

חטיבת המחקר



בנק ישראל

תגמול בכירים בחברות ציבוריות בישראל¹

מיטל גראם רוזן*

**סדרת מאמרים לדיון 2024.06
יוני 2024**

בנק ישראל – <http://www.boi.org.il>

* בנק ישראל, חטיבת המחקר, דוא"ל: meital.graham@boi.org.il
¹ הדעות המובעות במאמר זה שייכות למחברת בלבד ואינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל או את סגל הבנק.
ברצוני להודות לישי יפה, ליניב גרינשטיין, לבנק ישראל וצוותו, ובמיוחד לנועם מיכלסון ולשי צור על הערותיהם המועילות. אני אסירת תודה ליצחק שיזגל על הסיוע המעולה במחקר. כל הטעויות וההשמטות הן באחריותי הבלעדית.

הדעות המובעות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדתו של בנק ישראל

**חטיבת המחקר, בנק ישראל ת"ד 780 ירושלים 91007
Research Department, Bank of Israel, POB 780, 91007 Jerusalem, Israel**

תגמול בכירים בחברות ציבוריות בישראל

מיטל גראם רוזן

תקציר

בנייר זה אני סוקרת את תגמול המנהלים הבכירים (מנכ"לים ויושבי ראש דירקטוריון) בשנים 1995-2018 בישראל, ובודקת מהם הגורמים אשר השפיעו על התפתחות גובה התגמול והשינויים בו לאורך השנים. לשם כך, נעשה שימוש בבסיס הנתונים הגדול והעכשווי ביותר שנאסף בישראל עד כה על נתניהם האישיים ושכרם של מנהלים בחברות ציבוריות. לפי הממצאים המוצגים במחקר זה, היה גידול בתגמול המנהלים בתקופה המוקדמת יותר של בסיס הנתונים, אשר הגיע לשיא ב-2007, וירידה משמעותית בו בתקופה שאחרי – 2008-2018. שתי המגמות שצוינו בלטו יותר בקרב מנהלים בחברות הפיננסיות בהשוואה למנהלים בחברות הלא פיננסיות. כתוצאה מכך, תגמול המנהלים הממוצע בחברות הפיננסיות כמעט והגיע ברמתו לתגמול המנהלים בחברות הלא פיננסיות. בנוסף, ממוצע תגמול המנהלים הבכירים בחברות ציבוריות גדל בשיעור נמוך יותר בהשוואה לממוצע השכר למשרת שכיר בתקופה הנסקרת, ועל כן אינו היווה גורם עיקרי לגידול באי השוויון, כפי שנטען לעיתים. את הירידה בתגמול המנהלים בשנים 2008-2018 ניתן לייחס, לפי ממצאי מחקר זה, בעיקר לרגולציות העיקריות שחוקקו בישראל בעשור האחרון כדי לרסן את שכר הבכירים – תיקון 16, תיקון 20 והחוק להגבלת שכר הבכירים בחברות הפיננסיות שתוקן בשנת 2016. בהתאם למחקרים קודמים שנכתבו בנושא, גודל החברה נמצא כגורם המשפיע ביותר על גובה שכר הבכירים. עוד מצאתי כי רגישות תגמול המנהלים לביצועי החברות הוא חלש בהשוואה למדינות אחרות. יתר על כן, בחברות הפיננסיות לאחר החלת שלוש הרגולציות העיקריות, הקשר בין תגמול המנהלים לביצועים המנייתיים נחלש, בעוד הקשר בין תגמול המנהלים לביצועים החשבונאיים התחזק.

מילות מפתח: תגמול מנהלים, ביצועים, רגולציה

Executive Compensation in Publicly Traded Companies in Israel

Meital Graham Rozen

Abstract

In this paper, I examine determinants and trends in top executive compensation in Israeli publicly traded firms between the years 1995–2018. I find a large increase in executive compensation in the earlier period of the sample culminating in 2007, especially in financial firms. Between 2008 and 2018, compensation decreased significantly, again especially in financial firms. As a result, the average executive compensation in financial firms has neared the level of the average executive compensation in nonfinancial firms. The average ratio between top executive compensation in public companies and the average compensation per employee position in 2018 has decreased below its 1995 levels, because of a higher increase in average compensation per employee position during this period. My results show that this decrease in executive compensation can be attributed mainly to regulations that were implemented in Israel in the last decade. Consistent with prior studies, I find that company size is the most important determinant of executive compensation. Pay-performance sensitivity is weak compared to other countries. After the main regulations were implemented, pay-stock performance sensitivity has weakened in financial firms while pay-accounting performance sensitivity has strengthened. In non-financial firms, however, there was no change in pay-accounting performance sensitivity in this period, while pay-stock performance sensitivity increased.

1. הקדמה

סוגיית תגמול המנהלים בישראל ובעולם היא אחד הנושאים הבולטים בשיח הציבורי בעשורים האחרונים. אחת הפרספקטיבות לעניין זה אומרת שמנהלים בכירים נושאים על כתפיהם אחריות כבדה; הם נדרשים לתת דין וחשבון על כישלונות עסקיים ו/או מקצועיים, ורמת המאמץ הנדרשת מהם גבוהה. רמות גבוהות של תגמול מנהלים עשויות לספק תמריצים לעובדים השואפים להגיע למשרות כאלה, ודרך ערוץ זה לשפר את ביצועי החברה (Lazear and Rosen, 1981). סברה זו תואמת את גישת "shareholder value", לפיה חוזה מנהלים נוצרים כתוצאה מכך שחברות שממקסמות את הערך לבעלי המניות מתחרות זו עם זו בשוק יעיל על כישרונות ניהוליים.¹ גישת "rent extraction"² אומרת כי פרקטיקות התגמול הנוהגות כיום עומדות בניגוד לניבויים של מודל הסוכנות (agency model) המסורתי.³ כך, חוזים עם מנהלים אינם נקבעים על ידי דירקטוריונים כדי למקסם את הערך לבעלי המניות, אלא על ידי המנהלים עצמם כדי למקסם את הרווחים האישיים של עצמם. נקודת מבט זו זוכה להתייחסות רצינית של חוקרים וקובעי מדיניות כאחד, במיוחד לאחר המשבר הפיננסי הגדול של 2007-2008, והובילה לשינויים משמעותיים ברגולציה.

אני סוקרת את התפתחות התגמול למנהלים בכירים (המנכ"ל ויושב-ראש הדירקטוריון) בעשרים-וארבע השנים האחרונות בישראל, ובוחנת את הגורמים לרמת התגמול ולשינויים בה. אני משתמשת בפאנל של נתונים שנאספו ידנית על כל החברות הציבוריות הישראליות (הנסחרות בבורסת תל אביב) עם מידע שהתפרסם על תגמול מנהלים בכירים מ-1995 עד 2018 (778 חברות בסך הכול). זהו בסיס הנתונים הגדול והמעודכן ביותר שנאסף על המאפיינים האישיים והשכר של בכירים בחברות ציבוריות בישראל, ומהווה תרומה להערכת תגמול המנהלים בישראל.

הספרות על תגמול מנהלים בחברות ציבוריות בישראל דלה יחסית. שני מחקרים מהשנים האחרונות חוברו על ידי Lauterbach and Yosef. מחקרם מ-2022 בחן אם ההתקדמות בתחום הממשל התאגידי הובילה לקיצוץ פרמיית השכר של מנכ"לים שהם גם בעלי החברות שבניהולם (המנכ"לים בקבוצת הבקרה) לעומת מנכ"לים מקצועיים שאינם בעלי החברות. מחקרם מ-2021 עסק בשאלות העיקריות הנוגעות לשכר בכירים בישראל. מחקרים שהתייחסו להשלכות הרגולציות כוללים את Fried et al. (2020), על השפעות זכויות וטו של בעלי מניות מיעוט על ניתוב השכר לבעלי השליטה, Abudy et al. (2020), שבדקו כיצד משקיעים הגיבו למגבלה שהוטלה על תגמול המנהלים בחברות פיננסיות (להלן "החוק של 2016") בחלון זמן קצר סביב החקיקה, ו-Zviran et al. (2020), שבחנו את ההשפעות של תיקונים 16 ו-20 לחוק החברות 1999 על תגמול מנהלים בישראל. מחקרים שתיארו את התפתחות תגמול המנהלים בישראל התייחסו לשנים 2012-2014 (Gershgoren, Sabbach and Teper [2015]) ולשנים 1994-2001 (R. Barak, S. Cohen, S. and B. Lauterbach [2007]), שכללו במדגם שלהם רק חברות שבהן המנכ"ל הוחלף במהלך תקופת המדגם. כל יתר המחקרים לפני עבודתם של Barak et al. (2007) ניתחו מדגם שכלל את תגמול המנכ"לים עד 4 שנים לפני 1998.⁴

¹ גישה זו מרחיבה את הגישה הידועה כ"התקשרות אופטימלית" ("optimal contracting").

² נקודת מבט זו קודמה באופן בולט על ידי Bebhuk and Fried (2004).

³ Edmans and Gabaix (2016) מסכמים ואומרים כי אלה הן שתי הגישות העיקריות כיום שמסבירות תגמול מנהלים.

⁴ Hauser and Gizbar (1992) השתמשו ב-57 חברות בתעשיית הייצור במהלך התקופה 1988-1990; Zussman and Mehrez (1992) השתמשו ב-385 חברות בין 1987 ל-1991; Hauser, Solomon, Shohat and Tanchuma (1995); Ang, Hauser and Lauterbach (1997); Hauser, and Ofir (1998); Bar-Yosef and Talmor (1997); Hauser, and Ofir (1998); Amzaleg and Mehrez (2002) השתמשו ב-186 חברות ציבוריות בשנת 1997.

בעבודה הנוכחית אני מוצאת שהתגמול הממוצע של מנהלים בכירים גדל ב-17% (ריאלית) במהלך תקופת המדגם, ואילו השכר הממוצע למשרת שכיר גדל בתקופה זו ב-35% (ריאלית). מגמות אלה בתגמול מנהלים בחברות פיננסיות ולא פיננסיות דומות במהותן, אך שיעורי השינוי הם שונים. התגמול בקרב מנהלים בחברות פיננסיות היה במגמת עלייה עד 2007, ואז פחת בין 2008 ל-2018 בשיעור גבוה בהרבה לעומת תגמול המנהלים בחברות לא פיננסיות. ב-2018, תגמול המנהלים הממוצע בחברות הפיננסיות כמעט והגיע ברמתו לתגמול המנהלים בחברות הלא פיננסיות (1.9 מיליון ש"ח לעומת 1.8 מיליון ש"ח). יצוין כי ניתן לייחס את הירידה ברמת התגמול אחרי 2010, לפחות בחלקה, שלוש רגולציות עיקריות שיושמו על מנת לרסן את תגמול המנהלים – תיקון 16, תיקון 20, וחוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי-התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), תשע"ו-2016 ("החוק מ-2016").⁵ ממצא זה עולה בקנה אחד עם ממצאיהם של Zviran et al. (2020), שמצאו כי תיקון 16 ותיקון 20 עצרו את עליית תגמול המנהלים בתקופה הקודמת (2003-2010). נקודה נוספת ראוייה לציון היא כי שיעור הירידה היה גבוה יותר בחברות פיננסיות בהשוואה לחברות לא פיננסיות, לא רק כתוצאה מהחוק של 2016 שהגביל את תגמול המנהלים בחברות פיננסיות, אלא גם כתוצאה מתיקונים 16 ו-20. מכיוון שתיקון 16 ותיקון 20 תוקנו בתוך פרק זמן קצר יחסית, אין לי אפשרות לבדוק את ההשפעה הנפרדת של כל אחד מהם על תגמול המנהלים.

כצפוי, אני מוצאת שגודל החברה הוא המשתנה המסביר העיקרי לגובה שכר הבכירים. התוצאות מצביעות על האפשרות שרגישות השכר לביצועים היא חלשה, כי היא גוברת עם גודל החברה (מבחינת הביצועים החשבונאיים בלבד), ומשתנה לאורך השנים. רגישות השכר לביצועים המנייתיים נחלשה לאורך השנים בחברות פיננסיות, כך שבין 2011 ל-2018, השנים שבהן יושמו שלוש הרגולציות העיקריות, לא נמצא מתאם בין שני משתנים אלה. לעומת זאת, בחברות לא פיננסיות רגישות זו התחזקה. רגישות השכר לביצועים החשבונאיים, עם זאת, התחזקה לאחר יישום הרגולציות בחברות פיננסיות, ואילו בחברות לא פיננסיות היא לא השתנתה. תוצאה זו תואמת בחלקה את הספרות, המראה שרגישות תגמול המנכ"לים לביצועי החברות משתפרת לאחר רגולציה של תגמול המנהלים. Ferri and Maber (2013) בחנו את השפעתו של חוק בבריטניה בסוף 2002 על תגמול המנכ"לים. החוק דרש מחברות ציבוריות להגיש דוח על תגמול מנהליהן לבעלי המניות ולהעלות את הנושא להצבעה לא מחייבת (מה שזכה לכינוי "Say on Pay") באסיפה הכללית השנתית. הם תיעדו עלייה ברגישות תגמול המנכ"לים במזומן וברגישות התגמול הכולל שלהם לביצועים תפעוליים שליליים, במיוחד בחברות שהתאפיינו בתגמול מופרז בתקופה שלפני החוק (2000-2002) ובחברות עם הצבעות נגד רבות. Correa and Lel (2016) השתמשו במדגם גדול של חברות מ-38 מדינות בשנים 2001-2012 ומצאו שלאחר אימוץ חוקי "Say on Pay", שיעורי הגידול של תגמול המנכ"לים ירד, ורגישות תגמול המנכ"לים לביצועי החברה השתפרה. Correa and Lel מצאו כי שינויים אלה היו מרוכזים בחברות שהתאפיינו בשכר מופרז ובהצבעות נגד של בעלי המניות, בכהונה ארוכה של המנכ"לים, ובדירקטוריונים פחות עצמאיים.

גם התוצאות שלי מצביעות על האפשרות שהוותק של מנהל במשרתו משפיע באופן חיובי על שכרו (ההשפעה בחברות פיננסיות גדולה יותר), אך תרומת הוותק לשכר פוחתת לאורך זמן. עם זאת, באופן מפתיע, השכלת המנהל והשתייכותה של החברה לקבוצה עסקית לא נמצאו כמשתנים מסבירים לתגמול המנהלים.

⁵ ראו פרטים בפרק 4.

עד כה, ניסיתי להשיב על השאלה כיצד מאפייני החברה והמנהל משפיעים יחד על תגמול המנהלים. על ידי הכללת אפקטים קבועים/משותפים דמי עבור כל אחת מהחברות יחד עם משתניה הנצפים, אני מפקחת על השונות בתגמול הנובעת ממאפייני החברות. עם זאת, במדגם המתפרש על פני 24 שנה, עשויים להיות מאפייני חברות בלתי נצפים שמשותפים לאורך זמן אשר משפיעים על תגמול המנהלים, כמו מדיניות תגמול, שנאת סיכון וכד'. מאפיינים אלה עשויים להימצא במתאם עם מאפייני המנהלים, מה שיוביל לאומדנים מוטעים של השפעתם. כדי להתגבר על בעיה זו, אני כוללת מנכ"לים משותפים ויו"רים משותפים במדגם (ב-20% מהחברות במדגם בקירוב, מספר המנכ"לים או היו"רים הוא שניים ומעלה), המשרתים באותה חברה באותה משרה באותו זמן. המטרה היא לבחון את הגורמים העיקריים המשפיעים על פערי התגמול בין מנכ"לים/יו"רים משותפים (להלן: מנהלים משותפים), כמו לדוגמה הוותק של המנהל, שיעור אחזקתו בחברה, השכלתו וחברותו בדירקטוריון. נושא זה טרם נחקר, למיטב ידיעתי.

הספרות הקיימת על הנהגה משותפת של מנהלים עוסקת בעיקר בגורמים שעשויים להסביר את נוכחותו של מבנה מנכ"לות משותפת בחברה (ראו: O'Toole et al. (2002), Pearce and Conger (2003), Wasserman et al. (2001) או בהשפעתה של תופעת המנכ"לות המשותפת על ביצועי החברה ועל הממשל התאגידי בה (ראו לדוגמה, Arena et al. (2011) ו-Krause et al. (2015)). מחקר מהשנים האחרונות על תופעת המנכ"לות המשותפת, כדוגמה, בוחן את הקשר בין ביצועי החברה בעבר לבין ההסתברות של אימוץ מנכ"לות משותפת באמצעות נתונים מקוריים מ-2003 עד 2018 (Yoo et al., 2020).

אני מוצאת כי ההבדלים בוותק של מנהלים בתפקידם ובאחוז המשרה שלהם מתואמים עם הבדלי השכר בין מנהלים משותפים. אני מוצאת עוד כי מנהל משותף חדש מתוגמל פחות בהשוואה למנהל משותף שזו אינה שנתו הראשונה בתפקיד. הבדלים בגיל, בשיעור האחזקה בחברה, בהשכלה ובכהונה בדירקטוריון אינם מתואמים עם פערי השכר בין מנהלים משותפים.

בפרק הבא אני סוקרת את הרקע התיאורטי ואת הספרות הרלוונטית. בפרק השלישי אני מתארת את הגורמים המשפיעים על תגמול מנהלים. בפרק הרביעי אני מתארת את הרגולציות של תגמול מנהלים שישמו בישראל במאה הנוכחית. הפרק החמישי מביא תיאור של הנתונים ששימשו למבחנים הסטטיסטיים; הפרק השישי מתאר את השיטות האמפיריות והניתוח האמפירי של תוצאות האמידות והפרק השביעי מסכם.

2. רקע תיאורטי

ההתנגשות בין טובת בעלי המניות לזו של מנהלי החברה יוצרת בעיית סוכנות (principal-agent) קלאסית,⁶ שהיא המודל העיקרי שבו משתמשים בספרות כדי להסביר תגמול מנהלים. בעיית הסוכנות מבוססת על ההנחה שלבעלי המניות ולמנהלי החברה יש אינטרסים שונים וברשותם מידע אסימטרי (למנהלים יש יותר מידע), כך שבעלי המניות לא יכולים לוודא באופן ישיר שהמנהלים יפעלו תמיד לטובתם של בעלי המניות.

⁶ Berle and Means (1932) היו הראשונים לטעון כי בעיות סוכנות בין בעלי מניות למנהלים היוו בעיה מאז הפרדת הבעלות מהשליטה בחברות במפנה המאה העשרים.

Baumol (1959), לדוגמה, טען כי אף שמנהלים פועלים בדרך כלל לקידום רווחת בעלי המניות, סביר שהם יחתרו לרמת הרווחים המינימלית שתספיק כדי לרצות את בעלי המניות, ויחתרו לשפר את הרווחה של עצמם (רווחים מוחשיים כמו משכורת והטבות, ורווחים בלתי מוחשיים כמו מוניטין),⁷ על חשבון הערך לבעלי המניות. אילו עמד לרשות בעלי המניות מידע מלא על פעילויות המנהל ועל הזדמנויות ההשקעה של החברה, הייתה אפשרות לגבש חוזה אשר מונה ומתמחר כל פעולה שהמנהלים נוקטים או יכולים לנקוט בה בכל מצב אפשרי. אך המציאות שונה מהמודל האוטופי הזה. פעילויות המנכ"ל והזדמנויות ההשקעה הפתוחות בפני החברה אינן שקופות במלואן לבעלי המניות. לפי גישה זו, בעלי המניות אינם מודעים על פי רוב לפעולה שהמנכ"ל יכול לנקוט בה, או יודעים איזה סוג של פעולה יכולה להגדיל את רווחתם.

La Porta et al. (1999) מוצאים כי בכלכלות עם מערכת אכיפה טובה להגנה על זכויות בעלי המניות,⁸ רק שיעור קטן מאוד מהחברות מוחזק בידי מספר גדול של בעלי מניות, בשעה שחברות רבות מוחזקות על ידי משפחות או המדינה. אולם במדינות שבהן שכיח שקיימת הפרדה בין הבעלות התאגידית להנהלה, כמו בארה"ב ובבריטניה, מתעוררת בעיית הסוכנות. כאשר הבעלות מפוזרת בין בעלי מניות רבים (מה שאינו המקרה בישראל) ועלות הפיקוח על ידי המשקיע הבודד גבוהה יחסית,⁹ יכולתם של בעלי המניות לבצע ניטור על המנהל פוחתת.

כדי להשיג חפיפה מרבית בין האינטרסים של בעלי המניות לאלה של המנהלים, חוזי התגמול של המנהלים אמורים לתמרץ אותם לפעולות שיגדילו את הערך לבעלי המניות (Jensen and Meckling, [1976]; [1990] Jensen and Murphy). לבעלי המניות יש הזדמנויות מועטות למדוד במדויק את תרומתם האישית של מנהלים לביצועי החברה, באופן שיקשר את תגמול המנהל לביצועי החברה. חוזה מסוג זה עלול ליצור תמריץ למנהל ליטול סיכונים המנוגדים לטובת בעלי המניות. Holmstrom (1979) מנסה לתאר את התנאים לחוזה התגמול האופטימלי עבור מנהל. במודל שלו, בעל מניות יחיד מעוניין לנסח חוזה שלפיו שכר המנהל כולל תמריצים לפעול לטובת בעל מניות יחיד (מודל מסוג זה אינו ישים בחברות ציבוריות שבהן בעלי מניות רבים).

פתרון נוסף (חלקי לפחות) לניגודי העניינים הפוטנציאליים בין מנהלים לבעלי מניות הוא להפוך את המנהל לבעל מניות בחברה. לפי Jensen and Meckling (1976), עלות הסטייה ממקסום הערך פוחתת ככל שהיקף הבעלות של ההנהלה גדל. ככל ששיעור האחזקה שלהם עולה, מנהלים משלמים עבור שיעור גדול יותר מעלויות הצריכה שלהם תוך כדי עבודה, ופחות סביר שיזבזו את ההון של החברה. לפי תיאוריית "התכנסות אינטרסים" זו, ביצועי החברה ישתפרו עם הגידול בהיקף הבעלות של מנהליה. בהתאמה לניבויים אלה, Mehran (1994) מוצא כי ביצועי חברה מתואמים באופן חיובי הן עם אחוז ההון העצמי המוחזק בידי המנהלים והן עם השיעור של תגמול מבוסס-מניות מתוך התגמול הכולל. Ofek and Yermack (2000) מוסיפים כי תגמול מבוסס-מניות של מנהל מצליח להגביר את התמריצים למנהלים עם רמת בעלות נמוכה, אך לא למנהלים עם רמת בעלות גבוהה. זאת מפני שהקבוצה השנייה מנטרלת את החלק הארי של השפעת תמריץ זה על ידי מכירת מניות (ככל הנראה כדי להימנע מהחזקת כמות גדולה מדי של הונם בצורת מניות בחברה).

⁷ ראו גם: Morck et al. (2005).

⁸ מבוסס על 27 המדינות העשירות ביותר.

⁹ עלות זו כוללת, בין היתר, את העלות של הקמה וניהול של רשת לביקורת ופיקוח על הפעילויות של המנהלים הבכירים, עלותה הישירה של מערכת דיווח לבעלים, עלות איסוף מידע עבור המשקיע, והעלויות הנובעות מהצורך לפרש את האותות שנותן המנהל בנוגע לביצועיו.

הספרות מציינת דרך אחת נוספת לפתור את בעיית הסוכנות – פיקוח של הדירקטוריון על המנהלים, כך שיפעלו לטובת בעלי המניות. לפי (Core, Holthausen and Larcker (1999), חברות שבהן המבנה הפיקוח פחות אפקטיבי סובלות מבעיות סוכנות רבות יותר, מנהליהן מקבלים שכר גבוה יותר וביצועיהן פחות טובים. אולם, יש הטוענים (לדוגמה: [Hermalin and Weisbach 1998]) כי במרבית המקרים מנכ"לים מעורבים בבחירת הדירקטורים ואפשר לצפות מהם לשתף פעולה בקביעת תגמול המנכ"ל, ללא ייצוג של נאמן בעלי המניות. במחקר שנערך כעבור מספר שנים, (Hermalin and Weisbach (2001 הוסיפו כי דירקטוריון שבו מספר קטן של דירקטורים ואחוז גבוה של דירקטורים חיצוניים מפחית את בעיית הסוכנות לטובת האינטרסים של בעלי המניות.

