

המשקיע הגדול בעולם מכריז על סופו של הקפיטליזם כפי שהכרנו אותו

מילטון פרידמן, והרבים שבאו אחריו והשתמשו ברעיונותיו לקידום האינטרסים העסקיים שלהם - התעלמו מכך שהאויבים האמיתיים של הקפיטליזם הם הקפיטליסטים, שבשלב מסוים תמיד ינסו למנוע את התחרות ולדכא את היזמים שמנסים להתחרות בהם

08:14 20.01.2018 מאת: גיא רולניק

איזה הבדל עושות שנתיים.

ביום שלישי הקרוב שוב יעלו ויבואו כ-3,000 מהמנהלים, הפוליטיקאים, האקדמאים והעיתונאים המובילים בעולם לעיירת הסקי השווייצית הקטנה דאבוס, לכנס השנתי של הפורום הכלכלי העולמי — מפגש ההון-שלטון-עיתון של האליטה הכלכלית הגלובלית. בינואר 2016 יזמה אוניברסיטת שיקגו דיון לא שגרתי בדאבוס בכמה מהשאלות החשובות ביותר ביסוד השיטה הקפיטליסטית: האם חברות צריכות להיות ממוקדות רק במקסום רווחים? האם לגיטימי שחברות יעסקו באמצעות לובי בהשפעה על כללי המשחק והחוקים המסדירים את פעולתן?

ייתכן שהרגע המעניין ביותר בפאנל, אותו הנחיתי, היה כאשר לארי פינק, מנכ"ל חברת ההשקעות הגדולה בעולם בלאקרוק, נשאל אם החברות שבהן לקוחותיו מושקעים צריכות להיות ממוקדות אך ורק במקסום רווחים. תשובתו היתה ברורה: "יש לנו רק אחריות אחת כמשקיעים: למקסם תשואה ללקוחות שלנו. זה הכל. זה אומר שאנחנו יכולים להגיד לחברה לפטר 5,000 עובדים מחר, ואם זה ממקסם רווחים לחברה — אז עשינו משהו טוב. אנחנו יכולים להגיד לחברה הזאת לעשות משהו שהוא אולי גרוע לסביבה, אין כרגע דבר בהנחיות (של משרד העבודה לגבי ניהול קרנות פנסיה; ג"ר), למעט התנהגות של מקסום רווחים".

פינק אימץ בדבריו את מה שרבים רואים כתפישה השלטת באמריקה התאגידית ובחלקים רבים מכלכלות השוק הדמוקרטיות בעשורים האחרונים, ומיוחסת לעתים לכלכלן וחתן פרס נובל לכלכלה, פרופ' מילטון פרידמן, שהיתה לו השפעה עצומה על השיח הציבורי ושוק הרעיונות. במאמר מפורסם שפורסם ב"ניו יורק טיימס" ב-1971, קבע פרידמן כי "האחריות היחידה של חברות היא למקסם רווחים לבעלי המניות".

פרידמן סייג את דבריו על מקסום הרווחים כמטרה היחידה של פירמה כאשר הוסיף שהחברות צריכות לעשות זאת תוך כדי ציות לחוק והימנעות מהונאות. כאן נמצא כשל מרכזי ברעיון של פרידמן, אותו הידהד פינק לפני שנתיים ואותו מהדהדים אלפי כלכלנים, פוליטיקאים ומנהלים כבר עשורים רבים.

בעוד פרידמן בחר להניח במשתמע שהחוקים וכללי המשחק בכלכלת השוק הם קבועים ואקסוגניים ולחברות רק נותר "לציית" להם ולהתנהג בצורה אתית — בפועל רוב החברות, בעיקר הגדולות שבהן, עסוקות ללא הרף בלובי אגרסיבי במגוון שיטות גליויות וסמויות, במטרה להתאים את החוקים והרגולציות כדי שיאפשרו להן למקסם רווחים. התהליך הזה הוא בעשור האחרון ובעיקר אחרי 2010, כאשר בית המשפט העליון בארה"ב קבע בפסיקה הידועה כ"סיטיזן יונייטד", שכסף בפוליטיקה הוא "חופש הדיבור", וחברות יכולות להזרים סכומי כסף בלתי מוגבלים למטרות פוליטיות דרך עמותות ייעודיות שמוקמות לצורך השפעה פוליטית.

