

אופציות למנהלים בשוק הון עם בעלות מרוכזת: הערכה מחודשת ודיון במקרה הישראלי

מאת

שרון חנס*

רשימה זו מציעה ראייה שונה מהמקובלת לתגמול מוטה מניות, כדוגמת אופציות. הספרות הענפה בתחום משקיפה על העובד מקבל התגמול כמי שהפירטה רוצה להדק את המוטיבציה שלו לעבוד כראוי. לפי גישה זו, התגמול הינו תחליף לאמצעי בקרה אחרים על העובד מקבל התגמול. במאמר זה, לעומת זאת, מוצג העובד מקבל האופציות כמי שמבצע בקרה על אורגנים אחרים בארגון, והתגמול מוטה המניות מתמרץ אותו למשרה זו. בפרט, מתמקדת הרשימה בתמרץ נושאי משרה בכירים, בחברה שיש לה בעל שליטה, לפעול לטובת בעלי מניות מן המיעוט. תגמול מוטה מניות הופך את נושא המשרה לשותף לעמדתם של בעלי המניות מן הציבור ומן המיעוט, ומקל על בעית הנציג שבין בעל השליטה לבעלי המניות מן המיעוט. התקשורת בין אותו נושא משרה לבין גורמים שמתחרין לחברה, כדוגמת המשקיעים המוסדיים, הופכת לפיכך לאמינה יותר, ומאפשרת לחברה, ואף לבעל השליטה בה, לקדם את האינטרסים שלהם. לתגמול מוטה מניות אפוא, תכונה של "בקה-הופכית". היינו, גם לעובד שהבקה עליו טובה ראוי לעיתים לתת תגמול שכזה, משום שאותו עובד עשוי לקיים משימה של בקרה על האחראי עליו. תיאוריה זו משתרעת גם מעבר לגבולות הרשימה והיא שופכת אור על תופעות שאף להם הסבר כדוגמת ריבוי השימוש בתגמול מן הסוג הנדון.

* מרצה בכיר, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב. מרצה לתאגידיים, למשפט וכלכלה ולגיירות ערך. על הערות ושיחות מעיליות אני אסיר תודה לאבי בל, לעמרי בן שחר, לאדון בריגיל, לענר ברגר, לזוד האן, לאלון הראל, לאסף חסדני, לאבי טבת, לעמרי ינליך, לאיל מולגניק, לרוני עמיה, לדב ספיר, לאריאל עמינצט, לאריאל פורת, ללאה פסרמן, לג'סי פריד, לרוגן ציטבר, לרוברט קוטר, לרועי קרייטנר, ליניב שקל וכן למשתתפים בכנס השנתי של האגודה למשפט וכלכלה בישראל (2005) ולמשתתפי הסדנה למשפט וכלכלה באוניברסיטת תל-אביב. תודה מיוחדת גם לשגיא פארי על סיוע רב במחקר ואיסוף הנתונים, ולצור אלקן ושירלי לוי על סיוע בעריכה ובמחקר. מרכז-על צגלה למחקר בינתחומי באוניברסיטת תל-אביב סייע במימון המחקר. המאמר זכה בפרס צגלה לשנת תשס"ו על מקורות ותרומה ייחודית למשפט הישראלי.

בתברות הייטק, ולעיתים תגמול מסיבי שכזה עד לאחרון העובדים בתאגידים מסוימים.

מבוא. א. תגמול מנהלים בארצות-הברית ובישראל. 1. תגמול מנהלים בארצות-הברית; 2. מאפייניו של תגמול מנהלים בישראל; ב. השיעור בזכות הגברה השימוש בתגמול עובדים בכירים באמצעות אופציות. 1. היקף בעיית הנציג בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט בישראל, המאמצים לפתרונה והצורך בפתרון המשלים של הענקת אופציות לבכירים; 2. השיות קונגסיטיות המחדדות את הצורך בהענקת אופציות לבכירים; 3. הפתרון המוצע ותורמיו המיוחדת; 4. כמה הערות לעניין עיצוב התגמול באופציות; 5. מי ידחף את החברות לאמץ את ההצעה? 6. האם ניתן לצפות לאימוץ הפתרון המוצע על ידי מנגנוני השוק? ג. כללי הגילוי החלים על תגמול המנהלים בארצות-הברית ובישראל. 1. כללי הגילוי של תגמול מנהלים בארצות-הברית; 2. כללי הגילוי החלים על תגמול המנהלים בארץ; 3. עמידה חלקית בדרישת הדיווח; 4. דיווח על תגמול מנהלים בחברות הדואליות; ד. סוף דבר.

