

כיצד ישפיע תיקון 20 לחוק החברות על תגמול מנהלים?

ממצאים מחקיקות מקבילות בארה"ב ובאנגליה

פרופסור יניב גרינשטיין – אוניברסיטת קורנל

דצמבר 2012

1. מבוא

בישראל נכנס לתוקפו לאחרונה תיקון 20 לחוק החברות המטפל בנושא תגמול מנהלים. תיקון זה מבוסס על המלצות ועדה בראשותו של שר המשפטים לשעבר, פרופ' יעקב נאמן. מטרתו להביא לתהליך קבלת החלטות מושכל ושיקוף בנושא השכר. זאת בין היתר בשל הגידול המשמעותי בתגמולי מנהלים בחברות הציבוריות.

לתיקון מספר סעיפים הנוגעים בתהליך קבלת ההחלטות בחברה בנושא תגמול מנהלים. ראשית התיקון דורש שלכל חברה תהיה ועדת תגמול שתהיה מורכבת מחברי דירקטוריון חיצוניים. ועדה זו תקבע את מדיניות תגמול הבכירים, כמו כן מונה התיקון שיקולים בתגמולים שיש להתייחס אליהם כגון השכלה, כישורים, מומחיות, ניסיון והישגים של נושא המשרה, אבל גם היחס שבין תנאי הכהונה וההעסקה של נושא המשרה לשכר של שאר עובדי החברה. התיקון דורש גם הסדרים מיוחדים למקרה שתנאי כהונה והעסקה כוללים רכיבים משתנים כגון אופציות ובונוסים, כגון ביסוס רכיבים אלה על ביצועים בראייה ארוכת טווח וקריטריונים מדידים. קביעת תקרה לשווי רכיבים משתנים, והתייחסות לאפשרות להפחתת הרכיבים המשתנים. התיקון גם מתייחס למענקי פרישה כגון תקרה למענקי הפרישה. והחזרת תשלומים לחברה אם שולמו למנהל על בסיס נתונים שגויים.

סעיף מיוחד בתיקון הוא הבאת תכנית התגמול להצבעה באסיפה הכללית של החברה. לצורך האישור נדרש בנוסף על רוב רגיל של הקולות באסיפה נדרש גם אישור של רוב מקרב בעלי מניות מיעוט ("רוב מהמיעוט"). במקרים מיוחדים, הדירקטוריון רשאי לקבוע מדיניות תגמול למרות התנגדות האסיפה.

2. חקיקות מקבילות בארה"ב ובאנגליה

המלצות ועדת נאמן מבוססות על תיקונים דומים שנעשו כבר בעולם. בארצות הברית, נכנס לתוקפו בשנת 2002, חוק ה SARBANES OXLEY שערך שינויים מקיפים בדרישות הגילוי והביקורת החשבונאית מחברות ציבוריות. לחוק סעיף מיוחד שדרש מהמנהלים את החזרת תגמוליהם אם בדיעבד הסתבר שהתגמולים היו מבוססים על נתוני ביצועים שגויים. ב 2006 העבירה הראשות לירות ערך האמריקאית את חוק גילוי תגמולי מנהלים, שדרש, בין השאר, גילוי נרחב של מדדי הביצועים הנדרשים לתגמולי המנהל. ב 2010, חוק ה Dodd Frank שנחתם בעקבות משבר הנדל"ן והבנקים בארה"ב דורש, בין השאר, הבאת תכניות תגמול המנהלים לאסיפה הכללית של החברה.

באנגליה, הועבר ב 2002 חוק הבאת תגמולי המנהלים לאישור בעלי המניות. בדומה לארץ ולארה"ב, אישור בעלי המניות הוא בגדר המלצה לדירקטוריון.

קשה לדעת מה תהיה השפעת החוק על מדיניות התגמולים של המנהלים בחברות הציבוריות בארץ, אך הנסיון הנצבר מהחקיקות בחברות בחו"ל יכול לשפוך מעט אור על ההשפעות הצפויות.

2.1 עד כמה מצביעים בעלי המניות נגד תוכניות התגמול של החברה?

