחות המשכורות ועלויות השכר בששת הבנקים הבינוניים, 1991 עד 1997

שיעור הגידול הממוצע	ממוצע	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	הממוצע ¹
(אחוזים)		(אלפי ש"ח, מחירי דצמבר 1996)							
14.7	741	992	897	851	675	680	568	527	שכר המנכ"ל
14.7	1,036	1,307	1,143	1,050	1,266	977	814	695	עלות המנכ"ל
									שכר 3
4.4	452	505	459	467	447	443	444	400	הבכירים ^{**}
									עלות 3
5.4	671	733	685	775	698	642	612	553	הבכירים ^{**}
									השכר הממוצע
0.5	116	122	116	117	110	114	113	118	למשרה
									העלות
1.4	172	175	179	178	174	170	167	162	הממוצעת למשרה

לוח 2 (המשך)

ג. התפתחות המשכורות ועלויות השכר בשבעת הבנקים הקטנים, 1991 עד 1997

שיעור הגידול	הממוצע	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	הממוצע ¹	
(אחוזים)		(אלפי ש"ח, מחירי דצמבר 1996)								
	9.5	542	664	546	598	610	485	467	423	שכר המנכ"ל עלות
	11.9	708	888	708	835	811	638	559	518	המנכ"ל*** שכר 3
	0.0	314	304	313	316	294	347	324	303	הבכירים** עלות 3
	2.8	393	421	402	396	364	427	380	360	הבכירים*** השכר הממוצע
	3.2	110	117	113	113	110	112	106	98	למשרה העלות
	2.6	159	168	162	163	161	161	153	146	הממוצעת למשרה

ד. התפתחות פיזור² העלות בקרב מנהלי הבנקים, 1991 עד 1997

1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	
0.88	0.68	0.72	0.67	0.61	0.69	0.61	פיזור עלות המנכ"ל
0.77	0.77	0.74	0.52	0.60	0.61	0.54	פיזור עלות 3 הבכירים
0.79	0.66	0.69	0.54	0.53	0.62	0.55	פיזור עלות המנכ"ל ו-3 הבכירים

¹ ממוצע פשוט.

² הפיזור מחושב כסטיית התקן חלקי הממוצע של העלות.

*להשוואה - עלות המנכ"ל ב-7 החברות הבורסאיות הגדולות, שהונן גדול מ-1.5 מיליארדי ש"ח, בדומה ל-5 הבנקים הגדולים, הגיעה ל-1,387 אלפי ש"ח ב-1995 ול-1,692 אלפי ש"ח ב-1996.

**למעט המנכ"ל והיור.

***להשוואה - עלות המנכ"ל של 21 החברות הבורסאיות הבינוניות, שהונן בין 51 מיליוני ש"ח ל-1.5 מיליארדי ש"ח, בדומה לבנקים הקטנים והבינוניים, הגיעה ל-1,844 אלפי ש"ח ב-1995 ול-1,954 אלפי ש"ח ב-1996. המקור: דוחות כספיים לציבור.

נוסף על הניתוח בחתך רוחב, המשווה את שכר המנהלים בבנקאות לשכר המנהלים בענפים אחרים, ערכנו גם בדיקות בחתך אורך (לאורך זמן) הבוחנות את התפתחות השכר בבנקים בישראל לשנים 1991 עד 1997 (לוח 2). לוח זה מבחין בין שלוש קטגוריות: השכר/העלות של המנכ"ל וזה של שאר שלושת הבכירים (למעט היור והמנכ"ל), והשכר הממוצע בקבוצות בנקים שונים. מן הלוח עולים הממצאים הבאים:

- (1) גידול השכר ו/או עלות המנכ"ל, לשנים 1991 עד 1997 היה בשיעורים גבוהים יותר מאשר בקרב שאר שלושת הבכירים או בהשוואה לעובד הממוצע בבנק. התפתחות זו הקיפה את כל קבוצות הבנקים - הגדולים, הבינוניים והקטנים - אך בלטה בעוצמתה בבנקים הבינוניים והגדולים. ההתפתחות הדיפרנציאלית בשכר/בעלות מובילה לממצא בולט נוסף: הפער בין שכר המנכ"ל לשכר של שאר הבכירים הלך וגדל, עד אשר בסוף התקופה היה שכר המנכ"ל גבוה כפליים מהשכר הממוצע של שאר הבכירים (בכל חתכי הגודל השונים). בולט אף יותר הממצא שלפיו שכר המנכ"ל מגיע עד ל-פי 15 משכרו הממוצע של עובד בבנקים הגדולים (ול-פי 8 ול-פי 5.7 בבנקים הבינוניים והקטנים). פערי השכר בתחילת התקופה, קרי בשנת 1991, היו מצומצמים הרבה יותר.
- (2) כן בולט צמצום הפער בעלות העסקתם של המנכ"לים בין הבנקים הגדולים לבינוניים, כתוצאה מעלייה, בשיעור ממוצע של כ-15%, בעלות העסקתם של המנכ"לים בבנקים הבינוניים, לעומת שיעור נמוך יותר (8.2%) בקרב המנכ"לים בבנקים הגדולים. נציין כי הרווחיות להון (ROE) הייתה הגבוהה ביותר בבנקים הבינוניים באותן שנים. ייתכן גם כי הפרסומים על השכר בשנים האחרונות גרמו להקטנת הפערים בין מנכ"לים בבנקים שונים. לוח 2-ד' מציג את התפתחות הפיזור של שכר הבכירים על פני זמן. מהלוח עולה כי פיזור העלות, הנמדד במונחי סטיית תקן יחסית (coefficient of variation), קטן במהלך השנים 1991 עד 1997 במידה משמעותית, עובדה העשויה לאשר את ההשערה דלעיל.
- (3) שכר המנכ"לים מאופיין בתנודתיות גדולה מזו של שכר שאר בעלי השכר בבנק כאמור.
- (4) מגמת התפתחות השכר בקרב שלושת הבכירים (עלייה/ירידה) דומה לזו הקיימת אצל המנכ"ל, אך עוצמתה נמוכה יותר.
- במספר מחקרים אמפיריים נמצא כי ענף הנתון לפיקוח, או פירמות הנמצאות בבעלות ציבורית, מאופיינות במגבלה פוליטית במסגרת תקנות באשר לגובה שכר הבכירים. משמע ששכר הבכירים בענפים מפוקחים נמוך מהממוצע במשק בשל מגבלות פוליטיות/חקיקתיות. בישראל שכרם של המנהלים הבכירים בגופים ציבוריים (משרדים ממשלתיים, רשויות מקומיות וחברות ממשלתיות) אכן נמוך מאשר בחברות פרטיות ונקבע בכפיפות למגבלות התקשי"ר של הממונה על השכר באוצר. לעומתם, שכר הבכירים בענף הבנקאות אינו בהכרח נמוך מאשר בחברות בורסאיות בנות השוואה, וזאת אף על פי שענף הבנקאות נתון למגבלות פיקוחיות.
- עוד עולה מהלוח כי בין השנים 1991 ו-1997 גידולם של פערי השכר בין הבכירים לבין העובד הממוצע בבנק לא גרר תביעות שכר מצד העובדים; יש לציין כי העובד הממוצע "נהנה" מציבות יחסית בשכרו, שלא כמו הבכירים, שכן אצל האחרונים קיים רכיב גבוה של בונוס הנגזר בהתאם לביצועים, ומגדיל את השכר בתקופות רווחיות, אך

גם מצמצם אותו כאשר הרווחיות נמוכה מהצפוי. במלים אחרות: שכר הבכירים אמנם גבוה יותר אך גם תנודתי יותר מן השכר הממוצע.