מבוא

רשימה זו בוחנת את השימוש באופציות למנהלים בשוק ההון הישראלי ומעלה את השערה כי דווקא בשוק הון בעל בעלות מרוכזת, כדוגמת השוק הישראלי, יש לשיטת תגמול זו יתרונות ייחודיים. בפרט, שיטת תגמול זו עשויה להקל על בעיות של ניגוד עניינים בין בעל השליטה בחברה לבין בעלי המניות מן המיעוט.¹ עמדה זו מנוגדת לעמדה הרווחת, לפיה הענקת אופציות למנהלים

1 טענה זו הינה פן אחד בגישה כוללת יותר, הרואה תגמול מוטה-מניות – כדוגמת אופציות לעובדים – ככלי גמיש יותר מזה המתבצע בספרות. הספרות הקיימת מתרכזת בעובד מקבל התגמול, כמי שיש לפקח עליו ולתמרץ אותו לעבודה פורייה יותר עבור הארגון, והשימוש בתגמול המיוחד מקל על משימה זו. לעומת זאת, אני מתרכז דווקא בתפקיד של העובד מקבל התגמול כמפקח. לגישה, הענקת אופציות לעובדים מהווה מעין "הפרטה" של מנגנוני הבקרה של הארגון לעובדיו, והתגמול כתמרץ את העובדים לפקח על חבריהם. עם קבלת האופציות נהפך כל עובד בארגון לסוכן של הארגון, המבקש את הגורמים השונים של הארגון. ככל שצורכי הבקרה של הארגון גדולים יותר, כך יש צורך רב יותר בתגמול באופציות, לרבות תגמול דרגים נמוכים יותר בארגון.

גישה זו – אותה כיניתי "בקרה הופכית" (reverse monitoring) – שופכת אור על תופעות שהספרות הקיימת אינה מסבירה באופן מספק. כך, למשל, גישה זו מסבירה את הצורך של חברות-ענק כמיקרוסופט או אינטל להעניק אופציות לכל דרגי הארגון. הספרות

מתאימה לשוקי הון בעלי בעלות מבוזרת כדוגמת השוק האמריקני, אך לא לשוקי הון בעלי בעלות מרוכזת. אכן, בשוק ההון האמריקני, השימוש באופציות למנהלים ובאמצעי תגמול דומים אחרים מגיע להיקפי ענק, הן במונחים אבסולוטיים והן כאחוז מהתגמול הכולל למנהלים. אלו התומכים בנחה זו מחללים את השימוש באופציות למנהלים כאמצעי ראשון במעלה להתמודדות עם ניגודי האינטרסים בין שכבת ההנהלה לבין בעלי המניות של החברה, הידועה גם כבעיית הנציג.² חברה אמריקנית ציבורית טיפוסי, להבדיל מחברה מקבילה בישראל וברוב מדינות העולם האחרות, נהנית מביזור גבוה של מניותיה. כך,

הקיימת מדישה את תכונותיהם המיוחדות של העובדים בארגונים אלו, המצטיינים ביצירתיות ובפוריות רבה מחד גיסא, בעוד הפיקוח עליהם קשה מאידך גיסא. עם זאת, ספק רב אם למהנדס באינטל או במיקרוסופט, יצירת ככל שיהיה, יש יכולת להזיז בצורה משמעותית את שער המניה של החברה אלו, ששור השוק שלהן עומד על מאות מיליארדי דולרים. לעומת זאת, גישת הבקרה ההופכית מסבירה כי אפילו תבורת ענק כמו מיקרוסופט או אינטל עלולות להיפגע קשות אם אחד העובדים יעביר למתחרה פריטים חיוניים מהקניין הרוחני שלהן. תגמול באופציות הופך כל עובד בחברות אלו למפקח על העובדים האחרים (לרבות הממונים עליו), וניתן להניח שתפקיד הבקרה ההדדית מתבצע באופן טוב יותר מאשר באמצעות כל גוף חיצוני. חלוקת אופציות לעובדים של ארגונים רגישים לאינפורמציה מעמידה אותם על המשמר מפני זליגת המידע. באופן זה כל עובד מבקר את תברו ואת הממונים עליו, ולאור זאת ניתן להכין את המדיניות ארוכת-השנים של אינטל להעניק אופציות לעובדיה, עד האחרון שבהם, שכן גם עובד אדמיניסטרטיבי מסוגל לחשוף דליפה שפגיעתה בארגון רגיש מעין זה רבה.

באופן כללי יותר, הגישה הרואה את העובד מקבל התגמול כמפקח יכולה להסביר תופעות רבות שאין להן הסבר מספק כיום בספרות, ובפרט את כל המקרים שבהם מקבל האופציות הינו עובד שאין כל היגיון לתגמל אותו למאמץ מרבי דווקא באמצעות כלי זה. את הגישה הכללית יותר, בדגש על השלכותיה לגבי השוק האמריקני, פירסתי במאמרי Sharon Hannes, "Reverse Monitoring: The Other Side of Employee Stock Ownership Plans," (Unpublished Manuscript, 2005).