הנסיון מראה שמעטים המקרים בהם התגמולים למנכ"ל אינם מאושרים באסיפת בעלי המניות. מחקר שנערכו לאחרונה בארה"ב [6] מראה שב 2011 (השנה הראשונה בה הוחל חוק ההצבעה) רק ב 38 מקרים מ 2,252 (מעט

פחות מ 2%) הצביעו בעלי המניות נגד מדיניות השכר. רק ב 165 מקרים (8%) ההצבעה היתה נמוכה מ 70% תמיכה. באנגליה הנתון גם הוא כ 2% מהחברות בהן רוב בעלי המניות הצביעו נגד. [2].

מבט נוסף על הנתונים מצביע על חשיבות חברות היעוץ והמלצותיהן על הצבעות בעלי המניות נגד תכנית התגמול. בארה"ב, ולאחרונה גם בישראל, בעלי מניות מוסדיים נוטים יותר ויותר להסתמך על המלצות חברות יעוץ בכול הנוגע להצבעות בעלי מניות. מחקר שנערך לאחרונה על ידי חוקרים מאוניברסיטת סטנפורד, [1], מראה את הקשר בין המלצות חברות היעוץ ISS ו Glass Lewis (GL), לבין הצבעות בעלי המניות בשנת 2011. הטבלה הבאה, שנלקחה מהמחקר, (הכולל כ 2000 חברות), מראה ש ISS ממליצה בעד תכנית התגמול בכ 88% מהחברות וחברת GL ממליצה בעד התגמול ב 79%. כאשר ISS ממליצה בעד תכנית התגמול, (1747 מקרים) ההצבעה היא בעד תכנית התגמול תמיד. כאשר ISS ממליצה נגד, ההצבעה היא נגד בכ 12% מהמקרים בהן היא ממליצה נגד (32 מ 261). בנוסף, נראה שכאשר ISS ו GL ממליצות שתיהן נגד התגמול (29 מקרים), תכנית התגמול אינה עוברת בכ 25% מהמקרים.

ISS recommendation GL recommendation	Only ISS		Only GL		ISS and GL			
	For	Against	-	-	For		Against	
	-	-	For	Against	For	Against	For	Against
Pass (PctSupport $\geq$ 50%)	1,747	229	1,462	357	1,339	271	123	86
Fail (PctSupport < 50%)	0	32	1	29	0	0	1	29
#firms	1,747	261	1,463	386	1,339	271	124	115

2.2 באילו מקרים החברות נתקלות בהתנגדות בעלי המניות?

בדרך כלל, חברות הייעוץ ממקדות את מאמציהן במספר פרמטרים. חברת ISS מצהירה שישנן שלוש סיבות עיקריות לדירוג נמוך של תכנית תגמול: חוסר קשר בין תגמול לביצועים, תכנית תגמולים בעייתית, וקומוניקציה של ועדת התיגמול. בביצוע ההערכה, החברה מסתכלת על חמישה פרמטרים עקריים [1]: א. תגמול עבור בצועים ב. אלמנטי תגמול אשר אינו מבוסס בצועים ג. קבוצת הייחוס של חברות אחרות במשק ד. תשלומי פיצויים עבור פיטורין / שינוי בעלות ה. האפקטיביות והפתיחות של ועדת התגמול. בכל אחד מהפרמטרים, ISS נותנת דירוג (לא מדאיג, מדאיג מעט, מאד מדאיג).

תגמול עבור בצועים: ISS מסתכל על התשואה לבעלי המניות (שנתית ותלת שנתית) ביחס לתעשייה, ומזהה חברות שנפלו מתחת לחציון. לאחר מכן הוא בודק האם משכורת המנהל השתנתה בהתאם לתשואה.

תגמול שאינו עבור בצועים: ISS מסתכל האם האלמנטים של התגמול שאינם מבוססי בצועים (כגון פנסיה, הטבות וכד) מניחים את הדעת מבחינת גדלם.

קבוצת הייחוס של חברות אחרות במשק: ISS מסתכל האם הבחירה של חברות אחרות במשק הגיונית.