לוח 3

התפתחות שכר הבכירים ונתוני הרווחיות והסיכון, השוואה בין חמשת הבנקים הגדולים בישראל ובנקים בארה"ב, 1994 עד 1996

ארה"ב ¹		ישראל		
שכר השנתי	שיעור הגידול השנתי	שכר השנתי	שיעור הגידול השנתי	
(אלפי דולרים)	(אחוזים)	(אלפי דולרים)	(אחוזים)	
1,444	10.30	616	12.01	עלות המנכ"ל, ממוצע שנתי
766	15.50	439	36.51	שכר המנכ"ל, ממוצע שנתי
675	12.20	395	16.41	העלות הממוצעת של שאר הבכירים ²
401	15.1	265	12.47	השכר הממוצע של שאר הבכירים ²
		11.3	7.5	עלות המנכ"ל / העלות הממוצעת בבנק
19.7		11.7	30.2	שכר המנכ"ל / השכר הממוצע בבנק
(אחוזים)		(אחוזים)		
13.95		8.19		ROE
1.14		0.41		ROA
8.56		5.06		ההון העצמי/סך הנכסים

¹ קבוצת ההשוואה כוללת בנקים אמריקניים שהיקף נכסיהם גבוה ממיליארד דולרים. היקף הנכסים הממוצע בקבוצת ההשוואה עמד על 14.6 מיליארדי דולרים, לעומת כ-8.6 מיליארדי דולרים בישראל. בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות היקף הנכסים הממוצע הוא כ-26 מיליארדי דולרים. שכר המנהלים בארה"ב כולל גם בונוס שנתי (בדומה לנהוג בארץ), ואילו עלות המנהלים כוללת אופציות שחולקו במהלך השנה; בקרב המנהלים בבנקים בישראל תופעה זו היא זניחה.

² שלושת המנהלים הבכירים - לא כולל מנכ"ל. המקור: דוחות כספיים לציבור ונתוני SNL על מערכת הבנקאות האמריקנית.

פערי שכר בין המנכ"ל לשאר הבכירים ולשאר העובדים קיימים בכל פירמה. לפיכך, כדי להשוות את הממצאים במערכת הבנקאות הישראלית, בחנו את הנורמות המקובלות

בעולם, ובפרט את הנתונים המקבילים במערכת הבנקאות בארה"ב - המאופיינת בפערי שכר קיצוניים¹⁵.

מהלוח עולה כי רמות השכר/העלות האבסולוטיות בארה"ב גבוהות מאשר בארץ. ממצא זה אינו מפתיע שכן כוח הקנייה של המטבע בארה"ב שונה מאשר בארץ, ומלבד זאת קבוצת ההשוואה בארה"ב כוללת בממוצע בנקים גדולים יותר (וביניהם גם בנקים להשקעות) ורווחיים יותר, ולכן מנהליהם משתכרים יותר (אם אכן ישנו תגמול על ביצועים). עם זאת שיעורי הגידול הממוצעים בשכר/בעלות של מנכ"ל ממוצע בישראל בדרך כלל גבוהים יותר מאלה שבארה"ב, בין השאר משום שבשנים האחרונות החלו לאמץ בארץ חבילות תגמול למנהלים המכילות משקל גדול של אופציות, המתואמות עם הביצועים. ייתכן גם שצמיחתה של מערכת הבנקאות בשנים אלו, שהייתה גבוהה יותר בישראל, מסבירה את הגידול הניכר יותר של השכר. עוד עולה מהלוח כי הפערים בין שכר המנכ"ל לשאר העובדים בשנים 1994 עד 1996 עמד בממוצע על פי 19.7 בארה"ב לעומת פי 8 בישראל, והפערים בין שכר המנכ"ל לשאר הבכירים היו דומים בין שתי המדינות - פי 1.9. על פי הספרות הרלבנטית בחנו את קיומם של הבדלים מהותיים בשכר המנהלים בחתכים שונים, כפי שמוצג בלוח 4. בלוח זה ניסינו לתת מענה לשלוש שאלות עיקריות:

- האם ישנם הבדלים בשכרם של מנהלים בבנק שהוא בבעלות ציבורית/ממשלתית, לעומת בנק בבעלות פרטית?
- האם ישנם הבדלים בשכרם של מנהלים בשל העובדה שהם מחזיקים גם בשיעור כלשהו במניות הבנק שהם מנהלים, לעומת מנהלים שכירים?
- האם ישנם הבדלים בשכרם של מנהלים השייכים לקבוצה בנקאית לעומת מנהלים אחרים. בלוח 4 מוצגים השכר והעלות של המנכ"ל ושל שאר הבכירים על פי שלושת החתכים דלעיל?

אין הבדל מהותי בבחינת השכר/העלות של המנכ"ל לעומת שלושת הבכירים על פי שלושת החתכים השונים, ולפיכך נתמקד להלן בניתוח הממצאים של שלושת הבכירים. בלוח זה בולטים הממצאים הבאים: שכרם האבסולוטי של המנהלים הבכירים בבנקים הנמצאים בבעלות ציבורית/ממשלתית-גבוה משכרם של עמיתיהם בבנקים שבבעלות פרטית¹⁶. זאת ניתן להסביר במספר דרכים: (1) בקרב הבנקים שבבעלות ציבורית

¹⁵ נתונים בארה"ב זמינים ומהימנים יותר מאשר במקומות אחרים, ולכן השתמשנו בנתוני הבנקים שם. עם זאת, ביפן, בגרמניה ובאנגליה התקבלו תוצאות דומות באשר לגורמים המשפיעים על שכר המנכ"ל ולפערים בין שכר הבכירים לשכר המנכ"ל (Snider, 1994).

¹⁶ עם זאת בחישוב משקל השכר בהון הבנק, או כשיעור מהרווח הנקי, מתקבל שמשקל השכר/העלות של הבכירים כשיעור מההון/הרווח בבנק הנמצא בבעלות פרטית גבוה מבנק הנמצא בבעלות ציבורית. ההסבר לכך נעוץ בהבדל הניכר בגודל ההון של הבנקים על פי שני החתכים. למרות ההבדלים בשכר האבסולוטי, הבדלי ההון/הרווח גדולים הרבה יותר (שכן בקבוצת הבנקים שבבעלות ציבורית נמצאים ארבעה בנקים גדולים, ומשנת 1997 - רק שלושה), לפיכך השכר כאחוז מההון/מהרווח בבנקים שבבעלות ציבורית נמוך יותר.

נמצאים ארבעה מבין חמשת הבנקים הגדולים, ואפשר שהשפעת הגודל היא הדומיננטית. (2) ייתכן כי בגלל העדרם של "בעלי בית אמיתיים" (managers controlled firm) בבנקים שבבעלות ציבורית יש למנהלים השפעה גדולה, וייתכן שהם מנצלים את מעמדם להגדלת שכרם על חשבון רווחת בעלי המניות (הממשלה).

לוח 4

שכר הבכירים בבנקים בישראל, מפולח לפי השייכות לקבוצה, סוג הבעלות, והחזקות המנהלים במניות הבנק, 1991 עד 1997 (אלפי ש"ח)

בנק שאינו שייך לקבוצה בנקאית	בנק השייך לקבוצה בנקאית ³	מנהלים שכירים	מנהלים המחזיקים ² במניות	בנק בבעלות פרטית	בנק בבעלות ממשלתית ¹	
1,092	581	689	1,521	791	1,026	שכר המנכ"ל
1,457	836	992	1,881	1,038	1,543	עלות המנכ"ל
570	420	434	780	447	667	שכר 3 הבכירים *
869	610	658	1,141	632	1,117	עלות 3 הבכירים *
(מיליוני ש"ח)						
890	1,723	672	3,951	447	3,987	ההון הממוצע של הבנק

¹ בנק הוגדר כנתון בבעלות ממשלתית אם שיעור החזקה של הממשלה בו הוא מעל 50%. "בנק המזרחי" עבר במהלך התקופה מבעלות ממשלתית לבעלות פרטית.
² החזקה בכל שיעור שהוא. בחלק מהבנקים הפכו המנהלים משכירים למחזיקים במניות ולהפך.
³ שני הבנקים הגדולים וכל החברות הבנות שלהם.
 *למעט המנכ"ל והיו"ר.
 המקור: דוחות כספיים לציבור.