ברגע שהודינו כי לחברות יש השפעה גדולה על החוקים, התזה של פרידמן, שלפיה מקסום רווחים על ידי הפירמות יביא בהכרח למקסום התועלת החברתית הכוללת — לא מחזיקה מים. חברות כימיקלים ונפט, למשל, ינסו ברוב המקרים להשפיע על הרגולציה

כך שתקטין את ההוצאות שלהן ותגדיל את הכנסותיהן ורווחיהן ימוקסמו — אבל התועלת החברתית תיפגע.

יש הרואים במועד פרסומו של המאמר של פרידמן ב"ניו יורק טיימס" בתחילת שנות ה-70, כרגע המפנה בקפיטליזם האמריקאי. הנורמה שלפיה מקסום רווח לבעלי המניות הוא המודל המנצח והאחריות החברתית היחידה של החברות — החלה לקנות אחיזה מהירה ולדרוס בדרכה את כל שאר בעלי העניין בחברה: לקוחות, עובדים, משלמי מסים והסביבה.

אבל ייתכן שהרגע המכונן האמיתי הגיע חמש שנים לאחר מכן, כאשר צמד כלכלנים אמריקאים, מייקל ג'ונסון ו-ויליאם מקלין, פירסמו מאמר אקדמי, אולי אחד המשפיעים בהיסטוריה, שבו הצביעו דווקא על אחת הבעיות הקשות במשטר תאגידי של חברות ציבוריות: בעיית "הסוכן" — ניגודי האינטרסים בין המנהלים לבעלי המניות בחברות הציבוריות. הם הגדירו את ניגוד העניינים הזה כבעיה המרכזית של כלכלת השוק ושוקי ההון.

על בסיס המאמר של ג'ונסון ומקלין, הם ואחרים הציעו את הרעיון שאם נמצא דרך לייצר זהות אינטרסים בין בעלי המניות לבין המנהלים בחברות — המנהלים יתמקדו אך ורק ביצירת ערך. עכשיו, כאשר מחברים את הרעיונות של פרידמן, ג'ונסון ומקלין, מקבלים לכאורה מודל נקי ופשוט לקפיטליזם: נותנים למנהלים תמריץ למקסם את ערך החברה ולא לעשוק אותה או לנצל אותה לצורכיהם, החברות ממוקדות אך ורק במקסום רווחים, הקצאת המקורות במשק יעילה — וכל החברה (Society) מרוויחה.

אחרי שניים או שלושה עשורים שבהם הרעיונות האלה קנו אחיזה בשווקים פיננסיים ובכלכלות רבות, בעשור האחרון הם מתחילים לאבד גובה ולגיטימיות. תחילה הגיע המשבר הפיננסי של 2008, שהעלה ספקות לגבי התועלת לחברה כולה שיש בקשירת שכר הבנקאים לביצועים של הפירמות, ולאחר מכן אי-השוויון הגדול, הריכוזיות והשחיתות הממוסדת החלו לערער בהדרגה את הלגיטימיות של הרעיונות האלה.

השבוע, רגע לפני שפינק מגיע שוב לדאבוס לפגוש את המנהלים של רוב החברות שלקוחותיו מושקעים במניותיהן, הוא הכריז במידה רבה על מותה של דוקטרינת פרידמן, לפחות ככל שהדברים אמורים בחברת ההשקעות הגדולה בעולם, המנהלת יותר מ-6 טריליון דולר. במכתב ששלח לחברות שבהן בלאקרוק מושקעת, הוא הודיע להן כי בלאקרוק לא תשקיע בחברות שרק ממקסמות רווחים, אלא רק בחברות ש"מראות כיצד הן מייצרות ערך חיובי לחברה (Society) כולה".