בישראל, חברי הדירקטוריון נוטים להיות בני משפחה או שותפים עסקיים של המנכ"ל, שהם גם בעלי עניין, ודירקטורים חיצוניים גם מתמנים בדרך כלל בהמלצת בעלי השליטה.¹⁰ האמור תואם את הגישה לפיה המנכ"לים קובעים את השכר של עצמם: הם מפעילים לחץ על הדירקטורים לתגמל אותם בשכר גבוה וקובעים את מבנה התגמול בעצמם, באופן שמנצל את כוחם ומעמדם. (Bebchuk and Fried (2004 טוענים כי הדירקטוריון דואג לאינטרסים של המנהלים יותר מאשר לאלה של בעלי המניות. המנהלים מקבלים הלוואות משמעותיות מהתאגידים שבהם הם מועסקים, ובדרך כלל לא נדרשים להחזיר אותן; הם גם נהנים מהסדרי תגמולים נדחים, מהטבות נלוות לאחר פרישה, מעצמאות מלאה בקבלת החלטות, מתמחור חוזר של אופציות כשמחיר מניית הבסיס צונח, ועושים רווח כשמחיר המניה עולה. המחברים טוענים שהשחקן העיקרי מאחורי המשכורות המופרזות המשולמות למנכ"לים הוא הדירקטוריון,¹¹ שנתון לשליטת המנכ"ל, או העובדה שחברי הדירקטוריון מקיימים קשרים חברתיים או עסקיים עם המנכ"ל.¹² בעיניהם, מנהלים משתכרים יותר לא מפני שהם מיומנים יותר ביצירת ערך לבעלי המניות, אלא מפני שהם מיומנים מאוד בהגנה על מעמדם בצמרת החברה. הם קוראים לגישה זו גישת הכוח הניהולי.¹³

לפי גישה זו, חוזה אופטימלי לא יכול לבדו להסביר כראוי הסדרי תשלום למנכ"ל; למנכ"לים יש גם השפעה ניכרת על רמת התגמול של עצמם. בכירים המחזיקים בכוח רב יותר יקבלו שכר גבוה יותר – או שכר שהוא פחות רגיש לביצועים – ממקביליהם המחזיקים בפחות כוח. יתרה מכך, כוחו של המנהל גדל כאשר הדירקטוריון חלש יחסית או חסר תועלת,¹⁴ אם אין לחברה בעלי מניות חיצוניים גדולים, אם יש לה בעלי מניות מוסדיים מועטים, או אם המנהלים מוגנים על ידי סעיפים נגד השתלטות. במצבים אלה, יש לדירקטורים תמריץ להעדיף את המנהל כתוצאה מדרישות הנגזרות מכוחות השוק ו/או מקשרים עם שחקנים חיצוניים.

קיימים, כמובן, גבולות להסדרים שהדירקטורים יאשרו ושהמנהלים יחתרו להשיג. (Bebchuk and Fried טוענים כי תגמול המנהלים נקבע כסכום המרבי שניתן "לחלץ" מהחברה מבלי לעורר לעג או בוז בתקשורת או בחוגים החברתיים והעסקיים של הדירקטורים. המחברים מעמידים גישה זו כנגד ההשקפה של "מיקוח עצמאי" ("arm's-length bargaining"), לפיה דירקטוריונים של חברות שקובעים

¹⁰ Barak, Cohen and Lauterbach (2007).

¹¹ Shleifer and Vishny (1997) טענו בעבר כי המנכ"ל שולט בדירקטוריון.

¹² Main et al. (1995) בחנו כיצד מנכ"לים שולטים בדירקטוריון באופן שמביא לידי תשלום גבוה יותר למנכ"ל, והגיעו למסקנה שדירקטורים חיצוניים פועלים יותר כשותפים למאמץ שיוביל להצלחת החברה, ולא כמבקרים בלתי תלויים של ביצועי המנכ"ל.

¹³ הם הציגו גישה זו לראשונה יחד עם David Walker ב-2001.

¹⁴ דבר זה יכול להתרחש כאשר הדירקטוריון גדול, מה שמקשה על הדירקטורים להתארגן בהתנגדות למנכ"ל; כאשר רבים יותר מבין הדירקטורים החיצוניים התמנו על ידי המנכ"ל, מה שעשוי לגרום להם להיות אסירי תודה או לחוש מחויבות כלפי המנכ"ל; וכאשר דירקטורים חיצוניים משרתים בשני דירקטוריונים או יותר, ועל כן סביר יותר שתוסח דעתם.

הסדרי שכר מונחים אך ורק על ידי האינטרסים של בעלי המניות ופועלים באופן עצמאי מהמנהלים שאת שכרם הם קובעים. על פי מודל זה, תגמול המנכ"לים יגדל אם יגדל ערך שירותי המנהלים לחברה, אם העלות של החזקת המנהלים בחברה תגדל, ואם דרישות המנכ"לים יהפכו ל"יקרות" יותר.

מבנה הבעלות בישראל שונה מזה שתואר עד כה. Kosenko (2007) מצאה כי בין 1995 ל-2009, 20 קבוצות עסקיות בישראל, כמעט כולן בשליטה משפחתית, שלטו ב-160 חברות ציבוריות (מתוך 650 חברות שנסחרו בבורסת תל אביב באותן שנים) ובכמחצית מהשוק. ב-2007, לדוגמה, ב-48.4% מהחברות, קבוצת שליטה החזיקה למעלה מ-50% מזכויות ההצבעה. יצוין כי לאורך השנים מספרים אלה פחתו¹⁵, בין היתר בעקבות חוק התחרות (2013)¹⁶ שנחקק בדצמבר 2013. מבנה בעלות ריכוזי כזה שכיח במדינות מתקדמות שאינן דוברות אנגלית.¹⁷ לפי התיאוריה החברתית לפיה "המנצח זוכה בכול",¹⁸ ניתן לייחס מבנה זה גם לרוח התקופה. במספר הולך וגדל של כלכלות ומוסדות ברחבי העולם, מספר קטן מאוד של "מנצחים" שמקבלים הרבה מאוד נמצאים בצמרת, ואילו כל היתר נותרים עם מעט.

במדינות אלה, שבהן יש לבעלי מניות תמריץ משמעותי לפקח על פעילות המנהלים, בעיית הסוכנות היא בעיקר בין בעלי מניות גדולים לקטנים, ופחות בין בעלי המניות למנהלים. אם במדינות עם בעלות מגוונת סביר שהמנהלים יפיקו תועלת על חשבון בעלי המניות, בישראל, שבה הבעלות ריכוזית יותר, בעלי השליטה והמנהלים יכולים לנצל את בעלי מניות המיעוט. הפוטנציאל להיווצרות ניגוד עניינים בין בעלי מניות גדולים לקטנים גדל ככל ששליטת בעלי המניות הגדולים בחברה מתחזקת, ועימה כוחם לקדם את האינטרסים של עצמם, בפרט כאשר משקיעים קטנים זוכים להגנה משפטית מועטה.

בשוק כמו זה הישראלי, עם קבוצות שליטה, שליטה בידי יחידים אינה מוגבלת לחברה יחידה בלבד, אלא יכולה לחול על חברות רבות אשר נתונות לשליטתה של אותה חברה יחידה. מצב זה נולד מהתהוותן של פירמידות אחזקה המורכבות מחברות אחזקות, מוסדות פיננסיים וחברות לא פיננסיות, שימוש באחזקות צולבות, או הפרדה מרבית בין זכויות הצבעה לזכויות הוניות. מספר גדול של חברות הנשלטות בידי בעלי עניין כחלק מפירמידות אחזקות יכול להוביל לעתים לניצול בצורת תיעול (tunneling)¹⁹ – העברת משאבים בין חברות בשליטתו של בעלים יחיד, והסתברות מוגדלת לניצול בעלי מניות המיעוט על ידי אותו גרעין שליטה. מאחר שקשה לבעלי מניות המיעוט להגן על האינטרסים של עצמם, תחת מודל זה השימוש במנגנונים של תגמול מנהלים מוצג כתיעול למראית עין. זאת מפני שהעלות לבעלי השליטה של כל שקל משכורת או הוצאה אחרת שבה מחויבת החברה היא נמוכה בהרבה. ואולם, Mehran (1994) מצא כי חברות עם משקיעים חיצוניים גדולים פחות מסתמכות על תגמול מבוסס-מניות. לדבריו, הפיקוח של המשקיעים הגדולים מחליף את הצורך בשכר מבוסס תמריצים למנהלים. טענה זו תואמת את הטענה הקודמת, לפיה חברות שבהן ריכוז הבעלות גבוה יותר נוטות פחות להיתקל בבעיית הסוכנות.

¹⁵ נכון לסוף 2019, 13 קבוצות עסקיות שלטו ב-60 חברות ציבוריות (מתוך 560 חברות שנסחרו בבורסת תל אביב באותן שנים).

¹⁶ החוק אוסר על קבוצות להחזיק בבעלותן חברות פיננסיות ולא פיננסיות גם יחד. כל קבוצה שמחזיקה בשני סוגי החברות חייבת למכור את אחד הסוגים. כמו כן, החוק מפרק מבני אחזקה תאגידיים מרובי-שכבות – או "פירמידות עסקיות" – וקובע תקדים עולמי. לפי החוק, אף קבוצה לא יכולה להחזיק ביותר משתי שכבות של חברות ציבוריות (בין אם הנפיקו מניות או אג"ח). לפירמידות הקיימות ניתנו ארבע שנים (עד סוף 2017) לאחד את פעילותן לשלוש שכבות, ועוד שנתיים (עד סוף 2019) להגיע למבנה דו-שכבתי שהוא המקסימום המותר.

¹⁷ בעיקר מדינות מערב אירופה ויפן.

¹⁸ Frank and Cook (2010).

¹⁹ ראו לדוגמה: Shleifer and Vishny (1997).

התופעה שבה בעלי השליטה ממנים אנשים משלהם לתפקידי מפתח בחברה, במיוחד לתפקיד המנכ"ל, שכיחה בישראל.²⁰ מקרה כזה, שבו התיאום האישי של הנציג עם האדם האחראי למינויו, ונאמנותו לאדם זה, ממלאים תפקיד חשוב, סביר שיפחית ניגודי עניינים. הוא יפחית את הצורך במנגנונים אפקטיביים יותר של פיקוח ושליטה, ואת הצורך בניסוח חוזה רגיש לביצועים כמשקל נגד לבעיית הסוכנות. כך, הגדלת התגמול למנהל מהווה בדרך כלל תחליף למשיכת רווחים מהחברה מבלי לערב את בעלי מניות המיעוט בתהליך – תהליך שבאמצעותו בעלי השליטה יכולים להבטיח שהמנהל המכהן ינהל את החברה בהתאם לאינטרסים שלהם. בהתאם לכך, בישראל, היכן שהבעלות ריכוזית יותר, הייתי מצפה שתגמול המנהלים יתבסס פחות על השתתפות הונית.

3. הגורמים הקובעים והמשפיעים על תגמול המנהלים

3.1 ביצועי החברה

הביקורת הציבורית על תגמול מנהלים מתמקדת לא רק ברמתו הגבוהה, אלא גם בהיעדר מתאם בין רמת התגמול לביצועי החברה. מתאם, אם כי לא חזק במיוחד, בין גובה התגמול לביצועי החברה נמצא במחקרים רבים. (Jensen and Murphy (1990), לדוגמה, מצאו שתגמול המנכ"לים משתנה ב-\$3.25 בלבד על כל שינוי של \$1,000 בערך המניה. לטענתם, רגישות נמוכה זו של התגמול לביצועים נובעת מכוחות פוליטיים במישור הפרטי והציבורי. במחקר מאוחר יותר, מ-1999, שהתבסס על חברות S&P 500, Murphy מצא שרגישות תגמול המנכ"לים לביצועי המניה בשנים 1990-1996 עמדה על 0.38 במוצע. כלומר שעבור כל עלייה של 1% במחיר המניה, משכורתו של מנכ"ל בארה"ב עלתה ב-0.38%.²¹

Core et al. (1999) בחנו את רגישות תגמול המנהלים לביצועים החשבונאיים של חברה, ומצאו שהיא מצומצמת ואינה מובהקת. (Barak et al. (2007 הראו כי שכר המנכ"ל קשור בראש ובראשונה, וברמת מובהקות גבוהה, לביצועי מניית החברה. אולם, הם מצאו שרגישות שכר המנכ"ל לרווח הנקי של החברה או התשואה על ההון העצמי שלה היא מוגבלת בהיקפה ואינה מובהקת. (Bolton et al. (2006 טענו שחוזה שכר אופטימלי של מנכ"ל שם דגש על ביצועי המניה בטווח הקצר על חשבון ערך ארוך-טווח, מפני שהוא מעודד את המנהל להתמיד בפעילויות שמגדילות את הרכיב הספקולטיבי במחיר המניה. מסיבה זו, בועת ההי-טק הובילה לגידול מהיר בתגמול המנכ"לים בסוף שנות ה-1990. במהלך אותן שנים, בעלי מניות התעניינו אך ורק במחיר המניה שלהם, מחירי המניות עלו, וחוזי מנהלים התמקדו על תמריצים מבוססי-מניות. תמריצים אלה לבשו צורה של חבילות גדולות של אופציות לטווח קצר עבור המנכ"לים, מה שעודד אותם לנקוט פעולות שמגדילות את הרכיב הספקולטיבי במחיר המניה.

Bebchuk and Fried (2004) טענו שהמתאם בין תגמול המנכ"ל לביצועי החברה חלש ביותר. לדברי Bebhuk and Fried, מאחר שמנכ"לים אינם מתוגמלים על בסיס ביצועי החברות שבניהולם, אין להם תמריצים נאותים להגדיל את הערך לבעלי המניות. טיעון זה מתייחס לחברות עם בעלות מבוזרת, ולא לכאלה עם ריכוז של בעלי שליטה שיש להם יכולת לפקח על המנכ"ל. כאמור, במדינות שבהן חברות מתאפיינות במבנה בעלות ריכוזי, כמו בישראל, לבעלי שליטה יש תמריצים משמעותיים לנטר את

²⁰ Amzaleg and Mehrez (2002).

²¹ Kaplan (1994) גם מצא מתאם חיובי בין תגמול המנהל לביצועי החברה בחברות ציבוריות בארה"ב וביפן. (Rosen (1990 השלים ממצאים אלה כאשר גילה רגישות בשיעור 0.2–0.25 של תגמול המנהלים למכירות, 0.1 לתשואה חשבונאית ו-0.15 לתשואה על המניה.

ההנהלה. לפיכך, אם שיעור האחזקה שלהם בחברה גדול דיו כך שמשתלם להם לנטר את פעילות המנהל, אין להם תמריץ לקשור את תגמול המנהל לביצועי החברה.

3.2 גודל החברה

מספר מחקרים, כמו אלה של (2008) Gabaix and Landier, (2001) Talmor and Wallace, ו- (2001) Bliss and Rosen מצאו מתאם חיובי מובהק בין גודל החברה לרמת תגמול המנהלים.²² Gabaix and Landier (2008) לדוגמה, הראו שניתן לייחס את העלייה הגדולה של יותר מ-500% בממוצע בתגמול המנכ"לים הריאלי בארה"ב בין השנים 1980-2003 כמעט במלואה לשיעור הצמיחה של החברות שנהלו על ידי המנכ"לים האמריקאים. המחברים מציעים מודל תיאורטי שבו מנכ"לים מוכשרים יותר נוטים לנהל חברות גדולות יותר ומשתכרים יותר. המחברים טוענים כי זוהי תוצאה של תהליך תחרותי. מאחר שכישרון ניהולי הוא משאב נדיר, מנהלים מוכשרים מקבלים שכר גבוה. Gabaix and Landier גם מראים כי מאחר שמנכ"לים מדורגים לפי כישרונם, אם מנכ"ל בראש הדירוג מוחלף במנכ"ל בדירוג 250, שווי החברה יורד ב-0.016% בלבד. אולם, הבדלים קטנים אלה בכישרון המנכ"לים מיתרגמים להפרשי תגמול משמעותיים, מכיוון שהם מוכפלים בהתאם לגודל החברה.

גודל החברה משפיע גם על רגישות שכר המנכ"ל לביצועים. Murphy (1999) ו-Schaefer (1998) מצאו כי רגישות השכר לביצועים נמוכה יותר בחברות גדולות יותר. Murphy לא מתפלא על כך, מכיוון שמנכ"לים שונאי סיכון ומוגבלי הון של חברות גדולות יכולים באופן מעשי להיות "בעלים" של שבריר קטן מאוד מתזרימי המזומנים של החברה באמצעות התגמול שהם מקבלים בצורת מניות, אופציות ותמריצים.

3.3 בעלות

מחקרים אמפיריים רבים מראים כי תגמול המנהלים במקרה של מנכ"לים בעלי שליטה בחברה נמוך יותר מזה של מנכ"לים מקצועיים. מחקרים אלה מצביעים על האפשרות שמנכ"לים שהם בעלי שליטה זקוקים פחות לתגמול מבוסס-מניות רק מפני שהם מחזיקים גוש מניות גדול; כי הקשרים המשפחתיים מחזקים את מחויבות בעלי השליטה לחברה ומגבירים את נטייתם לקבל שכר נמוך יותר; כי בעלי שליטה נהנים מביטחון רב יותר בעבודה; או שהם יכולים לבחור למקסם הסטת ערך באמצעים אחרים, כמו עסקאות עם צדדים קשורים.²³

עם זאת, קיימים גם מחקרים שתומכים בדעה ההפוכה, המראים כי מנכ"לים שמחזיקים בשליטה בחברה נוטים להפיק רווחים אישיים על ידי תשלום תגמול מופרז לעצמם. Holderness and Sheehan (1988) מצאו שבארה"ב, מנכ"לים המחזיקים למעלה מ-50% ממניות החברה מקבלים שכר גבוה יותר במובהק ממנכ"לים אחרים, ואילו Cohen and Lauterbach (2008) שהשתמשו בנתונים שנתיים ממדגם של 124 חברות בישראל בין השנים 1994-2001, מצאו ששכרם של מנכ"לים-בעלים עולה על זה של מנכ"לים שאינם בעלים ב-50% בקירוב.

²² ראו גם את Zhou (2000) ו-Baker et al. (1988), שמצאו כי חברות גדולות ב-10% ישלמו למנהליהן 3% יותר בממוצע.

²³ ראו לדוגמה: Gomez-Mejia et al. (2003) ו-McConaughy (2000).

הספרות עוסקת גם בהבדל של רגישות השכר לביצועים בין מנכ"לים-בעלים לאלה שאינם בעלים. (2000) Cavalluzzo and Sankaraguruswamy ו-(2008) Cohen and Lauterbach, לדוגמה, מצאו כי שכרם של מנכ"לים-בעלים פחות רגיש לביצועים.

3.4 הערכת ביצועים יחסיים

תיאוריית הערכת הביצועים היחסיים (Relative Performance Evaluation – RPE) שפותחה על ידי Holmstrom (1982)²⁴ מבוססת על ההנחה שביצועי חברה הם פונקציה של מאמצי המנהלים שלה. המנהל מצדו או המנהלת מצדה מחליטים כמה מאמץ להשקיע בהתאם לתקבולים שהם מרוויחים ממאמציהם. כתוצאה מכך, התועלת המופקת מהתגמול עבור יחידת מאמץ נוספת שווה לירידה בתועלת למנהל המופקת מיחידת מאמץ זו. ככל שמאמצי המנהל גדולים יותר, כך גבוה יותר התגמול שידרוש אותו מנהל. אחת הדרכים להפחית את השונות כאשר אומדים את מאמצי המנהל כפונקציה של ביצועי החברה, היא לבחור משתנה ביצועים שנוכו ממנו השפעות אקראיות.

התגמול בגין ביצועים יחסיים אמור להפחית את הסיכון המשפיע על תגמול המנהל (שאינו בשליטת המנהל), ובדרך זו לתת לו מוטיבציה להשקיע את מיטב מאמציו. בחוזה כזה, כאשר ביצועי החברה משתפרים אך ביצועיהן של חברות אחרות בענף פוחתים, תגמול המנהל גבוה יותר, לעומת מצב שבו שיעור הצמיחה בביצועי החברה זהה לשיעור הצמיחה של הביצועים בענף כולו. ראוי לציין כי RPE שכיח בחברות עם בעלות מפוזרת, כמו בארה"ב, ופחות בחברות עם בעלות ריכוזית, כמו בישראל.

Aggarwal and Samwick (1999) מצאו ראיות אמפיריות לרגישות חיובית של התגמול לביצועיהן של חברות יריבות, אשר גדלה עם רמת התחרות בענף. הצורך לרכז את התחרות בשוק המוצרים מייצר חוזה תגמול אופטימלי, המייחס משקל חיובי לביצועי החברה עצמה ולביצועי מתחריה בעת ובעונה אחת. (1999) Aggarwal and Samwick גם מצאו שחברות בענפים תחרותיים יותר מייחסות משקל רב יותר לביצועיהן של חברות יריבות, יחסית לביצועי החברה עצמה. (1992) Smith and Watts מצאו מתאם מובהק בין תגמול מנהלים למגזר שבו פועלת החברה: הן גובה התגמול והן רגישותו לביצועים הם גבוהים יותר ככל שהענף מורכב ומתוחכם יותר.

לפי Gibbons and Murphy (1990), תגמול מנכ"לים על בסיס ביצועים הנמדדים יחסית לענף או לשוק, יוצר תמריצים לנקוט פעולות שמגדילות את הון בעלי המניות תוך הבטחת המנהלים מפני גחמות שוקי המניות ושוקי המוצרים, שהם מעבר לשליטתם. הראיות האמפיריות שמציגים המחקרים תומכות במידה רבה בהשערת RPE – ההסתברויות שיחולו שינויים בשכר המנכ"ל ושימור המנכ"ל בחברה קשורות באופן חיובי ומובהק לביצועי החברה, אך קשורות באופן שלילי ומובהק לביצועי הענף והשוק, כאשר יתר התנאים שווים. (2000) Himmelberg and Hubbard ו-(2005) Hubbard הציגו ממצא דומה, וטענו שחברות מתגמלות מנהלים על ביצועים כלל-ענפיים מכיוון שההזדמנויות בחוץ עבור המנהלים מצויות במתאם עם מצב הענף. (2004) Bebchuk and Fried התייחסו גם הם לנושא זה. הם הצביעו על כך שוועדות תגמול ויועצים נוטים להגדיל את תגמול המנכ"לים שוב ושוב על בסיס הרכיב התחרותי ("מכיוון שאחרים נותנים העלאה, גם אנחנו נותנים העלאה"). דירקטוריונים לא רוצים לחשוף שאיכותו של מנהל נמוכה מהממוצע, ולכן תגמול המנהל חייב להיות גבוה מהממוצע – מה שדוחף תמיד את הממוצע כלפי מעלה.²⁵ בעבר, חברות ציבוריות בארה"ב לא נדרשו לתת גילוי מלא לתנאים החוזיים של

²⁴ ראו גם: Holmstrom (1979) ו-Holmstrom and Milgrom (1987).

²⁵ ארחיב בסוגיה זו בפרק השלישי.

שכר המנכ"ל. אולם בדצמבר 2006, ה-SEC פרסמה דרישות גילוי חדשות בנוגע לתגמול מנכ"לים. De Angelis and Grinstein (2011) ו-Bettis et al. (2014) השתמשו בתנאים החוזיים שדווחו כדי לתעד את השימוש ב-RPE בחברות בארה"ב.

De Angelis and Grinstein (2020) הציגו מטרה שונה עבור RPE מזו שבמודל הסוכנות הסטנדרטי. הם טענו שצורתו של RPE מורכבת יותר והוא תלוי בדירוג של כישרון המנכ"ל יחסית לעמיתיו. הם הראו שחברות משתמשות ב-RPE, וכי RPE מבוסס על דירוג ביצועי החברה בהשוואה לחברות דומות. כמו כן, הראיות שלהם גם מצביעות על נטייתן של חברות להסתמך יותר על RPE בחברות ובענפים שבהם כישרון המנכ"ל ניתן להעברה ביתר קלות.

3.5 מאפיינים אישיים של המנהל

מאפייניו האישיים של מנהל ממלאים גם הם תפקיד בהסבר של גובה שכרו. Lewellen and Huntsman (1971) מצאו מתאם חיובי בין תגמול המנהל לגילו ואילו Finkelstein and Boyd (1998) לא מצאו כל מתאם בין השניים. Palia (2000) מצא כי שוק העבודה של הבכירים מסייע למיין מנהלים בעלי איכות השכלה גבוהה יותר לתפקידים שבהם הם יכולים להשיג תשואות גבוהות יותר על מיומנויות ההון האנושי שברשותם. Gong (2011) מצא כי שכר המנכ"ל וגם הערך המוסף לבעלי המניות נוטים לגדול באופן טבעי לאורך תקופת כהונתו של המנכ"ל.

Murphy and Zbojnik (2004) מוסיפים כי גידול בתגמול המנהלים קשור לשינוי בהרכב המיומנויות הניהוליות הדרושות לניהול תאגיד מודרני. בפרט, המחברים סבורים כי בין 1970 ל-2000, מיומנויות ניהוליות כלליות (דהיינו, המיומנויות הניתנות להעברה בין חברות, ואף בין ענפים) נעשו חשובות יותר יחסית עבור משרת המנכ"ל – זאת, כתוצאה אפשרית של ההתקדמות היציבה בתחומי הכלכלה, מדעי הניהול, חשבונאות, פיננסים ותחומי דעת נוספים, שאם מנכ"ל מתמחה בהם, יכולים לשפר משמעותית את יכולתו לנהל כל חברה. בה בעת, סוגים מסוימים של ידע הנוגעים ספציפית לחברה מסוימת, כמו מידע על שוקי המוצרים שלה, ספקיה ולקוחותיה, שבשנות ה-1970 לא היה נגיש במידה רבה לגורמי חוץ ודרש מהמנהל השקעה בלמידה, בשנות ה-2000 זמין בפורמט דיגיטלי ונגיש בקלות.

