



השפעותיו של החוק להגבלת שכר מנהלים בתאגידים פיננסיים



אפרת שוסט

עוזד רוזנבאום

דן עמירם

מני עבודי

ד"ר מני עבודי הוא חבר סגל בבית הספר למוסמכים במינהל עסקים באוניברסיטת בר אילן. בעל תואר דוקטור בתחום מימון-חשבונאות, תואר שני במינהל עסקים ותואר ראשון במשפטים וכלכלה, כולם מאוניברסיטת תל אביב. מחקריו עוסקים בתגמול מבוסס הון לעובדים ומנהלים, בהשפעת הנזילות על מחירי נכסים ובבחינת השפעות רגולציה וממשל תאגידי על חברות. מאמריו התפרסמו בכתבי עת מובילים בתחום המימון, והוא זכה לפרסים במחקר ובהוראה.

פרופ' דן עמירם הוא חבר סגל בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב. הוא מכהן כסגן דקאן הפקולטה וכן משמש כמנהל המכון למחקר עסקים בישראל ע"ש הנרי קראון וכראש הקבץ הפינטק בתוכנית המוסמך במינהל עסקים. פרופ' עמירם הוא מופקד הקתדרה לשווקי הון ומוסדות פיננסיים על שם ג'וזף ספרא. מחקריו מתמקדים בסיבות ובתוצאות של אי-שלמות בשוק ההון הנוצרות על ידי אינפורמציה אסימטרית, מיסוי ומשפט עסקי בשווקי ההון והחוב ברחבי העולם. פרופ' עמירם פרסם מחקרים שהופיעו בכתבי עת מובילים במימון ובחשבונאות, בתחום חווי חוב, בנקאות, שכר מנהלים, מיסוי בינלאומי, השקעות בינלאומיות, פשיטות רגל והונאות פיננסיות. פרופ' עמירם שימש ומשמש כחבר ויושב ראש של ועדות שונות במועצות מנהלים של תאגידים ומוסדות פיננסיים וכן משמש כיו"ר הוועדה המייעצת של האומות המאוחדות (האו"ם) לבקרה פנימית.

ד"ר עוזד רוזנבאום הוא חבר סגל בבית הספר למינהל עסקים באוניברסיטת ג'ורג' וושינגטון בארה"ב. בעל תואר בוגר בחשבונאות וכלכלה מהאוניברסיטה העברית בירושלים ובעל תואר שני ותואר דוקטור בחשבונאות מאוניברסיטת קולומביה בניו יורק. מחקריו עוסקים בהשפעת אינפורמציה על תמחור נכסים ותגמול מנהלים, מודלים לחיזוי ניהול רווחים, וכן תפקידים של מתווכי מידע בשוקי ההון. מאמריו התפרסמו בכתבי עת מובילים בתחום החשבונאות והמימון.

ד"ר אפרת שוסט היא חברת סגל במחלקה לניהול וכלכלה באוניברסיטה הפתוחה. בעלת תואר ראשון במשפטים וחשבונאות, תואר שני במינהל עסקים ודוקטורט בתחום מימון-חשבונאות, כולם מאוניברסיטת תל אביב. מחקריה עוסקים בדיווח כספי של חברות והממשק בינו לבין שוק ההון, מבנה עלויות, ממשל תאגידי ותגמול הוני של עובדים ומנהלים. היא פרסמה מאמרים בכתבי עת מובילים בחשבונאות ובמימון ועבודותיה הוצגו בכנסים בינלאומיים בתחומים אלו.

תקציר

במרץ 2016 נחקק בישראל החוק להגבלת שכר בכירים בתאגידים פיננסיים (בעיקר בנקים וחברות ביטוח), הקובע תקרת שכר מחיבת למנהלים. במאמר זה אנו דנים בהשפעתו של החוק על סמך ניתוח האירוע של אישור החוק בוועדת הכספים של הכנסת שנערך על ידינו ב- (Abudy et al. (2020). הממצאים מראים כי במועד זה נרשמו תשואות עודפות חיוביות בתאגידים פיננסיים הכפופים לחוק, כאשר האפקט החיובי מרוכז בחברות שבהן המנבלה אפקטיבית (כלומר חברות ששילמו למנהליהם שכר גבוה מהתקרה שנקבעה בחוק). ממצאים אלו מעידים שהמשקיעים מעריכים כי למגבלת השכר יש השפעה חיובית על שווי התאגידים הפיננסיים. בנוסף, הממצאים מראים כי בשלוש השנים שחלפו מאז נחקק החוק לא נצפתה פגיעה בביצועים או עלייה בשיעור עזיבת המנהלים. ממסקנות הדיון עולה שחוזי תגמול מנהלים יכולים להיקבע באופן שאינו ממקסם את שווי החברה.

1. מבוא

לאישורה באספה הכללית ובקרב בעלי מניות המיעוט (מנגנון say-on-pay) (ראו סקירה של הרגולציה בישראל בפרק 2).

במקביל לדיון הציבורי על נאותות שכר הבכירים, מתקיים דיון אקדמי ער בסוגיה זו. שאלת המפתח הכלכלית היא האם חוזי התגמול של המנהלים הם אופטימליים עבור החברה. כלומר, האם הם מביאים למקסום שוויה? קיימות בנושא שתי גישות עיקריות. הראשונה טוענת כי קשה למצוא מנהלים מוכשרים, ולכן לחברות, ובמיוחד לחברות גדולות, יש אינטרס להביא מנהלים מוכשרים ככל הניתן ולתמך אותם להשקיע מאמץ. העלייה בשווי החברות שתיגרם בעקבות כך מצדיקה את התשלום למנהלים¹. לכן לחוזי תגמול המנהלים, על אף הביקורת שהם מעוררים, יש הצדקה כלכלית מבחינת החברות ובעלי המניות שלהן (ראו לדוגמה, Gabaix & Landier, 2008; Edmands & Gabaix, 2016). לעומת זאת, הגישה השנייה סוברת כי פעמים רבות חוזי התגמול הם תוצאה של כשל במנגנון קביעת השכר, המאפשר למנהלים למשוך שכר גבוה ובלתי מוצדק (ראו לדוגמה, Bertrand & Mullainathan, 2001; Dicks, 2012; Bebchuk, & Fried, 2003; Acharya & Volpin, 2010).

