

נייר עבודה

# שכר הבכירים בישראל

## 2011-2014

ד"ר גתית גור גרשגורן

ליזה טפר

גיא סבח

המחלקה הכלכלית

רשות ניירות ערך

נובמבר 2015

הדעות המובאות בנייר זה אינן מייצגות בהכרח את עמדת רשות ניירות ערך

ברצוננו להודות לעובדי המחלקה הכלכלית וסגל מחלקת תאגידים ובייחוד לאשר סופן ושלומי וינר אשר סייעו באיסוף הנתונים ובתובנות לניתוחים.

|         |                                                        |
|---------|--------------------------------------------------------|
| 4.....  | <b>תמצית</b>                                           |
| 6.....  | <b>סקירת ספרות</b>                                     |
| 8.....  | <b>סקירת האסדרה</b>                                    |
| 8.....  | ארה"ב                                                  |
| 8.....  | אירופה                                                 |
| 9.....  | ישראל                                                  |
| 12..... | <b>תיאור הנתונים</b>                                   |
| 13..... | <b>פרק 1: תמונת מצב</b>                                |
| 13..... | שכר הבכירים בחברות המדווחות                            |
| 13..... | שכר הבכירים לפי ענפים                                  |
| 14..... | שכר הבכירים לפי סוג חברה והשתייכות למדד ת"א 100        |
| 15..... | פילוח שכר הבכירים לפי מרכיבי השכר                      |
| 16..... | מרכיבי שכר הבכירים לפי ענפים והשתייכות למדד ת"א 100    |
| 16..... | מרכיבי שכר הבכירים לפי סוג חברה והשתייכות למדד ת"א 100 |
| 18..... | שכר הבכירים לפי תפקידים בחברה                          |
| 19..... | חברות המשתייכות לת"א 100                               |
| 19..... | מרכיבי שכר המנכ"ל לפי סוג חברה והשתייכות למדד ת"א 100  |
| 21..... | שכר בכירים וגודל החברה                                 |
| 25..... | סיכום                                                  |
| 27..... | <b>פרק 2: שכר העולה על 3.5 מיליוני ₪ בשנה</b>          |
| 28..... | אחוז הבכירים המשתכרים מעל 3.5 מיליון ₪                 |
| 29..... | פילוח לפי גודל וענף בשנת 2014                          |
| 30..... | סיכום                                                  |
| 31..... | <b>פרק 3: שכר בכירים ושליטה</b>                        |
| 32..... | נושאי משרה שהינם בעלי שליטה לפי תפקיד וסוג חברה        |
| 34..... | שכר בכירים לפי שליטה                                   |
| 38..... | מרכיבי השכר לפי שליטה                                  |
| 40..... | סיכום                                                  |
| 42..... | <b>פרק 4: שכר בכירים לפי מגדר</b>                      |
| 43..... | אחוז הנשים בקרב בעלי השכר הגבוה לפי תפקידים            |
| 44..... | פערי שכר בין גברים לנשים לפי תפקידים                   |
| 45..... | סיכום                                                  |
| 46..... | <b>פרק 5: שכר בכירים וביצועי חברה</b>                  |
| 50..... | <b>פרק 6: מדיניות שכר</b>                              |
| 51..... | ממצאים ממדיניות התגמול                                 |

|         |                                          |
|---------|------------------------------------------|
| 52..... | אפקטיביות תקורות רכיבי השכר              |
| 53..... | רכיב הבונוס                              |
| 54..... | המרכיב ההוני של השכר (תשלום מבוסס מניות) |
| 56..... | <b>ביבליוגרפיה</b>                       |
| 58..... | רשימת חוקים והמלצות בארץ                 |
| .....   | רשימת חוקים והמלצות בעולם                |
| .....   | שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.              |

## תמצית

נייר זה נועד לבחון את ההתפתחויות שחלו בישראל בגובה שכר הבכירים, בקרב בעלי השכר הגבוה ביותר (להלן: "הבכירים"), ובמרכיביו העיקריים משנת 2012, בה נכנס לתוקפו תיקון 20 לחוק החברות. מטרת התיקון היא להגביר את השקיפות ולחזק את הקשר בין שכר הבכירים לביצועי החברה. הנייר גם בודק את הקשר בין מבנה התגמול לבין ביצועי החברה, אומד את פערי השכר המגדריים ובוחר את מידת האפקטיביות של מדיניות השכר. הממצאים המרכזיים הינם:

### כללי

- בשנת 2014 שכר הבכירים הממוצע בכל החברות הבורסאיות עמד על כ-1.7 מיליוני ש"ח, כאשר רק 11% מהבכירים הרוויחו שכר העולה על 3.5 מיליון ש"ח בשנה.
- ממוצע שכר הבכירים הגבוה ביותר בשוק ההון הישראלי הוא בענף הפיננסים: בכירים בענף משתכרים בממוצע סביב 3 מיליון ש"ח בשנה.
- שווי החברות הציבוריות עלה בכ-29% בעוד שכר הבכירים עלה בכ-12% בלבד. עם זאת, לא נמצא קשר עקיב ומובהק בין שכר הבכירים לביצועי החברה.
- השכר בחברות מושפע מאד מהשכר אותו מקבלים עמיתים בענף, גם לאחר נטרול הגורמים המשותפים לחברה ולענף.
- השכר המקסימלי בחברות הגדולות ב-2014 נמוך בכ-10% מזה שב-2012.
- מבנה השכר בישראל דומה לזה הקיים בעולם: מרכיבי השכר הקבוע מהווים כ-50% מסך השכר למנכ"ל בחברות המשתייכות למדד ת"א 100.

### שכר ושליטה

- נכון לסוף שנת 2014 בכ-89% מהחברות הציבוריות בבורסה קיים בעל שליטה.
- בעלי שליטה מהווים כ-15% מסך הבכירים המועסקים בחברות הבורסאיות.
- בעלי שליטה מהווים כ-23% מהמנכ"לים וכ-41% מראשי הדירקטוריון בחברות.
- שכר בעלי שליטה המכהנים כבכירים גבוה בממוצע בכ-25% משכר הבכירים השכירים.
- בחברות המשתייכות למדד ת"א 100, עליה באחזקות הציבור מביאה לשכר נמוך יותר.

### שכר ומגדר

- בשנת 2014 נשים מהוות 13% מנושאי משרה בכירה ורק כ-6.5% מהמנכ"לים מכלל החברות.
- רק 4% מיו"ר הדירקטוריונים בת"א 100 הינן נשים. ביתר החברות הציבוריות חלקן קטן יותר ועומד על כ-2% בלבד.
- בכלל החברות הבורסאיות גברים מרווחים בממוצע עד כ-52% יותר מנשים. ככלל, הפערים קטנים יותר בחברות גדולות ובתפקידים הבכירים של מנכ"ל ויו"ר דירקטוריון.

## מדיניות תגמול

- במהלך השנים 2013-2014 פרסמו מרבית החברות הבורסאיות את מדיניות התגמול שלהן. בכ-61% מהחברות אושרה מדיניות התגמול, בכ-25% המדיניות תוקנה לאחר שהועלתה להצבעה באסיפה הכללית ורק בכ-5% מהחברות המדיניות נדחתה ע"י האסיפה, אך אושרה ע"י הדירקטוריון.
- במרבית החברות התקרות שנקבעו למרכיבי השכר ההוניים ולבונוסים במדיניות התגמול גבוהים במידה ניכרת מרכיבים אלה של שכר המנכ"לים ששולמו בפועל בשנה קודמת.

## סקירת ספרות

שכר בכירים הינו נושא הזוכה לתשומת לב רבה בעשורים האחרונים הן בספרות האקדמית והן בדיון הציבורי והפוליטי במדינות שונות.

שכר בכירים ומבנהו הינם כלים מרכזיים בידי חברה למשוך אליה מנהלים איכותיים, לשמר אותם לאורך זמן ולתמרץ אותם לבצע את תפקידם באופן שישרת את טובת החברה. בתאוריה ובמחקר הכלכלי מימוני שכר בכירים מופיע משני צדי המתרס של בעיית הסוכן, פעם כחלק מהפתרון ופעם כחלק מהבעיה. חוקרים כגון Jensen and Meckling (1976), רואים את תגמול הבכירים כפתרון חלקי אפשרי לבעיית הסוכן (Principal-Agent) בעל המניות (Principal) שמספק את המימון לחברה ושנהנה מהגדלת ערכה מתקשה לפקח על תפקודו של מנהל החברה (Agent) בגלל פערי המידע והמומחיות ביניהם. כך, יכולים להיווצר מקרים בהם האינטרסים של המנהל שונים מאלה של בעל המניות ואז מנהל רציונאלי ימקסם את תועלתו על חשבון ערך החברה. על מנת ליצור הלימה בין האינטרסים של המנהל לחברה, מציעים Jensen and Meckling ליצור מבנה תמריצים למנהל שיצמצם את הפער בין האינטרסים של המנהל לאלה של בעל המניות.

אולם, חוקרים אחרים מוצאים בשכר הבכירים ביטוי לבעיית הסוכן. Bebachuk and Fried (2005) מדגישים כי חברי דירקטוריון שאמורים להיות הנציגים של בעלי המניות בקביעת החוזים של המנהלים, נוטים להיות בעצמם מושפעים על ידי המנהלים שמשפיעים על מינויים ועל התגמול שלהם. מצב זה מאפשר למנהלים להשפיע על הדירקטורים והתוצאה המתקבלת היא שהחווה של המנהלים לא משקף את האינטרסים של בעלי המניות. בהתאם לכך, החוקרים Brick, Palmon and Wald (2006) מצאו כי יש קורלציה בין שכר מנהלים לשכר דירקטורים שאינו מוסבר על ידי ביצועי החברה.

בחברות עם מבנה בעלות ריכוזי, בהם קיים בעל שליטה, בעיית ניגוד העניינים לובשת צורה שונה. לבעל השליטה, אשר מחזיק באחוזים ניכרים ממניות החברה, אינטרס כלכלי למנות מנהל אשר יפעל להשאת עושרו ואף יישא בחלק ניכר משכרו. במקרה זה, לבעל השליטה יש גם את האינטרס הכלכלי וגם את היכולת לפקח על המנהל לפעול להשאת ערכה של החברה. בחברות אלה, עלולה להיווצר בעיית ניגוד עניינים שונה, כזו בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט ואף היא יכולה למצוא ביטוי ברמת שכר הבכירים ומבנהו.

בחינות אמפיריות שונות מצביעות על מידה שונה של קשר בין ביצועי החברות מבחינת שווי המניות שלהן לבין תגמול המנהלים. לדוגמא Jensen and Murphy (1990) אמדו את פרמטר הקשר בין תגמול מנהלים לשווי החברה בכ-0.0025. (Fahlenbrach and Stulz (2009) מצאו ששכר הבסיס מהווה רק 10% משכר המנהלים בבנקים ופרמטר הקשר בין תגמול מנהלים לשווי החברה הוא כ-0.024. מחקרים אחרים כגון Hall and Liebman (1998) הראו שהשכר נעשה רגיש יותר לביצועי החברה לאורך הזמן עקב עלייה בשימוש באופציות כחלק מהתגמול. Bebachuk and Grinstein (2005) הראו כי בין תחילת שנות התשעים לתחילת שנות ה-2000 עלה הנתח של המנהלים ברווחים מכ-5% לכ-10%. אולם, ניתן לטעון שאין זה מפתיע שעלייה במרכיב ההוני בשכר המנהלים תביא לעלייה בשכר המנהלים האבסולוטי על מנת לפצות אותם על התנודתיות הגוברת של תיק התגמול שלהם.

מספר עבודות אמפיריות מצאו קשר בין ה"חוזק" של הממשל התאגידי לבין שכר המנהלים. הממצאים במרבית המחקרים מהסוג הזה מתיישבים עם התאוריה הגורסת כי ממשל תאגידי אפקטיבי מקטין את עלויות בעיית הסוכן ובהתאמה מאפשר לחברה להקטין את התמריצים למנהליה. David L. Dicks (2012), Core, Holthausen and Larker (1999) מצאו שחברות בעלות מאפייני ממשל תאגידי חלשים יותר, נוטות לבעיות סוכן חמורות יותר, משלמות יותר למנהלים והביצועים שלהן פחות טובים. Chhaochharia and Grinstein (2009), בבחינה של הקשר בין שכר מנהלים לאימוץ הנחיות ה-SEC לפיקוח מוגבר על ידי הדירקטוריון, מצאו ירידה בשכר בחברות ששינו את מבנה הדירקטוריון שלהם.

בישראל ידועים מחקרים בודדים אודות נושא שכר הבכירים. האוזר וגזבר (1993), בר יוסף וטלמור (1997), האוזר ואופיר (1998) בחנו את הקשר בין שכר המנכ"ל לביצועים החשבונאיים של החברה. Ang, Hauser and Lauterbach (1997), אמזלג ומחרז (2002), ברק, כהן ולאوترבך (2007) בדקו, בין היתר, את הקשר בין שכר המנכ"לים לבין מבנה הבעלות של החברה. ככלל התמונה שעלתה ממחקרים אלה היא ששכר הבכירים בישראל מושפע ממבנה השליטה, הקשר בינו לבין ביצועי החברה אינו עקבי ומובהק וככל שהוא מתקיים אף הוא מושפע ממבנה הבעלות.

## סקירת האסדרה

### ארה"ב

בשנת 1992, ה- SEC החל לדרוש מחברות ציבוריות גילוי על חבילות התגמול הניתנות לבכירים. בשנת 1993, במקביל, תוקנה פקודת מס הכנסה כך שהכנסה מעל מיליון דולר חדלה להיות מוכרת למטרות מס אלא אם מדובר בהכנסה מבוססת ביצועים. בשנת 2002 נכנס לתוקף חוק Sarbanes-Oxley שנועד לתת מענה למספר שערוריות שנגעו בין השאר לשכר בכירים. במסגרת החוק נכנס לתוקף איסור על חברות ציבוריות לתת הלוואות לבכירים שלהן, וזאת בין השאר בתגובה לפרשות בחברות Tyco ו-WorldCom שנתנו לבכירים הלוואות גדולות באופן בזמן משבר פיננסי. החוק אפשר גם Clawback, כלומר את האפשרות של משקיעים לקבל חזרה חלק מהתגמולים ששולמו לבכירים על בסיס ביצועים שנופחו באופן לא הגון או על בסיס הטעיה אחרת של המשקיעים.

שינויים נוספים באותה תקופה בסביבה הרגולטורית נבעו מפעולותיהם של גורמים פרטיים. הבורסות NYSE ו-NASDAQ דרשו מהחברות שרשומות אצלן שוועדות הדירקטוריון האחראיות על מינוי דירקטורים יכללו דירקטורים חיצוניים בלבד או רוב של דירקטורים חיצוניים בהתאמה. בנוסף, חברות ציבוריות רבות החלו לכלול את האופציות שהן חילקו בדוחות הכספיים כחלק מההוצאות שלהן בעקבות לחץ של משקיעים מוסדיים, שבעקבותיו גם יצאה הוראה רשמית של ה- FASB בעניין זה.

בשנת 2006, ה- SEC הקשיח את חובות הגילוי של חברות לגבי שכר בכירים והקונגרס אסר על שימוש בביטוח חיים לצורך תגמול עובדים. בשנת 2010, נכנס לספר החוקים ה- Dodd-Frank, חקיקה שכללה דרישה לאפשר למשקיעים להצביע על חבילות שכר של בכירים והרחיבה את ה- Clawback גם למקרים בהם לא נעשו עבירות על ידי הבכירים.

### אירופה

ב-21 למאי 2003, <sup>1</sup>CEC הוציאה דו"ח בשם "תוכנית הפעולה"<sup>2</sup>. תוכנית הפעולה היתה מיועדת לכל החברות של 15 מדינות (נכון ל-2003) אשר נכללו בגוש האירו, וכללה ארבע עקרונות:

- גילוי של מדיניות התגמול בדוחות השנתיים
- גילוי פרטים בדבר תגמול בכירים ספציפיים בדוחות השנתיים
- התניית מימוש מדיניות מתן אופציות ומניות לבכירים באישור מקדים מצד בעלי המניות (אישור אמור להתקבל באסיפה)
- חובת דיווח על העלויות הצפויות ממימוש מדיניות התגמול בדוחות השנתיים

<sup>1</sup> Commission of the European Communities

<sup>2</sup> Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union- A Plan to Move Forward



המדינות התבקשו ליישם את כל עקרונותיה של "תוכנית פעולה" עד יוני 2006, בדרך של "תסכים או תסביר" (*comply or explain*). כלומר, המדינות התחייבו לציית למתן גילויים הנדרשים על פי התוכנית או להסביר למה הן החליטו לא לגלות. בפועל, רוב המדינות הסכימו עם "תוכנית פעולה 2003" (Acting Plan 2003) והיא יושמה ב- 2005-2006.

בשנת 2009, המליצה ה- CEC למדיניות הארגון לזהות בעלי תפקידים בחברות האחראים על לקיחת סיכונים וניהולם ולוודא שהתמריצים שלהם עולים בקנה אחד עם מדיניות ניהול תמריצים סבירה. באותה שנה, ניתנה גם המליצה לגבי תגמול דירקטורים, במטרה להבטיח שיראו לנגד עיניהם את ההצלחה של החברה בטווח הבינוני והארוך.

עוד בשנת 2009 מספר מדיניות אירופאיות פעלו באופן עצמאי לצמצום התגמולים במערכת הפיננסית. בריטניה וצרפת הטילו מס של 50% על בונסים מעל רף מסוים, לבכירים במערכת הבנקאית.

בשנת 2014, אימצה ה- CEC הנחיות להגברת השקיפות לגבי חבילות תגמול של בנקאים ולגבי השפעתם של בכירים שונים על פרופיל הסיכון של החברה.

## ישראל

בשנת 2000 תוקנה בתקנות ני"ע תקנה 21, העוסקת במתן גילוי על תגמול הבכירים. על פי תקנה זו נדרש פירוט בדוחות החברה, לגבי כל אחד מחמשת מקבלי השכר הגבוה ביותר מבין נושאי המשרה הבכירה שניהנו בו, על כל התשלומים ששילם התאגיד וכל ההתחייבויות לתשלומים שקיבל על עצמו, לרבות לעניין תנאי פרישה. הגילוי נדרש לגבי תגמולים שניתנו על ידי התאגיד או על ידי תאגיד שבשליטתו, בין שניתנו על ידי בעל השליטה בו או על ידי תאגיד שבשליטת בעל השליטה.

בסוף שנת 2006 אימצה רשות ניירות ערך את המלצות הועדה לממשל תאגידי ("ועדת גושן"). המלצות הועדה מתמקדות בעיקר בשיפור עצמאות הדירקטוריון בפרט בכל הנוגע לעסקאות עם בעלי שליטה (ובכלל זה תנאי העסקתו), שיפור עבודת ועדת הביקורת/המאזן בכל הנוגע לאישור הדוחות הכספיים של החברה, ושיפור איכות הדיווח והגילוי של תאגידים.

בסוף שנת 2009 המפקח על הבנקים קבע עקרונות שימשו את הדירקטוריונים של הבנקים בעת קביעת מדיניות התגמול לקראת כניסתה לתוקף של תקינה באזל 2, בינואר 2010.

עיקרי ההנחיות:

- 1) מדיניות התגמול לא תקושר ליצירת רווחים חשבונאיים בטווח הקצר
- 2) דירקטוריון החברה יפקח באופן פעיל על תכנון מערכת התגמול ויישומה, כך שהיא לא תהיה תחת שליטתו הבלעדית של המנכ"ל
- 3) מידת התגמול תתאם למגוון סיכונים, במטרה לאזן בין הרווח המתקבל לבין רמת הסיכון שנלקחה

בדצמבר 2009 הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון פרסם את חוזר בדבר מדיניות תגמול בגופים המוסדיים, אשר עקרונותיו חלים על כל הגופים המוסדיים.

בשנת 2008 רשות ניירות ערך תיקנה את תקנה 21, וקבעה חובות גילוי נוספים ביחס לתגמול בכירים. התיקון לתקנות חייב את החברות לגלות פרטים על מנגנון התגמול ועל עסקאות התגמול עצמן, הן במסגרת הדו"ח התקופתי והן במסגרת דיווח מיידי. במסגרת הדו"ח התקופתי נדרש גילוי ביחס לחמשת העובדים המתוגמלים בשכר הגבוה ביותר בתאגיד או בתאגיד שבשליטתו, ובכל מקרה על הפירוט לכלול את שלשת העובדים בעלי השכר הגבוה ביותר בתאגיד עצמו (שיפורטו בנוסף במידה ואינם חלק מהחמישה שכבר פורטו). החברה נדרשה לפרסם טבלה המפרטת את זהות מקבל התגמול (תפקידו, היקף משרתו, אחזקותיו בהון החברה), התגמול שהוא מקבל בגין מתן שירותים (שכר, מענקים, תשלומים מבוססי מניות, דמי ניהול, דמי ייעוץ וכדומה) וכן תגמולים אחרים שהוא מקבל (ריביות, דמי שכירות וכדומה). המונח "שכר" כולל גם תנאים נלווים, כגון החזקת רכב, טלפון, תנאים סוציאליים, הפרשות בשל סיום יחסי עובד-מעביד, וכל הכנסה שנוקפה לשכר בגין מרכיב שהוענק לו. יתר על כן, המונח "תגמול" כולל גם התחייבות למתן תגמול, וכן כל דבר שהוא שווה כסף, למעט דיבידנד.

כמו כן נדרשה החברה להתייחס לשאלה האם התגמול מבוסס על ביצועיה או על עמידה ביעדים, והאם נקבעו מנגנונים לבחינת עניין זה. דירקטוריון החברה נדרש לחוות דעתו בדבר הקשר בין תרומתו של מקבל התגמולים לחברה לבין גובה התגמול שאושר לו, ולציין אם לדעתו התמורה הוגנת וסבירה.

במרץ 2011 אושר בכנסת תיקון 16 לחוק החברות המיישם את מרבית המלצות "ועדת גושן". בין היתר התיקון קבע כי אישור עסקה חריגה עם בעל שליטה בחברה (לרבות שכר) יחייב קבלת הסכמת רוב מקרב בעלי המניות שאינם בעלי עניין, באותה עסקה, זאת, להבדיל מהמצב טרם התיקון, לפיו די היה בקבלת הסכמת שליש מבין בעלי המניות הלא נגועים בעניין האיש. מצד שני, ריכך התיקון את יכולת קבלת האישור במקרה ששיעור המתנגדים לעסקה אינו משמעותי, והעלה את רף ההתנגדות שייחשב לצורך מניעת העסקה לשיעור של שני אחוז ממניות החברה (לעומת אחוז אחד טרם התיקון). בנוסף, נקבע כי עסקה כאמור אשר תהיה לתקופה העולה על 3 שנים, תהיה טעונה אישור מחדש בכל שלוש שנים.

בסוף שנת 2012 נכנס לתוקפו תיקון 20 לחוק החברות המטפל בנושא תגמול מנהלים בחברות המדווחות. תיקון זה מבוסס על המלצות ועדת נאמן ומטרתו להביא לכך שתהליך קבלת החלטות התגמול בחברות יהיה מושכל ושקוף ויוביל לחיזוק הקשר בין מבנה התגמול לבין ביצועי החברה.

בתיקון מספר סעיפים הנוגעים לתהליך קבלת ההחלטות בחברה בנושא תגמול מנהלים. ראשית, התיקון דורש הקמה של ועדת תגמול הקובעת את מדיניות התגמול הבכירים. מדיניות זו, צריכה לקשור בין ביצועי נושא המשרה לשכרו לטווח הרחוק, ולעשות זאת תוך התייחסות לשיקולים ואמות מידה שונים, הנוגעים למאפייני החברה ונתוני האישיים של נושא המשרה. כמו כן, התיקון דורש הסדרים מיוחדים למקרה שתנאי ההעסקה כוללים רכיבים משתנים כגון אופציות ובונוסים, ומתייחס גם למענקי הפרישה.

התיקון קובע שמדיניות התגמול צריכה להיות מובאת להצבעה באסיפה הכללית של החברה. לצורך האישור נדרש בנוסף על רוב רגיל של הקולות באסיפה, גם אישור של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט. עם זאת, עמדת האסיפה הכללית אינה מחייבת בכל החברות, והדירקטוריון רשאי לחרוג ממנה בתנאים מיוחדים. בחברה נכדה ציבורית

(חברה ציבורית שמעליה שתי חברות ציבוריות או חברות אג"ח) עמדת האסיפה הכללית תהיה מחייבת. בנוסף נקבע כי עסקת תגמול עם נושא משרה שאינו דירקטור ואינו מנכ"ל פטורה מאישור האסיפה אם היא תואמת את מדיניות התגמול. עסקת תגמול עם המנכ"ל טעונה בכל מקרה אישור האסיפה הכללית וזאת משום שלרוב שכר המנכ"ל יוצר רף עליון ונקודת התייחסות לשאר נושאי המשרה.