מנהלי השקעות רבים טוענים שכאשר הם לא מרוצים מההתנהגות של חברות ומנהלים, הם מעדיפים פשוט להיפטר מהמניות של החברות — ולמכור אותן. הם מסבירים שהמודל העסקי שלהן לא מאפשר להם לפקח באמת על החברות או לקבוע או להנחיל להן נורמות של משטר תאגידי, או התנהגות אזרחית הגונה. ואולם פינק לא יכול להשתמש בתירוץ הזה. כשני שלישים מהנכסים של בלאקרוק הם תיקים "פאסיביים" — כלומר תיקי מניות או קרנות נאמנות שעוקבים אחרי מדדי השוק.

פינק לא יכול לבחור איזה מניות לקנות או למכור: הוא קונה את "תיק השוק" — את המניות של החברות בעלות שווי השוק הגבוה בכל מדינה ובכל בורסה. התופעה הזאת לא התחילה השנה וגם לא בשנה שעברה, אלא צוברת תאוצה כבר שני עשורים. ואולם רק כעת החליט פינק שהיא מאלצת אותו להכריז שהוא מתכוון להכפיל את כוח האדם במחלקה בבלאקרוק שבאה במגע עם החברות שבהן הוא משקיע, ולהתחיל לבחון בכל חברה אם הדירקטוריון פועל במטרה לוודא שהחברה ממקסמת ערך חברתי כולל, ולא רק ערך לבעלי המניות.

רבים יטענו, אולי בצדק, שפינק הוא פופוליסט שרוכב על הסנטימנט הציבורי, וישאלו כיצד חברות יכולות להוכיח שהן מייצרות ערך ל"חברה כולה". ברגע שמרחיבים את מטרת החברה מייצור ערך לבעלי המניות, שהוא קל מאוד למדידה, ליצירת ערך ל"חברה כולה", אנחנו נכנסים לטריטוריה מורכבת, פוליטית ולא ברורה: כיצד נמדוד ערך "לחברה כולה"? מהו האופטימום "החברתי" הממקסם ערך לסביבה, לעובדים, לספקים, ללקוחות, למשלמי מסים ולבעלי מניות?

יהיו גם רבים שיזהירו כי מקסום ערך כולל ל"חברה" יפתח פתח למנהלים לקבל החלטות שמטיבות עם האינטרס האישי והפוליטי שלהם — בלי להיות חשופים לביקורת. כל

השקעה כושלת, כל פרויקט מיותר, כל גחמה של מנכ"ל הוא ידאג לשווק כניסיון לתרום ל"חברה כולה". נראה כמו פתח לשחיתות מסוג חדש.

ואולם המורכבות האדירה שמביא הרעיון של מקסום ערך כולל לחברה לא צריכה לרפות את ידיו — עצם ההכרה בכך שמקסום רווח בלבד לא מביא בהכרח למקסום תועלת לחברה ושהוא מאבד את הלגיטימיות שלו בשוקי ההון, הוא צעד חשוב בכיוון חדש והכרחי, שבו הבוסים האמיתיים ברוב כלכלות השוק הדמוקרטיות, המנכ"לים של חברות הענק, כבר לא יכולים להתחבא מאחורי הרעיון שמקסום רווחים יביא, תודות ליד נעלמה כלשהי, למקסום הרווחה החברתית הכוללת. משום שלצדה של "היד הנעלמה" יש תמיד כשלי שוק וחברות וקבוצות אינטרסים שעסוקות כל הזמן בשינוי כללי המשחק לטובתן.

ברגע שנטשנו את דוקטרינת פרידמן או במינימום הרחבנו אותה והכנסנו לתוכה את ההשפעה שיש לחברות ולקבוצות אינטרס על כללי המשחק — אנחנו צריכים לפתוח בשני דיונים חשובים. הראשון הוא השאלה של הלובי: המעורבות המאסיבית של חברות בעיצוב החוקים וכללי המשחק בדמוקרטיה. האומנם לובי הוא "חופש הדיבור"? האומנם לובי הוא הדרך שבה חברות "מלמדות" ו"מחנכות", ומביאות את הרעיונות שלהן בפני מחוקקים ורגולטורים? או שמא הלובי הוא שחיתות ממוסדת — כסף גדול שקונה פוליטיקאים, רגולטורים, פקידים, מומחים, אקדמאים, מכוני מחקר, עיתונים ומובילי דעה? הדיון השני יהיה על הגבלים עסקיים וריכוזיות. במכתב שלו למנהלי החברות מדבר פינק על הסביבה ועל העובדים בעיקר, וטוען שלאזרחים ברוב העולם יש כיום ציפיות אחרות מהחברות: לא רק למקסם רווחים, אלא רווחה.