2 הניתוח הראשוני של בעיית הנציג מיוחס ל- Michael C. Jensen & William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," 3 J. Fin. Econ. 305, 323 (1976). בהקשר של דיני חברות הבחין מרק רו בין בעיית נציג אנכית - בין הנהלת החברה לבעלי מניותיה, בעיה האופיינית במבנה בעלות מבוזר - לבין בעיית נציג אופקית, החלה במערכת היחסים בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט, שהינה אופיינית למבנה בעלות מרוכז. ראו Mark J. Roe, "The Institutions of Corporate Governance," in *Handbook of New Institutional Economics* 371 (Claude Menard & Mary M. Shirley eds., 2004). עור ראו וזהר גרשן, "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים, כתוך ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקציה - חיבורי משפט 239 (בעריכת אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקציה ומרדכי א' ראבילו, תשנ"ו).

למשל, המנכ"ל של חברת בואינג מחזיק בכשני פרומיל בלבד מהון החברה,³ בעוד ששאר המניות מפורזות בידי הציבור ובידי משקיעים מוסדיים, שכל אחד מהם אינו מחזיק באחוז משמעותי ממניות החברה.

מצב דברים זה, וכן גורמים משפטיים ועסקיים אחרים האופייניים לשוק האמריקני, מפחיתים במידה ניכרת את היכולת של בעלי המניות לפקח על ההנהלה, ובהיעדר פיקוח קיים חשש ממשי שההנהלה לא תפעל באופן בלעדי לטובת בעלי המניות של החברה. גידול עודף בממד החברה (empire building), גידול פרויקטים ראוותניים ומיותרים (pet projects), הפקת טובות הנאה בממדים גדולים וסחר במידע פנים הם רק חלק מרשימה ארוכה של תחלואים אפשריים. תגמול המנהלים באופציות הניתנות לשימוש למניות החברה, כך ממשיך הטיעון, עשוי למתן את החשש האמור. היות שערך האופציות מאמיר עם עליית ערכן של מניות החברה, יפעל המנהל למקסום שווייה של החברה לטובת כל בעלי מניותיה, וישים דגש מועט יותר על האינטרסים האישיים שלו. באופן זה האופציות תורמות להאחדת האינטרסים של המנהלים עם בעלי מניותיהם אף בהיעדר פיקוח ממשי מצד בעלי המניות.⁴

המצדדים בשימוש באופציות למנהלים בארצות-הברית טוענים – בנשימה אחת עם ההסבר שהובא לעיל – כי לתגמול מנהלים באמצעות אופציות אין תפקיד מרכזי בחברה שהבעלות בה מרוכזת.⁵ חברה ציבורית בבעלות מרוכזת מאופיינת

3 נכון לסוף 2003, המנכ"ל מחזיק בכשני פרומיל ממניות החברה (1,755,895 מניות) מקור הנתונים בפרוקסי סטיסטמנס של חברת בואינג, שנשלח לבעלי המניות של החברה עבור שנת 2003, ובדו"ח הרבעוני של החברה מיום 28.7.04.

4 גם המתנגדים החריפים ביותר לדרך התגמול הנהוגה כיום בארצות-הברית אינם שוללים את עיקרון האחדת האינטרסים ואת הפוטנציאל הטמון בשימוש ראוי באופציות למנהלים ובאמצעי תגמול דומים אחרים. עיקר ביקורתם היא על הדרך שבה מתבצע התגמול בפועל, לרבות השליטה העקיפה של המנהלים במנגנון התגמול של עצמם. ראו להלן, הערה 47.

5 עמדה זו נשמעת לעתים קרובות על ידי מלומדים אמריקנים ואחרים, והיא חלק מההבנה המקובלת בארצות-הברית. ניתן לאתר אותה לעתים גם בספרות בהקשרים שונים; לדוגמה ראו Matthias Benz, Marcel Kucher & Alois Stutzer, "Are Stock Options the Managers' Blessing? Stock Option Compensation and Institutional Controls," University of Zurich Institute for Empirical Research in Economics, Working Paper No. 61, 13 (2001) available at www.iew.unizh.ch/wp/viewwp061.pdf; Yun W. Park, Khalil M. Torabzadeh & Toni Neison, "Controlling Shareholder and Executive Incentive Structure: Canadian Evidence," 17 Can. J. Admin. Sci. 245, 245-246 (2000); Guido Alessandro Ferrarini & Niamh Moloney, "Executive Remuneration in the EU: The Context for Reform," available at: http://papers.ssrn.com/papers/taf?abstract_id=715862; Angela K. Gore, Steven R. Matsunaga & Eric

בכך שלחברה יש בעל שליטה המחזיק ברוב מניותיה או, לכל הפחות, בעל מניות דומיננטי האוחז בנתח משמעותי של מניות החברה. בחברה מעין זו, טוענים אותם מלומדים, חופש הפעולה של המנהלים מוגבל; יתר על כן: לחברה יש גוף מפקח (אותו בעל מניות דומיננטי או בעל שליטה) המסוגל לנתח את פעולותיהם של המנהלים בריעבד ולתגמל אותם על ביצועיהם מבלי להזדקק לאופציות ולדומיהן. במצב דברים זה, יהיה בחלוקת אופציות משום בזבוז, שהרי מדובר במכשיר תגמול גם המטא על ידי תנודות השוק וגורמים שונים שמקורם אינו בפעולתו של המנהל דווקא.⁶