תשלומי פיצויים עבור פיטורין / שינוי בעלות: ISS מסתכל על שלשה פרמטרים עקריים א. האם הפיצוי גדול משלש משכורות שנתיות ב. האם יש פיצוי גם אם המנהל מחליט לעזוב ללא סיבה. ג. האם ניתן תגמול כנגד מיסוי יחיד במקרה של מצנח זהב.

ועדת התגמול: ISS מסתכל על הפרטניות של הגילוי של הפרמטרים של התגמול למנהל וכיצד הועדה לוקחת בחשבון את דרישות בעלי מניות (לדוגמה: מצב בו מרבית בעלי המניות מצביעים נגד).

GL משתמשת בפרמטרים דומים, למרות שהחברה לא מגלה בדיוק את צורת הבדיקה שלה.

מחקרים [1] מראים שהסיכוי של הצבעה נגד מדיניות התגמול גבוה משמעותית אם החברה לא עומדת במדדים של ISS.

2.3 האם חברות משנות את מדיניות התגמול אם הן נפלות לקטגוריה הלא נכונה של ISS?

נראה שחברות אכן משנות את מדיניות השכר אם הן צופות שהן נפלות לקטגוריה הלא נכונה של ISS. במחקר [1] נצפו ב-2011 דיווחים לרשות לניירות ערך על שינויים במדיניות התגמול עוד לפני אספת בעלי המניות. בדיווחים אלו החברות מציגות את הסיבה לשינויים, והאם שינויים אלו קשורים לדרישות חברות היעוץ. הטבלה הבאה מראה את מספר הדיווחים בהם החברה מציגת שהיא משנה את הפרמטרים של התגמול כדי לעמוד בדרישות חברות היעוץ (275 חברות), ומספר הדיווחים בהם החברה מציגת שינויים בפרמטרים אחרים של התגמול (436). סך המקרים בהם מדווח על שינוי כדי לעמוד בדרישות חברת היעוץ הוא כ-44% מסך כל הדווחים. עוד נראה שחברות בהן מצויין שהשינויים באו כדי לעמוד בדרישות חברות היעוץ נוטות להיות אלו שנחשבות בעייתיות בנושא תגמול עבור ביצועים (P4P) לפי הקריטריונים של ISS, והן חברות להן יותר משקיעים מוסדיים (PCTINSTIT).

Panel A. 2011 annual meeting

	Firms with PA aligned 8-Ks (1)		Rest of sample firms (2)		Firms with other compensation 8-Ks (3)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
P4P	0.18	0.00	0.13	0.00	0.11	0.00
ISS_influence	9.34	8.74	8.77	8.27	9.09	8.76
PctInstit	0.77	0.81	0.71	0.77	0.72	0.77
Number of firms	275		1,733		377	
Number of changes	297				436	

לעומת זאת, בשנת 2010, לפני החלת החוק על ההצבעה, סך החברות ששינו את מדיניות התגמול כדי לעמוד בדרישות חברות היעוץ הוא 188 שמהווים 29.5% מסך כל השינויים. המסקנה היא שמספר השינויים כדי לעמוד בדרישות חברות היעוץ עלה לאחר החלת החוק.

	Firms with PA aligned 8-Ks (1)		Firms with other compensation 8-Ks (2)		Diff. (1)-(2) p-values	
	Mean	Median	Mean	Median	t-test	Wilcx
P4P	0.07	0.00	0.06	0.00	0.539	0.539
ISS_influence	10.03	9.72	9.79	9.25	0.548	0.517
PctInstit	0.80	0.84	0.80	0.83	0.530	0.603
Number of firms	188		450			
Number of changes	201		532			

עם זאת, נראה שחברות רבות היו משנות את חוזי התגמולים גם בעבר. כך שהדרישה להצבעה לא הביאה לגידול בסך כל שינויי חוזי התגמולים, אלא ייתכן שבסוג השינויים, ובשוליים.

2.4 האם תגמול מנהלים גבוה מדי מטריד את בעלי המניות?