וזה הרגע לעבור לקרוא את המכתב למשקיעים שפירסם בקיץ האחרון משקיע גדול אחר בוול סטריט בשם ג'רמי גרנט'אם. בשנה שעברה הוא ייעץ ללקוחות שלו לשמור על שיעורי מניות גבוהים בתיקים שלהם — אף שלדעתו מחירי המניות נמצאים בשיא של כל הזמנים, ומכפילי הרווח ברמה שבעבר היתה מסוכנת.

לגרנט'אם היה נימוק חדשני, שאולי יהיה מוכר מאוד לקוראי טור זה. לטענתו, הפעם מחירי המניות הגבוהים בוול סטריט מוצדקים משום שרוב החברות הגדולות בעולם נהנות כיום מ"הגנה" שלא היתה להם בעבר: הרגולציה בענפים רבים תפורה לאינטרסים של חברות הענק, ומונעת מהן את הצורך להתחרות. הנכס הגדול ביותר של רוב החברות הגדולות בעולם הוא כוח השוק שלהן — מול לקוחות, ספקים עובדים וכנראה גם מול הממשלה והרגולטורים.

גרנט'אם לא לבד ברעיון הזה; בשבוע שעבר פירסם בנק ההשקעות הגדול בעולם, ג'יי.פי מורגן צ'ייס, ניתוח של המשמעויות של הורדת שיעורי המיסוי על חברות. כלכלני הבנק הסבירו כיצד תתחלק הורדת המיסוי הזאת בין עובדים, בעלי המניות והלקוחות. "כוח שוק של כל חברה בענף שלה הוא הגורם העיקרי שישפיע כמה מהאפסייד שגלום בהורדת המס יישמר בידי בעלי המניות, וכמה יועבר ללקוחות הסופיים באמצעות כוחה של התחרות".

אם נשלב את התובנות של ג'יי.פי מורגן עם אלה של גרנט'אם, המסקנות ברורות: כללי המשחק בחלק גדול מהענפים בארה"ב, בעיקר הריכוזיים שבהם, משרתים את חברות הענק ותורמים ליצירת כוח שוק גדול של רוב החברות — ביחד. כוח שוק גדול ורגולציה נוחה מאפשרים לחברות להציג רווחי שיא. פינק מבלאקרוק מסביר לנו שלדידה של חברת ההשקעות הגדולה בעולם, רווחי השיא האלה כבר לא יכולים להיות המשתנה היחיד שחברות יהיו ממוקדות בו.

פינק אינו סוציאליסט ונמנה עם צמרת מקבלי השכר הגבוה בעולם. הוא בסך הכל מגיב לשינוי בסנטימנט הציבורי בארה"ב ומנסה לוודא שהוא רוכב על הרכבת ולא נדרס על ידה. אבל לרטוריקה ולהכרזות מהסוג הזה יש כוח משל עצמן. עידן מילטון פרידמן, או לפחות השימוש ברעיון שהאחריות היחידה של חברה היא לבעלי המניות שלו, מתחיל להתקרב לקיצו.

פרידמן אכן היה כלכלן מהגדולים בעולם והרעיונות הבסיסיים שלו על הכוח של יוזמה חופשית וכלכלת שוק היו בעלי עוצמה משמעותית. ואולם פרידמן, ויותר מכך הרבים שבאו אחריו והשתמשו ברעיונותיו לקידום האינטרסים העסקיים שלהם — בחרו להתעלם מכך שהאויבים האמיתיים של הקפיטליזם הם הקפיטליסטים, שבשלב מסוים תמיד ינסו למנוע את התחרות ולדכא את היזמים שמנסים להתחרות בהם, ובעיקר להשפיע או לקבוע את החוקים וכללי המשחק.