Custodio et al. (2010) גם חקרו אם הגידול בחשיבותן של מיומנויות ניהוליות כלליות של מנהלים בכירים מסביר את העלייה בתגמול המנכ"לים. המחברים בנו מדד של כלליות הון אנושי, המבוסס על הניידות החיצונית של מנכ"לים בין ענפים, ניסיון במשרה בכירה והשכלה. הם מצאו קשר חיובי ומובהק בין המדד לתגמול המנכ"לים באמצעות מדגם של חברות S&P 1500 בין השנים 1993–2007.

3.6 הנהגה של מנהלים משותפים

Arena et al. (2011) טוענים כי אם קיומם של מנכ"לים משותפים מחזק את ההתבצרות הניהולית ואת ניגודי העניינים על רקע בעיית הסוכנות, אזי סביר כי שכרם של מנכ"לים משותפים יהיה גבוה יותר באופן פרופורציונלי מזה של מנכ"לים יחידים. לחלופין, אם הניטור ההדדי המתבצע על ידי מנכ"לים משותפים מהווה מגננון ממשל תאגידי אפקטיבי, אזי שכרו של מנכ"ל משותף עשוי להיות נמוך באופן פרופורציונלי משכרו של מנכ"ל יחיד. המחברים גם טוענים כי הניטור המשותף שמתבצע על ידי מנכ"לים משותפים עשוי להפחית את ניגוד העניינים על רקע בעיית הסוכנות ודורש פחות תגמול מבוסס-תמריצים עבור כל מנהל יחיד. לחלופין, אם נוכחותם של מנכ"לים משותפים מעבירה את הכוח מהדירקטוריון אל ההנהלה הבכירה, ייתכן שיידרש יותר תגמול מבוסס-תמריצים כדי להפחית ניגודי עניינים אלה.

בהשוואה בין שכרם של מנכ"לים משותפים לשכר מנכ"ל יחיד באותה חברה בשנה שלפני ובשנה שאחרי קיומו של הסדר מנכ"לים משותפים, Arena et al. (2011) מצאו כי מנכ"לים משותפים כצוות הם יקרים יותר לחברה ממנכ"ל יחיד כמקובל, אך לא יקרים פי שניים ממנכ"ל יחיד. יתרה מכך, הם מצאו כי מנכ"לים משותפים מקבלים באופן פרופורציונלי תגמול מבוסס תמריצים נמוך יותר במובהק יחסית למנכ"ל יחיד.

3.7 מדיניות

התפיסה שתגמול המנהלים כולל "rent extraction" במידה משמעותית, או פשוט התפיסה שרמות גבוהות של שכר "אינן הוגנות", הובילו פרשנים רבים להציע רגולציה של השכר או שינויים בנוהג המומלץ. בפרק הבא אני מתארת את הרגולציות של תגמול המנהלים שיושמו בישראל בעשור האחרון.

4. אסדרת השכר בישראל

לאחר ביקורת אינטנסיבית מצד התקשורת על תגמול מנהלים והצעות חוק רבות, מאז 2011 מספר לא מבוטל של רגולציות יושמו בישראל לריסון תגמול המנהלים.²⁶ לוח 1 מציג מידע מפורט עבור כל תקנה.

במאסר 2011, תוקן תיקון 16 לחוק החברות הישראלי 1999. החוק הגדיל את רמת התמיכה של בעלי מניות המיעוט הנדרשת לאישור עסקאות עם צדדים קשורים, כולל תגמול המנהלים המשולם לבעלי שליטה או לבני משפחותיהם, משליש מהקולות לרוב הקולות.²⁷ כעבור עשרים חודשים בלבד (בנובמבר 2012) עבר חוק חדש – תיקון 20 לחוק החברות הישראלי 1999, שהתייחס לתהליך אישור השכר עבור מנהלים בכירים בחברות ציבוריות ובחברות פרטיות בעלות חוב נסחר ("חברה ציבורית"). ראשית, תיקון זה מחייב את הדירקטוריון של חברה ציבורית למנות ועדת תגמול המורכבת משלושה דירקטורים לפחות. שנית, הדירקטוריון חייב להתוות מדיניות תגמול עבור שכר הבכירים בחברה, המבוסס על המלצות ועדת התגמול. מדיניות התגמול חייבת באישור מראש של בעלי המניות, בניגוד למודלים הנהוגים בארה"ב ובבריטניה, שם בעלי המניות של החברה מצביעים על מדיניות התגמול בדיעבד. שלישית, על פי התיקון, הרכיבים המשתנים בשכר יוגבלו עד לתקרה מסוימת, ועליהם להתבסס על קריטריונים מדידים ועל ביצועים ארוכי-טווח.

בנוסף, תיקון 20 מיישם גרסה מעודכנת של גישת "Say on Pay" שאומצה בארה"ב ובבריטניה. על פי התיקון, מדיניות התגמול הכוללת של חברה ציבורית, כמו גם שכר המנכ"ל שלה, חייבים באישור רוב בעלי המניות שאינם בעלי שליטה באסיפת בעלי המניות.

בחברות בעלות מבנה פירמידה, יכולתו של בעל שליטה להפעיל את שליטתו עשויה להיות גבוהה בהרבה משיעור האחזקה שלו בהון החברה. יש בכך כדי להגדיל את הסיכון שיאשרו תנאי העסקה מפתים, וכי תנאים אלה יתמרצו מנהלי חברות לקדם אינטרסים שאינם תואמים בהכרח את טובת החברה. כתוצאה מכך, התיקון קובע כי בחברה בת של חברה ציבורית, תגמול או תנאי העסקה של מנהל החורגת ממדיניות התגמול יחייבו באופן גורף את אישור רוב בעלי המניות שאינם בעלי שליטה באסיפת בעלי המניות, וכי אישור כזה יהיה מחייב. הדרישות הללו מיישמות לראשונה באופן מעשי את המלצות ועדת הריכוזיות של משרד האוצר על חברות פירמידה.

²⁶ היו מספר הצעות לניטור תגמול מנהלים ב-2007, שלא הגיעו לידי יישום.

²⁷ ראו מידע נוסף על חוק זה אצל Fried et al. (2020).

בנובמבר 2013, חטיבת הפיקוח על הבנקים עדכנה את הוראותיה כך שכל התאגידים הבנקאיים המקומיים וחברות כרטיסי האשראי הנשלטות על ידי התאגיד הבנקאי נדרשו מאותה העת לעמוד בקריטריונים מסוימים בנוגע לתגמול מנהלים. לפי הנחיות אלה, בין היתר, הרכיב המשתנה בתגמול לא יעלה על 100% מהרכיב הקבוע בתגמול עבור כל עובד. אולם, בתנאים חריגים ועל פי החלטה מנומקת, הרכיב המשתנה בתגמול יכול להגיע עד 200% מהרכיב הקבוע. כעבור חודש (דצמבר 2013) פורסמה הנחיה דומה על ידי הממונה על רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון בנוגע לגופים מוסדיים.

ביוני 2015, חטיבת הפיקוח על הבנקים ורשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון פרסמו הנחיה לפיה שכר יו"ר הדירקטוריון בתאגיד בנקאי או בגוף מוסדי יהיה קבוע, ולא יותנה בביצועים. המטרה הייתה לשפר את היכולת הפיקוחית של יו"ר הדירקטוריון ולחזק את עצמאות הדירקטוריון.

לבסוף, באפריל 2016, הכנסת הצביעה בעד הגבלת התגמול של נושאי משרה בחברות פיננסיות לגובה של עד פי 35 משכרו של העובד המקבל את השכר הנמוך ביותר בחברה. חקיקה זו ייחודית מכיוון שזהו החוק היחיד בעולם שקובע תקרה מחייבת על תגמול המנהלים הכולל בחברות שאינן בבעלות המדינה.²⁸

5. אפיון הנתונים

המחקר מבוסס על נתונים של כל החברות הציבוריות הישראליות הנסחרות בבורסת תל אביב, שלגביהן קיים מידע על תגמול מנהלים בשנים 1995-2018. החברות שייכות לעשרה ענפים: בנקים, ביומד, ביטוח, השקעה ואחזקות, שירותים פיננסיים, ייצור, חיפוי נפט וגז, נדל"ן, טכנולוגיה, ומסחר ושירותים. המדגם הוא פאנל לא מאוזן, בשל הסרת חלק מהחברות מהבורסה במהלך התקופה²⁹ או בגלל אי-פרסום דוחות כספיים בחלק מהשנים.

הנתונים נאספו ידנית על מנהלים בכירים, קרי מנכ"לים ויו"רים, שנכללו ברשימת חמשת המשתכרים הגבוהים ביותר בחברה. בסיס הנתונים מכיל מידע על התגמול של כל מנהל (התגמול הכולל ורכיביו³⁰), מאפייניו האישיים (גיל, ותק, השכלה, אחזקת מניות וכו'), מאפייני החברה (ענף, מספר שנים כחברה נסחרת וכו'), נתונים חשבונאיים (סך הנכסים, רווח נקי וכו'), ונתונים משוק המניות על מניית החברה. נספח א' מציג פרטים על המשתנים בבסיס הנתונים ואת מקורות הנתונים. הנתונים כוללים 778 חברות. איור 1 מתאר את התפלגות החברות בנתונים לפי ענף. כשמונים אחוז מהחברות שייכות לארבעה ענפים: תעשייה, נדל"ן, מסחר ושירותים, והשקעה ואחזקות.

²⁸ ב-2009, הממשלה המרכזית של סין הציגה אסדרה להגבלת שכר המנהלים בחברות בבעלות המדינה עם ניהול מרכזי (CSOE).

²⁹ התופעה של הסרת חברות ממסחר בבורסה במהלך פרק זמן זה היא מהותית. לפי Cohen, O. 2020 ("Firm-Level and Country-Level Corporate Governance: Does One Substitute or Complement the Other?"), דיסרטציה לדוקטורט שטרם פורסמה, האוניברסיטה העברית ירושלים, בין השנים 2007-2017 מספר החברות הציבוריות בישראל פחת ב-29%. נתונים אלה תואמים מגמה דומה באירופה (Martinez and Serve (2011) מדווחים כי בין 1995 ל-2005, מספר החברות הציבוריות באירופה פחת ב-25%), ובארה"ב (Larkin, and Michaely (2019), המדווחים כי בין 1997 ל-2014, מספר החברות הציבוריות פחת ב-50%).

³⁰ עד 2007, מרבית החברות לא ציינו את רכיבי התגמול של מנהליהן (שכר בסיס, הפרשות סוציאליות, בונוסים ותשלומים מבוססי-מניות – שווי האופציות המוענקות למנכ"ל). זאת מפני שהחברות נדרשו על ידי רשות ניירות ערך להציג רכיבים אלה רק החל מיוני 2008.

5.1 השינוי בתגמול המנהלים

חברות ציבוריות בישראל נדרשות לדווח על התגמול ועל רכיבי התגמול של חמשת האנשים המקבלים את השכר הגבוה ביותר בחברה. התגמול כולל רכיב קבוע (משכורת, הפרשות סוציאליות והטבות אחרות) ורכיב משתנה, הכולל בונוסים הרגשיים לביצועים ותגמול מבוסס-מניות.

התגמול הממוצע של המנהלים הבכירים עלה ב-17% בין השנים 1995-2018, שהוא גידול שנתי ממוצע של 1.2%. התגמול החציוני עלה ב-16%. ב-1995, תגמול המנהלים הריאלי הממוצע בחברות ציבוריות היה 1.5 מיליון ש"ח (עם חציון של 1.2 מיליון ש"ח), ואילו ב-2018 הוא היה 1.8 מיליון ש"ח (עם חציון של 1.3 מיליון ש"ח) בשנה (במחירים קבועים של 2016). לשם השוואה, השכר הממוצע למשרה של עובד עלה בתקופה זו ב-35% (ריאלי). לפי דוח שנכתב על ידי Mishel and Wolfe (2019) מהמכון למדיניות כלכלית, שכר המנכ"ל³¹ ב-350 החברות הציבוריות הגדולות בארה"ב עלה ב-187% בתקופה זו (1995-2018) מ-6 מיליון דולר ב-1995 ל-17 מיליון דולר ב-2018. המחברים מעמידים זאת בניגוד לגידול בשכרו של העובד הטיפוסי, שעמד על 17.3% בלבד באותן שנים.³²

לפי מחקר של Equilar,³³ שבו נותחו נתוני שכר מנכ"לים בחברות בינוניות (המוגדרות כחברות שהכנסותיהן בטווח של 1 עד 5 מיליארד דולר) בארה"ב, קנדה ואירופה, לאורך השנים 2014-2018, התגמול הכולל החציוני של מנכ"לים בארה"ב עלה משנה לשנה, למעט שנת 2017, שבה נרשמה ירידה של 2% בשכר החציוני. המחקר כלל 853 חברות אמריקאיות, 98 חברות קנדיות ו-54 חברות אירופיות בגודל דומה. ב-2018, התגמול החציוני של מנכ"לים בחברות בינוניות בארה"ב עמד על כ-5.3 מיליון דולר, בשעה שבקנדה הוא עמד על 3.2 מיליון דולר ובאירופה 4.5 מיליון דולר. תגמול המנכ"לים האירופיים הראה תנודתיות גבוהה יותר בתקופת המדגם, כאשר גידול נטו של 22% בשכר החציוני מ-2014 עד 2018 מ-5.5 מיליון דולר ב-2014 ל-4.5 מיליון דולר ב-2018. רמות התגמול בחברות קנדיות, עם זאת, היו עקביות יחסית.

איורים 2(א)-2(ג) מציגים את התגמול החציוני הנוכחי של המנהלים, את התגמול הממוצע של המנהלים, ואת התגמול הממוצע של המנהלים המחולק לחברות פיננסיות ולא פיננסיות, בהתאמה לאורך השנים 1995 עד 2018 בישראל. הרגולציות העיקריות שהוטלו על החברות (תיקון 16, תיקון 20, החוק מ-2016), שתוארו בפירוט בחלק הרביעי, משורטטות בקווים אנכיים באיור 2(ג). מהאיורים מספר מסקנות. התגמול החציוני נמוך מן הממוצע. בניגוד לאמונה הרווחת, השכר לא עלה בעקביות לאורך הזמן, ויש תקופות שבהן השכר היה קבוע או ירד. מגמות אלה בתגמול המנהלים בחברות פיננסיות ולא פיננסיות דומות פחות או יותר, אך שיעורי השינוי הם שונים.³⁴ בין 1995 ל-1999, חל גידול בתגמול המנהלים – ב-26% בחברות לא פיננסיות וב-69% בחברות פיננסיות.

³¹ שכר מותאם לאינפלציה (על בסיס אופציות למניות שמומשו).

³² Edmans et al. (2017), שתיארו את המגמות בתגמול מנהלים בארה"ב בשנים 1936-2014, דיווחו כי עבור מנכ"לים של חברות S&P 500, גובה השכר החציוני טיפס במהירות מ-3.1 מיליון דולר ב-1992 לשיא של 10.0 מיליון דולר ב-2001. אחרי 2001, שכר המנכ"ל החציוני התייצב על בין 8 ל-10 מיליון דולר במשך למעלה מעשר שנים, ועבר את השיא של 2001 רק ב-2014, כשהגיע לגובה של 10.1 מיליון דולר. בחברות בינוניות, שכר המנכ"ל החציוני עלה לאט יותר בעשור של שנות ה-1990, מ-1.9 מיליון דולר ב-1994 ל-3.5 מיליון דולר ב-2001, גידול של 90%. בחברות קטנות, השכר החציוני עלה ב-45% בלבד מ-1.3 מיליון דולר ב-1994 ל-1.9 מיליון דולר ב-2001. אף שמנכ"לים של חברות בינוניות וקטנות ראו עליות קטנות יותר במהלך שנות ה-1990, שכרם המשיך לטפס מעלה אחרי 2001, ואילו שכרם של מנכ"לים בחברות גדולות נשאר ללא שינוי. השכר החציוני של מנכ"לים בחברות בינוניות (קטנות) גדל ב-3.5 מיליון דולר (1.9 מיליון דולר) ב-2001 ל-5.4 מיליון דולר (2.8 מיליון דולר) ב-2014.

³³ המחקר השנתי ה-12 על 200 המנכ"לים המקבלים את השכר הגבוה ביותר.

³⁴ שיעור השינוי בתגמול החציוני בחברות פיננסיות דומה למדי לשיעור השינוי בתגמול הממוצע. בחברות פיננסיות, שיעור השינוי בתגמול החציוני מתון יותר בהשוואה לשיעור השינוי בתגמול הממוצע.

בשנים 2000-2002, התגמול פחת בהדרגה (במקביל לשנות מיתון במשק הישראלי) בחברות פיננסיות ולא פיננסיות, ב-26% ו-21% בהתאמה. בתוך 5 שנים, מ-2002 עד 2007, תגמול המנהלים הממוצע זינק ב-56% בחברות לא פיננסיות וב-162% בחברות פיננסיות, והגיע לשיא ב-2.3 מיליון ש"ח ו-5.8 מיליון ש"ח בהתאמה. פער משמעותי זה בין החברות הפיננסיות ללא פיננסיות לפני 2007 מאפיין גם את השוק האמריקאי. Philippon and Reshef (2012), שחקרו את ההקצאה והתגמול של הון אנושי במגזר הפיננסי בארה"ב לאורך המאה האחרונה (1909-2006), מצאו שעובדים במגזר הפיננסי השתכרו אותו שכר מותאם-להשכלה כעובדים אחרים עד 1990, אך ב-2006 הפרמיה יחסית לשכר המותאם-להשכלה בענפים אחרים כבר עמדה על 50% בממוצע. הדפוס היה זהה עבור המשתכרים הגבוהים ביותר, אך ההפרשים היו גדולים יותר: בין השנים 1990-2006 מנכ"לים במגזר הפיננסי הרוויחו פרמיה של 250% יחסית למנכ"לים בענפים אחרים.

התגמול פחת במהלך המשבר הפיננסי הגדול ב-2008 – בשיעור של 40% בחברות פיננסיות ו-16% בחברות לא פיננסיות. ב-2009-2010, השכר בחברות הפיננסיות התאושש ועלה ב-30%, ואילו השכר בחברות לא פיננסיות גדל ב-2% בלבד. אחרי 2010, בסביבות הזמן של תיקון 16 ותיקון 20, חלה ירידה הדרגתית בתגמול המנהלים בשתי הקבוצות – והוא הגיע ל-44% בחברות פיננסיות ול-10% בחברות לא פיננסיות ב-2016. לאחר החוק של 2016, תגמול המנהלים בחברות פיננסיות המשיך לרדת בשעה שבחברות לא פיננסיות הוא התחיל לעלות. כתוצאה מכך, תגמול המנהלים הממוצע בחברות הפיננסיות (1.9 מיליון ש"ח) ובחברות הלא פיננסיות התכנס (1.8 מיליון ש"ח). למרבה הצער, אין חפיפה בין המדגם שבו השתמשתי למדגמים ששימשו מחקרים קודמים שחקרו את תגמול המנהלים בישראל, ולכן אינני יכולה לדווח אם המגמות שמצאתי לאורך זמן בתגמול המנהלים הן שונות או דומות לספרות הקיימת.

שישים אחוז מהבכירים במדגם שירתו כמנכ"לים, 30% כיו"רים ו-10% כמנכ"לים ויו"רים (תפקיד כפול). חלוקת תגמול המנהלים בין מנכ"לים ליו"רים מגלה כי בחברות לא פיננסיות, עד שנת 2010 התגמול לשני בעלי התפקידים היה דומה פחות או יותר, אך מ-2011 תגמול היו"רים פחת ב-39% (אחרי החוק של 2016 התגמול שלהם התחיל לעלות) ואילו תגמול המנכ"לים גדל ב-4%.

Fried et al. (2020) מצאו כי הרפורמה של 2011 (תיקון 16) השפיעה באופן שלילי על התגמול של מנהלים בעלי שליטה. לפי קובץ הנתונים שאני מנתחת, אחוז היו"רים המחזיקים ביותר מ-25% ממניות החברה³⁵ אינו שונה במיוחד מאחוז המנכ"לים המחזיקים באחוז זה – 20% ו-14% בהתאמה. לפיכך, אינני יכולה להסיק כי ההבדל במגמות בין בכירים אלה מיוחס בעיקר לתיקון 16. בחברות פיננסיות, עם זאת, לא היה כל הבדל במגמות בין בכירים אלה, אולם תגמול המנכ"לים היה גבוה מתגמול היו"רים ב-27%, בממוצע.

איור 3 מציג תגמול מנהלים ממוצע בשנים 1995-2018 לפי ענף. תגמול המנהלים הוא הגבוה ביותר בבנקים ובחברות ביטוח והנמוך ביותר בענף הביומד. סדר גודל זה תואם פחות או יותר את סדר הגודל של הענפים, המעיד כי גודל החברה הוא ההסבר העיקרי לגובה תגמול המנהלים. אולם, בשעה שההבדל בין התגמול הממוצע של בכירי בנקים לתגמול הממוצע של בכירי חברות הביטוח קטן יחסית, הגודל הממוצע של הבנקים גבוה פי שלושה מהגודל הממוצע של חברות הביטוח במדגם, כך שייתכן כי גורמים רבים אחרים מסבירים הבדלים אלה. העלייה הגדולה ביותר, של 200%, בתגמול המנהלים בין השנים

³⁵ לפי Fried et al. (2020), בעל מניות המחזיק ב-25% הוא בעל שליטה, אלא אם כן בעל מניות אחר מחזיק 50% מהמניות.

1995-2018 הייתה בענף חיפושי הנפט והגז, וענף ההשקעה והאחזקות היה היחיד שבו תגמול המנהלים ירד בתקופה זו. לוח 2 מציג סטטיסטיקה מסכמת עבור תגמול הבכירים לפי תתי-ענפים.

כפי שצוין בסקירת הספרות, אחד הגורמים העיקריים בתגמול מנהלים הוא גודל החברה (ראו לדוגמה: Gabaix and Landier, 2008 ו-Talmor and Wallace, 2001). איור 4 מתאר את התפלגות התגמול של המנהלים בחברות גדולות – הרביעון העליון בגודל (הנמדד לפי סך נכסי החברה) – ובחברות קטנות, הרביעון התחתון בגודל.³⁶ תגמול המנהלים הממוצע בחברות גדולות גבוה פי ארבעה מאשר בחברות קטנות (0.9 מיליון ש"ח בהשוואה ל-3.6 מיליון ש"ח). הפרופורציה דומה לזו שהוצגה על ידי Edmans et al. (2017) בנוגע לחברות אמריקאיות – הגובה החציוני של תגמול המנכ"לים בחברות S&P 500 היה גבוה פי 3.6 מאשר חברות קטנות (S&P SmallCap 600) ב-2014. יתרה מכך, כפי שנראה בתרשים, שכרם של מרבית המנהלים בחברות הקטנות היה מתחת ל-2 מיליון ש"ח, בעוד שתגמול המנהלים בחברות גדולות נפרש על מלוא הטווח – עד עשרה מיליון ויותר.

הדעה הרווחת היא כי תגמול המנכ"לים תורם משמעותית להרחבת אי-השוויון החברתי. כדי לבדוק טענה זו בנתונים מישאלי, אני משווה את המגמה בתגמול המנכ"לים בחברות ציבוריות למגמת השכר במשק. לוח 3 מציג השוואה של תגמול המנכ"לים בחברות ציבוריות ובשירות הציבורי,³⁷ ואת השכר הממוצע למשרת שכיר במשק מ-1996 עד 2018.^{38,39} הלוח משווה את השנה השנייה במדגם – 1996,⁴⁰ השנה שבה תגמול המנכ"לים הגיע לשיאו – ל-2007, ולשנה האחרונה במדגם – 2018. פער השכר הממוצע בין המנכ"לים בחברות ציבוריות למנכ"לים בשירות הציבורי התרחב מ-1996 עד 2007 – מפי 3 לפי 5 – בשל הגידול הדרמטי בתגמול המנכ"לים בחברות ציבוריות. פער השכר הממוצע ירד לפי 4 ב-2018, שוב עקב השינוי (ירידה) בגובה התגמול בחברות ציבוריות. תגמול המנכ"לים בחברות ציבוריות ובחברות ממשלתיות שיקף פערי שכר של פי 2.9 ב-2018. פער השכר בין מנכ"לים בחברה ציבורית לשכר הממוצע למשרת שכיר גדל מ-1996 עד 2007 – מפי 13 לפי 19, אך חזר לרמה של פי 13 ב-2018 לאחר חקיקת כל הרגולציות. במילים אחרות, אי-השוויון בישראל, הנמדד לפי הפער בין תגמול המנכ"לים בחברות ציבוריות לשכר הממוצע למשרת שכיר, שהתרחב עד 2007, חזר לרמה שנרשמה 24 שנים קודם לכן. לשם השוואה, הפער בין תגמול המנכ"לים בחברות ציבוריות לשכר הממוצע של עובד ממוצע בארה"ב זינק מפי 154 ב-1996 לפי 278 ב-2018.⁴¹ נקודה נוספת ראויה לציון היא שתגמול המנכ"לים עלה בממוצע בשיעור שנתי של 1.7% בשנים 1996 עד 2018; תגמול המנכ"לים בשירות הציבורי עלה ב-0.9% בשנה בלבד, והשכר למשרת שכיר עלה ב-1.3%.