רשימה זו יוצאת נגד הבנה מקובלת זו ומציגה סיעון סדור בזכות שימוש באופציות למנהלים דווקא בחברות עם בעלות מרוכזת, כמו אלה האופייניות לבורסה לניירות ערך בתל-אביב. לשוק ההון הישראלי שני מאפיינים בולטים הקשורים לענייננו – ריכוז רב של הבעלות בחברות הציבוריות,⁷ והפקת טובות הנאה מרובות על ידי בעלי השליטה בחברה, מבלי לשתף את הציבור בהנאות אלו (private benefits of control).⁸ דרך בולטת אחת שבה בעל שליטה מסוגל

Yeung, "The Relation between Financial Monitoring and Equity Incentives for Chief Financial Officers," available at: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=665286

עמדה זו משתמעת גם ממאמרו של מרק רו, ראו Roe, הערה 2 לעיל.

6 עלות בולטת נוספת של תגמול מנהלים באופציות הינה הגברת המוטיבציה של אותם מנהלים לנפח את מחיר המניה כלפי מעלה באופן מלאכותי. ראו, לעניין זה, David J. Denis, Paul Hanouna & Atulya Sarin, "Is there a Dark Side to Incentive Compensation?," available at: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=695583

7 ידגיש כי בכל הקשור לריכוז הבעלות בחברה, המצב בישראל הוא הרווח בעולם ושיתפים לו גם שוקי הון בולטים כאלו של גרמניה ויפן, אולם דווקא כמה שוקי הון מרכזיים – כשוקי ההון של ארצות-הברית ובריטניה – נבדלים ממנו בבעלות המבוזרת של רוב החברות הנסחרות בהן. ראו Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," 52 *J. Fin.* 737 (1997); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, "Corporate Ownership Around the World," 54 *J. Fin.* 471 (1999).

8 ישראל נמנית במועדון המפוקפק של המדינות שבהן התועלת הצומחת לבעל השליטה (תועלת שאינה נחלתם של בעלי המניות מן המיעוט) היא מהגבוהות בעולם. החברות האחרות במועדון זה הן ארגנטינה, אוסטרליה, קולומביה, צ'כיה, איטליה, מקסיקו, טורקיה וברזיל. הממצא מבוסס על המחקר העורך שמקבל בעל השליטה כעת מכירת אחזקותיו בחברה מעבר למחיר השוק של ניירות הערך של החברה. ראו Alexander Dyck & Luigi Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison," 59 *J. Fin.* 537 (2004). ניתן ללמוד על התופעה גם מכותרות העיתונים, המעידות פעם אחר פעם על הפרמיות העצומות שמקח נהנים בעלי השליטה כשהם בוחרים למכור את מניותיהם לבעל שליטה חדש. ראו, למשל, שי אליאש, "זאב מזון במגעים לרכישת 24% מתיא השקעות

להפיק טובות הנאה מעין אלו היא עסקה בניגוד עניינים, בתנאים המעדיפים את טובתו של בעל השליטה על טובת החברה שבשליטתו.⁹ רבות דובר בנוק הנגרם לשוק הישראלי כתוצאה מעסקאות בניגוד עניינים ושאר פעולות המקנות טובות הנאה פרטיות לבעל השליטה, והצעות שונות לטיפול בבעיה הועלו וחלקן אף זכה ליישום. כך, למשל, בחוק החברות החדש קיים פרק מיוחד העוסק באישור עסקאות בניגוד עניינים, הכולל מנגנונים ייחודיים לדיון הישראלי. גם הרשות לניירות ערך, המלינה על עניין זה חדשות לבקרים, יצאה לאחרונה במאבק של ממש בתופעה של אישור מוגזם של עסקאות בניגוד עניינים בין חברות לבעלי השליטה בהן.¹⁰

עם זאת, יש לזכור כי ריכוז הבעלות בחברות בישראל, אין משמעו בהכרח כי בעלי השליטה מנהלים את החברות שבשליטתם בעצמם או על ידי בני משפחתם. בחברות רבות – בוודאי ברוב החברות הגדולות ביותר – מועסקים מנכ"לים מקצועיים, היינו: מנכ"לים שאינם נמנים על בעלי השליטה ומשפחותיהם.¹¹ כפי שאסביר במאמר זה, הנפקת אופציות או תגמול אחר

לפי 35 מיליון דולר, מעריב 31.3.2002. על פי לשונות, כתבה זו מעירה על העברת שליטה במחיר למניה הגבוה פי שלושה ממחיר המניה לציבור בעלי המניות, ומכאן ניתן ללמוד על ההבדל בין שווי החברה לשולם בה לבין שווי החברה לבעל מניות רגיל מן הציבור.

9 דוגמה לפיקטיות המטרידות המאפשרות עסקאות מעין אלו ניתן למצוא בפסק הדין בעניין ערד, ראו ת"פ (תל-אביב-יפו) 40200/99 מדינת ישראל נ' איזנברג (לא פורסם, 16.9.2003), סעיפים 4 ו-7 לפסק דינה של השופטת רנה משל (שהם). לאחרונה ניתן פסק הדין בערעור נשוא פרשה זו והשאייר את ההרשעה על כנה, כמו גם את המסד העיקרי והמרתיע של הפסיקה המחזית. ראו ע"פ 3896/04 מדינת ישראל נ' איזנברג (לא פורסם, 2.2.2005).