אחת הסיבות בעטיין גובש מסמך נאמן הוא הגודל של תגמול למנהלים. מחקר שנערך בארה"ב [5] הסתכל על הקשר בין הצבעות בעלי המניות וגודל התגמול "העודף" למנהל. האמד לתגמול "עודף" הוא האם המנהל קיבל תגמול רב יותר ממנהלים אחרים בשוק, לאחר שנלקחים בחשבון ביצועיו, גודל החברה, וכדומה. הטבלה הבאה, שנלקחה מהמאמר, מראה שכאשר ISS אינו רואה את התגמול כבעייתי וממליץ על הצבעה בעד, בעלי המניות בשוליים מצביעים פחות עבור התגמול, למרות שממוצע ההצבעה בעד (88.2%) הוא גבוה מאד גם אם התגמול נמצא ב-20% העליונים מבחינת התגמול העודף. ניתן גם לראות ש-ISS ממליץ להצביע נגד במקרים רבים יותר כאשר התגמול נמצא ב-20% העליונים (65 מקרים לעומת 22 מקרים כאשר התגמול נמצא ב-20% התחתונים). למרות זאת, תוצאות ההצבעה אינן שונות הרבה אם התגמול העודף הוא גבוה או נמוך.

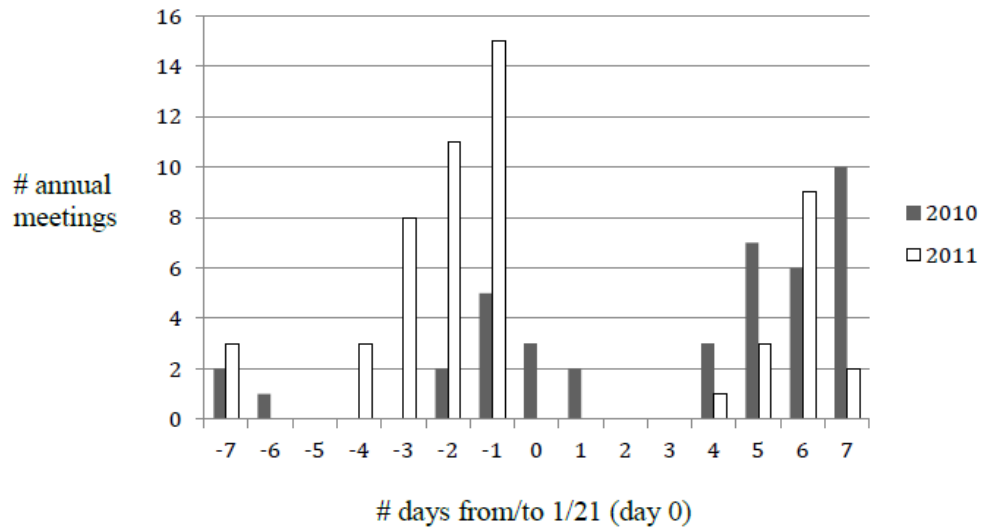
Table 5: "Say on Pay" Votes (Relation to "Excess" CEO Pay)		
Excess Pay Ranking	ISS Recommendation	
	Against	For
1 (lowest)	22 66.4%	254 95.5%***
2	17 63.0%	258 93.6%
3	18 67.5%	258 93.0%
4	39 65.1%	236 92.0%
5 (highest)	65 62.8%	211 88.2%***
Average Support	64.36%	92.61%

2.5 "מחטפים"

לאחרונה נראו בישראל מספר מקרים בהם חברות ניסו להעביר את חוזי המנכל לפני כניסת החקיקה לתוקף. תופעה זו אינה יחודית לישראל. בארה"ב, נצפתה תופעה דומה עם מועדי אספת המניות. החוק בארה"ב דרש את אשור בעלי המניות ב-21.1.2011. התרשים מראה את התפלגות ימי אסיפת המניות בינואר 2011 בהשוואה ל-2010.

Figure 1. Distribution of shareholder meeting dates

Figure 1 presents the distribution of annual shareholder meetings in a window around January 21st (day 0) in both 2010 and 2011. Say on pay is required under Dodd-Frank at annual meetings on or after January 21st, 2011. The vertical axis indicates the number of companies that had the annual meeting that day. The horizontal axis indicates the number of days before or after January 21st. For example "-4" means 4 days before January 21st and "4" means 4 days after January 21st. The darker bars refer to meetings in 2010 and the lighter bars to meetings in 2011.



