

חטיבת המחקר



בנק ישראל

יעילות חוק שכר הבכירים: עדות מישראל¹

מיטל גראם רוזן*

**סדרת מאמרים לדיון 2024.07
יולי 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, יניב גרינשטיין, בנק 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"ז 780 ירושלים 91007
Research Department, Bank of Israel, POB 780, 91007 Jerusalem, Israel**

Effectiveness of Executive Compensation Cap Law: Evidence from Israel

Meital Graham Rozen

Abstract

The relationship between executive compensation and firm performance is highly endogenous. This paper uses a unique Israeli law that imposes a binding upper limit on financial firms' executive compensation as an exogenous shock to examine its effects on compensation structure, executive turnover, firm performance, risk-taking, and top-executive pay disparity. By exploiting the fact that this law only restricts executive pay in certain types of financial firms, a difference-in-difference approach is used. The findings suggest that the significant reduction in executive pay following the law's enactment did not decrease corporate performance or risk-taking. Instead, it led to higher executive turnover, a reduction in variable compensation, and a narrower pay gap among top executives.

יעילות חוק שכר הבכירים: עדות מישראל

מיטל גראם רוזן

תקציר

הקשר בין תגמול מנהלים לביצועי החברה הוא אנדוגני. מחקר זה עושה שימוש בחוק ייחודי בישראל, המטיל מגבלה על תגמול המנהלים בחברות פיננסיות, כשוק אקסוגני לבחינת השפעותיו על מבנה התגמול, תחלופת מנהלים, ביצועי החברה, נטילת סיכונים ופערי השכר בין המנהלים הבכירים. מכיוון שההגבלה הוטלה רק על חלק מהחברות הפיננסיות ולא על כולן, נעשה שימוש בשיטת הפרש-הפרשים להשגת מטרות המחקר. הממצאים מצביעים על כך שהפחתה משמעותית בשכר המנהלים בעקבות חקיקת החוק לא הביאה לירידה בביצועי החברה או בנטילת הסיכונים. היא כן הובילה לעלייה בתחלופת המנהלים, להפחתה ברכיב המשתנה בתגמול ולצמצום פערי השכר בין המנהלים הבכירים.

מילות מפתח: תגמול מנהלים, מוסדות פיננסיים, רגולציה

1. הקדמה

רמת התגמול של מנהלים ומבנה התגמול הם בין הנושאים הנפוצים בדיון הציבורי בעשורים האחרונים. הביקורת הציבורית מתמקדת בשאלה אם רמתו הגבוהה של תגמול המנהלים בחברות ציבוריות מוצדקת, והאם היא תואמת את ביצועי החברות שבראשן עומדים אותם מנהלים. הביקורת קשורה גם לסוגיה של סיכון מוסרי, שהרי מנהלי חברות נוטלים סיכונים גבוהים, מייצרים רווחים מרשימים ומושכים לעצמם שכר נאה, אך ברגע שמהוו משתבש הם פונים לרשויות כדי לחלץ אותם מהסיטואציה שבה מצאו את עצמם. במקרים כאלה, האזרחים הם שמשלמים את המחיר באמצעות מיסים. מעבר לכך, החיסכון של הציבור מושקע בכמה מהחברות הללו, בעיקר בצורת קרנות פנסיה, תוכניות ביטוח וקרנות נאמנות. על כן, כאשר חברות ציבוריות אלה נקלעות לקשיים פיננסיים, החיסכון של הציבור נשחק.

המיתון הגדול שהתחולל בשנים 2007-2008 הוביל רגולטורים ברחבי העולם להציע, ובמקרים מסוימים להנהיג, תקנות אסדרה אשר מנטרות או משנות את הרמה והמבנה של תגמול המנהלים. אותה מגמה נראתה גם בישראל. משבר זה, לצד הפערים הגדלים בכלכלה הישראלית, האיץ את תיקון של מספר תקנות שתכליתן לרסן את שכר המנהלים¹, וזאת בעידוד התקשורת.

באפריל 2016, הכנסה אישרה את "חוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי-התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג)", תשע"ו-2016 – חוק הגבלת התגמול (להלן, "החוק"), אשר מגביל את התגמול של נושאי משרה בחברות פיננסיות 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 הפרשות והפקדות לקרנות פיצויים וקרנות פנסיה (כולל ביטוח אובדן כושר עבודה) והפרשות ביחס לזכויות קודמות שהצטברו טרם חקיקת החוק.² תגמול מנהלים שאינו מגיע למגבלה אך גבוה מ-2.5 מיליון שקל לא יהיה מוכר במס עבור החברה. תשלום שכר העולה על 2.5 מיליון שקל למנהל גם דורש את אישורם של ועדת התגמול, הדירקטוריון, רוב מבין הדירקטורים הבלתי תלויים ובעלי המניות.

החקיקה מגבילה את שכר המנהלים במגזר אחד בלבד – המגזר הפיננסי, ובמגזר זה, רק בסוגים מסוימים של חברות – בנקים, חברות ביטוח, בתי השקעות, חברות ניהול תיקים וקרנות נאמנות³ (להלן, "חברות מוגבלות"). שכר המינימום בישראל עומד על כ-72,000 ש"ח בשנה. בשנת 2016, 13% מעובדי המגזר הפיננסי השתכרו שכר מינימום.⁴ באותו זמן, כ-41% מחמשת המנהלים עם השכר הגבוה ביותר בחברות המוגבלות השתכרו למעלה מפי 35 משכר המינימום (2.5 מיליון שקל בשנה). המשמעות היא שמגבלה זו עשויה להיות אפקטיבית עבור אחוז ניכר מהמנהלים בחברות המוגבלות.

¹ ראו חלק 3.

² משכורת, בונוסים, תגמול מבוסס מניות, עמלות ניהול, שכר ייעוץ וכד'.

³ כולל חברות אם של אותן חברות, המחזיקות לפחות 30% מהחברה.

⁴ החוק אינו חל על ענפים פיננסיים אחרים כמו מנפיקי 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.

⁵ לפי סקר ההוצאות של ישראל, 2016.

חוק זה ייחודי מכיוון שהוא החוק היחיד בעולם שקובע תקרה מחייבת על תגמול המנהלים הכולל בחברות שאינן בבעלות המדינה.⁶ כמו כן, אי-השוויון בין החברות במגזר הפיננסי, שנוצר על ידי חקיקה זו, הפך חוק זה לניסוי מתאים לבחינת השלכות החוק.

אחת הבעיות המרכזיות העולה מהספרות על תגמול מנהלים נעוצה באופיו האנדוגני של השכר (Edmans, 2017; Gabaix, and Jenter, 2017). חוזי תגמול מתואמים באופן בלתי נמנע עם מאפיינים בלתי נצפים של החברה, הענף והמנהל, וקשר זה משפיע בתורו על התנהגות החברה, ביצועיה ושוויה. חקיקת חוק שכר הבכירים בישראל לא הייתה צפויה. הישיבה שבה הצביעה ועדת הכספים של הכנסת על הצעת החוק, הייתה למעשה הפעם הראשונה שבה הוצגה מגבלת שכר. עד לאותה ישיבה, עד לאותה ישיבה, הדיון בנושא התמקד בהיבטים מיסויים בלבד – קביעת סכום סף לתגמול מנהלים כהוצאה מוכרת לצורכי מס.⁷ לפיכך, אני מניחה שאוכל להשתמש בחוק כזעזוע אקסוגני⁸ לסביבת חוזי תגמול המנהלים בחברות פיננסיות שהחוק חל עליהן. אני עושה שימוש בחקיקת חוק שכר הבכירים בישראל מ-2016 כמעבדה טבעית לבחינת האופן שבו הגבלת תגמול הבכירים משפיעה על מבנה התגמול של המנהלים, פערי השכר בדרג העליון, תחלופת מנהלים, ביצועי החברות ונטילת סיכונים בחברות הפיננסיות הכפופות לחוק.

Philippon and Reshef (2012) מציינים כי מגזר הפיננסי מושך עובדים כישרוניים במיוחד. החוקרים מראים כי עליית השכר במגזר הפיננסי (יחסית לענפים כלכליים אחרים) בין השנים 1990 ו-2006 לוותה בעלייה בהשכלה היחסית. תוצאות מחקרם גם מצביעות על האפשרות שאסדרה הדוקה יותר תוביל קרוב לוודאי לעזיבת הון אנושי את מגזר הפיננסי. Falato et al. (2012), שעשו שימוש בהישגיו המקצועיים של מנכ"ל כמדד לכישרונו, טוענים גם הם כי ייתכן שהגידול בשכר המנכ"לים לאורך העשורים האחרונים נגרם לפחות בחלקו מגידול בפרמיה שחברות משלמות על כישרון המנכ"לים. הממצא העיקרי שלהם מראה שהחלטות התגמול של דירקטוריונים מתגמלות מספר מאפיינים של מנכ"לים הקשורים למוניטין שצברו, לתפקידים בקריירה ולהשכלתם, כך שמנכ"לים שזה עתה מונו זוכים לתוספת של 5% בשכר הכולל עבור כל גידול של עשירון בהתפלגות המאפיינים הללו. לטיעון זה מוסיפים Gabaix and Landier (2008), הטוענים כי מנכ"לים מוכשרים יותר נוטים לנהל חברות גדולות יותר ולהרוויח שכר גבוה יותר כתוצאה מתהליך תחרותי. המחברים מציינים כי הבדלי כישרון קטנים מאוד מיתרגמים להפרשי תגמול משמעותיים, מכיוון שהם מוכפלים בהתאם לגודל החברה.

לאור האינדיקציות שצוינו לעיל, הטלת מגבלה על תגמול המנהלים במגזר הפיננסי עלולה להוביל לירידה ברמת כישרונות המנהלים. השאלה היא האם רמת כישרונות נמוכה יותר גורמים לביצועים מופחתים. Falato et al. (2012) מראים כי כישרורים מקצועיים, המשקפים שונות בהון האנושי של מנכ"לים, מתואמים חיובית עם ביצועי החברה בטווח הארוך. Black (2019), שמנתחת את הקשר בין איכות המנכ"ל⁹ לפרודוקטיביות של החברה, מוצאת שגידול בסטיית תקן אחת באיכות המנכ"ל מובילה לעלייה של 5% בתפוקה של החברה. Gabaix and Landier (2008), לעומת זאת, מראים שאם מנכ"לים מדורגים

⁶ ב-2009, הממשלה המרכזית של סין הציגה אסדרה להגבלת שכר המנהלים בחברות בבעלות המדינה עם ניהול מרכזי (CSOE).

⁷ לפרטים נוספים, ראו: Abudy et al. (2020).

⁸ יש להניח כי החקיקה עצמה אינה אקסוגנית במלואה, שכן היא משקפת תגובה לשינוי בפעילותם של מוסדות פיננסיים אחרי המשבר של 2008. לאחר המשבר הוטלה אסדרה מחמירה יותר על מוסדות פיננסיים, שגם הפחיתה משמעותית את יכולתם של מנהליהם לקדם אג'נדות משלהם – יחסית לתקופה שלפני המשבר. ייתכן שהדבר משקף רמה נמוכה יותר של תשלום-בעד-כישרון בענפים אלה.

⁹ איכות המנכ"ל נמדדת בעבודה זו באמצעות הישגי המנכ"ל בשוק העבודה (במגזר הפרטי) בשנות הקריירה המוקדמות, לפני שהפך למנכ"ל.

לפי כישרון, ומנכ"ל מס' 250 מוחלף במנכ"ל מס' 1, שווי החברה של אותו מנכ"ל או מנכ"לית יגדל ב-0.016% בלבד.

בהתייחס להשפעה של הגבלת תגמול המנהלים על ביצועי החברה, Edmans and Gabaix (2016) טוענים כי קיימות כיום שתי גישות עיקריות שמסבירות את המתאם בין רמות תגמול הבכירים לביצועי החברה: גישת "rent extraction" ("מיצוי הרנטה") וגישת "shareholder value" ("ערך לבעלי המניות"). לפי גישת "rent extraction", פרקטיקות התגמול הנוהגות כיום עומדות בניגוד חד לניבויים של מודל הסוכנות (agency model) המסורתי. וכך, חוזים עם מנהלים אינם נבחרים על ידי דירקטוריונים כדי למקסם את הערך לבעלי המניות, אלא על ידי המנהלים עצמם כדי למקסם את הרווחים האישיים של עצמם. נקודת מבט זו, שקודמה באופן בולט על ידי ¹⁰ Bebchuk and Fried (2004), זכתה להתייחסות רצינית של חוקרים וקובעי מדיניות כאחד, והובילה לשינויים משמעותיים באסדרה.¹¹ בניגוד לכך, לפי גישת ה"shareholder value", חוזי מנכ"ל נוצרים כתולדה מכך שחברות שממקסמות את הערך לבעלי המניות מתחרות זו בזו בשוק יעיל על כישרונות ניהוליים.¹² על פי גישה זו, הטלת מגבלה חיצונית על חוזי השכר, כמו מגבלה על שכר המנהלים, עלולה להפחית את שווי החברה, מכיוון שהבכירים המושפעים מהמגבלה בהקשר כזה יכולים לבחור באפשרויות תעסוקה חלופיות. לעומת זאת, לפי תיאוריות של "rent extraction", הגבלת השכר יכולה להפחית את הפקת הרווחים האישיים של בכירים, דבר שאמור להגדיל את שווי החברה.

אני עושה שימוש בחוק הייחודי שנחקק בישראל כדי להעריך את היעילות של הגבלת תגמול המנהלים בחברות מוגבלות וכדי לקבוע אם היא שינתה את מבנה התגמול שלהם. בפרט, אני בוחנת כיצד האסדרה יושמה באותן חברות. מאחר שהחוק מגביל את התגמול הכולל, אני מניחה שהוא הוביל חברות להקטין את הרכיב המשתנה, שתלוי בביצועי החברה, מה שיכול להביא לחריגה מסף התגמול שנקבע בחוק. הקטנת הרכיב המשתנה עלולה להגביל את יכולתן של חברות לתמרץ מנהלים בכירים למקסם את הערך לבעלי המניות. על כן, השאלה הבאה היא אם הגבלה זו השפיעה על ביצועיהן של חברות מוגבלות.

אני בוחנת שאלה זו על ידי הבדיקה אם היה מעבר של הון אנושי מהחברות המוגבלות אל חלופות המציעות שכר טוב יותר בעקבות הזעזוע הרגולטורי לתגמול. בסופו של דבר, כאמור, רמות השכר הגבוהות במגזר הפיננסי דרושות במטרה למשוך ולשמר את ההון האנושי המיומן ביותר (Philippon, Murphy, 2013a, b ; and Reshef, 2012).

אסדרה זו עשויה להפחית את ה-rent extraction של מנכ"לים, כך שהשפעתה על הביצועים תהיה חיובית, ובה בעת עלולות להיות לה השלכות שליליות בשל התחלופה המוגברת (שווקים תחרותיים לכישרונות ניהול)¹³, שהיו מזיקות לשווי החברות. שתי ההשערות הללו אינן מוציאות זו את זו בהכרח, ולכן שתיהן עשויות לפעול במקביל. ההשפעה הנטו תלויה בעוצמתו של כל אחד מהכוחות הכלכליים.

אני משתמשת בנתונים שנאספו ידנית על שכר כל המנהלים, שנכללו בין חמשת הבכירים שקיבלו את השכר הגבוה ביותר בחברה, בכל החברות הפיננסיות בישראל מ-2013 עד 2019. אני מיישמת שיטת הפרש-הפרשים ואומדת סדרה של רגרסיות מרובות משתנים תוך שימוש בריבועים פחותים רגילים

¹⁰ Bebchuk and Fried (2004) כינו גישה זו בשם "נקודת המבט של הכוח הניהולי" ("The Managerial Power Perspective").

¹¹ ארחיב בעניין שינויים אלה בחלק הבא.

¹² גישה זו מרחיבה את הגישה הידועה כ"התקשרות אופטימלית" ("optimal contracting").

¹³ או על ידי מתן מוטיבציה למנהלים להשקיע פחות מאמץ או לקחת פחות סיכון כדי להציג ביצועים טובים יותר.

(OLS), שבהן אני מגדירה כחברות המטופלות את אותן חברות שהוגבלו בחוק, ושבהן לפחות שני מנהלים בשנים שקדמו לחוק, 2014-2016, השתכרו, בממוצע, יותר מ-2.5 מיליון ש"ח (להלן, "הסף"). אותן חברות שלא הוגבלו מכוח מגבלת השכר או שאין להן שני בכירים שהשתכרו מעל הסף לפני החוק, נכללות בקבוצת הבקרה שלי. ברמת המשרה, "מנהל מטופל" הוא מנהל הכפוף למגבלת השכר בחוק, ובמשך שנתיים לפחות בשנים 2014-2016 שולם למנהל שכיהן באותה משרה שכר הגבוה מהסף. מנהל שלא עמד בשני הקריטריונים הללו מוגדר כמנהל לא מטופל.

בחרתי סף זה – 2.5 מיליון ש"ח – משני טעמים. ראשית, מכיוון שכפי שצינתי לעיל, שכר מנהל שהוא נמוך מהמגבלה אך גבוה מ-2.5 מיליון שקל לא ייחשב לפי החוק כהוצאה מוכרת במס, ודורש את אישורם של ועדת התגמול, הדירקטוריון, רוב מבין הדירקטורים הבלתי תלויים, ובעלי המניות באסיפה השנתית של בעלי המניות. שנית, שוב כפי שכבר ציינתי, שכר המינימום בישראל כפול 35 הוא כ-2.5 מיליון ש"ח על בסיס שנתי. כמו כן, ראוי לציין כי לאחר חקיקת החוק, התקשורת השתמשה בסכום של 2.5 מיליון ש"ח כמגבלה הרשמית.

ממצאיי האמפיריים מצביעים על האפשרות שהמדיניות להגבלת תגמול המנהלים בחברות במגזר הפיננסי בישראל אכן נשאה השלכות מסוימות. ראשית, החברות המטופלות הפחיתו את התגמול למנהליהן בעקבות החוק. הפחתה זו משתקפת בכל אחד מהענפים: בנקאות, ביטוח ושירותים פיננסיים. יתרה מכך, עבור המנהלים המטופלים, הרכיב המשתנה בשכר היה גבוה יותר בהשוואה למנהלים לא מטופלים, ולאחר החוק, רכיב זה קטן, כפי ששיערתי. במילים אחרות, התמריצים שלהם לנטילת סיכונים פחתו.

חברות ציבוריות נדרשות לדווח על התגמול הניתן לחמשת המנהלים בעלי השכר הגבוה ביותר בחברה. באמצעות מידע זה, מצאתי כי בחברות המטופלות, התגמול הממוצע של המנהלים שקיבלו את השכר הגבוה ביותר פחת לאחר החוק, וכך גם סטיית התקן של התגמול ביניהם. התוצאות גם מצביעות על האפשרות שלאחר החוק, הוקטנו הפרשי התגמול בין המנהל שהרוויח את השכר הגבוה ביותר לעובד שהרוויח את השכר הנמוך ביותר, וכן בין תגמול המנכ"ל לתגמול הממוצע של הסמנכ"לים בקרב החברות המטופלות.

בניגוד לספרות מהשנים האחרונות (Dittmann et al., 2011; Bae et al., 2019), אני מוצאת כי הגבלת תגמול המנהלים לא הפחיתה את ביצועי החברות בשוק המניות או את ביצועיהן החשבונאיים בשלוש השנים הראשונות שלאחר כניסת החוק לתוקף ב-2016. החברות המטופלות הוכיחו ביצועים טובים אף יותר בשוק המניות, כפי שאלה נמדדו על ידי התשואה השנתית החרیגה המצטברת על המניה ו-Tobin's Q, בהשוואה לחברות שלא טופלו, בשעה שלא חל שינוי בנטילת הסיכון של אותן חברות.¹⁴ השפעה חיובית זו נצפתה בחברות המוגבלות, ללא קשר לרמות הקודמות של תגמול מנהליהן. יצוין כי תוצאה זו אינה קשורה לתחלופת המנהלים, שגדלה בקרב החברות המטופלות בעקבות החוק.

תוצאה זו תואמת את תיאוריית "rent extraction" ואת ממצאיהם של Abudy et al. (2020). לפיכך, ניתן לטעון כי הפחתת תגמול המנהלים לא אותתה למשקיעים כי החברה הושפעה לרעה מהפסד פוטנציאלי

¹⁴ הנמדדת על ידי תנודתיות תשואת המניה, מינוף, ו-EDF.

של כישרון ניהולי. הסבר אפשרי נוסף הוא שתגמול המנהלים באותן חברות כולל כעת שיעור קטן מאוד של שכר מבוסס-תמריצים, מה שייתכן והחליש את רגישות השכר לביצועים.

השפעת החוק על הביצועים החשבונאיים של החברות המטופלות לא הייתה חד-משמעית. האמידות מראות שהחוק השפיע באופן שלילי על התשואה על ההון העצמי, אך לא הייתה לו השפעה מובהקת על התשואה על הנכסים.

ערכתי מספר מבחני עמידות על המבוססים על תקופות חלופיות, רמות סף חלופיות וקריטריונים שונים לסיווג המנהלים לקבוצות הטיפול והבקרה, ומצאתי תוצאות עקביות.