נייר זה נועד להציג את ההתפתחויות שחלו בישראל בגובה שכר הבכירים ובמרכיביו העיקריים בשלוש השנים האחרונות, לבדוק את הקשר בין מבנה התגמול לבין ביצועי החברה, לאמוד את פערי השכר המגדריים ולבחון את מידת האפקטיביות של מדיניות השכר.

## תיאור הנתונים

הנתונים נאספו על כל החברות הבורסאיות שפרסמו את הדוחות הכספיים לשנים 2012-2014.<sup>3</sup>

כל רשומה מתייחסת לבכיר המדווח.

| שנה    | מספר תצפיות | מספר חברות |
|--------|-------------|------------|
| 2014   | 2,594       | 515        |
| 2013   | 2,542       | 523        |
| 2012   | 2,777       | 539        |
| 2011** | 1,031       | 174        |

\* המדגם מכיל את החברות הגדולות ביותר במשק. מתוך 74 חברות משתייכות למדד ת"א 100

נתוני המחקר מתחלקים לארבעה סוגים עיקריים:

**נתונים חשבונאיים** הלקוחים מתוך הדו"חות הכספיים השנתיים.

**נתוני מסחר** הכוללים, שווי שוק, תשואת המנייה, תשואה עודפת של המניה מול מדד ת"א 100, סטיית תקן של התשואות היומיות, אחוז אחזקות הציבור, השתייכות ענפית.

**נתוני בכיר** הכוללים נתונים כגון, שם, מספר ת.ז, מיו, מספר חודשי עבודה השנה, התפקידים אותם נושא המשרה ממלא בחברה ובחברות בנות ציבוריות/פרטיות, היקף המשרה, שכרו על כל רכיביו<sup>4</sup>, אחוז אחזקה ישירה בהון התאגיד, האם הבכיר מוגדר בתור בעל שליטה בתאגיד, האם ישנה קרבה לבעל עניין בקבוצה, שנת לידה, השכלה וניסיון עסקי ב-5 שנים האחרונות.

<sup>3</sup> המסד לא כולל נתונים על חברות דואליות ושותפויות שלא פירטו את נתוני שכר הבכירים.

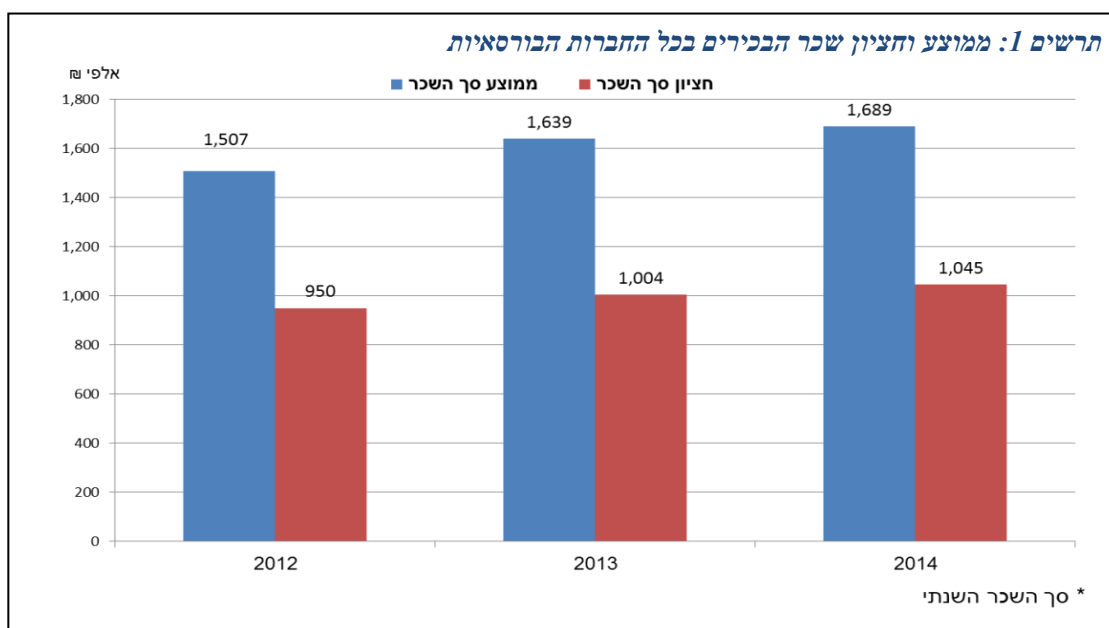
<sup>4</sup> שכר קבוע, דמי ניהול, תנאים סוציאליים, בonus, תשלום מבוסס מניות, תשלומים אחרים

## פרק 1: תמונת מצב

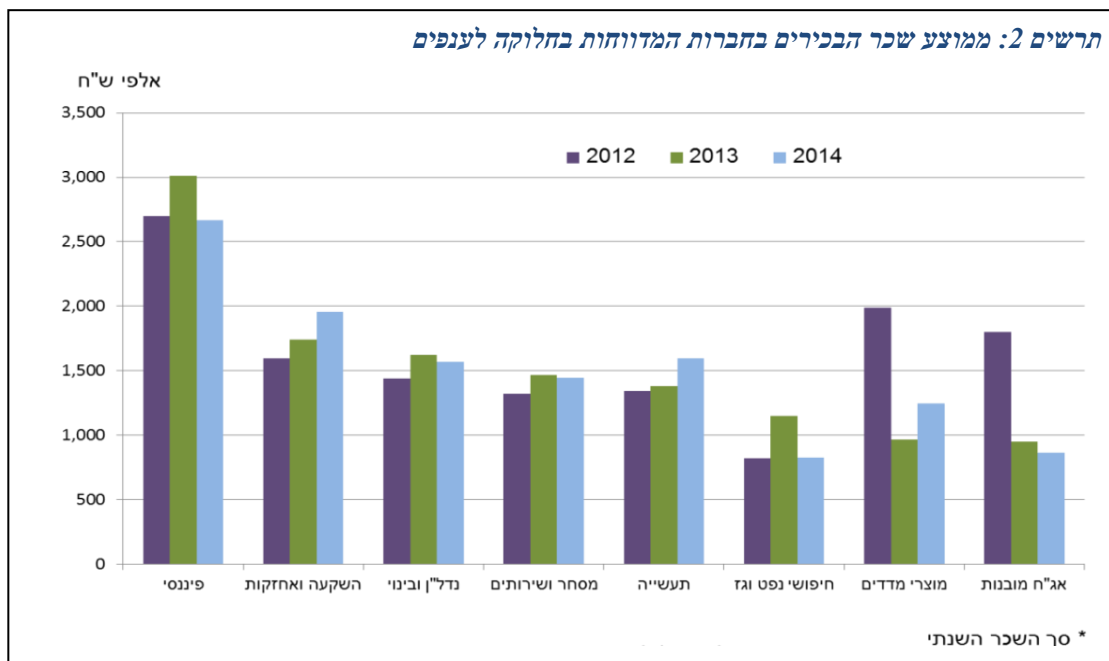
בפרק זה נציג את תמונת המצב של שכר הבכירים שקיבלו את השכר הגבוהה ביותר (להלן: "הבכירים") בשוק ההון הישראלי בשנים 2012-2014 במגוון פילוחים.

### שכר הבכירים בחברות המדווחות

בשנת 2014 שכר הבכירים הממוצע בכל החברות הבורסאיות במשק עמד על כ-1.7 מיליוני ₪. חציון השכר היה כמילון ₪. בגרף הבא ניתן לראות שהשכר הממוצע בכל החברות במשק עלה בכ-12% בין השנים 2012-2014.

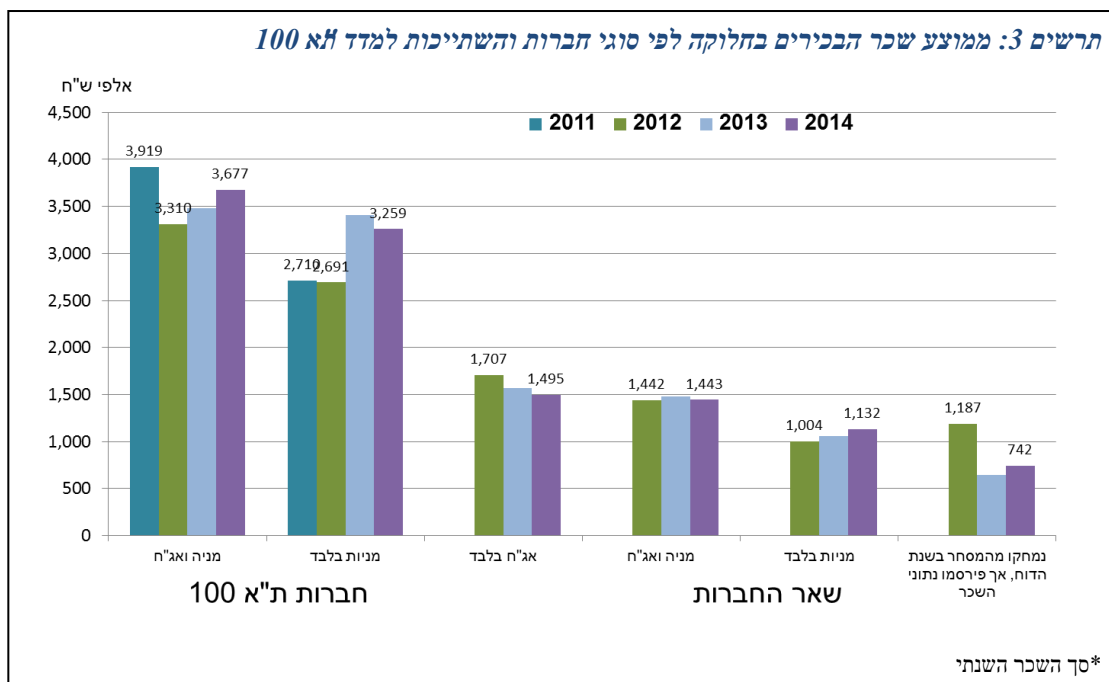


### שכר הבכירים לפי ענפים



הממצאים מצביעים על כך שענף הפיננסים הינו בעל ממוצע שכר הבכירים הגבוה ביותר בשוק ההון הישראלי. בכירים בענף הפיננסים משתכרים בממוצע מעל 2.5 מיליון ₪ בשנה. השכר בענף ירד בשנת 2014 לעומת 2013. לעומתו השכר דווקא עלה בענפים כגון: השקעה ואחזקות ותעשייה. בענפים, כגון: נדל"ן ובינוי ומסחר ושירותים, השכר נשאר ללא שינוי בשנתיים האחרונות. בענף מכשירים פיננסיים נצפו רמות שכר חריגות בשנת 2012<sup>5</sup>. בענף חיפושי נפט וגז בשנת 2014 הבכירים השתכרו ברמה דומה לזאת שהיתה בשנת 2012.

### שכר הבכירים לפי סוג חברה והשתייכות למדד ת"א 100



שכר בכירים בחברות המשתייכות לת"א 100 נשאר ללא שינוי בשנתיים האחרונות לאחר שחזר לרמה בה עמד ב-2011. עם זאת הבדלי גודל מביאים לפערי שכר דרמטיים בין חברות המשתייכות לת"א 100 לבין שאר החברות בשוק ההון הישראלי. בשנת 2014 ממוצע שכר הבכירים בחברות המשתייכות לת"א 100 עמד על 3.5 מיליוני ₪, פי 2.5 מהממוצע של שאר החברות הרשומות. בחברות המשתייכות למדד ת"א 100 שהנפיקו גם אג"ח ממוצע השכר גבוה מהחברות בעלות מניות בלבד. בחברות שאינן משתייכות לת"א 100 ממוצע שכר הבכירים בחברות פרטיות שהנפיקו אג"ח (להלן: **חברות אג"ח בלבד**) דומה לממוצע המתקבל בחברות בעלות מניות ואג"ח ומוערך בכ-1.5 מיליוני ₪.

<sup>5</sup> יתכן שניצול פערי הריבית בין ישראל לארה"ב דרך השקעה ב-SWAP אשר יצרה רווחים עודפים במרבית תעודות הסל והביאה לרמת השכר החריגה. פעילות זו הצטמצמה משמעותית עם הסדרת כללי ההתכסות ב-SWAP וצמצום פערי הריבית.

## פילוח שכר הבכירים לפי מרכיבי השכר

ניתן לחלק את חבילת התגמולים לשני חלקים:

**רכיב קבוע:** שכר קבוע, דמי ניהול, תנאים סוציאליים ותשלומים אחרים.

המרכיב המתקבל בוודאות ואשר גובהו מוסכם מראש. נהוג לייחס לרכיב זה כמשקף את התפקיד שממלא מנהל, את האחריות, את הכישורים והניסיון שהוא מביא עימו.

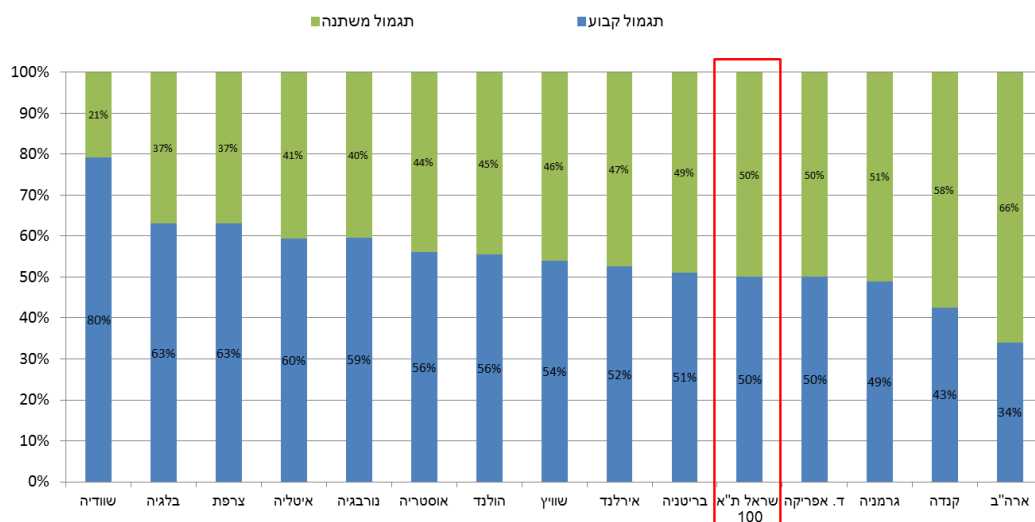
**רכיב משתנה:** בונסים ותשלום מבוסס מניות המרכיב שמתקבל בצורה של מזומן, מניות או אופציות, אשר ניתנות למימוש רק לאחר תקופה מוגדרת מראש ובתנאי שהחברה עמדה ביעדים שנקבעו על ידי הבעלים. כלומר, מדובר במרכיב לא ודאי של התגמול.

מקובל להניח שכל שחלקו של המרכיב המשתנה בשכר גבוה כך גדלה ההקבלה בין האינטרס של המנהל לאינטרס של בעלי המניות. אולם מרכיב משתנה גבוה מדי יכול להוביל מנהלים לראיה קצרת טווח וללקיחת סיכונים עודפים. (לדוג' Dong, Wang, and Xie 2010)

האיזון הנכון בין החלקים הוא שאמור לתמרץ את המנהלים לפעול למען האינטרסים של החברה ובעלי המניות בה, ולהרתיע מפני נטילת סיכונים מופרזים.

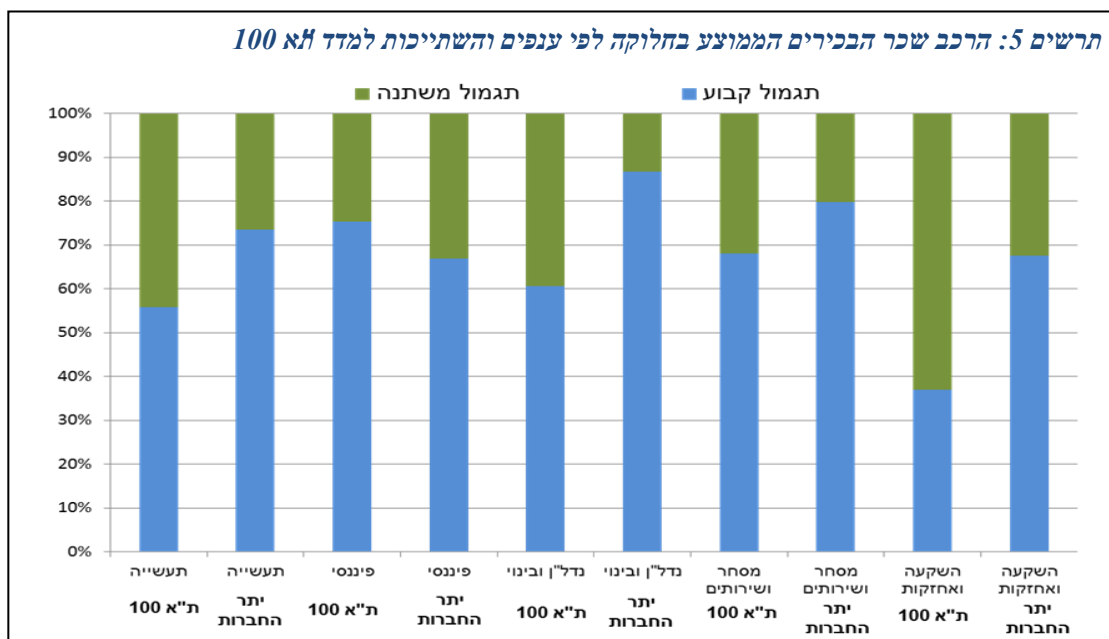
בהשוואה לנתוני Croci, Gonenc and Ozkan (2012), המשקל הממוצע של התגמול המשתנה משכר המנכ"ל בישראל לא חריג מהמקובל במרבית המדינות וגבוה משמעותית מזה שבארה"ב. אולם פערי גודל החברות בין השווקים מגבילים את היכולת לייחס משמעות להשוואה זאת.

תרשים 4: הרכב שכר המנכ"ל הממוצע בחלוקה לפי מדינות



מקור: The Review of Financial Studies / v o l u m e 2012, Are U.S. CEOs Paid More? New International Evidence

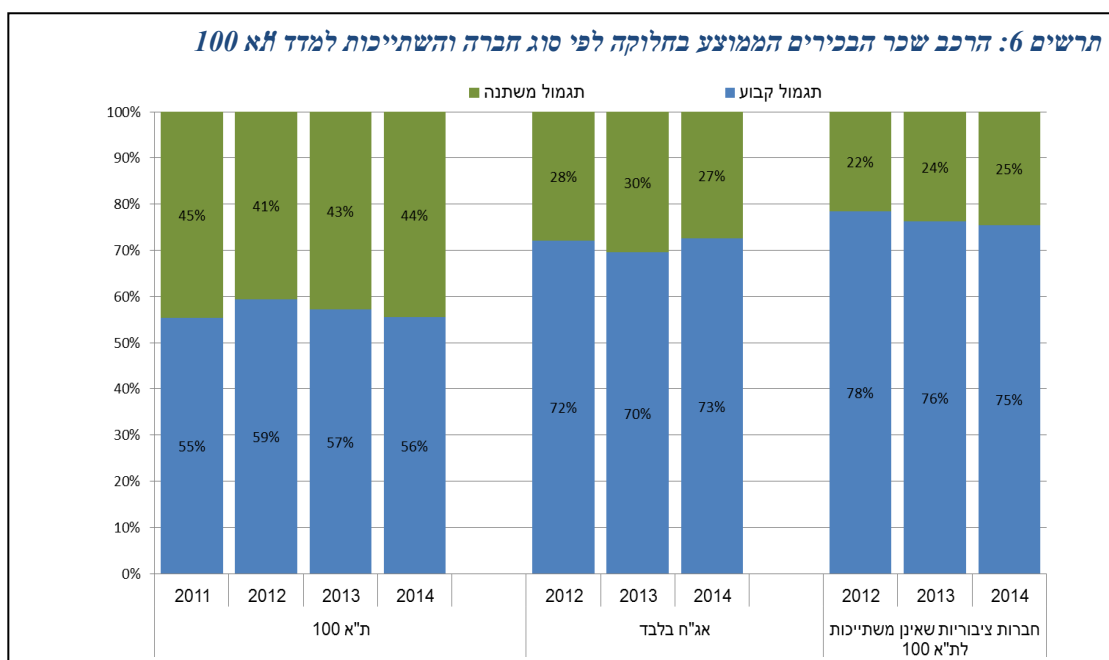
## מרכיבי שכר הבכירים לפי ענפים והשתייכות למדד ת"א 100



ניתן לראות שבכל הענפים, מלבד ענף הפיננסים, מרכיבי השכר המשתנים גבוהים בהרבה בחברות המשתייכות לת"א 100 (נעים סביב 40%). בענף הפיננסים חלקו של התגמול הקבוע דומה בין כל החברות (סביב 70%). בענף השקעה ואחזקות חלקו של המרכיב המשתנה עולה על 60% בחברות המשתייכות לת"א 100.

## מרכיבי שכר הבכירים לפי סוג חברה והשתייכות למדד ת"א 100

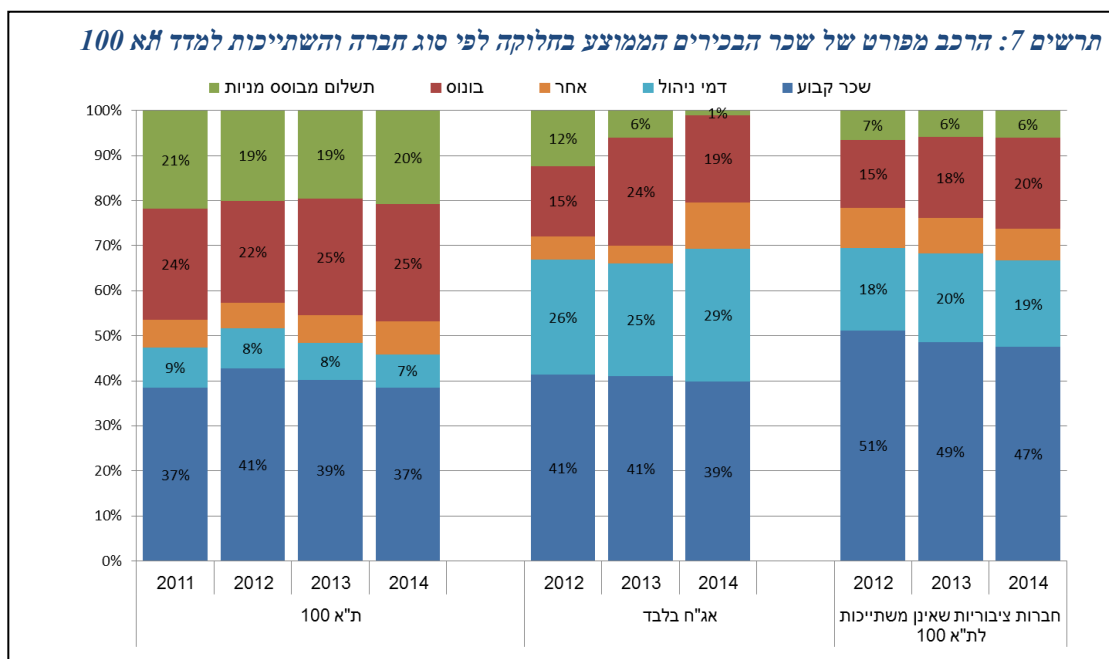
בחברות המשתייכות למדד ת"א 100 לא חל שינוי משמעותי בהרכב השכר בשלוש השנים האחרונות. בחברות אג"ח בלבד התגמול המשתנה ירד בשנת 2014 לעומת 2013. בחברות ציבוריות, אשר אינן משתייכות למדד ת"א 100 חל גידול קטן בתגמול המשתנה במהלך התקופה. יחד עם זאת, חלקו של המרכיב הקבוע ממשיך להיות גבוה.



