

השפעת רגולציה וחקיקה על תגמול בכירים בישראל



אלי מונרבי

דן וייס

משה צבירן

פרופ' משה צבירן מכהן כדקאן הפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב. פרופ' צבירן מופקד על קתדרת יצחק גילינסקי ליוזמות, טכנולוגיה, חדשנות וניהול, וכן משמש כמנהל האקדמי של תוכנית ה-MBA בניהול טכנולוגיה, יזמות וחדשנות וכראש מכון אלי הורוביץ לניהול אסטרטגי. פרופ' צבירן הוא בוגר תואר ראשון במתמטיקה ומדעי המחשב ותואר שני ושלישי במדעי הניהול – כולם מאוניברסיטת תל אביב. הוא פרסם שני ספרים ועשרות רבות של מאמרים מדעיים בכתבי עת אקדמיים מובילים. פרופ' צבירן גם פעיל בסביבה העסקית בישראל, ובין היתר כיהן ומכהן בדירקטוריונים של חברות ציבוריות ופרטיות וכן משמש כיועץ בכיר לארגונים מובילים בארץ ובחו"ל.

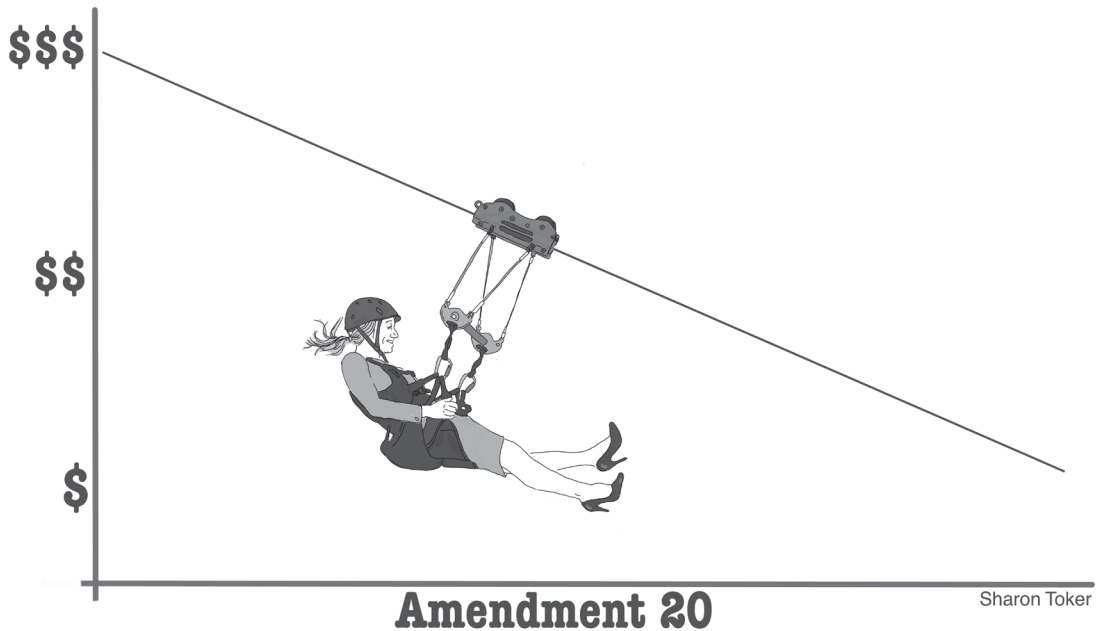
פרופ' דן וייס הוא חבר סגל בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב ועומד בראש מכון קסירר למחקר בחשבונאות ובראש מרכז רעיה שטראוס לחקר עסקים משפחתיים. מחקריו עוסקים בחשבונאות, ביטוח, ממשל תאגידי ובעלות משפחתית על עסקים. פרופ' וייס הצטרף לפקולטה לניהול בשנת 2003 לאחר שלימד ב-University of California at Davis. פרופ' וייס עורך את Journal of Management Accounting Research. כיהן כדירקטור חיצוני בבורסה לניירות ערך בתל אביב ומכהן כיו"ר דירקטוריון בחברה ציבורית.

אלי מונרבי הוא דוקטורנט בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב בהתמחות כלכלת עסקים ואסטרטגיה. בעל תואר ראשון בכלכלה וניהול ותואר שני בממשל. נושאי המחקר שלו נוגעים לכלכלה התנהגותית ויישומה בחיים האמיתיים, בדגש על השפעת תמריצים על פרטים.

תקציר

הנושא של תגמול נושאי משרה בכירים בחברות ציבוריות הוא בעל השלכות החורגות ממישור היחסים שבין התאגיד, בעלי מניותיו ונושאי המשרה המכהנים בו, ונמצא במוקד הדיון הציבורי הן בארץ והן בעולם. בבסיס הדיון עולה הטענה כי רמות התגמול של המנהלים הבכירים בחברות הציבוריות, ובמיוחד של המנכ"לים, הן מופרזות, מנותקות מביצועי החברות ולעיתים אף משפיעות על פרופיל הסיכון של התאגיד. כפועל יוצא ננקטו במהלך שני העשורים האחרונים מספר צעדים הן ברגולציה והן בחקיקה, במטרה להגביר את השקיפות ולהדק את הפיקוח על תהליכי האישור של מערכי התגמול למנהלים ונושאי משרה.

מחקר זה בודק את השפעת שינויי החקיקה הפיננסית (תיקון 16 ותיקון 20 לחוק החברות) על שכר המנכ"לים בחברות הציבוריות בתל אביב. התוצאות מראות כי שינויי החקיקה הביאו לשינוי בתהליך קביעת תגמול מנהלים על ידי הדירקטוריון בחברות ציבוריות ולריסון במגמת העלייה בתגמול מנכ"לים בהשוואה לתקופה שלפני שינויי החקיקה. מהתוצאות ניתן ללמוד על שינוי במבנה חבילת התגמול של מנכ"לים, המתבטא בירידה מובהקת ברכיב התגמול ההוני בסך חבילת התגמול תוך כדי עלייה ברכיב התגמול המשנתה, בעיקר בשנים שבהן תיקון 20 היה בתוקף. התוצאות מראות עצירה במגמת העלייה בשכר מנכ"לים בחברות הציבוריות בישראל בשנים 2010 ל-2018. באופן לא מפתיע, השינויים בהיקפי התגמול בולטים אצל מנכ"לים שכירים, ושוליים אצל מנכ"לים שהם בעלי עניין בחברות.



מבוא

Bebchuk and Fried, 2005; Brick et al., 2006; Jensen and Murphy, 1990; Leonard, 1990; Ozkan, 2011).

בהתאם לממצאים אלה התמקדו מחקרים רבים בסוגיית קיומה של בעיית הסוכן (Principal-Agent Problem) בתגמול מנהלים, כאשר פערי המידע והמומחיות בין בעלי המניות (Principal) לבין המנהלים (Agent) מביאים לחוסר הלימה בין האינטרסים של הצדדים ומאפשרים למנהלים למקסם את תועלתם האישית על חשבון ערך החברה (Bebchuk and Jensen and Meckling, (Fried, 2003; Kastiel 2015 הציעו כבר בשנת 1976 לשלב במערכי התגמול למנהלים תמריצים שייצרו הלימה בין האינטרסים של המנהל לחברה ויצמצמו את הפער בין האינטרסים של המנהל לאלה של בעלי המניות. בחלוף כשלושים שנה הציגו בבצ'וק ופריד ממצאי מחקר אמפירי המעגנים את קיומה של בעיית הסוכן בתגמול מנהלים בכירים, ומראים כי חבילות התגמול למנהלים אכן נקבעות בהתאם ליכולת המנהלים לאכופ על הדירקטוריון