עבודה זו תורמת לספרות העוסקת בהשלכות הכלכליות של שינויים אסדרתיים בממשל תאגידי, ובפרט, תגמול מנהלים.¹⁵ כאמור, החוק מגביל את תגמול המנהלים במגזר ספציפי (חברות פיננסיות) במשק מתקדם, חוק שלא נחקק כמוהו במדינות אחרות. Abudy et al. (2020) בוחנים כיצד משקיעים הגיבו למגבלה זו בחלון אירוע קצר טווח סביב העברת החוק, ובדקים את השינוי שחל בביצועים ובתחלופה לאחר החוק. עבודה זו מרחיבה את עבודתם של Abudy et al. (2020) ומנתחת את ההשלכות – כמו מבנה תגמול המנהלים, פערי השכר בין מנהלים בכירים, ביצועי החברה ונטילת הסיכון – של יישום החוק במגזר הפיננסי. אף שישראל היא שוק קטן והחוק הוטל על מדגם קטן של חברות, התוצאות שנצפו והלקחים המופקים בהחלט ישימים לתחומי שיפוט אחרים. על כן, אני סבורה כי ממצאי המחקר עשויים לעניין לא רק את רשויות האסדרה הישראליות, אלא גם את הרשויות ברחבי העולם השוקלות להטיל מגבלה על תגמול מנהלים.

יתרת העבודה מאורגנת באופן הבא. בחלק השני מוצגת סקירה קצרה של הספרות העוסקת באסדרה של תגמול מנהלים, שבה אני מתמקדת בקשר בין תגמול המנכ"ל לשכר העובדים. בחלק השלישי אני מציגה את הנתונים שבהם השתמשתי בניתוח שלי. החלק הרביעי מתאר את המתודולוגיה והתוצאות. החלק החמישי מציג מבחני עמידות, והחלק השישי מסכם.

2. סקירת הספרות על אסדרת תגמול מנהלים

בעשורים האחרונים, ובמיוחד אחרי המשבר הפיננסי של 2007-2008, רגולטורים ברחבי העולם הציעו, ובמקרים מסוימים יישמו, תקנות אסדרה שמנטרות או משנות את הרמה והמבנה של תגמול המנהלים. הביקורת העיקרית על אותן תקנות היא שהן ייצרו חלופות ומסלולי תגמול בעייתיים יותר.

בארצות הברית, רשות ניירות ערך (SEC) הטילה חובת גילוי מורחבת לגבי תגמול ב-2006, והועברה חקיקה המקנה לבעלי המניות זכות להצביע על חבילות התגמול בחברות ציבוריות (say-on-pay) כחלק מחוק דוד-פרנק (Dodd-Frank Act) בשנת 2010. בסין, הממשלה המרכזית קבעה ב-2009 מגבלה על יחס פערי השכר, כך ששכרם הבסיסי של מנהלים צריך להיות גבוה פי 5 עד 7.5 מהשכר הממוצע של העובדים בכל החברות בבעלות המדינה עם ניהול מרכזי (CSOE) בשנה הקודמת, בהתאם לרמת הקושי בניהול החברה. ב-2013, האיחוד האירופי הטיל מגבלות על בונסים של בנקאים, ה-SEC הטילה חובת גילוי לגבי היחס בין שכר המנכ"ל לשכר החציוני של העובדים, ושווייץ קיימה משאל עם (שנכשל) להגביל את שכר המנכ"לים לסכום הגבוה פי 12 משכר העובד שמקבל את השכר הנמוך ביותר.

¹⁵ ראו חלק שני.

Murphy (2013) ו-Edmans et al. (2017) מציגים דיון נרחב על המגבלות האסדרתיות והחוקיות הקיימות ברחבי העולם על תגמול בכירים, הכולל, בין היתר, מיסוי, שינוי בתקנות חשבונאיות, הקמת ועדות תגמול, ושינוי בתהליך ההצבעה באסיפות בעלי המניות, ¹⁶say-on-pay ועוד. Core and Guay (2010) מסכימים באופן כללי עם דעותיהם של גופי אסדרה לגבי העקרונות שצריכים להדריך את הנוהג בתגמול מנהלים, אך הם סבורים כי רבים מהעקרונות הללו כבר מושרשים בתוכנית הטיפוסית לתגמול מנהלים. מעבר לכך, המחברים מביעים הסתייגויות רציניות ותוהים אם כמה מההצעות הרגולטוריות (כמו מגבלות פיצויים ותשלומי שינוי שליטה, כמו גם הרמה וההרכב של התגמול והתמריצים לבכירים) אכן ישיגו את מטרותיהן המוצהרות. המחברים מוסיפים כי ייתכן שיישומן הסופי של התקנות מדגיש את היציבות ונטילת הסיכון הנמוכה, המועדפות על בעלי עניין ממשלתיים, על פני יצירת ערך, המועדפת על בעלי מניות. Murphy (2013) טוען כי התערבות ממשלתית הייתה הן תגובה למגמות בתגמול מנהלים והן אחד המניעים המרכזיים למגמות אלה במאה האחרונה.

Dittmann et al. (2011) מוצאים כי רבות מהמגבלות על תגמול מנהלים צפויות לשאת השלכות שהמחוקק לא התכוון אליהן. הגבלות על סך התשלום הממומש (בדיעבד) מובילות לשכר ממוצע גבוה יותר, לגמול גבוה יותר על ביצועים בינוניים, ולתמריצים נמוכים יותר ליטול סיכונים. בנוסף, מצבם של חלק מהמנכ"לים יהיה טוב יותר עם המגבלה מאשר בלעדיה. הגבלות על התשלום הכולל מראש מובילות לירידה בביקוש של החברה לכישרון ולמאמץ של המנכ"ל. הגבלות על רכיבי תשלום מסוימים, ובמיוחד על תשלומים במזומן, ניתן לעקוף בקלות. בשעה שהגבלות על תשלום אופציות מובילות לתמריצים נמוכים יותר לנטילת סיכון, הגבלות על תשלום תמריצים (מניות ואופציות) מובילות לתמריצים גבוהים יותר לנטילת סיכון.

הדעה הרווחת היא שהסדרי תשלום שמתגמלים בכירים על תוצאות בטווח הקצר עלולות לייצר תמריצים ליטול סיכונים מופרזים. Bebchuk and Fried (2010) בודקים מהי הדרך הטובה ביותר לוודא שתגמול מנהליה של חברה ציבורית יהיה קשור לתוצאות ארוכות טווח, בין היתר על מנת להימנע מתמריצים לנטילת סיכון מופרזת. הם מתמקדים בתגמול מבוסס-מניות, שהוא "הרכיב החשוב ביותר בהסדרי תשלום לבכירים". המחברים טוענים כי יש "לחסום" מנהלים מלממש במזומן את המניות לתקופת זמן מוגדרת לאחר ההקניה. יתרה מכך, הם ממליצים לחברות להימנע מדרישות אחזקה מבוססות-פרישה העלולות לעוות את החלטותיהם של מנהלים לפרוש, כמו גם לערער את התמריץ שלהם להתמקד על ערך ארוך-טווח כשהם מתקרבים למועד הפרישה. במקום זאת, תגמולים מבוססי-מניות צריכים להיות כפופים למגבלות המבוססות על מועד ההענק ולמגבלות מצרפיות על מכירת המניות.

לא מעט עבודות בוחנות את השלכותיה של אסדרת תגמול המנהלים במוסדות פיננסיים באירופה. Kleymenova and Tuna (2021) בוחנות את הנהגת תקנות התגמול (Remuneration Code) בבריטניה ואת התקנה להגבלת הבונוסים באיחוד האירופי. הניתוח שלהן מראה כי אף שהתגובה הראשונית לתקנות התגמול הייתה חיובית, שוק המניות הגיב באופן שלילי לתקנה להגבלת הבונוסים, בטענה כי בתפיסת המשקיעים האסדרה של תגמול המנהלים גורמת נזק לחברות. בהתאם לכוונת האסדרה, הן מוצאות כי הבנקים בבריטניה דוחים יותר בונוסים ומפחיתים סיכון. אולם בהשוואה למקביליהם בארה"ב ולחברות אחרות בבריטניה, הבנקים הבריטיים גם חווים תחלופת מנכ"לים גבוהה יותר.

¹⁶ Cai and Walkling (2011), Larcker, et al. (2011), Ferri and Maber (2013) ואחרים ניתחו את השלכותיה של אסדרת say-on-pay מיסוי.

Thanassoulis (2014) חקר את השפעתה של מגבלה על התגמול הכולל לבנקאים באיחוד האירופי ביחס לנכסי הסיכון המשוקללים שבשליטתם. הניתוח שלו מראה שהגבלת הרכיב המשתנה בתגמול באופן פרופורציונלי לנכסים פועלת נגד ההשפעה החיצונית התחרותית שמעלה את השכר. מגבלה כזו פועלת להפחתת התגמול המצרפי. לפיכך, הבנקים ייהנו מחוסן מוגבר בפני זעזועים בשווי נכסיהם הודות לבסיס העלות המופחת שלהם. הפחתה זו בסיכון של הבנקים מושגת תוך הגדלת ערכי הבנק.

Akron et al. (2017) הראו כי לאחר חקיקת אסדרה, כדוגמת חוק סרבנס-אוקסלי (SOX) ב-2002, בעלי מניות מגיבים לשמרנות הניהולית שאחרי האסדרה על ידי הגדלת מענקי מניות אופטימליים למנהלים. השפעתה השלילית של האסדרה על התמריצים למנהלים מתמתנת אז דרך הגדלת מענקי המניות. על אף זאת, ביצועי החברות לאחר האסדרה תלויים בשאלה מהו האפקט הדומיננטי יותר. המחברים בחנו השפעות אלה באופן אמפירי על השווקים האמריקאים מ-1992 עד 2014. הם מצאו שינוי ארוך-טווח יסודי ומשמעותי בהרכבן של תוכניות תגמול מנהלים אחרי חוק SOX, במקביל להכרה בהשפעתה המכרעת של האסדרה המשלימה עם קביעת תקן FAS 123R. אף שהתגמול באמצעות מענקי מניות גדל במובהק לאחר SOX, הם הבחינו בירידה מובהקת ברכיבים (הקמורים) המעודדים נטילת סיכון, כמו בונוסים ואופציות למניות. בה בעת, הם מצאו כי ביצועי החברות אחרי SOX פחתו במובהק. ובפרט, השפעת התגמול המנייתי למנהלים (המותאם ל-FAS 123R) על הביצועים היא נמוכה יותר במובהק אחרי חוק SOX מ-2002.

Colonnello et al. (2018) הראו כי הגבלת היחס בין הרכיב המשתנה לרכיב הקבוע של השכר עבור מנהלי בנקים לא עודד בכירים לנטוש את הענף. הבנקים פיצו את הבכירים במידה מספקת על מנת שהזעזוע לא יגרום לעזיבתם, כאשר הגדילו את הרכיב הקבוע של השכר והפחיתו את רכיבו המשתנה תוך ציות למגבלה. במקביל, הביצועים מותאמי-הסיכון של הבנקים הורעו בשל סיכון אידיאליסטי מוגדל. דומה, עם זאת, כי הנזק האגבי עבור המערכת הפיננסית בכללותה היה מתון, שכן התנועה המשותפת של הבנקים יחד עם השוק פחתה בממוצע תחת המגבלה.

Fried et al. (2020) בחנו את הרפורמה הרגולטורית בישראל ב-2011 שהעניקה למיעוט בעלי המניות זכות וטו על חבילות השכר של בעלי שליטה ובני משפחותיהם ("מנהלים בעלי שליטה"). הם מצאו שהרפורמה ריסנה את שכרם של מנהלים בעלי שליטה והובילה לכך שחלק מהמנהלים בעלי השליטה עזבו את תפקידם, או עבדו ללא תמורה, בנסיבות שהראו כי שכרם לא היה מקבל אישור.

בסיכום הדברים, לפי הספרות המתוארת לעיל, לתקנות האסדרה שיושמו כדי לרסן את שכר המנהלים ברחבי העולם היו השפעות ישירות ועקיפות כאחד על תגמול המנהלים ועל ביצועי החברות. לא ניתן להסיק מסקנה חד-משמעית באשר ליעילותן של תקנות מסוגים אלה. יש לבחון כל אחת מהן לגופה.

2.1 הקשר בין תגמול המנכ"ל לשכר העובדים

Akerlof and Yallen (1990) טענו כי קבוצת התייחסות אפשרית שאליה עובדים יכולים להשוות את שכרם הם אנשים המשתכרים הכנסה גבוהה יותר באותה חברה. Dittmann et al. (2018) מצאו ראיות לכך שתגמול גבוה יותר של מנכ"לים קשור באופן חיובי לשכר העובדים בכל החברות ולאורך זמן. כאשר תגמול המנכ"ל גדל באחוז אחד, שכרם החציוני של העובדים גדל ב-0.04% בקירוב. מסקנתם היא כי עניינם של העובדים בעושרם היחסי מהווה מניע חשוב של השכר ומגדיל במובהק את עלויות התגמול

למנהלים. Cronqvist et al. (2009) עבדו עם נתונים משוודיה ובחנו את הקשר בין יכולתם של מנהלים לבצר את מעמדם (managerial entrenchment) לבין שכרם של עובדים רגילים. הם מצאו שמנכ"לים המחזיקים בידיהם שליטה רבה יותר משלמים שכר גבוה יותר לעובדים, ובפרט לעובדים הקרובים למנכ"ל (גיאוגרפית והיררכית).

Wade et al. (2006) ו-Bloom and Michel (2002) הראו שתשלום-יתר למנכ"ל קשור לשכר גבוה יותר למנהלים אחרים. המחברים גם טוענים שפערי שכר גדולים בין המנכ"ל ליתר העובדים קשורים לתחלופת עובדים גבוהה יותר, העלולה להשפיע לרעה על ביצועי החברה ובדרך זו על האינטרסים של בעלי המניות.

חששות לגבי אי-שוויון בהכנסות הובילו פוליטיקאים, רגולטורים וקבוצות לחץ להתמקד על פערי השכר בין מנכ"לים לעובדים מן השורה (Core and Guay 2010). כמדד לאי-שוויון בהכנסות, Frydman and Saks (2010) השתמשו ביחס בין שכר המנהלים למשכורת הממוצעת בחברה – הן הראו כי יחס זה גדל מ-1:30 בשנת 1970 ל-1:120 ב-2000. בנוסף, Piketty and Saez (2003) בחנו את שיעור מס ההכנסה של משלמי מסים והראו עלייה בשיעור זה מ-33% באמצע שנות ה-1970 לכמעט 50% בשנת 2006.

חוק דוד-פרנק מ-2010 קבע כי חברות בארה"ב נדרשות לפרסם את השכר הכולל של המנכ"ל, את השכר הכולל של העובד החציוני לא כולל המנכ"ל, ואת היחס בין שני מספרים אלה. הדירקטיבה בדבר זכויות בעלי המניות (Shareholder Rights Directive) באיחוד האירופי (שאושרה ביולי 2015) הציעה בתחילה לחייב מתן גילוי דומה, אך הצעה זו נפלה לבסוף. Edmans, Gabaix and Jenter (2017) מעלים מספר סוגיות בעייתיות לגבי גילוי כזה. ראשית, יחסי השכר מהווים מדד מטעה. הגורמים הרלוונטיים שקובעים את שכר המנכ"ל אינם שכרו של העובד הממוצע, אלא הערך המוסף שהמנכ"ל מביא עמו והאפשרויות שעומדות לרשותו בחוץ. גישה זו תומכת ברעיון ששכר גבוה מעיד על מנהלים כישרוניים ולא על "rent extraction".

Mueller, Ouimet, and Simintzi (2017) טענו שצמיחת חברה, במיוחד בחברות גדולות, עשויה לתרום לעלייה באי-שוויון בשכר בחברות בריטיות. Kale et al. (2009) מצאו כי בקבוצה של מנהלים בכירים בארה"ב, פערי השכר בין המנכ"ל למנהלים בכירים, המייצגים תמריצים לתחרות פנימית, מעלים את ביצועי החברה. בנוסף, Faleye, Reis, and Venkateswaran (2013) מצאו שבארה"ב, אין ליחסי השכר מתאם שלילי עם פריון העובדים, וזאת בניגוד לחשש כי הם פוגעים במורל העובדים; הם הראו מתאם חיובי דווקא בחברות עם פחות עובדים, שבהן העובדים יודעים מהו שכר המנהלים, והחלטות קידום מתבססות על הישגים, בדומה למצב שבו יחסי שכר גבוהים יוצרים תמריצים תחרותיים. לפי מחקר זה, שווי החברה והביצועים התפעוליים גדלים שניהם יחד עם השכר היחסי. בניגוד לאלה, Rouen (2020) לא מצא כל קשר מובהק סטטיסטית בין היחס בין תגמול המנכ"ל לתגמול העובד הממוצע לבין ביצועים.

Edmans, Gabaix and Jenter (2017) הסבירו שיחסי השכר תלויים בשוק העבודה עבור עובדים מן השורה, שיכול להיות שונה משמעותית בין חברה לחברה. לדוגמה, יחס השכר יהיה נמוך יותר באופן טיפוסי בבנקים להשקעות מאשר ברשתות שיווק מזון, לא מפני שמנכ"לים של בנקים להשקעות לא מקבלים שכר ראוי אלא מפני שמספרם של בנקאים מן השורה קטן יחסית ולכן הם מקבלים שכר טוב. יחס השכר בעייתי להשוואה אפילו בתוך אותו ענף, שכן הוא תלוי ביחס הון-עבודה של חברה, במדיניות הזכיינות שלה ובהחלטות אסטרטגיות אחרות. לדוגמה, הוא יהיה נמוך יותר במלונות אינטר-קונטיננטל מאשר במלונות הילטון, מכיוון שהרשת הראשונה מפעילה זכיינים במלונותיה ואילו השנייה לא עושה זאת. שנית, הדיווח לציבור על יחס השכר עלול לקשור את שכר המנכ"ל באופן הדוק יותר לשכר העובד

החציוני ולנתק אותו מביצועי החברה. מנכ"ל יכול להצדיק רמת שכר גבוהה, למרות ביצועים ירודים של החברה, בטענה שהעובדים ממשיכים לקבל שכר גבוה והיחס בין שכרם לשכרו עדיין לא מופרז. מן הצד השני, דיווח על יחס השכר עשוי לקשור את שכר העובד החציוני לשכר המנכ"ל באופן מופרז, ומכאן לביצועי החברה, אף שעובדים מן השורה הרבה פחות אחראים לביצועי החברה בדרך כלל וסביר שהם הרבה יותר שונאי סיכון מהמנכ"ל. שלישית, קל לעשות מניפולציות ביחס השכר. אפשר להקטין את המונה של היחס על ידי הרעת ממדים אחרים של תגמול המנכ"ל. לדוגמה, קיצור של תקופות הבשלת המניות יפחית את הסיכון של המנכ"ל ויוביל להפחתת שכרו, אך יעודד ראייה קצרת-טווח. אפשר להגדיל את המכנה באופן מלאכותי, על ידי החלפת הון בעבודה, מיקור חוץ, או העסקת עובדים במתכונת של משרה חלקית במקום במשרה מלאה אם רק עובדי משרה מלאה מובאים בחשבון ביחס השכר. החברה יכולה גם להעביר תגמול עובדים מצורות שאינן כספיות (כמו הכשרה תוך כדי עבודה, מדיניות שעות עבודה גמישות ותנאי עבודה טובים במיוחד) למשכורת.

ב-2009 ממשלת סין חוקקה תקנות עבור שכר המנהלים בחברות מסוג CSOE, שקבעו מגבלה על היחס בין תגמול מנהלים לתגמול עובדים. (Bae et al. (2019 מצאו כי הגבלה זו חזרה כבומרנג מכיוון שהמנכ"לים הגיבו לה על ידי צריכת יותר הטבות נלוות וניתוב יותר משאבי חברה אל עצמם, מה שבתמורה הרס את ביצועי החברות. המחברים טוענים כי תגמול מנהלים מתוכנן כראוי יכול להוביל להתאמה טובה יותר בין האינטרסים של בעלי המניות לאלה של המנהלים כך שיהיו למנהלים פחות תמריצים לעסוק בחיפוש רווחים אישיים. ממצאיהם מספקים ראיות לכך שהפחתת תגמול המנהלים עלולה לעודד התנהגות של חיפוש רווחים אישיים ביתר שאת, לפחות בהקשר הסיני.

בסיכום הדברים, לפי מרבית המחקרים שנזכרו לעיל, קישור תגמול המנהלים לתגמול העובדים ו/או הפחתת יחס השכר בין שניהם עלולים לגרום לירידה בביצועי החברה. בנוסף, הבסיס התיאורטי לאסדרה מסוג זה הוא קלוש.

3. אפיון הנתונים

אני משתמשת בפאנל של חברות פיננסיות ציבוריות ישראליות (הנסחרות בבורסת תל אביב) עם מידע זמין על תגמול מנהלים מ-2013 עד 2019 (נתונים שנתיים) בארבעת הענפים הבאים: בנקים, ביטוח, שירותים פיננסיים והשקעה ואחזקות (בהתאם לסיווג תתי-הענפים של בורסת תל אביב). הנתונים גם מכילים גם שלוש חברות כרטיסי אשראי שאינן חברות ציבוריות, שהיו חברות בנות של הבנקים בתקופה זו ולא היו נתונות למגבלות החוק. המדגם הוא פאנל בלתי מאוזן. זאת בשל הסרתן של חלק מהחברות מבורסת תל אביב במהלך התקופה הרלוונטית, או בגלל אי-פרסום של דוחות תקופתיים/כספיים בשנה זו או אחרת.

אספתי ידנית את הנתונים על כל המנהלים שנכללו בין חמשת המשתכרים הגבוהים ביותר בחברה. בסיס הנתונים מכיל מידע על תגמול המנהלים (התגמול הכולל ורכיביו¹⁷), מאפייניהם האישיים של המנהלים (גיל, ותק, השכלה, אחזקת מניות וכו'), מאפייני החברה (ענף, מספר שנים כחברה נסחרת וכו'), נתונים חשבונאיים (סך הנכסים, רווח נקי וכו'), ונתונים משוק המניות. הנתונים גם מכילים מידע על תחלופת

¹⁷ 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 מ-2008.