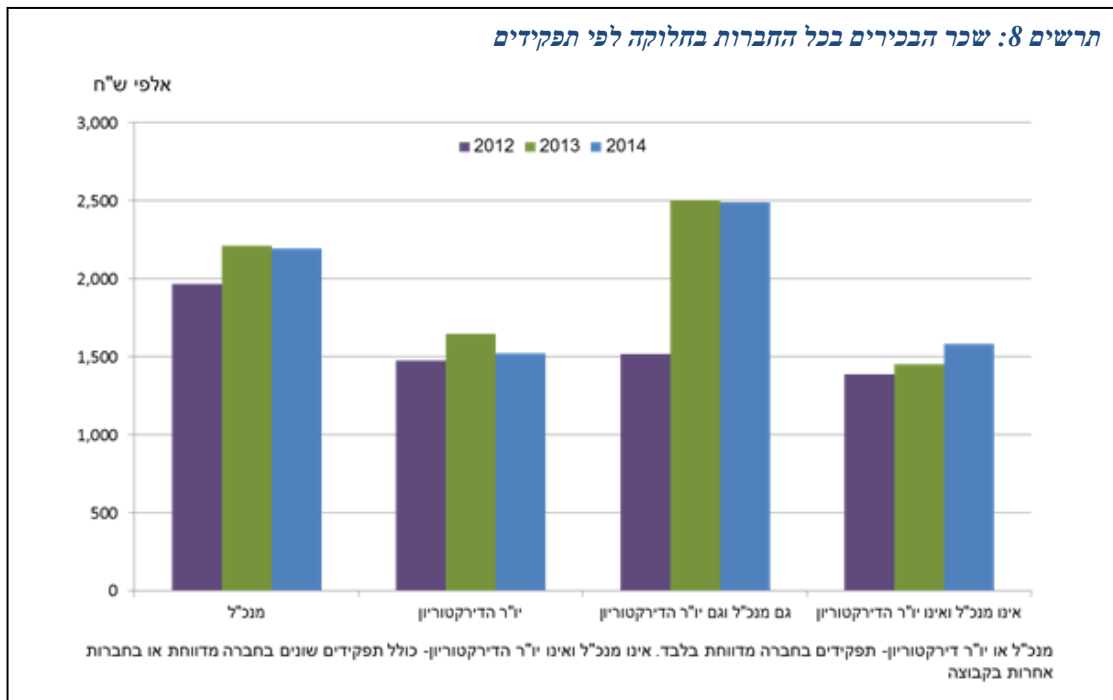


בחברות המשתייכות למדד ת"א 100 חלקם של המרכיבים המשתנים גדול משמעותית ביחס ליתר בחברות. (41%-44% בחברות המשתייכות לת"א 100 לעומת 22%-25% בחברות ציבוריות אחרות ו-27%-30% בחברות אגח בלבד). המרכיב המשתנה בחברות המשתייכות לת"א 100 מתחלק כמעט באופן שווה בין תשלום מבוסס מניות לבין בונוסים.

בחברות ציבוריות שאינן משתייכות לת"א 100 חלקו של השכר הקבוע מתקרב ל-50%, אולם כאשר מוסיפים לו את דמי הניהול, חלקו של המרכיב הקבוע נמצא סביב 70%-80% בחברות אלה. בחברות אג"ח בלבד חלקם של דמי ניהול מהווה יותר מרבע מהשכר.



## שכר הבכירים לפי תפקידים בחברה



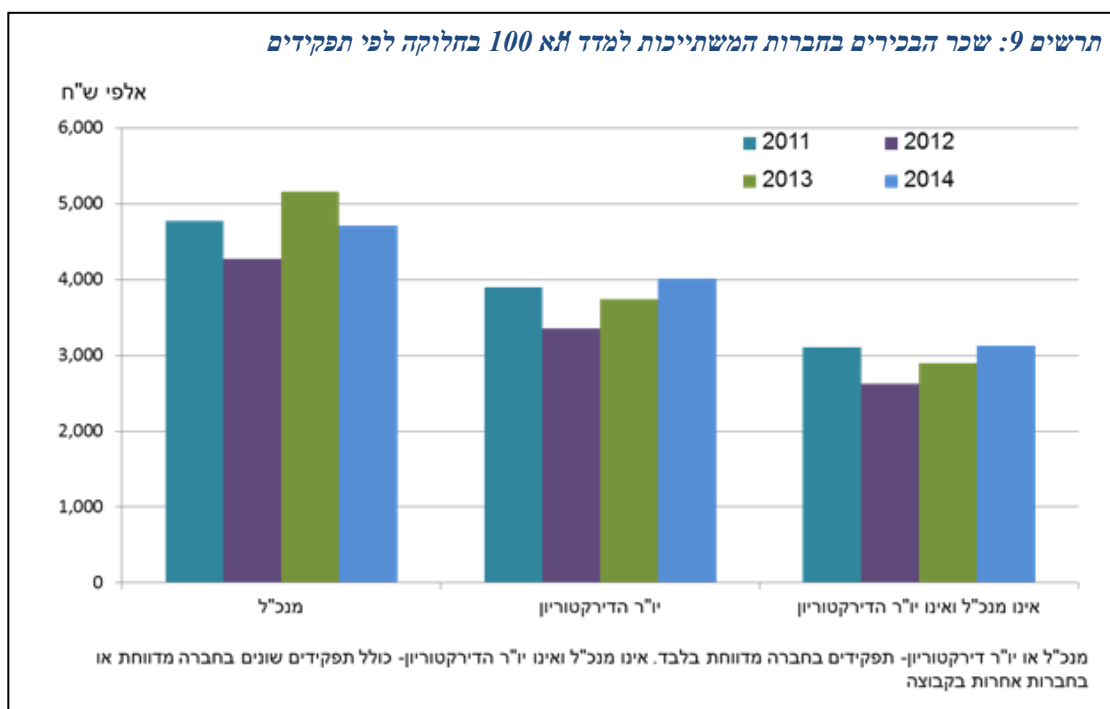
השכר הממוצע למנכ"ל בכל החברות הציבוריות/המדווחות בבורסה נע סביב 2 מיליון ש"ח ועלה בכ-12% מאז שנת 2012.

יו"ר הדירקטוריון משתכרים בממוצע כ-1.5 מיליוני ש"ח. בשנת 2013 השכר עלה בכ-12%, אך ירד בכ-8% בשנה הבאה (בסה"כ עלה בכ-3% מאז שנת 2012).

ניתן לראות שממוצע השכר הגבוה ביותר התקבל בשנים 2013-2014 לבעלי תפקיד דואלי בחברה. (בממוצע כ-2.5 מיליוני ש"ח). יחד עם זאת, מספר הבכירים העונים להגדרה זו קטן יחסית.

חלה עלייה הדרגתית בתגמול הממוצע בקרב הבכירים שאינם מכהנים כיו"ר או מנכ"ל. נכון לשנת 2014, התגמול הממוצע עבור בכירים אלו עמד על כ-1.6 מיליוני ש"ח לאחר עלייה של כ-14% מאז שנת 2012.

## חברות המשתייכות לת"א 100

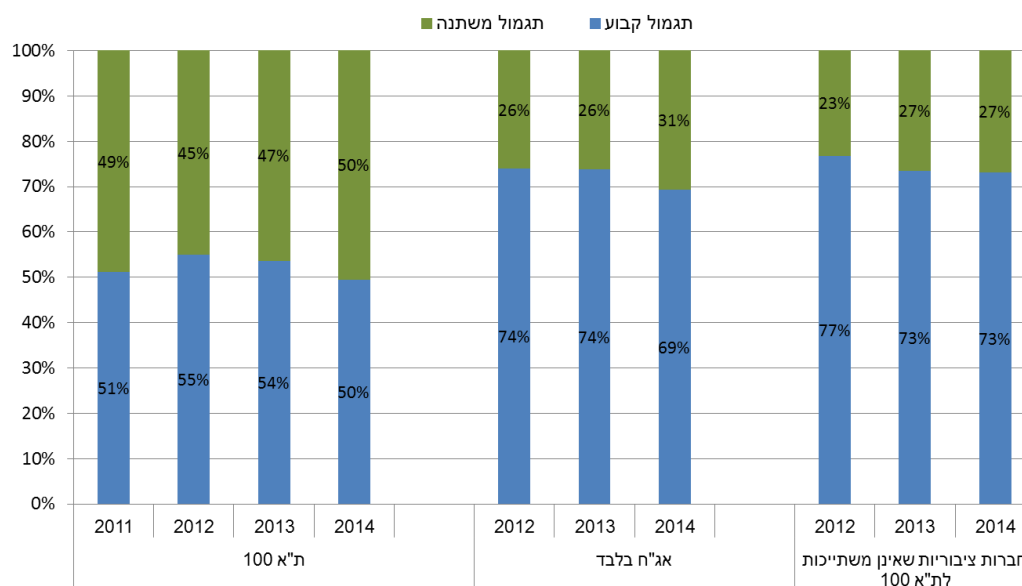


בחברות המשתייכות לת"א 100 השכר הממוצע למנכ"ל עלה על 5 מיליון ש"ח בשנת 2013. בשנת 2014 השכר הממוצע למנכ"ל ירד בכ-9%, לעומת זאת בתפקידים אחרים חלה עלייה בשכר של כ-8%-7% ביחס ל-2013.

## מרכיבי שכר המנכ"ל לפי סוג חברה והשתייכות למדד ת"א 100

כאמור, בתיקון 20 לחוק החברות נקבע כי עסקת תגמול עם נושא משרה שאינו דירקטור ואינו מנכ"ל פטורה מאישור האסיפה אם היא תואמת את מדיניות התגמול. עסקת תגמול עם המנכ"ל טעונה בכל מקרה אישור האסיפה הכללית וזאת משום שלרוב שכר המנכ"ל יוצר רף עליון ונקודת התייחסות לשאר נושאי המשרה. אי לכך קיימת חשיבות רבה בבחינת הרכב השכר של המנכ"ל והשינוי בו בשנים האחרונות בשימת לב לחלקו של הרכיב המשתנה.

**תרשים 10: הרכב שכר המללל הממוצע בחלוקה לפי סוג חברה והשתייכות למדד א"א 100**

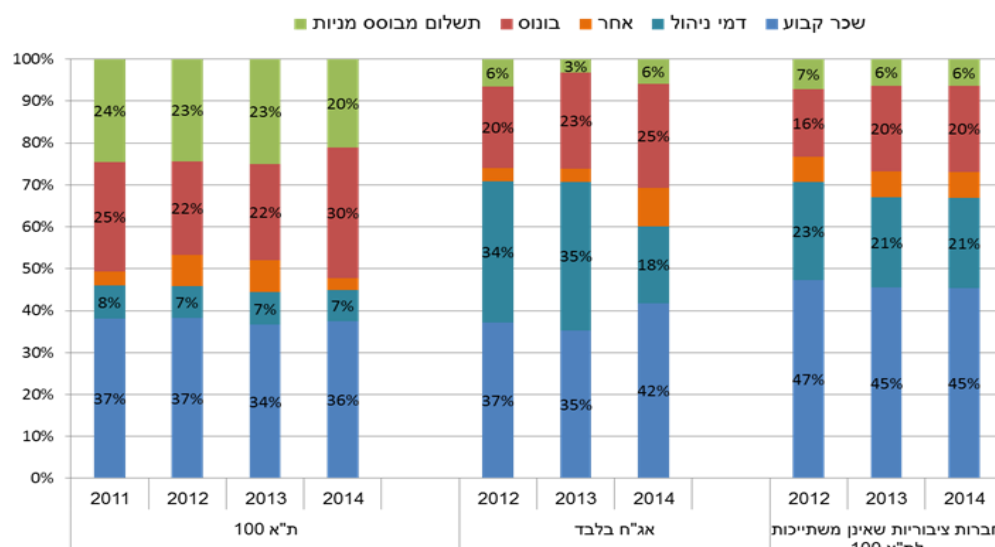


\* תפקיד בחברה המדווחת בלבד

בחברות המשתייכות לת"א 100 חלה עלייה במרכיב השכר המשתנה בשכר המנכ"ל ובשנת 2014 תמהיל השכר התחלק באופן שווה בין המרכיבים הקבועים למשתנים.

חלקו הקבוע של השכר בחברות אג"ח בלבד ובחברות ציבוריות שאינן משתייכות לת"א 100 נע סביב רמה של כ-70%. בחברות אג"ח בלבד דמי הניהול היוו נתח משמעותי מהשכר הממוצע למנכ"ל עד שנת 2013 (כ-35%) כאשר בשנת 2014 חלה ירידה ניכרת במרכיב זה.

**תרשים 11: הרכב מפורט ממוצע של שכר המללל בחלוקה לפי סוג חברה והשתייכות למדד א"א 100**



\* תפקיד בחברה המדווחת בלבד

בכל סוגי החברות חלה עלייה בנתחם של הרכיבים המשתנים המבטאת בעיקר ברכיבי הבונוס.

## שכר בכירים וגודל החברה

ממחקרים רבים שנכתבו בארץ ובעולם עולה כי גודל החברה הוא אחד הגורמים המשפיעים ביותר על גובה שכר הבכירים. אחד ההסברים לעליית השכר עם גודל החברה הוא כי מורכבות הניהול והמיומנויות הנדרשות מהמנהל גבוהות יותר בחברות גדולות (Leonard, 1997), (Muller and Yun, 1990)). כמו כן, החלטותיו של המנהל הינן משמעותיות יותר ובעלות השלכות כבדות יותר בפירמה גדולה (Rosen, 1992)). לכן חברות גדולות יותר יעסיקו מנהלים מוכשרים יותר (Kostiuk, 1990)) שעלותם גבוהה יותר. הסבר נוסף לתופעה הוא תיאורית הטורניר, לפיה המנהל בדרגה הגבוהה ביותר מקבל את ה"פרס" (שכר) הגבוה ביותר מבין הבכירים בחברה זו ומבין הבכירים בחברות קטנות יותר, לכן ככל שהחברה גדלה כך גם גדל ה"פרס" (Cook, 1995)).

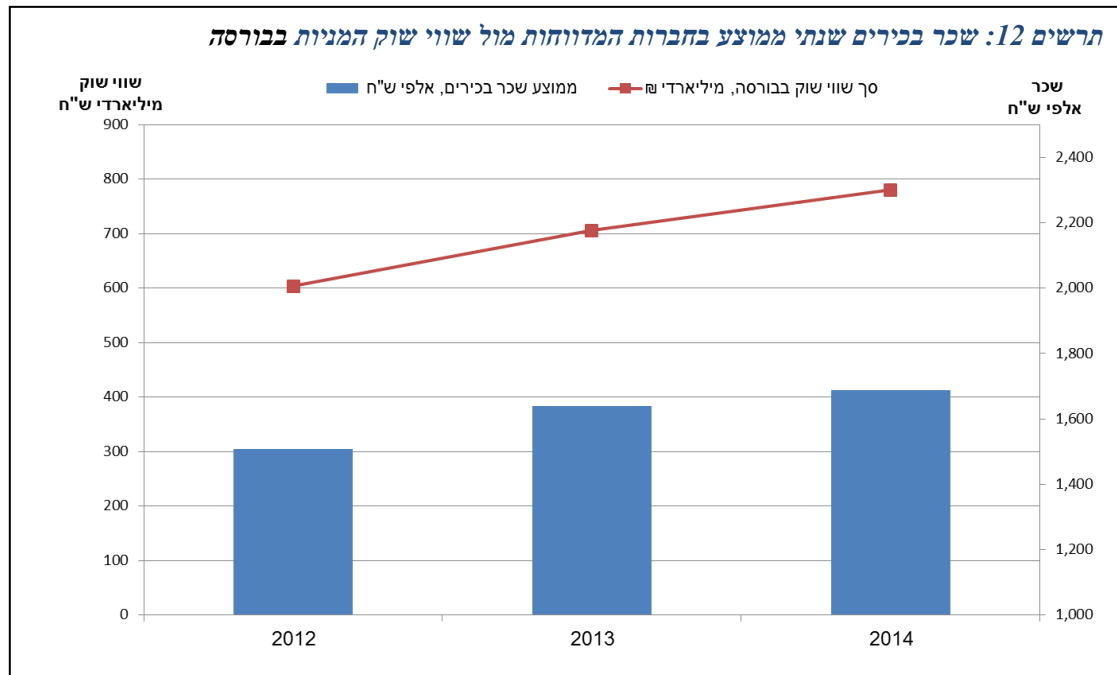
Kostiuk (1990) בחן 83 חברות אמריקאיות בין השנים 1969-1981. נבדקה גמישות פיצוי המזומן של המנכ"ל לגודל החברה, כאשר גודל החברה נאמד באמצעות מחזור המכירות. הממצאים הראו כי השכר עולה עם גודל החברה. קשר זה נשאר יציב על פני כל ענפי התעשייה.

אחת התוצאות העיקריות של Gabaix and Landier (2008) היא כי השכר עולה ככל שעולה גודל החברה הספציפית וככל שעולה גודל החברה הממוצעת במשק. נבדקו מדדים שונים של גודל מול שכר המנכ"ל, ונמצא כי אחד הקשרים החזקים ביותר הוא באמצעות מודל של לוגריתם טבעי של סך הפיצוי מול לוגריתם טבעי של שווי שוק של החברות.

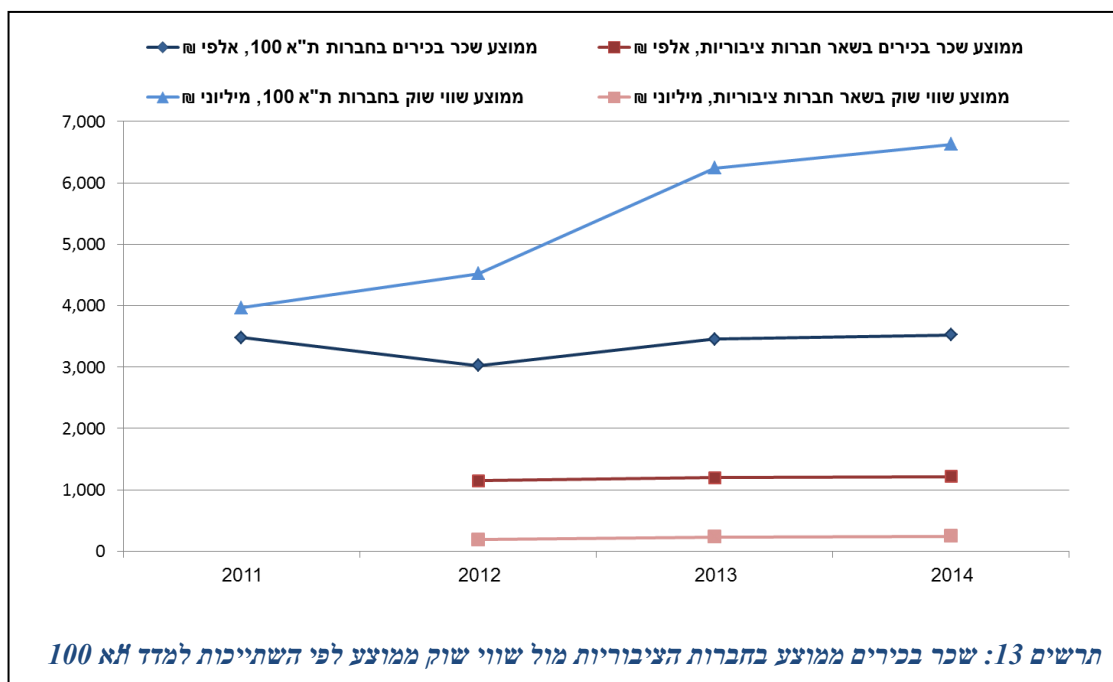
גם בארץ, האזור, סולומון, שוחט ותנחומא (1995) בחנו את כל החברות הציבוריות בשנים 1993-1994 והציגו את השפעת גודל החברות על מדיניות שכר הבכירים. במחקר נבדקו שכר המנהל בעל השכר הגבוה ביותר (שכר וההטבות הנלוות לו לרבות אופציות) ושכר חמשת המנהלים הבכירים. המחקר מצא בין היתר כי השכר למנהלים בחברות גדולות גבוה באופן מובהק מזה שבחברות קטנות. התוצאות במודלים שבחנו ברק כהן ולאوترבך (2007) מראות כי גודל החברה, המוערך ע"י סך המאזן של החברה, הוא המשתנה החשוב ביותר בהסבר רמת שכר המנכ"ל. תוצאות אלו התקבלו מנתוני כל החברות הציבוריות בישראל בין השנים 1994-2001 שלא החליפו מנכ"ל בתקופה זו.

## שכר הבכירים בחברות המדווחות מול שווי שוק המניות

בתרשימים הבאים ניתן לראות את התפתחות שכר הבכירים בחברות המדווחות מול שווי שוק המניות בבורסה.



כפי שניתן לראות, שכר הבכירים הממוצע גדל בכ- 12% בין השנים 2012-2014 ובמקביל סך שווי שוק המניות בבורסה עלה בכ- 29%.



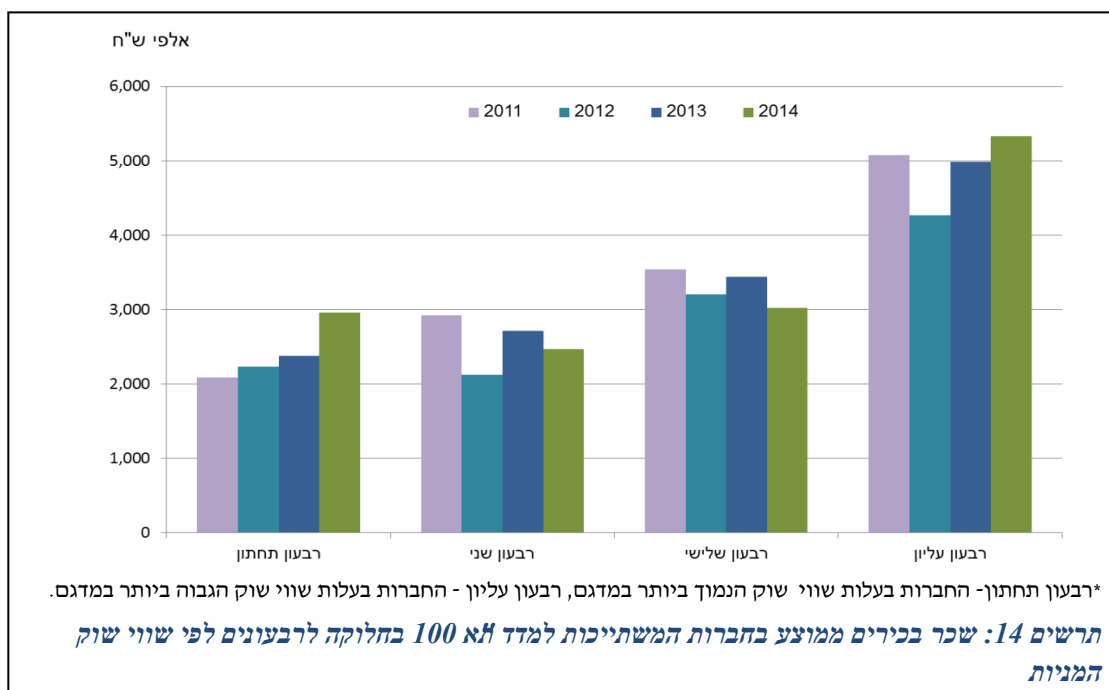
בשנים 2011-2014 ממוצע שכר הבכירים בחברות המשתייכות לת"א 100 נע סביב רמה של כ- 3.5-3 מיליוני ש"ח, ללא שינוי משמעותי בשכר במהלך התקופה. השכר הממוצע בשאר החברות הציבוריות עמד בממוצע על מיליון

ש., כלומר כשליש מגובה השכר בחברות המשייכות לת"א 100. ממוצע שווי השוק של החברות המשייכות למדד ת"א 100 במדגם עלה מ-4 מיליארד ש"ח ל-6.6 מיליארד ש"ח במהלך 4 שנים האחרונות. (עלייה ממוצעת של כ-65%). כלומר, למרות העלייה בגודל החברות השכר הממוצע בחברות המשייכות לת"א 100 לא השתנה משמעותית.

ממוצע שווי השוק בחברות ציבוריות שאינן משייכות לת"א 100 עלה ב-28% בשלוש השנים האחרונות ועמד על 242 מיליוני ש"ח בסוף שנת 2014. אך גם בחברות אלו איננו רואים גידול ניכר בשכר.

יחד עם זאת, ניתן להניח כי קיים פער משמעותי בין גודלן של חברות המשייכות לת"א 100 לבין שאר החברות הציבוריות בבורסה. פער זה הרבה יותר רחב מאשר הפער בשכר הבכירים הממוצע בין שני סוגי החברות.

### שכר הבכירים בחברות המשייכות לת"א 100 לפי גודל החברה



מבחינה של רמות השכר בחלוקה לפי רבעוני שווי שוק בולט הקשר בין גודל החברה והשכר לאורך כל השנים.