אשר להשפעה של החזקת המניות על ידי המנהלים על שכרם - נמצא (בדומה לממצאים של בר-יוסף וטלמור, 1997) כי השכר האבסולוטי של מנהלים המחזיקים במניות הבנק גבוה מזה של מנהלים שכירים. ניתן להניח כי ניגוד העניינים שבין המנהל לבעלים קטן יותר כאשר המנהל הוא חלק מהבעלים, ולכן המוטיבציה שלו לצרוך על חשבון הבנק קטנה יותר (Jensen and Meckling, 1976). זאת ועוד, מנהל שהוא גם בעלים מתוגמל לא רק במשכורתו אלא גם על ידי דיבידנדים המחולקים לבעלי המניות. עם זאת, גם כאן בחישוב שיעור השכר מההון מתקבל ממצא הפוך, שלפיו שיעור השכר מההון בקרב מנהלים שכירים גבוה מאשר אצל המנהלים האחרים.

אשר להשפעת השייכות לקבוצה בנקאית על שכר המנהלים; ההנחה המקובלת היא כי השייכות לקבוצה בנקאית מטילה על המנהלים מגבלות פוליטיות והתנהגותיות הקשורות לנורמה המקובלת בקבוצה, ולכן מנהלים השייכים לקבוצה אמורים להשתכר פחות ממנהלים עצמאיים. במערכת הבנקאות הישראלית קיימות שתי קבוצות בנקאיות

("פועלים" ו"לאומי") שבהן יותר מבנק אחד. לפיכך הבנקים השייכים לקבוצה בנקאית (אשר בה תיתכן משמעת קבוצתית) הם "בנק הפועלים", "בנק לאומי" והבנקים שהם חברות הבנות שלהם. מן הלוח עולה כי רמת השכר/העלות בבנקים השייכים לקבוצה בנקאית אכן נמוכה יותר מאשר בבנקים עצמאיים, שכן, כצפוי, אין בבנקים העצמאיים מגבלות של שכר, הנקבעות על פי אמות מידה של בנק האם.

5. בחינה אמפירית של מאפייני הבנק והשפעתם על שכר מנהליו

לשם בחינת הגורמים המשפיעים על שכר הבכירים בבנקים אנו בודקים, בהתאם לספרות, מספר מאפיינים - כגון גודל, רמת ביצועים, רמות סיכון, מבנה וסוג בעלות - אשר בעזרתם ניתן להסביר את התפתחות שכר הבכירים בשנים האחרונות. להלן משוואת השכר שנאמדה:

$$(13) W = a_0 + a_1(LARGE7) + a_2(IM) + a_3(EFFI) + a_4(LEVERAGE) + a_5(PROV) \\ + a_6(GROUP) + a_7(PUBLIC) + a_8(D_CEO) + a_9(D96_D97)$$

אנו אומדים משוואה זו על קבוצת המנכ"לים ועל שאר שלושת המנהלים הבכירים בנפרד. כן אנו מנסים לבחון אם המשתנים המסבירים מצליחים להסביר הן את שכר הבכירים והן את עלות שכרם למעסיק. מאחר שהענקת אופציות/מניות בבנקים בישראל לא הייתה תופעה שכיחה בשנות המדגם, והפירוט בדוחות הכספיים חסר ביותר, אנו מתייחסים לשכר הבכירים כאל תגמול על הביצועים רק ex-post. משמע, שהשכר/העלות נקבע על סמך הגורמים דלעיל (משוואה 13), ובפרט על סמך הביצועים (הרווחיות, הסיכון וכדומה) בפועל, ולא כתגמול שנועד לתמרץ את המנהלים להישגים בעתיד.

א. הגדרת המשתנים והצגת ההשערות

$LARGE7$ (1) משתנה דמה המקבל את הערך 1 כשמדובר באחד משבעת הבנקים הגדולים ואת הערך 0 כשמדובר בבנקים אחרים. אנו צופים קשר חיובי בין גודל הבנק לבין שכר המנהלים, שכן, כפי שתואר בסקירת הספרות, גודל הפירמה הוא גורם מרכזי בהסבר שכרם. בחרנו לייצג את גודל הבנק על ידי משתנה דמה ולא על ידי גודלו המדויק של הבנק (למשל, גודל נכסיו או הונו העצמי), משתי סיבות: (א) קיים מיתאם גבוה מאוד בין גודל הבנק, הנמדד על ידי פרמטרים כמותיים, לבין ביצועיו. כיוון שבמשוואה (13) אנו מעוניינים לבחון לא רק את השפעת גודל הבנק על השכר, אלא גם את השפעת הביצועים על השכר, בחרנו במשתנה דמה לגודל הבנק. (ב) למרות הקשר הצפוי בין שכר הבכירים לבין גודל הבנק, קשר הנובע, כאמור, ממורכבות הניהול, מכובד האחריות וכו', אנו מודעים לעובדה שמורכבות ניהולו של הבנק הגדול במערכת

אינה בהכרח שונה מזו של הבנק השני או אפילו השביעי בגודלו, שכן בנקים אלה משרתים אותה אוכלוסייה ומספקים בדרך כלל אותם שירותים פיננסיים. במלים אחרות: אנו מניחים כי קיים שוק של מנהלים המוכשרים לנהל בנקים גדולים ובינוניים ושוק אחר של מנהלים המוכשר לנהל בנקים קטנים יותר. בכל תת-קבוצה אין אנו מצפים להבדלים משמעותיים במשכורתם של המנהלים הנובעים מהבדלים בגודל הבנק שהם מנהלים.

(2) *IM* - משתנה זה, האומד את ביצועי הבנק בתיווך הפיננסי הקלאסי, מחושב כלוג של סך ההכנסות המימוניות נטו של הבנק, קרי הכנסות המימון בניכוי הוצאות המימון. ישנם משתנים שונים האומדים ביצועים (כגון הרווח הנקי), אולם בחרנו במשתנה זה כדי למזער, ככל האפשר, הבדלים בביצועי בנקים הנובעים מאירועים חד-פעמיים או מהחלטות שמתות את הרווח משיקולים שאינם כלכליים טהורים (למשל החלקת רווחים). השערתנו היא כי שכרו של המנהל מושפע חיובית מביצועי הבנק שבניהולו. השערה זו מתבססת על תוצאות של מחקרים קודמים ועל הדיווחים בסקירות הדירקטוריון וההנהלה של הבנקים, המסבירים לעתים קרובות את שיעורי הגידול של שכר המנהלים במתן בונוסים ומענקים שונים כפונקציה של ביצועים טובים.

(3) *EFFI* - משתנה המייצג את היעילות התפעולית של הבנק ומוגדר כיחס של עודף ההוצאות התפעוליות על ההכנסות התפעוליות מתוך סך הנכסים. ככל שיחס זה גבוה יותר (כשיתר הדברים קבועים), יעילותו של הבנק נמוכה יותר. ההשערה שלנו היא, כי המקדם של משתנה זה יהיה שלילי, שכן ככל ש-*EFFI* גדול יותר, הבנק, כאמור, יעיל פחות, ולפיכך נצפה לתגמול נמוך יותר. למעשה, משתנה זה הוא מאפיין אחר של ביצועי הבנק¹⁷.

(4) *LOG(PROV)* ו-*LEVERAGE* - משתנים המצביעים על סיכון הבנק. בספרות מקובלים מדדים רבים לאמידת סיכון הבנק, ביניהם התנודתיות ברווחיות ההון ובמחיר המניה והלימות ההון.

כדי לקבל מדדים מהימנים הבחנו בין סיכון אשראי לבין סיכון פיננסי. *LOG(PROV)* מחושב כלוג של הרמה הממוצעת של הפרשה לחובות מסופקים בשנה הנוכחית ובשנה הקודמת ומבטא את סיכון האשראי בבנק. ניתן לראות בהפרשה לחומ"ס אומד לאיכותו של ניהול סיכון האשראי: רמות נמוכות של שיעור זה מלמדות על ניהול טוב ומקצועי בכל הקשור למתן אשראי ולהפך ברמות גבוהות. רמת הפרשה לחומ"ס מתבססת הן על עקרונות חשבונאיים והן על הערכות (לעתים סובייקטיביות) לגבי יכולת גביית החוב בסוף התקופה. לעתים מתברר כי שיעורי הפרשה היו גבוהים/נמוכים מהנדרש (בעיית עיתוי הפרשה ותופעת החלקת הרווחים), ולכן בחרנו לחשב יחס זה

¹⁷ כיוון שעודף ההוצאות התפעוליות על ההכנסות התפעוליות מקבל בחלק מהבנקים ובחלק מהשנים ערך שלילי, לא ביצענו לו ברגרסיה טרנספורמציה לוגריתמית, בדומה לנעשה בצד המימוני, אלא בחרנו להציגו כשיעור מסך הנכסים.