התרשים מראה ש 34 חברות ערכו את אספת בעלי המניות בשלושה הימים הקודמים ליום החלת החוק, זאת לעומת 7 חברות בשנה לפני כן. התוצאות מראות כי אכן חברות התאימו את יום האסיפה כדי להמנע מהצבעת בעלי המניות בנוגע לחקיקה.

2.5 השפעת דרישות הגילוי על האינפורמציה הנמסרת לבעלי המניות

אחת הדרישות של תיקון 20 היא הדרישות לגילוי נרחב של מדיניות התגמולים בארה"ב. התיקון דורש גם גילוי מיוחד כאשר תנאי כהונה והעסקה כוללים רכיבים משתנים כגון אופציות ובונוסים, כגון ביסוס רכיבים אלה על ביצועים בראייה ארוכת טווח וקריטריונים מדידים. ב 2006, הרשות לניירות ערך הביאה חקיקה בעלת דרישות דומות, בעיקר בנוגע לגילוי פרטי חוזה התגמול והדרישה לקריטריונים מדידים. במחקר שערכתי עם דוד דה אנגליס מאוניברסיטת רייס [3] אנו מוצאים שחברות ציבוריות מדווחות על מדדי הביצועים הנדרשים מהמנהלים, עם רמות פירוט נרחבות מאי פעם. כגון רמת הרווחיות הנדרשת מהמנהל לקבלת בונוסים, הביצועים הנדרשים ביחס לחברות אחרות הענף כדי לקבל מניות חסומות וכדומה. לדוגמה, אנו מוצאים שרוב החברות משיתות את הביצועים על רווח חשבונאי, וההחלטה האם להשית על רווח חשבונאי או מנייתי קשורה לפרמטרי החברה כגון מדיניות ההשקעה של החברה, הצמיחה הצפויה, וכדומה.

המחקרים על תגמולי מנהלים לאחר דרישות הגילוי ודרישות ההצבעה בחברות בארה"ב מראים את התמונה הבאה:

- ברוב המכריע של החברות, רוב בעלי המניות מצביעים בעד תוכנית התגמול למנהל. רק בכ 2% מהחברות, רוב בעלי המניות מצביעים נגד.
- הצבעות בעלי המניות נגד התוכניות קשורות להמלצות חברות ייעוץ להצביע נגד. כאשר חברות ייעוץ ממליצות בעד, תוכנית התגמול תמיד עוברת.
- חברות משנות בשוליים את תוכניות התגמול כדי לעמוד בקריטריונים הנדרשים על ידי חברות הייעוץ.
- נראה שגודל שכר המנהלים אינו המרכיב העיקרי שעליו מסתכלות חברות הייעוץ. נראה כי הקשר בין גודל השכר לבין ביצועי החברה הוא המרכיב העיקרי.
- חברות הגדילו את כמות המידע לגבי הקשר בין תגמול המנהל והביצועים לאחר קבלת הדרישות מרשות החברות לניירות ערך.
- כמו בארץ, גם בארה"ב ניסו חברות להתחמק מהצבעות. הממצאים מראים שחברות שינו את מועד אסיפת בעלי המניות בשנה הראשונה להחלת החוק, כדי להמנע מהצבעה.

ביבליוגרפיה

- [1] Larcker, David F., McCall, Allan L., Gaizka Ormazabal, 2012, The Economic Consequences of proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies, working paper, Stanford University.
- [2] Ferri, Fabrizio, David A. Maber, 2011, Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK, *Review of Finance*, Forthcoming
- [3] Grinstein, Yaniv, David De Angelis, 2012, Pay for the right performance, Working paper, Cornell University.
- [4] Cai, Jie, Ralf Walking, 2010, Shareholders' say on pay, Does it create value? *Journal of Financial Quantitative Analysis*.
- [5] Cotter, James, Palmiter, Alan R., Randall S. Thomas, 2012, The First year of "Say on Pay" under Dodd-Frank: An Empirical analysis, Working paper, Vanderbilt University.
- [6] Equilar, 2011, An Analysis of Voting Results and Performance at Russell 3000 Companies, <http://www.equilar.com/knowledge-network/research-articles/2011/201107-voting-analytics.php>.