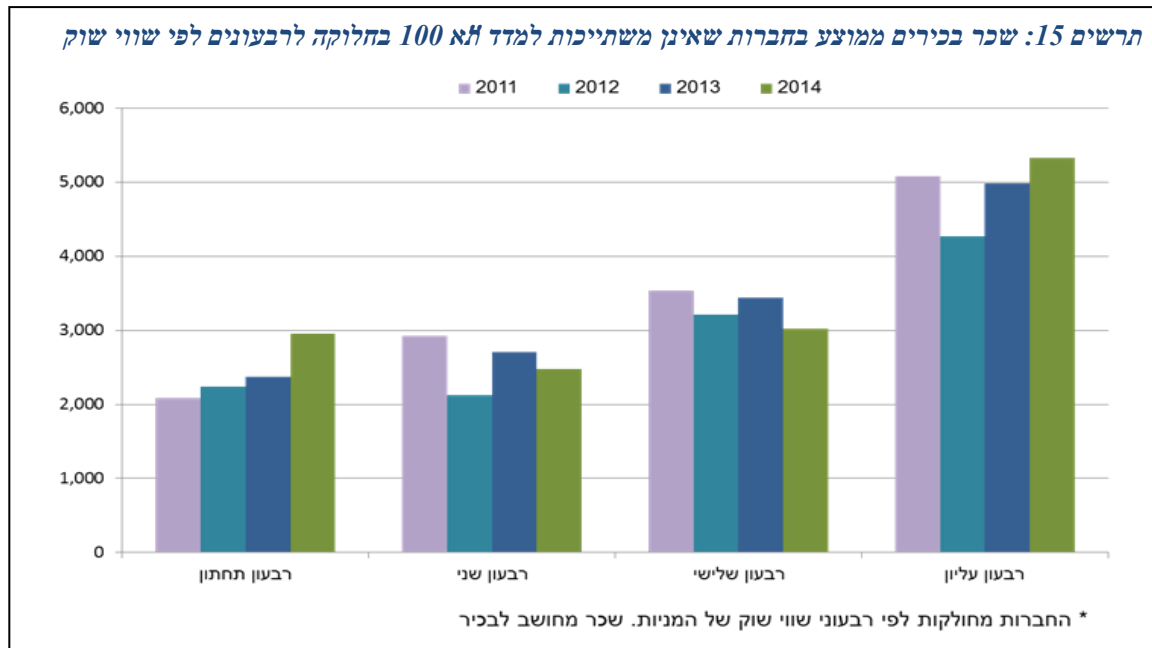
השכר השנתי הממוצע של הבכירים, אשר מועסקים בחברות הגדולות במדד ת"א 100 עולה על 5 מיליון ש"ח בשנת 2014. זאת לאחר ירידה ניכרת בשנת 2012 ועלייה של כ-20% בשנתיים לאחר מכן.

כמו כן, אנו עדים לעלייה הדרגתית (המסתכמת בכ-50%) שחלה בשכר הבכירים בחברות הקטנות במדד

ת"א 100. בשנת 2014 שכר הבכירים הממוצע בחברות הקטנות התקרב ל-3 מיליון ש"ח. מגמה המעורבת מתרחשת בחברות הבינוניות במדד. בשנת 2014 שכר הבכירים הממוצע ירד בחברות השייכות לרבעונים השני והשלישי מבחינת שווי שוק המניות ועמד על כ-2.5-3 מיליון ש"ח (בדומה לרבעון התחתון).

מבחינה של החברות המשתייכות למדד ת"א 100 עולה כי קיים פער ניכר בין שכר הבכירים הממוצע בחברות הגדולות במשק (עולה על 5 מיליון ₪) ובין יתר החברות במדד. לעומת זאת, שכר הבכירים אינו שונה באופן ניכר ביתר החברות בחלוקה לפי גודל (2.5-3 מיליון ₪).

**שכר בכירים בחברות ציבוריות שאינן משתייכות לא 100 לפי גודל החברה**



ב- 2014 שכר הבכירים הממוצע בחברות הגדולות שאינן משתייכות לת"א 100 היה כ-1.7 מיליוני ₪ בשנה. נתון זה לא השתנה באופן ניכר מאז 2012.

בכירים המועסקים בחברות המשתייכות לרבעון השלישי מבחינת גודלן, השתכרו בשנת 2014 כ-1.3 מיליון ₪ בממוצע. מאז שנת 2012 השכר עלה בכ-10% ונשאר ברמה דומה במהלך השנתיים האחרונות.

בשנת 2014 שכר הבכירים בחברות הקטנות במשק היה כ-840 אלף ₪ בממוצע. ניתן להבחין בעליית שכר של כ-16% מאז שנת 2012. ברבעון השני השכר הממוצע דומה לאחר ירידה ב- 2014.

כמחצית מהחברות שאינן משתייכות למדד ת"א 100 משלמות לבכיריהן שכר ממוצע של כ-800-900 אלף ₪ לשנה. שכר זה מהווה כמחצית מהשכר המקובל בחברות הגדולות שאינן משתייכות לת"א 100.

כפי שראינו מעלה, הבכירים בחברות הכי גדולות במשק (המשתייכות למדד ת"א 100) נהנים משכר ממוצע הגבוה פי 6 מהשכר המשולם לבכירים בחברות הקטנות במשק (שאינן משתייכות לת"א 100).



## סיכום

- בשנת 2014 ממוצע שכר הבכירים בכלל החברות במשק נאמד על כ-1.7 מיליון ₪. השכר הממוצע עלה בכ-12% בין השנים 2012-2014.
- ענף הפיננסים בעל ממוצע שכר הבכירים הגבוה ביותר בשוק ההון הישראלי. בכירים בענף משתכרים בממוצע כ-2.7-3 מיליון ₪ בשנה. בשנת 2013 השכר הממוצע בענף עלה מעבר ל-3 מיליון ₪, אך שנה לאחר מכן ירד לרמה בה היה בשנת 2012.
- במהלך השנים 2012-2014 התרחשה עליית שכר בענפי ההשקעה ואחזקות והתעשייה. לא חל שינוי בשכר הממוצע בענפי הנדל"ן והמסחר ושירותים במהלך השנתיים האחרונות.
- קיימים פערי שכר משמעותיים בין חברות המשתייכות לת"א 100 לבין שאר החברות במשק. ממוצע שכר הבכירים בחברות המשתייכות לת"א 100 עומד על כ-3.5 מיליוני ₪, גבוה פי 2.5 מהממוצע של יתר החברות במדגם. כמו כן, ממוצע שכר הבכירים בחברות המשתייכות לת"א 100 נותר ללא שינוי ניכר בשנתיים האחרונות.
- ממוצע שכר הבכירים בחברות אג"ח בלבד דומה לממוצע המתקבל בחברות בעלות מניות ואג"ח אשר אינן שייכות למדד ת"א 100 (כ-1.5 מיליוני ₪ בממוצע).
- משקל התגמול המשתנה משכר המנכ"ל בישראל לא חריג מהמקובל במרבית המדינות וגבוה משמעותית מזה שבארה"ב.
- מרכיב השכר המשתנה גבוה יותר בחברות המשתייכות לת"א 100 (בממוצע, כ-45%-41%). חלקו של המרכיב הקבוע מהווה יותר מ-70% בחברות שאינן משתייכות לת"א 100.
- הרכב השכר בחברות המשתייכות לת"א 100 לא השתנה מהותית בשלוש שנים אחרונות. בחברות ציבוריות שאינן משתייכות למדד ת"א 100 חלקו של התגמול המשתנה עלה במעט במהלך התקופה ובחברות אג"ח בלבד התגמול המשתנה ירד בשנת 2014.
- בשנים 2012-2014 חלה עלייה משמעותית הן בשכר הממוצע למנכ"ל (שעמד בשנת 2014 על כ-2.2 מיליון ₪) והן בתפקידים אחרים (שעמד בשנת 2014 על כ-1.6 מיליון ₪).
- בשנת 2014 גובה שכר הבכירים בחברות המשתייכות לת"א 100 דומה לרמתו בשנת 2011.
- בשנת 2013 ממוצע השכר הכולל למנכ"ל עלה על 5 מיליון ₪ בחברות המשתייכות לת"א 100, גבוה ביותר מפי 3 מהשכר הממוצע למנכ"ל ביתר החברות הציבוריות. בשנת 2014 סך השכר למנכ"ל בחברות המשתייכות לת"א 100 ירד בממוצע בכ-9%.
- שכר יו"ר הדירקטוריון בחברות המשתייכות לת"א 100 היה 3.2-4 מיליוני ₪ בממוצע בשנה, גבוה בכמעט פי 4 משכר יו"ר הדירקטוריון ביתר החברות הציבוריות.
- בהרכב שכר המנכ"ל, בחברות המשתייכות לת"א 100, חלה עלייה הדרגתית במרכיב השכר המשתנה. בשנת 2014 הרכב השכר התחלק באופן שווה בין המרכיבים הקבועים לבין המשתנים.
- הרכיב הקבוע בשכר המנכ"ל בחברות אגח בלבד ובחברות ציבוריות שאינן משתייכות למדד ת"א 100 נע סביב רמה של כ-70% בממוצע. דמי ניהול, המהווים חלק מהרכיב הקבוע, היוו חלק משמעותי בהרכב השכר בחברות אגח בלבד עד שנת 2013 (כ-35%) ובשנת 2014 חלה ירידה ניכרת בחלקו של רכיב זה.

- פילוח שכר בכירים בחברות הציבוריות לפי רבעוני שווי שוק של החברות (בשני מדגמים נפרדים) מגלה כי ישנם פערי שכר משמעותיים בין חברות הגדולות המשתייכות לת"א 100 לשאר החברות במשק (גבוה פי 3 מהשכר ביתר החברות ברבעון שווי שוק העליון ופי 6 מהשכר בחברות ברבעון שווי שוק התחתון, שאינן משתייכות לת"א 100).

## פרק 2: שכר העולה על 3.5 מיליוני ₪ בשנה

בשנת 2014 הגיש שר האוצר דאז, יאיר לפיד, הצעת חוק להגבלת שכר הבכירים במערכת הפיננסית בניסיון לצמצם את פערי השכר ואת ניגודי העניינים בגופים אלה. לפי הצעת החוק עלות השכר הכוללת מעבר לסכום של 3.5 מיליון ₪ לא תוכר לצורכי מס בגופים המנהלים כספי ציבור. כמו כן היא קובעת כי שכר גבוה יותר יצריך את אישור ועדת התגמול או ועדת הביקורת הפנימית של אותו הגוף ואת אישור הדירקטוריון והאסיפה הכללית, ברוב של בעלי המניות שאינם בעלי השליטה. הצעה זו נתקלה בעיכובים בוועדת הכספים ולא מומשה לאור פירוק הממשלה הקודמת.

בשנת 2014 כ- 278 בכירים המהווים כ-11% מסך הבכירים, קיבלו שכר שנתי כולל העולה על 3.5 מיליוני ₪. (בשנת 2012 אחוז הבכירים, אשר הרוויחו מעל 3.5 מיליוני ₪ נאמד על כ-9% ובשנת 2013 -10% מסך הבכירים).

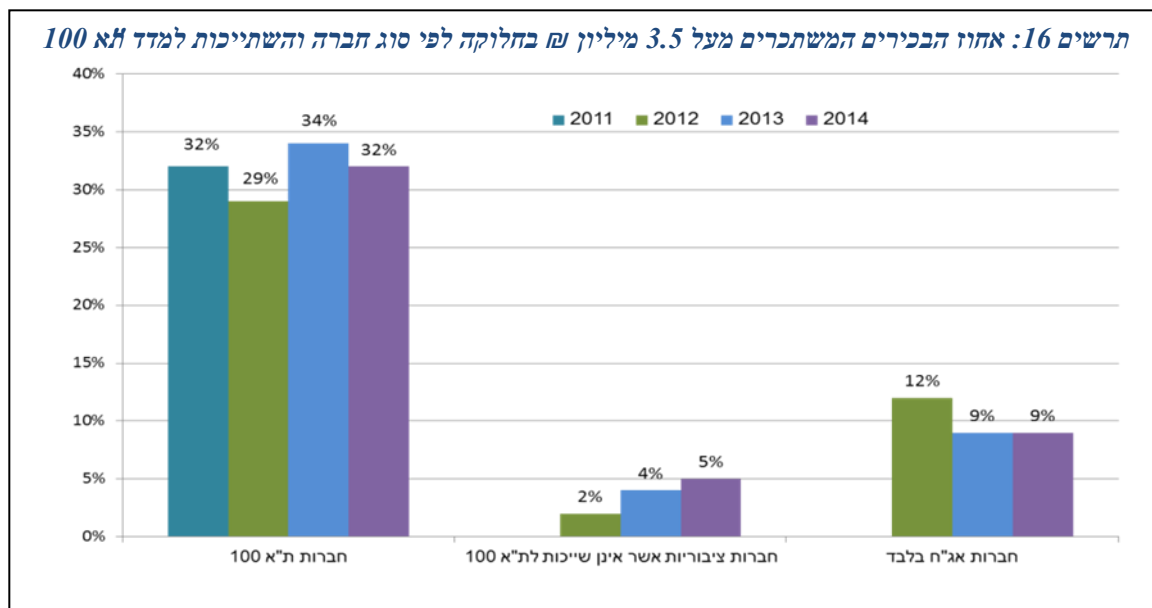
פילוח שנת 2014 לפי בכיר:

158 בכירים מכהנים בחברות המשתייכות לת"א 100 (32% מהבכירים בחברות המשתייכות לת"א 100)  
92 בכירים מכהנים בחברות ציבוריות אשר אינן שייכות לת"א 100 (5% בלבד ממדגם הבכירים בחברות אלו)  
28 בכירים מכהנים בחברות אג"ח בלבד (9% ממדגם הבכירים בחברות אלו)

פילוח לפי חברה:

הבכירים בעלי שכר העולה על 3.5 מיליוני ₪ מכהנים ב-133 חברות (26% מהחברות במדגם).  
58 חברות משתייכות לת"א 100. מתוכן 12 חברות פיננסיות (מתוך 13 חברות פיננסיות במדד). כמו כן, 11 חברות דואליות  
59 חברות ציבוריות שאינן משתייכות לת"א 100 (מתוכן, 5 חברה פיננסית)  
16 חברות אג"ח בלבד (מתוכן, 2 חברות פיננסיות)

## אחוז הבכירים המשתכרים מעל 3.5 מיליון ₪



כשליש מהבכירים בחברות המשתייכות לת"א 100 משתכרים מעל 3.5 מיליוני ₪ בשנה. במהלך שנים 2011-2014 אחוז הבכירים הללו נשאר יציב ללא שינוי משמעותי.

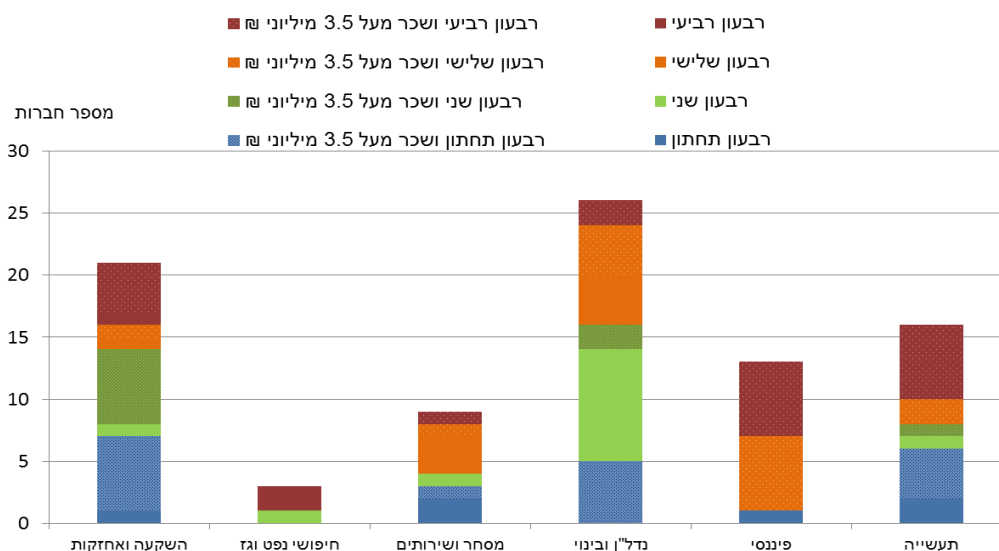
בחברות ציבוריות שאינן משתייכות למדד ת"א 100 חל גידול באחוז הבכירים אשר משתכרים מעל 3.5 מיליוני ₪ מאז שנת 2012, מ-2% ל-5%.

בחברות אג"ח בלבד עולה תמונה הפוכה. אחוז הבכירים אשר משתכרים מעל 3.5 מיליון ירד מ-12% בשנת 2012 לרמה של 9% בשנת 2013, ונשאר באותה רמה שנה לאחר מכן.

## פילוח לפי גודל וענף בשנת 2014

### חברות המשייכות ללא 100

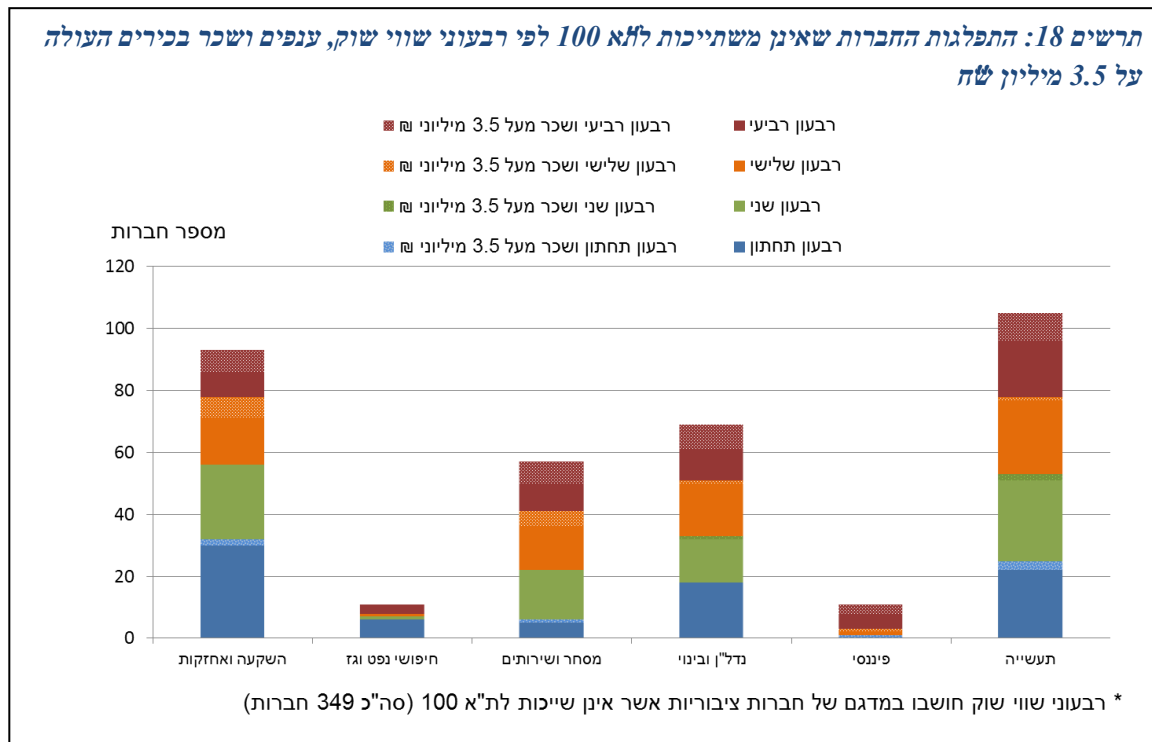
**תרשים 17: התפלגות החברות המשייכות ללא 100 לפי רבעוני שווי שוק, ענפים ושכר בכירים העולה על 3.5 מיליון ש"ח**



\* רבעוני שווי שוק חושבו במדגם חברות ת"א 100 עליהן נאספו הנתונים (סה"כ 88 חברות)

כפי שכבר הוזכר מעלה, ברוב החברות של ענף הפיננסים בת"א 100 ישנם בכירים המשתכרים ביותר מ-3.5 מיליוני ש"ח. ניתן לראות שרוב החברות של הענף הן חברות גדולות (המשייכות לרבעונים שלישי-עליון לפי שווי שוק המניות).

בכל הענפים, חוץ מענף חיפוי נפט וגז, ברוב החברות אשר שייכות לשני הרבעונים העליונים (כלומר, החברות הגדולות במשק) ישנם בכירים המרווחים יותר מ-3.5 מיליוני ש"ח. ברבעונים שני-תחתון כמות החברות בהן משתכרים מעל 3.5 מיל ש"ח יורדת, במיוחד בענף נדל"ן ובינוי. בכל זאת ניתן לראות, שב-58 חברות מתוך מדד ת"א 100 (כלומר, בכ-66% מהחברות במדד במדגם), הבכירים משתכרים מעל-3.5 מיליוני ש"ח בשנה.



רק ב-17% מהחברות שאינן משתייכות לת"א 100 מועסקים בכירים המרוויחים יותר מ-3.5 מיליון ש"ח. ברוב הענפים, בחברות השייכות לרבעון העליון ישנם בכירים המרוויחים יותר מהרף שניצב. ככל שרבעון שווי השוק נמוך יותר, ניתן לראות פחות חברות בהן הבכירים מרוויחים שכר העולה על רף זה.

ביצענו פילוחים זהים גם לשנים 2012-2013. הממצאים שהתקבלו בשנים אלה דומים מאוד לממצאים של שנת 2014.

## סיכום

- בשנת 2014, 11% מסך הבכירים השתכרו מעל 3.5 מיליוני ש"ח
- בשנים 2012-2014 ברבע מהחברות במדגם ישנם בכירים, אשר הרוויחו שכר העולה על 3.5 מיליוני ש"ח בשנה.
- כ-50%-60% מהבכירים, אשר הרוויחו שכר העולה על 3.5 מיליוני ש"ח בשנים 2012-2014 מועסקים בחברות המשתייכות למדד ת"א 100. כמו כן, בכ-70% מהחברות המשתייכות למדד ת"א 100 ישנם בכירים, אשר הרוויחו מעל רף זה.
- במרבית החברות הפיננסיות המשתייכות לת"א 100 מכהנים הבכירים המשתכרים מעל רף זה. יש לציין שרוב החברות נמנות בין החברות הגדולות בבורסה (שייכות לרבעון שלישי-עליון לפי שווי שוק המניות)
- רק בכ-14%-17% מתוך החברות הציבוריות שאינן משתייכות למדד ת"א 100 ישנם בכירים המרוויחים מעל 3.5 מיליוני ש"ח.

### פרק 3: שכר בכירים ושליטה

בפרק זה נבחן את ההבדלים בתגמול הבכירים מקבלי השכר הגבוה ביותר באבחנה בין בעלי שליטה בחברה ושכירים בה. נפלה את השכר לפי תפקידי נושאי המשרה, ונעמוד על ההבדלים בהרכב חבילת התגמולים של כל אחד מהם.

"בעל שליטה בתאגיד", כפי שהוגדר בסעיף 268 לחוק החברות, הינו אדם היכול לכוון את פעילותו של תאגיד: "... מי שמחזיק עשרים וחמישה אחוזים או יותר מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית של החברה אם אין אדם אחר המחזיק בלמעלה מחמישים אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה; לעניין החזקה, יראו שניים או יותר, המחזיקים בזכויות ההצבעה בחברה ואשר לכל אחד מהם יש ענין אישי באישור אותה עסקה המובאת לאישור החברה, כמחזיקים יחד"<sup>6</sup>

נושאי משרה בכירה בחברה יכולים להיות שכירים או בעלי שליטה. את ההשערות לגבי מה צריכים להיות הבדלי שכר בין בעלי שליטה ושכירים אפשר לגזור מהספרות. בהתאם לתאוריית הסוכן ייעודו של השכר לצמצם את הפער בין האינטרסים של המנהל לאלה של בעל המניות. אם כך, שכרו של מנהל שכיר צריך להיות גבוה מזה של מנהל שהינו בעל שליטה שכן לא צריך להיות פער אינטרסים בין מנהל בעל שליטה ובעלי המניות. השערה שנייה נוגעת להנחה שלמנהל שהינו בעל שליטה יש יותר השפעה ויותר חירות להפעיל את שיקול דעת ממנהל שכיר ולאור כך שכרו צריך להיות גבוה יותר והוא צריך להיות מתומרץ להפעיל את שיקול דעתו לטובת החברה. השערה שלישית נובעת מההנחה כי למנהל שהינו בעל שליטה יש את היכולת לדרוש עבור עצמו (ולקבל) שכר גבוה מזה שהיה מקבל מנהל שכיר, ושעודף השכר הוא בעצם חלק מה "תועלות הפרטיות" (Private Benefits) שבעל השליטה מוציא מהחברה (Bebchuck and Fried (2003).

במרבית המחקרים האמפיריים אשר נעשו בנושא מוצאים כי שכרו של מנהל שהינו בעל שליטה גבוה מזה של מנהל שכיר. אחד הממצאים במחקר של *Holderness and Sheeban* (1988) הינו כי מנהלים אשר מחזיקים בחמישים אחוזים ויותר ממניות בחברות הציבוריות משתכרים יותר ממנכ"לים אחרים. בר יוסף וטלמור (1997) מוצאים שמנכ"לים בעלי שליטה בחברה מרווחים יותר מאשר מנכ"לים אשר אינם בעלי שליטה (להלן: **השכירים**). גם אמזלג ומחרן (2002) מצאו פער מובהק של כ-30% בין שכר מנכ"ל שכיר לבעל שליטה בחברות אשר נסחרות בבורסה בת"א.

ברק, כהן ולאוסרברך (2007) מצאו כי בחברות הנסחרות בבורסה (124 חברות אשר עומדות בתנאים שנקבעו) שכרו של מנכ"ל בעל שליטה גבוה ב-60%-50% בממוצע משכרו של מנכ"ל שכיר.

נכון לסוף שנת 2014 בכ-89% מהחברות הציבוריות בבורסה קיים בעל שליטה.