איור 5 מציג את מבנה תגמול המנהלים על ידי הצגת היחס בין הרכיב הקבוע של התגמול לתגמול הכולל בחברות פיננסיות ולא פיננסיות בין 2008 ל-2018. התרשים מתחיל רק ב-2008 מפני שהחברות נדרשו על ידי רשות ניירות ערך להציג רכיבים אלה של תגמול מנהלים רק החל מיוני 2008.⁴² לפי התרשים, הרכיב הקבוע של תגמול המנהלים היה גבוה ב-2008 בחברות לא פיננסיות – 85% בהשוואה ל-81% – ועד 2018 הוא פחת ל-79% בחברות לא פיננסיות אך עלה ל-87% בחברות פיננסיות. אף שהרכיב הקבוע של תגמול

³⁶ אני עוצרת ב-10 מיליון ש"ח, כדי שאפשר יהיה להשוות את התגמול בין שתי הקבוצות.

³⁷ הגדרה: פקידים בכירים ומנכ"לים של משרדי ממשלה וגופים מקבילים. מקור: משרד האוצר וחשובי בנק ישראל.

³⁸ נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

³⁹ השכר הממוצע למשרת שכיר במשק מתייחס למשכורת, בשעה שתגמול המנכ"לים מתייחס לעלות השכר. כדי להשוות בין שני הנתונים, הוספתי שלוש אחוז לשכר הממוצע עבור משרת שכיר כדי להפוך אותה במהותו משל דבר לעלות השכר, כך שניתן יהיה להשוות אותה לתגמול מנכ"ל.

⁴⁰ הסיבה שאינני מתחילה ב-1995 היא שאין נתונים על תגמול מנכ"לים בשירות הציבורי עבור 1995.

⁴¹ לפי דוח של Mishel and Wolfe (2019) ב-Economic Policy Institute.

⁴² לפיכך, עד 2007, מרבית החברות לא ציינו את רכיבי התגמול של מנהליהן הבכירים.

המנהלים בחברות אמריקאיות נמוך בהרבה, נרשמה בו תנועה דומה כלפי מטה, כפי שנראה ברכיב הקבוע של תגמול המנהלים בחברות לא פיננסיות. לדברי (Edmans et al. (2017), הרכיב הקבוע של תגמול המנכ"לים פחת מ-17% ב-2008 ל-13% ב-2014 בחברות S&P 500, מ-27% ל-19% בחברות S&P MidCap 400 ומ-37% ל-29% בחברות S&P SmallCap 600 (בכירים בחברות קטנות יותר מקבלים פחות משכרם בצורת מניות ואופציות ויותר כמשכורת). נקודה נוספת שראוי לציין מתוך איור 5 היא שהמגמות של יחס זה היו דומות פחות או יותר בין חברות פיננסיות ולא פיננסיות במרבית השנים, ולאחר שתגמול המנהלים במרבית החברות הפיננסיות הוגבל (החוק של 2016), המגמות השתנו. נרשמה אז מגמת עלייה בשיעורו של הרכיב הקבוע מתוך התגמול הכולל בחברות פיננסיות ומגמת ירידה בשיעור זה בחברות לא פיננסיות. מגמות אלה הפוכות למגמות בגובה התגמול הכולל, שהוצגו באיור 2. המגמות ההפוכות בין גובה התגמול הכולל לאחוז הרכיב הקבוע של השכר בתגמול הכולל נראות גם בתגמול המנהלים בחברות אמריקאיות (ראו (Edmans et al. (2017), מה שמעיד כי אחת הדרכים להגדיל את תגמול המנהלים היא להגדיל את הרכיב המשתנה בשכר. החברות הפיננסיות שהוגבלו על ידי החוק של 2016 הקטינו את הרכיב המשתנה בתגמול המנהלים, כדי שהן יוכלו לשמור על גובה השכר שהוגבל לרמה מסוימת. ייתכן כי מגמת עלייה זו בשיעורו של הרכיב הקבוע מתוך התגמול הכולל בחברות פיננסיות תואמת גם את ההגבלות על הרכיב המשתנה של השכר שנקבעו על ידי חטיבת הפיקוח על הבנקים ורשות שוק ההון, ביטוח וחסכון ב-2013 ו-2015.⁴³

5.2 מאפייני המנהל

לוח 4 מציג סיכום של מאפייני המנהלים בשנים 1995-2018, כאשר לוח א מציג נתונים עבור חברות פיננסיות ולוח ב עבור חברות לא פיננסיות. הגיל הממוצע של מנהל בכיר הוא 54-55. המנהל המבוגר ביותר במדגם הוא בן 95 (שהוא גם בעל מניות השליטה בחברה) והצעיר ביותר בן 23. לשם השוואה, בחברות בארה"ב הגיל הממוצע של מנכ"ל בשנים 1993-2007 היה 55, כאשר המנהל המבוגר ביותר היה בן 90 (שהוא גם בעל מניות השליטה בחברה) והצעיר ביותר בן 29 (Custodio et al., 2010). מנהל משרת בתפקידו 8 שנים בממוצע בחברה לא פיננסית (לפי Custodio et al., 2010), זהו הממוצע גם בקרב מנכ"לים בחברות אמריקאיות בתקופה שבין 1993 ל-2007) ו-6 שנים בחברה פיננסית. מספר השנים המקסימלי של מנהל בכיר בתפקידו הוא 43 בחברה פיננסית ו-53 בחברה לא פיננסית, שוב קרוב יחסית לנתונים המתועדים עבור מנכ"לים בחברות בארה"ב (49). בחברות פיננסיות כמעט 50% מהבכירים הם בעלי תואר שני ומעלה ואילו בחברות לא פיננסיות רק 32% מהם מחזיקים בתארים אלה. בחברות אמריקאיות בשנים 1993-2007, 48% מהמנכ"לים היו בעלי תואר במנהל עסקים⁴⁴ (בשעה שבישראל בתקופה זו, 76% מהמנכ"לים היו בעלי תואר ראשון). שיעור האחזקה הממוצע של המנהלים בחברה היה גבוה יותר בחברות לא פיננסיות (12.5%) מאשר בחברות פיננסיות (7.4%). אולם, שיעור האחזקה החציוני היה פחות מ-1% בשתי הקבוצות,⁴⁵ כפי שהיה גם בקרב מנכ"לים של חברות Russell 3000.⁴⁶ בנוסף, בממוצע, 13% מהמנכ"לים הוחלפו מדי שנה. השנה עם שיעור תחלופת המנכ"לים הגבוה ביותר הייתה 2008 (19.1%), שנת המשבר הפיננסי. שלושים אחוז מכל המנכ"לים במדגם נשארו בתפקידם במשך 10 שנים או יותר. הגיל החציוני שבו מנכ"ל עזב את תפקידו (עזב את החברה או עבר לתפקיד אחר

⁴³ כמתואר בהרחבה בחלק 4.

⁴⁴ Custodio et al. (2010).

⁴⁵ שיעור האחזקה המרבי של בכיר בחברה עמד על 96.85%. שיעור גבוה זה נגרם ממחיקתה של אותה חברה ממסחר בבורסת תל אביב באותה שנה.

⁴⁶ לפי תזכיר של Equilar שחיברה Jessica Phan.

(בחברה) הוא 51. איור 6 מראה את אחוז המנכ"לים שהוחלפו מתוך כלל המנכ"לים בשנים 1995-2018 (המדגם מכיל בממוצע 370 מנכ"לים בכל אחת מהשנים).⁴⁷ נראתה מגמת עלייה בשיעור זה בין 1996 ל-2008 – משיעור תחלופה של 6% ב-1995 ל-19% ב-2008. לאחר ירידה משמעותית בשיעור זה ב-2009, עד 2018 כבר לא נראתה בו מגמה ברורה – הוא רק התנווד סביב הממוצע.⁴⁸ לעניין זה, Kaplan (1994) מצא כי שיעור התחלופה בגרמניה בעשור של שנות ה-1980 היה 10%; Hadlock and Lumer (1997); מצאו כי בשנים 1933-1941 שיעור תחלופת המנכ"לים היה מחצית השיעור שהם חישבו עבור ימינו, ו-Farrel and Whidbee (2003) מצאו כי בין השנים 1986 ו-1997 שיעור תחלופת המנכ"לים בענפים בלתי מפותחים⁴⁹ עמד על 9% בממוצע.

מנכ"ל מנהל את כל היבטי הארגון, בפקוח הדירקטוריון. מנכ"לים מפקחים בדרך כלל על הכספים, על הזמן ועל המשאבים של החברה ומתאמים את הקשר בין הדירקטוריון לסגל העובדים. בחלק מהחברות המנכ"ל, בנוסף לתפקידו הניהולי, יושב בדירקטוריון כחלק מתפקידו בממשל התאגידי של החברה. מצב כזה יכול לחזק את מעמדו של המנכ"ל ואת השפעתו מול יתר הדירקטורים, אך הוא גם כרוך באחריות גדולה. הוא גם עלול ליצור קונפליקט בין שני התפקידים – שכן קיים צורך לאזן בין הפעילות היומיומית לבין קבלת החלטות שמסתכלת על התמונה הגדולה. יש דירקטורים הסבורים כי המנכ"ל צריך לשבת בדירקטוריון כדי לסייע במתן תשתית של ידע להחלטות הדירקטוריון; אחרים סבורים כי משרה כזו נותנת בידי המנכ"ל כוח רב מדי בקביעת משכורתו, בבחירת דירקטורים לדירקטוריון, בפקוח על ביצועי המנכ"ל ועוד.

איור 7 מחלק את המנכ"לים לאלה שמכהנים בדירקטוריון, מנכ"לים שלא מכהנים בדירקטוריון ומנכ"לים שעומדים בראש הדירקטוריון (יו"רים), ומראה את ההתפלגות עבור 1995 עד 2018. בשנת 1995, 15% בלבד מהמנכ"לים לא היו חברי דירקטוריון; ב-2015 שיעור זה זינק ל-74%. במקביל, הן אחוז המנכ"לים המשרתים כדירקטורים והן אחוז אלה המשרתים כיושבי-ראש הדירקטוריון פחת מ-53% ל-22% ומרמה של יותר מ-30% ל-4%, בהתאמה. מגמת הירידה באחוז המנכ"לים המשרתים גם כיו"רים החלה ב-1999, כאשר מינויים כפולים כאלה נאסרו בבנקים, ולאחר מכן בכל החברות ב-2011 לאחר החקיקה של תיקון 16.⁵⁰ בשנים 2016-2018 מגמה זו החלה להתהפך, כך שאחוז המנכ"לים שלא שירתו בדירקטוריון התחיל לרדת והגיע ל-60% ב-2018.

איור 8 מציג את התפלגות המנהלים לפי השכלה. לאורך זמן, שיעור המנהלים עם תואר ראשון ומטה פחת, ואילו שיעורם של בעלי תואר שני ומעלה גדל. ב-1995, ל-28% מהמנהלים הבכירים הייתה תעודת בגרות בלבד. עד 2018, שיעור זה פחת מ-17% בלבד. אך שיעור המנהלים בעלי תואר שני ומעלה הוכפל, מ-17% ל-43%. עלייה משמעותית זו נבעה הן מירידה במספרם של אלה עם השכלה תיכונית בלבד והן מירידה במספרם של אלה עם תואר ראשון בלבד (מ-55% ל-40%). גידול זה בשנות הלימוד בקרב בכירים בחברות ציבוריות בישראל תואם את המגמות בקרב כל העובדים בישראל.

⁴⁷ אחוז המנכ"לים שהוחלפו הוא אחוז המנכ"לים החדשים מבין מספרם הכולל של המנכ"לים במדגם בכל שנה.
⁴⁸ לפי "CEO Success Survey" שפורסם על ידי PwC, תחלופת של המנכ"לים בקרב 2,500 החברות הגדולות בעולם זינקה לשיא של 17.5% ב-2018 – 3 נקודות האחוז גבוה יותר מ-14.5% ב-2017 ומעל הנורמה בעשור הקודם.

⁴⁹ החברה נכללה בבסיס הנתונים של *Execucomp* בתקופה 1993-1997 או הופיעה ב-*Forbes Annual Survey of Compensation* בשנים 1985-1992.

⁵⁰ המנכ"ל לא יכול לשמש גם כיו"ר הדירקטוריון ללא אישור האסיפה הכללית של בעלי המניות של החברה. האישור צריך להתקבל ברוב של שני-שלישים מקולות בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה. חוק זה חל גם על בני משפחה של מנכ"לים ועל אנשים הנתונים ביחסי מרות עם המנכ"ל.

5.3 מאפייני החברה

לוח 5 מראה את המשתנים העיקריים ברמת החברה עבור השנים 1995-2018 – סך הנכסים, שווי שוק, תשואה על ההון העצמי (ROE), תשואה על נכסים (ROA), תשואה על המניה, מינוף, השתייכות לקבוצה עסקית, הזמן מאז רישום החברה למסחר בבורסת תל אביב והכללתה של החברה במדד ת"א-125. הלוח מחולק לחברות פיננסיות (לוח א) וחברות לא פיננסיות (לוח ב). חברות פיננסיות הן גדולות יותר, ממונפות יותר ונסחרות זמן רב יותר בבורסה לעומת חברות לא פיננסיות. כמו כן, אחוז החברות השייכות לקבוצה עסקית לאורך השנים גבוה יותר בחברות פיננסיות בהשוואה לחברות לא פיננסיות – 31% לעומת 20%. איור 9 מציג את אחוז החברות במדגם השייכות לקבוצה עסקית, ומראה כי ב-1995, 25% מהחברות שנסחרו בבורסה היו שייכות לקבוצה עסקית. מאז 2008, אחוז זה ירד בהדרגה עד למחציתו בקירוב – 13% ב-2018. הירידה הייתה גדולה יותר בחברות פיננסיות – מ-52% ב-1995 ל-13% ב-2018 – בהשוואה לחברות לא פיננסיות – מ-20% ב-1995 ל-11% ב-2018. כפי שכבר צוין, הירידה אחרי 2014 התרחשה, בין יתר הסיבות, בעקבות חקיקת החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות בדצמבר 2013. חוק זה נלחם בריכוזיות הכלכלית ומחזק את התחרות.

Aminadav and Papaioannou (2018) אספו נתונים על 27,000 חברות שנסחרו ב-85 מדינות ב-2012, ומצאו כי 16.4% מהחברות נשלטו על ידי משפחה או על ידי בעל שליטה יחיד. זה איננו המקרה בישראל. לפי רשות ניירות ערך בישראל, 88% מהחברות הציבוריות בבורסת תל אביב ב-2018 הן בבעלותם של בעל שליטה יחיד או קבוצת שליטה. חברות אלה שייכות למגוון ענפים, בשעה שהחברות שבהן נמצאה בעלות מבוזרת שייכות בעיקר לענפי הבנקאות וההי-טק.

לבעלי שליטה, לפי התיאוריה, יש יכולת וגם תמריץ לפקח על תגמול המנהלים. Bebhuk and Hamdani (2008) מסבירים כי הסטת ערך באמצעות תגמול מנהלים פחות מטרידה בחברות שיש בהן בעלי שליטה, יחסית לחברות שהאחזקה בהן מתפזרת על פני גורמים רבים. עם זאת, Kastiel (2015) מצא אינדיקציות אמפיריות לכך שבחברות עם בעלי שליטה, הסבירות שחבילות התגמול של מנהלים מקצועיים תכویل בצורה נכונה למקסום הערך לבעלי המניות היא נמוכה. Kastiel טוען כי בעלי השליטה עשויים להציע שכר-יתר למנהלים על מנת למקסם את צריכת ההטבות האישיות שהם משיגים מהשליטה. ואולם בישראל, יש הבדל מהותי ברמת תגמול המנהלים בין חברות עם שליטה ריכוזית לאלה עם שליטה מבוזרת בגלל ההבדל בגודל החברה, שהוא הגורם העיקרי שקובע את תגמול המנהלים. במילים אחרות, מבנה הבעלות של חברה בישראל לא מסביר את תגמול המנהלים.

6. הגישה האמפירית והתוצאות

אני מצרפת כעת יחד את כל הראיות החלקיות מהסטטיסטיקה התיאורית ומשתמשת בניתוח רגרסיה כדי לגלות מה הם הגורמים הקובעים את רמת תגמול המנהלים הבכירים בישראל ואת השינוי בו.

6.1 הגורמים הקובעים את תגמול המנהלים

כדי לקבוע את הגורמים הקובעים את תגמול המנהלים בחברות שנסחרו בבורסת תל אביב בין 1995 ל-2018, אמדתי סדרה של רגרסיות מרובות משתנים תוך שימוש בשיטת ריבועים פחותים רגילים (OLS) כאשר יחידת התצפית היא מנהל i בחברה j בשנה t , כדלקמן:

(1)

$$y_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 Year\ 2011_2012_t + \beta_2 Year\ 2013_2016_t + \beta_3 Post\ 2016_t + \gamma E_{ijt} + \delta F_{jt} + Firm_j + Year_t + Ind + \varepsilon_{ijt}$$

y_{ijt} הוא משתנה העניין התלוי (לוג של התגמול הכולל וכד'), $Year\ 2011_2012$ הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם השנה היא 2011 או 2012 (השנים שלאחר חקיקת תיקון 16), $Year\ 2013_2016$ הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם השנה היא בין 2013 ל-2016 (השנים שלאחר חקיקת תיקון 20), ו- $Post\ 2016$ הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם השנה היא 2017 או 2018 (השנים שלאחר חקיקת החוק של 2016). E_{ijt} הוא וקטור של משתני הבקרה של המנהל כמו גיל, ותק, השכלה (משתנה דמי השווה ל-1 אם המנהל הוא בעל תואר שני ואפס אחרת), אחזקת המנהל בחברה, תחלופה (משתנה דמי השווה ל-1 אם זו השנה הראשונה של המנהל בתפקידו ואפס אחרת) ומשתנה אחוז המשרה (משרה מלאה או משרה חלקית). F_{jt} הוא משתנה בקרה ברמת החברה כמו גודל (לוג טבעי של סך הנכסים)⁵¹, ביצועים (תשואה על המניות בפיגור או ROA בפיגור⁵²) והשתייכות החברה לקבוצה עסקית. הרצתי את הרגרסיות עם משתני דמי עבור חברות ($Firm_j$), עבור שנים ($Year_t$) ועבור ענפים (Ind) כדי לפקח על השפעות בלתי נצפות הנגרמות ממאפיינים ספציפיים של השנה, הענף והחברה לאורך זמן.⁵⁴ בדקתי הוספת אפקטים קבועים עבור המנהל כדי לראות אם התוצאות נגרמות מהטרוגניות בלתי נצפית בקרב המנהלים. כאשר חילקתי את השונות לשונות בתוך יחידה אחת (מנהל) ולשונות בין היחידות, מצאתי כי הראשונה מסבירה רק 10% מהשונות. משמע שכאשר אנו מסתכלים על המנהל, התגמול הכולל מייצג שונות נמוכה לאורך זמן; רוב השונות נגרמת משונות בין המנהלים. אם כוללים אפקטים קבועים במקרה כזה, רוב השונות במשתנה התלוי הולכת לאיבוד והמודל הופך כמעט חסר תועלת. בשנים שבהן שני אנשים או יותר שירתו באותו תפקיד באותה חברה (לדוגמה, אם הייתה תחלופה של מנהלים באמצע השנה, במקרים של מנכ"ל משותף או יו"ר משותף, וכד'), השמטתי את המנהל החדש יותר מהנתונים.⁵⁵ בכל הספציפיקציות, הטעויות מקובצות ברמת החברה. כל הספציפיקציות משתמשות במחירים של 2016.

⁵¹ לפי Gabaix and Landier (2008), האומדן המקורב הטוב ביותר עבור גודל חברה הוא סך הנכסים (חוב + הון עצמי).

⁵² השתמשתי בתשואות המניות/ROA ב- $t-1$ ולא ב- t סביר שהחברה תשלם יותר למנכ"ל טוב יותר, מה שיוביל קרוב לוודאי לביצועים טובים יותר. אחרת אין סיבה לשלם לו יותר. כמו כן, שכר גבוה יותר הוא תמריץ עבור המנהל להשיג ביצועים טובים יותר לחברה.

⁵³ תשואות מניות בפיגור ו-ROA בפיגור עוברים וינסורייזציה באחוזון ה-5 וה-95.

⁵⁴ אני מציבה משתני דמי עבור חברות וענפים גם יחד, מכיוון שיש חברות שעוברות לענף אחר עם הזמן.

⁵⁵ במקרים של תחלופה, גם ביצעתי התאמות תגמול למנהל האחר, כך שרכיב המשכורת בתגמול שלו או שלה הותאם למונחים שנתיים. לדוגמה, אם מנהל פרש בסוף אוקטובר, שכרו המדווח הוכפל ב-10/12 באותה שנה.

אני אומדת תחילה את משוואה (1), שבה המשתנה התלוי הוא הלוג הטבעי של התגמול הכולל. לוח 6 מציג את התוצאות. חברות עשויות לדוות, מסיבות חשבונאיות, על תשלום מבוסס-מניות לאחר שנת ההענקה, דבר העלול לעוות את מדידת התגמול. כדי לטפל בכך, המשתנה התלוי בספציפיקציות המוצג בעמודות (2) ו-(4) הוא הלוג הטבעי של (התגמול הכולל/פחות תשלום מבוסס-מניות). כדי לפקח על ביצועי החברה, אני משתמשת בתשואת המניה בפיגור (ביצועי המניה, עמודות 1 ו-2) או ב-ROE בפיגור (ביצועים חשבונאיים, עמודות 3 ו-4). עמודות 5-6 מציגות את התוצאות עבור התקופה שאחרי 2006, כאשר דיווחי שכר הפכו למדויקים יותר, ועמודות 7-8 מציגות את התוצאות עבור חברות השייכות למדד ת"א-125 עקב איכות הדיווח הגבוהה יותר.

בהתאם לצפוי, שלוש הרגולציות הובילו לירידה בתגמול הכולל. התוצאות מראות שמקדמי התקופות השונות (2011-2012, 2013-2016, ולאחר 2016) שליליים ומובהקים סטטיסטית.⁵⁶ התוצאות שלי מראות שתיקון 16 ותיקון 20 הובילו לירידה (בין 7 ל-17 אחוז בממוצע בהשוואה לשנים 2007-2010) בתגמול המנהלים, כאשר בחברות ת"א-125 (עמודות 7-8) שיעור הירידה היה גבוה בהרבה.⁵⁷ ממצא זה עולה בקנה אחד עם ממצאיהם של Zviran et al. (2020), שמצאו כי תיקון 16 ותיקון 20 עצרו את עליית תגמול המנהלים בתקופה הקודמת. בחברות ת"א-125, החוק של 2016 הוביל לירידה נוספת בתגמול המנהלים. כאשר המשתנה התלוי הוא הלוג הטבעי של התגמול שאינו במניות, המקדם של משתנה 2011 Year – 2012 אינו מובהק סטטיסטית. תוצאה זו מרמזת כי תיקון 16 לא הוביל לירידה בתגמול שאינו במניות.