הרציונל הכלכלי בתגמול מנהלים הוא לאפשר את גיוסם ושימורם של מנהלים איכותיים, ולתמרץ את המנהלים לפעול לטובת החברה, המשקיעים ושאר מחזיקי העניין, כפי שמתחייב מתפקידם. כמו כן, מבנה וסכום התגמול אמורים לייצר קשר ברור בין רמת התגמול לבין ביצועי החברה (Bebchuk and Grinstein, 2005). בהתאם, כאשר פועלים בצמידות לתיאוריות מודרניות של מקסום הערך מתוכננים הסכמי התגמול של מנהלים בכירים בצורה אופטימלית כדי להתחרות על הכישרון בשוק המנהלים (למשל, Gabaix and Landier, 2008; Edmans and Gabaix, 2016). ברם, תיאוריה לחוד ומציאות לחוד. מחקרים רבים שנדרשו לסוגיה זו, הן בישראל והן בעולם, מצאו כי גם אם קיים מתאם בין ביצועי החברות לבין תגמול המנהלים, הוא חלש מאוד, לא עקבי ולא מובהק (אמולזג ומחר, 2002; ברי-יוסף וטלמור, 1997; ברק ואחרים, 2007; גור-גרשגורן ואחרים, 2015, וכן:

מחקר זה מבוסס, בין היתר, גם על איסוף נתונים ועבודות חקר שבוצעו במסגרת סמינר מחקר בחשבונאות ניהולית וממשל תאגידי בחוג לחשבונאות בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב על ידי: שני אהרון, שני אליהו, דנה רווח, סימונה ארליכמן, מאי ססי, רעות משהדי, איתי כהן, גימאל בדראן, ויליאם נחום, גל לפידות, דנה קצמן, לורנס טנוס, אמיר רינאו, האני זכריא, מנ'ד גרייב, מנוה דקה, רואה טאהא, סבא בדיר, לנא עיסא, מלק אבוליל, רהיב שתיו, תמארה חטיב, אימן טאהא, מוחמד גבארין, נואד נסאר, פאדי מנסור, גילי שרמן, אסיה טרקשינסקי, תום מאור, ניר מנחם, עומר עיאט, ניומאנה עאמר, עבד אלכרים מסרי, אמניד קב, מעין ליברמן, שיר כהן, ניצן הלפרין, אלכס ול, מחאנינה איסרא, מחאנינא למא, מסאלחה רשיד, נור גבארין, יובל אפרת, ניר טל, שי לוי, עומר גלברד, רועי אנגלנדר, טל חנגל, עמית הרוש, עומר לוי, אברי פרידנוון, מור חלפון, מאי סלע, גל אברהם, ניר זיליג, אלין לניאדו, קרן קורב, רונן אייזנברג, שיח אמיר, גינאים מוחמד, מנסור פאדי, דנה נחמן, אה מורן, אביה וקנין, רוני אלוש, אסף סער, יובל רז, הדס שמול קוצר, היא סליבא, ערין מוחמד, אבראהים בדראנה, טל לנגרמן, זיו גרימברג, עדי שרעבי ועידו שבתאי.

הסדרי תגמול המשרתים את טובתם האישית ולא בהכרח את טובת בעלי המניות (Bebchuk and Fried, 2005).

רמת הקשר החלשה בין ביצועי חברות ציבוריות לבין היקף תגמול נושאי משרה בכירים בחברות, התיאבון המוגבר של מנהלים ונושאי משרה לתגמול נדיב, אופיים של מנגנוני התגמול והמידה שבה מערך התגמול מתמרץ את מנהלי החברות לפעול לתועלתם של כלל בעלי המניות בחברה ממחישים את הצורך בקיומו של ממשל תאגידי (Bebchuk and Hamdani, 2017; Correa and Lel, 2016; Dicks, 2012). אולם, המשבר הפיננסי שפקד את העולם בשנת 2008 חשף ליקויים חמורים בתחום הממשל התאגידי, ובכללם מנגנוני תגמול למנהלים בחברות הציבוריות שלא היו קשורים באופן הדוק לאסטרטגיית החברות, לרמות הסיכון ולאינטרסים לטווח ארוך של החברות, ולא הצליחו לספק את האיזונים והבלמים הנדרשים כדי לטפח ולשמר התנהלות עסקית ראויה ואחראית.

תובנה זו והלכי הרוח בציבור הניעו את קובעי המדיניות – תחילה בארה"ב ואחר כך במדינות נוספות בעולם – להתערב במציאת נקודת האיזון הראויה בכל הנוגע לממשל תאגידי ראוי יותר בחברות הציבוריות באמצעות רגולציה וחקיקה, כאשר רמת ההתערבות הנדרשת היא פועל יוצא של תחום הפעילות שלגביו נדרשת רגולציה. התערבותם של המחוקקים ושל הגופים הרגולטוריים בנושאי ממשל תאגידי התמקדה בעיקר בעסקאות עם בעלי עניין, בתגמול בכירים ובאחריות וקיימות תאגידית, ונעה בין התערבות נקודתית ממוקדת ועד להתערבות מקיפה ועמוקה בתהליכי קבלת ההחלטות בדירקטוריונים.

רגולציה וחקיקה העוסקות בתגמול מנהלים בישראל

במהלך שני העשורים האחרונים ננקטו בישראל מספר צעדים, הן ברגולציה והן בחקיקה, במטרה להגביר את השקיפות, להדק את הפיקוח על עבודת הדירקטוריון

ועצמאותו, ולהנחות את הדירקטוריון וועדותיו באשר לתהליכי האישור של מערכי התגמול למנהלים ונושאי משרה. להלן סקירה כרונולוגית ומתומצתת של הרגולציה והחקיקה הרלוונטית.

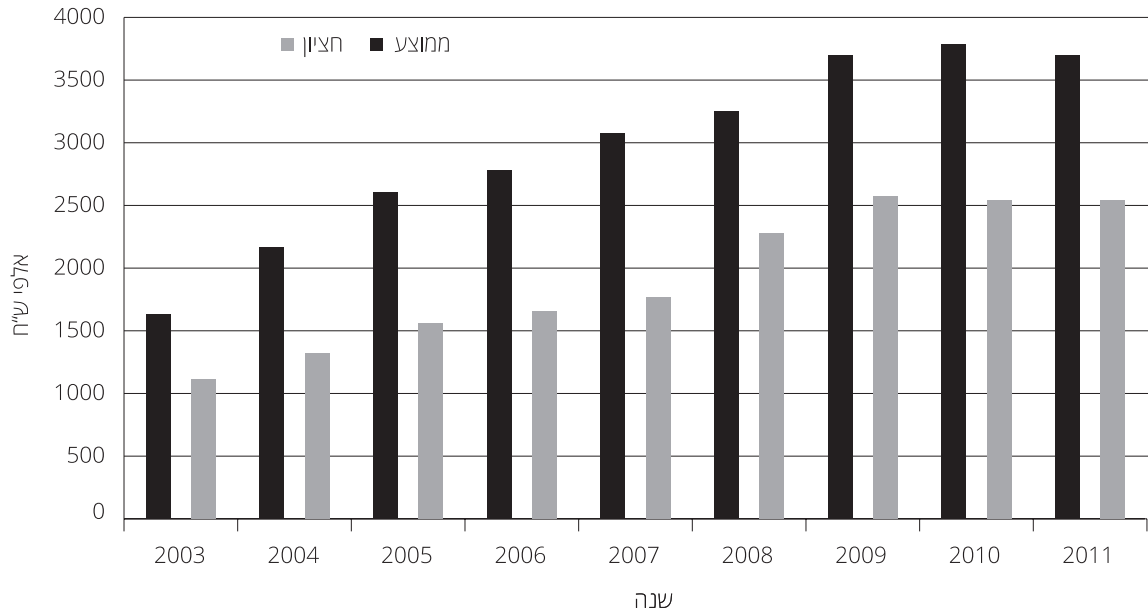
בשנת 2000 תוקנה בתקנות ניירות ערך תקנה 21 העוסקת במתן גילוי על תגמול הבכירים, ומחייבת לכלול בדוח הדירקטוריון (המהווה חלק מהדוחות השנתיים) פירוט לגבי כל אחד מחמשת מקבלי השכר הגבוה ביותר בין נושאי המשרה הבכירים בחברה. המטרה היא להגביר את השקיפות בכל הקשור לגובה התגמול של נושאי המשרה בחברה.