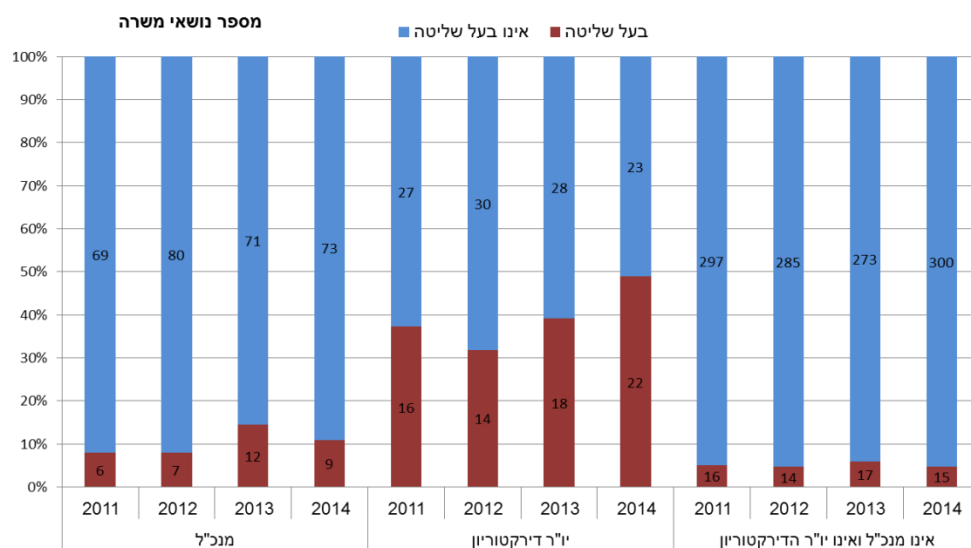
בשנים 2012-2014 בעלי שליטה מהווים כ-15% מסך הבכירים המועסקים בחברות הבורסאיות. כמו כן, בעלי שליטה מהווים כ-23% בקרב המנכ"לים, וכ-41% בקרב יו"ר הדירקטוריון.

<sup>6</sup> חוק החברות, התשנ"ט-1999 והתקנות לפיו, רני"ע

## נושאי משרה שהינם בעלי שליטה לפי תפקיד וסוג חברה

### חברות המשתייכות ללא 100

תרשים 19: התפלגות הבכירים המכהנים בתפקידים שונים בחברות המשתייכות ללא 100 לפי בעלות

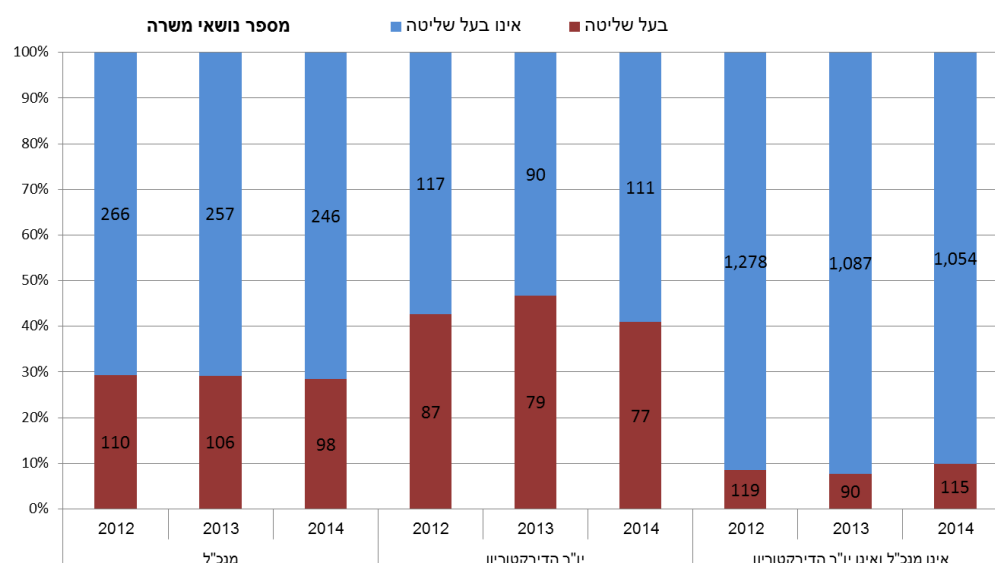


מנכ"ל או יו"ר דירקטוריון- תפקידים בחברה מדווחת בלבד. אינו מנכ"ל ואינו יו"ר הדירקטוריון- כולל תפקידים שונים בחברה מדווחת או בחברות אחרות בקבוצה

בחברות המשתייכות לת"א 100 ישנה עלייה באחוז יו"ר הדירקטוריון שהינם בעלי שליטה. נכון לשנת 2014, כמחצית מיו"ר הדירקטוריון הינם בעלי השליטה. בשאר התפקידים לא חל שינוי משמעותי באחוז בעלי השליטה. כ-10% מהמנכ"לים בחברות וכ-5% משאר הבכירים המועסקים הינם בעלי שליטה בתאגיד.



**תרשים 20: התפלגות הבכירים המכהנים בתפקידים שונים בחברות ציבוריות שאינן משתייכות ללא 100 לפי בעלות שליטה**

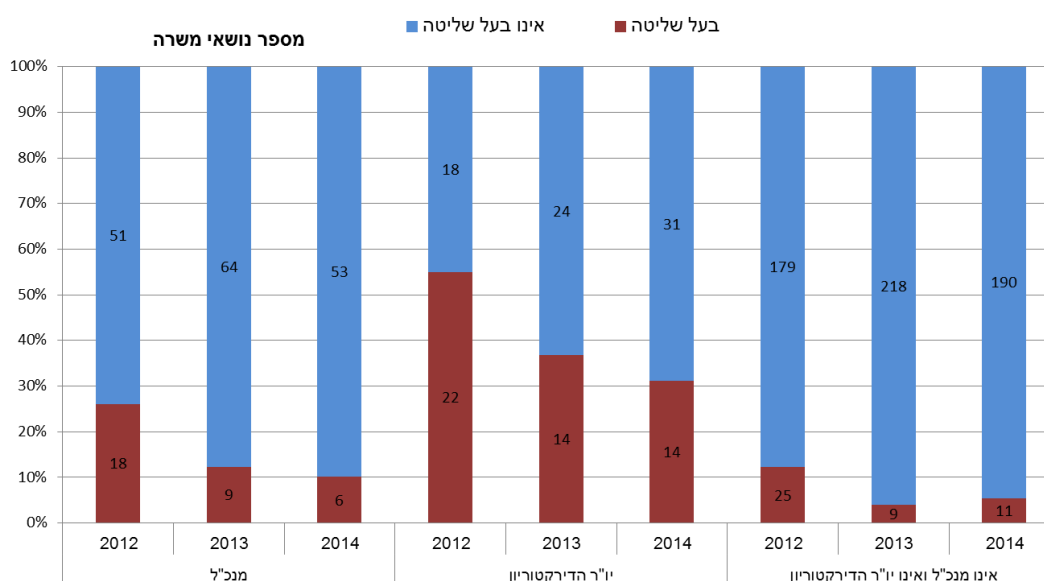


מנכ"ל או יו"ר דירקטוריון- תפקידים בחברה מדווחת בלבד. אינו מנכ"ל ואינו יו"ר הדירקטוריון- כולל תפקידים שונים בחברה מדווחת או בחברות אחרות בקבוצה

בחברות ציבוריות שאינן משתייכות למדד ת"א 100, התפלגות בעלי השליטה במהלך התקופה נותרים ברמה דומה בכל התפקידים. ניתן לראות שכ-30% מהמנכ"לים, קצת יותר מ-40% מיו"ר הדירקטוריון וכ-10% מתוך הבכירים בתפקידים אחרים הם בעלי שליטה בתאגיד.

**חברות אגח בלבד**

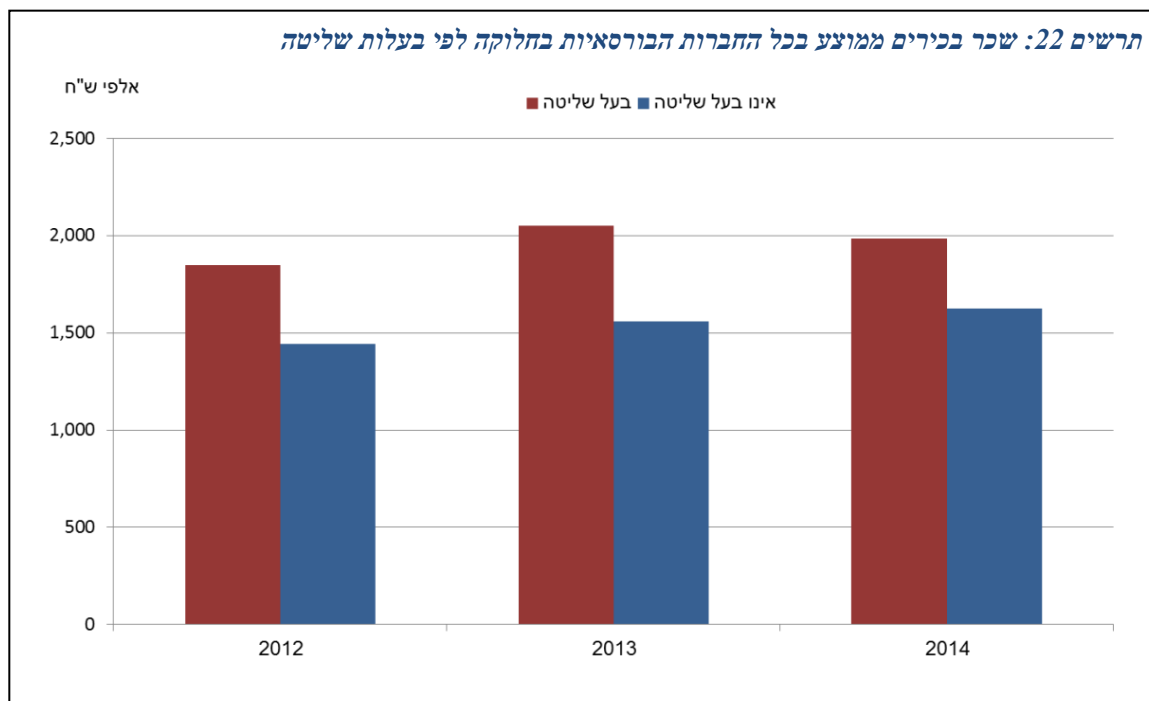
**תרשים 21: התפלגות הבכירים המכהנים בתפקידים שונים בחברות אגח בלבד לפי בעלות שליטה**



מנכ"ל או יו"ר דירקטוריון- תפקידים בחברה מדווחת בלבד. אינו מנכ"ל ואינו יו"ר הדירקטוריון- כולל תפקידים שונים בחברה מדווחת או בחברות אחרות בקבוצה

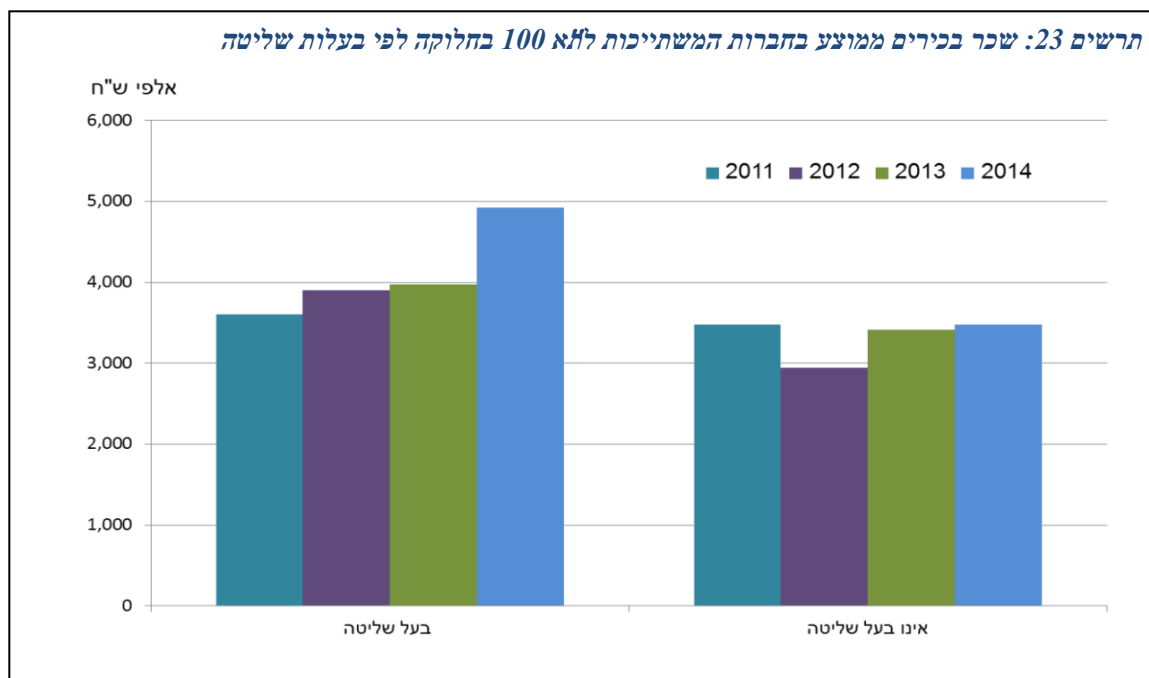
בחברות אג"ח בלבד אחוז בעלי השליטה ירד בכל התפקידים לאורך התקופה. בשנת 2014 כ-10% מהמנכ"לים, כ-30% מיו"ר הדירקטוריון וכ-5% מתוך הבכירים בתפקידים אחרים היו בעלי שליטה בתאגיד.

## שכר בכירים לפי שליטה



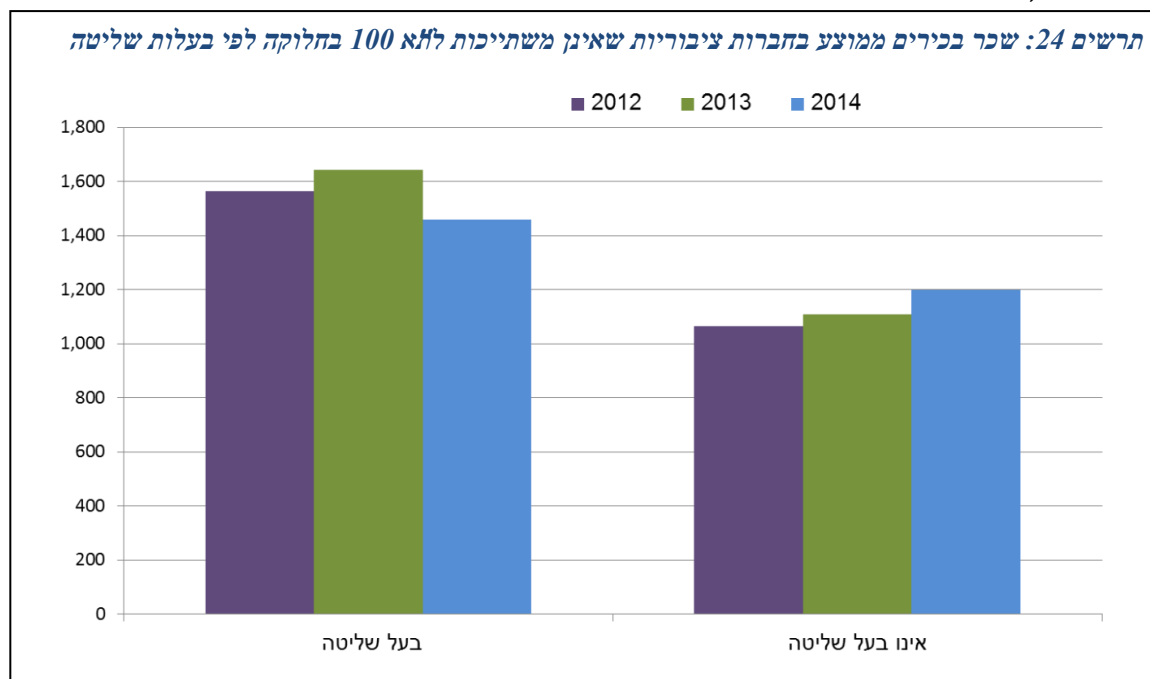
בתרשים לעיל ניתן לראות כי בכירים בעלי שליטה מרוויחים יותר מכאלה שאינם בעלי שליטה. ממוצע שכר של בכיר בעל שליטה נע סביב 2 מיליון ש"ח בשנה, גבוה בכ-25% מממוצע שכר הבכירים השכירים.

## חברות המשתייכות ללא 100



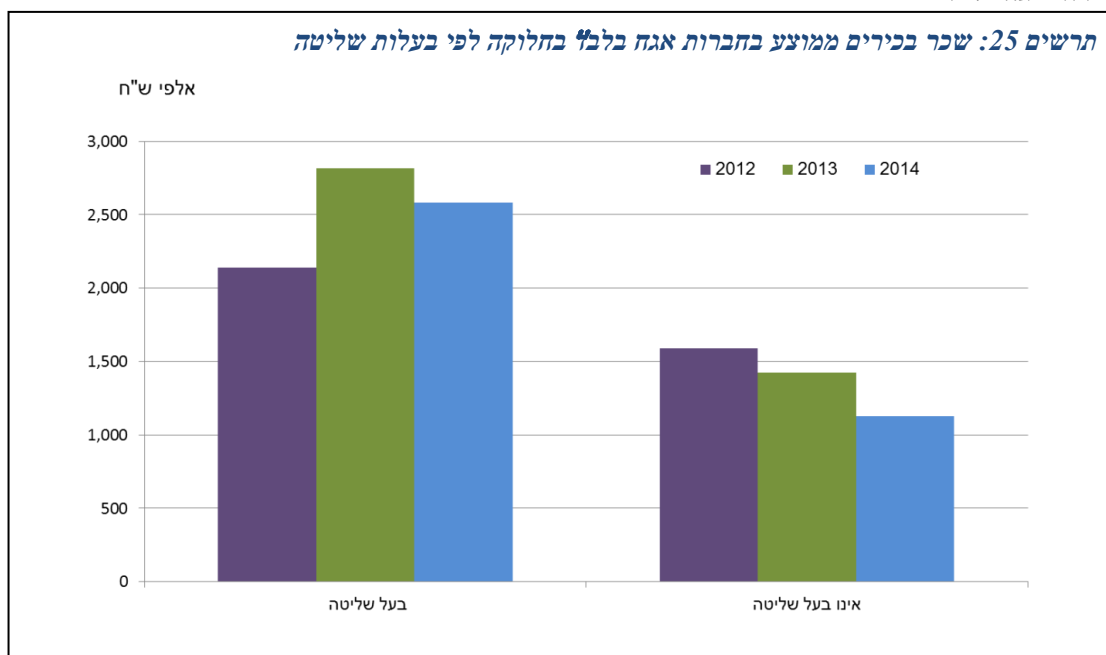
בחברות המשתייכות למדד ת"א 100 חל גידול של כ- 20% בשכר בעלי שליטה (קרוב ל-5 מיליון ₪) בשנת 2014. השכר הממוצע של בכירים השכירים נותר ללא שינוי משמעותי במהלך ארבע שנים אחרונות (סביב 3 מיליוני ₪ בשנה).

#### חברות שאינן משתייכות לא 100



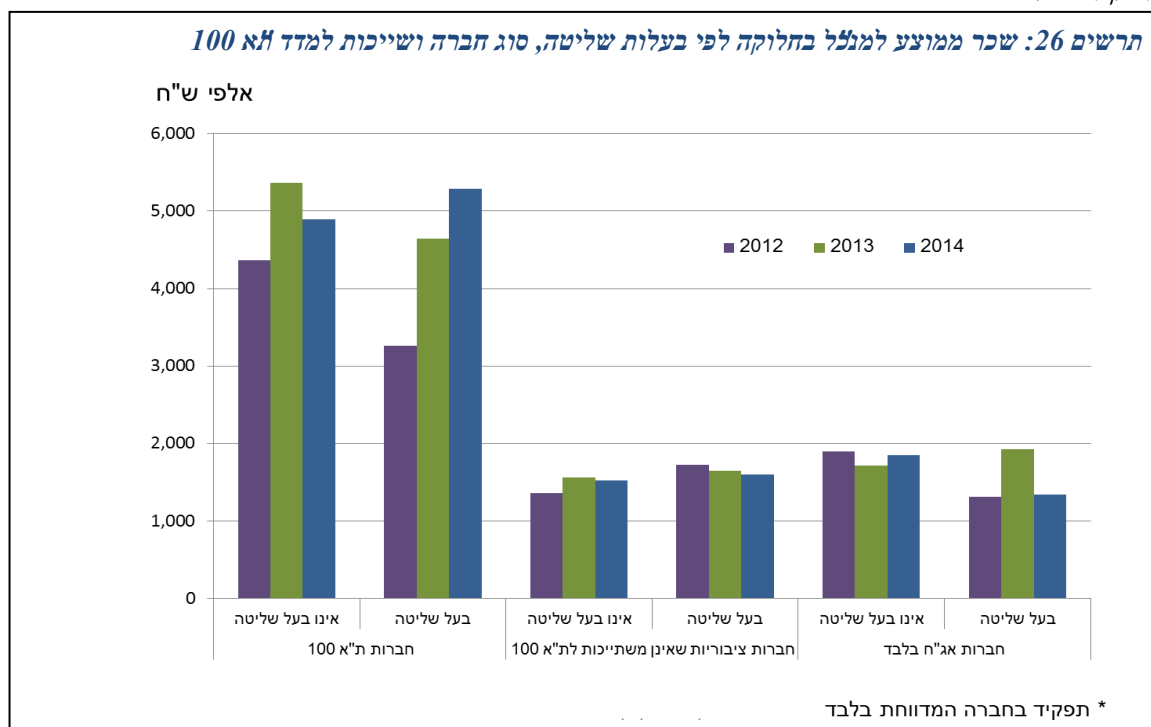
בחברות ציבוריות שאינן משתייכות למדד ת"א 100, חל גידול קל בשכר הבכירים שאינם בעלי השליטה בשנת 2014. לעומת זאת, שכר הבכירים בעלי השליטה ירד במעט. למרות תופעה זו, בעלי שליטה מרווחים כ-20% יותר מאשר שאר הבכירים.

## חברות אגח בלבד



בחברות אגח בלבד, חלה ירידה של כ- 29% בשכר הבכירים השכירים בשנים 2012-2014. לעומת זאת, שכר הבכירים בעלי השליטה עלה בכ- 20%. נכון לשנת 2014, שכרם של בעלי השליטה היה כפול מזה של השכירים.

## בתפקיד מנצל

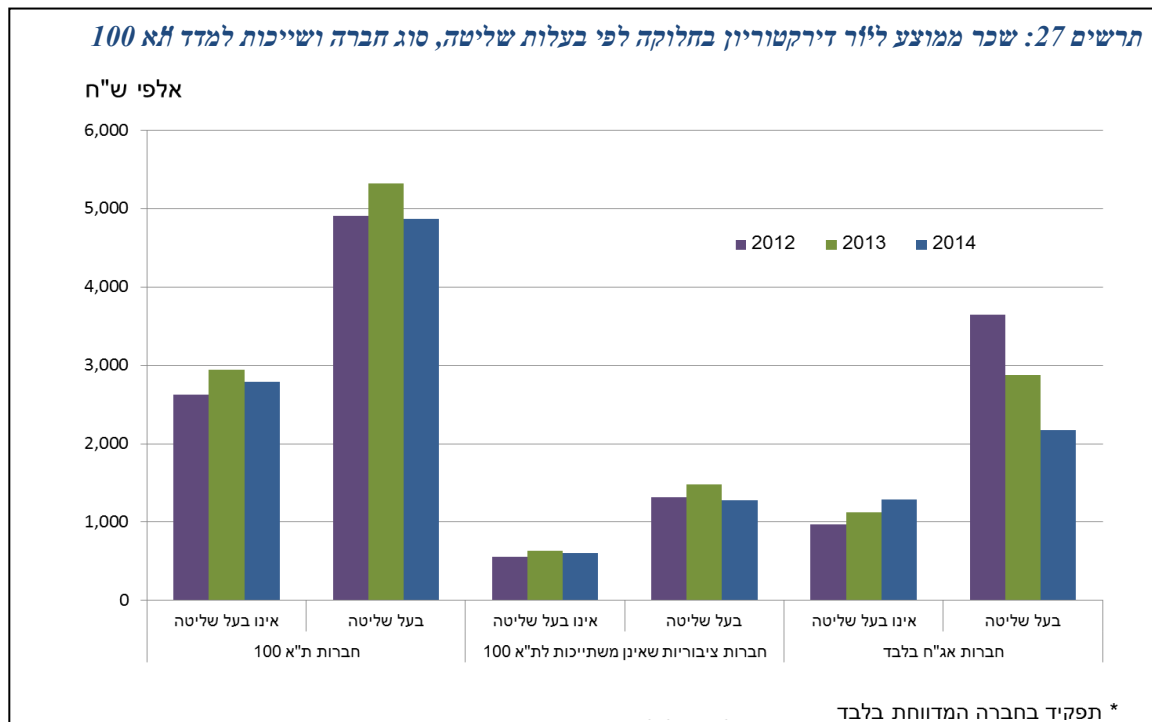


עד שנת 2013 בחברות המשתייכות למדד ת"א 100 מנכ"לים שאינם בעלי שליטה הרוויחו שכר גבוה יותר ממנכ"לים בעלי שליטה. בשנת 2014 יחס זה התהפך ומנכ"לים בעלי שליטה הרוויחו כ-8% יותר מאשר מנכ"לים שכירים. באותה שנה השכר הממוצע של מנכ"לים בעלי שליטה עלה על 5 מיליון ש"ח בשנה.