בספרות האקדמית פורסמו מאות רבות של מאמרים שבוחנים את הסוגיה הן מבחינה תיאורטית והן מבחינה אמפירית (ראו סקירה מקיפה של הספרות ב- Edmands, Gabaix, & Jenter, 2017). הבעיה המרכזית העומדת בפני המחקרים

הנושא של תגמול מנהלים עומד במוקד דיונים ציבוריים רבים בעולם, בעקבות העלייה החדה שהתרחשה בו בעשורים האחרונים (Edmands, Gabaix & Jenter, 2017; Frydman & Saks, 2010; Murphy, 2012). חוזי תגמול המעניקים למנהלים סכומי עתק עוררו ביקורת נרחבת מצד רגולטורים, פוליטיקאים והציבור הרחב. הטענה בבסיס ביקורת זו היא שאין סיבה שמנכ"ל או מנכ"לית, מוכשרים ככל שיהיו, יגרפו לכיסם סכומים המגיעים לעשרות מיליוני דולרים בשנה, ויהיו מאות פעמים יותר מהשכר הממוצע בחברה שהם עובדים בה. ביקורת זו הביאה לקביעת רגולציה שיכולה להשפיע על גובה שכר מנהלים במדינות רבות בעולם, ונועדה ברובה לשפר את המנגנונים לאישור חוזי התגמול (ראו סקירה של הרגולציה בארה"ב ובאירופה ב- Murphy, 2012, Edmands, & Gabaix, 2017). גם בישראל בוצעו ב-20 השנים האחרונות הרבה מהלכים רגולטוריים שנועדו להגביר את השקיפות ואת הממשל התאגידי בהקשר של שכר בכירים. במסגרת הגברת השקיפות, נקבעה בתקנות ניירות ערך החובה לתת נילוי על תגמול חמשת מקבלי השכר הגבוה ביותר בחברה ציבורית, ומאוחר יותר נוספו דרישות לנילוי פרטים בדבר מנגנון התגמול והקשר בין התגמול לביצועי החברה. שיפור הממשל התאגידי כלל אימוץ המלצות הוועדה לממשל תאגידי ("ועדת גושן"), שהחמירו את התנאים לאישור עסקאות עם בעלי שליטה (לרבות תנאי שכרם), וחיוזוק כוחם של בעלי מניות המיעוט באישור תנאי שכר של בעלי שליטה וקרוביהם (תיקון 16 לחוק החברות). צעד משמעותי נוסף היה תיקון 20 לחוק החברות, שחייב הקמת ועדת תגמול הכוללת רוב של דירקטורים חיצוניים, גיבוש מדיניות תגמול, וקיום הליך

1 לצורך הדוגמה, נניח חברה השווה 100 מיליארד דולר, ומנהלת מוכשרת מאוד שיכולה להביא לעלייה של פרומיל בשווי החברה (מעבר לעלייה שיכול להביא מנהל מוכשר אחר). פרומיל זה שווה 100 מיליון דולר. לכן, מבחינת החברה ובעלי המניות, תגמול המנהלת בסכום של 50 מיליון דולר הוא מוצדק מבחינה כלכלית.

האמפיריים היא שקיימת אנדוגניות בין גודל החברה, הביצועים ושכר המנהלים. משמעות הדבר היא שקשה למצוא מהו המשתנה המסביר ומהו המשתנה המוסבר – האם שכר מנהלים גבוה גורם לגידול בשווי החברה ולביצועים טובים, או שמא שווי חברה גבוה וביצועים טובים מאפשרים למנהלים למשוך שכר גבוה (מכיוון שקשה לקבל שכר גבוה מחברה מפסידה)? דרך אפשרית להתמודדות עם הקושי הזה היא בחינת אירוע חיצוני ובולתי צפוי, שכפה על חברות לשנות את תגמול המנהלים שלהן. בנסיבות אלו כיוון הסיביות ברור, ולכן ניתן לבחון את תוצאות האירוע ולהסיק ממנו מסקנות על השלכותיהם הכלכליות של חוזי התגמול (Edmands & Gabaix, 2016).

במרץ 2016 עבר בכנסת חוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי-התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), המוכר גם בשם "חוק הגבלת שכר הבכירים". החוק חל על תאגידים פיננסיים, ובכללם בנקים, חברות ביטוח ובתי השקעות, ומגביל את השכר שגופים אלו יכולים לשלם למנהלים. באופן כללי, החוק קובע כי תאגידים פיננסיים אינם רשאים לשלם למנהלים שכר העולה על פי 35 מהשכר הנמוך ביותר המשולם על ידם. מכיוון שגופים אלו מעסיקים אלפי עובדים, ובהם עובדים רבים המשתכרים שכר מינימום, הרי שמגבלה זו תורגמה במועד חקיקת החוק לתקרת שכר של כ-2.5 מיליון ש"ח לשנה (חלק 2 להלן מציג את הוראות החוק). למיטב ידיעתנו, זוהי חקיקה ייחודית שלא קיימת במדינות אחרות בעולם. אף שבמדינות רבות, לרבות ישראל, ישנם הסדרים בעלי פוטנציאל להגביל שכר בכירים, בדרך כלל הסדרים אלו נוגעים לחובות דיווח ולדרישות ממשל תאגידי בעת אישור שכר מנהלים (כמו מנגנון say-on-pay, לפיו בעלי המניות נדרשים לאשר את השכר). מגבלות נוספות שהוטלו במדינות אחרות מתייחסות לגובה הבונוסים (אך לא לגובה השכר הכולל) ולשלילת ההכרה למס בהוצאות שכר מעבר לרף מסוים. במקרים מסוימים הוטלה מגבלת שכר מחייבת, אולם לא לגבי חברות עסקיות ובמהלך העסקים הרגילי: מגבלות שכר הוטלו על חברות ממשלתיות בסין (Bae, Gong & Tong, 2020) ועל חברות בארה"ב ובאירופה שקיבלו סיוע ממשלתי במשבר הסאב-פריים (Carter & Lynch, 2012; Dittmann, Maug, & Zhang, 2011). לפיכך, התקרה המחייבת שנקבעה בישראל לגובה השכר על כל רכיביו, במגזר עסקי מסוים בכללותו (ולא רק בקרב חברות במצוקה שקיבלו סיוע ממשלתי), היא תופעה ייחודית. במחקר זה ננתח את השלכותיה.

המאמר של עבודי ואחרים (Abudy et al., 2020) המהווה בסיס למאמר זה, בחן את תגובת המשקיעים בשוק ההון לחקיקה החדשה על מנת ללמוד כיצד העריכו את חוזי התגמול בתאגידים הפיננסיים לפני החוק. אם המשקיעים העריכו כי חוזי התגמול לפני החוק היו יעילים עבור התאגידים הפיננסיים, כלומר שהשכר הגבוה ששולם למנהלים היה בעל הצדקה כלכלית, הרי שכל התערבות חיצונית באמצעות חקיקה צפויה לגרום נזק בשל עזיבת מנהלים מוכשרים ופגיעה בביצועים. לכן חקיקת החוק תביא לפגיעה בשווי הגופים הכפופים לחוק, ומכאן שתגובת השוק אליה צריכה להיות שלילית. לעומת זאת, אם המשקיעים העריכו כי השכר ששולם למנהלים לפני החוק היה מופרז, בגלל ממשל תאגידי גרוע או סיבה אחרת, הרי שההתערבות החיצונית צפויה להביא תועלת וקיצוץ השכר יובילו לעלייה בשווי של התאגידים הפיננסיים. במקרה כזה ניתן לצפות לתגובת שוק חיובית לחקיקת החוק.