בשנת 2007 אימצה רשות ניירות ערך את המלצות הוועדה לממשל תאגידי (הידועה כ"ועדת גושן"), ובשיתוף עם משרד המשפטים אישרה מתווה להנהגת כללי ממשל תאגידי משודרגים בחברות הציבוריות. המתווה מתמקד בשיפור עצמאות הדירקטוריון בכל הנוגע לעסקאות עם בעלי שליטה ובכלל זה בקביעת תנאי העסקתם של בעלי שליטה בחברות.

בשנת 2009 עדכנה רשות ניירות ערך את תקנה 21 (עמדה משפטית 21-105), החמירה את דרישות הדיווח, וקבעה חובות גילוי נוספות ביחס לתגמול בכירים. במסגרת זו חויבו החברות לגלות פרטים על מנגנון התגמול ועל עסקאות התגמול ולהרחיב את הדיווח הנדרש בדוחות השנתיים. כמו כן נדרש דירקטוריון החברה להתייחס לשאלות האם התגמול מבוסס על ביצועים ועמידה ביעדים, אם נקבעו מנגנונים ברורים לבחינת הקשר בין היקף התגמול לביצועים, אם קיים קשר בין סכומי התגמול לתרומתם של מקבלי התגמולים לחברה, ואם התמורה היא הוגנת וסבירה.

עם זאת, מבחינה שערכה המחלקה הכלכלית של רשות ניירות ערך עולה כי למהלכים הרגולטוריים הייתה השפעה חלקית בלבד על תגמול הבכירים בחברות הציבוריות, כפי שמשתקף מתרשים מס' 1 להלן. יותר מזה, ניתן לייחס חלק מההתמתנות בשנים 2009-2011 למשבר הכלכלי שבא בעקבות משבר הסאב-פריים של 2008.

תרשים 1: שכר הבכירים בחברות ת"א 100 (2011-2003)



מקור: רשות ניירות ערך, המחלקה הכלכלית, 2012

החברות. תחילה תיקון מס' 16 ולאחריו תיקון מס' 20.

תיקון 16 לחוק החברות נחקק בשלהי 2011 ונועד לחזק ולשפר את חוסנו של הממשל התאגידי בחברות ציבוריות בישראל ולהגן על האינטרסים של בעלי מניות המיעוט בחברות על ידי שינוי יחסי הכוחות בין בעלי השליטה לבין הדירקטוריון ובעלי מניות המיעוט. התיקון כולל התייחסות מפורטת לעצמאותם ותפקודם של הדירקטוריון וועדת הביקורת, ושם דגש מיוחד בנושא סמכותה של ועדת הביקורת לדון ולאשר את תנאי הכהונה והתגמול של בעלי השליטה וקרוביהם. התיקון השתלב היטב ברוח המחאה החברתית, שגרסה כי בעלי השליטה מנצלים את החברות שלהם לטובתם האישית ולכן התיקון מתמרץ הטמעה של קוד ממשל תאגידי ראוי ונותן לבעלי מניות המיעוט יכולת גבוהה יותר בקבלת החלטות בחברה על חשבון כוחם של בעלי השליטה.

בעקבות ההד התקשורת שיצרה המחאה החברתית, הגישו חברי הכנסת שלי יחימוביץ' וחיים כץ הצעת חוק פרטית שלפיה שכרו של הבכיר ביותר בחברה ציבורית

בבחינה של תרשים 1 נראה כי לרגולציה ולהוראות הגילוי שנכפו על חברות ציבוריות על ידי רשות ניירות ערך וחייבו את החברות ציבוריות לפרסם את נתוני התגמולים של חמשת מקבלי השכר הגבוה לא הייתה השפעה מרסנת על שכר הבכירים. נהפוך הוא, עולה כי ההוראות הביאו ליתר פרסום של טבלאות שכר השוואתיות בעיתונות הכלכלית, וכפועל יוצא גרמו למנהלים להתקנא בעמיתיהם ולבסס באמצעות טבלאות אלו דרישות לשיפור תנאי העסקתם תוך השוואה לבעלי תפקידים מקבילים בחברות אחרות. הלכי רוח אלה, לצד המשבר הכלכלי והמחאה החברתית, לא נעלמו מעיניו של המחוקק, והמהלכים הרגולטוריים לוו גם בהליכי חקיקה שנועדו להדק את הממשל התאגידי בחברות הציבוריות. ברקע לתהליכי החקיקה נטען כי חוק החברות במתכונתו המקורית לא נתן מענה הולם ומספק לסוגיית תגמול הבכירים, כאשר בפועל בעלי השליטה מתווים את מדיניות התגמול של הבכירים, הדירקטוריון מהווה מעין "חותמת גומי", ובעלי המניות (שמדיניות התגמול מצויה בין היתר בסמכותם) לא יכולים להשפיע על קבלת ההחלטות. כפועל יוצא, ובמטרה ליישר קו עם דיני החברות במדינות אחרות ובראשן ארה"ב, עברו בחקיקה שני תיקונים לחוק

השכר המשתנים לקבועים, תוך התחשבות בהשכלה, בכישורים, בניסיון ובהישגים של נושא המשרה, וכן בגודל החברה ואופייה.

מעבר להגדרה וביסוס של כללי ממשל תאגידי ברורים לגבי תגמול בכירים, אין ספק כי מטרת תיקון 20 הייתה גם לרסן את שכר הבכירים בחברות הציבוריות. התקופה שמיד לאחר אישור התיקון התאפיינה בדיונים לגיבוש ואישור מדיניות התגמול בדירקטוריונים ובאספות הכלליות. אולם, בחינה השוואתית של רמות התגמול שנגזרו ממדיניות התגמול שהותוותה מול נתוני התגמול של 2012 טרום תיקון 20, לא מצביעה על מגמה של ריסון שכר הבכירים אלא דווקא עלייה בסך התגמול לצד התחזקות של התגמול מבוסס הביצועים על חשבון התגמול הקבוע. בחלוף כשבע שנים מתיקון החוק ביקשנו לבחון האם תיקוני החקיקה (תיקון 16 ותיקון 20 במשולב) השיגו את המטרה של ריסון שכר הבכירים, מהן התמורות שחלו בתגמול הבכירים מהתקופה טרום תיקוני החקיקה לשנת 2019, וכן האם ניתן להבחין במגמה כלשהי המתייחסת להרכב ותמהיל תגמול הבכירים במהלך השנים הנבדקות.

מתודולוגיה

חבילת התגמול של הדרג הניהולי הבכיר מושתתת על ארבעה רכיבים מרכזיים:

- תגמול מובטח (Guaranteed Pay) – משכורת או תגמול קבוע המשולם לעובד ללא תלות בהתקיימות אירוע כלשהו. הדוגמאות המקובלות בישראל הן שכר יסוד/שכר בסיס (Base salary), משכורת 13 וכדומה.
- תגמול משתנה (Variable Pay) – תגמול נוסף המשולם למנהל בהתקיים תנאים כלשהם. הדוגמאות המקובלות הן מענקים שנתיים, מענקים חד-פעמיים, מענקי חתימה ומענקי שימור וכדומה.
- תגמול הוני (Equity-Based Compensation) – תגמול הניתן באמצעות מכשירים הוניים, כגון אופציות מניות חסומות וכדומה.

לא יהיה גבוה יותר מפי 50 משכרו של בעל השכר הנמוך ביותר בה. הצעה זו לא התקבלה, אך בעקבותיה התמנתה ועדת שרים, בראשות שר המשפטים יעקב נאמן, לשם בחינת האפשרויות להקטנת פערי השכר במשק הישראלי. הוועדה המליצה על תיקון הוראות החוק כדי להגביל את שכר הבכירים באמצעות שינויים והכבדתם של מנגנוני הפיקוח וקבלת ההחלטות בחברות עצמן. בהתבסס על ממצאי הוועדה, ולאחר דיונים בוועדת החוקה של הכנסת כהכנה לקריאה שנייה ושלישית במליאת הכנסת, תוקן חוק החברות ובדצמבר 2012 נכנס לתוקף תיקון מס' 20 לחוק החברות, ששינה באופן משמעותי את תהליך אישור השכר בחברות ציבוריות ובחברות פרטיות שהן חברות א"ח.