כממוצע לשתי התקופות האחרונות. על פי ההשערה, ככל שההפרשה לחובות מסופקים גבוהה יותר, איכות הניהול טובה פחות, ולפיכך נצפה לתיגמול נמוך יותר של המנהלים. *LEVERAGE*, מחושב כיחס של ההתחייבויות לסך הנכסים ואומד את הסיכון הפיננסי הנובע ממבנה הפעילות של הבנק. על פי ההשערה, ככל שיחס זה גבוה יותר (המנוף הפיננסי של הבנק גבוה יותר), סיכון הבנק גדול יותר, ולפיכך נצפה גם כאן לקשר שלילי בין המנוף הפיננסי לתיגמול הבכירים.

(5) *GROUP* הוא משתנה דמה המבחין בין הבנקים בהתאם לשייכותם לקבוצות בנקאיות. ההנחה היא כי בבנקים השייכים לאותה קבוצה קיימת הצמדה של סולם השכר לבנק האם (חלקית או מלאה), וקיים מיתאם גבוה ברכיבי השכר השונים. לפיכך עליית שכר הבכירים בקרב אחד הבנקים בתוך הקבוצה הבנקאית עלולה לגרום דרישות לתוספת שכר אצל האחרים בקבוצה, דבר המשפיע לרעה על התיגמול. מנתוני המערכת הבנקאית עולה כי "הפועלים" ו"לאומי" הן הקבוצות הבלעדיות שבהן יש לפחות שני בנקים מתאחדים; הבנקים המתאחדים קיבלו את הערך 1, ושאר הבנקים במערכת, שאינם שייכים לקבוצה בנקאית, קיבלו את הערך 0. אנו מצפים למקדם שלילי של המשתנה *GROUP*.

(6) *PUBLIC* - משתנה דמה המבטא את מבנה הבעלות. הוא קיבל את הערך 1 בבנקים שבהם הממשלה היא הגוף המחזיק בהון המניות בשיעור הגבוה ביותר, ו-0 בשאר המקרים. ההשערה היא, כי שכר הבכירים בבנק הנמצא בבעלות ציבורית (כלומר שבו הממשלה היא הדומיננטית בהון) יהיה נמוך משכרם של מנהלים בבנקים הנמצאים בבעלות פרטית - שכן בבנקים הנמצאים בבעלות ציבורית חלה על גובה השכר מגבלה חקיקתית או פוליטית-ציבורית.

(7) *D_CEO* - משתנה דמה המקבל את הערך "1" בשנה שבה מתחלף המנכ"ל, ו-"0" בשאר המקרים.

במקרים רבים, בתקופה הנחקרת, חילופי המנכ"לים התבצעו בעיצומה של שנה קלנדרית. עזיבתו של מנכ"ל מלווה לעתים קרובות בהפרשות גדולות - בשל פיצויי פרישה, מענקי הסתגלות, פדיון ימי חופשה וכו'. מלבד זאת, משכורתו ועלות העסקתו של מנכ"ל חדש גבוהים בדרך כלל מאלה של קודמו. לפיכך ההשערה היא כי המקדם של משתנה זה יהיה חיובי.

(8) *D96_97* - משתנה דמה המקבל את הערך 1 לשנים 1996 ו-1997 ואת הערך 0 לשנים האחרות. בשנים 1996 ו-1997 היינו עדים לתוספות שכר גבוהות מאוד ולמתן בונוסים גדולים למנהלים הבכירים, וכן, לראשונה, שולמו אופציות לחלק מהמנהלים, כחלק מהתגמול הכולל. ייתכן שמדיניות תיגמול המנהלים השתנתה בשנתיים האחרונות, והיא תוסיף ותשתנה בשנים הבאות, עם המשך היישום של הפרטת הבנקים. סימנים ראשונים לכך אנו רואים במדיניות התיגמול של בכירי "בנק הפועלים": עם המעבר לבעלות פרטית הוענקו לכל חברי ההנהלה הבכירה חבילות של אופציות בשווי

של מיליוני ש"ח, שערכן הכלכלי יעלה ככל שביצועי הבנק ישתפרו - מדיניות המתמרצת את המנהלים להשיג תוצאות משופרות.

ב. אמידת משוואות השכר

לצורך אמידת משוואות השכר השתמשנו בנתונייהם של 19 בנקים מסחריים בישראל לשנים 1991 עד 1997, בסך הכול 133 תצפיות.

את משוואה (13) אמדנו על שתי קבוצות של מנהלים¹⁸ (מנכ"ל, CEO, ושלושת הבכירים האחרים, SEN3) ובשתי חלופות - נתוני השכר (SAL) ונתוני העלות (CST). החלופה המתייחסת לשכר הבכיר מביאה בחשבון את הוצאות השכר הישירות ואת הבונוסים ששולמו לבכיר בממוצע. החלופה המתייחסת לעלות הממוצעת לבכיר מתייחסת לעלות הכוללת של המעסיק בגין הבכיר, קרי להוצאות השכר, הבונוסים, ומענקים שונים - חופשה/יובל/התייעלות - והפרשות לפיצויים, לתגמולים, לפנסיה, לקרן השתלמות, להשלמת עתודות והטבות אחרות.

ג. הממצאים

בלוחות 5 ו-6, מוצגים הממצאים העיקריים של משוואה (13). לוח 5 מציג את ממצאיהן של ארבע רגרסיות האומדות את השכר ועלות המנכ"ל, ולוח 6 מציג את אותן רגרסיות לגבי שכר ועלות שלושת הבכירים האחרים בבנקים. בחנו את השכר/העלות של המנכ"ל והמנהלים הבכירים בשני שלבים (stepwise procedure): בשלב ראשון הופיעו כל המשתנים המסבירים למעט משתני הסיכון (הסיכון הפיננסי וסיכון האשראי), ובשלב השני היתוספו לרגרסיה גם משתנים אלו. הסיבה להרצה בשלבים נעוצה בחשש כי המנהלים שואפים למרב רווחים ולשפר ביצועים תוך התעלמות מגידולה של החשיפה לסיכונים. מעניין אפוא לבדוק אם תיגמול המנהלים מושפע גם מהרווחיות המותאמת לסיכון, דהיינו קשור שלילית לרמת הסיכונים של הבנק. בדיקה זו נעשתה בשלב השני על ידי בחינת תוספת ההסבר של שכר/עלות המנהלים הבכירים תוך הוספת משתני סיכון לשאר המשתנים המסבירים.

¹⁸ הואיל ויושבי ראש הדירקטוריון בחלק מהבנקים אינם מקבלים שכר, או מקבלים שכר סמלי בלבד, נמנענו מלכלול את שכרם ברגרסיות כדי למנוע את הטיית הממצאים.