10 ראו "חדשות ופרסומים" של רשות ניירות ערך לעניין "רשות ניירות ערך מפרשת 'עניין איש' בחוק החברות: בעל מניות הנתון להשפעה של בעל השליטה או נמצא עמו ביחסים הגורמים לו להצביע בניגוד לאינטרסים שלו כבעל מניות" (מיום 14.1.04); "רשות ניירות ערך דורשת מתחברות הסברים על מינוי דירקטורים חיצוניים בסמוך לאישור עסקאות עם בעלי עניין" (מיום 12.5.04); "החלטה על כך כי עסקה חריגה של חברה ציבורית כוללת גם עסקה שמבצעת חברה פרטית בבעלותה המלאה" (מיום 4.2.04). את הפרסומים ניתן למצוא ב: www.isa.gov.il. דוגמאות לפעולותיה של הרשות ראו אצל שי שלו, "גדעון ישפה, מבעלי חברת דורות, נעצר לחקירה ברשות לני"ע", גלובס 21.6.05.

11 הטבלה שבנספח א', המבוססת על נתונים שנאספו במיוחד לצורך רשימה זו, מרכיזה נתונים לגבי 60 החברות הגדולות במשק הישראלי נכון לשנת 2000. ההגדרה שנבחרה למנכ"ל מקצועי לצורך הטבלה היא מנכ"ל שיתד עם בני משפחתו הקרובה אינו אותו ביותר מ-3% מהון המניות של החברה. לאיש משרת המנכ"ל במנהל מקצועי תורמת,

מוטת-מניות, למנהלים אלו ולשכבת המנהלים שמתחתיהם, עשויה להגביל את יכולתו של בעל השליטה בחברה להפיק טובות הנאה פרטיות שהציבור אינו צד לתן. פתרון מוצע זה משתלב היטב במנגנונים האחרים שכבר קיימים בדין לטיפול בבעיה, ובפרט במנגנון אישור העסקאות בניגוד עניינים.

אם כן, הנפקת האופציות למנהלים שבה תומך מאמר זה אינה מהווה אך ניסיון לפתרון בעיית נציג במישור היחסים שבין בעלי המניות למנהלים, אלא אמצעי להקלת בעיית נציג אחת במישור היחסים שבין בעלי מניות המיעוט לבעל השליטה בחברה. בהיעדר תגמול מוטת-מניות, הנאמנות והמחויבות של מנהלי החברה הישראלית נתונים לבעל השליטה כמעט באופן בלעדי, וזאת על אף התוראה התאורטית של הדין, הדורשת מנושאי המשרה בחברה נאמנות לתברה עצמה ובעקיפין – לכלל בעלי המניות שלה. נושאי המשרה הבכירים בחברה ישראלית ממונים למעשה על ידי בעל השליטה (במישרין או בעקיפין). בעל השליטה הוא תבוחר בהם, הוא המקדם אותם והוא הקובע בפועל את התגמול שיקבלו. במצב מעין זה פורחת תרבות ארגונית שבה נושאי המשרה הבכירים פועלים לקידום ענייניו של בעל השליטה.

ייתכן מיד, כי ברגיל אין במצב זה כל רע: בעל השליטה הוא ראש וראשון למעוניינים בטובת החברה שבשליטתו, והצלחת החברה משפיעה לטובה על כל בעלי מניותיה. אולם, במקרים מסוימים – כגון מקרים של עסקאות בניגוד עניינים ומקרים אחרים שבהם קיים מתח בין טובת בעל השליטה לטובת שאר בעלי המניות בחברה – יש להיזהר מתלות יתרה של נושאי המשרה בבעל השליטה. ייתכן גם שבנסיבות העניין לא די ביושר אישי ובאובייקטיביות, שאין להטיל ספק כי נושאי משרה רבים ניתנים בהם, ויש לספק מנגנון שייצור תלות ישירה בין נושאי המשרה לכלל בעלי המניות של החברה.¹²

תגמול בעזרת אופציות, וכל תגמול אחר מוטת-מניות, הוא אמצעי מצוין לפיתוח התלות הנדרשת. מחירה של מניה בבורסה משקף את השווי של החברה

אולי, גם ההפרדה הקבועה בחוק החברות בין תפקיד יו"ר הדירקטוריון לבין תפקיד המנכ"ל – הפרדה שכדי להפר אותה נדרשת החברה לעמת במנגנון סכך של אישורים חוזרים. ראו סעיפים 95 ו-121 לחוק החברות. מכל מקום יש לזכור כי החוק אינו אוסר על בעל השליטה למנות בן משפחה קרוב לאחד התפקידים האמורים.