התיקון לחוק יוצא מנקודת הנחה שהסדרה עקיפה של מנגנוני קבלת ההחלטות (ולא התערבות ישירה בגובה השכר) תוביל לקביעת שכר מושכלת וראויה יותר. בבסיס המנגנון המוצע עומדת ההנחה שבמצב הדברים הרגיל אין תמריץ לשלם לנושא המשרה באופן שאינו משקף את תרומתו הצפויה לחברה, אולם בחברות הנשלטות בעקיפין על ידי חברות אחרות, לבעל השליטה יש שליטה אפקטיבית באמצעות היקף מצומצם של הון אישי, וכך גם גוברת תלותו של המנהל בבעל השליטה על חשבון שאר בעלי המניות.

אם כן, מטרת התיקון הייתה להביא לכך שתהליך קבלת החלטות התגמול בחברות יהיה מושכל ושקוף, ויוביל לחיזוק הקשר בין מבנה התגמול לבין ביצועי החברה על ידי אילוף בעלי המניות לבחון את תנאי העסקת הבכירים, ובתוך כך להחיל נורמות של מדיניות אפקטיבית לטווח הארוך. בין עיקרי התיקון מופיעה חובת הקמת ועדת תגמול שתפקידה יהיה להמליץ לדירקטוריון על מדיניות תגמול ראויה לנושאי המשרה לתקופות של שלוש שנים, לבחון את יישום מדיניות התגמול, ולאשר תנאי כהונה של נושא משרה, דירקטור או בעל שליטה. בנוסף, תיקון 20 מחייב את החברה לגבש מדיניות תגמול תוך התחשבות בשיקולים ובאמות מידה של היחס בין שכר נושא משרה לבין ביצועיו, כפי שאלה נמדדים בראייה ארוכת טווח. מדיניות התגמול גם תקבע את גובה ואופן הענקת מענקים ותגמול הוני על הביצועים, ואת היחס בין רכיבי

• תנאים נלווים והטבות (Benefits) – תגמול משלים והטבות הניתנות בצורות שונות ובכללן: ביטוח פנסיוני, ביטוח בריאות, רכב חברה צמוד, קרן השתלמות, ימי חופשה, דמי מחלה, ארוחות והוצאות אירוח ועוד.

בעוד שרכיבים אלו נבדלים זה מזה בתמריצים שהם מעניקים כגמול (Haddock K.F., 2012), הם מתאפיינים כולם בקשר הדוק לתפקודו של המנהל: בין אם לעצם כהונתו (כאשר עסקינן בגמול מובטח או תנאים נלווים), ובין אם לביצועיו ויכולתו להשיג את רווחי החברה (כאשר עסקינן בתגמול משתנה ותגמול הוני) (Milkovich et al., 2010). לכן רכיבים אלו גם יהיו מותאמים במועדם ובפוטנציאל מימושם לתפקידו ותפקודו של המנהל. הבדיקה להלן התייחסה רק לשלושת הרכיבים הראשונים (תגמול מובטח, תגמול משתנה ותגמול הוני).

לאור העובדה שמנכ"לי החברות משמשים בדרך כלל כסמני הימני של מדיניות התגמול, שכן התגמול של שאר נושאי המשרה נבנה בדרך כלל ביחס אליהם, בחרנו לבחון את השפעת תיקוני החקיקה על מערך התגמול על ידי ניתוח נתוני התגמול של אוכלוסיית המנכ"לים בחברות הציבוריות בישראל.

שיטה ומדגם

ניתוח התנהגות חבילת התגמול של אוכלוסיית המנהלים בחברות הציבוריות התבסס על דיווחי החברות במסגרת תקנה 21 בדוח הדירקטוריון הנכלל בדוחות השנתיים. חשוב להדגיש כי התגמול המדווח על פי תקנה 21 הוא במונחי עלות למעביד. המדגם מושתת על נתוני תגמול המנכ"לים של 300 החברות בעלות ההכנסות הגבוהות ביותר מבין החברות הנסחרות בבורסה הישראלית בשנת 2018, לא כולל חברות דואליות וחברות במגזר הפיננסי הכפופות למגבלות השכר שהוגדרו בחוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים משנת 2016. ניתוח הנתונים להלן מתייחס לאוכלוסיית המנכ"לים בחברות הציבוריות בכל אחת מהשנים 2018-2010.

תרשים מס' 2 מראה את התפתחות חבילת התגמול הכוללת (= תגמול מובטח + תגמול משתנה + תגמול הוני)

של המנכ"לים שבמדגם בשנים 2018-2010. מנתוני המדגם עולים הממצאים הבאים:

ממוצע חבילת התגמול הכוללת ירד מ-2010 ל-2018 בשיעור נומינלי של 13.67% (ללא התחשבות בעליית המדד בתקופה זו).

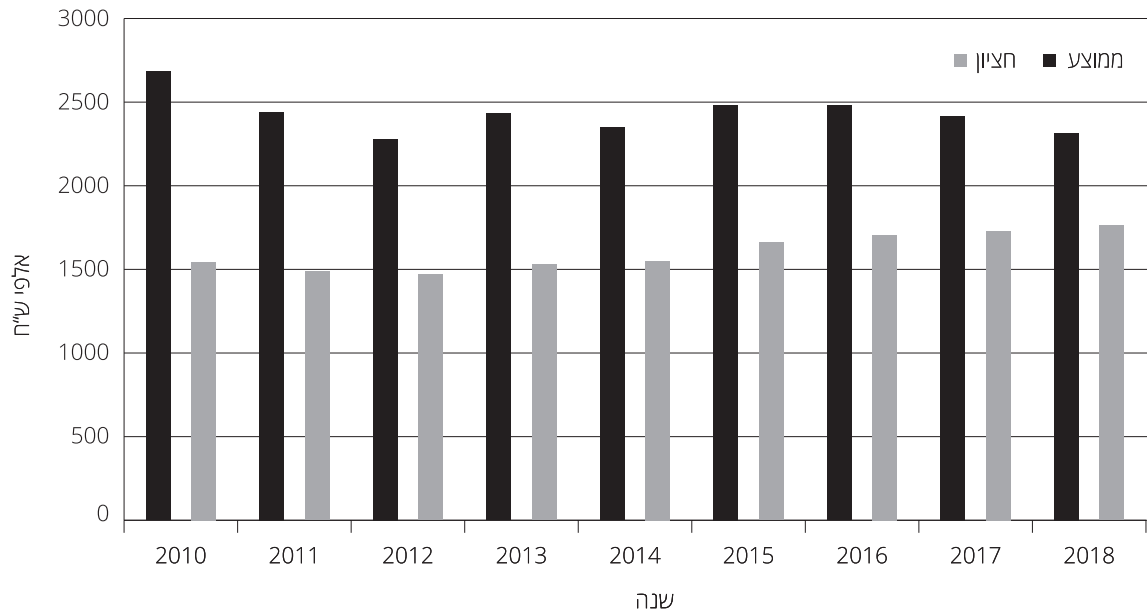
• יש לזכור כי תיקון 16 נחקק בשנת 2011 ונכנס לתוקף בשנת 2012, ותיקון 20 נחקק בשלהי 2012 ונכנס לתוקף במהלך 2013. לכן תגמול המנכ"לים היה יכול להיות מושפע מתיקון 20 רק משנת 2014. בהתאם, ניתוח חבילת התגמול הממוצעת בין השנים 2014-2018 מראה יציבות יחסית עם ירידה שולית של 1.36%. בסך הכול חבילת התגמול הממוצעת בין שתי נקודות הקצה.