באופן טבעי, הן התגמול הכולל והן התגמול מבוסס-המניות עולים עם גודל החברה (סך הנכסים). Zhou (2000) טען כי גמישות התגמול ביחס לגודל הפירמה קבועה פחות או יותר סביב רמה של 0.25 (בין 0.2 ל-0.35) במדינות שונות, כמו ארה"ב, יפן, בריטניה וקנדה. לפי האמידה הנוכחית, גמישות זו נעה בין 0.13 ל-0.19 (המקדם של לוג סך הנכסים),⁵⁸ שמשמעו כי עבור כל עלייה של 10% בגודל החברה, תגמול המנהלים גדל ב-1.3%-1.9%. משמעות תוצאה זו היא שהמשתנה המסביר העיקרי עבור תגמול המנהלים הוא גודל החברה. השימוש בתשואת מניות בפיגור או ב-ROA בפיגור עבור הביצועים לא שינה באופן מהותי את מובהקות התוצאות.⁵⁹ מקדם תשואת המניות בפיגור היה קטן אך מובהק – גידול של 10 נקודות האחוז בתשואת המניות בפיגור לגידול של 0.007% בתגמול מנהלים. המקדם של ROA בפיגור, עם זאת, היה מובהק בשתי ספציפיקציות בלבד (עמודות 4 ו-8). אולם, כאשר משתמשים בתשואת מניות ב- $t-1$ במקום $t-1$, המקדם נשאר מובהק אך נעשה קטן יותר (0.0004). אף שהשפעה החיובית של ROA ב- $t-1$ על תגמול המנהלים שאינו במניות היא מובהקת, השפעת ה-ROA ב- t איננה מובהקת. כמו כן, המקדם גבוה יותר כאשר משתמשים ב-ROA ב- t במקום ב-ROA במדגם של חברות ת"א-125 (0.03 לעומת 0.02).

⁵⁶ Fried et al. (2020) מצאו שהרפורמה של 2011 השפיעה באופן שלילי על התגמול של מנהלים בעלי שליטה.

⁵⁷ אני מוצאת שירידת התגמול בעקבות הרגולציות הייתה משמעותית בהרבה עבור יו"רים מאשר עבור מנכ"לים.

⁵⁸ סך הנכסים הממוצע גבוה פי 20 מהחציון, מה שמעיד על התפלגות רחבה של חברות: חברות גדולות מטות את הממוצע כלפי מעלה אף שמספרן מועט.

⁵⁹ למעשה, עדיף לקשר את תגמול המנהלים לאינטרסים של בעלי המניות מכיוון שהם משתקפים בשווי ההון העצמי של החברה, המאותת על רווחיה העתידיים של החברה. למרות זאת, דומה כי יש יתרון גם בקישור תגמול המנהלים לרווח החשבונאי. הרווח החשבונאי נתון פחות לתנודות שאינן קשורות לניהול החברה או לביצועיה (Lambert, 1993).

מקדם שיעור האחזקה של המנהל חיובי ומובהק – ככל שאחזקה שבידי המנהל גבוהה יותר, כך שכרו גבוה יותר⁶⁰ (בחברות הנכללות במדד ת"א-125 ההשפעה קטנה יותר). מקדם הוותק של המנהל הוא חיובי ומובהק ואילו מקדם הוותק בריבוע של הבכיר הוא שלילי ומובהק. המשמעות היא שהוותק של המנהל משפיע באופן חיובי על התגמול שלו, אך תרומתו לתגמול פוחתת לאורך זמן. משתנה הדמי עבור תואר שני הוא חיובי אך אינו מובהק ב-3 מתוך 4 הספציפיקציות. נתון זה תואם את המגמות ההפוכות בתגמול המנהלים וברמת השכלתם בעשור האחרון, כפי שניתן לראות בפרק הסטטיסטיקה התיאורית – תגמול המנהלים ירד אף שחלה עלייה ברמת השכלתם. ניתן להסביר זאת בעובדה שקיים שוק תחרותי למנהלים מקצועיים. בנוסף, מקדם תחלופת המנהלים שלילי אך לא מובהק. כלומר, מנהל חדש לא מתחיל בהכרח בשכר נמוך יותר⁶¹ בהשוואה למנהל בעל ותק של שנה אחת לפחות בתפקיד.⁶² המקדם של משתנה אחוז המשרה חיובי ומובהק כצפוי – גידול של 10 נקודות האחוז באחוז המשרה של המנהל מוביל לגידול של 0.13%-0.14% בשכרו. המקדם של השתייכות לקבוצה עסקית לא נמצא מובהק כאשר משתמשים בכל החברות שבקובץ הנתונים, משמע שאין הבדל מובהק בתגמול המנהלים בין חברות המשתייכות לקבוצה עסקית לבין אלה שלא. עם זאת, עבור חברות במדד ת"א-125, המקדם שלילי ומובהק, והמשמעות היא שתגמול המנהלים בחברות המשתייכות לקבוצה עסקית נמוך יותר בהשוואה למנהלים בחברות אחרות, כאשר יתר התנאים שווים. השכר הבסיסי השנתי לאחר בקרה על מאפייני החברה והמנהל, עומד על 60,000 ש"ח ($\exp[11]$) בשנה.

לוח 7 מציג את הספציפיקציות מעמודות 1 ו-3 בלוח 6, בנפרד עבור חברות פיננסיות (עמודות 1 ו-2) וחברות לא פיננסיות (עמודות 3 ו-4). אני מוצאת שתגמול המנהלים פחת בחברות פיננסיות לאחר תיקון 16, והוא המשיך לרדת אחרי תיקון 20 והחוק של 2016. לאחר הפחתות תגמול אלה, תגמול המנהלים בחברות פיננסיות בשנים 2017-2018 היה נמוך ב-45% מגובה התגמול בין השנים 2007-2010. שיעור הירידה היה גבוה יותר בחברות פיננסיות בהשוואה לחברות לא פיננסיות לא רק כתוצאה מהחוק של 2016, שהגביל את תגמול המנהלים בחברות פיננסיות, אלא גם כתוצאה מתיקונים 16 ו-20.

המקדם של תשואת המניה בפיגור נמצא חיובי ומובהק הן עבור חברות פיננסיות והן עבור חברות לא פיננסיות. למרות זאת, המקדם המובהק הוא קטן – גידול של 10 נקודות האחוז במחיר המניה של חברה ב- $t-1$ מוביל לגידול של 0.01% בתגמול המנהלים ב- t .⁶³ כאשר מוסיפים לאמידות את מחיר המניה של חברה ב- t יחד עם מחיר המניה של החברה ב- $t-1$, שני המקדמים נשארים מובהקים בשתי הקבוצות.⁶⁴ מקדם ה-ROA בפיגור, המייצג ביצועים חשבונאיים, עם זאת, היה מובהק בחברות פיננסיות בלבד. כאשר משתמשים ב-ROA ב- t במקום ב- $t-1$, ההשפעה אינה מובהקת. יצוין עוד, כי כאשר אני מחלקת את תקופת המדגם לשתי תתי-תקופות (לפני יישומן של שלוש הרגולציות, 1995-2010, ואחרי, 2011-2018) ואומדת מחדש את משוואה (1), אני מוצאת תוצאות שונות. עבור חברות לא פיננסיות, השפעת ביצועי המניה על תגמול המנהלים הייתה חיובית ומובהקת בשתי התקופות (המקדם של תשואת המניה בפיגור היה גבוה יותר בתקופה השנייה – 0.001 בהשוואה ל-0.0004). השפעת הביצועים

⁶⁰ החלפת המשתנה של אחזקת המנהל במשתנה דמי שמקבל ערך 1 אם המנהל הוא אחד מבעלי השליטה (מחזיק יותר מ-25% ממניות החברה) ו-0 אחרת, לא משנה את התוצאות.

⁶¹ השמטת השנה הראשונה והשנה האחרונה בתפקיד במקום הכללת המשתנה "Turnover" (2,002 תצפיות הושמטו), לא משנה את התוצאות.

⁶² במובן זה, אני מוצאת מתאם שלילי בין ההסתברות של תחלופת המנכ"ל לביצועים החשבונאיים של החברה (מעבר לביצועים החשבונאיים בענף), משמע שחברות בישראל נוטות להחליף את ההנהלה כאשר ביצועיהן החשבונאיים לוקים בחסר. אינני מוצאת כל מתאם בין החלפת המנכ"ל לביצועי המניה של חברה.

⁶³ כאשר מחליפים את מחיר המניה של חברה ב- $t-1$ במחיר המניה של החברה ב- t , שני המקדמים נשארים מובהקים בשתי האמידות, אך נעשים קטנים בהרבה (0.0005-0.0006).

⁶⁴ לפי Hall and Liebman (1998), עדיף להשתמש בביצועים ב- t וגם ב- $t-1$ כדי להסביר תגמול מנהלים.

החשבונאיים על תגמול המנהלים בחברות לא פיננסיות לא הייתה מובהקת באף לא אחת מהתקופות. בחברות פיננסיות המצב שונה. השפעת ביצועי המניה הייתה מובהקת בתקופה הראשונה אך לא בשנייה. לעומת זאת, השפעת הביצועים החשבונאיים הפכה למובהקת רק בתקופה השנייה. Barak et al. (2007) מצאו רגישות חזקה יותר של השכר לביצועים מאשר במחקר הנוכחי. לפי ממצאיהם, גידול של נקודת אחוז אחת במחיר המניה מוביל לגידול של 0.19% בתגמול המנהלים. יחד עם זאת, התוצאות שלהם מוגבלות לחברות שבהן המנכ"ל לא הוחלף בין השנים 1994-2001, והם לא מצאו רגישות מובהקת לביצועים החשבונאיים⁶⁵. Amzaleg and Mehrez (2002), שדגמו 186 חברות ב-1997, מצאו כי תגמול המנהלים הושפע במובהק מביצועי המניה ומהביצועים החשבונאיים. התוצאה שלי תואמת את זו של Gershgoren et al. (2015), שלא מצאו מתאם חיובי בין תגמול המנהלים לביצועי החברה בשנים 2012-2014.⁶⁶

מסקנות נוספות שניתן להסיק מהתוצאות הן שההשפעה של גודל החברה ושל הוותק של המנהל בתפקידו על תגמול המנהל גדולה יותר בחברות פיננסיות מאשר בחברות לא פיננסיות. אחזקות המנהלים בחברה, עם זאת, משמשות משתנה מסביר לשכרם בחברות לא פיננסיות אך לא בחברות פיננסיות.

השאלה הבאה שאני בוחנת היא האם גודל החברה משפיע על הרגישות של תגמול המנהלים לביצועי החברה. הוספתי משתנה דמי – *Large* – שנותן את הערך 1 לחברות שסך הנכסים שלהן גבוה מהחציון של סך הנכסים של חברות המדגם ו-0 לחברות שסך הנכסים שלהן נמוך מהחציון, וכן משתני אינטראקציה בין משתנה *Large* לבין כל אחד מהמשתנים המסבירים של הביצועים.⁶⁷ עמודה 1 בלוח 8 מציגה את תוצאות ביצועי המניות ועמודה 2 את הביצועים החשבונאיים. דרך נוספת לחלק את המדגם לפי גודל חברה הוא להפריד בין חברות השייכות למדד ת"א-125 (16% מהחברות) לאלה שלא. בעמודות 3 ו-4 אני מוסיפה את המשתנה *TA-125 Index* (השווה ל-1 אם החברה שייכת למדד ת"א-125 ו-0 אחרת), ואת משתנה האינטראקציה בין *TA-125 Index* לביצועי החברה (*Stock return in t-1*), עמודה 3) והביצועים החשבונאיים (*ROA in t-1*, עמודה 4). מקדם האינטראקציה בין *Large* לביצועים החשבונאיים היה חיובי ומובהק (עמודה 2), משמע שרגישות תגמול המנהלים לביצועים החשבונאיים של חברה היא גבוהה בחברות גדולות יותר. אולם לא נמצאו ראיות אמפיריות להשערה כי רגישות תגמול המנהלים לביצועי המניה שונה בין חברות קטנות לגדולות.

בנוסף, אני בוחנת אם רגישות תגמול המנהלים לביצועי החברה משתנה עם גודל החברה על ידי הוספת משתנה האינטראקציה בין לוג סך הנכסים לביצועי החברה – ביצועי המניה בעמודה 5 והביצועים החשבונאיים בעמודה 6. בספציפיקציות אלה אני שוב מוצאת כי רגישות תגמול המנהלים לביצועים החשבונאיים של החברה עולה עם גודל החברה. שימו לב שבאותה ספציפיקציה (עמודה 6) המקדם של *ROA in t-1* היה שלילי ומובהק מסיבה טכנית – עבור כל הערכים של סך הנכסים (הנצפים בנתונים), האפקט הכולל של *ROA* הוא חיובי. בסיכום, רגישות תגמול המנהלים לביצועים החשבונאיים של החברה עולה עם גודל החברה.

⁶⁵ אני מוצאת רגישות חיובית של השכר לביצועים כאשר אני אומדת מחדש את משוואה (1) עבור התקופה של 1995-2001, וזאת לגבי ביצועי המניה וגם הביצועים החשבונאיים. לא עלה בידי לשחזר את התוצאות של Barak et al. (2007).

⁶⁶ Gershgoren et al. (2015) כללו במדגם שלהם לא רק את המנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון, אלא את כל חמשת הבכירים המשתכרים את השכר הגבוה ביותר בחברה.

⁶⁷ ראו Zhou (2000).

6.2 מנכ"לים משותפים ויו"רים משותפים

עד כה, ניסיתי להשיב על השאלה כיצד מאפייני החברה והמנהל משפיעים יחד על תגמול המנהלים. על ידי הכללת אפקטים קבועים/משותפי דמי עבור כל אחת מהחברות יחד עם משתניה הנצפים, אני מפקחת על שונות התגמול הנובעת ממאפייני החברות. במדגם המתפרש על 24 שנה, ייתכנו מאפייני חברות שאינם נצפים ומשתנים לאורך זמן. מאפיינים כאלה, כמו מדיניות התגמול או שנאת סיכון עשויים להשפיע על התגמול. מאפיינים אלה עשויים להימצא במתאם עם מאפייני המנהלים, מה שיוביל לאומדנים מוטים. כדי להתגבר על אפשרות זו, אני מסתכלת על ההשפעה של מנכ"לים משותפים ויו"רים משותפים.

בכמעט 20% מהחברות במדגם יש יותר ממנכ"ל אחד או יו"ר דירקטוריון אחד (בכל שנות המדגם או בחלק מהן). לשם השוואה, 426 (37.3%) מ-1,141 החברות הנסחרות בקוריאה אימצו מבנה של מנכ"לים משותפים (ראו Yoo et al., 2020), ואילו בארה"ב, רק 83 חברות דיווחו על מבנה של מנכ"לים משותפים בין השנים 2000-2011 (Krause et al., 2015). מאחר שמנהלים אלה משרתים באותה החברה באותה המשרה באותו הזמן, ניתן לבדוד את השפעת מאפייני המנהלים על התגמול שלהם על ידי אמידת הגורמים המשפיעים על פערי השכר בין מנכ"לים/יו"רים במדגם.

אני משתמשת בתת-מדגם של מנכ"לים משותפים ויו"רים משותפים. הוא כולל 134 חברות: בהן 109 חברות עם שני מנכ"לים משותפים, 11 חברות עם שני יו"רים משותפים, 13 חברות עם שלושה מנכ"לים משותפים, 2 חברות עם ארבעה מנכ"לים משותפים וחברה אחת עם 5 מנכ"לים משותפים. בחברות אלה, מתקיים ניהול משותף במשך 5 שנים בממוצע ובמשך 19 שנה לכל היותר.

תשע-עשרה מתוך 134 החברות (14%) רשומות במדד ת"א-125 (רוב הזמן).⁶⁸ מרבית החברות שייכות לענף המסחר והשירותים (26%), הייצור (26%) הנדלי (23%) וההשקעה והאחזקות (13%). יש רק מספר מועט של מקרים שבהם הייתה הנהגה משותפת בחברות פיננסיות. החציון של סך הנכסים של חברות אלה שווה ל-60% מהחציון של סך הנכסים של החברות שאינן מנוהלות על ידי מנהלים משותפים. פער השכר הממוצע בין מנהלים משותפים הוא 353,000 ש"ח, החציון הוא 38,000 ש"ח והמקסימום הוא 13 מיליון ש"ח. כמו כן, ב-25% מהמקרים הבכירים מקבלים תגמול זהה.

כדי לנתח את הגורמים המשפיעים על הבדלי השכר בין מנכ"לים/יו"רים, אני אומדת את המודל הבא, שבו יחידת התצפית היא חברה j בשנה t , כדלקמן:⁶⁹

$$(Y_{jtA} - Y_{jtB}) = \alpha_0 + \alpha_1(X_{jtA} - X_{jtB}) + Firm_j + Year_t + \varepsilon_{jt}$$

המשתנה התלוי הוא $(Y_{jtA} - Y_{jtB})$, שהוא ההפרש בין לוג התגמול הכולל של מנהל A ומנהל B. המשתנה $(X_{jtA} - X_{jtB})$ הוא ההפרש בין הווקטורים של משתני הבקרה של המנהלים, כמו גיל, ותק במשרה, השכלה, אחזקה בחברה, בן משפחה שמחזיק מניות בחברה, תחלופת מנהלים, חברות ומשרה בדירקטוריון, והמשתנה של אחוז המשרה (משרה מלאה או חלקית), שוב עבור מנהל A ומנהל B. האמידות כוללות משתני דמי עבור חברות $(Firm_j)$, ועבור שנים $(Year_t)$ כדי לפקח על השפעות בלתי

⁶⁸ יש חברות בתת-מדגם זה שהיו רשומות במדד ת"א-125 רק חלק מהזמן.
⁶⁹ לצורך האמידה, השמטתי את החברות שיש בהן יותר משני מנהלים משותפים.

נצפות הנגרמות ממאפיינים ספציפיים של החברה והשנים. הנתונים בכל הספציפיקציות משתמשים במחירים של 2016.

לוח 9 מציג את התוצאות. בכל הספציפיקציות, המקדם של ההבדל בוותק של המנהלים נמצא חיובי ומובהק, משמע שמספר השנים שמנהל נמצא במשרתו ממלא תפקיד בקביעת פערי השכר בין מנהלים משותפים. הבדל של שנה אחת בוותק של מנהלים משותפים תורם לגידול של 0.005% בפער השכר. מעבר לפער בוותק במשרה, אני מוצאת גם, כצפוי, כי מנהל משותף חדש מתוגמל פחות ממנהל משותף שזוהי איננה שנתו הראשונה בתפקיד – כאשר יתר התנאים שווים, ב-11 נקודות האחוזה. המקדם של משתנה אחוז המשרה של מנהל משותף היה חיובי ומובהק – גידול של 10 נקודות האחוזה בהפרש בין אחוז המשרה של מנהלים משותפים מוביל לגידול של 10% בהפרש של פער השכר בין מנהלים משותפים.

מקדם ההפרש בגיל המנהל לא היה מובהק (גם כאשר השמטתי את המשתנה *difference (tenure)*, הוא לא היה מובהק). משרה בדירקטוריון או לחלופין משרה של יו"ר הדירקטוריון (עמודה 2) לא הייתה משתנה מסביר עבור פערי השכר בין מנהלים משותפים. כך גם לגבי השכלה. שימוש במשתנה דמי השווה ל-1 אם יש למנהל תואר שני ומעלה ואפס אחרת (המשתנה *MA*, עמודות 1-2 ו-4-5) או משתנה דמי השווה ל-1 אם יש למנהל תואר ראשון ומעלה ואפס אחרת (המשתנה *BA*, עמודות 1-2 ו-4-5) לא נמצא מובהק באופן שמסביר את הבדלי השכר בין מנהלים משותפים. כדי לאמוד את השפעת אחזקות המנהלים על פערי השכר בין מנהלים משותפים, השתמשתי בשיעור האחזקות של המנהל מתוך התגמול שלו (עמודות 1-3), משתנה דמי השווה ל-1 אם המנהל מחזיק 5% או יותר במניות החברה (המשתנה *stakeholder*, עמודה 4) ומשתנה דמי השווה ל-1 אם יש למנהל בן משפחה שהוא בעל מניות בחברה (*Family stakeholder*, עמודה 5). מקדמי כל המשתנים הללו לא היו מובהקים, כלומר ששיעור האחזקה בחברה אינו מסביר שום חלק מהבדלי השכר בין מנהלים משותפים.

בסיכום, אני מוצאת כי ההפרשים בוותק של המנהלים ובאחוז המשרה מתואמים עם ההבדלים בשכרם של מנהלים משותפים, בשעה שהבדלים בגיל, באחוז האחזקה בחברה, בהשכלה, ובחברותם בדירקטוריון אינם מתואמים עם הבדלי השכר.

7. סיכום ומסקנות

תגמול מנהלים הוא נושא מרכזי בשיח הציבורי בישראל ובעולם בעשורים האחרונים. הדיון מתמקד בשאלות: מדוע התגמול בחברות ציבוריות גבוה כל כך? האם הוא מוצדק? וכיצד יש לטפל בו לטובת בעלי המניות והגורמים האחרים בחברה? השכר הגבוה של מנהלים מזין גם את השיח על אי-השוויון הכלכלי, שהפך לאחרונה לנושא מרכזי בישראל. בישראל, התחושה השלילית הכללית כלפי שכר המנכ"לים, יחד עם ביקורת תקשורתית חריפה, הובילה מאז 2011 לפעולה רגולטורית נרחבת. הממשלה נקטה צעדים מגוונים לריסון תגמול המנהלים.

הספרות על התפתחות תגמול המנהלים בחברות ציבוריות בישראל מוגבלת יחסית, מה שפוגע באיכות השיח הציבורי. המחקר הנוכחי תורם לדיון על ידי בחינת ההתפתחות והגורמים הקובעים את תגמול המנהלים בישראל, והערכת השפעותיהן של הרגולציות העיקריות: תיקון 16, תיקון 20 והחוק של 2016.

המחקר מבוסס על בסיס נתונים שנאסף ידנית וכולל את כל החברות הציבוריות הישראליות הנסחרות בבורסת תל אביב (778 חברות בסך הכול) עם מידע זמין על תגמול המנהלים הבכירים בשנים 1995-2018. זהו בסיס הנתונים הגדול והמעודכן ביותר שנאסף על המאפיינים האישיים והשכר של מנהלים בכירים בחברות ציבוריות בישראל.

מסקנות המחקר סותרות חלקית את הדעה הרווחת על תגמול המנכ"לים בישראל. הממצאים מראים שהתגמול הממוצע של מנהלים בכירים עלה ב-17% במונחים ריאליים במהלך התקופה הנחקרת. לעומת זאת, השכר הממוצע לעובד שכיר עלה בתקופה זו ב-35% – פי שניים יותר. פער השכר בין מנכ"לים בחברות ציבוריות לשכר הממוצע לעובד שכיר אמנם גדל בין השנים 1996-2007 (מפי 13 לפי 19), אך חזר לרמה של פי 13 ב-2018 לאחר יישומן של הרגולציות. כלומר, אי-השוויון בישראל – הנמדד לפי פער זה – חזר לרמה שנרשמה 24 שנים קודם לכן. ממצא זה שונה באופן יסודי מהמגמה בארה"ב, שם פער השכר בין מנכ"לים לעובד הממוצע עלה דרמטית – מפי 154 ב-1995 לפי 278 ב-2018⁷⁰. זאת בשל עלייה הרבה יותר גדולה בתגמול המנכ"לים האמריקניים (187%) לעומת ישראל (17% בלבד).

כאשר מפרידים בין חברות פיננסיות ללא-פיננסיות, נמצא שהמגמות בתגמול המנהלים בין 1995-2018 דומות במהותן, אך שיעורי השינוי שונים משמעותית. עד 2007 התגמול זינק ב-227% בחברות פיננסיות, לעומת עלייה של 54% בלבד בחברות לא פיננסיות.

בין השנים 2010-2016, בעקבות חקיקת תיקון 16 ותיקון 20, חלה ירידה הדרגתית בתגמול המנהלים בשתי הקבוצות: 44% בחברות פיננסיות ו-10% בחברות לא פיננסיות. לאחר החוק של 2016, התגמול בחברות פיננסיות המשיך לרדת בשעה שבחברות לא פיננסיות הוא החל לעלות. כתוצאה מכך, התגמול הממוצע בחברות הפיננסיות התכנס כמעט לרמת התגמול בחברות הלא פיננסיות (1.9 מיליון ש"ח לעומת 1.8 מיליון ש"ח). המסקנה היא שתיקון 16 ותיקון 20, שהעניקו לדירקטורים ולבעלי המניות סמכות רבה יותר לקבוע את תגמול המנהלים, יצרו השפעה מובהקת של ירידה בתגמול בחברות הפיננסיות והלא פיננסיות כאחד. למעשה, גם ללא החוק של 2016 – שהיווה התערבות קיצונית שנבעה מלחצים ציבוריים ופוליטיים ולא מן השיקולים הכלכליים – המטרה של ריסון תגמול המנהלים כבר הושגה.

התגמול הגבוה ביותר למנהלים נמצא בבנקים ובחברות ביטוח, ואילו מנהלים בכירים בענף הביומד קיבלו את השכר הנמוך ביותר. בהתאם לממצאים בספרות, גודל החברה הוא ההסבר העיקרי לגובה תגמול המנהלים. נמצא הבדל מובהק בתגמול המנהלים בין חברות השייכות לקבוצות עסקיות לבין אלה שלא – אך רק בחברות ת"א-125.

התוצאות מצביעות על כך שרגישות תגמול המנהלים לביצועי החברות חלשה בהשוואה למדינות אחרות. במדינות עם מבנה בעלות מרוכז, כמו ישראל, לבעלי השליטה יש תמריצים משמעותיים לפקח על ההנהלה, ולכן אין צורך לקשור את תגמול המנהלים לביצועי החברה.