12 כך, למשל, הרעיון להגביר את מספר הדירקטורים החיצוניים אינו מספק, משום שלדירקטורים "אובייקטיביים" מעין אלו חסרה התלות בעניינם של כלל בעלי המניות. ראו לעניין זה את Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried & David I. Walker, "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation," 69 U. Chi. L. Rev. 751, 764-774 (2002).

עבור בעל מניות מן הציבור ולא עבור בעל השליטה בה. התועלות הפרטיות שמפיק בעל השליטה משליטתו בחברה (כמו, למשל, רווח מעסקאות בניגוד עניינים) אינן באות לידי ביטוי במחיר המניה בבורסה, משום שהפקתן איננה נתלתו של בעל מניות מן השורה.¹³ תופעה זו נחשפת לעיתים קרובות בעסקאות של העברת שליטה, שבהן בעל השליטה מקבל עבור מניותיו (המקנות שליטה) תמורה גבוהה בהרבה משוויין בבורסה.¹⁴

משום כך, תגמול של נושאי משרה באמצעות אופציות מהווה משקל נגד לתלות הטבעית של נושא המשרה בבעל השליטה של החברה, הנובעת, בין היתר, מהעובדה שבבסיס תגמולו של המנהל עומדת משכורתו – הנקבעת על ידי בעל השליטה בכפוף להליכי אישור עסקאות עם נושאי משרה על פי חוק.¹⁵ כאשר תעמדת על הפרק עסקה או פעולה של החברה, המאופיינת בכך שהיא מייטיבה עם בעל השליטה על חשבונם של בעלי המניות מן הציבור, יתשוב נושא המשרה פעמים בטרם יקדם ברצון את אותה הפעולה, וזאת משום שקידומה משמעו פגיעה בתגמול האיש של נושא המשרה עצמו. לעומת זאת, עסקה רווחית לחברה לא תיפגע כלל מתגמול המנהלים באמצעות אופציות.¹⁶ וזאת משום שבכל עסקה שבה אין ניגוד אינטרסים בין בעל השליטה לבעלי המניות מן הציבור, התגמול מתמרז באמצעות מניות את נושא המשרה לקדם את ענייניהם המשותפים של בעל השליטה ושל בעלי מניות המיעוט בחברה. אמנם, להבחילתה

13 אופציה לעובדים הינה זכות המקנה לעובד את האפשרות לרכוש מניה של החברה בתנאים מסוימים. תנאי האופציה כוללים את מועד הפקיעה – המועד שממנו ואילך ניתן לממש (vesting), את תוספת המימוש שעל העובד לשלם בעת המרת האופציה למניה ותנאים נוספים.

14 הסבר אחר לפער בין שווי המניות בבורסה לבין המחיר הנוצק בהעברות שליטה מצוי בפסק הדין בעניין אייזנברג; ראו עניין אייזנברג, הערה 9 לעיל, בסעיף 3.1ב לפסק הדין מצוין כי מלבד הקושי לאסוף כמות גדולה של מניות דרך הבורסה – קושי הנצדיק תשלום פרמיה למי שמוכר כמות גדולה של מניות, המסכה לקונה שליטה בחברה – קיים חשש כי מחיר המניה יעלה בעקבות הביקוש הרב, ועל כן יש צידוק כלכלי לתשלום פרמיה למוכר. לכן, עסקאות כאלו מתבצעות לרוב מחוץ לבורסה. לעניין הנזק הנגרם למשק מיצירת אסימטריה בין היכולת של בעל שליטה לצרוך טובות הנאה פרטיות לבין יכולתו לקבל פרמית שליטה בעת שהוא מוכר את השליטה בחברה, ראו Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, "Controlling Controlling Shareholders." available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=417181.

15 חוק החברות, התשנ"ט-1999, סעיפים 268-284.

16 יש לסייג במעט אמירה זו, משום שנושא משרה האחז באופציות עשוי להעדיף רמת סיכון מוגזמת לניהול עסקי החברה. עם זאת, ספק אם מדובר בחשש ממשי, משום שדוב המנהלים טובלים מהבעיה ההפוכה ונרתעים מסיכונים היות שהזנם האנושי מושקע בחברה.

של חברה ישראלית אין מעמד בדין המאפשר לה לבלום עסקה בניגוד עניינים, אולם אין לסעות בתפקידה המכריע; ההנהלה הבכירה מהווה את הגורם המרכזי המייצג לבעל השליטה בפעולותיו בנוגע לחברה, והיא מייצגת לו גם בעיצוב עסקאות בניגוד עניינים כך שזכו לתמיכת המשקיעים והשוק. כמו כן, להנהלה הבכירה ערוץ תקשורת ישיר לדירקטורים החיצוניים של החברה ולמשקיעים המוסדיים שביריהם המפתח לאישורן של עסקאות בניגוד עניינים. המשקיעים המוסדיים והדירקטורים החיצוניים, המרוחקים דרך כלל מהמדע הרגיש הדרוש להערכת עסקאות בניגוד עניינים, יוכלו ליהנות מחזות דעת בלתי-משוחדות כשיפנו לאותם מנהלים הנהנים מתגמול מאוון.