לוח 5

ממצאי הרגרסיות לאמידת משוואות השכר והעלות של המנכ"לים בבנקים,
1991 עד 1997

עלות המנכ"ל		שכר המנכ"ל		המשתנה המוסבר	
D ¹¹	C ¹⁰	B ¹¹	A ¹⁰	המשתנה המוסבר	
8.65	6.2	8.16	5.59	C	החותך
*(9.38)	*(12.3)	*(10.3)	*(12.5)		
0.9	0.72	0.69	0.51	LARGE7	דמה לגודל ¹
*(5.46)	*(4.15)	*(4.89)	*(3.28)		
0.27	0.06	0.29	0.09	LOG(IM)	ההכנסות ²
*(4.27)	(1.36)	*(5.51)	*(2.3)		
-8.5	-8.5	-7.36	-6.98	EFFI	היעילות
*(2.9)	*(2.95)	*(2.95)	*(2.72)		התפעולית ³
-0.45	-0.5	-0.51	-0.56	PUBLIC	הבעלות ⁴
*(4.04)	*(4.27)	*(5.34)	*(5.29)		
-4.2	-0.52	-0.52	-0.63	GROUP	השייכות
*(4.23)	*(5.34)	*(6.02)	*(7.25)		לקבוצה
					בנקאית ⁵
0.11	0.15	0.13	0.16	D_CEO	דמה לחילוף
(1.2)	(1.55)	** (1.67)	** (1.89)		המנכ"ל ⁶
0.21	0.176	0.25	0.21	D96_97	דמה לשנה ⁷
*(2.3)	** (1.87)	*(3.29)	*(2.54)		
-3.9		-4.07		LEVERAGE	המנוף
*(3.7)		*(4.50)			הפיננסי ⁸
-0.16		-0.15		LOG(PROV)	סיכון
*(4.04)		*(4.49)			האשראי ⁹
0.77	0.71	0.81	0.75	R ² (adj)	

- ¹ שבעת הבנקים הגדולים קיבלו את הערך 1, ושאר הבנקים קיבלו את הערך 0.
- ² סך כל רווחי המימון, המוגדרים כהכנסות המימון בניכוי הוצאות המימון, בתוספת ההכנסות מעמלות תפעוליות.
- ³ היחס של עודף ההוצאות התפעוליות על ההכנסות התפעוליות מסך הנכסים.
- ⁴ הבעלות הציבורית - הוגדר כבנק שבו הממשלה היא הגוף המחזיק בהון המניית בשיעור הגבוה ביותר, ולפיכך קיבל את הערך 1; אחרת 0.
- ⁵ דמה המקבל ערך 1 עבור הבנקים שהם חברות בנות של קבוצות "הפועלים" ו"לאומי"; אחרת 0.
- ⁶ דמה המקבל את הערך 1 בשנה שבה התחיל לעבוד מנכ"ל חדש; אחרת 0.
- ⁷ דמה המקבל את הערך 1 עבור השנים 1996 ו-1997, ואת הערך 0 עבור השנים האחרות.
- ⁸ שיעור ההתחייבויות מסך הנכסים.
- ⁹ הפרשה השוטפת הממוצעת לחובות מסופקים, המחושבת לשנה הקודמת ולשנה הנוכחית.
- ¹⁰ משוואות A ו-C אינן כוללות משתני סיכון.
- ¹¹ משוואות B ו-D כוללות משתני סיכון.
- המספרים בסוגריים מייצגים ערכי t.
- * מובהק לפחות ב-5% במבחן דו-כיווני.
- ** מובהק לפחות ב-10% במבחן דו-כיווני.
- המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי יחידת המחקר, הפיקוח על הבנקים.

לוח 6
 ממצאי הרגרסיות לאמידת שכר ועלות המנהלים הבכירים בבנקים,
 1991 עד 1997

עלות 3 הבכירים		שכר 3 הבכירים		המשתנה המוסבר	
H ¹¹	G ¹⁰	F ¹¹	E ¹⁰	המשתנה המסביר	
3.96	4.4	4.46	4.43	C	החותך
*(5.3)	*(10.53)	*(7.8)	*(13.2)		
0.57	0.47	0.48	0.38	LARGE7	דמה לגודל ¹
*(4.2)	*(3.22)	*(4.62)	*(3.24)		
0.35	0.17	0.28	0.14	LOG(IM)	ההכנסות ²
*(6.63)	*(4.53)	*(7.15)	*(4.66)		
-7.57	-6.84	-6.59	-4.87	EFFI	היעילות
*(3.12)	*(2.8)	*(3.55)	*(2.47)		התפעולית ³
-0.37	-0.37	-0.4	-0.39	PUBLIC	הבעלות ⁴
*(4.06)	*(3.77)	*(5.72)	*(4.86)		
-0.12	-0.23	-0.1	-0.22	GROUP	השייכות לקבוצה
(1.43)	*(2.82)	(1.4)	*(3.38)		בנקאית ⁵
				D_CEO	דמה לחילוף
					המנכ"ל ⁶
0.12	0.14	0.12	0.13	D96_97	דמה לשנה ⁷
*(2.54)	** (1.81)	*(2.26)	*(2.05)		
-0.55		-1.02		LEVERAGE	המנוף הפיננסי ⁸
(-0.63)		(1.54)			
-0.13		-0.096		LOG(PROV)	סיכון האשראי ⁹
*(4.02)		*(3.84)			
0.80	0.75	0.82	0.74	R ² (adj)	

¹ שבעת הבנקים הגדולים קיבלו את הערך 1, ושאר הבנקים קיבלו את הערך 0.
² סך כל רווחי המימון, המוגדר כהכנסות המימון בניכוי הוצאות המימון, בתוספת ההכנסות מעמלות תפעוליות.
³ היחס של עודף ההוצאות התפעוליות על ההכנסות התפעוליות מסך הנכסים.
⁴ הבעלות הציבורית - הוגדר כבנק שבו הממשלה היא הגוף המחזיק בהון המניית בשיעור הגבוה ביותר, ולפיכך קיבל את הערך 1; אחרת 0.
⁵ דמה המקבל ערך 1 עבור הבנקים שהם חברות בנות של קבוצות "הפועלים" ו"לאומי"; אחרת 0.
⁶ דמה המקבל את הערך 1 בשנה שבה התחיל לעבוד מנכ"ל חדש; אחרת 0.
⁷ דמה המקבל את הערך 1 עבור השנים 1996 ו-1997 ואת הערך 0 עבור השנים האחרות.
⁸ שיעור ההתחייבויות מסך הנכסים.
⁹ הפרשה השוטפת הממוצעת לחובות מסופקים, המחושבת לשנה הקודמת ולשנה הנוכחית.
¹⁰ משוואות E ו-G אינן כוללות משתני סיכון.
¹¹ משוואות F ו-H כוללות משתני סיכון.
 המספרים בסוגריים מייצגים ערכי t.
 * מובהק לפחות ב-5% במבחן דו-כיווני.
 ** מובהק לפחות ב-10% במבחן דו-כיווני.
 המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי יחידת המחקר, הפיקוח על הבנקים.

מהלוחות עולים הממצאים הבאים: גודל הבנק (LARGE7) נמצא, כצפוי, משפיע חיובית על תיגמול המנהלים, בדומה לממצאיהן של רוב העבודות בעולם ובישראל, (זוסמן ומחרז, 1993; Rosen; 1992; Leonard, 1990). הממצאים מראים כי שכרם ועלות העסקתם של המנכ"ל ושל שאר שלושת הבכירים בשבעת הבנקים הגדולים גבוהים באופן מובהק מאלו של עמיתיהם בבנקים האחרים, הקטנים יותר.

- אשר להשפעת הביצועים על תיגמול המנהלים - בביצועים המימוניים (IM) נמצא בכל הרגרסיות קשר חיובי כצפוי (ובדרך כלל מובהק ברמה של 5%) בין ההכנסות המימוניות נטו של הבנק לבין השכר/העלות הן של המנכ"ל והן של שאר שלושת הבכירים. עוד נמצא כי ההשפעה החיובית של רווחי המימון על תיגמול המנהלים בהתייחס לעלות העסקתם חזקה יותר מאשר בהתייחס לשכרם.

ממצא זה אינו מפתיע, שכן חלק מההטבות הניתנות למנהלים הבכירים אינן מסווגות כשכר ישיר אלא מועמסות כעלויות; כך, למשל, מענקים לרגל ביצועים משופרים, מענקי התייעלות, מענקים לרגל יובל, וכן אופציות שהחלו בעלי הבנקים לחלק לאחרונה למנהלים כדי לתמרץ אותם לשיפור הביצועים - כל אלה מוגדרים כעלויות ולא כשכר ישיר.

- אשר ליעילות התפעולית (EFFI) - מדד היעילות שנבחר מוגדר, כאמור, כיחס של עודף ההוצאות התפעוליות על ההכנסות התפעוליות מסך הנכסים. ככל שמדד זה גבוה יותר, הבנק יעיל פחות. כצפוי, נמצא כי תגמול הבכירים - הן המנכ"ל והן שלושת הבכירים האחרים - מתואם חיובית עם מידת היעילות של הבנק. מדדי היעילות הם חלק מהמדדים שעל פיהם הבעלים בוחרים את ביצועי הנהלת הבנק, בהתאם לכך מתגמלים את המנכ"ל ואת שאר שלושת הבכירים בהיררכיה הארגונית.