יחד עם זאת, חשוב לציין שמערכות אגרסיביות יותר של שכר-תמורת-ביצועים (עם הסתברות גבוהה יותר לפיטורים בגין ביצועים גרועים) היו מביאות לתגמול נמוך יותר למנהלים פחות מוכשרים. עם הזמן, מנהלים אלה היו מוחלפים באנשים מוכשרים ומוטיבציים יותר, שבממוצע היו משיגים תוצאות טובות יותר ומרוויחים שכר גבוה יותר. כך, למנהלים הקיימים היו תמריצים גבוהים יותר לשפר את ביצועי

⁷⁰ מבין 350 החברות הציבוריות הגדולות ביותר בארה"ב. לפי דוח שחובר על ידי Mishel and Wolfe (2019) ב-Economic Policy Institute.

החברה ושכרם היה עולה. יש לשים לב שתגמול מנהלים לטווח קצר בלבד עלול לעודד נטילת סיכונים מופרזים או נטישת החברה כאשר השוק משתנה.

רגישות השכר לביצועים החשבונאיים התחזקה לאחר יישום הרגולציות בחברות פיננסיות, בעוד שבחברות לא פיננסיות היא לא השתנתה. לעומת זאת, רגישות השכר לביצועים המנייתיים נחלשה לאורך השנים בחברות פיננסיות. בין השנים 2011-2018, התקופה שבה יושמו שלוש הרגולציות העיקריות, לא נמצא מתאם בין שני המשתנים הללו. ממצא זה מעלה את השאלה האם התגמול הנמוך יותר למנהלים בשנים אלה נבע משיקולים המבוססים על ביצועים, או שמא מלחצים ציבוריים. בחברות לא פיננסיות, לעומת זאת, רגישות זו התחזקה. הממצאים מראים גם שרגישות תגמול המנהלים לביצועים החשבונאיים של החברה עולה עם גודל החברה.

בנוגע למאפייני המנהלים, הגיל הממוצע והוותק הממוצע במשרה של מנהלים בכירים בישראל דומים לממוצעים בקרב מנכ"לים בחברות אמריקאיות. עם זאת, שיעור המנהלים בעלי תואר אקדמי גבוה יותר בישראל מאשר בארה"ב. הוותק של מנהל במשרתו משפיע חיובית על שכרו (ההשפעה בחברות פיננסיות גדולה יותר), אך תרומתו לשכר פוחתת עם הזמן. לא נמצאה השפעה של ההשכלה האקדמית הגבוהה ביותר על שכר המנהל. כמצופה, שיעור האחזקה של המנהל בחברה משפיע חיובית על גובה שכרו.

בכמעט 20% מהחברות במדגם מכהן יותר ממנכ"ל אחד או יותר מיו"ר דירקטוריון אחד (בכל שנות המדגם או בחלקן). על בסיס תת-מדגם זה של מנהלים משותפים, אני בוחנת את המאפיינים האישיים המשפיעים על פערי השכר ביניהם – בדיקה שטרם נעשתה, למיטב ידיעתי. הממצאים מצביעים על כך שהבדלי הוותק וההבדלים באחוז המשרה מסבירים חלק מפערי השכר בין מנהלים משותפים. כמו כן, מנהל משותף חדש מקבל תגמול נמוך יותר ממנהל משותף ותיק. לעומת זאת, הבדלים בגיל, בשיעור האחזקה בחברה, בהשכלה ובחברות בדירקטוריון אינם משפיעים על פערי השכר.

מקורות

- 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.
- Aggarwal, R.K. and Samwick, A.A. (1999). "Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 6.
- Aminadav, G., & Papaioannou, E. (2018). "Corporate Control around the World", *NBER Working Paper* 23010.
- Amzaleg, Y. and Mehrez, E. (2002). "The Million Club—The Relationship Between Pay and Performance of Executives at Public Companies", *Israel Economic Review* 49 (Hebrew), 284-320.
- Ang, J.S., Hauser, S. & Lauterbach, B. (1997). "Top Executive Compensation Under Alternate Ownership and Governance Structures", *Advances in Financial Economics* 3, 1-32.
- Arena, M. P., Ferris, S. P., & Unlu, E. (2011). "It Takes Two: The Incidence and Effectiveness of Co-CEOs", *Financial Review*, 44(3), 385-412.
- Baker, G., Jensen, M. and K.J. Murphy (1988). "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory", *Journal of Finance*, 43(3), 593-616.
- Barak, R., Cohen, S., & Lauterbach, B. (2007). "CEO Pay in Israel and Its Relations to Firm Performance and Ownership Structure", *Israeli Quarterly Journal of Economics*, 54(2), 205-228.
- Bar-Yosef S., & Talmor E. (1997). "Performance Versus Control: What Influences Senior Executive Compensation in Israel?", *Israel Economic Review* 44 (Hebrew), 171-192.
- Baumol, W. J. (1959). *Business Behavior, Value and Growth*.
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2001). *Executive Compensation in America: Optimal Contracting Or Extraction of Rents?*, No. w8661. National Bureau of Economic Research, 2001.
- Bebchuk, L., & Fried, J. (2004). *Pay Without Performance*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Bebchuk, L. A., & Hamdani, A. (2008). "The Elusive Quest for Global Governance Standards", *U. Pa. L. Rev.*, 157, 1263.
- Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York, Macmillan Publishing Co.
- Bettis, J. C., Bizjak J. M., Coles J. L., & Young B. (2014). "The Presence, Value, and Incentive Properties of Relative Performance Evaluation in Executive Compensation Contracts", *Working Paper, Arizona State University, Texas Christian University, University of Utah, and Southern Methodist University*.

- Bliss, R.T. and Rosen, R.J. (2001). "CEO Compensation and Bank Mergers", *Journal of Financial Economics*, 61, 107-138.
- Bolton, P., Scheinkman, J. and Xiong, W. (2006). "Executive Compensation and Short-Termist Behavior in Speculative Markets", *Review of Economic Studies* 73, 577-610.
- Cavalluzzo, K. S., & Sankaraguruswamy, S. (2000). Pay-to-Accounting Performance and Ownership Structure in Privately-Held Small Corporations, *Available at SSRN 241154*,
- Cohen, S., & Lauterbach, B. (2008). "Differences in Pay between Owner and Non-owner CEOs: Evidence from Israel", *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 4-15.
- Core, J.E., Holthausen, R.W. and Larcker, D.F. (1999). "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics* 51, 371-406.
- Correa, R., & Le, U. (2016). "Say on Pay Laws, Executive Compensation, Pay Slice, and Firm Valuation Around the World", *Journal of Financial Economics*, 122(3), 500-520.
- Custodio, C., Ferreira, M. A., & Matos, P. (2010). Generalists versus Specialists: Managerial Skills and CEO Pay. *Available at SSRN 1670243*.
- De Angelis, D. & Y. Grinstein (2011). "Relative Performance Evaluation in CEO Compensation: Evidence from the 2006 Disclosure Rules." Working Paper, Cornell University.
- De Angelis, D., & Grinstein, Y. (2020). "Relative Performance Evaluation in CEO Compensation: A Talent-Retention Explanation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(7), 2099-2123.
- Doidge, Craig, G. Andrew Karolyi, and René M. Stulz (2017), "The US listing gap," *Journal of Financial Economics*, 123(3): 464–487.
- Edmans, A., & Gabaix, X. (2016). "Executive Compensation: A Modern Primer", *Journal of Economic Literature*, 54(4), 1232-1287.
- Edmans, A., Gabaix, X., & Jenter, D. (2017). "Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence. *The Handbook of the Economics of Corporate Governance* (pp. 383-539) Elsevier.
- Farrell, K. A., & Whidbee, D. A. (2003). "Impact of Firm Performance Expectations on CEO Turnover and Replacement Decisions", *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 165-196.
- Ferri, F., & Maber, D. A. (2013). "Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK", *Review of Finance*, 17(2), 527-563.
- Finkelstein, S. and Boyd, B.K. (1998). "How Much Does the CEO Matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation", *Academy of Management Journal* 41, 179-199.
- Frank, R. H., & Cook, P. J. (2010). *The Winner-Take-All Society: Why the Few at the Top Get so Much More than the Rest of Us*, Random House.

- Fried, J. M., Kamar, E., & Yafeh, Y. (2020). "The Effect of Minority Veto Rights on Controller Pay Tunneling", *Journal of Financial Economics*, 138(3), 777-788.
- Gabaix, X., & Landier, A. (2008). "Why has CEO Pay Increased so Much?", *The Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100.
- Gershgoren G. G., Sabbach G., & Teper L. (2015). "Executive Compensation in Israel: 2011-2014", *Israel Securities Authority* (Hebrew).
- Gomez-Mejia, L. R., Larrazza-Kintana, M., & Makri, M. (2003). "The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations", *Academy of Management Journal*, 46(2), 226-237.
- Gong, J. J. (2011). "Examining Shareholder Value Creation over CEO Tenure: A New Approach to Testing Effectiveness of Executive Compensation", *Journal of Management Accounting Research*, 23(1), 1-28.
- Grullon, Gustavo, Yelena Larkin, and Roni Michaely (2019), "Are US industries becoming more concentrated?," *Review of Finance*, 23(4): 697–743.
- Hadlock, Charles J. and Lumer Gerald B., (1997). "Compensation, Turnover, and Top Management Incentives: Historical Evidence", *Journal of Business*, Vol. 70, No. 2, pp. 153-187.
- Hall, B. J., & Liebman, J. B. (1998). "Are CEOs Really Paid like Bureaucrats?" *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 653-691.
- Hauser, S. & Gizbar, S. (1992). "Control Structure and Senior Executive Compensation Policy at Industrial Companies Whose Shares are Listed for Trading on the Tel Aviv Stock Exchange", *Israel Economic Review* (Hebrew), 415-435.
- Hauser, S. & Ofir, S. (1998). "Examination of the Factors Affecting the Difference Between Pay for Senior Executives and for Other Employees at Companies Whose Shares are Listed for Trading on the Tel Aviv Stock Exchange", *Israel Securities Authority* (Hebrew).
- Hauser, S., Solomon, E., Shohat, E. & Tnuchama, Y. (1995). "The Relationship between Senior Executive Compensation and Control Structure at Companies Whose Shares are Listed for Trading on the Tel Aviv Stock Exchange, and Their Business Results", *Israel Securities Authority* (Hebrew).
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO", *American Economic Review*, 96-118.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2001). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature.
- Himmelberg, C. P., & Hubbard, R. G. (2000). "Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-for-Performance Sensitivity", Paper presented at the *Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference*.
- Holmstrom, B. (1979), "Moral Hazard and Observability", *Bell Journal of Economics*, Vol. 10 74-91.

- Holmstrom, B. (1982), "Moral Hazard in Teams", *Bell Journal of Economics*, Vol. 13 No. 2, pp. 324-340.
- Holmstrom, B. and Milgrom P., (1987). "Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 303-328.
- Hubbard, R. G. (2005). "Pay without Performance: A Market Equilibrium Critique". Available at SSRN 868513.
- Jensen, M.C. and Meckling W.H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Incentives, Agency Costs, Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 2, 305-360.
- Jensen, M. and Murphy, K. (1990). "Performance Pay and Top Management Incentives", *Journal of Political Economy* 98, 225-264.
- Kaplan, Steven N., (1994). "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States", *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 3, pp. 510-546.
- Kaplan, S. N. (1994). "Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany". *JL Econ. & Org.*, 10, 142.
- Kastiel, K. (2015). "Executive Compensation in Controlled Companies", *Indiana Law Journal* 90 (3): 1131–1176.
- Kleymenova, A., & Tuna, İ. (2021). Regulation of compensation and systemic risk: Evidence from the UK. *Journal of Accounting Research*, 59(3), 1123-1175.
- Kosenko, K. (2007). "Evolution of Business Groups in Israel: Their Impact at the Level of the Firm and the Economy", *Israel Economic Review*, 5(2), 55-93.
- Krause, R., Priem, R., & Love, L. (2015). "Who's in Charge Here? Co-CEOs, Power Gaps, and Firm Performance", *Strategic Management Journal*, 36(13), 2099-2110.
- Lambert, R. A. (1993). "The Use of Accounting and Security Price Measures of Performance in Managerial Compensation Contracts: A Discussion", *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), 101-123.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999). "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance* 54, 471-517.
- Lauterbach, B., and Yosef, R., "CEO Pay in Israel: Fundamental Questions and Empirical Findings", *Theory and Practice in Management*, 1, 2021, 7-22. (in Hebrew).
- Lauterbach, B., & Yosef, R. (2022). "Corporate Governance Progress and the Pay Premium of Owner CEOs: Evidence from Israel". *Corporate Governance: An International Review*.
- Lazear, E. P., & Rosen, S. (1981). Rank-order tournaments as optimum labor contracts. *Journal of political Economy*, 89(5), 841-864.
- Lewellen, W.G. and Huntsman, B. (1971). "Managerial Pay and Corporate Performance", *American Economic Review* 60, pp. 710-720.

- Main, B. G., O'Reilly, C. A., & Wade, J. (1995). "The CEO, the Board of Directors and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives", *Industrial and Corporate Change*, 4(2), 293-332.
- Martinez, Isabelle, and Stéphanie Serve (2011), "The delisting decision: The case of buyout offer with squeeze-out (BOSO)," *International Review of Law and Economics*, 31(4): 228–239.
- McConaughy, D. L. (2000). "Family CEOs vs. Nonfamily CEOs in the Family-Controlled Firm: An Examination of the Level and Sensitivity of Pay to Performance", *Family Business Review*, 13(2), 121-131.
- Mehran, H. (1994). "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics* 38, pp. 163-184.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth", *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720.
- Murphy, K. J. (1999). "Executive Compensation", *Handbook of Labor Economics*, 3, 2485-2563.
- Murphy, K. J., & Zabojnik, J. (2004). "CEO Pay and Appointments: A Market-based Explanation for Recent Trends", *American Economic Review*, 94(2), 192-196.
- Ofek, E. and Yermack, D. (2000). "Taking Stock: Equity Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership", *Journal of Finance*, Vol. 55, No 3, pp. 1367-1384.
- O'Toole, J., Galbraith, J., & Lawler III, E. E. (2002). "When Two (or More) Heads are Better than One: The Promise and Pitfalls of Shared Leadership", *California Management Review*, 44(4), 65-83.
- Palia D. (2000). "The Impact of Regulation on CEO Labor Markets", *Rand Journal of Economics* 31, 165-179.
- Pearce, C. L., & Conger, J. A. (2003). "All Those Years Ago: Shared Leadership: Reframing the Hows and Whys of Leadership", 1-18.
- Philippon, T., & Reshef, A. (2012). "Wages and Human Capital in the US Finance Industry: 1909–2006", *The Quarterly Journal of Economics*, 127(4), 1551-1609.
- Rosen, S. (1990). *Contracts and the Market for Executives*, No. w3542. National Bureau of Economic Research.
- Schaefer, S. (1998). "The Dependence of Pay—Performance Sensitivity on the Size of the Firm", *Review of Economics and Statistics*, 80(3), 436-443.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Smith, C.W. and Watts, R.L. (1992). "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics* 32, 263-292.
- Talmor, E., & Wallace, J. S. (2001). "A Unified Analysis of Executive Pay: The Case of the Financial Sector", *Available at SSRN 215630*.

- Wasserman, N., Nohria, N., & Anand, B. N. (2001). *When Does Leadership Matter? The Contingent Opportunities View of CEO Leadership*; SSRN [R]. HBS Working Paper 02-04.
- Yoo, S. W., Lee, G., Shin, J. E., & Kim, J. (2020). "Firm Performance and the Adoption of a co-CEO Structure: Evidence from Korea", *Asia Pacific Journal of Management*, 1-18.
- Zhou, X. (2000). "CEO Pay, Firm Size, and Corporate Performance: Evidence from Canada", *Canadian Journal of Economics/Revue Canadienne D'Économique*, 33(1), 213-251.
- Zussman, Z. & Mehrez, G. (1992). "Factors Determining Senior Executive Compensation in Israel: Its Level and Changes In It", *Israel International Institute* 13 (Hebrew).
- Zviran M., Weiss D. and Mograbi E., "Effects of Regulation and Legislation on Executive Compensation in Israel", *Innovations in Management*, No. 6, June 2020, pp. 114-127. (in Hebrew).

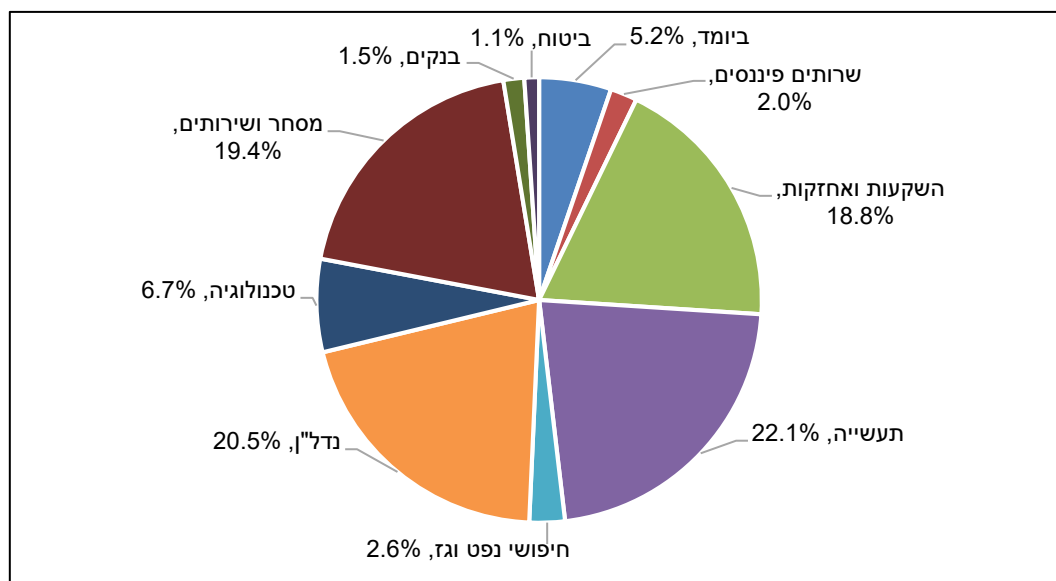
נספח א'. הגדרות המשתנים

משתנה	הגדרה	מקור
Firm's Issuer Number	מספר חברה (בהתאם לסמל הבורסה)	נתוני בורסת תל אביב
Executive's position	משתנה אינדיקטור המקבל ערך 0 – אם הבכיר הוא יו"ר הדירקטוריון; 1 – אם הוא המנכ"ל; 2 – אם הוא היו"ר והמנכ"ל יחד; 3 – ביתר המקרי	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
CO_CEO	משתנה דמי, המקבל ערך 1 אם נושא המשרה הוא מנכ"ל או יו"ר ו-0 אחרת.	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Deputy CEO	משתנה דמי השווה ל-1 אם נושא המשרה הוא סמנכ"ל ו-0 אחרת.	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Name	שם המנהל	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
ID	מספר ת"ז של המנהל	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Age	גיל המנהל	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Education	משתנה אינדיקטור השווה ל-0 אם יש למנהל 12 שנות לימוד, 1 אם יש לו תואר ראשון, ו-2 אם יש לו תואר שני ומעלה.	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Membership in the Board of Directors	משתנה אינדיקטור השווה ל-0 אם הבכיר אינו חבר דירקטוריון, 1 אם הוא חבר דירקטוריון, ו-2 אם הוא יו"ר הדירקטוריון.	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Family Relation	משתנה דמי השווה ל-1 אם המנהל הוא בן משפחה של בעל עניין, ו-0 אם לא.	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Tenure in the Company	הוותק של המנהל נמדד כמספר השנים שהוא נמצא בחברה נתונה.	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Tenure in position	הוותק של המנהל נמדד כמספר השנים שהוא נמצא במשרה נתונה.	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
מחזור	משתנה דמי השווה ל-1 אם המנהל הוחלף בשנה נתונה.	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Appointment percentage	אחוז המשרה בתפקיד הניהולי (משרה חלקית או מלאה)	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
אחזקות	שיעור האחזקה של המנהל בחברה	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Family Stakeholder	משתנה דמי השווה ל-1 אם יש למנהל בן משפחה שמחזיק מניות בחברה, ו-0 אחרת.	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Total Compensation	התגמול הכולל המשולם למנהל בשנה נתונה במחירים נוכחיים (בשקלים)	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Of which : Salary	שכר הבסיס המשולם למנהל בשנה נתונה במחירים נוכחיים (בשקלים)	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Of which : Social Provisions	הפרשות סוציאליות המשולמות למנהל בשנה נתונה במחירים נוכחיים (בשקלים)	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Of which : Bonuses	בונוסים המשולמים למנהל בשנה נתונה במחירים נוכחיים (בשקלים)	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Of which : Share based compensation	תגמול מבוסס מניות המשולם למנהל בשנה נתונה במחירים נוכחיים (בשקלים)	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Of which : Other benefits	הטבות אחרות המשולמות למנהל בשנה נתונה במחירים נוכחיים (בשקלים)	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים

ROE	תשואה על ההון העצמי המחושבת כיחס ההון העצמי לסך הנכסים	נתונים מתוך הדוחות הכספיים השנתיים
ROA	תשואה על הנכסים המחושבת כיחס ההכנסה נטו לסך הנכסים	נתונים מתוך הדוחות הכספיים השנתיים
Size	לוג טבעי של סך הנכסים	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מתוך הדוחות הכספיים השנתיים
Market Value	לוג טבעי של שווי שוק (בסוף השנה)	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב
Industry	הענף של החברה	נתונים מתוך הדוחות הכספיים השנתיים
Business Group Affiliation	משתנה דמי השווה ל-1 אם החברה קשורה לקבוצה עסקית ו-0 אחרת.	חושב על ידי המחברת באמצעות נתוני בנק ישראל
Industry ROE	ממוצע התשואה על ההון בענף (ממוצע משוקלל לפי סך הנכסים)	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מתוך הדוחות הכספיים השנתיים
TA 125index	משתנה דמי השווה ל-1 אם החברה שייכת למדד ת"א-125 ו-0 אחרת.	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב
Trading Years	מספר השנים שבהן החברה נסחרת בבורסת תל אביב	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מתוך הדוחות הכספיים השנתיים
Leverage	היחס בין השווי המאזני של ההתחייבות לשווי המאזני של הנכסים	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מתוך הדוחות הכספיים השנתיים
Stock Return	תשואה על מניות החברה	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב
Industry stock return	תשואה על המניות בענף (ממוצע משוקלל לפי שווי שוק)	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב
Tobin's Q ratio	שיטת החישוב: (שווי מאזני של החוב + שווי שוק) / (שווי מאזני של הנכסים)	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב
ציבורי	משתנה דמי השווה ל-1 אם מניית החברה נסחרת בבורסת תל אביב ו-0 אחרת (נסחרת רק איגרת חוב או מכשיר אחר)	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב
Year 2011_2012	משתנה דמי השווה ל-1 אם השנה היא 2011 או 2012 (לאחר תיקון 16) ו-0 אחרת.	חושב על ידי המחברת
Year 2013_2016	משתנה דמי השווה ל-1 אם השנה היא 2013 או 2014 או 2015 או 2016 (לאחר תיקון 20) ו-0 אחרת	חושב על ידי המחברת
Post 2016	משתנה דמי השווה ל-1 אם השנה היא אחרי 2016 (לאחר החוק) ו-0 אחרת	חושב על ידי המחברת
Ta 125 Index Return	התשואה השנתית על מדד ת"א-125	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב
All Stocks Index return	התשואה השנתית על מדד All-Shares	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב

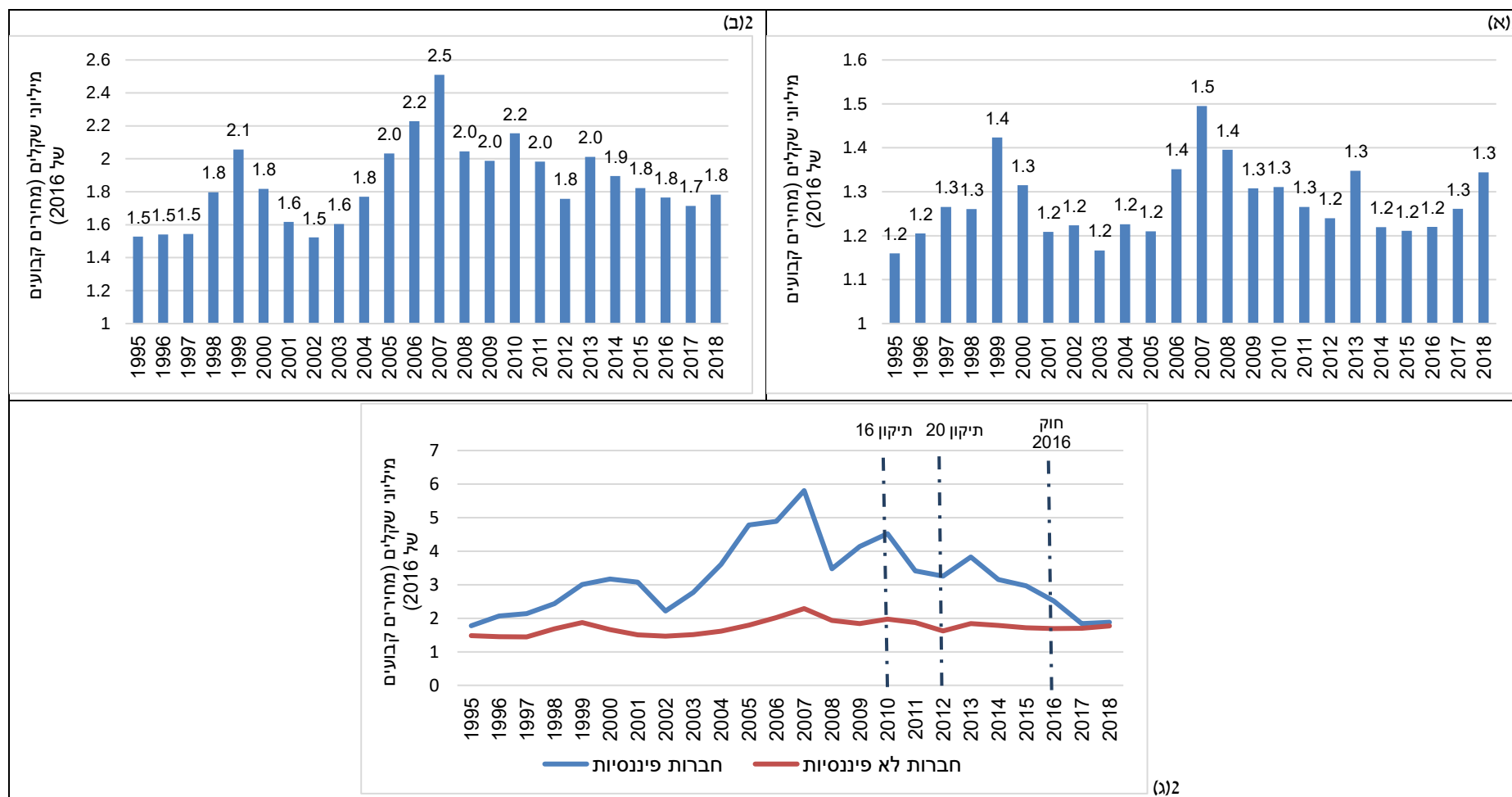
איור 1: התפלגות החברות לפי ענף

איור זה מציג את התפלגות החברות במדגם לפי ענפים (באחוזים בסוגריים). במקרים שבהם חברה עברה לענף אחר במהלך תקופת המדגם, היא סווגה לפי הענף שאליו השתייכה במשך רוב התקופה.