במאמרנו זה אנחנו גם חוזרים ומרחיבים את הניתוח האמפירי ב-Abudy et al. (2020). הניתוח האמפירי מתבסס על מדגם שכלל את כל התאגידים הפיננסיים הכפופים לחוק שמניותיהם נסחרות בבורסה לניירות ערך בת"א. מדגם זה כלל 20 חברות, שרובן הגדול בנקים וחברות ביטוח. התוצאות הראו כי המשקיעים הגיבו באופן חיובי לחקיקת מגבלת השכר: במועד החקיקה נרשמה תשואה עודפת חיובית של כ-1.8% בממוצע לתאגידים פיננסיים שהחוק חל עליהם. ממצא זה מעיד כי המשקיעים סברו שחוזי התגמול שהיו קיימים לפני הטלת המגבלה אינם אופטימליים, והעריכו שהחוק החדש צפוי להביא לעלייה בשווי הגופים הפיננסיים.

ניתוח נוסף מפריד בין שתי תתי-קבוצות: תת הקבוצה הראשונה כללה גופים ששילמו לפני החוק למנהל אחד לפחות שכר העולה על המגבלה שנקבעה בחוק, ועל כן החוק הציב בפניהם מגבלה אפקטיבית שאילצה אותם להפחית את תגמול המנהלים. מתוך כלל המדגם, 17 חברות נכללו בתתי-קבוצה זו. תת הקבוצה השנייה כללה גופים שלא שילמו לפני החוק שכר העולה על המגבלה שנקבעה בו, ועל כן החוק לא היה צפוי להביא לשינוי בתגמול המנהלים בהן. תתי-קבוצה זו כללה שלוש חברות. התוצאות הראו כי רק תת הקבוצה הראשונה רשמה תשואה עודפת חיובית מובהקת במועד החקיקה, בשיעור של כ-2.0%. לעומתה, לתת הקבוצה השנייה לא הייתה תשואה עודפת מובהקת במהלך האירוע. תוצאות אלו חייקו את המסקנה כי תגובת השוק החיובית

במועד החקיקה קשורה לחקיקה עצמה, ולא לאירוע אחר שאירע באותו המועד.

החוק והן לאחריו דיווח על עזיבת מנהל/ת לא הביא, בממוצע, לתשואה עודפת שלילית.

על מנת לבחון את תקפות המסקנה הזו ולשלול הסברים חלופיים, ערכנו שלל בדיקות נוספות. בין היתר, נמצא שהתוצאות אינן נובעות ממספר קטן של תצפיות, מכיוון ש-17 מתוך 20 החברות במדגם רשמו תשואה חיובית במועד האירוע (לעומת מדד ת"א 100 שרשם באותו מועד ירידה קלה). נערכה השוואה בין אומדן חיסכון השכר הצפוי לבין שינוי בשווי השוק במועד החקיקה ונמצא כי מקדם המתאם ביניהם חיובי וגבוה מאד (0.82). כמו כן נבדקו כל הדיווחים המיידיים שחברות המדגם פרסמו באותה עת כדי לוודא שלא היו אירועים אחרים שהיו עשויים לגרום לתשואה חיובית. התוצאות של כל הבדיקות שנערכו תומכות במסקנה שהתשואות החיוביות אכן נובעות מחקיקת החוק.

בנוסף בדקנו את השפעת החוק על ביצועי התאגידיים הפיננסיים ועל עזיבות מנהלים. לאור הטענות שהועלו במועד החקיקה ולאחריו (בין היתר במסגרת עתירה לבג"ץ שהגישו איגוד הבנקים בישראל ואיגוד חברות הביטוח בישראל כנגד החוק) כי החוק צפוי להביא לפגיעה בביצועים ולגל גדול של פרישת מנהלים, נבדק מה אירע בשנתיים שלאחר כניסת החוק לתוקפו. ראוי להדגיש כי בשל הזמן הקצר שחלף לא ניתן לבדוק בשלב זה השפעות ארוכות טווח, ועל כן יש לסייג את המסקנות מבדיקה זו.

לצורך בחינת הביצועים עשינו שימוש בשישה מדדים: תשואה על ההון העצמי, תשואה על הנכסים, היחס בין שווי השוק לשווי בספרים של ההון העצמי, שיעור רווח נקי, שיעור צמיחת הכנסות ותשואת המניה. נמצא כי ערכם הממוצע של כל המדדים בשנתיים שלאחר החוק (2017-2018) היה גבוה מאשר בשנתיים שלפני החוק (2014-2015), ולפיכך אין ראיה כי החוק הביא לפגיעה בביצועי הגופים הפיננסיים. גם בנייתו עזיבות הבכירים לא נמצאה אינדיקציה לפגיעה: בהתבסס על הדיווחים המיידיים שפרסמו הגופים הפיננסיים במסגרת חובתם לדווח על עזיבות נושאי משרה, נמצא שמספר העזיבות הממוצע לחודש (ומספר העזיבות הכולל) לאחר החוק היה נמוך מכפי שהיה לפניו. מכאן עולה כי אין ראיה לכך שהחוק הביא לקצב עזיבה מוגבר של מנהלים. לבסוף, חושבה התשואה העודפת שרשמה החברה המדווחת בכל אחד ממועדי הדיווח על עזיבת מנהלים, ונמצא כי הן לפני

לסיכום, הממצאים מראים כי החוק המגביל את שכר הבכירים בתאגידיים פיננסיים התקבל באופן חיובי על ידי המשקיעים, דבר המצביע על הערכתם שחוזי התגמול שהיו קיימים לפני החוק לא היו אופטימליים מבחינה כלכלית. הממצאים גם מראים כי בשנתיים שלאחר כניסת החוק לתוקף לא אירעה פגיעה בגופים הכפופים לו.

2. רגולציה וחקיקה בתגמול בכירים בישראל

בשני העשורים האחרונים חלו עדכונים רבים ברגולציה החלה על שכר בכירים בישראל, ובמסגרתם הוטלו על חברות חובות שנועדו לשפר את השקיפות ואת הממשל התאגידי הכרוך באישור שכר הבכירים. לרגולציה זו יש שני ראשים: האחד הוא תקינה של הרשות לניירות ערך, והשני הוא חקיקה ראשית של הכנסת שנוצרה בשל יוזמה של הרשות לניירות ערך (לנושאים עבורם נדרש מבחינה סטטוטורית שינוי חקיקה) או בשל יוזמה של חברי הכנסת. במסלול הראשון, הדוגמאות הבולטות כוללות את ההוראה שנקבעה בשנת 2000 בתקנות ניירות ערך באשר לחובה לתת גילוי על תגמול חמשת מקבלי השכר הגבוה ביותר בחברה ציבורית (תקנה 21). בשנת 2006 אימצה הרשות לניירות ערך את המלצות הוועדה לממשל תאגידי ("ועדת גושן") שהחמירה את התנאים לאישור עסקאות עם בעלי שליטה, לרבות תנאי שכרם. בשנת 2009 נוספו דרישות גילוי במסגרת תקנות ניירות ערך, לרבות פרטים בדבר מנגנון התגמול והקשר בין התגמול לביצועי החברה. באותה שנה גם פרסמו המפקח על הבנקים והממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, עקרונות בנוגע למדיניות התגמול בבנקים ובגופים מוסדיים. במסלול החקיקה, בשנת 2011 תוקן חוק החברות (תיקון 16) באופן שחיקק את כוחם של בעלי מניות המיעוט באישור תנאי שכר של בעלי שליטה וקרוביהם. בשנת 2012 תוקן חוק החברות פעם נוספת (תיקון 20), על מנת לקבוע מסגרת נורמטיבית לאישור שכר בכירים. תיקון זה חייב חברות להקים ועדת תגמול שתכלול רוב של דירקטורים חיצוניים, לגבש מדיניות תגמול שתכלול את נאותות השכר לאור מאפייני החברה והבכיר, ואת היחס בין השכר לבין הביצועים בראייה ארוכת טווח, ולקיים הליך

אישור של מדיניות התגמול באספה הכללית ובקרב בעלי מניות המיעוט (מנגנון say-on-pay).