יתר על כן: אין להמעיט בחשיבותו של התגמול באופציות ככלי לשינוי התרבות הארגונית של החברה. תגמול מעין זה עשוי לשנות את הגישה הכללית של ההנהלה לטובת גיהול המקדם את צורכיהם של גוף בעלי המניות הכולל. כן יש לזכור שפעולות רבות של נושאי המשרה לטובת בעלי השליטה נעשות בתום לב. בהיעדר אינטרס פרטיקולרי לדאוג לטובתו של המיעוט, עלול נושא המשרה למעט לדרוש ולחקור או אף להימנע מלהעלות אל סף הכרתו את הבעייתיות הסמונה בעסקה מסוימת, תופעה הידועה גם כ-"self serving bias". לעומת זאת, אם חלק מרכזי מהתגמול של נושא המשרה יתבסס על מחיר המניה של החברה, יהיה לנושא המשרה אינטרס מובהק לעמוד על המשמר, והוא יתקשה יותר לעבור לסדר היום כשיבחין בהתנהגויות פוגעניות.

מתן אופציות לשכבת מנהלים ולא רק למנכ"ל החברה ישפר את האפקט אף יותר. כל מנהל שחלק מרכזי מהתגמול שלו הוא מוטה-מניות יקפיד על קידום עניינם של שאר בעלי המניות בחברה. ריבוי המנהלים שיש להם אינטרס לבלום את הפעולה המזיקה ימנע מצד אחד את חשיפתו של המנהל שבחר לפעול נגדה, ומצד שני – ינטרל את יכולתו של בעל שליטה לפעול בחשאי לשכנוע הגורם הבודד העלול לעכב את העסקה. יתר על כן: מטבע הדברים, דרגים נמוכים יותר קשורים פחות מבחינה אישית וחברתית לבעל השליטה, ואין לצפות מהם לנאמנות עיוורת. במצב זה, בעלי השליטה ועושי דברם בהנהלה ירתעו לעתים מלכתחילה מקידום פרויקטים פוגעניים או מניסיון להסתיר מידע.

לבסוף, יש להסביר מדוע כדאי לבעל השליטה (ולא רק למשקיעים מוסדיים שהם הנמענים הראשיים של רשימה זו) לקדם מדיניות של תגמול נושאי המשרה באופציות, על אף שמהלך מעין זה עלול להצר את צעדיו בעתיד ולמנוע ממנו הפקה של טובות הנאה פרטיות. ובכן, בעלי שליטה המעוניינים לגייס הון לחברה בשווי גבוה, מבצעים פעולות רבות הבאות להבטיח לציבור בעלי המניות כי יקדמו את ענייניו. הענקת אופציות מהווה את אחת הדרכים שבהן יוכל בעל השליטה להתחייב בצורה אמינה כי בעתיד, לאחר גיוס ההון, הוא ימנע מהפקה מוגזמת של טובות הנאה פרטיות

ומזיקות. יתר על כן: בעלי שליטה נבדלים בתכונותיהם זה מזה, וחלקם נוטים ממילא להפיק טובות הנאה מעטות יותר מאחרים, אך תכונות אלו של בעל השליטה נעלמות לעתים קרובות מעין הציבור. במצב דברים זה, בעלי השליטה הנוטים לצרוך פחות תועלות פרטיות יעדיפו להשתמש בתגמול מנהלים באמצעות אופציות, משום שתגמול מעין זה ממילא לא יגביל במיוחד את צעדיהם. מהלך זה יחשוף את תכונותיהם הטובות לעיני הציבור, והם יוכלו לזכות לשווי שוק גבוה יותר לחברותיהם במהלך גיוס ההון.¹⁷

המשך הניתוח יהיה כדלקמן: הפרק הראשון יתאר את המאפיינים של תגמול המנהלים (executive compensation) בארצות-הברית ובישראל. הפרק יתאר את המצב השורר כיום תוך השוואה לשנים עברו. הפרק כולל מידע שנאסף במיוחד עבור מאמר זה בנוגע לתגמול מנהלים בחברות הגדולות במשק המקומי. הפרק השני יפרט את הצעת המאמר, היינו: הגברת השימוש בתגמול של עובדים בכירים באמצעות אופציות ומכשירים דומים לטמ קידום עניינם של בעלי המניות מן המיעוט. הפרק השלישי יציג וימחיש את כללי הגילוי החלים על תגמול המנהלים בארצות-הברית ובישראל וכן את החוקים והתקנות העיקריים המעצבים וקובעים אותם. כדי שהשוק יוכל לאתר את שיטת התגמול של התנהלה, וכדי שהחברות לא יהפכו את ההצעה המפורטת במאמר זה לכלי ריק, ראוי ליצור שקיפות מקסימלית בעזרת כללי גילוי חדשים.¹⁸ בפרק זה יידונו, בין השאר, כללי הגילוי החלים על חברות דאליות הנסחרות הן בארצות-הברית והן בישראל, הנפלות בין הכיסאות מבחינת הגילוי של תגמול מנהלים. מצב זה טעון תיקון מידי כדי שאפשר יהיה ליישם גם על חברות אלו את ההצעה המפורטת ברשימה זו. הפרק הרביעי – יסכם.