המנהלים והדירקטורים החל מ-2004. נספח א' מפרט את המשתנים בבסיס הנתונים ואת מקורותיהם. בשנים שבהן שני בכירים או יותר שירתו באותו תפקיד באותה חברה (לדוגמה, אם הייתה תחלופה של בכירים באמצע השנה, במקרה של מנכ"ל משותף או יו"ר משותף, וכד'), אני משמיטה את המנהל החדש יותר מהנתונים.¹⁸

חברות ציבוריות בישראל נדרשות לדווח על התגמול הניתן לחמשת העובדים בעלי השכר הגבוה ביותר בחברה. התגמול מורכב משני חלקים: רכיב קבוע, הכולל משכורת, הפרשות סוציאליות והטבות אחרות, ורכיב משתנה, הכולל את החלק הרגיש לביצועים – בונוסים ותגמול מבוסס-מניות.

כפי שצוין בהקדמה, החוק מגביל את שכר המנהלים רק עבור סוגים מסוימים של חברות המשתייכות למגזר הפיננסי – בנקים, חברות ביטוח, חברות השקעות, חברות ניהול נכסים וקרנות נאמנות, כולל חברות אם של חברות אלה (להלן, "חברות מוגבלות"). החוק נחקק ב-2016, והחברות המוגבלות נדרשו ליישמו החל מ-2017. בנוסף, הגבלה זו יכולה להיתרגם לתקרה אפקטיבית של 2.5 מיליון ש"ח בשנה על השכר הכולל. כפי שאראה בהמשך, לפני החוק, חלק מהחברות המוגבלות שילמו יותר מ-2.5 מיליון ש"ח למנהליהן וחלקן שילמו פחות.

הנתונים כוללים 54 חברות פיננסיות. ראשית, אני מחריגה את כל החברות שלא נכללו בנתונים בשנים שלפני החוק (2013-2016) ו/או בשנים שאחרי החוק (2017-2019). כתוצאה מכך, קובץ הנתונים הסופי מכיל 36 מוסדות פיננסיים.¹⁹ שנית, אני מבחינה בין חברות מוגבלות לחברות לא מוגבלות. חלוקה זו היא ברמת החברה וכן ברמת המנהל היחיד. זאת מכיוון שיש מנהלים בחברה מוגבלת, שבעצמם אינם נתונים למגבלות החוק (11% מהם, לדוגמה, הם מנכ"לים של חברות בנות בחו"ל) וכן המקרה ההפוך – מנהלים הנתונים למגבלות החוק שעובדים בחברה לא מוגבלת (3% מהם, לדוגמה, אם החברה מדווחת בין חמשת המשתכרים הגבוהים ביותר בחברה על שכרם של בכירים בחברות הבנות שלה, שאין מגבלה על התגמול שהן משלמות).

הצעד הבא הוא לבחון למי מקרב המנהלים בנתונים שלי יש פוטנציאל להיות מושפע מהחוק. כדי לעשות זאת, קבעתי שני קריטריונים – אחד ברמת החברה ואחד ברמת התפקיד. ברמת החברה, אני מסווגת כל חברה לפי הקריטריון אם היו בה לפחות שני מנהלים בשנים שלפני החוק, 2014-2016, שהשתכרו למעלה מ-2.5 מיליון ש"ח. ברמת התפקיד (מנכ"ל, יו"ר הדירקטוריון ומנהלים אחרים כמו סמנכ"לים), אני מסווגת כל תפקיד בהתאם לקריטריון אם היו לפחות שנתיים במהלך תקופת שלוש השנים של 2014-2016 שבהן התגמול ששולם למנהל שכיהן בתפקיד זה היה למעלה מ-2.5 מיליון ש"ח.

לוח 1 מציג את התפלגות החברות הפיננסיות (מספר החברות) בנתונים שלי לפי ענף, לפי חברות מוגבלות/לא מוגבלות ולפי חברות ששילמו/לא שילמו שכר גבוה מ-2.5 מיליון ש"ח בשנים שלפני החוק, על פי הקריטריונים שצינו לעיל (להלן, "חברות/מנהלים מעל הסף" (Above firms/executives)). דומה כי 70% מהחברות המוגבלות ו-50% מהחברות הלא מוגבלות שילמו יותר מ-2.5 מיליון ש"ח לבכיריהן בשנים שלפני החוק.

¹⁸ במקרים של תחלופה, גם ביצעתי התאמות תגמול למנהל האחר, כך שרכיב המשכורת בתגמול שלו או שלה הותאם לתנאים שנתיים. לדוגמה, אם מנהל פרש בסוף אוקטובר, שכרו המדווח מוכפל ב-10/12 באותה שנה.
¹⁹ אני משמיטה שני מנכ"לים שהתגמול שלהם פחת ביותר מ-80% בשנה אחת, בגלל תחלופה.

לוח 2 מציג סטטיסטיקה תיאורית עבור המשתנים העיקריים של המנהלים – גיל, ותק בתפקיד, אחזקת מניות בחברה, שיעור המנהלים בעלי תואר שני ומעלה, תגמול כולל, והרכיב הקבוע של השכר; ועבור המשתנים העיקריים ברמת החברה – סך הנכסים, שווי שוק, תשואה על ההון העצמי (ROE), תשואה על הנכסים (ROA), תשואה על המניות, מינוף ושיעור תחלופת המנהלים. הלוח מתחלק למנהלים המשתייכים לחברות מטופלות (חברות מוגבלות, שיש בהן לפחות שני בכירים בשנים שלפני החוק, 2014-2016 (בממוצע), שהשתכרו מעל הסף – 17 חברות, פאנל א) ולמנהלים המשתייכים לחברות לא מטופלות (חברות שאינן נתונות להגבלות החוק ו/או חברות שלא היו בהן לפחות שני בכירים בשנים שלפני החוק, 2014-2016, בממוצע, שהשתכרו מעל הסף – 19 חברות, פאנל ב).

כמו כן, אני משווה בין התקופה שלפני (2014-2016) והתקופה שאחרי (2017-2019) הנהגת החוק. לפי ההגדרה של קבוצת הטיפול, המדגם שלי כולל 223 מנהלים מ-17 חברות מטופלות. מנהלים בחברות מטופלות, כפי שניתן לצפות, מתאפיינים באופן כללי ברמות שכר גבוהות יותר, בשכר שמבוסס יותר על ביצועים ומועסקים בחברות גדולות יותר.

בלוח ג של לוח 2 מוצגים מבחני מובהקות להפרש בין השינויים הממוצעים במשתנים המרכזיים בקבוצת הטיפול יחסית לקבוצת הביקורת בין התקופות הנבדקות. לאחר יישום החוק, נמצא שינוי חיובי ומובהק סטטיסטית בגיל הבכירים הן בקבוצת הטיפול והן בקבוצת הבקרה. האומדנים המדווחים מצביעים על ירידה מובהקת בתגמול הכולל של המנהלים, עם עלייה ברכיב הקבוע של השכר בחברות המטופלות לאחר הנהגת החוק²⁰. יתר על כן, השינוי הממוצע בתגמול הכולל של המנהלים אחרי חקיקת החוק חשף הפרש שלילי מובהק סטטיסטית בין קבוצת הטיפול לקבוצת הבקרה. בד בבד, שיעור תחלופת המנכ"לים עלה בחברות הכפופות לחוק בעוד שירד משמעותית בחברות שאינן כפופות לו, והפער בשיעורי תחלופת המנכ"לים בין שתי הקבוצות לאחר כניסת החוק לתוקף היה חיובי ומובהק סטטיסטית. לא התגלו שינויים מובהקים ביתר המשתנים העיקריים ברמת המנהל או החברה. בהתאם לכך, תוצאות מבחן-t המוצגות בפאנל ג מלמדות כי הפרש מובהק בשינוי של תגמול המנהלים לאחר החוק בין חברות מטופלות לחברות לא מטופלות התרחש במקביל לשינוי מובהק בתחלופת המנכ"לים בלבד. בהמשך, נבחן ממצאים ראשוניים אלו במסגרת ניתוח רגרסיה כדי לשלוט באופן הולם בגורמים נצפים ובלתי-נצפים שעשויים להשפיע אף הם על השינויים במשתני התוצאה הרלוונטיים.

4. הגישה האמפירית והתוצאות

אני משתמשת ביישום חוק מ-2016 שהגביל את שכר המנהלים בישראל כמסגרת לניתוח ההשפעה של הגבלת רמות תגמול המנהלים על מבנה התגמול שלהם, על ביצועי החברה ועל נטילת סיכון. כדי לעשות זאת, אני מיישמת שיטת הפרש-הפרשים (DiD), שבה אני מגדירה כחברות מטופלות, כפי שצוין בחלק 3, את אותן חברות שהיו נתונות למגבלת השכר, ושלפחות שניים ממנהליהן בשנים שקדמו לחוק, 2014-2016, השתכרו (בממוצע) יותר מ-2.5 מיליון ש"ח ("הסף"). אותן חברות שלא היו נתונות למגבלת השכר ו/או שלא העסיקו לפחות שני בכירים שהשתכרו מעל 2.5 מיליון ש"ח לפני החוק, מהוות את קבוצת הבקרה שלי. הקבוצה המטופלת וקבוצת הבקרה שונות זו מזו לא מעט במאפייניהן, כפי שתואר בפרק 3. השימוש בשיטת הפרש הפרשים (Difference-in-Difference) נועד להסיר הטיות בהשוואות התקופה

²⁰ מאפייני המנהלים המוצגים בלוח 2 כוללים את כל המנהלים מהקבוצות השונות, ללא הבחנה בין מנהלים מטופלים ללא מטופלים.

שלאחר החוק בין קבוצת הטיפול לקבוצת הביקורת שעלויות לנבוע מהבדלים קבועים בין הקבוצות הללו, כמו גם הטיות מהשוואות לאורך זמן בקבוצת הטיפול שעלויות לנבוע ממגמות הנובעות מגורמים אחרים המשפיעים על התוצאות.

ברמת התפקיד, מנהל מטופל מוגדר כמי שכפוף למגבלות החוק, אשר במהלך לפחות שנתיים מתוך התקופה של שלוש השנים 2014-2016 קיבל שכר העולה על 2.5 מיליון ש"ח. מנהל שלא עמד בשני הקריטריונים הללו מוגדר כמנהל לא מטופל. כדי לקבוע אם קבוצת הביקורת וקבוצת הטיפול הן בנות השוואה, איור 1(א) מציג את התגמול הכולל הממוצע של המנהלים המטופלים והלא מטופלים בתקופה שבין 2013 ל-2019.

האיור תומך בהנחת המגמות המקבילות, המאששת את תוקפותם של מבחני ההפרש-הפרשים שביצעתי. הוא מלמד שהייתה מגמת ירידה בתגמול בשתי הקבוצות בתקופה שלפני החוק (2013-2016) – ירידה של 20% בקרב המנהלים המטופלים ו-12% בקרב המנהלים הלא מטופלים²¹. אולם, בתקופה שאחרי החוק, המגמות בתגמול היו בכיוונים מנוגדים: בקרב המנהלים המטופלים הוא ירד משמעותית (ב-27%) ואילו בקרב המנהלים הלא מטופלים הוא עלה (ב-5%). ראוי לציין כי ב-2019 חל שינוי במגמת התגמול עבור שתי הקבוצות. איור 1(ב) מציג צפיפויות גרעיניות (kernel densities) המסכמות את התפלגות התגמול הכולל לפני (2014-2016) ואחרי (2017-2019) החלת החוק עבור המנהלים המטופלים. האיור מעיד שהתגמול שלהם התקדם לרמת הסף משני הכיוונים.

4.1 מבנה התגמול

כצעד ראשון אני חוקרת את ההשפעות של מגבלת תגמול המנהלים על הרמה ועל המבנה של התגמול בחברות פיננסיות. במילים אחרות, כיצד חברות מטופלות התאימו את חבילות התגמול למנהליהן כדי לעמוד בתקנה החדשה. ההתאמה של מבנה התגמול היא עניין מרכזי להבנת חוזקו של התמריץ למנהלים להשקיע יותר/פחות מאמץ או ליטול פחות/יותר סיכון כדי להציג ביצועים טובים יותר.

בדיקה ויזואלית של תגמול המנהלים סביב הנהגת מגבלת תגמול המנהלים מאשרת כי החברות המטופלות הפחיתו את תגמול מנהליהן לאחר הנהגת התקנה החדשה (איורים 1(א) ו-1(ב)). איור 2 מציג את מבנה תגמול המנהלים על ידי הצגת היחס בין הרכיב הקבוע של התגמול לתגמול הכולל עבור מנהלים מטופלים ולא מטופלים לפני ואחרי החוק. עבור מנהלים לא מטופלים, יחס זה ירד במקצת אחרי החוק, ואילו בחברות מטופלות, לאחר שהוא עלה משמעותית בתקופה שבין 2013 ל-2016 (מ-62% ב-2013 ל-77% ב-2016), הוא עלה במידה מועטה בשנים שאחרי החוק ל-83% ב-2019.²²

לאור ראיה זו לכאורה, אני מאמצת גישה של הפרש-הפרשים משולש ואומדת סט של רגרסיות מרובות משתנים תוך שימוש בריבועים פחותים רגילים, כאשר יחידת התצפית היא מנהל i בחברה j בשנה t , כדלקמן:

(1)

$$y_{ijt} = \beta_0 + \beta_1(Post\ 2016_t \times Restricted\ Executive_{ij} \setminus Restricted\ Firm_j \times Above\ intensity_{ij}) + \gamma E_{ijt} + \delta F_{jt} + \alpha_j + Ind + \varepsilon_{ijt}$$

²¹ יצוין כי אני מוצאת עלייה בתגמול ב-2016 לפני האסדרה בקרב המנהלים שמעל הסף בחברות לא מוגבלות.
²² הירידה במרכיב המשתנה בתגמול של המנהלים המטופלים הייתה בעיקר באמצעות רכיב התגמול המבוסס-מניות.

y_{ijt} הוא משתנה העניין התלוי (לוג טבעי של התגמול הכולל, רכיב קבוע לעומת רכיב משתנה של השכר וכו'), Post 2016 הוא משתנה דמה השווה ל-1 אם השנה היא אחרי 2016 (לאחר החוק), כך שאני משווה את השנים 2013-2016 ואת השנים 2017-2019. המשתנה $Restricted Executive_{ij}$ ($Restricted Firm_j$) הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם המנהל (החברה) נתון (נתונה) למגבלות החוק של 2016, וכפי שנוכח לעיל, מנהל נתון מסווג כ"מעל הסף" ("Above executive") אם השכר ששולם למנהל ששירת בתפקידו היה גבוה מ-2.5 מיליון ש"ח במשך שנתיים לפחות לאורך השנים 2014-2016. לפיכך, משתנה $Above intensity_{ij}$ (i) שווה לאפס עבור מנהלים שאינם מעל הסף, ו-ii שווה ללוג הטבעי של המרחק (הפרש) בין התגמול הכולל הממוצע המשולם למנהל שכהן בתפקיד זה בשנים 2014-2016 לבין הסכום של 2.5 מיליון ש"ח. הסיבה שבחרתי להשתמש במשתנה $Above intensity$ במקום במשתנה דמי היא שקיימת שונות גדולה במשתנה זה בין המנהלים. בקרב המנהלים שעבורם המשתנה $Above intensity_{ij}$ שונה מאפס, החציון הוא 0.37, המינימום הוא 0.05 והמקסימום הוא 1.2. לפיכך, ניתן להניח שהשפעת החוק על תגמול המנהלים, על המבנה שלו, על התחלופה או על ביצועי החברה שונה בין מנהל שחוה קיצוץ גדול יותר למנהל שחוה קיצוץ קטן יותר בשכרו.

E_{ijt} הוא וקטור של משתני הבקרה של המנהל כמו גיל, ותק, השכלה (משתנה דמי השווה ל-1 אם המנהל הוא בעל תואר שני ומעלה ואפס אחרת), חלקו של המנהל במניות החברה, 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} מייצג משתני בקרה ברמת החברה כמו גודל (לוג טבעי של סך הנכסים²³), וביצועים (תשואה על המניות בפיגור או ROA בפיגור או ROE בפיגור²⁴) והשתייכות החברה לקבוצה עסקית. אני מריצה את הרגרסיה עם משתני דמי הן עבור חברות (α_j) והן עבור ענפים $(Ind)^{25}$ כדי לפקח על השפעות בלתי נצפות הנגרמות ממאפיינים ספציפיים של הענף והחברה לאורך זמן. אינני מוסיפה אפקטים קבועים עבור השנה, מכיוון שהמשתנה המסביר ($Post 2016$) כבר כולל משתני דמי של זמן המשקפים את תקופת היישום של החוק מ-2016. לפיכך, המשתנה $Post 2016$ אמור לשקף שינוי במשתנה התלוי לאחר החוק (2017-2019) בהשוואה לתקופה שלפני החוק (2013-16).²⁶ בכל הספציפיקציות, הטעויות מקובצות ברמת החברה. הנתונים בכל הספציפיקציות הם במחירי 2016. אמידות שבוחנות שינויים במאפייני החברה, כגון ביצועים, יושמו ברמת החברה, ואילו אמידות שבוחנות שינויים במאפייני המנהל, כגון מבנה התגמול ותחלופת מנהלים, יושמו ברמת התפקיד.

כדי לתאר את השינוי בתגמול המנהלים במגזר הפיננסי לאחר החוק במסגרת רגרסיה, אני מציגה כעת בלוח 3 את גישת הפרש-ההפרשים בשלבים. כאמור, אומדן הפרש-ההפרשים יבחן את ההפרשים בממוצעים של משתני התוצאה בין הקבוצה המטופלת לקבוצה הלא מטופלת, לפני החוק ואחרי. עמודה 1 מדווחת על ההפרש הראשון, המשווה שינויים במשתנה התלוי, שהוא לוג טבעי של התגמול הכולל, לפני ואחרי החוק. בעמודה 2, אני מציגה את ההפרש השני, המשווה שינויים בתגמול המנהלים לפני ואחרי החוק עבור בכירים הנתונים למגבלות החוק של 2016 ובכירים שלא. עמודה 3 מראה את ההפרש השלישי

²³ לפי Gabaix and Landier (2008), האומדן המקורב הטוב ביותר לגודל חברה הוא סך הנכסים (חוב + הון עצמי)
²⁴ השתמשתי בתשואה על המניות/ROA או ROE ב-1 - t ולא ב-t כדי להימנע מאנדוגניות. שימוש במשתנים ב-t לא משנה את התוצאות.
²⁵ אני מציבה משתני דמה עבור חברות וענפים כאחד, מכיוון שיש חברות שמחליפות ענף עם הזמן.
²⁶ הצבת משתני דמה עבור השנה לא שינתה את התוצאות.

– בין "מנהלים מעל הסף" ("Above executives") לבין "מנהלים שאינם מעל הסף" ("non-Above executives"), מבלי להתחשב בשאלה אם המנהל/חברה נתונים להגבלות החוק או לא. איור 4 מציג את ההפרש בין המנהלים המטופלים למנהלים לא מטופלים לפני ואחרי החוק. המשתנים "Above int." ו-"Restricted" בלוח זה הם ברמת התפקיד²⁷.

אני מוצאת השפעה שלילית מובהקת של החוק על ממוצע תגמול המנהלים במגזר הפיננסי (המקדם של המשתנה $Post\ 2016$ בעמודה 1 הוא שלילי ומובהק). יתרה מכך, כאשר אני מחלקת את המנהלים למוגבלים ולא מוגבלים, אני מוצאת השפעה שלילית מובהקת של החוק על ממוצע תגמול המנהלים המוגבלים במגזר הפיננסי (המקדם של משתנה האינטראקציה $Post\ 2016_t \times Restricted\ Executive_{ij}$ בעמודה 2 הוא שלילי ומובהק). בחברות מוגבלות, אני מזהה שני ממצאים עיקריים בקרב המנהלים המסווגים כמוגבלים ולא מוגבלים (ראו נספח ה)²⁸: ראשית, רמת התגמול גבוהה יותר בקרב מנהלים לא מוגבלים, ושנית, לאחר החוק היא המשיכה לעלות בקרב מנהלים לא מוגבלים (אף שהרמה הייתה גבוהה מ-2.5 מיליון ש"ח) ואילו בקרב מנהלים מוגבלים היא המשיכה לרדת.

עמודה 3, כאמור, מראה את ההפרש בין "מנהלים Above" ל"מנהלים שאינם Above", מבלי להתחשב בשאלה אם המנהל נתון להגבלות החוק או לא. כאן, אני מוצאת שמקדם האינטראקציה $Post\ 2016_t \times Above\ intensity_{ij}$ הוא שלילי ומובהק סטטיסטית. תוצאה זו מצביעה על כך ש"מנהלים Above" קיבלו שכר נמוך יותר לאחר החוק, בין אם הם נתונים או לא נתונים למגבלות החוק. בהשוואה של תגמול המנהלים בין מנהלים מטופלים ולא מטופלים לפני ואחרי החוק (עמודה 4), ניתן לראות שהמנהלים המטופלים קיבלו בממוצע תגמול נמוך יותר לאחר החוק, כצפוי.

אחת הדרישות לניתוח הפרש-ההפרשים הוא לוודא שחברות הבקרה והחברות המטופלות אינן שונות זו מזו לפני תקופת המדגם. כדי לחזק את הדמיון בין הקבוצה המטופלת לקבוצת הבקרה ולהבין אם התוצאות המוצגות לעיל משתקפות בכל הענפים, אני אומדת כעת את אותה רגרסיה בסיסית בחלוקה לענפים. לוח 4 מציג את תוצאות האמידה עבור בנקים²⁹ (עמודה 1), חברות ביטוח (עמודה 2) וענף השירותים הפיננסיים (עמודה 3). לא היו מספיק תצפיות כדי לאמוד אותן גם עבור ענף השקעה ואחזקות. המשתנה התלוי בכל הספציפיקציות הוא הלוג הטבעי של התגמול הכולל. האמידות כוללות את כל המנהלים המכהנים בכל אחד מהענפים, כאשר אני מתארת השפעה זו על מנהלים מטופלים באופן ספציפי בהשוואה למנהלים לא מטופלים. התקופה הנאמדת היא שוב מ-2013 עד 2019.