העניין הגובר בשכר בכירים הניב גם מחקרים אקדמיים שבחנו את שכר המנהלים בישראל ואת השפעתם של הצעדים הרגולטוריים שננקטו. אמזלג ומחח (2002) בחנו נתוני שכר לשנת 1997 ומצאו קשר חיובי בין גודל החברה והביצועים שלה לבין שכר המנכ"ל. ברק, כהן ולאטרבך (2007) ערכו בחינה רחבה יותר של נתוני פאנל לשנים 1994-2001 ומצאו ששכרו של המנכ"ל רגיש לביצועי המניות של החברה, אך לא לרווח הנקי או לתשואה על ההון של החברה. במחקר מאוחר יותר, גור גרשנור, טפר וסבח (2015) בדקו את שכר הבכירים בישראל בשנים 2011-2014 על מנת לעמוד על השפעת תיקון 20 לחוק החברות. הממצאים מראים כי בתקופה הנבחנת חל מיתון מסוים בשכר הבכירים, שכן העלייה בשווי החברות הציבוריות הייתה בשיעור גבוה משמעותית מאשר העלייה בשכר הבכירים. עם זאת, לא נמצא קשר מובהק בין שכר הבכירים לבין ביצועי החברה. ממצא נוסף שלהם היה כי ממוצע שכר הבכירים הגבוה ביותר בשוק ההון הישראלי הוא בענף הפיננסיים, שבו הבכירים השתכרו בממוצע כ-3 מיליון ש"ח לשנה, בהשוואה לממוצע של כ-1.7 מיליון ש"ח בכלל המדגם. לאחרונה, צבירן, וייס ומוגרבי (2020) ניתחו שכר מנכ"לים בשנים 2010-2018 על מנת לבחון את השפעת תיקון 16 ותיקון 20 לחוק החברות. הממצאים שלהם הראו כי שינוי חקיקה אלו הביאו לריסון במגמת העלייה בשכר מנכ"לים, בעיקר בקרב מנכ"לים שאינם בעלי עניין בחברות. כמו כן, נמצא כי חל שינוי בהרכב התגמול, כאשר משקל התגמול ההוני ירד ומשקל התגמול המשתנה עלה. השפעתו של תיקון 16 לחוק החברות נותחה גם במחקרם של Fried, Kamar & Yafeh (2020), שניתחו נתוני שכר בשנים 2008-2015 ומצאו כי התיקון הביא לירידה בשכרם של בכירים שהם בעלי שליטה. המסקנה העולה מהמחקרים הללו היא שלתיקונים שבוצעו בחוק החברות הייתה השפעה ממתנת על שכר הבכירים בישראל.

3. החוק להגבלת שכר מנהלים בתאגידים פיננסיים

בהמשך למהלכי החקיקה הנסקרים לעיל, במרץ 2016 נחקק החוק להגבלת שכר הבכירים, החל על תאגידים פיננסיים, ובהם בנקים, חברות ביטוח ובתי השקעות (פרסום

ברשומות: ספר החוקים 2552, עמ' 874, מיום 12/04/2016). לפי החוק, שכר העולה על 2.5 מיליון ש"ח דורש אישור של אורגנים שונים של החברה, לרבות ועדת התגמול או ועדת הביקורת והדירקטוריון (במקרים מסוימים נדרש גם אישור של רוב הדירקטורים החיצוניים ושל האספה הכללית). ההוראה המרכזית של החוק היא כי לא ניתן לאשר בגופים הכפופים לחוק שכר שעלותו גבוהה מפי 35 מעלות השכר הנמוכה ביותר ששילם אותו הגוף לעובד (במונחים של משרה מלאה). בחישוב עלות השכר הנמוכה ביותר נכללים גם עובדים של קבלני כוח אדם המוצבים אצל אותו הגוף. מכיוון שרובם הגדול של גופים אלה (ובפרט בנקים וחברות ביטוח) מעסיקים אלפי עובדים, לרבות עובדים רבים בשכר מינימום כגון עובדי ניקיון ואבטחה (גם אם הם מועסקים דרך קבלן כוח אדם), הרי שהוראת החוק מתורגמת לתקרת שכר אפקטיבית החלה על המנהלים. במועד חקיקת החוק, תקרת עלות השכר שהתקבלה ממכפלת עלות שכר מינימום (כ-5,300 ש"ח, בתוספת הפרשות סוציאליות על פי חוק) ב-35 היא כ-2.5 מיליון ש"ח. ראוי להדגיש כי כל תגמול שמוענק למנהל נכלל בשכר הכפוף לחוק, לרבות שכר בסיסי, מענקים, דמי ניהול, דמי ייעוץ, תשלום מבוסס מניות (אופציות ו/או מניות חסומות) ותנאים נלווים לשכר, כגון החזקת רכב, תנאים סוציאליים והפרשות בנין סיום יחסי עובד-מעביד (החריג היחיד הוא תגמול פרישה שהוא תשלום פנסיוני או פיצויי פיטורים על פי דין). משמעות הדבר היא כי לא ניתן "לצבוע" תגמול למנהל באופן שיוחרג מהחוק: כל תשלום או טובת הנאה שהחברה מעניקה למנהל, בין אם כשכיר ובין אם כעצמאי המגיש לה חשבונות, בין אם ישירות ובין אם דרך חברה אם או חברה בת, מובאים בחשבון. כאמור, הסכום הכולל של כל אלו אינו יכול לעלות על פי 35 מעלות השכר הנמוכה ביותר בחברה.

על מנת להגדיר את אירוע החקיקה, נתאר בקצרה את תהליך חקיקת החוק. הנוסח המקורי של החוק להגבלת שכר בכירים בתאגידים פיננסיים הוצע בשנת 2014, וכלל דרישה לאישור שכר מנהלים בכירים על ידי אורגנים שונים בחברה ומגבלה על הכרה לצורכי מס בשכר גבוה מ-3.5 מיליון ש"ח. חשוב לציין כי נוסח זה לא מנע מחברה להחליט על שכר גבוה מרף זה (הגם שלא יוכר לצורכי מס), ובלבד שיתקבלו כל האישורים הנדרשים לפי החוק. נוסח זה עבר בקריאה ראשונה במליאת הכנסת, אולם לאחר מכן התפזרה הכנסת. האופוזיציה יזמה מחדש את החוק במתכונת דומה בכנסת הבאה, והנוסח הזה עבר בקריאה ראשונה במליאה בנובמבר 2015, ואז הועבר לדיון בוועדת הכספים.