• ככל שמסתכלים על הנתון החציוני עולה תמונה שונה: חבילת השכר החציונית עלתה בשיעור של 14.2% בין השנים 2010-2018. כמו כן, חבילת השכר החציונית עלתה ב-13.75% בין השנים 2014-2018 כאשר תיקון 20 היה בתוקף. מעבר לעובדה שההבדל בין הממוצע והשונות מצביע על התפלגות לא סימטרית של המדגם, ניתן לראות כי מידת אי הסימטריות ירדה בין השנים 2014-2018 כי הפער בין הממוצע לחציון קטן. עיון פרטני בתוצאות מעלה ירידה בסה"כ חבילת התגמול אצל חלק קטן מהמנכ"לים, אך עלייה בסה"כ חבילת התגמול אצל אחרים (שניתן כנראה לייחס לתיקון 20).

• זווית מבט נוספת מתייחסת לשנים 2017-2018. תיקון 20 דורש ריענון ואשרור של מדיניות התגמול אחת לשלוש שנים, ובהתאם נדרשו חברות רבות לבדוק ולאשר את מדיניות התגמול שלהן בשנת 2016. אם נתייחס לשנים 2012-2016 כשנות ההסתגלות לתיקון ובחינת השפעתו הרחבתית, הרי שעיון במקצה השני של יישום התיקון (2017 ואילך) מראה מגמה דומה של ירידה בממוצע (6.53%) לצד עלייה בחציון (3.34%), ומצביע על עצירת העלייה המתמשכת בהיקף השכר של מנכ"לים בעלי שכר גבוה שנצפתה בשנים טרום התיקון.

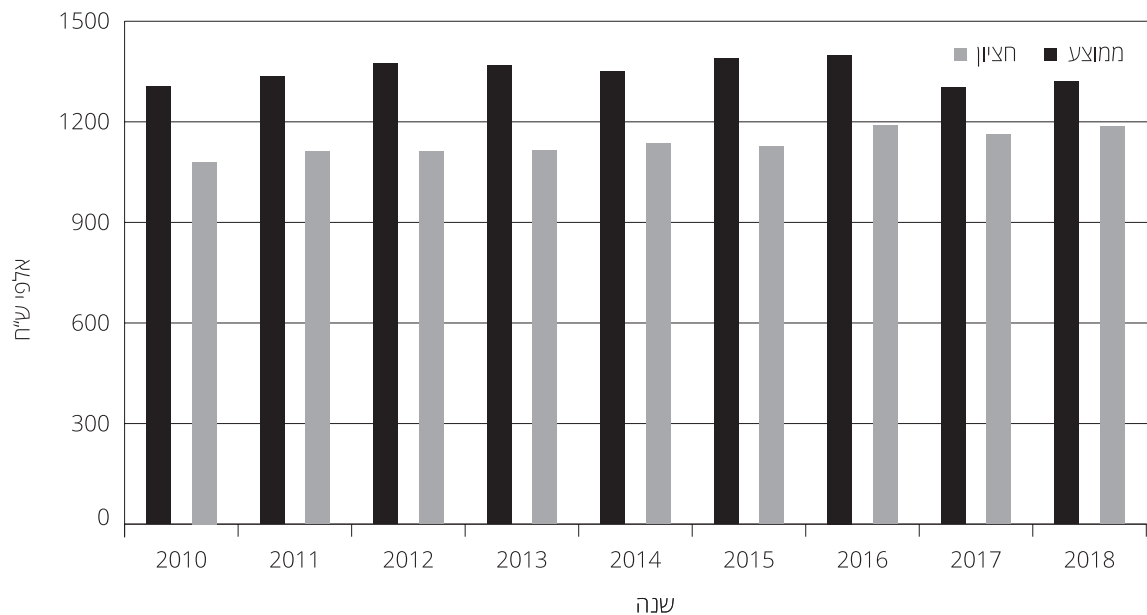
• בסך הכול התוצאות מראות על עצירת מגמת העלייה בשכר מנכ"לים בחברות הציבוריות במהלך התקופה 2010 עד 2018.

תרשים 2: התפתחות חבילת התגמול הכוללת למנכ"לים (2010-2018)



כדי לבחון אם לתיקוני החקיקה בכלל, ולתיקון 20 בפרט, הייתה השפעה על המבנה של חבילות התגמול של המנכ"לים, ניתחנו את התפתחותם של כל אחד משלושת רכיבי חבילת התגמול – תגמול מובטח, תגמול משתנה ותגמול הוני, כמתואר בתרשימים 3-5 להלן.

תרשים 3: התפתחות רכיב התגמול המובטח למנכ"לים (2010-2018)



של המקצה השני של תיקון 20.

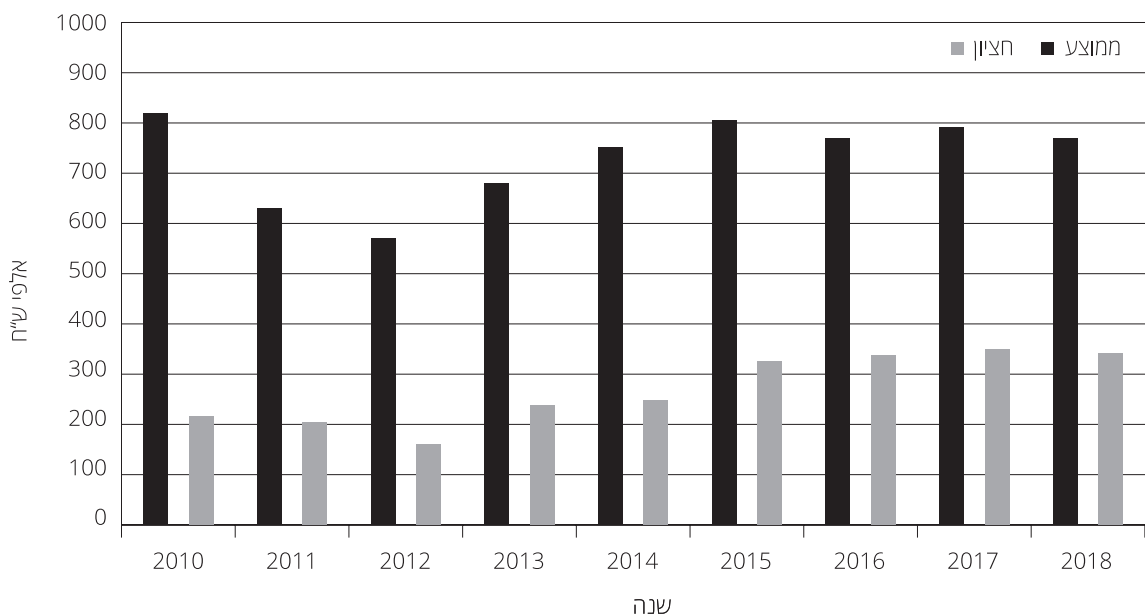
- בסך הכול התוצאות מראות על שינוי לא משמעותי ברכיב השכר המובטח במהלך התקופה 2010 עד 2018.

מניתוח רכיב התגמול המשתנה של המנכ"לים במדגם (תרשים מס' 4) עלולות התובנות הבאות:

- בין השנים 2010-2012 ניכרת ירידה חדה של התגמול המשתנה למנכ"לים - ממוצע המדגם ירד ב-30% והחציון ב-25%. להערכתנו מדובר בהשפעה נגררת של המשבר של שנת 2008 וכן תחילת השפעתו של תיקון מס' 16.
- ממוצע התגמול המשתנה בין שתי נקודות הקצה (2010 עד 2018) ירד ב-6.2% בעוד שהחציון עלה באופן חד (59%).
- השוואת נתוני 2014 (אחרי כניסתו לתוקף של תיקון 20) לנתוני 2018 מצביעה על עלייה של 2.26% ברכיב התגמול המשתנה הממוצע, וגם עלייה של החציון בשיעור של 38.46% בשנים שבהן תיקון 20 היה בתוקף.
- עיון במקצה השני של יישום התיקון (נתוני 2017-2018) מראה יציבות בערכי הממוצע והחציון, ומלמד כי במהלך המקצה השני לא השתנתה רמת התגמול המשתנה.