- אשר להשפעתם של משתני הדמה (PUBLIC) - מנהליהם של בנקים שבהם הממשלה היא הגוף המחזיק בשיעור הגבוה ביותר בהון משתכרים פחות ועלות העסקתם נמוכה יותר מאלה של מנהלי הבנקים האחרים, כצפוי. ממצא זה מתייחס, כאמור, הן לנתוני השכר והן לנתוני העלות. ייתכן שההסבר לכך נעוץ במגבלות חקיקתיות ופוליטיות על גובה שכר הבכירים בבנקים שבבעלות ציבורית. הסבר נוסף (המאפיין את מערכת הבנקאות הישראלית) מתייחס לעובדה כי הבנקים שבבעלות הממשלה הם אלה שנדרשו למימון הציבורי, מכספי משלם המסים, בעת המשבר שנבע מוויסות המניות. לפיכך בנקים אלה נתונים יותר מהאחרים לביקורת ולפיקוח ציבוריים, ולכן השכר ועלות העסקה בהם נמוכים יותר.

- כצפוי, מנהלי בנקים השייכים לקבוצה בנקאית (GROUP) משתכרים בדרך כלל פחות ממנהלי בנקים אחרים (באופן מובהק). משמעת קבוצתית, המביאה בחשבון שכל שינוי בשכר של אחד מהמנהלים בקבוצה יגרור דרישות להעלאות שכר אצל שאר הבכירים באותה קבוצה, תביא למדיניות מרסנת יותר בכל הקשור לשכר.

- *D_CEO* - משתנה זה הוכלל רק ברגרסיות שאמדו את השכר והעלות של המנכ"ל משום שהוא אינו רלבנטי לשאר הבכירים. נמצא כי בשנה שבה הוחלף המנכ"ל העומד בראש הנהלת הבנק, ניכרת בדרך כלל עלייה בשכרו של המנכ"ל החדש, אף כי חילופי המנכ"ל אינם משפיעים באופן מובהק על עלות העסקתו של המנכ"ל.

- *D96_d97* - בשנתיים האחרונות היינו עדים לשינוי מסוים באופי וברמת התיגמול של מנהלי הבנקים; השינוי התבטא בעיקר בהעלאות בשיעורים ניכרים של השכר, ובמתן חבילות של אופציות על מניות הבנק. נוצר הרושם כי הדיון הציבורי המתייחס לרמות השכר הגבוהות של מנהלי הבנקים לא הביא לריסון בהוצאות השכר בניגום, אלא יצר את האפקט הנגדי של התיישרות כלפי מעלה: מנהלים שהשתכרו פחות מעמיתיהם בבנקים אחרים קיבלו תוספות שכר חריגות (לוח 2-ד). העברת הבעלות של חלק מהבנקים לידיים פרטיות בשנים האחרונות תרמה אף היא לתוספות השכר החריגות. כדי להפריד את השפעת משתנה הזמן (*D96_97*) מהשפעת המעבר לידיים פרטיות (*PUBLIC*) הוספנו משתנים אלו לרגרסיות בשלבים (stepwise). מההרצות עולה שתרומת כל אחד מהם לרגרסיה הייתה מובהקת, הן כשהם הורצו בנפרד והן כשהם נכללו יחדיו.

- אשר למשתני הסיכון - סיכון האשראי, *LOG(PROV)*, השפיע לשלילה באופן מובהק על תיגמול המנהלים; המנהלים במערכת הבנקאות בישראל תוגמלו בשנות המדגם לפי הרווחיות המותאמת לסיכון האשראי, והבעלים העריכו את איכות הניהול על פי רמתן של ההפרשות לחובות מסופקים: הפרשות נמוכות שימשו אינדיקטור לאיכות ניהול גבוהה והמנהלים תוגמלו, בהתאם.

- אשר למנוף הפיננסי (*LEVERAGE*), גם כאן מתקבל כי תיגמול המנהלים מושפע שלילית מהמנוף הפיננסי, כצפוי. אולם ההשפעה השלילית מובהקת רק ברגרסיות הבוחנות את השכר והעלות של המנכ"ל ואינה מובהקת ברגרסיות הבוחנות את שכרם ועלות העסקתם של שאר שלושת הבכירים. ניתן להסביר זאת בעובדה שהמנוף הפיננסי הוא פונקציה של הרווח הנקי¹⁹, ומקובל לראות את המנכ"ל כבעל האחריות הכוללת על סך הביצועים של הבנק כפי שמשקף ברווח הנקי של הבנק (ואת הסמנכ"לים כאחראים כל אחד על תחומי פעילותו).

כפי שעולה מהלוח, רמות ההסבר של שמונה הרגרסיות נעות מ-71% עד 82%. רמות אלה גבוהות יחסית שכן מדובר בנתוני פנל (pooled cross-section). כאשר הכללנו את המשתנה המוסבר בפיגור, עלו רמות ההסבר של הרגרסיות, וסימניהם של שאר המשתנים לא השתנו, אף כי חלקם איבדו את מובהקותם הסטטיסטית.

שאר המשתנים אשר הוזכרו בסקירת הספרות ואינם מוצגים בלוחות 5 ו-6, לא עמדו במבחני כניסה לרגרסיות, ולפיכך הושמטו. ניסינו לכלול משתנים נוספים, כגון משתנים

¹⁹ המנוף הפיננסי מוגדר בעבודה זו כיחס בין סך ההתחייבויות לסך הנכסים.

המייצגים את מצב שוק ההון, את מצב המשק, את שכר העמיתים בקבוצת ההשוואה ואת שיעור החזקתם של המנהלים במניות הבנק, אך גם הם לא יצאו מובהקים. במהלך הבדיקות הוספנו משתנים לכל בנק ולכל שנה, וכן משתנים אלטרנטיביים רבים נוספים לבדיקת ההשערות השונות, אולם כל המשתנים שבדקנו, מלבד אלו שנכללו ברגרסיות לעיל, לא נמצאו מובהקים.

התוצאות דלעיל הן איתנות (robust) ויציבות, שכן בשום מקרה לא השתנה סימן של משתנה אקסוגני, ובמרבית המקרים משתנים אלו אף נותרו מובהקים. הרצנו מבחני Wald וכן מבחנים לקיומם של משתנים מיותרים וחסרים (redundant and omitted variables), וקיבלנו אישור למובהקות של המקדמים שהתקבלו ברגרסיה.

אשר להבדלים בין המקדמים שהתקבלו ברגרסיות השונות; המקדמים של משתני הביצועים (*IM, EFFI*) ברגרסיות שהסבירו את עלות השכר הן של המנכ"ל והן של שאר הבכירים היו גדולים יותר מאשר ברגרסיות שהסבירו את השכר. ממצא זה אינו מפתיע, שכן הוא מלמד כי התמרוץ לבכירים ניתן באמצעות אופציות ושאר הטבות שאינן שכר ישיר. ייתכן כי מתן הטבות אלה נועד בחלקו לצמצם את הביקורת הציבורית על גובה שכר הבכירים.

כללית, השפעתם של המשתנים (כולל משתני הדמה) בהסבר השכר/העלות של המנכ"ל הייתה גדולה מזו של השכר/העלות של שלושת הבכירים האחרים. ממצא זה מלמד לכאורה כי שכרו של המנכ"ל, העומד בראש הארגון ונושא באחריות הכוללת, רגיש יותר למאפייני הבנק, לביצועיו ולגורמים חיצוניים, משכרם של שאר הבכירים בבנק.

כן הוספנו ברגרסיות שני מדדים – הרווחיות הענפית והרווחיות היחסית. לגבי הרווחיות הענפית ההשערה הייתה כי תימצא השפעה שלילית על השכר, בדומה לממצא של זוסמן ומחרז (1993). כנגד זאת, לגבי הרווחיות היחסית שנאמדה על ידי היחס של הביצועים היחסיים של הבנק הספציפי לעומת הביצועים בבנקים האחרים, ההשערה הייתה למציאת השפעה חיובית על השכר. בשני המדדים שנבחנו לא נמצאו קשרים מובהקים סטטיסטית, ולכן לא הוכללו מדדים אלו ברגרסיות הסופיות. נציין כי מפאת קיומם של מספר משתני דמה לא בדקנו את הגמישויות המלאות של משתני הביצועים והסיכון לשכר/לעלות של המנהלים.