²⁷ נספח ב' מספק את התוצאות עבור קריטריונים שונים: (1) המשתנה "Restricted" מתייחס לרמת החברה והמשתנה "Above int." מתייחס לרמת התפקיד (פאנל ב). מטרת אומדן זה היא להעריך אם תגמול של מנהל מושפע מהחובות החוקיות של החברה שלו או רק מהציות המשפטי של המנהל עצמו. ספציפיקציה זו חלה בלעדית על מנהלים שאינם מנכ"לים או יו"רים, שכן אין מקרים שבהם החברה נתונה למגבלות החוק והמנכ"ל/היו"ר אינם נתונים למגבלות החוק, או להפך. (2) המשתנה "Restricted" מתייחס לרמת התפקיד והמשתנה "Above int." מתייחס לרמת החברה (פאנל ג). בספציפיקציה זו, אני מנסה לבין אם השתייכות של מנהל לחברה המוגדרת "Above" קובע אם תגמול הבכיר מושפע מהחוק או לא, או שמדובר רק בשאלה אם הבכיר עצמו הוא "Above". (3) הן המשתנה "Above int." והן המשתנה "Restricted" מתייחסים לרמת החברה (פאנל ד).

²⁸ ראוי לציין כי מנהלים לא מוגבלים בחברות מוגבלות מסווגים כ"מנהלים אחרים" (מנכ"ל חברה בת, סמנכ"ל וכד'). חברות מדווחות אחת לשנה על חמשת האנשים שמשכירים את השכר הגבוה ביותר בחברה. התפקידים עצמם עשויים להשתנות בכל דוח (לא כולל המנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון). על כן, אין ודאות בשאלה מה קרה לשכרם של אותם מנהלים לאחר החוק. אך ראוי לציין ששכרם הממוצע של מנהלים אלה היה גבוה יותר לאחר החוק בהשוואה לשכר המנהלים שהיו קודם לכן בקטגוריה זו.

²⁹ באמידה זו, מנפיקי כרטיסי אשראי מסווגים כבנקים.

לפי התוצאות, מנהלים מטופלים בבנקים, כצפוי, קיבלו תגמול נמוך יותר לאחר החוק. לא רק הממוצע של רמת תגמול הבכירים בבנקים ירד, אלא גם סטיית התקן שלה.³⁰ להמחשה, איור 3(א) מציג את התפלגות התגמול למנכ"לים ויו"רים בבנקים לפני החוק (2016) ואחריו (2017). ניתן לראות כי אחרי החוק, הפיזור של התגמול פחת במובהק והתכנס לטווח שבין 1.6 עד 3.3 מיליון ש"ח (להשוואה, ב-2016 שכרם נע בין 1.6 ל-10 מיליון ש"ח).

המסקנה עבור חברות ביטוח אינה שונה בהשוואה לאמידות קודמות – המנהלים המטופלים קיבלו תגמול נמוך יותר בעקבות החוק. ואולם, בניגוד לתוצאות הקודמות עבור הבנקים, דומה כי מנהלים לא מטופלים שתוגמלו מתחת לסף קיבלו תגמול גבוה יותר לאחר החוק בחברות ביטוח, משמע שהחוק השפיע לא רק על המנהלים המטופלים, אלא גם על אלה שאינם מטופלים. באופן אידאלי, קבוצת הבקרה בניתוח מסוג זה לא אמורה להיות מושפעת מהחוק. תוצאה זו מוכיחה כי היו לחוק השפעות זולגות, וזאת מכיוון שקיים שוק יחיד למנהלים בכירים, כך שההנחה הזו לא מתקיימת. לפיכך, התוצאות שהתקבלו מניתוח ההפרש-ההפרשים עשויות לסבול מהטיה אפשרית: ייתכן שההפחתה של שכר המנהלים המטופלים כפי שהשתקפה בתוצאות היא גבוהה מההפחתה בפועל. יתרה מכך, אוכל גם לטעון שההשוואה שאני עושה בעבודה היא בין מנהלים (חברות) שהושפעו ישירות מהחוק לבין מנהלים (חברות) שהושפעו ממנו בעקיפין.

איור 3(ב) מראה את תגמול הבכירים בחברות ביטוח לפני החוק (2016) ואחריו (2017). ניתן לראות כי שונות התגמול פחתה בתקופה זו, אך לא פחתה במובהק כפי שראינו עבור תגמול הבכירים בבנקים. עבור בכירים בענף השירותים הפיננסיים, התוצאות שונות במקצת (עמודה 3 בלוח 4). שכר המנהלים המטופלים פחת בהשוואה למנהלים לא מטופלים, אך לא נמצא שהירידה מובהקת.

כדי לנתח את השפעת החוק על מבנה תגמול המנהלים, אני אומדת כעת את משוואה (1) שוב ברמת התפקיד, כאשר המשתנה התלוי הוא היחס בין הרכיב הקבוע של השכר לשכר הכולל של המנהלים. לוח 5 מציג את התוצאות. אצל המנהלים המטופלים, הרכיב המשתנה בשכר היה גבוה יותר בהשוואה למנהלים לא מטופלים, ולאחר החוק הוא פחת משמעותית. כאמור, הסבר אפשרי לכך הוא שהחברות שנוהלו על ידי בכירים אלה רצו שתהיה להן יכולת לשלוט בסכום התגמול הכולל על מנת שיוכלו להגביל אותו. הסבר נוסף לעלייה אחרי 2016 ברכיב הקבוע של השכר הוא שמעבר לשיעור גבוה יותר של רכיב קבוע בשכר מגדיל את הרכיב הוודאי בשכר המנהלים, מה שעשוי לפצות את המנהלים המוגבלים על הירידה בשכרם הכולל.

שאלה נוספת שאני בוחנת היא מה הייתה ההשפעה של הגבלת רמת שכר המנהלים על פערי השכר בקרב מנהלים בכירים. לוח 6 מציג את השפעת החוק על התגמול הממוצע בקרב המנהלים המשתכרים את השכר הגבוה ביותר בחברה, לפי דיווח החברה (עמודה 1), על ההפרש בין המנהל עם השכר הגבוה ביותר לזה עם השכר הנמוך ביותר (עדיין בקרב אותם מנהלים, עמודה 2), על סטיית התקן של התגמול בקבוצה זו (עמודה 3) ועל ההפרש בין תגמול המנכ"ל לתגמול הממוצע של הסמנכ"לים (עמודה 4). ספציפיקציות אלה נאמדו ברמת החברה על נתונים מהשנים 2013-2019. התגמול באמידה זו מותאם לאחוז המשרה של המנהל. זאת מפני שלא יכולתי להוסיף משתנה זה כמשתנה בקרה כפי שעשיתי באמידות קודמות מאחר שיחידת התצפית היא כעת j בשנה t ולא ברמת המנהל. כאן, שוב, אני אומדת את השפעת הטיפול

³⁰ מ-2.1 מיליון ש"ח ב-2016 לסביבות 1.2 מיליון ש"ח ב-2017.

באופן ספציפי על אלה שבקבוצת הטיפול, בהשוואה לאלה שאינם בקבוצת הטיפול. לפי התוצאות בעמודה 1, התגמול הממוצע של המנהלים שקיבלו את השכר הגבוה ביותר פחת לאחר החוק בחברות המטופלות. מקדם ההפרש בין המנהל עם השכר הגבוה ביותר לזה עם השכר הנמוך ביותר בחברות המטופלות נמצא גם כשלילי ומובהק. המשמעות היא שפער זה בין המנהלים בחברות המטופלות קטן בעקבות החוק (ראו גם איור 4א). ניתן לראות תוצאות אלה גם באמידה הבאה (עמודה 3), המתארת מה קרה לסטיית התקן של התגמול בין מנהלים בחברה. המסקנה לא משתנה גם כשמסתכלים על תוצאות האמידה בעמודה 4, כאשר המשתנה התלוי הוא ההפרש בין שכר המנכ"ל לשכר הממוצע של הסמנכ"לים בחברה. בעקבות החוק, תגמול המנכ"לים התכנס לרמת תגמול המנכ"לים בחברות המטופלות בשל ירידה (של 11%) בתגמול המנכ"לים ועלייה (של 7%) בתגמול הסמנכ"לים. איור 4ב מראה את ההפרש במגמות הן בחברות מטופלות והן בחברות לא מטופלות. דומה כי הפער בקרב החברות המטופלות נמצא במגמה שלילית מאז 2013, שהתחזקה אחרי חקיקת החוק. אולם בקרב החברות הלא מטופלות, נמצא שהפער במגמה חיובית מאז חקיקת החוק.

4.2 ביצועי החברה ונטילת סיכון

הקטנת הרכיב המשתנה של השכר, כפי שצוין קודם, עשויה ללמד על כך שלחברות מוגבלות יש כעת פחות יכולת לתמרץ מנהלים למקסם את הערך לבעלי המניות. כעת אבדוק אם מגבלה זו על תגמול המנהלים השפיעה על ביצועי החברה.

הגבלת תגמול המנהלים יכולה להשפיע על ביצועי חברה באמצעות מנגנונים שונים: (1) היא עשויה להניע מנהלים להשקיע פחות מאמץ או ליטול פחות סיכונים, דבר שישפיע באופן שלילי על הביצועים, (2) היא עשויה להוביל לעזיבת מנהלים לטובת חברות מתגמלות יותר, מה שעלול לגרום לכך שבחברה ישאר מנהל פחות מוכשר - דבר שיפגע בביצועים, או לחילופין מנהל בעל מוטיבציה גבוהה יותר - דבר שישפר את הביצועים. (3) הפחתת תגמול המנהלים עשויה לאותת למשקיעים שהחברה מתייעלת, מה שבאופן פוטנציאלי יכול להגדיל את ביצועי מניות החברה (בהתאם לתיאוריית "rent extraction" ולטענה של Abudy et al., 2020), (4) היא עשויה להפחית את ההוצאות על משכורות, מה שיגדיל את הרווח הנקי, (5) דבר לא ישתנה. ייתכן שביצועי חברה אינם תלויים בזהות המנכ"ל או בביצועיו אלא בפעילות השגרתית ובכוח העבודה הרחב. ייתכן שהצוות הניהולי לא מושפע משמעותית מהחוק, גם אם יש יחידים שכן מושפעים ממנו. כמו כן, בענפים מוסדרים עם תחרות מוגבלת, ייתכן שלמאמץ של המנהלים יש השפעה מינימלית.

איורים 5א ו-5ב מתארים את התפתחות ביצועי החברה, הנמדדת לפי תשואות מניות חריגות מצטברות שנתיות (CAR)³¹ והתשואה על ההון (ROE). הבדלי ה-ROE בין קבוצת הטיפול לקבוצת הביקורת התרחבו עד להחלת החוק ולאחר מכן קטנו בהדרגה. בשנת 2017, קיטון זה נגרם בעיקר מגידול מובהק ב-ROE של החברות המטופלות. גם ההפרשים בתשואות החריגות המצטברות גם השתנו לאורך הזמן. בין 2014 ל-2017, ההפרש קטן, גדל ב-2018 (עקב שיעור ירידה גבוה יותר בחברות המטופלות), ונותר ללא

³¹ כדי לחשב תשואות מניות חריגות מצטברות שנתיות, אני מסירה תחילה את השפעות השוק ממחירי המניות על ידי רגרסיה של תשואות מניית כל חברה מינואר 2010 עד דצמבר 2022 על מדד השוק המקומי (מדד ת"א All-Share): $R(i,t) = \alpha(i) + \beta R(m,t) + \varepsilon(i,t)$. לאחר מכן אני מחשבת את התשואה החריגה על המניה, שהיא התשואה העודפת של מניה יחידה i בתאריך t : $R(i,t) - \hat{\alpha}(i) - \beta R(m,t)$. אני משתמשת במשתנה זה כדי לחשב תשואות מניה חריגה מצטברות שנתיות לשנה t , עבור ינואר עד דצמבר. התוצאות אינן רגישות לבחירת מדד היחס בשוק.

שינוי בשנת 2019. ביצועי המניה וה-ROE של חברות מטופלות השתפרו לאחר החלת החוק החוק, ואילו עבור חברות לא מטופלות חל שינוי מועט.

כדי לאמוד את השפעת החוק על ביצועי החברות המטופלות, לאור ראייה זו לכאורה, אני משתמשת בשיטת הפרש-ההפרשים בדומה לאמידה בספציפיקציה (1). אני משתמשת בשיטה זו שוב, כדי שאוכל לאמוד את השפעת הטיפול באופן ספציפי על אלה שקיבלו את הטיפול. משתני התוצאה שלי y_{jt} הם מדד שארפ, תשואת מניה חריגה מצטברת שנתית, ROE (לוג טבעי של אחד פלוס ROE), ROA (לוג טבעי של אחד פלוס ROA), ו-Tobin's Q.³² יודגש כי הניתוח הוא ברמת החברה, מכיוון שאין נתונים לגבי הביצועים ונטילת הסיכון של מנהלים בודדים. על כן, בספציפיקציות אלה אני משתמשת בעצמות של Above ברמת החברה, שהוא הממוצע של עצמות Above של המנהלים בחברה (אלה ששכרם מדווח). משתני הבקרה ברמת החברה כוללים גודל (לוג טבעי של סך הנכסים) ומינוף (בפיגור) של החברה, המשמש כאינדיקטור לרמת הסיכון של החברה.³³ האמידות כוללות משתני דמי הן עבור חברות והן עבור שנים.

לוח 7 מציג את התוצאות. המשתנים התלויים בעמודות 1-2, 3-4, 5-6, 7-8, 9-10 הם מדד שארפ, תשואת מניה חריגה מצטברת שנתית, ROE (לוג טבעי של אחד פלוס ROE), ROA (לוג טבעי של אחד פלוס ROA), ו-Tobin's Q. בהתאמה. התוצאות המופיעות בעמודות האי-זוגיות מתארות את השפעת החוק על חברות מוגבלות בהשוואה לחברות לא מוגבלות, ואילו התוצאות המופיעות בעמודות הזוגיות מתארות השפעה זו באופן ספציפי על חברות מטופלות בהשוואה לחברות לא מטופלות.

לפי התוצאות בעמודות 1-4 ו-9-10, החברות המטופלות לא הראו ביצועים פחות טובים בשוק המניות בהשוואה לחברות הלא מטופלות לאחר החוק.³⁴ ובפרט, השפעה חיובית נצפתה ביחס ה-CAR וברמת Tobin's Q של חברות מוגבלות, בין אם המנהלים תוגמלו ברמה גבוהה מהסף לפני החוק ובין אם לאו. תוצאה זו עולה בקנה אחד עם תיאוריית ה-"rent extraction" שהוזכרה קודם ועם ממצאיהם של Abudy et al. (2020). על כן, ניתן לטעון כי הפחתת תגמול המנהלים לא אותתה למשקיעים כי החברה הושפעה באופן שלילי מהפסד פוטנציאלי של כישרון ניהולי. בהתאם לכך, השוק לא הבדיל בין חברות שבהן שכר המנהלים היה מעל הסף לפני החוק לבין אלה שבהן שכר המנהלים היה מתחת לסף. יצוין גם כי ערכתי אומדנים אלה גם לפי ענף³⁵ ולפי התוצאות ביצועי החברות לא הורעו באף אחד מהענפים לאחר החוק. הסבר אפשרי נוסף לתוצאה לפיה הגבלת תגמול המנהלים לא גרע מביצועי החברה הוא שתגמול המנהלים באותן חברות כולל, כאמור, שיעור קטן מאוד של תגמול מבוסס-תמריצים, מה שעשוי להחליש את רגישות השכר לביצועים. כדי להציג באופן ויזואלי את המתאם בין תגמול המנהלים לביצועי החברה, איורים 6א) ו-6ב) מציגים את מדד ת"א-בנקים³⁶ (מדד הביטוח³⁷) ואת רכיבי תגמול המנהלים (הרכיב הקבוע, רכיב הבונוסים ותגמול מבוסס-מניות) בבנקים (חברות ביטוח) הנכללים במדד מ-2013 עד 2019, במחירים קבועים של 2016 ומנורמלים ל-100 ב-2013. גרפים אלה מראים את הניתוק של תגמול המנכ"ל, על כל רכיביו, מביצועי המניה בענפים אלה מ-2013 עד 2019.

³² ברמה הבסיסית ביותר, Tobin's Q מבטא את הקשר בין הערכת שווי השוק ובין השווי הפנימי. במילים אחרות, זהו ממוצע שמעריך אם חברה נתונה מצויה בהערכת-יתר או בהערכת חסר.

³³ הוספת בקורות ברמת המנכ"ל, כמו ותק, לא שינתה את התוצאות.

³⁴ הוספת פרמטרים כלכליים המתייחסים לכלל השוק עבור המשק הישראלי, כמו צמיחת התמ"ג, כמשתני בקרה אינה משנה את התוצאות.

³⁵ ראו בפרק המציג את מבחני העמידות.

³⁶ מדד ת"א-בנקים (המכונה מדד ת"א בנקים-5 החל מפברואר 2017) הוא מדד המורכב ממניות של חמשת הבנקים המסחריים בעלי שווי השוק הגבוה ביותר, כולם נכללים בקבוצת החברות המטופלות.

³⁷ השם המדויק הוא מדד ת"א-ביטוח.

האמידות השלישית והרביעית מראות כי הייתה לחוק השפעה שלילית על ביצועיה החשבונאיים של חברה בחברות בקבוצת הטיפול – במובהק על ROE ולא במובהק על ROA. כלומר, הירידה בהוצאות על משכורות שהתרחשה כתוצאה מההגבלה לא הובילה לעלייה ב-ROE של החברות המטופלות (בניגוד למה שעולה מאיור 5). קיימים שני הסברים אפשריים לתוצאה זו: ראשית, ייתכן שהחוק השפיע על מספר מצומצם של בכירים בלבד. שנית, ייתכן שהחברות העלו את שכרם של עובדים אחרים כתגובה. הסבר זה עולה בקנה אחד עם הגדרת החוק, המגביל את תגמול המנהלים לרמה השווה ל-35 פעמים השכר של העובד בעל השכר הנמוך ביותר. ייתכן שחברות העלו את שכרם של העובדים המקבילים את השכר הנמוך ביותר כדי להימנע מהפחתה משמעותית של שכר המנהלים.³⁸

כפי שצוין לעיל, השפעת החוק של 2016 על ביצועי חברה עשויה להתממש דרך תחלופה בהנהלה. הטלת מגבלות על תגמול המנהלים בסוגים מסוימים של חברות עלולה לגרום לשני תרחישים מנוגדים: מצד גיסא, עזיבה של מנהלים מיומנים לחברות המציעות תגמול גבוה יותר, מה שעלול להוביל לירידה בביצועי החברה. מאידך גיסא, כניסה של מנהלים צעירים ובעלי מוטיבציה גבוהה לתפקידים בכירים, דבר שעשוי לשפר את ביצועי החברה.

כדי להבין את ערוץ התמסורת הזה, אני בודקת תחילה כמה מנהלים הוחלפו בכל שנה. איור 7 מתאר את אחוז המנכ"לים והיו"רים שהוחלפו מתוך כל המנכ"לים והיו"רים במדגם בשנים 2013-2019, המחולק למנהלים בקבוצת הטיפול ומנהלים בקבוצת הבקרה. המדגם כולל בממוצע 60 מנכ"לים ויו"רים בכל שנה, כאשר כ-12% מהם מתחלפים מדי שנה.³⁹ הגרף מראה שקיים הבדל מובהק בשיעור התחלופה בין מנהלים בקבוצת הטיפול לאלו שבקבוצת הבקרה לאחר החלת החוק. בשעה שהיה גידול הדרגתי בשיעור התחלופה של מנהלים מטופלים לאחר החוק, לא הייתה מגמה ניכרת בשיעור התחלופה עבור מנהלים לא מטופלים. יצוין כי לא נראתה מגמה ניכרת גם בשיעור התחלופה עבור כל המנכ"לים והיו"רים במגזר הפיננסי – שיעור זה נע סביב הממוצע ולא חל בו שינוי מובהק לאחר החוק.⁴⁰

ב-2016, לאחר הנהגת מגבלת שכר המנהלים באפריל 2016 – שלושה מנכ"לים ושלושה יו"רים הנכללים בקבוצת הטיפול התפטרו מתפקידיהם (שיעור גבוה בהרבה בהשוואה לממוצע השנתי בקבוצה זו). ב-2017, אף מנהל בכיר מטופל לא עזב את תפקידו. ב-2018, שלושה מנכ"לים התפטרו, ושני מנכ"לים ויו"ר דירקטוריון אחד, שנכללו בחברות המטופלות, סיימו את כהונתם בתפקיד. בנוסף, השוואת מספר הבכירים (מנהלים ודירקטורים) בחברות המטופלות שהתפטרו מתפקידם לפני החוק (ינואר 2013 – מארס 2016) ואחריו (אפריל 2016 – יוני 2019) מראה עלייה של 17% (במספרים: מ-48 ל-56 בכירים, באחוזים: מ-8.7% ל-10.3% מהבכירים) לאחר החלת החוק.⁴¹ השוואה רק של המנהלים והדירקטורים שנכללו בחמש הבכירים המשתכרים את השכר הגבוה ביותר בחברה מראה שיעור גידול גבוה בהרבה – 80% (מ-15 ל-27 בכירים⁴²). כאשר משווים רק את המנהלים והדירקטורים שהשתכרו יותר מ-2.5 מיליון ש"ח לפני שהתפטרו מתפקידם, שיעור הגידול מגיע ל-88% (מ-8 ל-15 בכירים).

³⁸ טיעון שהובלט על ידי מתנגדי החוק.

³⁹ אחוז המנכ"לים שהוחלפו הוא אחוז המנכ"לים החדשים באותה שנה.