כניסת המגבלה לתוקף) אינם אופטימליים עבור החברות הפיננסיות, שכן המשקיעים צופים שהטלת מגבלת שכר תעלה את שווי החברות הללו. לעומת זאת, תשואה שלילית באותו היום מראה שהמשקיעים האמינו שהמגבלה תפגע בחברות הפיננסיות. משמעות הדבר היא שמגבלת שכר תגרום לחוזי התגמול להיות פחות יעילים עבור החברות.

4. נתונים

לצורך ניתוח תגובת השוק לחוק, אספנו נתונים אודות כל החברות הציבוריות הכפופות לחוק. המדגם כלל 20 חברות: שמונה בנקים, שבע חברות ביטוח, חברת החזקות של חברת ביטוח אחת, וארבעה בתי השקעות. לכל אחת מהחברות במדגם נאספו נתונים על תשואת המניה מאתר הבורסה לניירות ערך. כמו כן, נאספו נתוני תגמול מנהלים מהדוחות השנתיים לשנת 2015 (השנה האחרונה לפני חקיקת החוק). במסגרת דוחות אלו, כל חברה ציבורית נדרשת להציג נתונים על שכרם של חמשת המנהלים בעלי השכר הגבוה ביותר, לרבות רכיבי השכר השונים (שכר בסיס, בונוסים, תגמול הוני וכו').

5. תגובת המשקיעים בשוק ההון לחקיקה

כדי למצוא כיצד השוק הגיב לחוק, עשינו שימוש ברגרסיה לינארית: $R_{p,t} = \alpha + \beta R_{m,t} + \gamma D_t + \varepsilon_t$, כאשר המשתנה המוסבר הוא התשואה היומית של תיקי הכולל את כל המניות של חברות המדגם במשקל שווה ($R_{p,t}$), והמשתנים המסבירים הם התשואה היומית של מדד ת"א-125 ($R_{m,t}$) ומשתנה דמי השווה ל-1 במועד האירוע ול-0 בכל הימים האחרים (D_t). מכיוון שמגבלת השכר נדונה והוספה לנוסח החוק במועד הדין בוועדת הכספים, זהו האירוע שנבחן במאמר. לכן משתנה הדמי שווה ל-1 במועד הדין בוועדת הכספים, ל-0 במועד הדין בוועדת הכספים, ו-1 במרץ 2016. כמקובל בנייתוחי אירוע, והוא שווה ל-1 גם ביום שלפני וביום שאחרי מועד האירוע, על מנת לקחת בחשבון זליגת מידע לפני האירוע והמשך מסוים של התגובה ביום שלאחריו. כאמור, בכל יתר הימים משתנה הדמי שווה ל-0. ערכו של המקדם של משתנה הדמי (γ) מעיד על יחסם של המשקיעים לחוק: ערך חיובי מובהק מראה כי במועד האירוע חברות המדגם רשמו תשואה עודפת חיובית, כלומר

בוועדה התקיים דיון מקדים בפברואר 2016 ובמסגרתו הועלו שאלות לגבי מידת האפקטיביות של המנגנון המוצע לשלילת הכרה לצורכי מס, היקף תחולתו של החוק, וכן עניינים טכניים שונים בנוגע להגדרות. כמו כן, הרף הכמותי שהופיע בחוק הורד מ-3.5 מיליון ש"ח ל-2.5 מיליון ש"ח. אולם כלל לא התקיים דיון באפשרות למנוע באופן מוחלט תשלום מעבר לתקרה, ועל כן באותה העת לא היה צפוי שהחוק יטיל מגבלה כזאת על תגמול בכירים.

בבוקרו של ה-16 במרץ 2016 התכנסה ועדת הכספים, ונדון שוב עניין ההכרה לצורכי מס. חברי הוועדה סברו כי אי ההכרה לצורכי מס בהוצאות שכר לא תהיה אפקטיבית מכיוון שגופים פיננסיים יהיו מוכנים לשאת בהוצאה הנוספת הנגזרת מכך, והישיבה הופסקה לצורכי התייעצויות תוך קביעת מועד מחודש לאותו יום אחר הצהריים. בפרק זמן זה הושגה הסכמה נדירה בין חברי הוועדה מהקואליציה והאופוזיציה, בתמיכה של שר האוצר, לגבי הוספת מגבלה חדשה שלא תאפשר תשלום שכר העולה על פי 35 מהשכר הנמוך ביותר בחברה. הוועדה התכנסה להמשך הישיבה בשעות אחר הצהריים והנוסח החדש של החוק אושר פה אחד. שבועיים לאחר מכן, ב-29 במרץ, החוק אושר בקריאה שנייה ושלישית במליאת הכנסת.

מהאמור לעיל עולה כי קביעת מגבלת השכר עלתה לראשונה רק בחלקה השני של הישיבה ב-16 במרץ, ולא הייתה צפויה קודם לכן. לפני מועד זה המשקיעים הביאו בחשבון כי הכנסת עתידה לקבוע רגולציה שתחול על שכר בכירים בתאגידים פיננסיים, אולם ההערכה הייתה כי הצעדים שיינקטו לא יהיו מכשלה של ממש בפני חברות המעוניינות להמשיך בדפוסי התגמול הקיימים. ב-16 במרץ המשקיעים למדו לראשונה על כך ששכר המנהלים בחברות פיננסיות יוגבל באופן מחייב. יתרה מזאת, עקב הקונצנזוס ששרר בוועדה בין כל הסיעות והסכמת שר האוצר לנוסח החדש של החוק, היה ברור כי ההסתברות שיאושר במליאת הכנסת גבוהה מאוד.

לאור האמור, ביצענו מחדש את הבדיקות האמפיריות ב-Abudy et al. (2020) ובחנו את התשואות שרשמו מניות החברות הפיננסיות הציבוריות במועד הדין בוועדת הכספים על מנת ללמוד על יחסם של המשקיעים למידע החדש שקיבלו באותו יום. תשואה חיובית באותו המועד מעידה על כך שהמשקיעים סברו שהמגבלה תשפיע לטובה על החברות הכפופות לחוק. משתמע מכך כי חוזי התגמול הקיימים (לפני

המשקיעים צופים שמגבלת השכר תגרום לעלייה בשווי החברות הפיננסיות. לעומת זאת, מקדם בעל ערך שלילי מובהק מייצג תשואה עודפת שלילית, שמשמעה ציפייה שמגבלת השכר תפגע בשווי חברות אלו.

תוצאות האמידה מוצגות בטבלה מס' 1. העמודה הראשונה (הימנית ביותר) של הטבלה מראה כי המקדם על משתנה הדמי של אירוע החקיקה הוא חיובי ומובהק, וערכו 0.606. משמעות הדבר היא כי בכל אחד משלושת הימים בחלון הזמן של האירוע נרשמה, בממוצע, תשואה עודפת חיובית של כ-0.6%. סך הכול, במהלך חלון זמן האירוע רשמו חברות המדגם תשואה עודפת חיובית של כ-1.8%. מעבר למובהקות הסטטיסטית של ערך זה, יש לו משמעות כלכלית ניכרת, בפרט לאור העובדה שהשווי הממוצע של חברות הוא כ-4.5 מיליארד ש"ח (החציון הוא כ-2.1 מיליארד ש"ח). עלייה של 1.8% בשווי חברות אלו מתורגמת לתוספת לשווי בסכום של עשרות מיליוני ש"ח בממוצע לחברה.