6. סיכום

בעבודה זו הוצג מודל תיאורטי המסביר על פי מה נקבע שכר המנהלים הבכירים ומהן הסיבות להבדלים בהיקף השכר ובהרכבו בין מנהלים בדרגים שונים. נמצא שמלבד תרומתו של המנהל לביצועים, משפיעים על השכר יכולתו להפיק תועלת מהנזקים שגורמים כל המנהלים לבעלי הפירמה והחשש מענישה, ובפרט מפיטורין ומהפסד מוניטין. מאחר שהתועלת מהנזקים היא תחליף לשכר במודל - מנהל שהענישה

משמעותית מאוד לגביו, בהשוואה לתועלת שיפיק מהנזקים, מצפה לתגמול כולל נמוך יותר, ולכן יקטין את המאמץ בשיווי משקל. לפיכך כדי לדרבן אותו להגביר את מאמציו יש לתת לו שכר גבוה יותר, ובפרט אופציות, המניעות אותו לפעול לפי האינטרס של הבעלים. תוצאה זו עשויה להסביר מדוע כמות האופציות הניתנת למנכ"ל, שאלמנט המוניטין אצלו משמעותי, גדולה מהכמות הניתנת לשאר הבכירים, ומדוע הרכב חבילת התגמול שלו מוטה אופציות יותר מאשר אצל שאר הבכירים.

בחלק האמפירי, שכלל מדגם בן 19 בנקים בישראל בשנים 1991 עד 1997, נבדקו הקשרים בין שכר הבכירים לבין הביצועים. נבדקו השכר והעלות למעביד של המנכ"ל ושל שלושת הבכירים הבאים אחריו בהיררכיה הארגונית. כגורמים המסבירים נבחרו גודל הבנק, הרווחיות המימונית, היעילות התפעולית, סיכונים וגורמים נוספים, כשייכות לקבוצה וסוג הבעלות (ציבורית/פרטית). כצפוי, נמצא שגודל הבנק, רווחיותו המימונית ויעילותו התפעולית השפיעו לחיוב על השכר/העלות של בכירי הבנקים בישראל בשנים שנבדקו, ואילו סיכונים שהתממשו (במונחי עבר) השפיעו עליו לשלילה. ממצאים אלו שוללים את הטענה, הנשמעת לעתים, כי שכר הבכירים בבנקים בישראל מנותק לחלוטין מביצועי הבנקים שבניהולם.

נספח א'

התנאים ההכרחיים של Kuhn-Tucker לנקודת מקסימום הם:

$$\partial L / \partial x_j \leq 0 \quad \text{כאשר } x_j \text{ הוא המשתנה ה-} j \text{ של פונקציית הלגראנד } \{x_j \geq 0\}, \quad (1)$$

$$0 \leq \partial L / \partial \lambda_j \quad \text{כאשר } \lambda_j \text{ הוא האילוץ ה-} j \text{ של פונקציית הלגראנד}, \quad (2)$$

$$x_j^* \partial L / \partial x_j = \lambda_i^* \partial L / \partial \lambda_i = 0 \quad (3)$$

נתחיל בגזירת פונקציית השכר של הבעלים לפי α :

$$\partial E(W_P) / \partial \alpha_1 = -\mu_C + e_1^\alpha P'_1(E) [\Delta_S - \sum \alpha_j \Delta^+] = 0$$

$$\partial E(W_P) / \partial \alpha_n = -\mu_C + e_n^\alpha P'_n(E) [\Delta_S - \sum \alpha_j \Delta^+] = 0$$

כאשר e_j^α משקפת את ההשפעה על קבלת אופציה נוספת על המאמץ של מנהל j השוואה בין שתי המשוואות מלמדת כי בשיווי משקל הבעלים אדישים בשאלה לאיזה מנהל לתת אופציה נוספת, משום שההשפעה של מתן אופציה נוספת על ההסתברות להצלחה תהיה שווה לכל i ו- j , כלומר:

הביצועים גדולה מהשפעת הזוטר: $P'_j(E) > P'_i(E)$. וכנגד זאת, מאחר שעלות הפנאי של הבכיר גדולה יותר, מתן אופציה נוספת ידרבן אותו להגדיל מאמץ פחות מאשר את הזוטר ($e_i^\alpha > e_j^\alpha$). הביטוי הבא הוא כתיבה מפורשת של פונקציית הלגראנד ממשוואה (6):

$$(A) \quad L = Q(V_L - Dep(1+r) - n \cdot G) + P(E) [\Delta_S - \sum_j \alpha_j \Delta^+] +$$

$$\sum_{j=1}^n \lambda_j [G_j + \alpha_j \Delta^+ P(E) - M_j(e_j) - G_j^0]$$

גזירה של (A) ביחס ל- $\lambda_1, \dots, \lambda_n, \alpha_1, \dots, \alpha_n, G_1, \dots, G_n$ מניבה את המשוואות הבאות (בהנחה שאין לפרמטרים של j השפעה על המאמץ של i ובהנחה שמשוואה (4) מתקיימת):

$$(A1) \quad \partial L / \partial G_1 = -Q + \lambda_1 = 0$$

$$\partial L / \partial G_n = -Q + \lambda_n = 0$$

מ-(A1) אנו מקבלים $\lambda_j = \lambda_i = Q$ לכל i ו- j . שימוש בתוצאה זו בגזירת L ביחס ל- α_j מלמד כי:

$$(A2) \quad \partial L / \partial \alpha_1 = (Q-1)\mu_C + P^\alpha [\Delta_S + (Q-1)\sum \alpha_j \Delta^+] - Qe_1^\alpha M'_1(e_1) = 0$$

$$\partial L / \partial \alpha_n = (Q-1)\mu_C + P^\alpha [\Delta_S + (Q-1)\sum \alpha_j \Delta^+] - Qe_n^\alpha M'_n(e_n) = 0$$

מהשוואה של הנגזרת הרלבנטית למנהל j עם זו של מנהל i במשוואה (A2), תוך סידור האיברים, מתקבל:

$e_1^\alpha M'_1(E) = e_n^\alpha M'_n(E)$. החלפת האיברים הקשורים למאמץ עם אלו במשוואה (4), תיתן לנו את התוצאה:

$$\alpha_j P^\alpha \Delta^+ = \alpha_i P^\alpha \Delta^+ \implies \alpha_j = \alpha_i$$

גזירת L ביחס ל- λ_j מלמדת כי:

$$(A3) \quad \partial L / \partial \lambda_1 = G_1 + \alpha_1 \mu_C - M_1(e_1) - G^1_0 = 0$$

$$\partial L / \partial \lambda_n = G_n + \alpha_n \mu_C - M_n(e_n) - G^n_0 = 0$$

אם נוציא אינטגרל משני צדי משוואה (4), נחליף את הביטויים המתאימים עם אלו שבשוויונות ב-(A3), ונשווה בין המנהל ה-1 למנהל ה- n , נקבל לכל צמד מנהלים i - j :
 כאשר C הוא קבוע האינטגרציה שעל פי ההנחה שווה לכל המנהלים.