⁴⁰ יצוין כי בדקתי גם את שיעור התחלופה כפונקציה של השפעה קבועה של השנה בלבד ולא מצאתי משתנה בעל השפעה מובהקת.

⁴¹ יצוין כי ממצא זה תואם את Abudy et al. (2020), שהראו כי החוק לא הגדיל את תחלופת המנהלים. שוני זה עשוי לנבוע מהשוואות שונות – Abudy et al. (2020) סופרים את כל העזיבות שדווחו בדוחות שהוגשו מיידית, ואילו כאן אני סופרת רק את המנהלים שעזבו את תפקידם. יתר על כן, אני משווה בין תקופות שונות וחברות שונות (Abudy et al. (2020)) מתייחסים לכל המוסדות הפיננסיים הנתונים למגבלות חוק שכר המנהלים, ואילו בניתוח זה אני מתייחסת לחברות מטופלות בלבד.

⁴² אין הבדל במספר הראשוני של בכירים בכל קבוצה. במילים אחרות, המכנה זהה.

כדי לאשר את תקפותו של תיאור זה, אני אומדת כעת את משוואה (1) באמצעות רגרסיית Logit כאשר המשתנה התלוי הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם שנה t היא השנה האחרונה של הבכיר בתפקידו ו-0 בטרם המקרים⁴³: משתני הבקרה ברמת החברה כוללים גודל (לוג טבעי של סך הנכסים), וביצועים יחסיים (כפי שהם נמדדים לפי התשואה על מניית החברה מעבר לתשואה המשוקללת לשווי של כל המניות בענף⁴⁴), ומשתני הבקרה ברמת המנהל כוללים משתנה עבור ותק ומשתנה עבור השכלה. הרגרסיות בוצעו על בסיס נתוני השנים 2013-2019, תוך שימוש במשתני דמי לחברות ולענפים. המשתנה "Post 2016" מתייחס לתקופה שאחרי אפריל 2016.⁴⁵

לוח 8 מציג את התוצאות, המשוות את ההסתברות לתחלופת מנהלים (מנכ"לים ויו"רים) בין קבוצת הטיפול לקבוצת הבקרה לפני ואחרי כניסת החוק לתוקף. כמוצג באיור 6, ההסתברות לתחלופה בקרב מנהלים בקבוצת הטיפול עלתה לאחר החלת החוק.

כדי לקבוע אם השינוי בביצועי החברה נגרם כתוצאה מתחלופת מנהלים, אני אומדת את הספציפיקציות מלוח 7, שבו המשתנה המסביר הרלוונטי נמצא כמובהק, עבור חברות שהמנכ"לים שלהם לא הוחלפו לאחר החוק. לוח 9 מציג את התוצאות. בחברות שבהן המנכ"ל לא הוחלף, חברות מוגבלות ומטופלות לא הציגו ביצועי מניות נמוכים יותר בהשוואה לחברות לא מוגבלות ולא מטופלות לאחר החלת החוק. כלומר, יציבות ביצועי המניות או שיפורם אינם קשורים לתחלופת המנהלים.⁴⁶ עם זאת, ייתכן שהירידה בתשואה על ההון העצמי כן קשורה לתחלופת מנהלים, שכן החברות שבהן המנכ"ל לא התחלף לאחר יישום החוק לא חוו שינוי בתשואה על ההון העצמי לאחר החלת החוק.

Carlson and Lazrak (2010) טוענים כי תגמול מובטח גבוה יותר יכול לפעול כביטוח עבור מנהלים שונאי סיכון, מה שעשוי לעודד אותם ליטול יותר סיכונים. בדומה לכך, הגידול ברכיב הקבוע של השכר אחרי החלת החוק עשוי היה להוביל לכך שמנהלים ייטלו יותר סיכונים, מכיוון ששכרם מוגן מפני תנודתיות. לוח 10 מדווח על תוצאות האמידות שבהן המשתנים התלויים הם תנודתיות תשואת המניה באחוזים (עמודות 1 ו-2), מינוף (עמודות 3 ו-4), ותדירות חדלות פירעון צפויה (Expected Default Frequency) (EDF⁴⁷, עמודות 5 ו-6). כמו באומדנים הקודמים, התוצאות המופיעות בעמודות האי-זוגיות מתארות את השפעת החוק על חברות מוגבלות בהשוואה לחברות לא מוגבלות, ואילו התוצאות בעמודות הזוגיות מתארות את ההשפעה על חברות מטופלות בהשוואה לחברות לא מטופלות. אף לא אחד מהמקדמים בספציפיקציות אלה נמצא כמובהק. במילים אחרות, לא חלו שינויים בנטילת הסיכונים של החברות לאחר החלת החוק.

5. מבחני עמידות

בפרק זה, אני מבצעת מבחני עמידות לתוצאות הקודמות. חשש אחד שעולה הוא שהתוצאות עלולות להיות מושפעות משינויים בשנות המדגם או בקריטריוני האמידה. במענה לחשש זה, אני אומדת מחדש את הרגרסיות העיקריות על ידי: (1) החלפת שנות המדגם ל-2015-2018 (במקום 2013-2018), (2) שינוי

⁴³ ראו: Jensen and Murphy (1990) וכן Gibbons and Murphy (1990).

⁴⁴ שימוש ב-ROA במקום זאת לא משנה את התוצאות.

⁴⁵ החדש שבו נחקק החוק של 2016.

⁴⁶ ראוי לציין כי על מנת להבין את השפעת תחלופת המנהלים על ביצועי החברה, עלי לבחון אם חל שינוי בכישורונות הניהוליים לאחר החוק. המשתנה הזמין היחיד שבו אני יכולה להשתמש כדי למדוד כישורונות ניהוליים הוא התואר האקדמי של המנהל, ומצאתי שחלה עלייה ברמת ההשכלה של מנהלים בחברות המטופלות לאחר החוק.

⁴⁷ EDF כפי שהוא מחושב על ידי מודיסיס על בסיס מודל מסוג Merton עם התאמות לנתוני הכשל בפועל.

רמת ה"סף" ל-2.8 מיליון ש"ח במקום 2.5 מיליון ש"ח⁴⁸, ו-3) הגדרה מחדש של הקריטריון "Above" ברמת התפקיד, כך שכל תפקיד מסווג לפי הקריטריון אם הייתה שנה אחת לפחות (במקום שנתיים) בין 2014-16 שבה תגמול המנהל היה גבוה מ-2.5 מיליון ש"ח. לוח 11 מציג את המקדם של המשתנה "Post x Restricted Executive x Above int.", כאשר העמודות מתאימות לכל שינוי שתואר והשורות מציגות את המשתנים התלויים שבהם השתמשתי קודם. התוצאות נותרו עמידות.

שנית, אני משתמשת במשתנה בינארי (על בסיס 2.5 מיליון ש"ח, כאמור) במקום במשתנה Above המקורי שתיאר את עצימות הטיפול. לוח 12 מציג את אומדני הרגרסיה. ניתן לראות כי התוצאות שומרות על עקביות.

6. מסקנות

המשבר הפיננסי הגלובלי של 2008 עודד רגולטורים ברחבי העולם להציע ובחלק מהמקרים ליישם תקנות לניטור או לשינוי תגמול מנהלים. ישראל הצטרפה למגמה זו. המשבר, יחד עם הפערים הגדלים באי-השוויון במשק הישראלי ובעידוד התקשורת, הוביל לחקיקת תקנות שתכליתן לרסן את שכר המנהלים. בשנת 2016 חוקקה ישראל חוק ייחודי הקובע תקרה לתגמול הכולל עבור מנהלים.

מחקר זה משתמש בחוק כמקרה בוחן לבחינת השפעת הגבלת תגמול המנהלים על מבנה התגמול, תחלופת המנהלים, ביצועי החברה ונטילת סיכונים. הממצאים מצביעים על כך שהחוק הפחית משמעותיות את תגמול המנהלים המוגבלים במגזר הפיננסי, תוך ירידה מובהקת ברכיב המשתנה של השכר. ירידה זו מעידה כי חברות רצו לשלוט בסכום התגמול הכולל כדי לעמוד במגבלות החוק.

בנוסף, החוק צמצם את אי-השוויון בתגמול בין מנהלים בכירים. התכנסות שכר הסמנכ"לים לזה של הסמנכ"לים בחברות המטופלות, הנובעת משיעור גבוה יותר של ירידה בתגמול המנכ"לים, מעלה שאלות מחקר מעניינות: כיצד השינוי משפיע על המוטיבציה של סמנכ"לים לעלות לתפקיד המנכ"ל או על תחושת השותפות שלהם עם בכירים אחרים?

הממצאים מלמדים כי הגבלת התגמול לא פגעה בביצועי החברה או הפחיתה את נטילת הסיכונים אך הובילה לתחלופת מנהלים גבוהה יותר. תוצאות אלה תומכות בגישה המתייחסת לתגמול מנהלים במסגרת של rent extraction.

שאלה מרכזית למחקר עתידי היא האם בכירים קיבלו תגמול עודף - הגבוה מתפוקתם השולית - עקב ממשל תאגידי לקוי לפני הטלת המגבלה. לאור הריכוזיות הגבוהה הבענפי הבנקאות והביטוח בישראל, המושפעים מהחוק, מחקר כזה יכול להתבסס על Giroud and Mueller (2010), שטענו כי ממשל תאגידי חזק הוא מכריע בענפים לא תחרותיים (ריכוזיים) כדי להפחית רפיון ניהולי.

מחקר זה בוחן את השפעת החוק בשלוש השנים הראשונות ליישומו. בחינת ההשפעות ארוכות הטווח נותרת שאלה חשובה למחקר עתידי.

⁴⁸ הסברתי בתחילת המאמר מדוע בחרתי מספר זה, אך חשוב להראות שהוא משתנה, לא קבוע.

- 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.
- Akerlof, G. A., & Yellen, J. L. (1990). The fair wage-effort hypothesis and unemployment. *The Quarterly Journal of Economics*, 105(2), 255-283.
- Akron, S., Bulmash, S., Sah, N., & Parnes, D. Executive compensation and corporate performance implications of a regulatory change. Working paper, Hebrew University of Jerusalem.
- Bae, K., Gong, Z., & Tong, W. (2019). Restricting CEO pay backfires: Evidence from china. *Available at SSRN 3081822*.
- Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: Practice vs. theory. *The Journal of Finance*, 43(3), 593-616.
- Bar Yosef, S., & Talmor, E. (1997). Performance and corporate control: What motivates CEOs and other top executives in Israel? *Econom. Quarterly*, 44, 171-192.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2010). Paying for long-term performance. *University of Pennsylvania Law Review*, 1915-1959.
- Bebchuk, L., & Fried, J. (2004). *Pay without performance* Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Black, I. (2019). Better together? CEO identity and firm productivity. *CEO Identity and Firm Productivity (March 20, 2019)*.
- Bliss, R. T., & Rosen, R. J. (2001). CEO compensation and bank mergers. *Journal of Financial Economics*, 61(1), 107-138.
- Bloom, M., & Michel, J. G. (2002). The relationships among organizational context, pay dispersion, and among managerial turnover. *Academy of Management Journal*, 45(1), 33-42.
- Cai, J., & Walkling, R. A. (2011). Shareholders' say on pay: Does it create value? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(2), 299-339.
- Carlson, M., & Lazrak, A. (2010). Leverage choice and credit spreads when managers risk shift. *The Journal of Finance*, 65(6), 2323-2362.
- Colonnello, S., Koetter, M., & Wagner, K. (2018). Effectiveness and (in) efficiencies of compensation regulation: Evidence from the EU banker bonus cap. *Available at SSRN 3104869*.
- Core, J., & Guay, W. (2010). Is there a case for regulating executive pay in the financial services industry? *Available at SSRN 1544104*.
- Cronqvist, H., Heyman, F., Nilsson, M., Svaleryd, H., & Vlachos, J. (2009). Do entrenched managers pay their workers more? *The Journal of Finance*, 64(1), 309-339.
- Dittmann, D., Schneider, C., & Zhu, Y. (2018). *The Real Cost of CEO Compensation: The Effect of Behindness Aversion of Employees*, (No. 559). ECGI Finance Working Paper.

- Dittmann, I., Maug, E., & Zhang, D. (2011). Restricting CEO pay. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1200-1220.
- Edmans, A., & Gabaix, X. (2016). Executive compensation: A modern primer. *Journal of Economic Literature*, 54(4), 1232-1287.
- 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.
- Falato, A., Milbourn, T. T., & Li, D. (2012). CEO pay and the market for CEOs. FEDS Working Paper No. 2012-39.
- Faleye, O., Reis, E., & Venkateswaran, A. (2013). The determinants and effects of CEO–employee pay ratios. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3258-3272.
- Ferri, F., & Maber, D. A. (2013). Say on pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK. *Review of Finance*, 17(2), 527-563.
- 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.
- Frydman, C., & Saks, R. E. (2010). Executive compensation: A new view from a long-term perspective, 1936–2005. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 2099-2138.
- Gabaix, X., & Landier, A. (2008). Why has CEO pay increased so much? *The Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100.
- Gibbons, R., & Murphy, K. J. (1990). Relative performance evaluation for chief executive officers. *ILR Review*, 43(3), 30-S.
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2010). Does corporate governance matter in competitive industries? *Journal of financial economics*, 95(3), 312-331.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Kale, J. R., Reis, E., & Venkateswaran, A. (2009). Rank-order tournaments and incentive alignment: The effect on firm performance. *The Journal of Finance*, 64(3), 1479-1512.
- Kleymenova, A., & Tuna, İ. (2021). Regulation of compensation and systemic risk: Evidence from the UK. *Journal of Accounting Research*, 59(3), 1123-1175.
- 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*, 14(1-3), 101-123.
- Larcker, D. F., Ormazabal, G., & Taylor, D. J. (2011). The market reaction to corporate governance regulation. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 431-448.
- Mueller, H. M., Ouimet, P. P., & Simintzi, E. (2017). Within-firm pay inequality. *The Review of Financial Studies*, 30(10), 3605-3635.
- Murphy, K. J. (2013a). Executive compensation: Where we are, and how we got there. *Handbook of the economics of finance* (pp. 211-356) Elsevier.

- Murphy, K. J. (2013b). Regulating banking bonuses in the European Union: A case study in unintended consequences. *European Financial Management*, 19(4), 631-657.
- 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.
- Piketty, T., & Saez, E. (2003). Income inequality in the United States, 1913–1998. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 1-41.
- Rose, N. L., & Wolfram, C. (2000). Has the "million-dollar cap" affected CEO pay? *American Economic Review*, 90(2), 197-202.
- Rouen, E. (2020). Rethinking measurement of pay disparity and its relation to firm performance. *The Accounting Review*, 95(1), 343-378.
- Talmor, E., & Wallace, J. S. (2001). A unified analysis of executive pay: The case of the financial sector. *London Business School Accounting Subject Area*, (022)
- Thanassoulis, J. (2014). Bank pay caps, bank risk, and macroprudential regulation. *Journal of Banking & Finance*, 48, 139-151.
- 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.

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 המקרים.	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
CO_CEO	משתנה דמה, המקבל ערך 1 אם נושא המשרה הוא מנכ"ל או יו"ר ו-0 ביתר המקרים.	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Deputy CEO	משתנה דמה השווה ל-1 אם נושא המשרה הוא סמנכ"ל ו-0 ביתר המקרים.	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 איננו חבר דירקטוריון, 1 אם הוא חבר דירקטוריון, ו-2 אם הוא יו"ר הדירקטוריון.	נאסף ידנית מדוחות תקופתיים ושנתיים מיידיים
Family Relation	משתנה דמה השווה ל-1 אם המנהל הוא בן משפחה של בעל עניין, ו-0 ביתר המקרים.	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
Turnover	משתנה דמה 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
Holdings	שיעור האחזקה של המנהל במניות החברה	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

Within Law Total Compensation	ב-2017-2018 כמה מהחברות המוגבלות דיווחו גם על התגמול הכולל של מנהל ללא רכיבי השכר שאינם אמורים להיכלל בחישוב התגמול הכולל שנתון למגבלות החוק (הפקדות והפרשות לתשלום פיצויים, כולל אובדן כושר עבודה, וזכויות קודמות שנצברו לפני החוק).	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
CAR	כדי לחשב תשואות מניות חריגות מצטברות שנתיות, אני מסירה תחילה את השפעות השוק ממחירי המניות על ידי רגרסיה של תשואות מניית כל חברה בתקופה שבין ינואר 2010 לנובמבר 2019 על מדד השוק המקומי (מדד ת"א All-Share) : $R(i,t) = \alpha(i) + \beta R(m,t) + \varepsilon(i,t)$. לאחר מכן, אני מחשבת את התשואה החריגה על המניה, שהיא התשואה העודפת של מניה יחידה i בתאריך t $(R(i,t) - \alpha(i) - \beta R(m,t))$. בעזרת משתנה זה, תשואת מניה חריגה מצטברת שנתית עבור שנה t מחושבת עבור ינואר עד דצמבר של שנה t .	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב
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 דמה השווה ל-1 אם החברה קשורה לקבוצה עסקית ו-0 בותר המקרים.	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 100 index	משתנה דמה השווה ל-1 אם החברה שייכת למדד ת"א-100 ו-0 בותר המקרים.	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
EDF	תדירות חדלות פירעון צפויה	חושב על ידי מודי'ס על בסיס מודל מסוג Merton עם התאמות לנתוני חדלות הפירעון בפועל.
Stock Return	תשואה על מניות החברה	חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב
Stock Return volatility	סטיית תקן שנתית של התשואה על המניות	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

	מדד שארפ שנתי. שיטת החישוב: (תשואת מניות חודשית בממוצע שנתי – תשואת מק"ם)/סטטיית תקן שנתי של תשואת המניות החודשית	Sharpe ratio
חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב	שיטת החישוב: (שווי מאזני של החוב + שווי שוק) / (שווי מאזני של הנכסים)	Tobin's Q ratio
חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב	משתנה דמה השווה ל-1 אם מניית החברה נסחרת בבורסת תל אביב ו-0 באתר המקרים (נסחרת רק איגרת חוב או מכשיר אחר)	Public
חושב על ידי המחברת בהתאם להגדרת החוק	משתנה דמה השווה ל-1 אם החברה נתונה למגבלות החוק ו-0 באתר המקרים.	Restricted firm
חושב על ידי המחברת בהתאם להגדרת החוק	משתנה דמה השווה ל-1 אם האדם נתון למגבלות החוק ו-0 באתר המקרים.	Restricted executive
חושב על ידי המחברת באמצעות נתוני דוחות שנתיים	משתנה דמה השווה ל-1 אם יש לפחות שני מנהלים בשנים שלפני החוק, 2014-2016 (בממוצע), שהשתכרו למעלה מ-2.5 מיליון ש"ח, ו-0 באתר המקרים.	Above threshold in company level (2)
חושב על ידי המחברת באמצעות נתוני דוחות שנתיים	משתנה דמה השווה ל-1 אם יש לפחות מנהל אחד בשנים שלפני החוק, 2014-2016 (בממוצע), שהשתכר למעלה מ-2.5 מיליון ש"ח, ו-0 באתר המקרים.	Above threshold in company level (1)
חושב על ידי המחברת	משתנה דמה השווה ל-1 אם השנה היא אחרי 2016 (לאחר החוק) ו-0 באתר המקרים.	Post 2016
חושב על ידי המחברת באמצעות נתוני דוחות שנתיים	משתנה דמה השווה ל-1 אם במשך שנתיים לפחות לאורך התקופה של 2014-2016 שולם למנהל שכיהן בתפקיד זה שכר גבוה מ-2.5 מיליון ש"ח, ו-0 באתר המקרים.	Above threshold in person level
חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב	התשואה השנתית על מדד ת"א-125	Ta 125 Index Return
חושב על ידי המחברת באמצעות נתונים מבורסת תל אביב	התשואה השנתית על מדד All-Shares	All Stocks Index return

נספח ב'. הרחבה ללוח 3

פאנל ב: Above int. רמת התפקיד, חברה מוגבלת

משתנה תלוי:				לוג (תגמול כולל)
				(1)
				(2)
				(3)
				(4)
Post 2016	-0.1920***	-0.2254	-0.0354	-0.0534
	(0.055)	(0.154)	(0.058)	(0.058)
Restricted firm		0.2233		
		(0.141)		
Post x Restricted firm		0.0588		
		(0.161)		
Above. int			1.5610***	
			(0.123)	
Post x Above. int			-0.8632***	
			(0.117)	
Restricted Firm x Above. int			1.5130***	
			(0.123)	
Post x Restricted Executive x Above. int			-0.7835***	
			(0.115)	
Constant	9.4103***	9.9416***	9.5049***	9.3896***
	(1.331)	(0.315)	(1.312)	(1.319)
Observations	743	743	743	743
R-squared	0.655	0.452	0.699	0.696
Firm and executive controls	כן	כן	כן	כן
Industry Fixed Effects	כן	כן	כן	כן
Firm Fixed Effects	כן	לא	כן	כן

טעויות תקן עמידות מופיעות בין סוגריים

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

פאנל ג: Above int. רמת החברה, מנהל מוגבל

משתנה תלוי:				לוג (תגמול כולל)
				(1)
				(2)
				(3)
				(4)
Post 2016	-0.1920***	0.0025	-0.0979	-0.0614
	(0.055)	(0.121)	(0.068)	(0.062)
Restricted Executive		0.3759*		
		(0.207)		
Post x Restricted Executive		-0.2385*		
		(0.124)		
Above. int			1.7821***	
			(0.183)	
Post x Above. int			-1.1134***	
			(0.192)	
Restricted Executive x Above. int				0.6624***
				(0.238)
Post x Restricted Executive x Above. int				-1.1562***
				(0.152)
Constant	9.4103***	9.7183***	10.4759***	9.5183***
	(1.331)	(1.334)	(0.340)	(1.321)
Observations	743	743	743	743
R-squared	0.655	0.658	0.496	0.667
Firm and executive controls	כן	כן	כן	כן
Industry Fixed Effects	כן	כן	כן	כן
Firm Fixed Effects	כן	כן	לא	כן