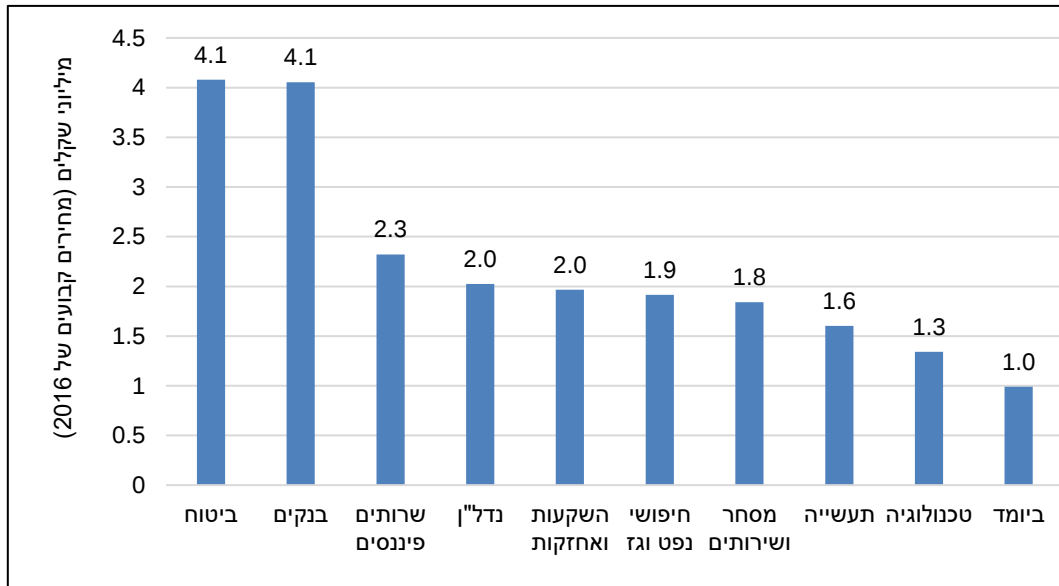


איור 2: תגמול מנהלים

איורים 2(א)-(ג) מציגים את התגמול החציוני של המנהלים, את התגמול הממוצע של המנהלים, המחולקים לחברות פיננסיות (קו כחול) ולא פיננסיות (קו אדום), בהתאמה לאורך השנים 1995 עד 2018 בישראל. התגמול הוא במיליוני שקלים במחירים קבועים של 2016. הקווים המקווקים האנכיים באיור 2(ג) מציינים את הנקודה בזמן שבה נחקקו תיקון 16 (2010), תיקון 20 (2012) וחקק 2016 (2016).

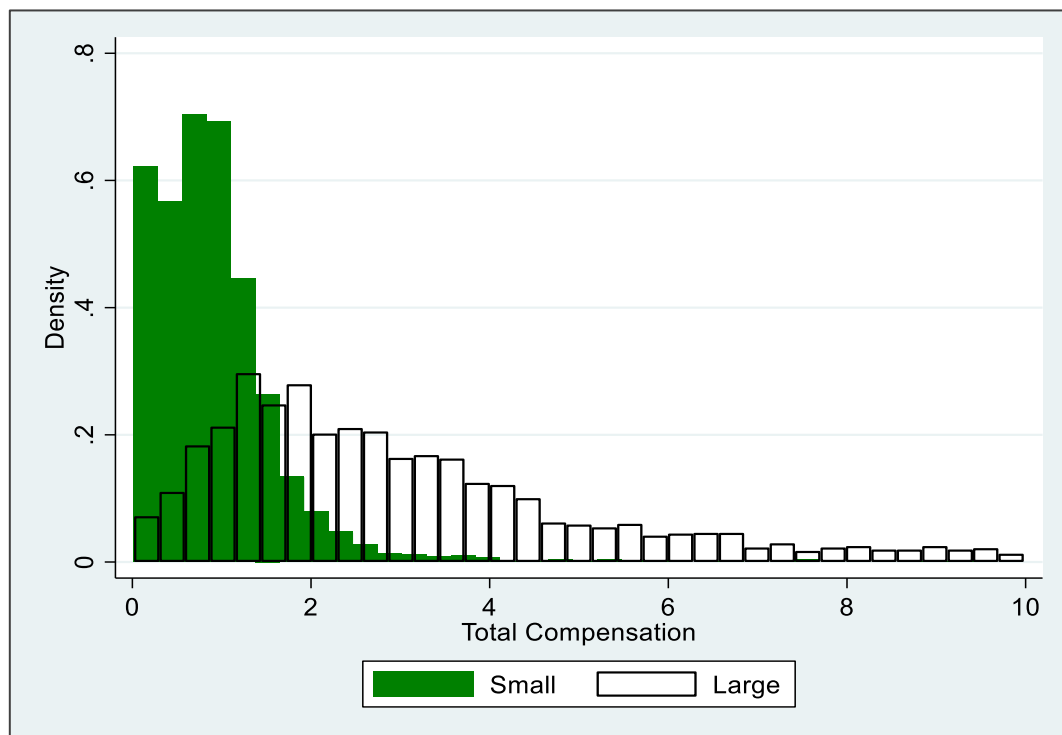


האיור מציג את תגמול המנהלים הממוצע, לפי ענף, בשנים 1995 עד 2018. התגמול הוא במיליוני שקלים במחירים קבועים של 2016.



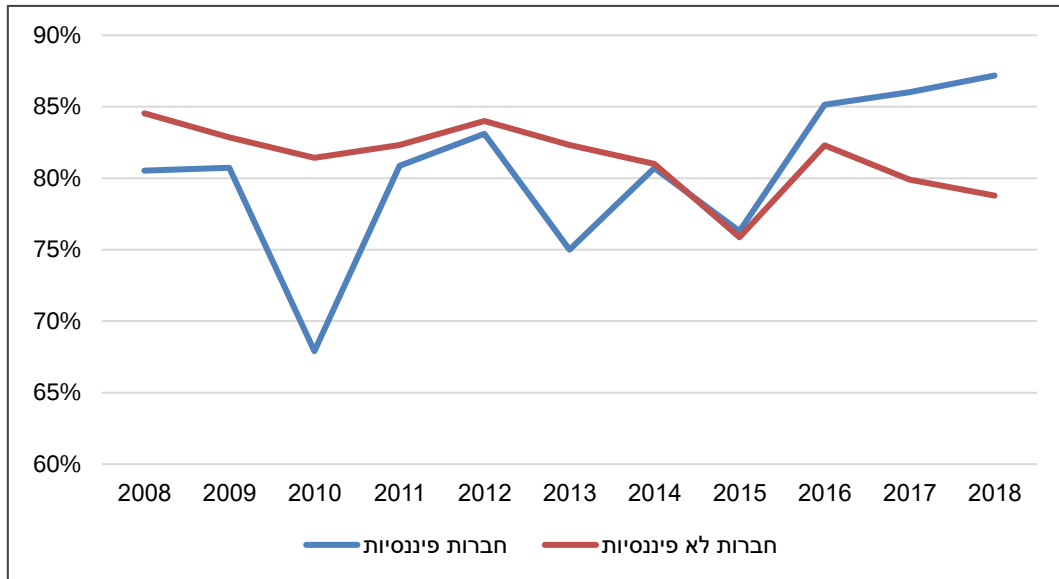
איור 4: תגמול מנהלים, לפי גודל חברה

האיור מציג את התפלגות תגמול המנהלים בחברות גדולות (הרבעון העליון לפי סך הנכסים) ובחברות קטנות (הרבעון התחתון לפי סך הנכסים). התגמול מוצג במיליוני שקלים במחירים קבועים של 2016.



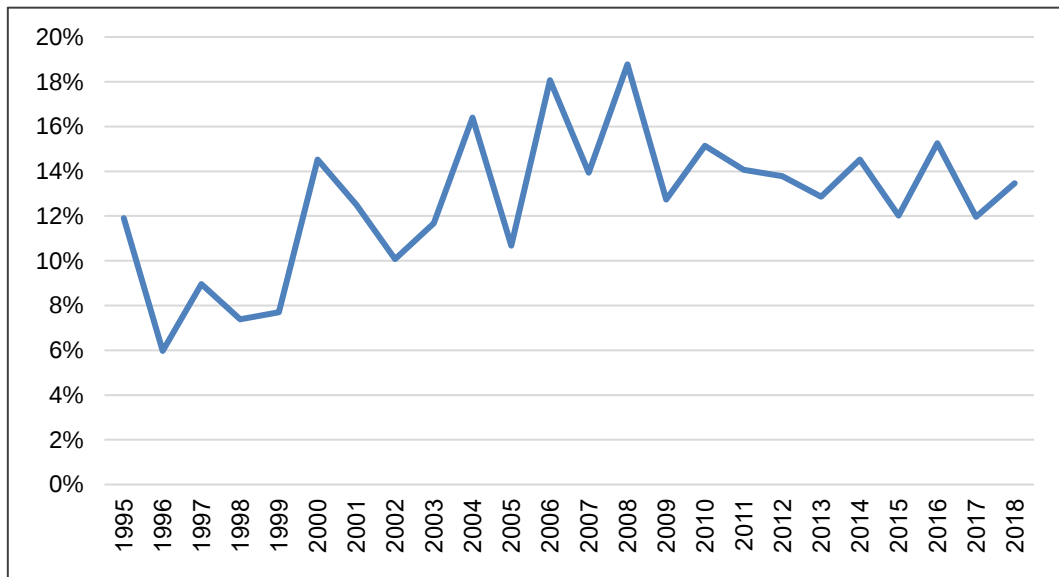
איור 5: מבנה תגמול המנהלים

האיור מציג את מבנה התגמול של מנכ"לים באמצעות היחס בין הרכיב הקבוע לתגמול הכולל בחברות פיננסיות (קו כחול) ולא פיננסיות (קו אדום).



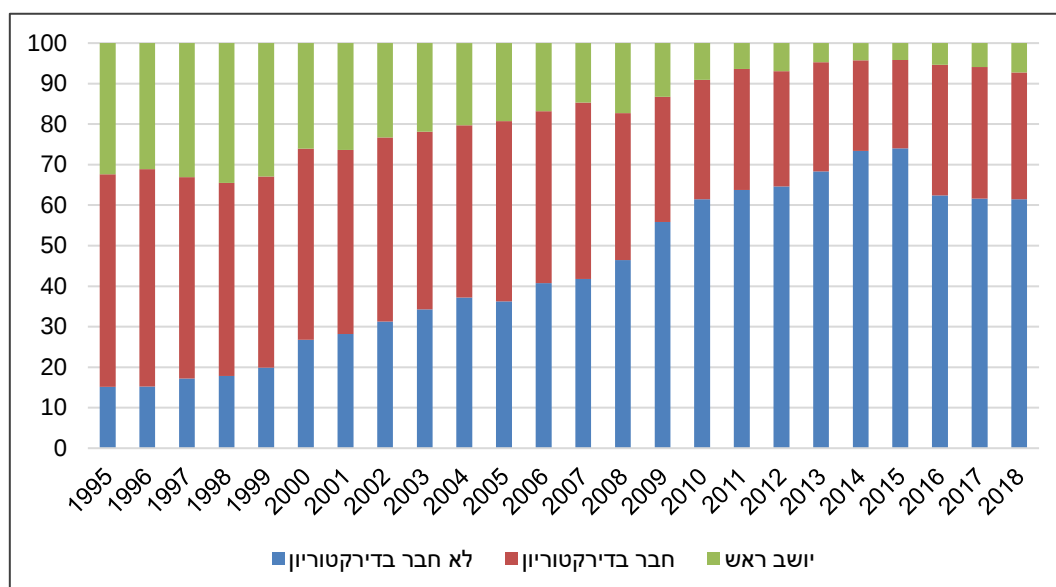
איור 6: תחלופת מנכ"לים

הגרף מראה את אחוז המנכ"לים שהוחלפו מתוך כלל המנכ"לים במדגם בשנים 1995-2018.



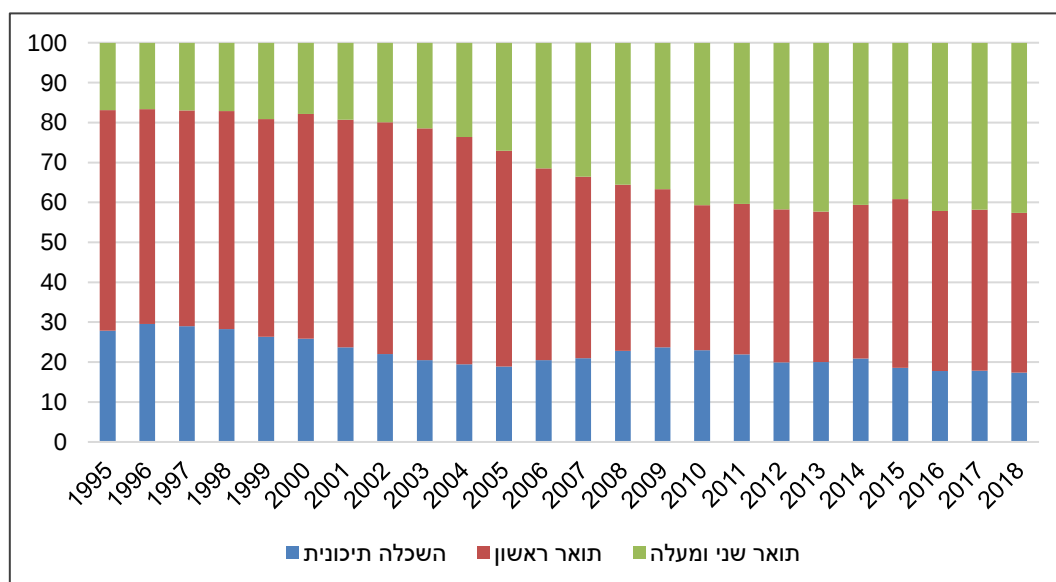
איור 7: מנכ"לים בדירקטוריון

האיור מחלק את המנכ"לים לכאלה שמכהנים בדירקטוריון (באדום), מנכ"לים שלא מכהנים בדירקטוריון (בכחול) ומנכ"לים המשרתים גם בתפקיד יו"ר הדירקטוריון (בירוק) ומתאר התפלגות זו, באחוזים, לאורך זמן – מ-1995 עד 2018.



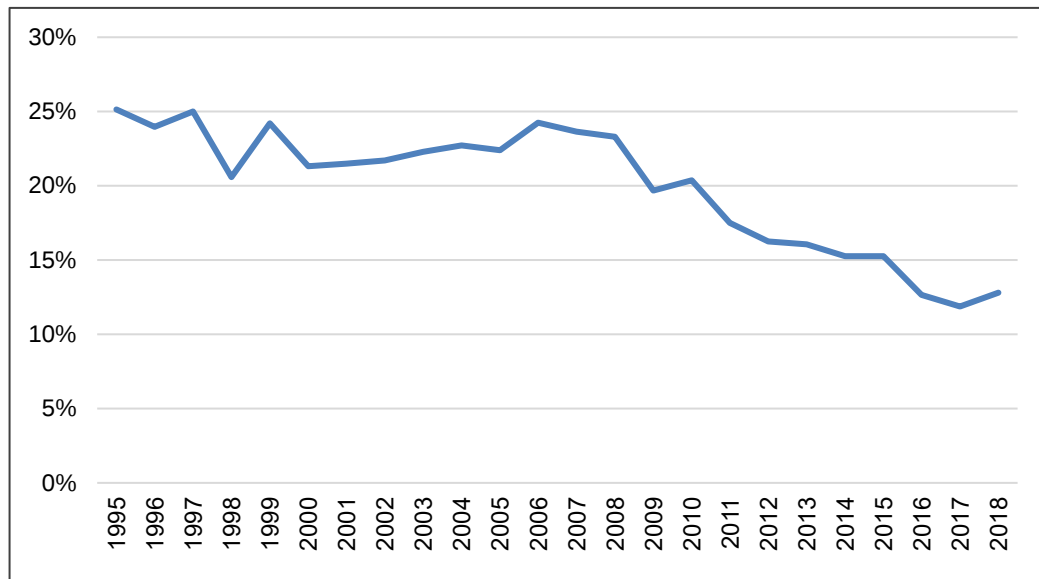
איור 8: תגמול מנהלים

האיור מציג את התפלגות המנהלים לפי רמת השכלה: השכלה תיכונית בלבד (בכחול), תוא ראשון (באדום) ותואר שני ומעלה (בירוק), באחוזים, בשנים 1995-2018.



איור 9: השתייכות לקבוצה עסקית

הגרף מראה את אחוז החברות המשתייכות לקבוצה עסקית מתוך כלל חברות המדגם לאורך השנים 1995-2018.



לוח 1: הרגולציות שיושמו בישראל בתחום של תגמול מנהלים

לוח זה מתאר את הרגולציות שיושמו בישראל בעשור האחרון בנוגע לתגמול בכירים. עבור כל רגולציה, הלוח מציג את שמה, מועד יישומה, על מי היא חלה ומידע מפורט על דרישות החקיקה.

שם	מועד אישור הרגולציה	יעד	פרטים
תיקון 16 לחוק החברות הישראלי 1999	מארס 2011	השכר המשולם למנהלים המהווים בעלי שליטה או קרוביהם	רמת התמיכה של בעלי מניות מיעוט הנדרשת לאישור עסקאות עם צדדים קשורים, כולל תגמול המנהלים המשולם לבעלי שליטה או לבני משפחותיהם, הוגדלה משליש קולות ההצבעה לרוב קולות. ⁷¹
תיקון 20 לחוק החברות הישראלי 1999	נובמבר 2012. התיקון נכנס לתוקף ב-12 בדצמבר 2012 וקבע כי חברות ציבוריות נדרשות לאמץ מדיניות תגמול בתוך תשעה חודשים (עד 12 בספטמבר 2013).	תגמול מנהלים בחברות ציבוריות ובחברות ציבוריות בעלות חוב נסחר	• הדירקטוריון רשאי למנות ועדת תגמול המורכבת משלושה דירקטורים לפחות. כל הדירקטורים החיצוניים של החברה חייבים לשרת בוועדה ולהוות בה רוב. יתר חברי הוועדה חייבים להיות דירקטורים המתוגמלים בהתאם לתקנות הקובעות את גובה התגמול של דירקטורים חיצוניים בחברה ציבורית. אדם שאינו זכאי לשרת בוועדת הביקורת של החברה אינו זכאי לשרת בוועדת התגמול. בין תפקידיה, ועדת התגמול אחראית לספק לדירקטוריון המלצות בנוגע למדיניות התגמול של החברה ככל שזו נוגעת לכלל המנהלים בחברה, בהתאם לעקרונות המפורטים בתיקון; לבחון את יישומה של מדיניות התגמול והאם יש צורך בעדכונה; לאשר את תנאי ההעסקה של מנהלי החברה; ולהחליט אם תנאי ההעסקה של מועמד לתפקיד המנכ"ל מחייבים את אישור אסיפת בעלי המניות. • דירקטוריון החברה נדרש לגבש מדיניות תגמול המטפלת בשכר הבכירים בחברה, על בסיס ההמלצות שהועברו על ידי ועדת התגמול. מדיניות התגמול חייבת באישור מראש של בעלי המניות. מדיניות התגמול צריכה להביא בחשבון את קידום יעדי החברה בטווח הארוך, את יצירתם של תמריצים נאותים למנהלי החברה לאור מדיניות ניהול הסיכונים של החברה, ואת הגודל והפעילויות של החברה. התיקון דורש שמדיניות התגמול תתייחס לקריטריונים שונים בנוגע לתנאי המשרה וההעסקה של מנהלי החברה (כגון השכלת המנהל, ניסיונו המקצועי וכישוריו), ובפרט, היחס בין התגמול של מנהלי החברה לתגמול של יתר עובדי החברה (כולל עובדי קבלן). • חובה להטיל מגבלה על הרכיבים המשתנים בשכר, והם צריכים להתבסס על קריטריונים מדידים ועל ביצועים בטווח ארוך. חלקים זניחים בלבד מתוך הרכיבים המשתנים של השכר יכולים להינתן על בסיס קריטריונים בלתי מדידים, מתוך התחשבות בתרומת המנהל לחברה. • מדיניות התגמול הכוללת של חברה ציבורית, כמו גם שכר המנכ"ל שלה, חייבים באישור רוב בעלי המניות שאינם בעלי שליטה באסיפת בעלי המניות. אם אסיפת בעלי המניות לא אישרה את חוזה השכר, עדיין ניתן לאשר את החוזה, בתנאי שוועדת התגמול והדירקטוריון שוקלים מחדש את

⁷¹ למידע נוסף על חוק זה, ראו: Fried et al. (2020).