- ניתוח רכיב התגמול המובטח של המנכ"לים שבמדגם בשנים 2010-2018 (תרשים 3) מראה עלייה קלה בשיעור של 1.27% בממוצע התגמול המובטח בין שתי נקודות הקצה (שהופכת לירידה ריאלית כשמנטרלים את עליית המדד בתקופה זו), וירידה של 2.15% בין נתוני 2014 (המשקפים את כניסתו לתוקף של תיקון 20) לשנת 2018.
- הנתון החציוני מציג עליית שכר של 9.9% בין השנים 2010-2018 ועלייה של 4.5% בין השנים 2014-2018, השנים שבהן תיקון 20 היה בתוקף. גם כאן, כמו בניתוח חבילת התגמול הכוללת לעיל, ההבדל בין הממוצע והשונות מצביע על התפלגות לא סימטרית של המדגם. לאחר בחינה של הנתונים הפרטניים, ניתן לראות כי בין השנים 2010-2018 חלה ירידה ברכיב התגמול המובטח אצל חלק מהמנכ"לים (שניתן כנראה ליחסה לתיקון 20) וירידה זו משכה את הממוצע כלפי מטה.
- עיון בתקופה המאוחרת של יישום תיקון 20 (2017 ואילך) מראה מגמה דומה של ירידה בממוצע התגמול המובטח (5.58%) יחד עם חוסר שינוי בחציון. אנו מסיקים המשך ירידה ברכיב התגמול המובטח אצל חלק מהמנכ"לים, וכאשר משקללים את עליית המדד בתקופה זו (1.2%) ניתן להגיע למסקנה שרכיב התגמול המובטח הממוצע למנכ"לים אכן ירד כתוצאה מיישומו

תרשים 4: התפתחות רכיב התגמול המשתנה למנכ"לים (2010-2018)



- בסך הכול התוצאות מראות עלייה ברכיב התגמול המשתנה בשנים שבהן תיקון 16 ותיקון 20 היו בתוקף.

וירידה לאחר מכן. שוב, התוצאות מצביעות על עלייה בחציון בשיעור של 38.46% בשנים שבהן תיקון 20 היה בתוקף.

- עיון במקצה השני של התקופה (נתוני 2017-2018) מראה המשך ירידה בהיקף התגמול ההוני הממוצע.
- בסך הכול התוצאות מראות ירידה ברכיב התגמול ההוני בשנים שבהן תיקון 16 ותיקון 20 היו בתוקף.

רק לכשליש מהמנכ"לים במדגם, מרביתם מכהנים בחברות הגדולות, יש רכיב תגמול הוני כחלק מחבילת התגמול, כאשר פרופורציית המנכ"לים המקבלים לא השתנתה בצורה משמעותית לאורך השנים. תרשים מס' 5 מנתח את רכיב התגמול ההוני אצל אוכלוסיית המנכ"לים המקבלים זאת, וממנו עולות התובנות הבאות:

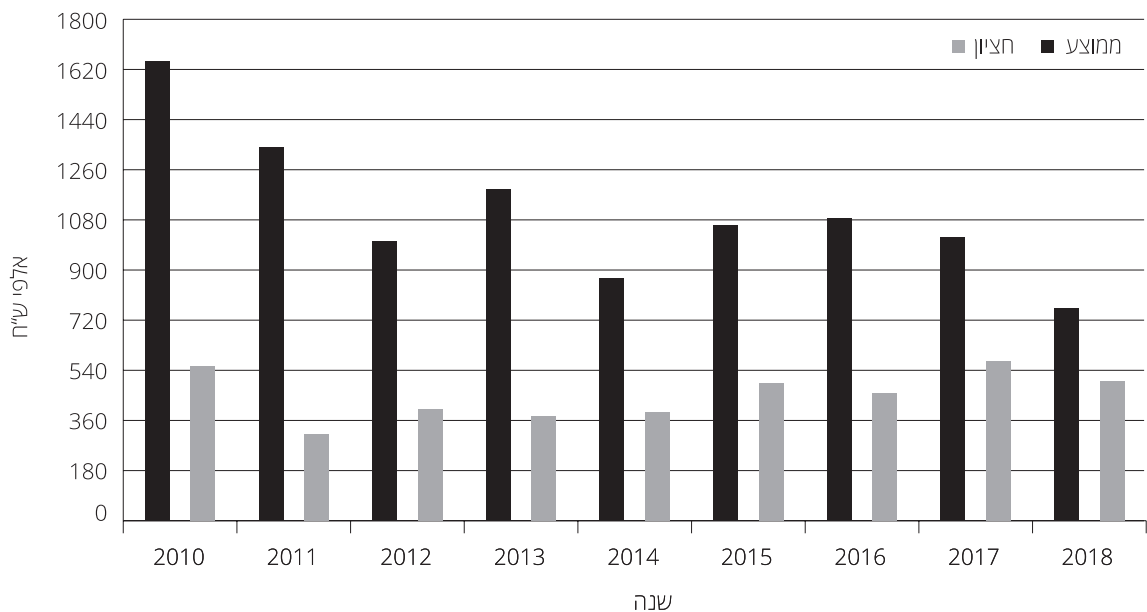
זווית נוספת לניתוח התפתחות התגמול בעקבות שינויי החקיקה נוגעת להרכב חבילת התגמול. תרשים מס' 6 מראה כי חלקו היחסי של הרכיב המובטח עלה מ-49% בשנת 2010 ל-57% בשנת 2018, חלקו היחסי של רכיב התגמול המשתנה נשאר קבוע באופן יחסי (עלה מ-31% בשנת 2010 ל-33% בשנת 2018) עם שונות קלה בין השנים וירידה בשנים 2010-2012 שנגרמה ככל הנראה מהשפעותיו של המשבר הפיננסי, ואילו חלקו היחסי של רכיב התגמול ההוני ירד באופן חד מ-21% מחבילת התגמול הכוללת בשנת 2010 (טרום שינויי החקיקה) לכ-10% בשנת 2018. יש לציין כי שינויים אלה בחלקם היחסי של רכיבי התגמול חלו תוך ירידה כוללת של 13.67% בסך חבילת התגמול בין שנת 2010 לשנת 2018, כך שהתוצאות מצביעות הן על ירידה בסך התגמול והן על שינוי מבני הבא לידי ביטוי בתחלופה בין רכיב התגמול הוני לבין רכיבי התגמול המובטח והמשתנה.

- ממוצע התגמול ההוני בין שתי נקודות הקצה (2010 עד 2018) ירד באופן חד (53.72%) בעוד שהחציון ירד ב-9.71%. מגמת הירידה מחריפה אם מנטרלים את עליית המדד.

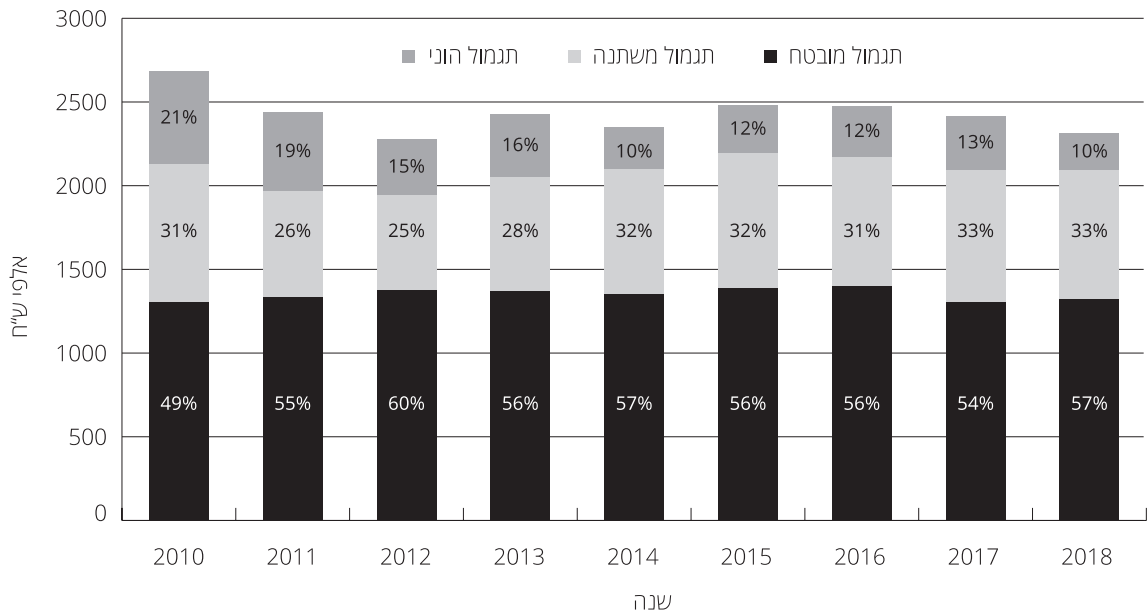
- בין השנים 2010-2012 ניכרת ירידה חדה של התגמול ההוני למנכ"לים – ממוצע המדגם ירד בכ-39% והחציון בכ-28%. להערכתנו מדובר בהשפעה נגררת של המשבר של שנת 2008 וכן הענקות הוניות חדשות בשוויים נמוכים יותר במהלך שנים אלו.