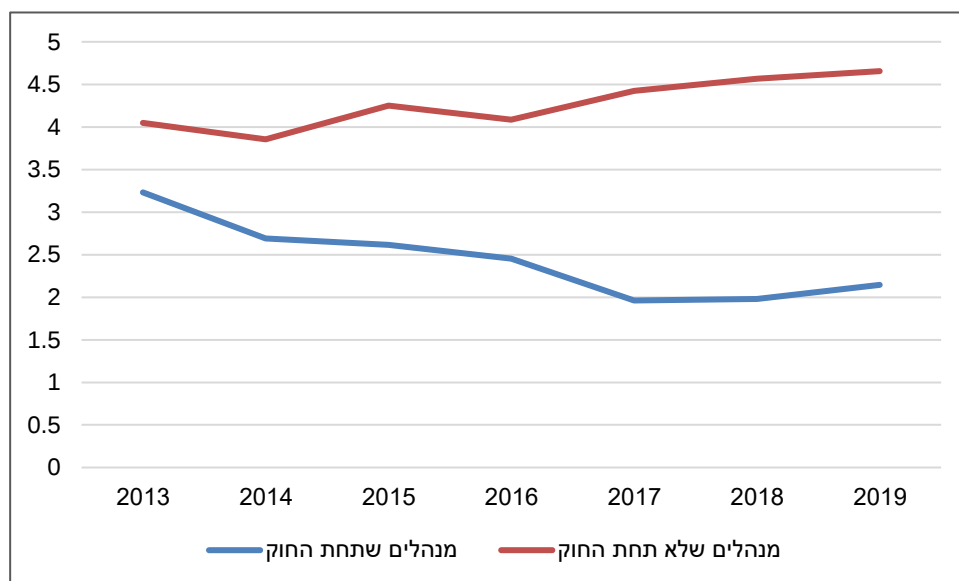
טעויות תקן עמידות מופיעות בין סוגריים
p<0.1 * ,p<0.05 ** ,p<0.01 ***

פאנל ד: רמת החברה

משתנה תלוי:				לוג (תגמול כולל)
				(1)
				(2)
				(3)
				(4)
Post 2016	-0.2048***	-0.2058	-0.0965	-0.1269*
	(0.054)	(0.152)	(0.068)	(0.069)
Restricted firm		0.2405*		
		(0.141)		
Post x Restricted firm		0.0335		
		(0.159)		
Above. int			1.7330***	
			(0.181)	
Post x Above. int			-1.1082***	
			(0.190)	
Restricted Firm x Above. int				1.3490***
				(0.160)
Post x Restricted Firm x Above. int				-0.8324***
				(0.176)
Constant	9.0331***	9.8068***	10.2844***	10.1804***
	(1.322)	(0.301)	(0.322)	(0.333)
Observations	757	757	757	757
R-squared	0.655	0.462	0.503	0.483
Firm and executive controls	כן	כן	כן	כן
Industry Fixed Effects	כן	כן	כן	כן
Firm Fixed Effects	כן	לא	לא	לא

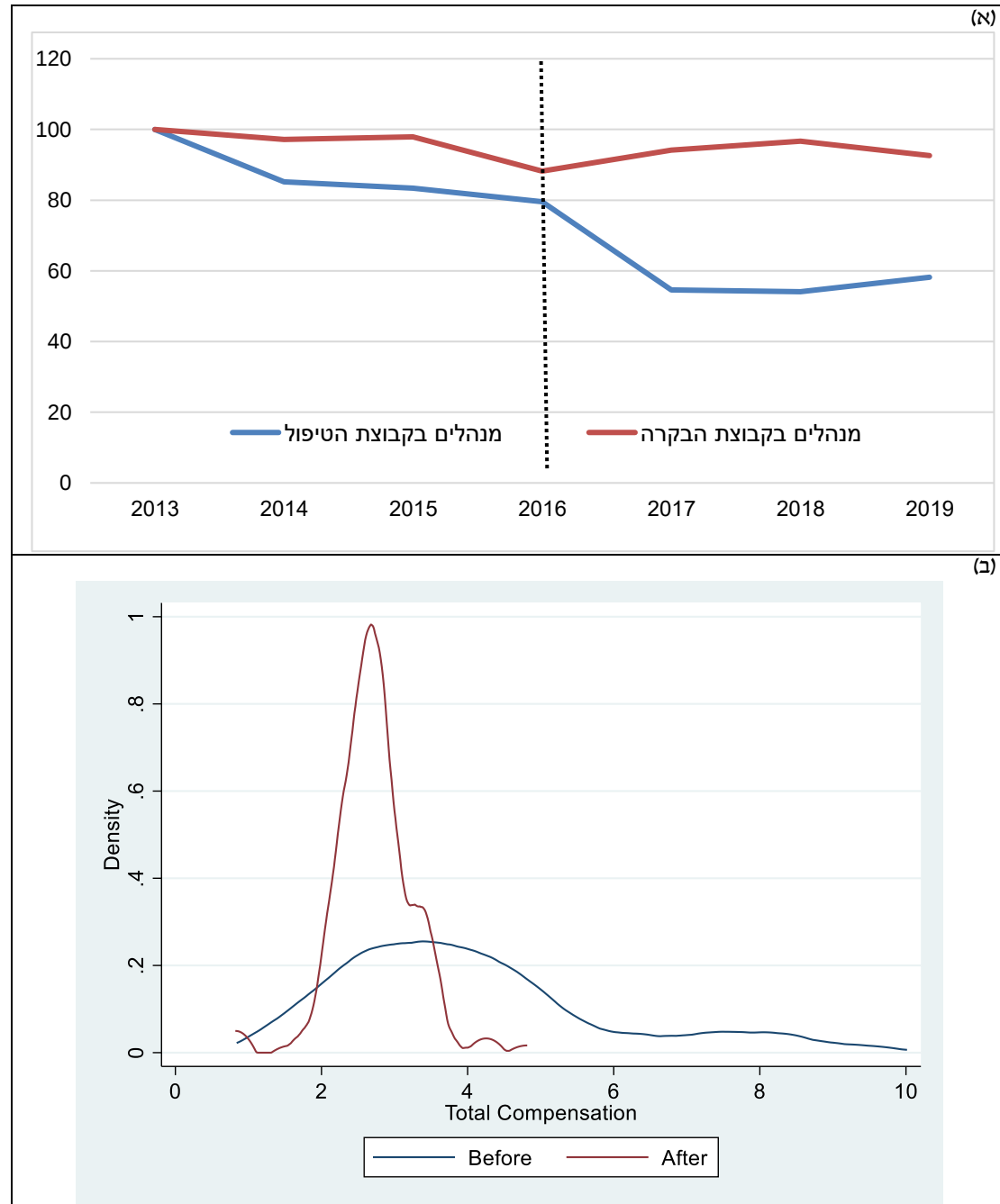
טעויות תקן עמידות מופיעות בין סוגריים

נספח ה': רמת התגמול (במיליוני שקלים) בקרב מנהלים שתחת החוק ומנהלים שלא תחת החוק בחברות מוגבלות



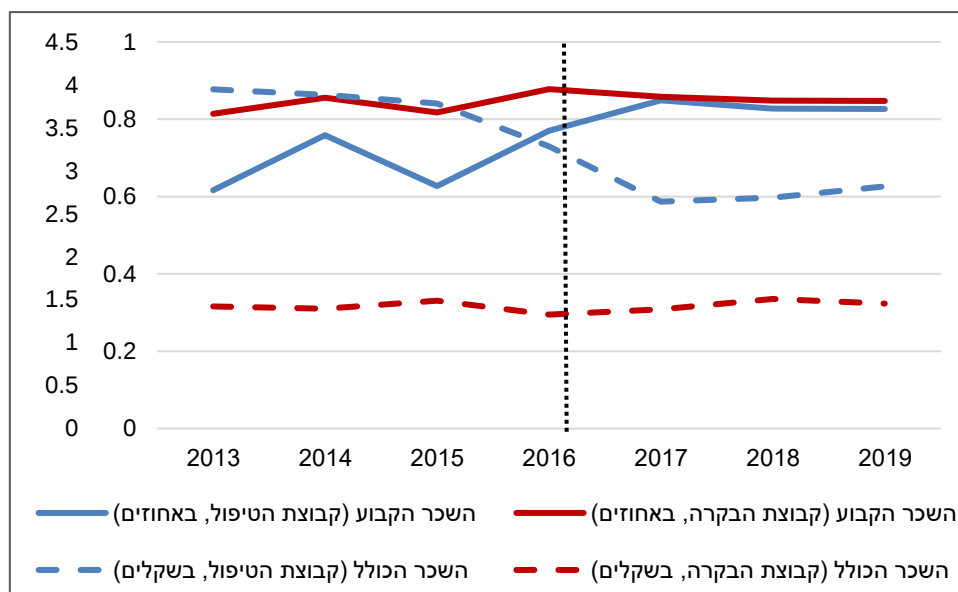
איור 1: תגמול כולל ממוצע של מנהל בחברות פיננסיות

איור 1(א) מציג את התגמול הכולל הממוצע של מנהלים מטופלים (קו כחול) ולא מטופלים (קו אדום) בתקופה שבין 2013 ל-2019. רמת התגמול הכולל ב-2013 מנורמלת ל-100. הקו האנכי המקווקו מציין את השנה שבה הונהג החוק (2016). איור 1(ב) מציג את התפלגות התגמול הכולל לפני (2014-2016) ואחרי (2017-2019) החלת החוק עבור מנהלים מטופלים.



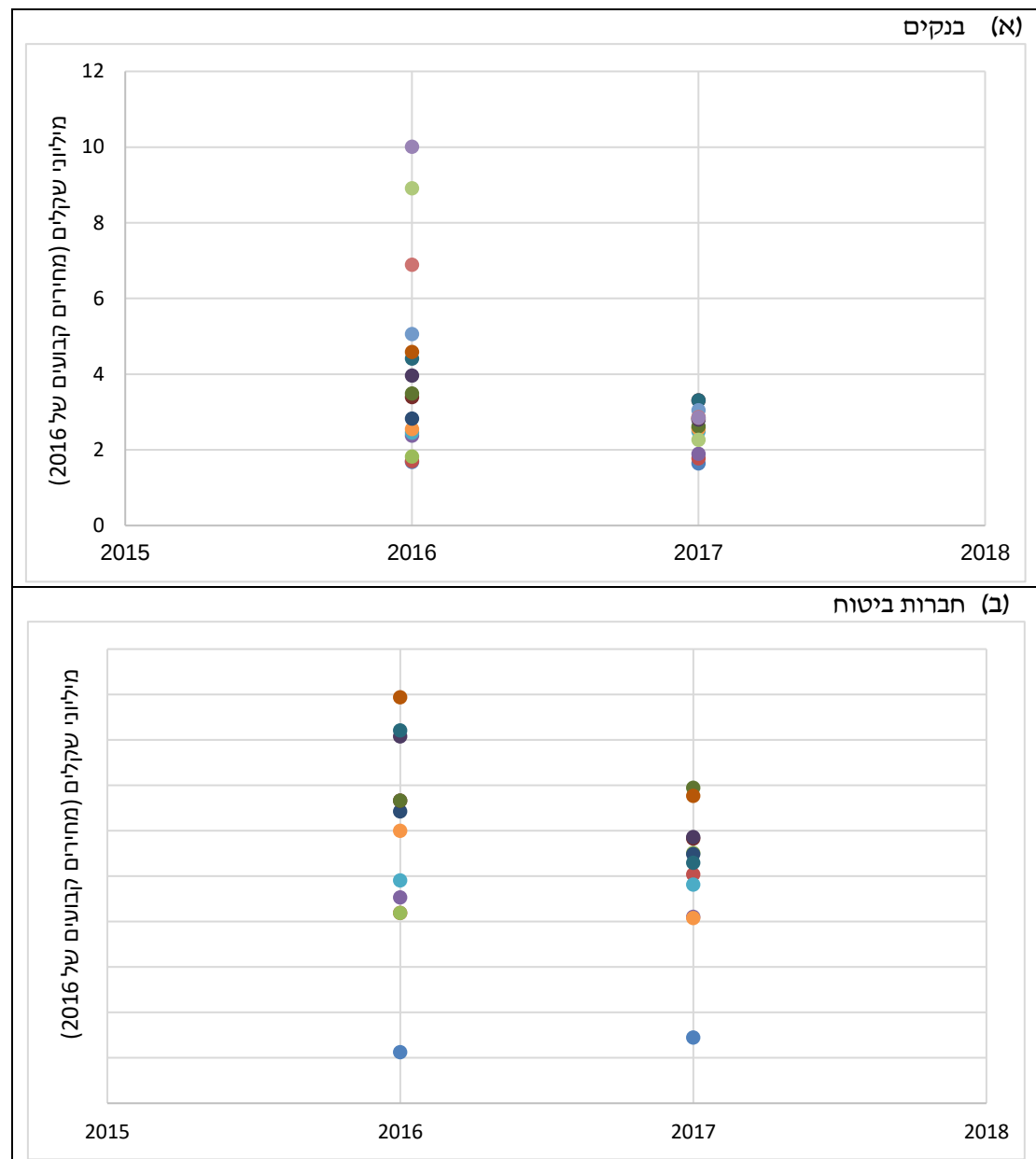
איור 2: מבנה תגמול המנהלים בחברות פיננסיות

האיור מציג את הרמה ומבנה תגמול המנהלים על ידי הצגת היחס בין הרכיב הקבוע החציוני של השכר לשכר הכולל עבור מנהלים מטופלים ולא מטופלים לפני ואחרי הנהגת החוק. הקווים הכחולים מייצגים את תגמול המנהלים של מנהלים מטופלים, והקווים האדומים מייצגים את תגמול המנהלים של מנהלים לא מטופלים. הקווים הרציפים מייצגים את היחס בין הרכיב הקבוע של השכר לשכר הכולל (באחוזים) ואילו הקווים המקווקוים מייצגים את השכר הכולל (במיליוני שקלים במחירים הקבועים של 2016). הקו האנכי המקווקו מציין את השנה שבה הונהג החוק (2016).



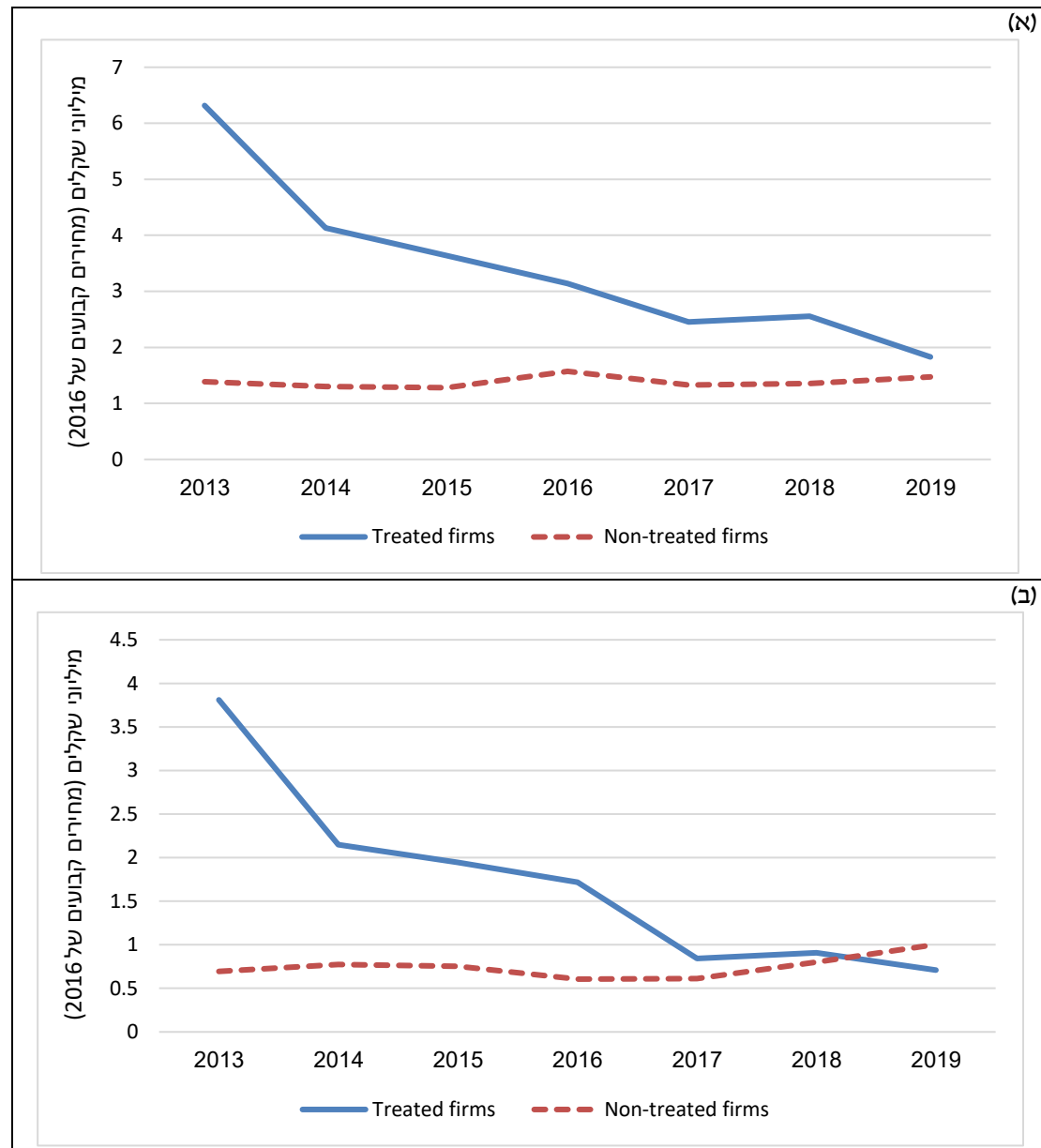
איור 3: התגמול הכולל בבנקים ובחברות ביטוח

איור 3 (א) ואיור 3 (ב) מציגים את התפלגות התגמול למנכ"לים ויו"רים בבנקים ובחברות ביטוח לפני החוק (2016) ואחריו (2017). כל נקודה מציינת מנהל אחר.



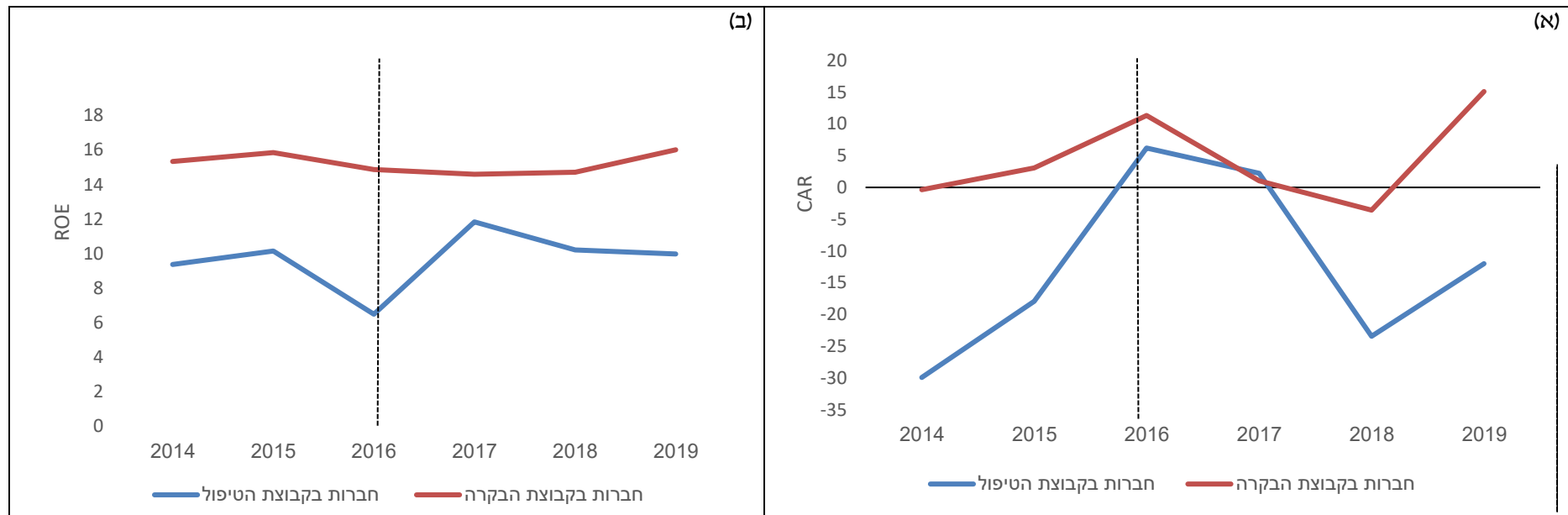
איור 4: פערי שכר בין מנהלים בכירים

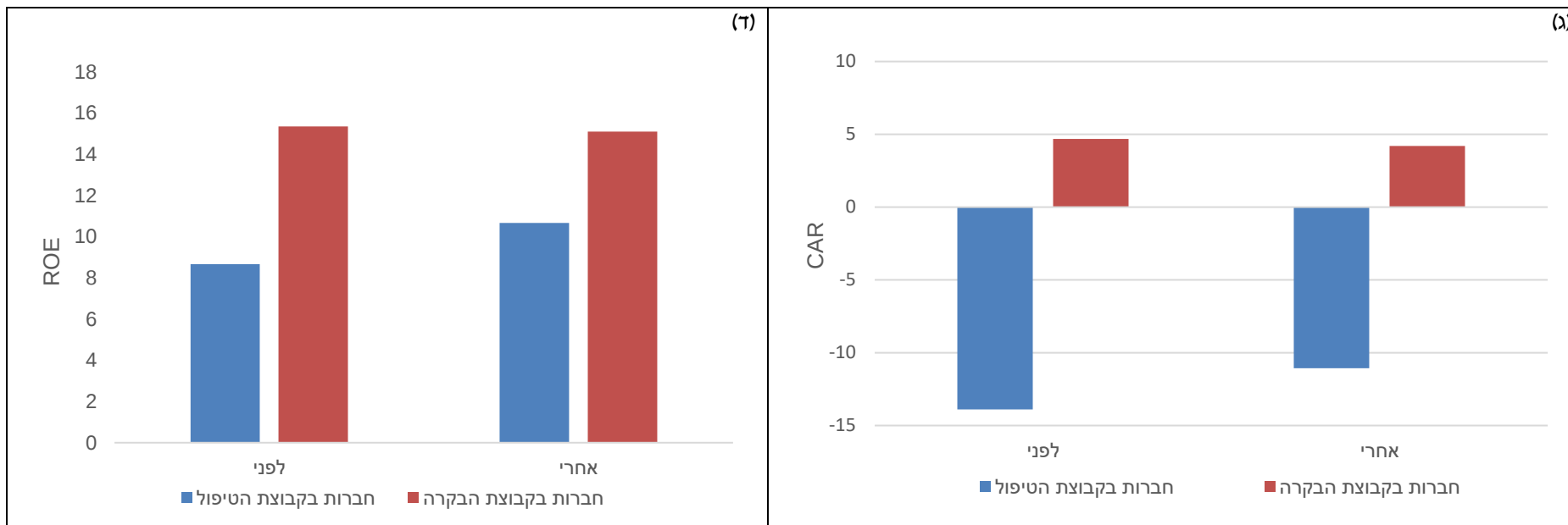
איור 4(א) מציג את ההפרש בין המנהל המשתכר את השכר הגבוה ביותר לבין זה שמשתכר את השכר הנמוך ביותר (מבין חמשת המשתכרים הגבוהים ביותר בחברה) בחברות מטופלות (קו כחול) ולא מטופלות (קו אדום). איור 4(ב) מראה את ההפרש בין שכר המנכ"ל לשכר הממוצע של הסמנכ"לים בחברה.