בחברות ציבוריות שאינן משתייכות למדד ת"א 100, לא קיים הבדל ניכר בשכר הממוצע בין מנכ"לים בעלי שליטה וכאלה שאינם בעלי שליטה (כ-1.6 מיליון ₪). יחד עם זאת, ניתן לראות ירידה קלה בשכר המנכ"לים בעלי השליטה לאורך התקופה ואילו עליה קלה בשכר המנכ"לים השכירים.

בשנים 2012 ו-2014 מנכ"לים בעלי שליטה בחברות אג"ח בלבד הרוויחו פחות מאשר אלה שאינם בעלי שליטה. במהלך שלוש השנים האחרונות לא חל שינוי משמעותי בשכר המנכ"לים השכירים. (קרוב ל-2 מיליון ₪). שכר מנכ"לים בעלי שליטה בחברות אג"ח עלה באופן דרסטי בשנת 2013, אך שנה לאחר מכן חזר לרמתו בשנת 2012 (כ-1.4 מיליון ₪ בשנה).

#### בתפקיד י"ר דירקטוריון



בתרשים לעיל ניתן לראות שבעלי שליטה המכהנים כיו"ר הדירקטוריון, משתכרים בממוצע פי שניים יותר מאשר יושבי ראש הדירקטוריון שאינם בעלי שליטה. היחס הנ"ל נשמר בכל שנות הבדיקה.

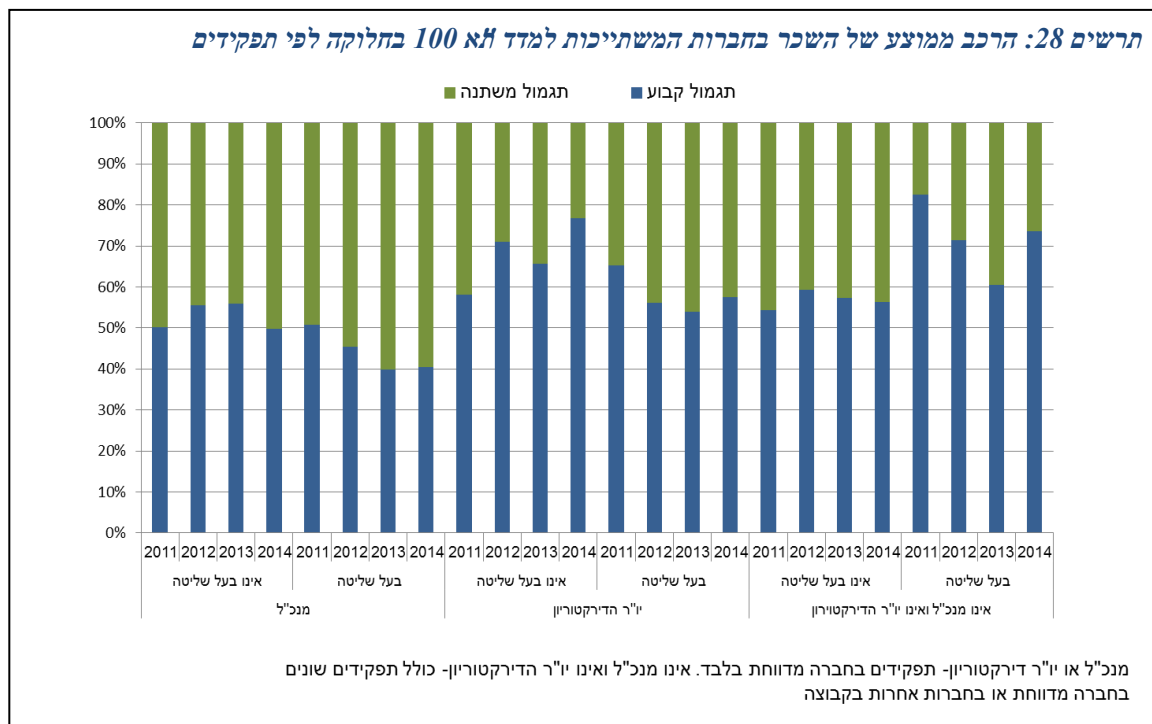
בקרב בעלי שליטה בחברות אג"ח בלבד חלה ירידה של כ-40% בשכר בעלי השליטה המכהנים כיו"ר הדירקטוריון במהלך השנתיים האחרונות.

## מרכיבי השכר לפי שליטה

כאמור, השימוש במבנה התמריצים לצורך צמצום הפער בין האינטרסים של המנהל לאלה של בעלי המניות, הנובעים מבעיית הסוכן, רלוונטית יותר במקרה של מנהל שכיר. כאשר בעל השליטה הוא המנהל, עצם הבעלות שלו צריכה להוות תמריץ מספיק להבטיח שקבלת ההחלטות שלו תהיה לטובת החברה. לאור זאת, נצפה למבנה שכר שונה בין מנהל שהינו בעל שליטה למנהל שכיר: במבנה השכר של מנהל שכיר נצפה למשקל גבוה יותר של רכיבי התגמול המשתנים, שמטרתם ליצור הקבלה בין האינטרסים של המנהל לאלו של בעלי המניות.

מצד שני ניתן לטעון כי בניגוד למנהל שכיר, הבעלות של מנהל שהינו בעל השליטה בחברה, משקפת את ההסתברות הגבוהה שהוא מייחס להצלחת החברה. עובדה זאת, יחד עם השליטה שלו בחברה, מקטינה את הסיכון שהוא נושא בגין מרכיבי שכר משתנים הנושאים בחובם חוסר ודאות. לאור זאת, סביר שנכונותם לקבל משקל גדול יותר משכרם בתגמול משתנה, גבוהה מזו של מנהלים שכירים.

### חברות המשתייכות ללא 100



במהלך 2011-2014 חל גידול בחלקו של התגמול המשתנה בקרב מנכ"לים בעלי שליטה. נכון לשנת 2014 חלקו בחבילת התגמולים הינו 60%. זהו שיעור המרכיב המשתנה הגבוה ביותר שנמצא בין כל התפקידים וסוגי הבעלות.

בקרב מנכ"לים שאינם בעלי שליטה, נראית מגמה מעורבת. בשנת 2012 חל קיטון בחלקו של התגמול המשתנה, ובשנת 2014 ישנה חזרה לפרופורציות שהיו בשנת 2011, כלומר, יחס שווה בין התגמול המשתנה לקבוע בשכר.

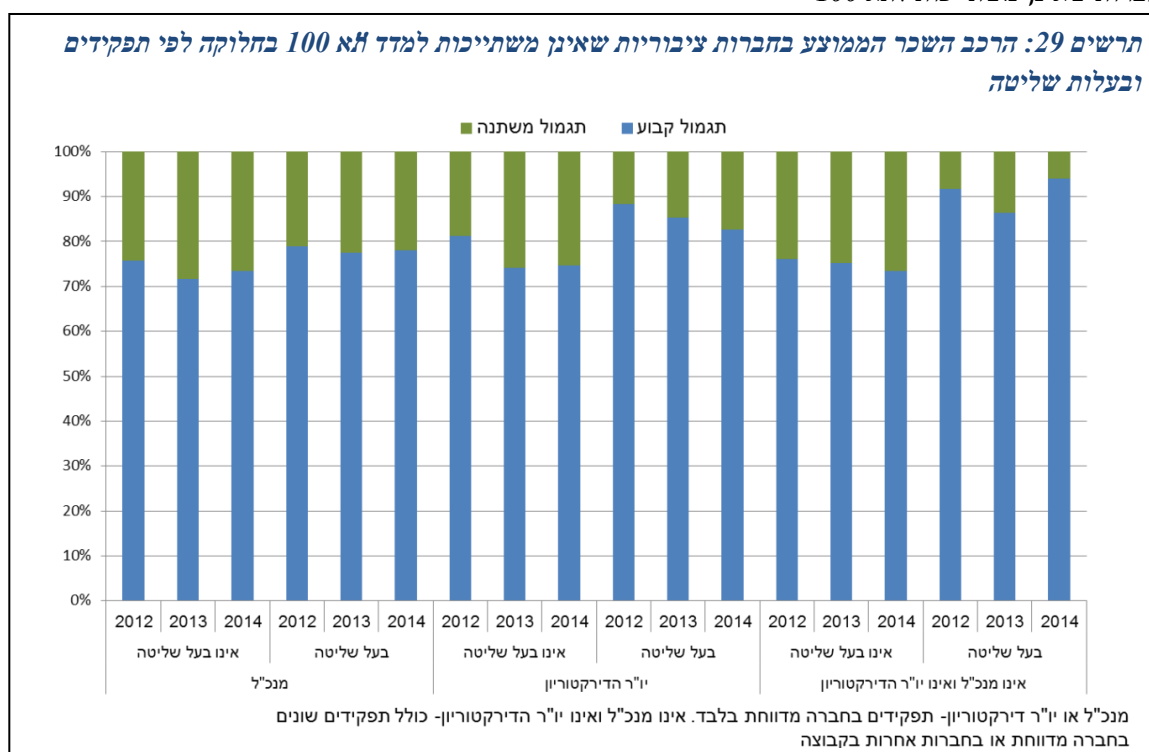
גם בקרב יו"ר הדירקטוריון שהם בעלי שליטה, חלה עלייה בחלקו של המרכיב המשתנה עד לרמה של כ-47% בשנת 2014. בקרב יו"ר אשר אינם בעלי שליטה, נראית תופעה הפוכה כאשר חלקו של התגמול המשתנה ירד במהלך השנים עד לרמה של כ-25% בלבד בשנת 2014.

לא ניתן להבחין בשינויים משמעותיים בקרב בכירים שאינם יו"ר או מנכ"ל ושאינם בעלי שליטה. חלקו של התגמול המשתנה בשכרם נע סביב 45%. מגמה מעורבת הובחנה גם בקרב בעלי שליטה בתפקידים אחרים. בשנת 2014 במוצע חלקו של המרכיב המשתנה מהווה כשליש מהשכר.

ניתוח הנתונים בחברות המשתייכות למדד ת"א 100 מעלה שני ממצאים עיקריים:

- (1) בקרב מנכ"לים ויו"ר הדירקטוריון חלקו של התגמול המשתנה גבוה יותר כאשר הם בעלי השליטה (נע סביב 45%-60%). לעומת זאת, שכרם של בעלי שליטה בתפקידים אחרים מורכב ברובו משכר קבוע, המהווה כשני שלישים מהשכר.
- (2) חלקו של התגמול המשתנה בקרב המנכ"לים, הרבה יותר גבוה (כ-45%-60%) מאשר בכל התפקידים האחרים, כולל יו"ר הדירקטוריון. בתפקידים אלו ממוצע החלק המשתנה בשכר נע בין 25%-45%.

#### חברות שאינן משתייכות לא 100

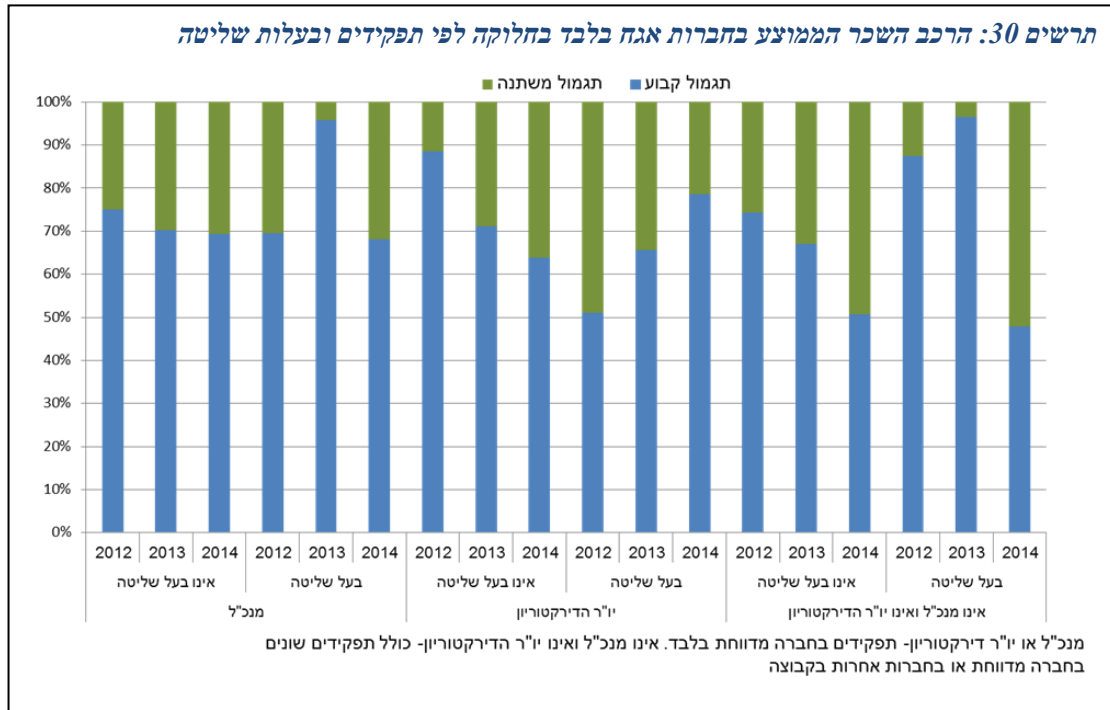


בחברות ציבוריות שאינן משתייכות לת"א 100, חלקו של השכר המשתנה אינו עולה על שלישי מסך חבילת התגמולים בכל התפקידים. כלומר, חלקו של התגמול הקבוע מאוד משמעותי, ומגיע במוצע עד ל-90% אצל חלק מהבכירים.

בתפקידי מנכ"לים, חלקו של התגמול המשתנה נע סביב 20% אצל בעלי שליטה, וסביב 25% אצל המנכ"לים השכירים. מכאן, שלא קיים הבדל משמעותי בהרכב חבילת התגמולים בין בעלי שליטה לבין שכירים.

גם בתפקיד יו"ר הדירקטוריון וגם בתפקידים אחרים, בחברות שאינן משתייכות למדד ת"א 100, חלקו של התגמול המשתנה אצל בעלי שליטה נמוך יותר מאשר אצל השכירים, ונע סביב 10%-20%. לא נמדד שינוי משמעותי ברכיב שכר זה במהלך התקופה שנבדקה.

#### חברות אגח בלבד



בתפקיד מנכ"ל חלקו של השכר המשתנה מהווה שליש מסך חבילת התגמולים, ללא הבדל ניכר בחלוקה לפי שליטה, אם כי בשנת 2013 חלקו של השכר המשתנה היה קטן באופן יוצא דופן בקרב מנכ"לים בעלי שליטה. בתפקיד יו"ר הדירקטוריון וביתר התפקידים, ישנה עלייה הדרגתית במרכיב השכר המשתנה בקרב השכירים (מגיע ל-50% בשנת 2014).

תמונה הפוכה ניתן לראות בקרב יושבי ראש דירקטוריון שהינם בעלי שליטה. עבורם קטן הרכיב המשתנה לכ-20% בלבד בשנת 2014.

#### סיכום

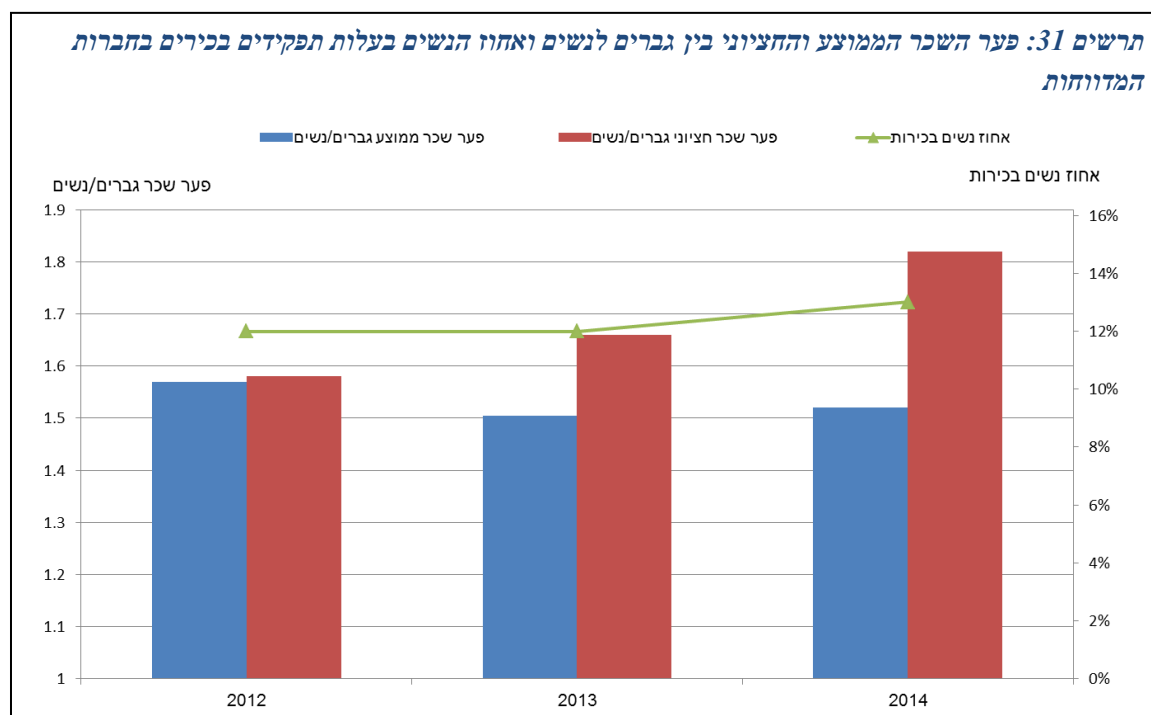
- נכון לסוף שנת 2014 בכ-89% מהחברות הציבוריות בבורסה קיים בעל שליטה.
- בשנים 2012-2014 בעלי שליטה מהווים כ-15% מסך הבכירים המועסקים בחברות הבורסאיות.
- נכון לשנת 2014, כ-23% מהמנכ"לים וכ-41% מיו"ר הדירקטוריון הם בעלי שליטה בחברות בהן הם מועסקים.
- בעלי שליטה בכל החברות מרווחים בסביבות 2 מיליון ש"ח בשנה בממוצע, סכום הגבוה בכ-25% מממוצע שכר השכירים.



- בשנת 2014 בחברות המשתייכות לת"א 100 חל גידול בשכר בעלי שליטה (מעל 5 מיליון ₪ בממוצע). לא חל שינוי בשכר הממוצע של בכירים שאינם בעלי שליטה במהלך ארבע השנים האחרונות (סביב 3 מיליון ₪ בשנה).
- בשנת 2014, בחברות ציבוריות אשר אינן שייכות למדד ת"א 100, חל גידול בשכר של בכירים שאינם בעלי השליטה, וירידה בשכר בעלי השליטה. למרות זאת, בעלי שליטה מרווחים כ-20% יותר, מאשר יתר הבכירים.
- בחברות אגח בלבד, חלה ירידה של כ-29% בשכר הבכירים השכירים בשנים 2012-2014. לעומת זאת, שכר הבכירים בעלי השליטה עלה בכ-20%. נכון לשנת 2014, שכרם של בעלי השליטה היה כפול מזה של השכירים.
- בחברות ציבוריות שאינן משתייכות למדד ת"א 100 אחוז בעלי השליטה המכהנים בתפקידים בכירים גבוה יותר מאשר ביתר החברות.
- בחברות המשתייכות למדד ת"א 100 ישנה עלייה באחוז יו"ר הדירקטוריון שהינם בעל שליטה. נכון לשנת 2014, כחצי מיו"ר הדירקטוריון הם בעלי השליטה.
- עד שנת 2013, מנכ"לים שאינם בעלי שליטה הרוויחו שכר גבוה יותר מאשר מנכ"לים בעלי שליטה בחברות המשתייכות למדד ת"א 100. בשנת 2014 היחס התהפך, ומנכ"לים בעלי שליטה הרוויחו כ-8% יותר מאשר מנכ"לים שכירים.
- בחברות ציבוריות שאינן משתייכות למדד ת"א 100 לא קיים הבדל ניכר בשכר הממוצע בין מנכ"לים בעלי שליטה ומנכ"לים שכירים.
- בחברות אג"ח בלבד, מנכ"ל בעל שליטה מרוויח פחות מאשר מנכ"ל שאינו בעל שליטה.
- בכל החברות הבורסאיות, יו"ר הדירקטוריון שהינם בעלי שליטה, מרוויחים שכר גבוה באופן משמעותי (פי שתיים ויותר) מיו"ר הדירקטוריון השכירים.
- בחברות המשתייכות למדד ת"א 100, בקרב מנכ"לים ויו"ר הדירקטוריון, חלקו של התגמול המשתנה גבוה יותר אצל בעלי שליטה (נע סביב 45%-60%). בתפקידים אחרים, חלקו של התגמול המשתנה מהווה כשליש מסך חבילת התגמולים.
- בחברות שאינן משתייכות למדד ת"א 100, חלקו של המרכיב המשתנה בכל התפקידים נמוך יותר אצל בעלי שליטה מאשר אצל השכירים. כמו כן, חלקו של המרכיב המשתנה בכל התפקידים אינו עולה על שליש מחבילת התגמולים.

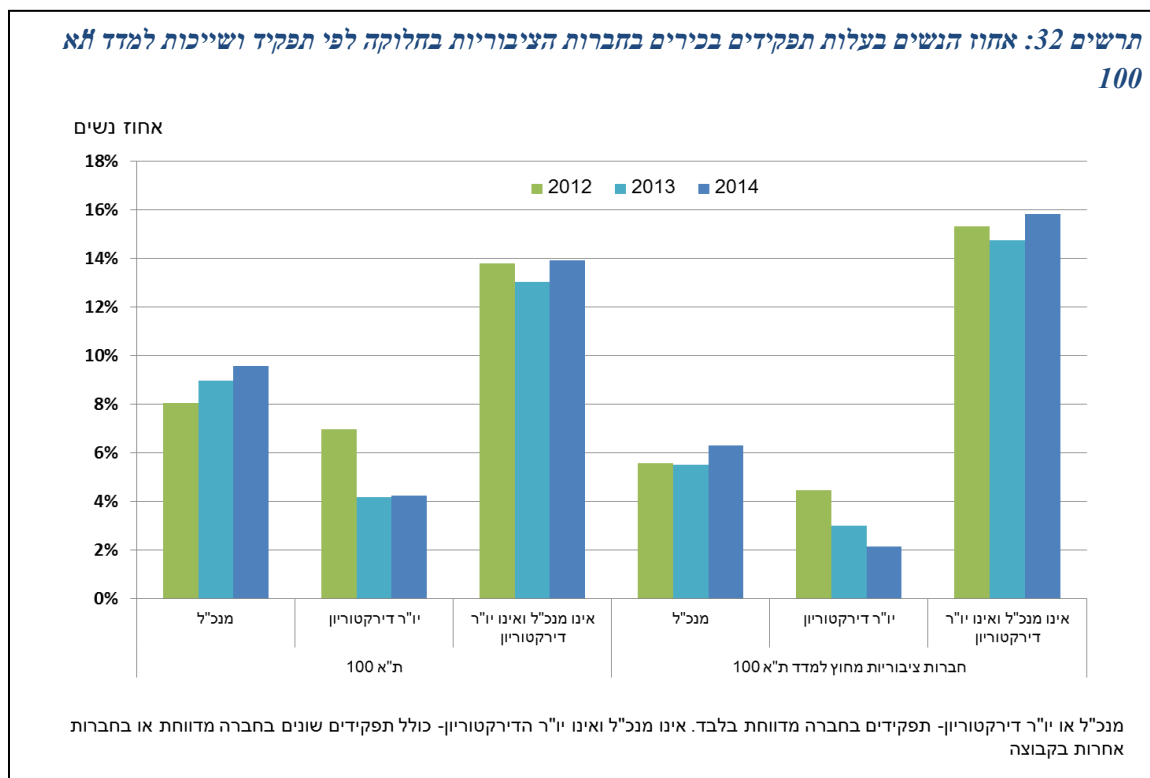
## פרק 4: שכר בכירים לפי מגדר

בפרק זה נבחן את ההתפתחויות בפערים בשכר הבכירים מקבלי השכר הגבוה ביותר, בין נשים לגברים, ואת השינוי באחוז הנשים בקרב בעלי השכר הגבוה בחברות המדווחות.



בתרשים לעיל ניתן לראות כי ככלל חלקן של הנשים לא השתנה מהותית במהלך השנים האחרונות וכי הן כיהנו בכ-13% מהתפקידים הבכירים בשנת 2014. פער השכר הממוצע בין גברים לנשים ירד מעט ועומד על כ-52% בשנת 2014 לטובת הגברים. פער השכר החציוני לעומת זאת, עלה באופן ניכר עד לרמה של 82%.