בניתוח נוסף בוצעה הפרדה בין שתי תתי-קבוצות של המדגם: בקבוצה הראשונה נכללו 17 החברות ששילמו לפחות לאחד מהמנהלים הבכירים שלהן בשנת 2015 (השנה שלפני החקיקה) שכר העולה על 2.5 מיליון ש"ח. מבחינת חברות אלו, החוק היווה מגבלה אפקטיבית, ולכן היה עליהן לבצע הפחתה של השכר על מנת לעמוד במגבלותיו. תת הקבוצה השנייה כללה שלוש חברות שלא שילמו לאף מנהל בשנת

2015 שכר העולה על 2.5 מיליון ש"ח. אף שחברות אלו הן בתחום תחולתו של החוק, הוא לא היווה מגבלה אפקטיבית לגביהן מכיוון שממילא הן עמדו בתקרת השכר שנקבע. לכן החוק לא היה צפוי להביא לשינוי במדיניות תגמול המנהלים של החברות הללו. בהנחה שהתשואה העודפת החיובית שנמצאה למדגם בכללותו אכן נובעת מהחוק, צפוי שאפקט זה יתקיים באופן חזק בקבוצה הראשונה, שכן היא מושפעת באופן ממשי מהחוק. לעומת זאת, צפוי שלקבוצה השנייה האפקט יהיה חלש יותר או שאפילו לא ימצא בכלל, כלומר שלא תהיה לחברות בקבוצה זו תשואה עודפת במועד האירוע, שכן השפעת החוק עליהן שולית.

העמודה השנייה והשלישית של טבלה מס' 1 מציגות את תוצאות האמידה: בעמודה השנייה, המתייחסת לתת המדגם של החברות שעבורן המגבלה אפקטיבית, ניתן לראות כי המקדם על משתנה הדמי של האירוע שווה ל-0.682 והוא מובהק מבחינה סטטיסטית. יתרה מזאת, הוא גבוה מכפי שהיה למדגם בכללותו. סך הכול, על פני חלון הזמן של שלושה ימים, מתקבל כי החברות בתתי-קבוצה זו רשמו תשואה עודפת חיובית של כ-2.0% בממוצע. כאמור לעיל, לאור גודלן של החברות במדגם, המשמעות הכלכלית של ממצא זה היא עלייה בשווי של עשרות מיליוני ש"ח, ובמקרים מסוימים אף מאות מיליוני ש"ח. לעומת זאת, העמודה השלישית, המתייחסת לתת המדגם של החברות שעמדו במגבלה עוד לפני החוק, מראה כי המקדם נמוך בהרבה ואינו מובהק. כלומר, חברות שלא

טבלה 1: תוצאות האמידה

חברות שלגביהן המגבלה אינה אפקטיבית	חברות שלגביהן המגבלה אפקטיבית	כל המדגם	
לא שילמו לפני החוק שכר העולה על המגבלה	שילמו לפני החוק שכר העולה על המגבלה		
0.045	-0.008	0.000	Intercept
(-1.06)	(-0.30)	(0.01)	
0.176	0.682**	0.606**	D
(-0.39)	(-2.32)	(2.16)	
0.463***	0.770***	0.724***	r _m
(-5.97)	(-17.88)	(16.60)	
3	17	20	מס' חברות
432	432	432	מס' תצפיות יומיות
0.146	0.570	0.576	Adj. R ²

את השפעתו של החוק על פעולתם של מנהלי התאגידים הפיננסיים. עם זאת, השופט רונישטיין ציין כי מהכרת המציאות הישראלית הוא אינו חושש מזעזוע בתאגידים הפיננסיים, נטישה המונית וקושי בניסוי נושאי משרה בכירים.

על מנת לבחון האם החששות שהועלו בעתירה התממשו עד כה, ערכנו בחינה של השפעות החוק. חשוב להדגיש כי המחקר נערך בשנת 2019, ולכן לא ניתן היה עדיין ללמוד על השפעות ארוכות טווח של החוק. עם זאת, על בסיס המידע הזמין במועד המחקר, נערכה השוואה בין התקופה שלאחר כניסת החוק לתוקפו לבין התקופה שקדמה לחקיקה בשני ממדים: הראשון הוא של ביצועי החברות הפיננסיות על בסיס מספר מדדי ביצוע. השני הוא היקף הפרישות של מנהלים בכירים ותגובת השוק לפרישות אלו.

לצורך השוואת הביצועים, נבחנו במאמר שישה מדדים מקובלים שניתן היה ליישם לכל חברות המדגם (להבדיל ממדדים ששישים לבנקים או לחברות ביטוח בלבד):

- שיעור התשואה על ההון העצמי (ROE)
- שיעור התשואה על הנכסים (ROA)
- היחס בין שווי השוק לשווי בספרים של ההון העצמי (M/B)
- שיעור הרווח הנקי
- שיעור צמיחת ההכנסות
- שיעור תשואת המניה

טבלה מס' 2 מציגה את הערך הממוצע והערך החציוני של ששת מדדי הביצועים לכל אחת מחברות המדגם בשנתיים הקלנדריות שלפני חקיקת החוק (2014-2015) ובשנתיים הקלנדריות שלאחר כניסתו לתוקף (2017-2018). מכיוון שהחוק נחקק במרץ 2016, ולא ברור באיזו מידה השפיע על הביצועים בשנה זו, היא לא הובאה בחשבון בנייתם הביצועים.

כפי שהטבלה מראה, ערכיהם של כל ששת המדדים היו גבוהים יותר בתקופה שלאחר כניסת החוק לתוקף מאשר בתקופה שלפני כן. לדוגמה, התשואה הממוצעת על ההון העצמי הייתה 9.81% בשנתיים שלאחר החוק, לעומת 9.13% בשנתיים שקדמו לו. שיעור הרווח הנקי הממוצע היה 17.70% לאחר החוק, לעומת 16.99% לפניו. תשואת המניות הממוצעת הייתה 7.13% לאחר החוק, ו-2.10% בלבד לפניו.

הושפעו מהחוק לא הראו תשואה עודפת במועד החקיקה. תוצאות אלו מחזקות את המסקנה כי התשואה החיובית שנרשמה במועד האירוע אכן נובעת מהטלת מגבלת השכר.