איור 5: התפתחות ביצועי החברה סביב הנהגת החוק

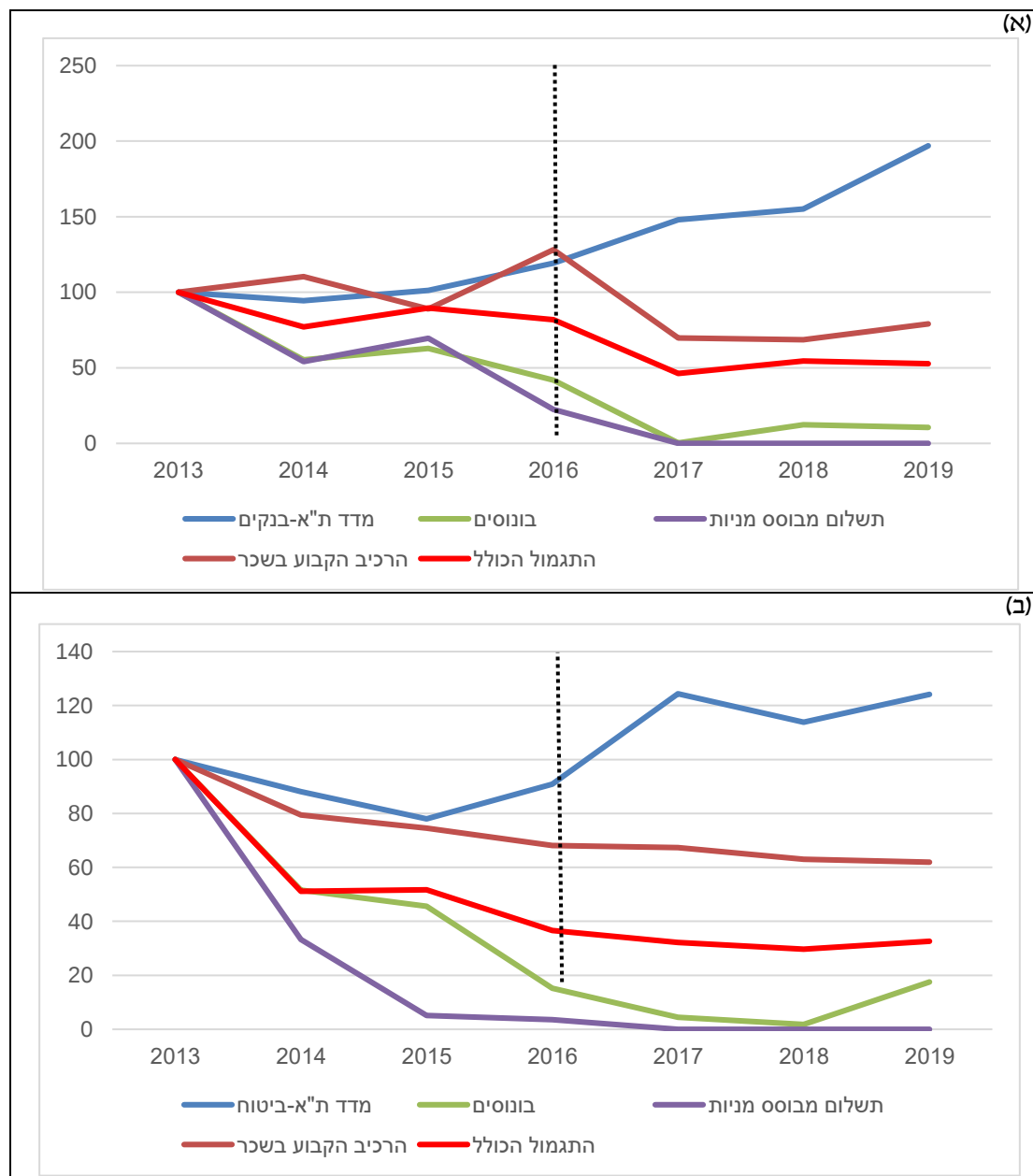
איורים 5(א)-5(ב) מראים את ההתפתחות של תשואות מניות חריגות מצטברות שנתיות - CAR (המחושבות יחסית למדד מניות כללי עבור התקופה שבין ינואר 2010 לדצמבר 2022) וה-ROE בשנים מ-2014 עד 2019. הקו הכחול מייצג חברות מטופלות, כלומר, חברות מוגבלות שהיו בהן שני בכירים לפחות בשנים שלפני החוק, 2014-2016 (בממוצע), ששכרם היה גבוה מהסף. הקו האדום מייצג חברות לא מטופלות, כלומר, חברות מוגבלות שאינן נתונות למגבלות החוק ו/או חברות שלא היו בהן שני בכירים לפחות בשנים שלפני החוק, 2014-2016 (בממוצע), ששכרם היה גבוה מהסף. איורים 5(ג)-5(ד) מציגים בעמודות את הפרשי תשואות המניות החריגות המצטברות השנתיות - CAR ואת ה-ROE בין התקופה שלפני החוק (2014-2016) לתקופה שאחרי החוק (2017-2019) בחברות מטופלות ובחברות לא מטופלות. הקו האנכי המקווקו מציין את הנקודה בזמן שבה הונהג החוק (2016).





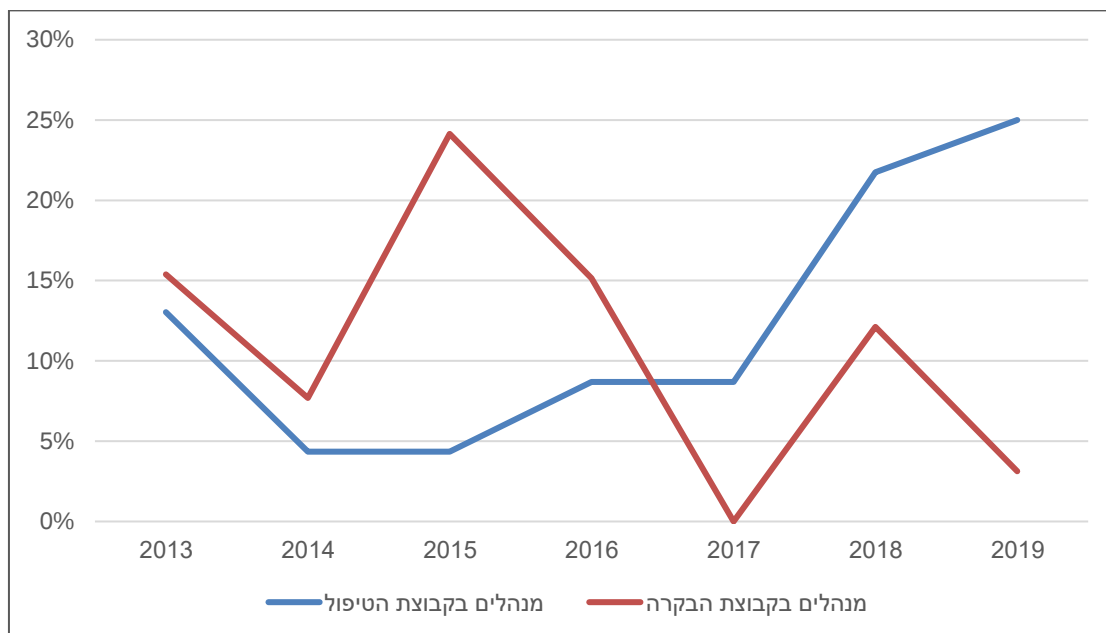
איור 6: מבנה התגמול של המנכ"לים וביצועי החברה

הגרף מציג את רכיבי השכר של המנכ"ל - את הרכיב הקבוע של השכר, את רכיב הבונוסים ותגמול מבוסס-המניות - בבנקים (איור 6א) ובחברות ביטוח (איור 6ב) אל מול ביצועי הענפים. ביצועי הענפים משתקפים על ידי: (1) עבור בנקים – מדד ת"א-בנקים (הנקרא מדד ת"א בנקים-5 החל מפברואר 2017). מדד זה מורכב ממניותיהן של החברות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר, כולן נכללות בקבוצת החברות המטופלות, (2) עבור חברות ביטוח – מדד ת"א-ביטוח, הכולל את כל מניות בורסת תל אביב, הרשומות למסחר במגזר הביטוח. תגמול המנכ"לים ומדדי המניות מנורמלים ל-100 בשנת 2013. הקו האנכי המקווקו מציין את השנה בה הונהג החוק (2016).



איור 7: תחלופת מנהלים

הגרף מראה את אחוז המנכ"לים ויושבי-ראש הדירקטוריונים שהוחלפו מתוך כל המנכ"לים והיו"רים במדגם בשנים 2013-2019, בחלוקה למנהלים בקבוצת הטיפול ומנהלים בקבוצת הבקרה.



לוח 1: התפלגות החברות הפיננסיות שנכללו בבסיס הנתונים הסופי

לוח זה מדווח על התפלגות החברות הפיננסיות (מספר החברות) בבסיס הנתונים לפי ענף, לפי חברות מוגבלות/לא מוגבלות ולפי חברות ששילמו/לא שילמו שכר גבוה מ-2.5 מיליון ש"ח בשנים שלפני החוק, על פי הקריטריונים שצוינו לעיל.

חברות מוגבלות	מתוכן: מעסיקות 2 בכירים לפחות ששכרם גבוה מהסף	מתוכן: לא מעסיקות 2 בכירים ל פחות ששכרם גבוה מהסף	חברות לא מוגבלות	מתוכן: מעסיקות 2 בכירים לפחות ששכרם גבוה מהסף	מתוכן: מעסיקות 2 בכירים לפחות ששכרם גבוה מהסף	
בנקים	9	6	3	0	0	0
חברות ביטוח	9	7	2	0	0	0
שירותים פיננסיים	4	2	2	9	4	5
השקעה ואחזקות	2	2	0	0	0	0
מנפיקי כרטיסי אשראי	0	0	0	3	2	1
סה"כ	24	17	7	12	6	6

לוח 2: סטטיסטיקה מסכמת

לוח זה מציג סטטיסטיקה מסכמת עבור המשתנים העיקריים של המנהל בשנים 2014-2019 – גיל, ותק בתפקיד, שיעור אחזקת מניות החברה על ידי המנהל, שיעור המנהלים בעלי תואר שני ומעלה, תגמול כולל, והרכיב הקבוע של השכר, ועבור המשתנים העיקריים ברמת החברה – סך הנכסים, שווי שוק, תשואה על ההון העצמי (ROE), תשואה על הנכסים (ROA), תשואה על המניות, מינוף ושיעור תחלופת המנהלים. הלוח מתחלק למנהלים המשתייכים לחברות בקבוצת הטיפול (חברות מוגבלות, שיש בהן לפחות שני בכירים בשנים שלפני החוק, 2014-2016 (בממוצע), שהשתכרו מעל הסף – 17 חברות, פאנל א) ולמנהלים המשתייכים לחברות בקבוצת הבקרה (חברות שאינן נתונות להגבלות החוק ו/או חברות שלא היו בהן לפחות שני בכירים בשנים שלפני החוק, 2014-2016, בממוצע, שהשתכרו מעל הסף – 19 חברות, פאנל ב). כל פאנל מבחין בין התקופה שלפני (2014-2016) והתקופה שאחרי (2017-2019) הנהגת החוק.

פאנל א : חברות מוגבלות – הקריטריון של מעל 2.5 מיליון ש"ח (חברות מטופלות)								
2017–2019				2014–2016				
Median	S.E.	Mean	N	Median	S.E.	Mean	N	
מאפייני המנהל :								
55.0	10.1	57.4	253	54.0	9.9	55.7	281	גיל
5.0	7.3	7.1	198	4.0	7.7	6.3	190	ותק בתפקיד (בשנים)
0.0	4.7	1.2	333	0.0	7.8	1.5	342	אחזקת המנהל (%)
100.0	48.0	64.5	242	100.0	49.3	58.6	280	מנהל בעל תואר שני ומעלה (%)
מבנה התגמול :								
2.5	1.3	2.6	334	2.9	1.8	3.1	342	תגמול כולל (במחירים קבועים של 2016, מיליוני ש"ח)
82.0	49.0	79.7	334	78.7	23.5	74.3	342	הרכיב הקבוע בתגמול (%)
מידע ברמת החברה :								
102,185	143,763	129,476	50	89,998	130,689	114,818	51	סה"כ נכסים (מיליוני ש"ח)
3,390	10,787	8,147	50	2,627	7,516	5,530	51	שווי שוק (מיליוני ש"ח)
9.1	8.9	10.7	50	7.7	6.4	8.7	51	תשואה על ההון (ROE) (%)
0.6	5.2	3.2	50	0.4	4.4	2.2	51	תשואה על נכסים (ROA) (%)
15.2	23.7	13.0	50	3.9	21.9	8.1	51	תשואה על המניה (%)
93.0	14.6	88.5	50	93.7	13.2	89.9	51	מינוף (%)
0.0	41.2	21.7	46	0.0	33.7	13.0	46	תחלופת מנכ"לים (%)

פאנל ב : חברות לא מוגבלות ו/או הקריטריון של מתחת ל-2.5 מיליון ש"ח (חברות לא מטופלות)								
2017–2019				2014–2016				
Median	S.D.	Mean	N	Median	S.D.	Mean	N	
מאפייני המנהל :								
49.0	10.1	50.9	220	46.0	9.8	48.9	183	גיל
3.5	4.8	4.5	212	3.0	5.7	4.6	157	ותק בתפקיד (בשנים)
0.0	11.5	3.7	275	0.0	11.2	3.5	236	אחזקת המנהל (%)
100.0	49.5	57.8	244	100.0	49.8	55.3	228	מנהל בעל תואר שני ומעלה (%)
מבנה התגמול :								
1.0	0.9	1.2	275	1.0	1.2	1.3	236	תגמול כולל (במחירים קבועים של 2016, מיליוני ש"ח)
87.0	18.0	84.3	275	86.7	21.1	82.1	236	הרכיב הקבוע בתגמול (%)
מידע ברמת החברה :								
705	31,182	12,920	53	470	28,761	11,648	51	סה"כ נכסים (מיליוני ש"ח)
263	907	585	38	215	560	439	36	שווי שוק (מיליוני ש"ח)
11.8	11.2	15.1	56	12.3	11.3	15.3	54	תשואה על ההון (ROE) (%)
2.9	6.4	6.8	56	3.2	6.3	6.7	54	תשואה על נכסים (ROA) (%)
38.7	29.1	28.5	56	32.9	25.9	29.2	54	תשואה על המניה (%)
78.7	32.8	65.7	53	81.3	29.8	69.0	51	מינוף (%)
0.0	19.8	4.1	49	0.0	35.0	14.3	49	תחלופת מנכ"לים (%)

פאנל ג: הפרש ההפרשים			
Δ (Δ)	Δ Nontreated	Δ Treated	
מאפייני המנהל:			
-0.374 (1.323)	2.032** (0.999)	1.659* (0.867)	גיל
0.910 (0.949)	-0.114 (0.551)	0.796 (0.760)	ותק בתפקיד (בשנים)
-0.483 (1.045)	0.177 (1.010)	-0.306 (0.495)	אחזקת המנהל (%)
3.368 (6.255)	2.524 (4.574)	5.891 (4.275)	מנהל בעל תואר שני ומעלה (%)
מבנה התגמול:			
-0.476*** (0.162)	-0.101 (0.092)	-0.577*** (0.122)	תגמול כולל (במחירים קבועים של 2016, מיליוני ש"ח)
3.244 (3.712)	2.197 (1.730)	5.440* (2.946)	הרכיב הקבוע בתגמול (%)
מידע ברמת החברה:			
13,385 (27,584)	1,272 (5,888)	14,658 (27,328)	סה"כ נכסים (מיליוני ש"ח)
2,472 (2,167)	146 (176)	2,618 (1,847)	שווי שוק (מיליוני ש"ח)
2.272 (2.685)	-0.254 (2.149)	2.017 (1.538)	תשואה על ההון (ROE) (%)
1.025 (1.560)	0.024 (1.210)	1.049 (0.962)	תשואה על נכסים (ROA) (%)
5.574 (7.003)	-0.647 (5.262)	4.927 (4.534)	תשואה על המניה (%)
1.791 (6.810)	-3.239 (6.149)	-1.449 (2.767)	מינוף (%)
18.901** (7.374)	-10.204* (5.826)	8.696* (4.977)	תחלופת מנכ"לים (%)

לוח 3: השפעת החוק על תגמול המנהלים

לוח זה מציג את תוצאות האמידה בשיטת הפרש-הפרשים (ספציפיקציות 1-4) כאשר המשתנה התלוי הוא הלוג הטבעי של התגמול הכולל. המדגם כולל מנהלים של חברות פיננסיות בישראל בין השנים 2013–2019. Post 2016 הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם השנה היא אחרי 2016 (לאחר החוק), ומשתנה "Restricted Executive" הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם המנהל נתון למגבלות החוק מ-2016. מנהל נתון מסווג כ"Above executive" אם השכר המשולם למנהל ששירת בתפקידו היה גבוה מ-2.5 מיליון ש"ח לפחות שנתיים לאורך השנים 2014–2016. לפיכך, משתנה i Above intensity (שווה לאפס עבור מנהלים שאינם מעל הסף, ו-ii) שווה ללוג הטבעי של המרחק (הפרש) בין התגמול הכולל הממוצע המשולם למנהל שכהן בתפקיד זה בשנים 2014–2016 לבין הסכום של 2.5 מיליון ש"ח. כל הספציפיקציות כוללות משתני בקרה עבור החברה והמנהל (לוג טבעי של סך הנכסים, ROA, בפיגור, השתייכות החברה לקבוצה עסקית, ותק המנהל בתפקידו, אחזקות המנהל בחברה, אינדיקטור לתואר שני, תחלופה ואחוז המשרה) וכן אפקטים קבועים עבור החברה והענף. הטעויות מקובצות ברמת החברה.

משתנה תלוי:				לוג (תגמול כולל)
	(1)	(2)	(3)	(4)
Post 2016	-0.1920*** (0.055)	0.1126 (0.132)	-0.0354 (0.058)	-0.0293 (0.058)
Restricted Executive		0.3602* (0.209)		
Post x Restricted Executive		-0.2146* (0.126)		
Above. int			1.5610*** (0.123)	
Post x Above. int			-0.8632*** (0.117)	
Restricted Executive x Above. int				1.3408*** (0.141)
Post x Restricted Executive x Above. int				-0.9509*** (0.117)
Constant	9.4103*** (1.331)	9.5083*** (1.341)	9.5049*** (1.312)	9.5218*** (1.306)
Observations	743	743	743	743
R-squared	0.655	0.659	0.699	0.694
Firm and executive controls	כן	כן	כן	כן
Industry Fixed Effects	כן	כן	כן	כן
Firm Fixed Effects	כן	כן	כן	כן

סטיות תקן עמידות מופיעות בין סוגריים *** p<0.01 **, p<0.05 *, p<0.1

לוח 4: השפעת החוק על תגמול המנהלים, לפי ענף

לוח זה מציג את תוצאות האמידה בשיטת הפרש-הפרשים כאשר המשתנה התלוי הוא הלוג הטבעי של התגמול הכולל. המדגם כולל את כל המנהלים המכהנים בכל אחד מהענפים, בנקים (עמודות 1), חברות ביטוח (עמודות 2) ושירותים פיננסיים (עמודות 3) בישראל בין 2013 ל-2019. Post 2016 הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם השנה היא אחרי 2016 (לאחר החוק), ומשתנה "Restricted Executive" הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם המנהל נתון למגבלות החוק מ-2016. מנהל נתון מסווג כ"Above executive" אם השכר המשולם למנהל ששירת בתפקידו היה גבוה מ-2.5 מיליון ש"ח לפחות שנתיים לאורך השנים 2014-2016. לפיכך, משתנה Above intensity (i) שווה לאפס עבור מנהלים שאינם מטופלים, ו-(ii) שווה ללוג הטבעי של המרחק (הפרש) בין התגמול הכולל הממוצע המשולם למנהל שכינה בתפקיד זה בשנים 2014-2016 ל-2.5 מיליון ש"ח. כל הספציפיקציות כוללות משתני בקרה עבור החברה והמנהל (לוג טבעי של סך הנכסים, ROA בפיגור, השתייכות החברה לקבוצה עסקית, ותק המנהל בתפקידו, אחזקות המנהל בחברה, אינדיקטור לתואר שני של המנהל, תחלופת מנהלים ואחוז המשרה של המנהל) וכן אפקטים קבועים עבור החברה והענף. הטעויות מקובצות ברמת החברה.