- השוואת נתוני שנת 2014 (המשקפים את כניסתו לתוקף של תיקון 20) מול נתוני שנת 2018 מצביעה על ירידה של 12.16% ברכיב התגמול ההוני הממוצע בין השנים 2014-2018. יש לציין כי הנתונים מציגים עלייה בתגמול ההוני הממוצע בין השנים 2014-2016

תרשים 5: התפתחות רכיב התגמול ההוני למנכ"לים (2010-2018)



תרשים 6: התפתחות חלקם היחסי של רכיבי התגמול למנכ"לים (2018-2010)



ההוני ואת הירידה בסה"כ היקף חבילת התגמול. התוצאות מדגישות ירידה משמעותית ברכיב התגמול ההוני, המפוצה בצורה חלקית באמצעות עלייה ברכיב התגמול המשתנה. כמו כן ניכרת ירידה שולית בהיקף חבילת התגמול הממוצעת.

בנוסף, ביצענו ניתוח באמצעות גרסיה לינארית OLS, כאשר המשתנה התלוי הוא סה"כ תגמול המנהלים וכל אחד מרכיביו. טבלה 2 מציגה את תוצאות הניתוח. המשתנה התלוי הוא רכיב שכר בעמודות השמאליות או סה"כ שכר בעמודה הימנית, ונמדד כלוגריתם הטבעי של סכום השכר באלפי ש"ח.

לבחנית השינוי התמקדנו בהשוואת התקופה לפני תיקון 20 לתקופה שאחרי. ההשוואה בין התקופות נעשתה באמצעות משתנה בינארי ("תיקון 20"). בבחינת השינויים

כדי לשפוף אור נוסף על שינויים שחלו בשכר המנכ"לים, ביצענו ניתוח סטטיסטי לבחינת השינויים בהיקף השכר. בפרט, ביצענו השוואה של רמת שכרם של המנהלים לפני כניסתו לתוקף של תיקון 20 (שנים 2010-2012) לרמת שכרם בתקופה שלאחר כניסתו לתוקף של תיקון 20 (שנים 2014-2018). שנת 2013 הייתה שנת היישום ולכן הושמטה.

טבלה 1 מציגה את רכיבי השכר הממוצעים לפני תיקון 20 ואחרי. ניתן לראות כי רכיב התגמול המובטח עלה באופן שולי ולא מובהק ב-0.90%, עלייה נמוכה משיעור עליית המדד. לעומת זאת, רכיב התגמול המשתנה עלה ב-15.91% ורכיב התגמול ההוני ירד ב-38.53%, שניהם באופן מובהק. סך הכול היקף חבילת התגמול ירד באופן לא מובהק ב-2.26%. נטרול השפעת המדד מחזק את הירידה ברכיב התגמול

טבלה מס' 1: רכיבי שכר ממוצעים לפני ואחרי תיקון 20 (אלפי שקלים)

תגמול מובטח	תגמול משתנה	תגמול הוני	סה"כ תגמול	
1,340	671	452	2,463	לפני תיקון 20 2012-2010
1,352	778	278	2,408	אחרי תיקון 20 2018-2014
0.90%	15.91%**	-38.53%***	-2.26%	שינוי
-3.17%	11.24%**	-41.01%***	-6.20%*	שינוי בניטרול עליית המדד

p < 0.10 *
p < 0.05 **
p < 0.01 ***

בשכר בין התקופות כללנו מספר משתני בקרה שצפויים להשפיע על תגמול המנהלים: גודל החברה הנמדד באמצעות סה"כ הנכסים (שנמדד כלוגריתם הטבעי של סכום סה"כ נכסי החברה באלפי ש"ח), ורווחיות החברה הנמדדת באמצעות היחס הפיננסי ROE (רווח להון עצמי, כלומר תשואת הרווח). בנוסף, בחנו שינוי בשכר אם מנכ"ל הוא "בעל החזקה מהותית" במניות החברה. הוספנו משתנה בינארי בגין החזקה מהותית של לפחות 5% ממניות החברה. הניתוח הזה חשוב כי למנכ"ל בעל החזקה מהותית בחברה יש תמריץ מוניתרי נוסף לתגמול הישיר שלו (ותמריצים לא מוניתריים) – השאת מחיר המניה צפוי להגדיל את עושרו של המנכ"ל יותר מאשר שכרו. תיקון 20 אצל "בעל החזקה מהותית" הוא משתנה אינטראקציה בינארי. בכל ניתוחי הרגרסיה כלולים Firm fixed effects. בסוגריים מוצג T סטטיסטי של המקדם.

תוצאות הרגרסיה מצביעות כי השינוי ברכיב התגמול ההוני היה בשנים שאחרי תיקון 20 בממוצע שלילי ומובהק (מקדם -0.68, מובהק ברמה של 1%, מבטא ירידה של כ-220 אלף שקל בממוצע לשנה). השינוי ברכיב התגמול המשתנה בשנים שאחרי תיקון 20 היה חיובי ומובהק (מקדם 0.38, מובהק ברמה של 1%, מבטא עלייה של כ-230 אלף שקל בממוצע לשנה). השינוי בתקופה לאחר תיקון 20 של רכיב התגמול המובטח היה שלילי ולא מובהק. כמו כן, התוצאות מעידות על ירידה (מקדם -0.06, מובהק ברמה של 10%) בהיקף סה"כ חבילת התגמול הממוצעת למנכ"ל בחברה ציבורית בשנים שבהן תיקון 20 היה בתוקף. אנו מסיקים כי ירידה ברכיב התגמול ההוני פוצתה חלקית על ידי עלייה ברכיב התגמול המשתנה.

מעניין לראות כי ירידה שולית ברכיב התגמול ההוני למנכ"לים בעלי החזקה מהותית במניות החברה היה:

טבלה מס' 2: תוצאות ניתוח רגרסיה לינארית של שכר מנכ"לים²

תגמול מובטח	תגמול משתנה	תגמול הוני	סה"כ שכר	
5.73***	-1.28	0.46	6.04***	חותך
(17.87)	(-1.27)	(0.49)	(19.96)	
-0.00	0.38***	-0.68***	-0.06*	תיקון 20
(-0.13)	(3.56)	(-6.99)	(-1.82)	
0.01*	0.02	0.00	0.01***	ROE
(1.88)	(1.32)	(0.00)	(2.60)	
0.17***	0.13	-0.04	0.12***	סה"כ נכסים
(6.1)	(1.44)	(-0.52)	(4.72)	
0.12*	0.13	-0.09	0.09	בעל אחזקה מהותית
(1.72)	(0.59)	(-0.47)	(1.34)	
0.02	0.13	0.54**	0.12	תיקון 20 אצל בעל החזקה מהותית
(0.25)	(0.52)	(2.37)	(1.62)	
YES	YES	YES	YES	Firm Fixed Effects
0.50	0.44	0.48	0.61	Adj. R ²
2873	2873	2873	2873	מספר תצפיות

* p < 0.10
** p < 0.05
*** p < 0.01

2 משוואת הרגרסיה היא:

$$\text{שכר} = \alpha + \beta_1 \text{ תיקון 20} + \beta_2 \text{ ROE} + \beta_3 \text{ סה"כ נכסים} + \beta_4 \text{ בעל החזקה מהותית} + \beta_5 \text{ תיקון 20 אצל בעל החזקה מהותית} + \varepsilon$$

0.68 - 0.54 = -0.14, לא מובהק. כלומר, השינוי ברכיב התגמול של מנכ"לים בעלי החזקה מהותית היה שולי. ניתן לחשוב על מספר סיבות אפשריות להבדל בין מנכ"לים שכירים לבעלי החזקה מהותית. במקרים שבהם בעלי החזקה המהותית הם גם בעלי שליטה, חבילת התגמול לא הושפעה מתיקון 20 אלא מתיקון 16. לגבי מנכ"לים שאינם בעלי שליטה, ייתכן כי החזקה מהותית אפשרה להם להשפיע על חבילת התגמול שלהם בחברה ואף על רכיביה.