התגמול ומאשרים אותו בליווי נימוקים לתמיכה בהחלטתם. באשר לתגמול דירקטורים, דרוש אישור של רוב פשוט מקרב בעלי המניות באסיפת בעלי המניות. התגמול של כל המנהלים הבכירים חייב לעלות בקנה אחד עם מדיניות התגמול של החברה. בנסיבות מיוחדות, עם זאת, התיקון מתיר לאשר הסכמי תגמול ספציפיים החורגים ממדיניות התגמול, בתנאי שהתקבלו אישורים מתאימים.			
במקרה של חברה בת של חברה ציבורית, מדיניות תגמול או תנאי העסקה של מנהל החורגים ממדיניות התגמול ידרשו באופן גורף אישור של רוב בעלי המניות שאינם בעלי שליטה באסיפת בעלי המניות, ואישור כזה יהיה מחייב.			
הרכיב המשתנה בתגמול לא יעלה על 100% מהרכיב הקבוע בתגמול עבור כל עובד. אולם, בתנאים חריגים ועל פי החלטה מנומקת, הרכיב המשתנה בתגמול יכול להגיע עד 200% מהרכיב הקבוע. לפחות 50% מהרכיב המשתנה בתגמול הניתן בגין שנה קלנדרית לנושא משרה (כמוגדר בחוק החברות) יינתנו בצורת מניות ומכשירים מבוססי-מניות שיכולים להבשיל לאורך מספר שנים, בהתאם לרמת הביצועים במהלך תקופה זו. כמו כן, תאגיד בנקאי אינו רשאי להעניק גמולים משתנים שאינם מבוססי-ביצועים. ⁷²	תגמול מנהלים בכל התאגידים הבנקאיים, למעט תאגידים בנקאיים זרים, כמו גם חברות אשראי הנתונות לשליטה של תאגיד בנקאי.	נובמבר 2013	הוראות ניהול בנקאי תקין מספר 301 ("דירקטוריון") ומספר A 301 (מדיניות תגמול בתאגיד בנקאי)
כנ"ל	תגמול מנהלים בגופים מוסדיים	דצמבר 2013	מדיניות תגמול בגופים מוסדיים
התגמול יהיה קבוע ולא יותנה בביצועים.	תגמול יושב-ראש הדירקטוריון של תאגיד בנקאי או גוף מוסדי	יוני 2015	מדיניות התגמול ליושב-ראש הדירקטוריון ביטוח מפוקחת והסדרי תגמול נוספים
הגבלת התגמול לגובה של עד פי 35 משכרו של העובד המקבל את השכר הנמוך ביותר בחברה. עובדי חברה כוללים הן עובדים ישירים והן כוח אדם המועסק באופן עקיף באמצעות חברות כוח אדם. תגמול על פי החוק כולל את כל רכיבי השכר מלבד הפקדות והפרשות לקרנות פיצויים וקרנות פנסיה (כולל ביטוח אובדן כושר עבודה) והפרשות ביחס לזכויות קודמות שהצטברו טרם חקיקת החוק ⁷⁵ . תגמול מנהלים שאינו מגיע למגבלה אך גבוה מ-2.5 מיליון שקל לא יהיה מוכר במס. תשלום שכר העולה על 2.5 מיליון שקל למנהל גם דורש את אישורם של ועדת התגמול, הדירקטוריון, רוב מבין הדירקטורים הבלתי תלויים ובעלי המניות.	תגמול מנהלים בסוגים מסוימים של חברות פיננסיות – בנקים, חברות ביטוח, בתי השקעות, חברות ניהול תיקים וקרנות נאמנות. ^{74,73}	אפריל 2016. החברות המוגבלות נדרשו ליישמו החל מ-2017.	תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי-התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), תשע"ו-2016

⁷² למעט מענק חתימה לעובד מרכזי חדש בקבוצה בנקאית, המוגבל לשנת העבודה הראשונה (גמול מותנה במהלך תקופת השירות בלבד לא יאושר).

⁷³ כולל חברות אם של אותן חברות, המחזיקות לפחות 30% מהחברה.

⁷⁴ החוק אינו חל על ענפים פיננסיים אחרים כמו חברות כרטיסי אשראי, קרנות השקעה פרטיות וקרנות גידור, כדוגמה. בנוסף, החוק אינו חל על חברות בנות של חברות מושפעות העוסקות בפעילויות פיננסיות אחרות, כמו בנקאות השקעות, חברות חיתום וסוכנויות ביטוח. כך גם, חברות בנות זרות של החברות המושפעות פטורות מהחוק. שר האוצר יכול להחיל את החוק על תאגידים פיננסיים אחרים באישור ועדת הכספים של הכנסת.

⁷⁵ משכורת, בונוסים, תגמול מבוסס מניות, עמלות ניהול, שכר ייעוץ וכד'.

לוח 2: תגמול מנהלים, לפי תת-ענף

לוח זה מציג סטטיסטיקה מסכמת עבור תגמול מנהלים, לפי תת-ענף, בשנים 1995 עד 2018. התגמול הוא במיליוני שקלים במחירים קבועים של 2016.

Min	Max	S.D.	Median	Mean	N	
0.30	1.5	0.3	0.6	0.7	15	חקלאות
0.06	5.2	1.0	0.6	0.9	128	השקעות במדעי החיים
0.03	7.4	0.9	0.8	1.0	151	ביוטכנולוגיה
0.04	5.6	0.9	0.8	1.0	165	מכשור רפואי
0.01	3.3	0.6	1.1	1.2	85	חומרי בניין
0.01	5.0	0.8	1.1	1.3	578	מתכות
0.24	3.7	0.9	1.3	1.4	33	אלקטרוניקה
0.03	9.2	1.1	1.1	1.4	474	מחשבים
0.06	8.9	1.2	1.2	1.5	281	מלונאות ותיירות
0.08	9.9	1.0	1.3	1.5	833	חשמל
0.19	29.4	2.8	0.8	1.5	126	השקעות בייצור ובתעשיות שונות
0.07	27.2	1.8	1.2	1.6	320	עץ, נייר והדפסות
0.19	9.5	1.3	1.4	1.8	350	אופנה וביגוד
0.02	41.8	2.3	1.4	1.9	894	שירותים
0.05	18.0	2.3	1.4	1.9	666	כימיקלים, גומי ופלסטיק
0.09	26.6	2.7	1.3	1.9	157	חיפושי נפט וגז
0.11	20.3	2.1	1.3	2.0	552	מזון
0.05	15.1	1.8	1.4	2.0	1,029	מסחר
0.00	42.9	2.6	1.2	2.0	1,924	השקעה ואחזקות
0.01	39.6	2.7	1.3	2.0	3,035	בנייה ונדל"ן
0.05	13.5	2.4	1.4	2.3	289	שירותים פיננסיים
0.02	19.3	3.1	1.8	2.7	173	תקשורת ומדיה
0.22	40.0	3.8	2.8	3.8	464	בנקים
0.28	28.6	3.1	3.2	4.1	261	ביטוח

לוח 3: תגמול המנכ"לים והשכר הממוצע למשרת שכיר

לוח זה משווה את תגמול המנכ"לים בחברות ציבוריות לתגמול המנכ"לים בשירות הציבורי, ולשכר הממוצע למְשָׁרֵת שכיר במשק מ-1996 עד 2018. התגמול הוא באלפי שקלים במחירים קבועים של 2016.

שינוי שנתי ממוצע (1996-2018)	2018	2007	1996	
1.7%	2,036	2,577	1,568	(1) מנכ"לים של חברות ציבוריות (אלפי שקלים)
0.9%	557	505	462	(2) מנכ"לים בשירות הציבורי (אלפי שקלים)
1.3%	157	138	119	(3) משרת שכיר (אלפי שקלים)
	4	5	3	יחס (2) / (1)
	13	19	13	יחס (3) / (1)

לוח 4: סטטיסטיקה מסכמת של מאפייני המנהל

לוח זה מציג סטטיסטיקה מסכמת עבור המשתנים העיקריים של המנהל לאורך השנים 1995 עד 2018 – גיל, ותק בתפקיד, שיעור אחזקת מניות החברה על ידי המנהל, שיעור המנהלים בעלי תואר שני ומעלה ושיעור תחלופת המנהלים. לוח א מציג את הנתונים עבור חברות פיננסיות ולוח ב עבור חברות לא פיננסיות.

לוח א: חברות פיננסיות

Min	Max	S.D.	Median	Mean	N	
30.0	88.0	9.8	55.0	54.7	1,172	גיל
0.0	43.0	7.3	4.0	6.2	1,150	ותק בתפקיד (בשנים)
0.0	94.7	17.0	0.0	7.4	1,180	שיעור אחזקת המנהל (באחוזים)
			0.0	49.1	1,168	שיעור המנהלים בעלי תואר שני ומעלה (באחוזים)
			0.0	12.9	661	שיעור תחלופת המנהלים (באחוזים)

לוח ב: חברות לא פיננסיות

Min	Max	S.D.	Median	Mean	N	
23.0	95.0	10.5	54.0	54.2	12,605	גיל
0.0	53.0	8.5	5.0	7.9	12,442	ותק בתפקיד (בשנים)
0.0	96.9	20.5	0.4	12.5	12,759	שיעור אחזקת המנהל (באחוזים)
			0.0	31.6	12,334	שיעור המנהלים בעלי תואר שני ומעלה (באחוזים)
			0.0	12.6	8,195	שיעור תחלופת המנהלים (באחוזים)

לוח 5: סטטיסטיקה מסכמת של מאפייני החברה

לוח זה מציג סטטיסטיקה מסכמת עבור המשתנים העיקריים ברמת החברה בשנים 1995 עד 2018 – סך הנכסים, שווי שוק, תשואה על ההון העצמי (ROE), תשואה על נכסים (ROA), תשואה על המניה, מינוף, השתייכות לקבוצה עסקית, הזמן מאז רישום החברה למסחר בבורסת תל אביב והכללתה של החברה במדד ת"א-125. לוח א מציג את הנתונים עבור חברות פיננסיות ולוח ב עבור חברות לא פיננסיות.

לוח א: חברות פיננסיות				
S.D.	Median	Mean	N	
94,780	10,062	55,120	677	סך הכנסים (במיליוני שקלים)
5,871	603	3,121	649	שווי שוק (במיליוני שקלים)
20.3	10.1	9.6	690	שיעור תשואה על ההון העצמי (באחוזים)
6.4	0.6	1.6	690	שיעור תשואה על נכסים (באחוזים)
52.7	14.2	23.7	690	תשואת המניה (באחוזים)
23.3	93.5	82.7	690	שיעור המינוף (באחוזים)
46.4	0.0	31.3	690	שיעור ההשתייכות לקבוצה עסקית (באחוזים)
10.9	18.0	18.0	678	ותק בבורסת ת"א (בשנים)
49.8	0.0	45.4	690	שיעור ההשתייכות במדד ת"א 125 (באחוזים)
לוח ב: חברות לא פיננסיות				
S.D.	Median	Mean	N	
9,717	286	2,438	8,262	סך הכנסים (במיליוני שקלים)
2,683	96	644	7,863	שווי שוק (במיליוני שקלים)
33	8.2	1.2	8,470	שיעור תשואה על ההון העצמי (באחוזים)
15	1.8	-1.9	8,470	שיעור תשואה על נכסים (באחוזים)
59.0	7.1	20.1	8,470	תשואת המניה (באחוזים)
25.4	64.6	61.8	8,470	שיעור המינוף (באחוזים)
39.8	0.0	19.7	8,470	שיעור ההשתייכות לקבוצה עסקית (באחוזים)
11.0	13.0	14.8	8,410	ותק בבורסת ת"א (בשנים)
34.3	0.0	13.7	8,470	שיעור ההשתייכות במדד ת"א 125 (באחוזים)

לוח 6: הגורמים הקובעים את תגמול המנהלים

לוח זה מציג את התוצאה של אמידת רגרסיית OLS עבור הגורמים הקובעים את התגמול של המנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון בחברות ציבוריות בישראל במהלך 24 השנים האחרונות (1995-2018). המשתנים התלויים הם הלוג הטבעי של התגמול הכולל (עמודות 1, 3, 5-8) והלוג הטבעי של תגמול שאיננו במניות במחירי 2016 של מנהל יחיד i בחברה j בשנה t . כדי לפקח על ביצועי החברה, אני משתמשת בתשואת המניה בפיגור (ביצועי המניה, עמודות 1, 2 ו-7) או ב-ROE בפיגור (עמודות 3, 4, 6 ו-8). בשל איכות הדיווח הגבוהה יותר, עמודות 5-6 מציגות את התוצאות עבור התקופה שאחרי 2006, ועמודות 7-8 מציגות את התוצאות רק עבור חברות השייכות למדד ת"א-125. Year 2011_2012 מקבל ערך 1 אם השנה היא 2011 או 2012 (השנים שאחרי שנת היישום של תיקון 16). Year 2013_2016 מקבל ערך 1 אם השנה היא בין 2013 ל-2016 (השנים שאחרי שנת היישום של תיקון 20), ו-Post 2016 הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם השנה היא 2017 או 2018 (השנים שלאחר החוק של 2016). כל יתר המשתנים מוגדרים בנספח א'. כל הספציפיקציות כוללות אפקטים קבועים עבור החברה, הענף והשנה. הטעויות מקובצות ברמת החברה.

Log (Total Compensation)	Log (Total Compensation)	Log (Total Compensation)	Log (Total Compensation)	Log (Non-equity Compensation)	Log (Total Compensation)	Log (Non-equity Compensation)	Log (Total Compensation)	משתנה תלוי:
Only TA-125, 1995-2018		All firms, 2007-2018			All firms, 1995-2018			
(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
-0.1506** (0.073)	-0.1092 (0.076)	-0.0951** (0.038)	-0.0667* (0.039)	-0.0780 (0.050)	-0.0950*** (0.036)	-0.0531 (0.052)	-0.0700* (0.037)	Post 2010
-0.4270*** (0.132)	-0.4031*** (0.127)	-0.1732*** (0.049)	-0.1712*** (0.049)	-0.0945* (0.052)	-0.1714*** (0.049)	-0.0942* (0.052)	-0.1700*** (0.049)	Post 2012
-0.4673*** (0.114)	-0.4540*** (0.111)	-0.1507*** (0.051)	-0.1407*** (0.051)	-0.1077* (0.059)	-0.1474*** (0.051)	-0.0994* (0.060)	-0.1386*** (0.051)	Post 2016
	0.0008** (0.000)		0.0007*** (0.000)			0.0007*** (0.000)	0.0007*** (0.000)	Stock Return in t-1
0.0179** (0.008)		0.0014 (0.001)		0.0021* (0.001)	0.0013 (0.001)			ROA in t-1
0.1342* (0.081)	0.1153 (0.086)	0.1521*** (0.026)	0.1549*** (0.026)	0.1717*** (0.024)	0.1900*** (0.025)	0.1764*** (0.024)	0.1922*** (0.025)	Log (Total Assets)
0.0116** (0.005)	0.0116** (0.005)	0.0039** (0.002)	0.0040** (0.002)	0.0037*** (0.001)	0.0033*** (0.001)	0.0037*** (0.001)	0.0033*** (0.001)	Executive's holdings
0.0252** (0.011)	0.0249** (0.011)	0.0331*** (0.006)	0.0329*** (0.006)	0.0275*** (0.005)	0.0289*** (0.005)	0.0278*** (0.005)	0.0291*** (0.005)	Tenure

-0.0006*	-0.0006	-0.0006***	-0.0006***	-0.0005***	-0.0006***	-0.0005***	-0.0006***	Tenure – squared
(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	
0.0194	0.0169	0.0643	0.0640	-0.0022	0.0670*	-0.0040	0.0657*	MA
(0.074)	(0.074)	(0.046)	(0.046)	(0.045)	(0.038)	(0.045)	(0.038)	
-0.0614	-0.0694	0.0170	0.0166	-0.0597	-0.0198	-0.0612*	-0.0208	Turnover
(0.060)	(0.059)	(0.035)	(0.035)	(0.037)	(0.027)	(0.037)	(0.027)	
								Appointment percentage
0.0154***	0.0154***	0.0127***	0.0128***	0.0144***	0.0127***	0.0144***	0.0127***	
(0.002)	(0.002)	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.002)	(0.001)	
								Business group affiliation
-0.1614**	-0.1559**	0.0185	0.0207	0.0021	-0.0507	0.0062	-0.0466	
(0.070)	(0.070)	(0.062)	(0.062)	(0.051)	(0.043)	(0.051)	(0.043)	
11.5959***	11.9903***	10.7425***	10.6894***	10.5279***	10.4975***	10.4460***	10.4478***	Constant
(1.306)	(1.400)	(0.696)	(0.711)	(0.476)	(0.471)	(0.474)	(0.473)	
2,127	2,127	7,525	7,525	12,087	12,139	12,087	12,139	Observations
0.547	0.546	0.616	0.617	0.500	0.596	0.501	0.597	R-squared
כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	Year Fixed Effects
								Industry Fixed
כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	Effects
כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	Firm Fixed Effects

טעויות תקן עמידות מופיעות בין סוגריים

***p<0.01 ** ,p<0.05 * ,p<0.1

לוח 7: הגורמים הקובעים את תגמול המנהלים, מחולקים לחברות פיננסיות ולא פיננסיות

לוח זה מציג את התוצאה של אמידת רגרסיית OLS עבור הגורמים הקובעים את תגמול המנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון בחברות פיננסיות (עמודות 1 ו-2) ובחברות לא פיננסיות (עמודות 3 ו-4) בין השנים 1995 ל-2018. המשתנה התלוי הוא הלוג הטבעי של התגמול הכולל במחירי 2016 של מנהל יחיד i בחברה j בשנה t . כדי לפקח על ביצועי החברה, אני משתמשת בתשואת המניה בפיגור (ביצועי המניה, עמודות 1 ו-3) או ב-ROA בפיגור (עמודות 2 ו-4). כל יתר המשתנים מוגדרים בנספח א'. כל הספציפיקציות כוללות אפקטים קבועים עבור החברה, הענף והשנה. הטעויות מקובצות ברמת החברה.

Log (Total Compensation)				משתנה תלוי:
חברות לא פיננסיות		חברות פיננסיות		
(4)	(3)	(2)	(1)	
-0.0833** (0.037)	-0.0597 (0.038)	-0.2301** (0.109)	-0.1593 (0.118)	Year 2011_2012
-0.1496*** (0.051)	-0.1504*** (0.051)	-0.3941*** (0.104)	-0.3594*** (0.109)	Year 2013_2016
-0.1020* (0.052)	-0.0939* (0.052)	-0.4796*** (0.122)	-0.4520*** (0.125)	Post 2016
	0.0007*** (0.000)		0.0011** (0.000)	Stock Return in t-1
0.0014 (0.001)		0.0077* (0.004)		ROA in t-1
0.1797*** (0.026)	0.1821*** (0.027)	0.2565*** (0.038)	0.2610*** (0.038)	Log (Total Assets)
0.0030** (0.001)	0.0030** (0.001)	0.0034 (0.004)	0.0031 (0.004)	Executive's holdings
0.0279*** (0.005)	0.0281*** (0.005)	0.0270*** (0.009)	0.0272*** (0.009)	Tenure
-0.0005*** (0.000)	-0.0005*** (0.000)	-0.0005 (0.000)	-0.0006* (0.000)	Tenure - squared
-0.0228 (0.029)	-0.0233 (0.029)	0.0214 (0.055)	0.0119 (0.054)	Turnover

0.0128*** (0.001)	0.0128*** (0.001)	0.0107*** (0.003)	0.0110*** (0.003)	Appointment percentage
-0.0311 (0.048)	-0.0258 (0.048)	-0.1240 (0.092)	-0.1279 (0.094)	Business group affiliation
10.5641*** (0.339)	10.5135*** (0.341)	9.5845*** (0.607)	9.4519*** (0.626)	Constant
11,389	11,389	1,049	1,049	Observations
0.574	0.575	0.701	0.703	R-squared
כן	כן	כן	כן	Year Fixed Effects
כן	כן	כן	כן	Industry Fixed Effects
כן	כן	כן	כן	Firm Fixed Effects
				טעויות תקן עמידות מופיעות בין סוגריים
				***p<0.01 ** ,p<0.05 * ,p<0.1

לוח 8: האם גודל החברה משפיע על רגישות תגמול המנהלים לביצועי החברה

לוח זה מציג את התוצאה של אמידת רגרסיית OLS עבור הגורמים הקובעים את תגמול המנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון בחברות ציבוריות בין השנים 1995 ל-2018. המשתנה התלוי הוא הלוג הטבעי של התגמול הכולל במחירי 2016 של מנהל יחיד i בחברה j בשנה t . כדי לפקח על ביצועי החברה, אני משתמשת בתשואת המניה בפיגור (ביצועי המניה, עמודות 1, 3 ו-5) או ב-ROA בפיגור (עמודות 2, 4 ו-6). Large הוא משתנה דמי שמקבל את הערך 1 עבור חברות שסך הנכסים שלהן גבוה מהחציון של סך הנכסים של חברות המדגם ו-0 עבור חברות שסך הנכסים שלהן נמוך מהחציון. TA-125 Index הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם החברה שייכת למדד ת"א-125 ו-0 אחרת. כל הספציפיקציות כוללות את המשתנים Year 2011_2012, Year 2013_2016, Post 2016, המוגדרים בלוח 4, וכן משתני בקרה עבור החברה והמנהל (השתייכות לקבוצה עסקית, ותק המנהל בתפקידו, אחזקות המנהל בחברה, אינדיקטור לתואר שני של המנהל, תחלופת מנהלים ואחוז המשרה של המנהל) וכן אפקטים קבועים עבור החברה, הענף והשנה. הטעויות מקובצות ברמת החברה.

Log (Total Compensation)						משתנה תלוי:
(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
	0.0002 (0.001)		0.0006*** (0.000)		0.0007*** (0.000)	Stock Return in t-1
-0.0198*** (0.007)		0.0011 (0.001)		0.0007 (0.001)		ROA in t-1
				0.0409 (0.048)	0.0618 (0.050)	Large
					-0.0002 (0.000)	Large*Stock Return in t-1
				0.0056** (0.003)		Large*ROA in t-1
		0.0915* (0.048)	0.1242*** (0.048)			TA-125 Index
			0.0003 (0.000)			TA-125 Index*Stock Return in t-1
		0.0092 (0.006)				TA-125 Index*ROA in t-1
0.2139*** (0.026)	0.1920*** (0.025)	0.1850*** (0.025)	0.1857*** (0.025)	0.1859*** (0.024)	0.1847*** (0.025)	Log (Total Assets)

	0.0000 (0.000)					Log (Total Assets)*Stock Return in t-1
0.0020*** (0.001)						Log (Total Assets)*ROA in t-1
10.1417*** (0.465)	10.4457*** (0.474)	10.5395*** (0.469)	10.5027*** (0.474)	10.5187*** (0.462)	10.5159*** (0.466)	Constant
12,139	12,139	12,139	12,139	12,139	12,139	Observations
0.598	0.597	0.597	0.598	0.597	0.597	R-squared
כן	כן	כן	כן	כן	כן	Year Fixed Effects
כן	כן	כן	כן	כן	כן	Industry Fixed Effects
כן	כן	כן	כן	כן	כן	Firm Fixed Effects
טעויות תקן עמידות מופיעות בין סוגריים						
***p<0.01 ** ,p<0.05 * ,p<0.1						

לוח 9: פערי התגמול בין מנכ"לים משותפים ויו"רים משותפים

לוח זה מציג את התוצאה של אמידת רגרסיית OLS עבור הגורמים הקובעים את פער התגמול בין מנכ"לים משותפים ויו"רים משותפים בחברות ציבוריות בין השנים 1995 ל-2018. המשתנה התלוי הוא ההפרש בלוג הטבעי של התגמול הכולל במחירי 2016 בין מנהלים משותפים המכהנים באותה משרה באותה חברה באותה שנה. משתני הבקרה הם ההפרש בין מאפייניהם של המנהלים המשותפים – גיל המנהל, ותק המנהל בתפקידו, חברותו של המנהל בדירקטוריון, אחזקות המנהל בחברה, אינדיקטור לתואר שני של המנהל, אינדיקטור לתואר ראשון של המנהל, אחוז המשרה של המנהל ותחלופת מנהלים. כל הספציפיקציות כוללות אפקטים קבועים עבור החברה והשנה.

Difference (Log (Total Compensation))					משתנה תלוי:
(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
-0.0002 (0.002)	-0.0018 (0.002)	-0.0024 (0.002)	-0.0025 (0.002)	-0.0022 (0.002)	Difference (Age)
0.0011 (0.002)	0.0053*** (0.002)	0.0053*** (0.002)	0.0046** (0.002)	0.0050** (0.002)	Difference (Tenure in position)
0.0235 (0.044)	-0.0552 (0.038)	-0.0638* (0.038)		-0.0562 (0.038)	Difference (Board member)
			0.0057 (0.023)		Difference (Board chairperson)
-0.0038 (0.027)	-0.0077 (0.025)		-0.0091 (0.025)	-0.0052 (0.025)	Difference (MA)
		0.0195 (0.033)			Difference (BA)
		0.0011 (0.001)	0.0010 (0.001)	0.0009 (0.001)	Difference (Executive's holdings)
	-0.0286 (0.035)				Difference (Stakeholder)
0.0352 (0.029)					Difference (Family stakeholder)
0.0163*** (0.002)	0.0120*** (0.002)	0.0121*** (0.002)	0.0123*** (0.002)	0.0120*** (0.002)	Difference (Appointment percentage)

-0.0793*	-0.1103**	-0.1219**	-0.1114**	-0.1101**	Difference (Turnover)
(0.043)	(0.048)	(0.048)	(0.048)	(0.048)	
-0.0024	-0.0077	-0.0051	-0.0114	-0.0067	Constant
(0.059)	(0.078)	(0.078)	(0.078)	(0.078)	
404	580	585	580	580	Observations
0.305	0.176	0.179	0.172	0.176	R-squared
97	121	121	121	121	Number of Firms
כן	כן	כן	כן	כן	Year Fixed Effects
כן	כן	כן	כן	כן	Firm Fixed Effects

שגיאות התקן בין סוגריים
***p<0.01 ** ,p<0.05 * ,p<0.1