משתנה תלוי:			לוג (תגמול כולל)
	בנקים	חברות ביטוח	שירותים פיננסיים
	(1)	(2)	(3)
Post 2016	-0.0221 (0.062)	0.1884** (0.088)	-0.0711 (0.100)
Restricted Executive x Above. int	0.8593*** (0.133)	1.5301*** (0.180)	2.4625*** (0.484)
Post x Restricted Executive x Above. int	-0.8306*** (0.108)	-1.0864*** (0.177)	-0.6984 (0.687)
Constant	8.4434** (4.138)	27.9989*** (5.835)	8.7095*** (1.174)
Observations	333	177	272
R-squared	0.679	0.662	0.597
Firm and executive controls	כן	כן	כן
Industry Fixed Effects	כן	כן	כן
Firm Fixed Effects	כן	כן	כן

סטיות התקן העמידות מופיעות בסוגריים

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

לוח 5: השפעת החוק על מבנה תגמול המנהלים

לוח זה מציג את תוצאות האמידה במסגרת הפרש-הפרשים (ספציפיקציות 1-4) ומסגרת תלת-הפרשים (ספציפיקציה 5), כאשר המשתנה התלוי הוא היחס בין הרכיב הקבוע של שכר המנהלים לתגמול הכולל כמשתנה התלוי. המדגם כולל את כל המנהלים של חברות פיננסיות בישראל בין השנים 2013 – 2019. Post 2016 הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם השנה היא אחרי 2016 (לאחר החוק), ומשתנה "Restricted Executive" הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם המנהל נתון למגבלות החוק מ-2016. מנהל נתון מסווג כ"Above executive" אם השכר המשולם למנהל ששירת בתפקידו היה גבוה מ-2.5 מיליון ש"ח לפחות שנתיים לאורך השנים 2014-2016. לפיכך, משתנה Above intensity (i) שווה לאפס עבור מנהלים שאינם מטופלים, ו-ii שווה ללוג הטבעי של המרחק (הפרש) בין התגמול הכולל הממוצע המשולם למנהל שכהן בתפקיד זה בשנים 2014–2016 ל-2.5 מיליון ש"ח. כל הספציפיקציות כוללות משתני בקרה עבור החברה והמנהל (לוג טבעי של סך הנכסים, ROA, בפיגור, השתייכות החברה לקבוצה עסקית, ותק המנהל בתפקידו, אחזקות המנהל בחברה, אינדיקטור לתואר שני של המנהל, תחלופת מנהלים ואחוז המשרה של המנהל) וכן אפקטים קבועים עבור החברה והענף. הטעויות מקובצות ברמת החברה.

משתנה תלוי:					Fixed comp. to total comp.
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Post 2016	0.0332** (0.013)	0.0218 (0.019)	-0.0052 (0.013)	0.0040 (0.012)	0.0140 (0.019)
Restricted Executive		-0.0076 (0.057)			-0.0318 (0.095)
Post x Restricted Executive		0.0166 (0.023)			-0.0296 (0.024)
Above. int			-0.0936* (0.054)		-0.1740 (0.124)
Post x Above. int			0.2944*** (0.049)		0.2404** (0.120)
Restricted Executive x Above. int				-0.0947* (0.052)	0.0805 (0.137)
Post x Restricted Executive x Above. int				0.2900*** (0.051)	0.0701 (0.130)
Constant	1.1655*** (0.181)	1.1286*** (0.202)	1.0905*** (0.181)	1.1285*** (0.190)	1.1941*** (0.206)
Observations	834	834	834	834	834
R-squared	0.463	0.464	0.499	0.490	0.501
Firm and executive controls	כן	כן	כן	כן	כן
Industry Fixed Effects	כן	כן	כן	כן	כן
Firm Fixed Effects	כן	כן	כן	כן	כן

סטיות התקן העמידות מופיעות בסוגריים

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

לוח 6: השפעת החוק על פערי השכר בין מנהלים בכירים

הלוח מציג את התוצאות של רגרסיות הפרש-ההפרשים עבור פערי שכר בין מנהלים בכירים בחברה סביב הנהגת החוק. המשתנים התלויים הם הלוג הטבעי של התגמול הממוצע בקרב המנהלים שמקבלים את השכר הגבוה ביותר בחברה (עמודה 1), הלוג הטבעי של ההפרש בין המנהל עם השכר הגבוה ביותר לזה עם השכר הנמוך ביותר (עדיין בקרב אותם מנהלים, עמודה 2), הלוג הטבעי של סטיית התקן של התגמול בקבוצה זו (עמודה 3) וההפרש (במיליוני שקלים) בין תגמול המנכ"ל לתגמול הממוצע של הסמנכ"לים (עמודה 4). המדגם כולל מנהלים של חברות פיננסיות בישראל בין השנים 2013–2019. Post 2016 הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם השנה היא אחרי 2016 (לאחר החוק). הניתוח הוא ברמת החברה. בספציפיקציות אלה אני משתמשת בעצימות של Above ברמת החברה, שהוא הממוצע של עצימות Above של המנהלים בחברה (כמוגדר בלוח 3). כל הספציפיקציות כוללות משתני בקרה עבור החברה (לוג טבעי של סך הנכסים ו-ROA בפיגור) וכן אפקטים קבועים עבור החברה והענף. סטיות התקן מקובצות ברמת החברה.

משתנה תלוי:	לוג(תגמול ממוצע בחברה)	לוג(הפרש התגמול בין המשתכר הגבוה ביותר לנמוך ביותר)	לוג(סטיות תקן של התגמול בחברה)	הפרש תגמול בין המנכ"ל לסמנכ"לים שלו
	(1)	(2)	(3)	(4)
Post 2016	-0.0788 (0.050)	-0.2552*** (0.092)	-0.2737*** (0.088)	-0.2740 (0.185)
Restricted Firm x Above. int	7.7142*** (1.359)	15.2163*** (5.087)	13.2228*** (4.737)	15.3095* (8.528)
Post x Restricted Firm x Above. int	-0.6513*** (0.122)	-0.9721*** (0.343)	-0.9900*** (0.324)	-4.4388** (1.801)
Constant	10.2653*** (1.634)	10.5898*** (1.707)	10.1330*** (1.751)	5.8451 (4.818)
Observations	227	225	225	126
R-squared	0.883	0.646	0.594	0.547
Firm and executive controls	כן	כן	כן	כן
Industry Fixed Effects	כן	כן	כן	כן
Firm Fixed Effects	כן	כן	כן	כן

*** $p < 0.01$ ** $p < 0.05$ * $p < 0.1$ סטיות התקן העמידות מופיעות בסוגריים

לוח 7: השפעת החוק על ביצועי חברה

הלוח מציג את התוצאות של רגרסיות הפרש-ההפרשים עבור ביצועי החברה בחברות פיננסיות בישראל סביב הנהגת החוק. המשתנים התלויים הם מדד שארפ (עמודות 1 ו-2), תשואת מניה חריגה מצטברת שנתית (CAR, עמודות 3 ו-4), ROE (לוג טבעי של אחד פלוס ROE, עמודות 5 ו-6), ROA (לוג טבעי של אחד פלוס ROA, עמודות 7 ו-8), Tobin's Q (עמודות 9 ו-10), בהתאמה. תקופת המדגם היא 2013-2019. התוצאות המופיעות בעמודות האי-זוגיות מתארות את השפעת החוק על חברות מוגבלות בהשוואה לחברות לא מוגבלות, ואילו התוצאות המופיעות בעמודות הזוגיות מתארות השפעה זו באופן ספציפי על חברות מטופלות בהשוואה לחברות לא מטופלות. Post 2016 הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם השנה היא אחרי 2016. הניתוח שלי הוא ברמת החברה. בספציפיקציות אלה אני משתמשת בעצימות של Above ברמת החברה, שהוא הממוצע של עצימות של Above של המנהלים בחברה (כמוגדר בלוח 3). כל הספציפיקציות כוללות משתני בקרה עבור החברה (לוג טבעי של סך הנכסים ומינוף של החברה בפיגור) וכן אפקטים קבועים עבור החברה והשנה. סטיות התקן מקובצות ברמת החברה.

משתנה תלוי:		מדד שארפ (ב-%)		CAR (ב-%)		Log (1+ROE)		Log (1+ROA)		Tobin's Q	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	
Post 2016	-3.541 (4.626)	-0.936 (3.903)	-10.741*** (3.174)	-3.876 (2.655)	-0.018 (0.126)	0.178** (0.091)	-0.010 (0.295)	0.125 (0.150)	-0.182** (0.077)	-0.035 (0.053)	
Restricted firm	-21.392** (8.839)		-15.752*** (5.828)		-1.253*** (0.135)		-0.821** (0.416)		-0.238*** (0.088)		
Post x Restricted firm	6.143 (6.605)		12.017*** (4.235)		0.187 (0.163)		0.085 (0.326)		0.236*** (0.088)		
Restricted Firm x Above. int	440.559 (287.415)		-246.450*** (26.744)		5.808*** (0.740)		10.026*** (2.186)		-3.269*** (0.374)		
Post x Restricted Firm x Above. int	15.494 (13.619)		18.805* (9.972)		-0.433* (0.229)		-0.575 (0.401)		0.266 (0.180)		
Constant	-41.720 (74.751)	-52.033 (76.623)	-48.734 (51.288)	-44.465 (54.473)	3.896*** (1.257)	3.015* (1.571)	2.620 (4.149)	2.077 (4.429)	0.021 (0.711)	0.195 (0.753)	
Observations	205	205	205	205	205	205	212	212	205	205	
R-squared	0.1560	0.1572	0.3097	0.3033	0.6645	0.6653	0.6938	0.6963	0.7530	0.7490	
Firm Controls	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	
Year Fixed Effects	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	
Firm Fixed Effects	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	

סטיות התקן העמידות מופיעות בסוגריים *** p<0.01 **, p<0.05 *, p<0.1

לוח 8: השפעת החוק על תחלופת המנהלים

לוח זה מציג תוצאות מרגרסיית Logit על תחלופת המנהלים סביב הנהגת החוק. המשתנה התלוי הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם שנה t היא השנה האחרונה של הבכיר בתפקידו ו-0 אחרת. המדגם כולל מנהלים בכירים – מנכ"לים ויו"רים – בחברות פיננסיות בישראל מ-2013 עד 2019. האמידה משווה את הסתברות התחלופה בין מנהלים בקבוצת הטיפול למנהלים בקבוצת הבקרה לפני ואחרי החוק. המשתנה "Post 2016" מתייחס לתקופה שאחרי אפריל 2016. המשתנים "Restricted Executive" ו-"Above int." מוגדרים בלוח 3. כל הספציפיקציות כוללות משתני בקרה עבור החברה (לוג טבעי של סך הנכסים וביצועים יחסיים, הנמדדים לפי התשואה על מניית החברה מעבר לתשואה הענפית המשוקללת לשווי שוק) ומשתני בקרה עבור המנהל משתני הוותק והתואר השני של המנהל, ובנוסף משתני דמי עבור החברה.

הסתברות לתחלופת מנהלים	משתנה תלוי:
-1.2979** (0.605)	Post 2016
1.2768 (2.370)	Restricted Executive x Above. int
3.3012** (1.298)	Post x Restricted Executive x Above. int
-1.7448* (0.916)	Constant
225	Observations
Yes	Firm and executive controls
Yes	Firm Dummy
0.164	Pseudo R-squared

סטיות התקן העמידות מופיעות בסוגריים

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

לוח 9: השפעת החוק על ביצועי המניה בחברות עם מנכ"לים שלא הוחלפו לאחר החוק

לוח זה מציג תוצאות מרגרסיות הפרש-ההפרשים על ביצועי חברות סביב הנהגת החוק, המתמקדות בחברות שהמנכ"לים שלהם נשארו בתפקידם לאחר החלת החוק. המשתנים התלויים הם Tobin's Q (עמודות 1 ו-2), תשואת מניה חריגה מצטברת שנתית (עמודות 3 ו-4), ולוג טבעי של אחד פלוס ROE (עמודות 5 ו-6). המדגם כולל חברות פינססיות בישראל מ-2013 עד 2019. העמודות האי-זוגיות מציגות את השפעת החוק על חברות מוגבלות לעומת חברות לא מוגבלות, ואילו התוצאות בעמודות הזוגיות מראות את ההשפעה על חברות מטופלות לעומת חברות לא מטופלות. "Post 2016" הוא משתנה דמי המוגדר ל-1 עבור השנים שאחרי 2016. הניתוח הוא ברמת החברה, ומשתמש ב-Above intensity ברמת החברה (ממוצע Above intensity של המנהלים כמוגדר בלוח 7). כל הספציפיקציות כוללות משתני בקרה עבור החברה (לוג טבעי של סך הנכסים ומינוף בפיגור) ואפקטים קבועים עבור הענף. ספציפיקציות 1 ו-3 כוללות גם אפקטים קבועים. סטיות התקן מקובצות ברמת החברה.

Log (1+ROE)		CAR (ב-%)		Tobin's Q		משתנה תלוי:
(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
0.1668	-0.0971	-4.7918	-8.3426	-0.0660	-0.1608**	Post 2016
(0.142)	(0.176)	(3.581)	(6.169)	(0.068)	(0.065)	
	-1.3359***		-1.9505		-0.0822	Restricted firm
	(0.421)		(12.043)		(0.199)	
	0.3706		9.9539		0.1988*	Post x Restricted firm
	(0.229)		(7.815)		(0.105)	
0.7909		-34.0879*		-0.4557		Restricted Firm x Above. int
(0.631)		(19.665)		(0.353)		
0.1352		44.0769**		0.5240		Post x Restricted Firm x Above. int
(0.762)		(21.225)		(0.385)		
2.6817***	1.7065**	-16.9307	3.9035	1.0070**	1.3088***	Constant
(0.919)	(0.709)	(34.727)	(27.194)	(0.462)	(0.427)	
107	107	111	111	111	111	Observations
0.138	0.426	0.053	0.072	0.041	0.058	R-squared
כן	כן	כן	כן	כן	כן	Firm Controls
כן	כן	כן	כן	כן	כן	Industry Fixed Effects
לא	לא	לא	לא	לא	לא	Firm Fixed Effects

סטיות התקן העמידות מופיעות בסוגריים

לוח 10: השפעת החוק על נטילת סיכון

לוח זה מציג את תוצאות האמידה של שיטת הפרש-ההפרשים עבור נטילת סיכון סביב הנהגת החוק. המשתנים התלויים הם תנודתיות תשואת המניה באחוזים (עמודות 1 ו-2), מינוף (עמודות 3 ו-4), ו-EDF (עמודות 5 ו-6). המדגם כולל מנהלים של חברות פיננסיות בישראל בין השנים 2013–2019. התוצאות המופיעות בעמודות האי-זוגיות מתארות את השפעת החוק על חברות מוגבלות בהשוואה לחברות לא מוגבלות, ואילו התוצאות המופיעות בעמודות הזוגיות מתארות השפעה זו באופן ספציפי על חברות מטופלות בהשוואה לחברות לא מטופלות. Post 2016 הוא משתנה דמי השווה ל-1 אם השנה היא אחרי 2016 (לאחר החוק). הניתוח שלי הוא ברמת החברה. בספציפיקציות אלה. אני משתמשת בעצימות של Above ברמת החברה, שהוא הממוצע של עצימות Above של המנהלים בחברה (כמוגדר בלוח 3). כל הספציפיקציות כוללות משתני בקרה עבור החברה (לוג טבעי של סך הנכסים) וכן אפקטים קבועים עבור החברה והענף. סטיות התקן מקובצות ברמת החברה.

משתנה תלוי :		תנודתיות התשואה על המניה (ב-%)		מינוף		EDF	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
Post 2016	-0.1365 (0.276)	-0.0185 (0.172)	-8.5629 (6.390)	-4.5177* (2.593)	1.6891 (2.074)	0.7222 (0.653)	
Restricted firm	0.6953 (0.577)		-6.8420 (5.564)		1.4241 (1.303)		
Post x Restricted firm	0.2224 (0.242)		6.1445 (6.248)		-1.8256 (2.060)		
Restricted Firm x Above. int		40.6259* (24.312)		36.9106* (21.139)		1.6831 (1.468)	
Post x Restricted Firm x Above. int		0.3547 (0.291)		4.4811 (5.273)		-1.7519 (1.380)	
Constant	12.1384** (5.982)	13.1967** (6.516)	-162.7643*** (39.276)	-158.9266*** (42.690)	4.4106 (5.907)	6.4774 (5.828)	
Observations	207	207	223	223	169	169	
R-squared	0.636	0.635	0.939	0.937	0.513	0.502	
Firm Controls	כן	כן	כן	כן	כן	כן	
Industry Fixed Effects	כן	כן	כן	כן	כן	כן	
Firm Fixed Effects	כן	כן	כן	כן	כן	כן	

סטיות התקן העמידות מופיעות בסוגריים

לוח 11: עמידות – שינויים בשנות המדגם או בקריטריוני האומדנים השונים

לוח זה מציג את האמידות העיקריות על ידי שינוי: (1) שנות המדגם ל-2018-2015 (במקום 2013-2019), (2) רמת ה"סף" ל-2.8 מיליון ש"ח במקום 2.5 מיליון ש"ח, ו-3) קריטריון "מעל הסף" ברמת התפקיד – סיווגי כל תפקיד בהתאם לשאלה האם במשך שנה אחת לפחות (במקום שנתיים) לאורך התקופה של 2014-2016 שולם למנהל שכיח בתפקיד זה שכר גבוה מ-2.5 מיליון ש"ח. התוצאות המוצגות בלוח מציגות את מקדם המשתנה "Post x Restricted Executive x Above int." (כהגדרתו בלוח 3), כאשר המספרים בעמודות תואמים את מספר השינוי שתיארתי לעיל, והשורות מציגות כל אחד מהמשתנים התלויים שבהם השתמשתי בלוחות הקודמים.

קריטריון "מעל הסף" השתנה לשנה אחת	רמת ה"סף" השתנה ל-2.8 מיליון ש"ח	שנות המדגם השתנו ל-2018-2015	
-0.853*** (0.111)	-1.051*** (0.130)	-0.876*** (0.147)	Log (Total Compensation) - all executives, position level
0.261*** (0.047)	0.345*** (0.061)	0.225*** (0.073)	fixed comp. to var
-0.652*** (0.128)	-0.759*** (0.144)	-0.664*** (0.156)	log(average compensation in company)
-0.989*** (0.351)	-0.915** (0.379)	-0.815** (0.411)	log(Compensation difference)
-1.018*** (0.332)	-0.986*** (0.358)	-0.875** (0.376)	log(compensation standard deviation in company)
-1.650*** (0.380)	-5.938** (2.444)	-3.884*** (1.295)	log(Compensation difference between CEO and his deputies)
3.269** (1.285)	3.287** (1.362)	3.342* (1.875)	Probability of CEOs and chairman turnover
18.805* (9.972)	20.794* (12.725)	30.468* (17.922)	CAR (in %)
-0.433* (0.229)	-0.549** (0.272)	-0.216 (0.245)	Log (1+ROE)

לוח 12: עמידות – אינדיקטור טיפול בינארי לאמידת השפעת החוק על ביצועי חברה

לוח זה מציג את אותן תוצאות כמו בלוח 7, אך משתמש במשתנה דמי במקום במשתנה העצומות של "Above" כדי לסווג חברות על פי שכר מנהליהן – האם היה מעל או מתחת לסף לפני החוק.

משתנה תלוי:		מדד שארפ (ב-%)		CAR (ב-%)		Log (1+ROE)		Log (1+ROA)		Tobin's Q	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	
Post 2016	-3.541 (4.626)	-0.995 (4.259)	-10.741*** (3.174)	-5.586* (3.171)	-0.018 (0.126)	0.042 (0.087)	-0.010 (0.295)	-0.026 (0.177)	-0.182** (0.077)	-0.089 (0.073)	
Restricted firm	-21.392** (8.839)		-15.752*** (5.828)		-1.253*** (0.135)		-0.821** (0.416)		-0.238*** (0.088)		
Post x Restricted firm	6.143 (6.605)		12.017*** (4.235)		0.187 (0.163)		0.085 (0.326)		0.236*** (0.088)		
Restricted firm x Above		-19.577** (8.456)		-38.322*** (5.482)		1.282*** (0.130)		1.141*** (0.338)		-0.538*** (0.086)	
Post x Restricted Firm x Above		3.345 (6.788)		6.898 (4.716)		0.145 (0.155)		0.140 (0.250)		0.150* (0.088)	
Constant	-41.720 (74.751)	-36.189 (71.204)	-48.734 (51.288)	-16.254 (51.241)	3.896*** (1.257)	1.411 (1.351)	2.620 (4.149)	0.547 (4.205)	0.021 (0.711)	0.486 (0.717)	
Observations	205	205	217	217	205	205	217	217	217	217	
R-squared	0.156	0.154	0.396	0.302	0.665	0.694	0.948	0.695	0.267	0.260	
Firm Controls	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	
Year Fixed Effects	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	
Firm Dummy	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן	

סטיות התקן העמידות מופיעות בסוגריים
 p<0.1 * ,p<0.05 ** ,p<0.01 ***