סיכום

מחקר זה מתמקד בהשפעתם של שינויי החקיקה הפיננסית (תיקון 16 ותיקון 20 לחוק החברות) על שכר המנכ"לים בחברות הציבוריות בתל אביב. התוצאות מצביעות על שינויים בפרקטיקה הנהגת בחבילות תגמול מנכ"לים בחברות הציבוריות. בפרט, התוצאות מראות כי שינויי החקיקה הביאו לעצירת מגמת העלייה בהיקפי חבילות המנכ"לים בהשוואה לתקופה שלפני שינויי החקיקה. כמו כן, ניכרת השפעת שינויי חקיקה על מבנה חבילת התגמול הכוללת, כאשר הנתונים מציגים ירידה בהיקף התגמול ההוני שפוצתה חלקית באמצעות עלייה בהיקף התגמול המשתנה (מענקים). ממצאים אלה תואמים למחקרים שנעשו בעולם ודווחו על השפעתו של הידוק הממשל התאגידי על תגמול בכירים (Ertinur et al., 2012; Ferry)

2013, Ertimur et al., and Maber, 2013). יותר מזה, בעוד שממצאינו תואמים לממצאיהם של Fried et al. (2020) שדנו בהשפעתו של תיקון 16 ודווחו על יעילותם של מנגנוני ממשל תאגידי, הנתונים לבעלי מניות המיעוט כוח ואף זכויות וטו על תגמולם של נושאי משרה בכירים מקרב בעלי השליטה, הם מהווים עדות ראשונה להשפעתו המתווספת של תיקון מס' 20 על שינוי מבני וריסון של תגמולם של נושאי משרה בחברות הציבוריות.

אולם, בעוד ששינויי החקיקה שנדונו לעיל הביאו לריסון במגמת העלייה בתגמול מנכ"לים בחברות ציבוריות, חשוב לציין כי המחוקק הישראלי לא הסתפק בחקיקה המכוונת להסדרת שכרם של נושאי משרה בכירים באמצעות הגברת הממשל התאגידי. בשנת 2016 נחקק חוק התגמול לנושאי משרה בתאגידי פיננסיים, המגדיר תקרה מחייבת על שכר המנהלים הכולל בחברות הציבוריות במגזר הפיננסי. מדובר בחוק ייחודי בכלכלות המפותחות, וזו הפעם הראשונה שבה רשות מחוקקת אינה מסתפקת בהידוק הממשל התאגידי או בניסיון להסדרה באמצעות הכבדה מיסויית, אלא כופה תקרת תגמול (Abudy et al., 2020). החוק בא לביטוי מידי בהקטנה משמעותית של רמות התגמול של הדרג הניהולי הבכיר בתאגידי פיננסיים, אך יש להמשיך לעקוב ולראות אם השפעתו תזלוג גם למגזרים אחרים.

- אמזלג י. ומחזאי א., (2002), מועדון המיליון: הקשר בין השכר לביצועים של מנהלים בחברות ציבוריות, רבעון לכלכלה, 94, עמ' 482-023.
- בר יוסף ש. וטלמור א., (7991), ביצועים מול שליטה: מה מניע את שכר המנהלים הבכירים בישראל?, רבעון לכלכלה, 44, עמ' 171-291.
- ברק ר. כהן, ש. ולאטרבך ב., (7002), שכר מנכ"לים בישראל והקשר שלו לבעלות ולביצועים של הפירמה, רבעון לכלכלה, 45, עמ' 502-822.
- נור-נרשנורן ג., טפר ל. וסבח ג., (5102) שכר הבכירים בישראל 4102-1102, רשות ניירות ערך, המחלקה הכלכלית.
- Abudy M., Amiram D., Rozenbaum O., and Shust E, (2020), Do Executive Compensation Contracts Maximize Firm Value? Indications from a Quasi-Natural Experiment, *Journal of Banking and Finance*, forthcoming.
- Bebchuk L.A. and Fried J.M. (2003), Executive Compensation as an Agency Problem, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 3, (Summer 2003), pp. 71-92.
- Bebchuk L.A. and Fried J.M. (2005). "Pay Without Performance: Overview of the Issues", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 17, No.4, (Fall 2003), pp. 8-23.
- Bebchuk L.A., and Grinstein Y. (2005), "The Growth of Executive Pay", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, No. 2,, pp. 283-303.
- Bebchuk L., and Hamdani A. (2017). Independent Directors and Controlling Shareholders, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 165, No. 4, pp. 1271-1315.
- Brick I.E., Palmon O., & Wald J. K. (2006), "CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, No. 3, pp. 403-423.
- Chhaochharia V., & Grinstein Y. (2009). CEO Compensation and Board Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 1, pp. 231-261.
- Cohen S., & Lauterbach B. (2008), Differences in Pay Between Owner and Non-Owner CEOs: Evidence from Israel, . *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 18, No. 1, pp. 4-15.
- Core, J.E. Holthausen R. W., Larcker D. F. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, No. 3, pp. 371-406.
- Correa R. and Lel U., 2016. Say on Pay Laws, Executive compensation, CEO Pay Slice, and Firm Value Around the World, *Journal of Financial Economics*, Vol. 122, No. 3, pp. 500-520.
- Dicks D.L. (2012), Executive Compensation and the Role for Corporate Governance Regulation, *Review of Financial Studies*, Vol. 25, No. 6, pp. 1971-2004.
- Edmans A., Gabaix X., (2016), Executive Compensation: A Modern Primer. *Journal of Economic Literature*, . Vol. 54, No. 4, pp. 1232-1287.
- Ertimur Y., Ferri F., and Muslu V., (2012), Shareholder Activism and CEO Pay. *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 4, pp. 535-592.

Ferri, F. and Maber D., (2013), Say-on-Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the United Kingdom. *Review of Finance*, Vol. 17, No. 4, pp. 527–563.

Fried J., Kamar E., and Yafeh Y., (2020) The Effect of Minority Veto Rights on Controller Pay Tunneling. *Journal of Financial Economics*, forthcoming.

Gabaix X., Landier A., (2008), Why Has CEO Pay Increased So Much? *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 123, No 1, pp. 49–100.

Hallock K.F., (2012), *Pay*, Cambridge University Press, Cambridge, USA.

Iliev P. and Vitanova S., (2019), The Effect of the Say-on-Pay Vote in the United States, *Management Science*, Vol. 65, No. 4, pp. 4505–4521.

Jensen M. C., Murphy K. J. (1990), “Performance Pay and Top-Management Incentives”, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 2, pp. 225-264.

Kastiel K., (2015), Executive Compensation in Controlled Companies. *Indiana Law Journal*, Vol. 90, No. 3, pp. 1131–1175.

Leonard S.J. (1990), “Executive Pay and Firm Performance”, *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 43, No. 1, pp. 13- 29.

Milkovich G., Newman J., and Gerhart B., (2010), *Compensation*, 10th edition, McGraw-Hill/Irwin, USA.

Ozkan N. (2011), “CEO Compensation and Firm Performance: An Empirical investigation of UK Panel Data”, *European Financial Management*, Vol. 17, No. 2, pp. 260-285.