ניתוחים נוספים שנערכו תומכים גם הם במסקנה כי המשקיעים רואים בחיוב את מגבלת השכר. ראשית, נמצא כי 17 מתוך 20 החברות במדגם רשמו תשואה חיובית במועד האירוע, ממצא המעיד כי התוצאות לעיל אינן נובעות ממספר קטן של חברות אלא משקפות את רוב המדגם. שנית, חיסכון השכר הצפוי לכל חברה בעקבות החוק נאמד על בסיס ההפרש בין השכר שדווח לשנת 2015 לבין מגבלת השכר לפי החוק. לאחר מכן נבדק המתאם בין אומדן חיסכון השכר לבין השינוי בשווי השוק במועד החקיקה, ונמצא כי מקדם המתאם ביניהם חיובי וגבוה מאוד (0.82). עוד נמצא כי התשואה העודפת החיובית במועד החקיקה גבוהה במיוחד בחברות שבהן הממשל התאגידי חלש יחסית, וכן בחברות שבהן שיעור התגמול ההוני (שקושר בין תגמול לביצועים) נמוך. בשני המקרים גבר החשש ששכר המנהלים הגבוה אינו בעל הצדקה כלכלית. לבסוף, נבדקו כל הדיווחים המידיים שחברות המדגם פרסמו באותה עת כדי לוודא שלא היו אז אירועים אחרים שהיו יכולים לגרום לתשואה חיובית. התוצאות של כל הבדיקות הנוספות שנערכו במאמר תומכות במסקנה שהתשואות החיוביות שנמצאו אכן נובעות מחקיקת החוק.

6. בחינה נוספת של השפעות החוק

לאחר אישור נוסח החוק בוועדת הכספים הועלו טענות כי מגבלת השכר תגרום להפחתת המוטיבציה של מנהלי גופים פיננסיים, ואף תביא לגל עזיבות של מנהלים מוכשרים, שיעברו לגופים שהחוק אינו חל עליהם על מנת לשמר את רמת השכר שלהם. לפי טענות אלו, אי היכולת לתמרץ ולשמר את המנהלים המוכשרים ביותר בשוק תביא לפגיעה בביצועים של החברות הכפופות לחוק. טענות אלו אף הועלו על ידי איגוד הבנקים בישראל ואיגוד חברות הביטוח בישראל במסגרת עתירות שהגישו לבג"ץ כנגד החוק (בג"ץ 4406/16, 4534/16). בג"ץ דחה את שתי העתירות בספטמבר 2016. הדיון בפסק הדין התמקד בחוקתיות החוק, אולם צוין בו ששאלת היתכנותם של התרחישים השליליים שהעלו העותרים היא שאלה ספקולטיבית, וההכרעה בה תלויה במשתנים רבים שאינם זמינים בנקודת הזמן שבה ניתן פסק הדין. לכן לבית המשפט אין כלים להעריך

טבלה 2: מדדי הביצוע של חברות המדגם

פרמטר	2014-2015	2017-2018
תשואה על ההון העצמי (ROE)	ממוצע 9.13%	9.81%
	חציון 7.32%	8.66%
תשואה על הנכסים (ROA)	ממוצע 1.12%	1.52%
	חציון 0.50%	0.60%
יחס שווי שוק לשווי בספרים (M/B)	ממוצע 101.23%	126.83%
	חציון 77.50%	89.50%
שיעור רווח נקי	ממוצע 16.99%	17.70%
	חציון 10.60%	10.13%
צמיחת הכנסות	ממוצע 1.30%	7.97%
	חציון 0.92%	8.74%
תשואת המניה	ממוצע 2.10%	7.13%
	חציון -1.28%	9.75%

היא הסיבה האמיתית, הובאו בחשבון כל העיזבות שהתרחשו בתקופה שנבחנה.

טבלה מס' 3 מציגה את נתוני העזיבה. מהטבלה עולה כי נתוני העזיבה לאחר חקיקת החוק היו נמוכים באופן משמעותי מאלו שהיו לפני החקיקה: ב-3.25 השנים שלפני החוק דיווחו חברות המדגם על עזיבות של 84 נושאי משרה, ואילו ב-3.5 השנים שלאחריה דיווחו 35 עזיבות בלבד. אם נחשב את מספר העזיבות הממוצע לחודש, נקבל כי לפני החוק הממוצע היה 2.15 עזיבות בחודש, ואילו לאחריו הממוצע ירד ל-0.83 בלבד. ראוי לציין כי נתונים אלו אינם מביאים בחשבון את רמת הבכירות של העוזבים (לדוגמה, בשנים שלאחר החוק רוב מנכ"לי הבנקים הגדולים סיימו את תפקידם). עם זאת, למעט מקרים בודדים, העוזבים (לרבות המנכ"לים) לא ציינו את מגבלת השכר כסיבה מרכזית לעזיבתם, ולכן לא ניתן להסיק מכך מסקנות חד-משמעיות. הממצאים מעידים שעד כה לא נראה גל חריג של עזיבות בגופים הכפופים למגבלת השכר, ושיעור העוזבים אף נמוך מכפי שהיה טרם החקיקה. כמו בנייתו הקודם, גם כאן יש לסייג את המסקנות מכיוון שלא חלף פרק זמן ארוך מאז החקיקה, ולכן לא ניתן לבחון את תוצאותיה בפרספקטיבה רחבה.

לבסוף, ניתחנו את תגובת השוק לעזיבות מנהלים לפני החוק ואחריו. לצורך כך חושבה התשואה העודפת במועד הדיווח על

כדי לבחון האם השיפור לאחר החוק נובע ממצב מקורו כלכלי טוב יותר של המשק הישראלי, בדקנו את הצמיחה במשק ואת התשואות בבורסה בשתי התקופות. נמצא כי הן שיעור צמיחת התמ"ג והן תשואות מדד המניות המרכזי (מדד ת"א-100 שעודכן בפברואר 2017 לת"א-125) היו נמוכים יותר לאחר החוק מאשר לפני החוק. לפיכך לא נראה כי זו הסיבה לממצאים. עולה מכך כי לא ניתן למצוא פגיעה בביצועי החברות הפיננסיות עקב המגבלה שהטיל החוק על שכר מנהלים בכירים, לפחות בשנתיים הראשונות שלאחר כניסת החוק לתוקף. עם זאת, חשוב להדגיש כי בשלב הזה עדיין לא ניתן להסיק מסקנות לגבי השפעות ארוכות טווח של החוק.

בנוסף, בחנו את שיעורי העזיבה של מנהלים בכירים לפני החוק ואחריו. לשם כך נאספו נתונים מכל הדיווחים המיידיים שחברות המדגם פרסמו על עזיבת נושאי משרה בכירים, החל מ-1 בינואר 2013 ועד 30 בספטמבר 2019. התקופה שלפני חקיקת החוק כוללת 3.25 שנים (ינואר 2013 – מרץ 2016), ואילו התקופה שלאחר חקיקת החוק כוללת 3.50 שנים (אפריל 2016 – ספטמבר 2019). החודשים בשנת 2016 נכללו בתקופת החוק אף שהוא טרם נכנס לתוקף מחייב, וזאת על מנת לכסות עזיבות שהתרחשו בשל חקיקת החוק אף אם בוצעו בפועל לפני כניסתו לתוקף. מכיוון שלא נדרש לציין את סיבת העזיבה (וגם לא ברור אם הסיבה המוצהרת

תקופה	טווח זמן	מס' עזיבות כולל	מס' עזיבות ממוצע לחודש	תשואה עודפת ממוצעת לעזיבה
לפני החקיקה	ינואר 2013 – מרץ 2016	84	2.15	-0.14% p-value=0.999
אחרי החקיקה	אפריל 2013 – ספטמבר 2019	35	0.83	-0.30% p-value=0.983

כלכלית, כלומר שכר המנהלים לא נקבע באופן שהביא את שווי החברות האלו למקסימום.