## אחוז הנשים בקרב בעלי השכר הגבוה לפי תפקידים



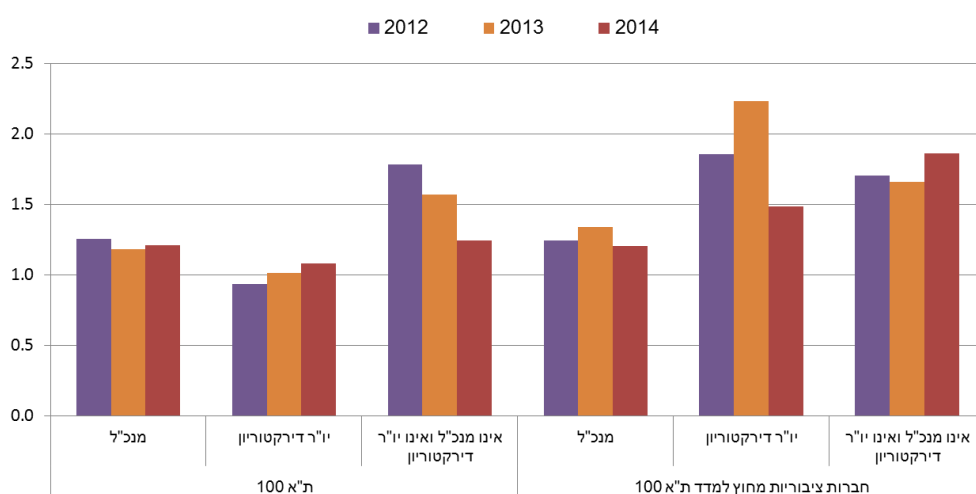
בין השנים 2012-2014 חלה עלייה קלה באחוז הנשים המכהנות כמנכ"ל בחברות המשתייכות למדד ת"א 100, מ-8% ל-9.5%. אחוז הנשים המכהנות כמנכ"ל בחברות שאינן משתייכות למדד ת"א 100 נמוך עוד יותר. נכון לשנת 2014, אחוז הנשים עלה לכ-6.5% בחברות ציבוריות שאינן משתייכות למדד ת"א 100.

נכון לשנת 2014, נשים כיהנו כיו"ר הדירקטוריון בכ-4% מהחברות המשתייכות למדד ת"א 100 ובכ-2% מיתר החברות הציבוריות. זאת לאחר ירידה בחלקן של הנשים בתפקיד זה בשנים 2012-2014.

בתפקידים בכירים אחרים (שאינם מנכ"ל או יו"ר הדירקטוריון), אחוז הנשים נע סביב 13%-16%. בשלוש השנים האחרונות לא חל שינוי משמעותי באחוז הנשים בתפקידים אלה בחברות הציבוריות.

## פערי שכר בין גברים לנשים לפי תפקידים

**תרשים 33: פערי השכר הממוצעים בין גברים לנשים בחברות הציבוריות בחלוקה לפי תפקיד ושייכות למדד 100**



מנכ"ל או יו"ר דירקטוריון- תפקידים בחברה מדווחת בלבד. אינו מנכ"ל ואינו יו"ר הדירקטוריון- כולל תפקידים שונים בחברה מדווחת או בחברות אחרות בקבוצה

בחברות המשתייכות למדד ת"א 100, בתפקיד יו"ר הדירקטוריון לא היו הבדלי שכר משמעותיים בין גברים ונשים, אך ניתן להבחין במגמת עליה קלה בפער בין השנים 2012-2014. לעומת זאת, בחברות שאינן משתייכות לת"א 100 הפער גדול בהרבה והיה תנודתי בשנים האחרונות.

בקרב המנכ"לים גברים משתכרים בכ-30%-20% יותר מאשר נשים.

לעומת זאת, גברים בתפקידים בכירים אחרים בחברות המשתייכות למדד ת"א 100, עד שנת 2013, הרוויחו שכר הגבוה בממוצע בכ- 50%-80% משכר הנשים. בשנת 2014 גברים המכהנים בתפקידים אלה, הרוויחו שכר הגבוה בכ-20% מאשר נשים.

גם בחברות ציבוריות שאינן משתייכות למדד ת"א 100, מנכ"ליות משתכרות בכ-20% פחות מאשר מנכ"לים, ולא חל שינוי בפערי שכר אלה בשלוש השנים האחרונות.

בתפקידים בכירים אחרים, בהם ייצוג הנשים הוא המשמעותי ביותר, גברים הרוויחו בממוצע פי 1.5-2 יותר מהנשים. כפי שתואר לעיל, בשנת 2014 בחברות המשתייכות למדד ת"א 100, פערי השכר ירדו לכ-20% בממוצע לטובת הגברים. לעומת זאת, בשאר החברות הבורסאיות, פערי השכר בין גברים לנשים בתפקידים אחרים התרחבו לטובת הגברים ובשנת 2014 גברים הרוויחו פי 1.8-2 יותר מנשים.

## סיכום

- נשים מהוות כ- 12% מנושאי המשרה הבכירה בשנים 2012-2013 וכ-13% מהם בשנת 2014.
- בין השנים 2012-2014 חלה עלייה קלה באחוז הנשים המכהנות כמנכ"ל בכל החברות הציבוריות ובשנת 2014 נתון זה עמד על 6.6%.
- בשנת 2014 נשים כיהנו כיו"ר הדירקטוריון בכ 2-4% מהחברות הציבוריות. זאת לאחר ירידה בחלקן של הנשים בתפקיד זה בשנים 2012-2014.
- בתפקידים בכירים אחרים (שאינם מנכ"ל או יו"ר הדירקטוריון) אחוז הנשים משמעותי יותר ונע סביב 13%-16%.
- בכלל החברות הבורסאיות גברים מרווחים בממוצע עד כ- 52% יותר מנשים. ככלל, הפערים קטנים יותר בחברות גדולות ובתפקידים הבכירים של מנכ"ל ויו"ר דירקטוריון.
- בקרב המנכ"לים בחברות הציבוריות, גברים משתכרים רק בכ-30%-20% יותר מאשר נשים.
- ככלל בחברות המשתייכות לת"א 100 פערי השכר נמוכים מאלה שביתר החברות.

## פרק 5: שכר בכירים וביצועי חברה

בהתאם לתיאוריות העוסקות ביעילות כלכלית, ככל שביצועי החברה עולים כך צריכים לעלות גם תגמולי המנהל. הספרות האמפירית לעומת זאת, העוסקת לאורך השנים בקשר בין השכר לביצועיהן של חברות, אינה כה אחידה.

*Jensen and Murphy* (1990) בחנו חברות אמריקאיות בין השנים 1974-1986 ומצאו קשר חלש מאוד עד אפסי, בין הפיצוי במזומן והאופציות שהוענקו, לבין ביצועי החברה, שהוגדרו כשינוי בשווי השוק של החברה. קשר חלש מאוד נמצא גם בין גמישות שכר המנהל, לשינויים בתשואת החברה. בכך הראו כי למעשה, שכר הבכירים מנותק מביצועיהן.

*Hall and Liebman* (1998) בחנו חברות אמריקאיות בין השנים 1980-1984, ומצאו קשרים חזקים יותר בין הפיצוי במזומן למדדי הרווחיות, (כשיעור תשואת המנייה), ולשינוי בשווי השוק של החברה. האזור וגובר (1993) מצאו כי המשתנים העיקריים להסבר רמת השכר הינם גודל החברה ומידת הסיכון שלה. גם האזור סולומון שוחט ותנחומא (1995) מצאו כי המשתנה העיקרי בהסבר השכר הוא מדיניות של חלוקת דיווידנדים, והמשתנים הבאים, לפי סדר חשיבותם הינם הגודל והסיכון, כאשר המשתנה האחרון בחשיבותו הוא התשואה העודפת.

תוצאותיהם של ברק, כהן ולאטרברך (2007) מראות כי שכר המנכ"ל רגיש בעיקר לביצועי המניות, אך רגישותו לביצועיה החשבונאיים של החברה מוגבלת ואינה מובהקת.

המחקרים האחרונים של *Hartzell, Fernandes et al* (2013), *Core et al* (1999), *Gallego et al* (2012) and *Starks* (2003) ו- *Ozkan* (2011) מצאו קשר חיובי מובהק בין רווחיות לשכר. לעומתם, במחקרם של *Croci et al* (2012), לא נמצא קשר מובהק בין ביצועים לשכר.

*Fernandes et al* (2013) מצאו קשר חיובי מובהק בין מינוף לשכר. המינוף הפיננסי מעלה את הסיכון בשכר מבוסס מניות ולכן מעלה את פרמיית הסיכון של החברה ומוביל לרמת שכר גבוהה יותר.

בנוסף לכך, *Fernandes et al* (2013), *Core et al* (1999) ו- *Gallego et al* (2012) מצאו קשר שלילי מובהק בין סיכון לשכר. בפירמות הפועלות בסביבה מסוכנת יותר תהיה רגישות גבוהה יותר בין שכר לביצועים ושכר גבוה יותר *Edmans and Gabaix* (2011). לעומתם, *Croci et al* (2012) מצאו קשר חיובי בין המשתנים.

במחקר של *Bizjak, Lemmon and Nguyen* (2011) החברות קובצו לפי ענף וגודל ("קבוצת שווים"). נבחנה השאלה האם קיים קשר בין שכר מנכ"ל בחברה, לבין שכר מנכ"לים ב"קבוצת השווים". 69% מהחברות (800 חברות), דיווחו על שימוש בשכר מנכ"ל הנהוג "בקבוצת שווים" בתור בנצ'מרק בעת קביעת שכר המנכ"ל בחברה. נמצא קשר מובהק בין רמת השכר החציוני ב"קבוצת השווים" לבין רמת שכר המנכ"ל בחברה. כלומר, שכר המנכ"ל בחברה מושפע, בין היתר, מהשתייכותה של החברה לקבוצת החברות מענף מסוים בעלות גודל דומה.

קיימת אחידות רבה יחסית בין המחקרים לגבי הקשר בין שכר וגודל החברה. מחקרים רבים מצאו כי גודל החברה בעל השפעה חיובית על שכר המנהלים בחברה. לדוגמא: *Core et al* (1999) et al, *Fernandes et al* (2013) ו- *Croci* (2012) ואחרים, מצאו קשר חיובי מובהק בין גודל לשכר.

בפרק זה נעמוד על טיבו של הקשר בין שכר הבכירים לבין מאפייניהן וביצועיהן של החברות.

רשימת המשתנים המסבירים:

- לוגריתם טבעי של ממוצע שווי שוק המניות של החברה ייצג את משתנה גודל החברה.
  - רווח תפעולי של החברה מהדוחות הכספיים השנתיים.
  - שינוי רווח תפעולי מהשנה הקודמת מחושב כפער בין הרווח התפעולי של שנת הדיווח לבין הרווח התפעולי אשתקד.
  - לוגריתם טבעי של שכר ממוצע בענף.
  - לוגריתם טבעי של שכר ממוצע בענף במדגם חברות המשתייכות למדד ת"א 100.
  - $ROA$  (Return on Assets) תשואה על נכסים. מחושבת כמנת הרווח הנקי בסך הנכסים.
  - מינוף פיננסי –  $Financial\ Leverage$  - היקף ההתחייבויות שחברה נוטלת ומשתמשת בהן למימון עסקיה, ביחס להונה העצמי.
  - אחוזי כמות הצפה בחברה - אחוז אחזקות הציבור במניות החברה
  - משתני דמי לכל שנה בתקופה 2011-2014.
- המשתנים המוסברים במודלים הינם:
- לוגריתם טבעי של ממוצע תגמול הבכירים בחברה.
  - לוגריתם טבעי של תגמול מקסימאלי בחברה.
- הרגרסיות כוללות את כל החברות הציבוריות ללא סקטור הפיננסים וחברות דואליות.

| סוג החברה                | תקופת הבדיקה |
|--------------------------|--------------|
| כל החברות הציבוריות      | 2012-2014    |
| חברות המשתייכות לת"א 100 | 2011-2014    |

| משתנה מוסבר (Y)                                            |  | לוגריתם טבעי של ממוצע תגמול הבכירים בחברה |          | לוגריתם טבעי של תגמול מקסימאלי בחברה |
|------------------------------------------------------------|--|-------------------------------------------|----------|--------------------------------------|
| משתנים מסבירים (Xים)                                       |  | כל החברות                                 | 100 מ"מ  | כל החברות                            |
| חותך                                                       |  | 3.289***                                  | -0.432   | 2.582**                              |
| לוגריתם טבעי של שווי שוק ממוצע של מניות החברה בשנה         |  | 0.275***                                  | 0.343*** | 0.305***                             |
| לוגריתם טבעי של ממוצע תגמול בענף                           |  | 0.306*                                    | -        | 0.465***                             |
| לוגריתם טבעי של ממוצע תגמול בענף לחברות המשתייכות לת"א 100 |  | -                                         | 0.704*** | -                                    |
| רווח תפעולי מיליוני ₪                                      |  | 0.00015**                                 | 0.00002  | 0.0001                               |
| שינוי ברווח התפעולי מיליוני ₪                              |  | -0.00002                                  | -0.0001* | 0.0001                               |
| מינוף                                                      |  | 0.021***                                  | 0.046**  | 0.027***                             |
| ROA                                                        |  | -0.287                                    | 0.261    | 0.662                                |
| אחוז כמות הצפה                                             |  | 0.011                                     | -0.529** | -0.015                               |
| שנת 2012                                                   |  | -                                         | 0.045    | -                                    |
| שנת 2013                                                   |  | 0.023                                     | -0.021   | -0.033                               |
| שנת 2014                                                   |  | -0.072                                    | -0.083   | -0.102*                              |
| Adj R-Sq                                                   |  | 0.397                                     | 0.386    | 0.369                                |
| מספר תצפיות                                                |  | 1,050                                     | 202      | 1,050                                |

\*\*\*- רמת המובהקות עד 1%, \*\*- רמת המובהקות עד 5%, \*- רמת המובהקות עד 10%

מהגרסיה הראשונה, הכוללת את כל המדגם של החברות הציבוריות בין שנים 2012-2014, כאשר המשתנה המוסבר הוא ממוצע תגמול הבכירים בחברה, עולים הממצאים הבאים:

- משתנה הגודל מובהק ומצביע על כך שעלייה ב-10% בשווי שוק הממוצע של מניות החברה, מעלה את ממוצע שכר בכירה בכ-2.8%.
- רמת השכר הממוצעת בענף בו פועלת החברה הינה משתנה מובהק ומשמעותי. כלומר, עלייה ממוצעת של כ-10% ברמת השכר בענף (כאשר כל שאר הפרמטרים בחברה נותרים ללא שינוי) תעלה את השכר בחברה בכ-3% בממוצע.
- נמצאו עדויות לקשר חיובי מובהק וקטן, בין שכר הבכירים לבין ביצועי החברה: עלייה של 10 מיליון ₪ ברווח התפעולי השנתי תורמת לעלייה של כ-0.15% בשכר הבכירים הממוצע בחברה.
- ככל שהמינוף בחברה גבוה יותר, כך שכר הבכירים בה עולה.
- משתנה ROA אינו מובהק. כלומר, בהינתן שאר הדברים הקבועים, התשובה על נכסים אינה תורמת לשינוי בשכר.



- לאחוז הכמות הצפה בחברה אין השפעה מובהקת על שכר הבכירים.
- לא נמצא שינוי מובהק בין השנים 2013 ו-2014 לשנת הבסיס (2012).

כאשר המשתנה המוסבר ברגרסיה על כלל המדגם הוא התגמול המקסימאלי בחברה, ההשפעה של רמת השכר הממוצעת בענף גדולה יותר. עלייה של כ-10% ברמת השכר הממוצעת בענף עשויה להגדיל את השכר המקסימאלי בחברה בכ-4.7%. כמו כן, בשנת 2014 השכר המקסימאלי בחברות נמוך בכ-10% בממוצע מהשנים הקודמות. מהרגרסיה הראשונה הכוללת את כל המדגם של החברות המשתייכות למדד ת"א 100, בין שנים 2011-2014, כאשר המשתנה המוסבר הוא ממוצע תגמול הבכירים בחברה, עולים הממצאים הבאים:

- משתנה הגודל מובהק ומצביע על כך שכל עלייה של 10% בשווי השוק הממוצע של מניות החברה, מעלה את ממוצע שכר בכיריה בכ-3.4%.
  - רמת השכר הממוצעת בענף בו פועלת החברה (מחושב לחברות המשתייכות למדד ת"א 100 בלבד), הינו משתנה מובהק ומשמעותי. כלומר, עלייה של כ-10% ברמת השכר הממוצעת בענף עשויה להגדיל את השכר בחברה בכ-7%.
  - נמצא קשר שלילי מובהק, אך לא חזק, בין שינוי ברווחיות החברה לבין שכר בכיריה: עלייה בכ-100 מיליון ש' ברווח התפעולי, כאשר כל שאר המשתנים קבועים, עשויה להשיל 1% משכר בכיריה.
  - ככל שהמינוף בחברה גבוה יותר, כך שכר הבכירים בה עולה.
  - משתנה ROA אינו מובהק. כלומר, בהינתן שאר המשתנים קבועים, התשובה על נכסים אינה תורמת לשינוי בשכר.
  - משתנה אחוז אחזקות הציבור בחברה (אחוז הכמות הצפה), אשר אמור לאמוד את השפעתו של הממשל התאגידי בחברה, יוצא שלילי ומובהק. משמעותו היא שעלייה של 1% באחזקות הציבור בחברות המשתייכות למדד ת"א 100 מורידה את רמת השכר בכ-0.53%.
- בדומה לכל החברות, גם בחברות המשתייכות למדד ת"א 100 לא נמצא שינוי מובהק בין השנים. ממצאים דומים, אך קצת יותר חזקים, מתקבלים כאשר המשתנה המוסבר ברגרסיה הוא התגמול המקסימאלי בחברה.
- כל עלייה של כ-10% ברמת השכר הממוצעת בענף, עשויה להגדיל את השכר המקסימאלי בחברה בכ-8.6%.
  - כמו כן, עלייה של 1% באחזקות הציבור בחברות המשתייכות למדד ת"א 100 מורידה את השכר המקסימאלי בחברה בכ-0.9%.

ממצאינו העיקריים אינם מפתיעים, ומתיישבים עם הספרות. גודל החברה בעל השפעה רבה על רמת השכר. השכר בחברות מושפע מהשכר המקובל בענף בה הן פועלות (ההשפעה חזקה במיוחד בחברות המשתייכות למדד ת"א 100). בנוסף לכך, ישנה השפעה של אחוז אחזקות הציבור על רמת השכר בחברות המשתייכות למדד ת"א 100. לעומת זאת, המדדים החשבונאיים תורמים באופן מועט להסבר רמת השכר. בנוסף, ניתן להסיק שככלל אין קשר מובהק ועקבי בין ביצועי החברה והשכר שהיא משלמת לעובדיה הבכירים.

## פרק 6: מדיניות שכר

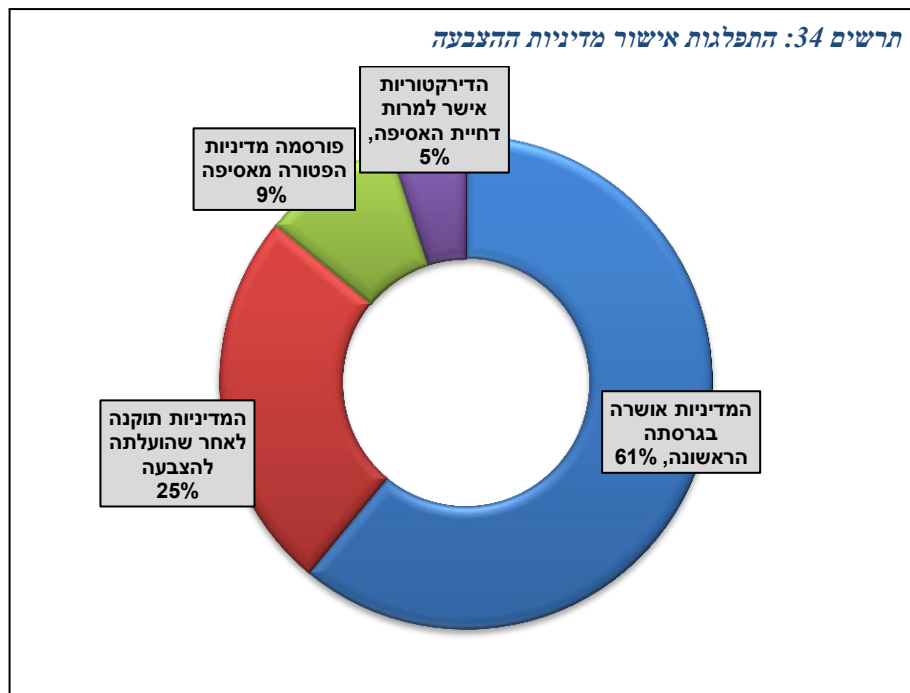
בסוף שנת 2012 נכנס לתוקפו תיקון 20 לחוק החברות המטפל בנושא תגמול מנהלים בחברות המדווחות. תיקון זה מבוסס על המלצות ועדת נאמן ומטרתו להביא לתהליך קבלת החלטות מושכל ושקוף, תוך חיזוק הקשר בין ביצועים לבין מבנה התגמול. זאת, בין היתר, בשל הגידול המשמעותי שחל בגובה תגמול הבכירים בחברות הציבוריות בשנים האחרונות.

בתיקון מספר סעיפים הנוגעים לתהליך קבלת ההחלטות בחברה בנושא תגמול מנהלים. ראשית, התיקון דורש הקמה של ועדת תגמול הקובעת את מדיניות תגמול הבכירים. מדיניות זו, צריכה לקשור בין ביצועי נושא המשרה לשכרו לטווח הרחוק, ולעשות זאת תוך התייחסות לשיקולים ואמות מידה שונים, הנוגעים למאפייני החברה ונתוניו האישיים של נושא המשרה. כמו כן, התיקון דורש הסדרים מיוחדים למקרה שתנאי ההעסקה כוללים רכיבים משתנים כגון אופציות ובונוסים, ומתייחס גם למענקי הפרישה.

התיקון קובע שמדיניות התגמול צריכה להיות מובאת להצבעה באסיפה הכללית של החברה. לצורך האישור נדרש בנוסף על רוב רגיל של הקולות באסיפה, גם אישור של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט. עם זאת, עמדת האסיפה הכללית אינה מחייבת בכל החברות, והדירקטוריון רשאי לחרוג ממנה בתנאים מיוחדים. בחברה נכדה ציבורית (חברה ציבורית שמעליה שתי חברות ציבוריות או חברות אג"ח) עמדת האסיפה הכללית תהיה מחייבת. בנוסף נקבע כי בעוד עסקת תגמול עם עובד בחברה, שאינה עולה על התקרה שאושרה, לא דורשת אישור נוסף באסיפה הכללית, כל עסקת תגמול עם המנכ"ל תדרוש אישור נוסף באסיפה הכללית עם רוב בעלי מניות המיעוט.

הדרישה לקביעת מדיניות שכר מנסה להתוות תהליך מסודר ושקוף לאופן קביעת התגמול. היא מאפשרת למשקיעים לבחון את האופן בו החברה מתגמלת את נושאי המשרה הבכירה ולקחת חלק באישור המתווה. צעדים אלה צפויים לשפר את הקשר בין השכר לבין ביצועי החברה ותרומתו של נושא המשרה לה, ובכך לצמצם במידת מה את בעיית הנציג בחברות.