נספח ב'

כדי ללמוד על היחס בין P_j^α ל- P_i^α נגזור את פונקציית המטרה של הבעלים (משוואה 12) לפי α_j :

$$\partial E(W^*P) / \partial \alpha_1 = -\mu_C + e_1^\alpha P'_1(E)(\Delta^* S - \sum \alpha_j \Delta^+) = 0$$

$$\partial E(W^*P) / \partial \alpha_n = -\mu_C + e_n^\alpha P'_n(E)(\Delta^* S - \sum \alpha_j \Delta^+) = 0$$

כאשר סך הנזקים אינו עולה על שווי האופציות המחולק למנהלים. השוואה בין המשוואות הרלבנטיות למנהל i ולמנהל n מלמדת שבשווי משקל (בסוף התהליך, לאחר התערבות הבעלים) הבעלים אדישים בשאלה לאיזה מנהל לתת אופציה נוספת, משום שההשפעה של קבלת אופציה נוספת על ההסתברות להצלחה תהיה אותה

השפעה, כלומר: $P_j^\alpha = e_j^\alpha P_j^*(E) = e_i^\alpha P_i^*(E) = P_i^\alpha = P^\alpha$. כעת נכתוב את משוואת הלגראנז' כאשר פונקציות המטרה של הבעלים והמנהל מתחשבות בנוזקים ובקנסות, כדלהלן:

$$(B) \quad L = Q(V_L(1-D) - Dep(1+r) - n \cdot G^*) + P(E)[\Delta_S^* - \sum_j \alpha_j \Delta^+] + \sum_{j=1}^n \lambda_j [G_j^* + \alpha_j^* \Delta^+ P(E) - R_j \mu_V - M_j(e_j) - G_j^0]$$

גזירה של (B) ביחס ל- $G^*_1, \dots, G^*_n, \alpha^*_1, \dots, \alpha^*_n, \lambda_1, \dots, \lambda_n$ מניבה את המשוואות הבאות (בהנחה שלפרמטרים של j אין השפעה על המאמץ של i ובהנחה שמשוואה (10) מתקיימת):

$$(B1) \quad \partial L / \partial G^*_1 = -Q + \lambda_1 = 0$$

$$\partial L / \partial G^*_n = -Q + \lambda_n = 0$$

ממשוואה (B1) מתקבל $\lambda_j = \lambda_i = Q$ לכל j ו- i . שימוש בתוצאה זו בגזירת L ביחס ל- α_j , נותן:

$$(B2) \quad \partial L / \partial \alpha^*_1 = (Q-1)\mu_C + P^\alpha(\Delta_S^* - \sum \alpha_j \Delta^+ - R_j \Delta_V) - Q e_1^\alpha M'_1(e_1) = 0$$

$$\partial L / \partial \alpha^*_n = (Q-1)\mu_C + P^\alpha(\Delta_S^* - \sum \alpha_j \Delta^+ - R_j \Delta_V) - Q e_n^\alpha M'_n(e_n) = 0$$

השוואה של נגזרות מנהל j עם אלה של מנהל i , ב-(B2) תוך סידור האיברים, מניבה: $e_1^\alpha M'_1(e) = e_n^\alpha M'_n(e)$. כעת נציב את האיברים המתאימים במשוואה (10) בשוויון זה, ונקבל את משוואה (11) בטקסט. הנגזרות של L ביחס לאילוצים - λ_j - הן:

$$(B3) \quad \partial L / \partial \lambda_1 = G^*_1 + \alpha^*_1 \mu_C - R_1 \mu_V - M_1(e_1) - G^1_0 = 0$$

$$\partial L / \partial \lambda_n = G^*_n + \alpha^*_n \mu_C - R_n \mu_V - M_n(e_n) - G^n_0 = 0$$

הוצאת אינטגרל משני צדי משוואה (10) והחלפתו בביטויים המתאימים ב-(B3) יתנו לנו ביטוי לשכר הקבוע: $G_j = G^j_0 + R_j V_L + C$, כאשר C הוא קבוע האינטגרציה. לפיכך השכר הקבוע של המנהל הבכיר תלוי בהפסד/הרווח מהנוזקים, ותנאי מספיק לכך ש- $G_j > G_i$ הוא $R_j > R_i$.

ביבליוגרפיה

- בר יוסף, ש' וא' טלמור (1997), "ביצועים מול שליטה: מה מניע את שכר הבכירים בישראל?", *רבעון לכלכלה*, (2) יוני, 171-192.
- האוזר, ש', א' סלומון, א' שוחט וי' תנחומא, (1996), "מה בין מדיניות השכר למנהלים בכירים ומבנה שליטה בחברות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל אביב, לבין התוצאות העסקיות שלהן?", *הרשות לניירות ערך*.
- האוזר ש' וש' גזבר, (1993), "מבנה השליטה ומדיניות השכר למנהלים בכירים בחברות תעשייתיות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל-אביב", *רבעון לכלכלה*, אוקטובר (3), 415-435.
- זוסמן, צ' וג' מחרז (1993), "הגורמים הקובעים את שכר המנהלים הבכירים בישראל: רמתו והשינויים בו", *המכון הישראלי הבינלאומי לסקר מדיניות כלכלית שימושית*.
- Baber, W.R., S.N. Janakiraman, and S.H. Kang (1996). "Investment Opportunities and the Structure of Executive Compensation", *Journal of Accounting and Economics* 21, 297-318.
- Baker, G.P., M.C. Jensen and K.J. Murphy (1988). "Compensation and Incentives: Practices vs. Theory", *Journal of Finance*, 43, 593-616.
- Carter, R.B. and R.D. Stover (1991). "Management Ownership and Firm Compensation Policy: Evidence from Converting Savings and Loan Associations", *Financial Management*, winter, 80-90.
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985). "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Frank, R.H. and P.J. Cook (1995). "The Winner-Take-All Society", Simon and Schuster Press.
- Hall Brian J. and Jeffrey B. Liebman (1998). "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?", *Quarterly Journal of Economics*, 113, 653-691.
- Hirshleifer, J. and J.G. Riley (1995). "The Analytics of Uncertainty and Information", *Cambridge Survey of Economic Literature*, Cambridge University Press.
- Jensen, M.C and W.H. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

- Jensen, M.C and K.J. Murphy (1990). "Performance - Pay and Top Management Incentives", *Journal of Political Economy*, 225-264.
- Joskow, P. L., Rose, N. and L. Wolfram (1994). "Political Constraints on Executive Compensation: Evidence from the Electric Utility Industry", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 4980, (December), 24.
- Joskow, P. Rose, N. and A. Shepard (1994). "Firm Diversification and CEO Compensation: Managerial Ability or Executive Entrenchment?", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 4723.
- Kaplan, Steven N. (1994). "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States", *Journal of Political Economy*, (June), 510-546.
- Kose John, Anthony Saunders, and Lemma W. Senbet (1995). "A Theory of Bank Regulation and Management Compensation", New York University, Salomon Brothers Working Paper S/95/1.
- Lazear, E.P. (1989). "Pay Equality and Industrial Politics", *Journal of Political Economy*, (June), 561-580.
- Lazear, E.P. and S. Rosen (1981). "Rank-Order Tournaments vs. Optimum Labor Contracts", *Journal of Political Economy*, 89, 841-864.
- Leonard, S.J. (1990). "Executive Pay and Firm Performance", *Industrial and Labor Relation Review*, 43, 13-29.
- Main, Brian G.M., Charles A. O'Reilly, and James Wade (1993). "Top Executive Pay: Tournament or Teamwork?", *Journal of Labor Economics*, 11 (October), 606-628.
- Mehran, Hamid (1995). "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 38(2) (June), 163-184.
- Mueller, D.C. and S.L Yun (1997). "Managerial Discretion and Managerial Compensation", *International Journal of Industrial Organization*, 15, 441-454.
- Noe, T.H., M.J. Rebellon, and L.D. Wall (1996). "Managerial Rents and Regulatory Intervention in Troubled Banks", *Journal of Banking and Finance*, 20 (2) (March), 331-350.
- Paroush, Jacob (1992). "Credit Risk Measurement", *International Review of Economics and Finance*, 1, 33-41.

- Rosen, S. (1982). "Authority, Control, and the Distribution of Earnings", *Bell Journal of Economics* 13, 311-323.
- Schreiber, B.Z. (1997). "The Owner-Manager Conflict in Insured Banks: Predetermined Salary vs. Bonus Payments", *Journal of Financial Services Research*, 12 (December), 303-326.
- Snider, Helen K. (1994). "CEO Pay and Firm Performance: Theory Vs. Practice", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 3 No. 5, 60-75.
- Yafeh, Y. and O. Yosha (1995). "Large Shareholders and Banks: Who Monitors and How", Tel Aviv University, Working Paper 4/95.
- Yermack, D. (1995). "Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?", *Journal of Financial Economics*, 39 (2-3), 237-69.