בעקבות הטענות כי החוק יגרום לפגיעה בגופים הפיננסיים בשל חוסר מוטיבציה ועזיבה של מנהלים מוכשרים, נערך ניתוח על בסיס השנתיים שחלפו מאז כניסתו לתוקף. התוצאות מראות כי בתקופה זו לא חלה ירידה בביצועים של הגופים הפיננסיים לעומת התקופה שקדמה לחקיקה. כמו כן, לא נצפתה עלייה בשיעור עזיבת המנהלים או תגובת שוק שלילית לעזיבות שהתרחשו. על פי ממצאים אלו נראה כי החוק לא גרם לפגיעה בגופים הכפופים לו.

עם זאת, חשוב להדגיש כי הבחינה נערכה בהתייחס לטווח הקצר שלאחר החקיקה. ראוי בעתיד להרחיב את הבדיקה ולקיים אותה באופן שיאפשר הסקת מסקנות לגבי השלכות החוק על ביצועי הגופים הפיננסיים בטווח הארוך. בנוסף, אנו מציעים לבחון האם להגבלת השכר בגופים פיננסיים הייתה השפעה על השכר בחברות אחרות שאינן כפופות לחוק. דרך אפשרית שבה השפעה כזו יכולה להתקיים היא הצבעה של גורמים מוסדיים באספות כלליות נגד תגמול הגבוה מזה שבכירי הגופים המוסדיים רשאים לקבל.

לסיכום, תוצאות המחקר מהוות אינדיקציה לכך שאף בחברות הכפופות לפיקוח רגולטורי מחמיר (כמו הפיקוח על הבנקים ורשות שוק ההון), חוזי תגמול מנהלים יכולים להיקבע באופן שאינו ממקסם את שווי החברה.

ד"ר מני עבודי menachem.abudy@biu.ac.il

כל אחד מאירועי העזיבה עבור החברה שדיווחה על העזיבה. כמו קודם, התשואה העודפת מחושבת עבור חלון זמן בן שלושה ימים, שמתחיל יום לפני המועד שבו החברה פרסמה דיווח מידי על העזיבה ומסתיים יום לאחריו. הממצאים מראים כי התשואה העודפת הממוצעת לעזיבה בתקופה שלפני החקיקה הייתה שלילית, אולם נמוכה מאוד ורחוקה ממובהקות סטטיסטית (-0.14%, p-value=0.999). באופן דומה, גם לאחר החקיקה התשואה העודפת הממוצעת לעזיבה הייתה שלילית, אך נמוכה ורחוקה ממובהקות (-0.30%, p-value=0.983). המסקנה העולה מכך היא כי עזיבות בכירים לא גרמו לתגובת שוק שלילית, בממוצע, הן לפני החוק והן לאחריו. לאור זאת, על בסיס הנתונים הקיימים במועד עריכת המחקר (אוקטובר 2019), נראה כי החששות שהועלו בעתירות לבג"ץ כנגד החוק לא התממשו, כפי שחזה השופט רובינשטיין.

7. סיכום

במאמר זה דנו בהשפעת החוק להגבלת שכר מנהלים בתאגידים פיננסיים. לצורך כך ערכנו מחדש את הבדיקות ב- (Abudy et al., 2020) שבחנו את תגובת השוק לאירוע החקיקה ואת השפעות החוק בטווח הקצר. אנו מסיקים כי המשקיעים בשוק ההון קיבלו באופן חיובי את אירוע החקיקה המפתיע שבו הוחלט על מגבלת שכר מחייבת. מניית החברות הכפופות לחוק רשמו תשואה עודפת חיובית מובהקת באותו המועד, המשקפת עלייה משמעותית בשווי החברות הללו. ניתן להסיק מכך שלהערכת המשקיעים חוזי התגמול ששררו בגופים הפיננסיים לפני החוק לא היו אופטימליים מבחינה

רשימת מקורות

- אמזלג י. ומחז, א., (2002), מועדון המיליון: הקשר בין השכר לביצועים של מנהלים בחברות ציבוריות, רבעון לכלכלה, 49, 320-284.
- ברק, ר., כהן, ש. ולאטרברך, ב., (2007), שכר מנכ"לים בישראל והקשר שלו לבעלות ולביצועים של הפירמה, רבעון לכלכלה, 54, 288-205.
- נור נרשנורן, ג., טפר, ל., סבח, ג., (2015), שכר הבכירים בישראל 2011-2014, רשות ניירות ערך, המחלקה הכלכלית.
- צבירן מ., וייס ד., ומוגרבי, א., (2020), השפעת רגולציה וחקיקה על תגמול בכירים בישראל, חידושים בניהול, 6, 127-114.
- Abudy, M. M., Amiram, D., Rozenbaum, O., & Shust, E., (2020). Do executive compensation contracts maximize firm value? Indications from a quasi-natural experiment. *Journal of Banking & Finance*, 105787.
- Acharya, V. V., & Volpin, P. F., (2010). Corporate governance externalities. *Review of Finance*, 14(1), 1-33.
- Bae, K. H., Gong, Z., & Tong, W., (2020). Restricting CEO Pay Backfires: Evidence from China. *European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper*, (670).
- Bae, K. H., Gong, Z., & Tong, W., (2020). Restricting CEO Pay Backfires: Evidence from China. *European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper*, (670).
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M., (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of economic perspectives*, 17(3), 71-92.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S., (2001). Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *Quarterly Journal of Economics*, 116(3), 901-932.
- Cadman, B., Carter, M. E., & Lynch, L. J., (2012). Executive compensation restrictions: do they restrict firms' willingness to participate in TARP?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(7-8), 997-1027.
- Dicks, D. L., (2012). Executive compensation and the role for corporate governance regulation. *Review of Financial Studies*, 25(6), 1971-2004.
- Dittmann, I., Maug, E., & Zhang, D., (2011). Restricting CEO pay. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1200-1220.
- Edmans, A., & Gabaix, X., (2016). Executive compensation: A modern primer. *Journal of Economic literature*, 54(4), 1232-87.
- Edmans, A., Gabaix, X., & Jenter, D., (2017). Executive compensation: A survey of theory and evidence. In *The handbook of the economics of corporate governance* (Vol. 1, pp. 383-539). North-Holland.
- Fried, J. M., Kamar, E., & Yafeh, Y., (2020). The effect of minority veto rights on controller pay tunneling. *Journal of Financial Economics*.
- Frydman, C., & Saks, R. E., (2010). Executive compensation: A new view from a long-term perspective, 1936-2005. *Review of Financial Studies*, 23(5), 2099-2138.
- Gabaix, X., & Landier, A., (2008). Why has CEO pay increased so much?. *Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100.
- Murphy, K. J. (2013). Executive compensation: Where we are, and how we got there. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 211-356). Elsevier.