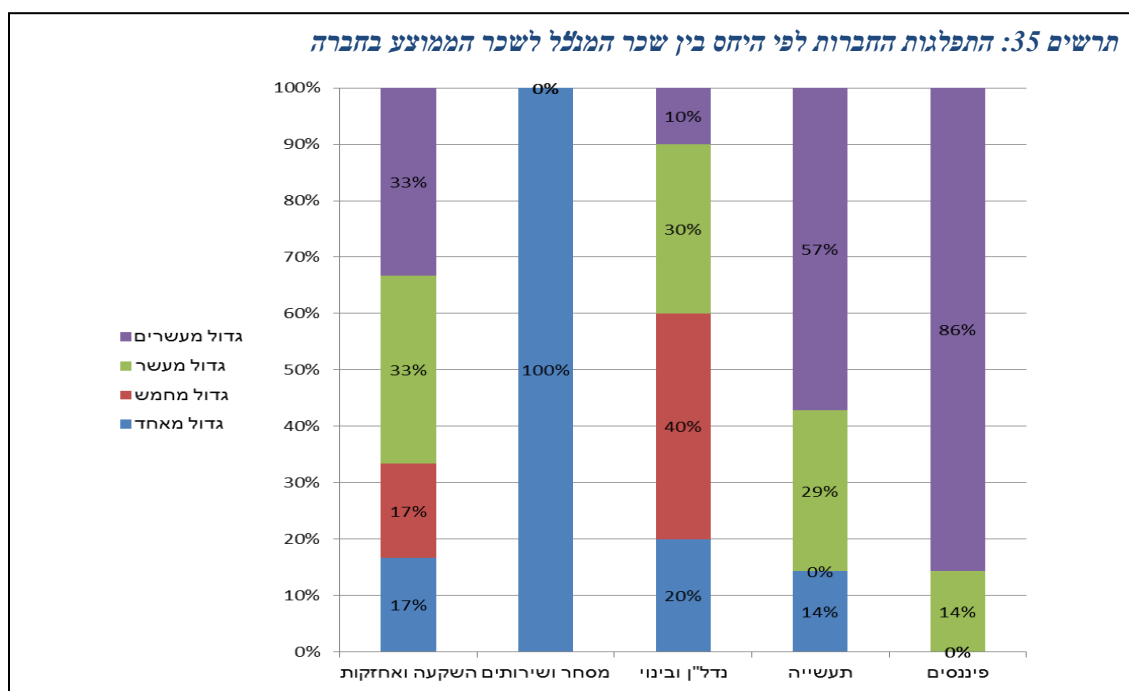
במהלך השנים 2013-2014 פרסמו מרבית החברות הבורסאיות את מדיניות התגמול שלהן. בכ-61% מהחברות אושרה מדיניות התגמול בגרסתה הראשונה, בכ-25% המדיניות תוקנה לאחר שהועלתה להצבעה באסיפה הכללית, ובכ-9% המדיניות הייתה פטורה מאישורה באסיפה. בכ-5% מהחברות, הדירקטוריון אישר את מדיניות התגמול למרות שהאסיפה הכללית דחתה אותן.



#### ממצאים ממדיניות התגמול

להלן מוצגים כמה ממצאים העולים מהמדיניות שפרסמו חברות שמניותיהן נסחרות במדד ת"א 100 (ללא חברות דואליות ושותפיות, סה"כ 67 חברות).

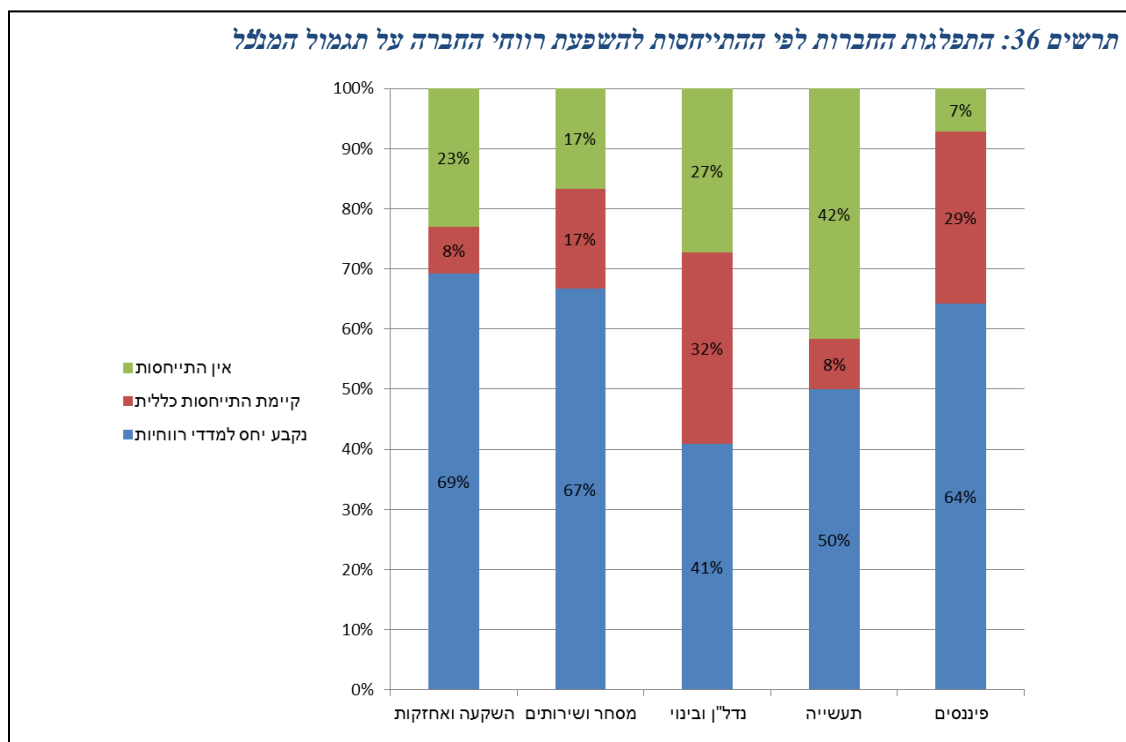
אחד הנתונים אותם יש לקבוע במדיניות השכר הינו היחס שבין שכר נושא המשרה לבין השכר הממוצע בחברה. נתון זה נותן אינדיקציה לגבי פערי השכר בחברה. מבחינת הנתונים עולה כי ב- 22% מהחברות לא הייתה כלל התייחסות לנתון זה, וב- 21% נוספים היה נתון רק כי היחס הוגן וסביר. להלן ההתפלגות החברות שפרסמו יחס כמותי בחלוקה לענפי הפעילות השונים.



ניתן לראות כי בענף הפיננסים, היחס בין שכר המנכ"ל לשכר הממוצע גדול מעשרים, כמעט בכל החברות שדיווחו על נתון זה. בענף התעשייה הנתונים דומים אם כי נמוכים במעט.

בנוסף, אף חברה לא ציינה כי נדרש תיקון ביחסים הקיימים בה.

לעומת זאת, בגרף הבא ניתן לראות כי מרבית החברות, בעיקר בענף הפיננסים, התייחסו למדדי רווחיות בבואם לקבוע את שכר המנכ"ל. חלק ניכר מהחברות התייחסו גם ליעדים נוספים.



### אפקטיביות תקרות רכיבי השכר

מרכיב חשוב נוסף במדיניות התגמול הינו קביעת תקרות לרכיבים השונים בשכר. תקרות אלה מאפשרות שקיפות ובהירות הדרושים בעיקר עבור הרכיבים המשתנים של השכר. אחת השאלות המעניינות בנושא זה היא, האם תקרות אלה אפקטיביות אל מול השכר המשולם בפועל. כלומר, האם הן נקבעו בגובה שעשוי להשפיע על רמות השכר. מאחר והחברות החלו בקביעת המדיניות רק במהלך 2013, אין די נתונים לבחון השפעה ארוכת טווח על הגידול בשכר. עם זאת, ניתן לבחון את מדיניות השכר ביחס לרמת השכר שהייתה נהוגה טרם פרסומה, ומכאן ללמוד על מידת האפקטיביות שלה. לשם כך נבחנו **מרכיבי השכר המשתנים (בונוסים ותגמול הוני) בתגמול המנכ"לים** בשנת 2012, מול התקרות שנקבעו במדיניות השכר. השוואת נתונים אלה תבחן למעשה עד כמה התקרות במדיניות נקבעו סביב השכר ששולם בשנת 2012.

**המדגם :** 335 חברות, 356 תצפיות של מנכ"לים.

## רכיב הבונוס

ההתייחסויות למרכיבי הבונוס נאספו מתוך מדיניות השכר שפרסמו החברות. נבדקו מרכיבים כגון: תקרה לשווי במועד התשלום במזומן, תקרה למענק חד פעמי ותקרה למענק החתימה. בנוסף, הוגדר משתנה סך התקרות לבונוסים, השווה לסכום של כל המרכיבים המדווחים שהצלחנו לכמת לערכים נומריים.

(א) ב-31 חברות אין התייחסות כלל למרכיבי הבונוס. שבע חברות מתוכן חילקו בפועל בונוס למנכ"ל בשנת 2012.

(ב) בחמש חברות במדיניות השכר קיימת התייחסות כללית או מסובכת למרכיבי הבונוס, אותה לא ניתן היה לכמת לערכים נומריים.

(ג) ב-299 חברות היתה התייחסות כמותית למרכיבי הבונוס אותה ניתן היה להמיר לערכים נומריים (316 תצפיות של מנכ"לים). עבור חברות אלה התקבלו הממצאים הבאים:

(1) ב-144 חברות לא שולם בונוס בפועל. כלומר, כ-48% מהמנכ"לים במדגם לא קיבלו בונוס בשנת 2012.

(2) ישנם כ-163 מנכ"לים שקיבלו בונוס בשנת 2012, לגביהם מתקבלת התמונה הבאה:

| משתנה                                                 | ממוצע | ס.ת.  | מינימום | מקסימום | מס' מנכ"לים | חציון |
|-------------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|-------------|-------|
| פער בין סך תקרות לבונוסים לבין הבונוס בפועל, אלפי ש"ח | 1,182 | 2,576 | -1,885  | 28,153  | 163         | 675   |
| בונוס בפועל חלקי סך התקרות לבונוסים, %                | 44%   | 38%   | -1%     | 216%    | 163         | 34%   |

ניתן לראות כי הפער בין סך תקרות הבונוסים לבין הבונוס שהתקבל בפועל היה כ-1.2 מיליון ש"ח בממוצע. הבונוס היווה כ-44% מהתקרה שאושרה במדיניות.

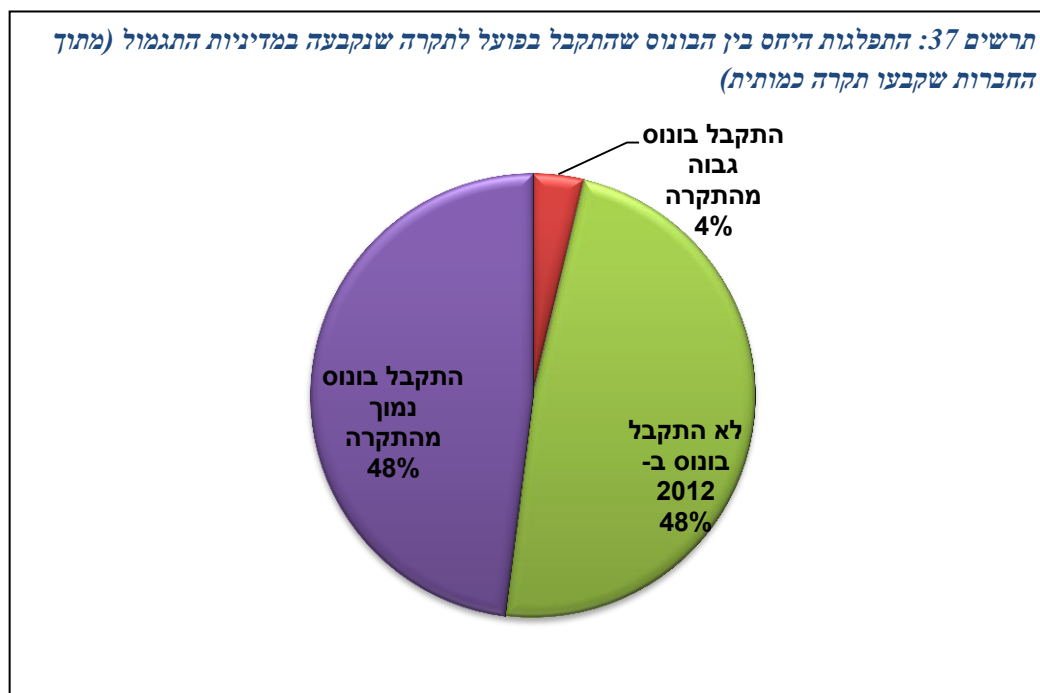
(3) ב-11 חברות הבונוס השנתי היה גבוה יותר מסך התקרות. כלומר, חברות אלה קבעו תקרה נמוכה יותר מהבונוס שהתקבל בשנת 2012.

| משתנה                                                 | ממוצע | ס.ת. | מינימום | מקסימום | מס' מנכ"לים | חציון |
|-------------------------------------------------------|-------|------|---------|---------|-------------|-------|
| פער בין סך תקרות לבונוסים לבין הבונוס בפועל, אלפי ש"ח | -554  | 569  | -1,885  | -43     | 12          | -318  |
| בונוס בפועל חלקי סך התקרות לבונוסים, %                | 143%  | 41%  | 101%    | 216%    | 12          | 128%  |

כפי שניתן לראות, הבונוס היה גבוה בכ-43% מהתקרה שנקבעה בממוצע. במונחים אבסולוטיים, הם היו גבוהים מהתקרה בכחצי מיליון ש"ח בממוצע.

(4) ב-143 חברות הבונוס שהתקבל בפועל בשנת 2012, היה נמוך יותר מסך התקרות שנקבעו במדיניות.

**לסיכום**, מתוך 335 החברות במדגם כ- 90% מהחברות התייחסו למרכיבי הבונוס (299 חברות), מתוכן 48% קיבלו בונוס הנמוך מהתקרה ו- 4% קיבלו בונוס הגבוה ממנה. 48% מהחברות הללו לא קיבלו בונוס בשנת 2012. התקרה למרכיבי הבונוס הייתה גבוהה ביותר מפי שניים מהבונוסים ששולמו בפועל (מקרב החברות ששילמו בונוסים).



#### המרכיב ההוני של השכר (תשלום מבוסס מניות)

- (א) ב-156 חברות (כמחצית מהחברות במדגם), לא הייתה התייחסות למרכיב ההוני במדיניות השכר שפורסמה. ב-19 מהחברות הללו מנכ"לים קיבלו תשלום מבוסס מניות בשנת 2012.
- (ב) ב-18 חברות, קיימת במדיניות השכר התייחסות מסובכת למרכיב ההוני, אותה לא ניתן היה לכמת לערכים נומריים. 58% מהמנכ"לים בחברות אלה קיבלו תשלום מבוסס מניות בשנת 2012.
- (ד) ב-161 חברות הייתה התייחסות כמותית למרכיב ההוני אותה ניתן היה להמיר לערכים נומריים. עבור חברות אלה התקבלו הממצאים הבאים:

(1) ב-73 חברות לא היה תשלום מבוסס מניות. כלומר, כ-45% מהמנכ"לים לא קיבלו תשלום מבוסס מניות בשנת 2012.

(2) ישנם כ-93 מנכ"לים שקיבלו תשלום מבוסס מניות בשנת 2012, לגביהם מתקבלת

התמונה הבאה:

| משתנה                                                               | ממוצע | ס.ת.  | מינימום | מקסימום | מס' מנכ"לים | חציון |
|---------------------------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|-------------|-------|
| פער בין תקרה של המרכיב ההוני לבין תשלום מבוסס מניות בפועל, אלפי ש"ח | 601   | 1,426 | -5,509  | 4,982   | 93          | 474   |
| תשלום מבוסס מניות בפועל חלקי שווי התקרה, %                          | 60%   | 87%   | 0.04%   | 587%    | 93          | 33%   |

ניתן לראות כי הפער בין התקרה למרכיב ההוני, לבין זה שהתקבל בפועל, היה כ-600 מיליון ₪ בממוצע. המרכיב ההוני היווה כ- 60% מהתקרה שאושרה במדיניות.

(3) ב-13 חברות תשלום מבוסס מניות שהתקבל היה גבוה יותר משווי התקרה למרכיב ההוני.

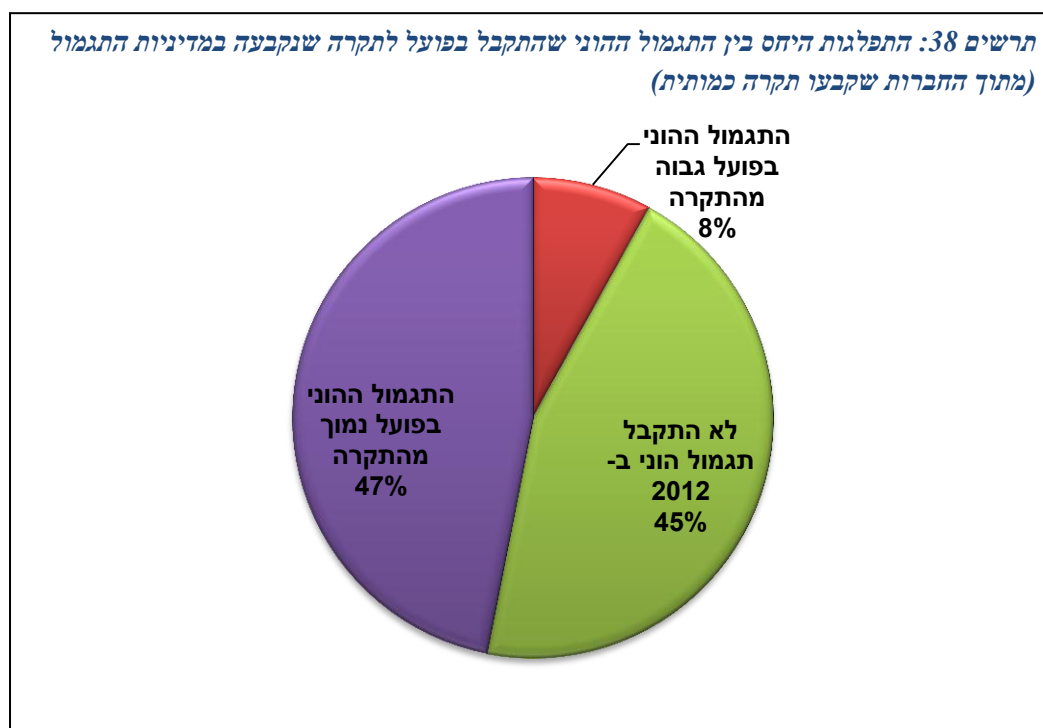
כלומר, חברות אלה קבעו תקרה נמוכה יותר מהתשלום ההוני שהתקבל בשנת 2012.

| משתנה                                                               | ממוצע  | ס.ת.  | מינימום | מקסימום | מס' מנכ"לים | חציון  |
|---------------------------------------------------------------------|--------|-------|---------|---------|-------------|--------|
| פער בין תקרה של המרכיב ההוני לבין תשלום מבוסס מניות בפועל, אלפי ש"ח | -1,437 | 1,529 | -5,509  | -23     | 13          | -1,150 |
| תשלום מבוסס מניות בפועל חלקי שווי התקרה, %                          | 229%   | 136%  | 105%    | 587%    | 13          | 166%   |

כפי שניתן לראות, המרכיב ההוני היה פי 2.3 משווי התקרה שנקבעה במדיניות בממוצע. במונחים אבסולוטיים, הם היו גבוהים מהתקרה בכ- 1.4 מיליון ₪ בממוצע.

(4) ב-76 חברות תשלום מבוסס מניות שהתקבל בשנת 2012 היה נמוך מהתקרה שנקבעה.

**לסיכום,** מתוך 335 החברות במדגם כ- 54% מהחברות התייחסו כמותית למרכיב ההוני (161 חברות), מתוכם כ- 47% המרכיב ההוני בפועל היה נמוך מהתקרה וב- 8% מהחברות המרכיב ההוני בפועל היה גבוה ממנה. כ- 45% מהחברות הללו לא שולם מרכיב הוני בשנת 2012. התקרה למרכיב ההוני הייתה גבוהה בשני שלישים מהמרכיב ההוני ששולם בפועל (מקרב החברות ששילמו מרכיב הוני).



מכל הממצאים לעיל עולה כי במרבית החברות, התקרות שנקבעו למרכיבי השכר ההוניים ולבונוסים, במדיניות התגמול, גבוהים במידה ניכרת מרכיבים אלה של שכר המנכ"לים ששולם בפועל ב-2012.

## ביבליוגרפיה

1. אמזלג, י' ומחרז, א'. (2002). מועדון המיליון- הקשר בין השכר לביצועים של מנהלים בחברות ציבוריות. *רבעון לכלכלה* 49, 284-320
2. בר- יוסף, ש' וטלמור, א'. (1997). ביצועים מול שליטה : מה מניע את שכר המנהלים הבכירים בישראל? *רבעון לכלכלה* 44, 171-192
3. ברק ר', כהן, ש', לאוטרבך, ב'. (2007). שכר מנכ"לים בישראל והקשר שלו לבעלות ולביצועים של הפירמה. *רבעון לכלכלה*, 54, 205-228
4. האוזר, ש' ואופיר, ש'. (1998). בחינת הגורמים המשפיעים על ההבדל בין השכר למנהלים בכירים לבין שאר העובדים בחברות שמניותיהן רשומות בבורסה בתל אביב, *רשות ניירות ערך*
5. האוזר, ש' וגזבר, ש'. (1993). מבנה השליטה ומדיניות השכר למנהלים בכירים בחברות תעשייתיות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל אביב. *רבעון לכלכלה*, 40, 415-435
6. האוזר, ש', סלומון, א', שוחט א' ותנחומא י'. (1995). מה בין מדיניות השכר למנהלים בכירים ומבנה שליטה בחברות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל אביב, לבין התוצאות העסקיות שלהן? *רשות לניירות ערך*.
7. Ang, J.S., Hauser, S. and Lauterbach, B. (1997). Top executive compensation under alternate ownership and governance structures. *Advances in Financial Economics* 3, 1-32
8. Bebchuk, L. A., Fried, J.M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17, 71-92
9. Bebchuk, L. A., Fried, J. M. (2005). Pay Without Performance: Overview of The Issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4), 8-23 .
10. Bebchuk, L. A, Grinstein, Y. (2005). The Growth of Executive Pay. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 283-303.
11. Bizjak, J., Lemmon, M., Nguyen, T. (2011). Are all CEOs above average? An empirical analysis of compensation peer groups and pay design. *Journal of Financial Economics*, 100, 538-555
12. Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.
13. Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2009). CEO Compensation and Board Structure. *The Journal of Finance*, 64(1), 231-261.
14. Cook, K.S. (1995). *The Winner- Take- All Society*. Simon and Schuster Press.
15. Core, J. E., Holthausen, R. W., Larcker, D. F. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.



16. Croci, E., Gonenc, H., & Ozkan, N. (2012). CEO Compensation, Family Control, and Institutional Investors in Continental Europe. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3318-3335.
17. Dicks, D. L. (2012). Executive Compensation and the Role for Corporate Governance Regulation, *Review of Financial Studies*, 25(6), 1971-2004
18. Dong, Z., Wang, C., Xie, F. (2010). Do Executive Stock Options Induce Excessive Risk Taking? *Journal of Banking and Finance*, vol.34
19. Edmans, A., Gabaix, X. (2011). The effect of Risk on the CEO Market. *The Review of Financial Studies*, 24 (8), 2822-2863
20. Fahlenbrach, R., & Stulz, R. M. (2009). Bank CEO Incentives and the Credit Crisis (No. w15212). National Bureau of Economic Research.
21. Fernandes, N., Ferreira, M. A., Matos, P., Murphy, K. J. (2013). Are US CEOs Paid More? New International Evidence. *Review of Financial Studies*, 26(2), 323-367.
22. Gabaix, X., Landier A. (2008). Why has CEO pay increase so much? *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 123(1), 49-100
23. Gallego, F., Larrain, B. (2012). CEO Compensation and Large Shareholders: Evidence from Emerging Markets. *Journal of Comparative Economics*, 40(4), 621-642.
24. Hall, B. J., Liebman, J. B. (1998). Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 653-691.
25. Hartzell, J. C., Starks, L. T. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *The Journal of Finance*, 58(6), 2351-2374.
26. Holderness, C., Sheehan, D. (1988). The role of majority shareholders in publicly- held corporations. *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346
27. Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
28. Jensen, M. C., Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2) 225-264.
29. Kostiuk, P.F., (1990). Firm size and executive compensation. *The Journal of*
30. *Human Resources*, 25, 90-105.
31. Leonard, S. J. (1990). Executive Pay and Firm Performance. *Industrial and Labor Relation Review*, 43, 13- 29.
32. Mueller, D. C., Yun S.L. (1997). Managerial Discretion and Managerial Compensation. *International Journal of Industrial Organization*, 15, 441- 454.

33. Ozkan, N. (2011). CEO Compensation and Firm Performance: An Empirical investigation of UK Panel Data. *European Financial Management*, 17(2), 260-285.
34. Rosen, S, (1992). *Contracts and the Market for Executives*. (Edited by Lars Werin and Hans Wijkander). *Main Currents in Contract Economics*, 181-211.

#### רשימת חוקים וועדות

- חוק ניירות ערך, התש"ל-1970, תקנה 21
- חוק החברות, התשנ"ט-1999 והתקנות לפיו
  - חוק החברות (תיקון מס' 16) התשע"א-2011
  - חוק החברות (תיקון מס' 20), התשע"ג-2012
- המלצות הועדה לממשל תאגידי ("ועדת גושן"), 2006  
[http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_45.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_45.pdf)
- עקרונות שקבע מפקח על הבנקים בנוגע לקביעת מדיניות התגמול בבנקים, 2009  
<https://www.boi.org.il/deptdata/pikuah/skira09/ch-d.pdf>
- הצעת חוק תגמול נושאי משרה במוסדות פיננסיים, 2014  
<https://shituf.gov.il/discussion/824>
- The Sarbanes- Oxley Act, 2002 (<http://www.soxlaw.com/>)
- Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union- A Plan to Move Forward, 2003  
(<http://www.ecgi.org/commission/>)
- The Dodd- Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010  
<https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>