17 אם בעל השליטה יבחר להעניק את הסמכות לעיצוב שכר המנהלים לוועדה בלתי-תלויה של דירקטורים, תגבר השקיפות והאובייקטיביות של התגמול ועמם גם האפקט החיובי המתואר בפסקה זו.

18 לענין הטענה שגילוי נאות הינו דרישת קדם לתגמול אפקטיבי ראו Ferrarini & Moloney, הערה 5 לעיל.

א. תגמול מנהלים בארצות-הברית ובישראל

1. תגמול מנהלים בארצות-הברית

במחקר שבחן את תגמול המנהלים בארצות-הברית בין השנים 1969-1983 נמצא כי לשכר המנהלים היה קשר זניח בלבד לביצועי החברה שבניהולם.¹⁹ ממצא זה הוביל את המלומדים ג'נסן ומרפי לאמירה הידועה הקובעת כי מנהלים בארצות-הברית מתוגמלים כמו פקידים (CEOs are paid like bureaucrats).²⁰ אולם, שינויים דרסטיים במאפיינים של תגמול המנהלים בארצות-הברית במשך 20 השנה שחלפו מאז, שינו את פני הדברים ללא היכר. השינוי הדרסטי ביותר הניכר לעין הוא השינוי בהיקף התגמול: במחקר שנערך בין השנים 1980-1994 התברר כי היקף התגמול, המורכב בעיקר משכר, מבונוסים ומשערוך של אופציות, גדל בחברות הגדולות בארצות-הברית בשנים אלו ב-209%.²¹ הכפלה נוספת של היקף תגמול המנהלים התרחשה מיד לאחר מכן בין השנים 1992-1998, ובין השנים 1992 ל-2000 התגמול כמעט שילש את עצמו – כשהתגמול הממוצע הכולל לכל אחד מחמשת הבכירים ב-500 החברות הגדולות בארצות-הברית (S&P 500) עלה מ-\$2,335,000 ל-\$6,549,000.²² תגמול המנכ"לים באותן חברות שיקף את המצב ביתר שאת, כשהתגמול הממוצע

19 ראו Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, "CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How," 68 *Harv. Bus. Rev.* 138, 141-143 (1990).

20 ראו שם, בעמ' 138.

21 ראו Brian J. Hall & Jeffrey B. Liebman, "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats," 113 *Q. J. Econ.* 653, 655 (1998) (המחקר נערך בקרב 400 החברות הציבוריות הגדולות, והמחברים הגיעו למסקנה ששיעור מנהלים כבר לא משולם בצורה ביוורקסיית אלא בהתאם לביצועים). ראו גם Randall S. Thomas, "Should Directors Reduce Executive Pay?," 54 *Hastings L.J.* 437, 440 (2003) (המחבר מראה כי תגמול מנהלים בחברות הנבחרות גדל בממוצע ב-175% בין השנים 1982-1994).

22 ראו Kevin J. Murphy, "Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options," 69 *U. Chi. L. Rev.* 847, 848 (2002); Susan J. Stabile, "One For A, Two For B, and Four Hundred For C: The Widening Gap in Pay Between Executives and Rank and File Employees," 36 *U. Mich. J. L. Reform* 115 (2003); Tod Perry & Marc Zenner, "CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation?," 35 *Wake Forest L. Rev.* 123, 124 (2000).

של המנכ"לים, על כל מרכיביו, עלה מ-\$3,500,000 בשנת 1992 ל-\$14,700,000 בשנת 2000.²³

אלא, שהשינוי המשמעותי ביותר לא היה דווקא בהיקף התגמול למנהלים אלא באופן התגמול. במיוחד נכון הדבר ביחס לשימוש באופציות כחלק מתגמול מנהלים, שנעשה יותר ויותר פופולרי בשני העשורים האחרונים. בשנת 1980 החזיקו רק כ-57% מהמנהלים בחברות הציבוריות באופציות של החברות שבניהולם; שיעור זה גדל ל-87% בשנת 1994,²⁴ ובשנת 1999 לבדה לא פחות מ-94% מהחברות הציבוריות הגדולות העניקו אופציות לבכיריהן.²⁵

יתר על כן: את העלייה הדרסטית בהיקף התגמול ניתן לזקוף ברובה המכריע לעלייה המתמדת בחלק היחסי של האופציות מסך כל התגמול לסנהלים.²⁶ אם בשנת 1985 האופציות היוו רק 8% מהפיצוי הכולל,²⁷ הרי שמשנת 1992 עד שנת 1998 עלה רכיב האופציות מכ-15% לכ-40% מכלל תגמול המנהלים.²⁸ בשנת

23 רכיב האופציות מסך כל התגמול בשנת 1992 היה \$800,000, ובשנת 2000 היווה רכיב זה כ-7,200,000 מסך כל התגמול. לעניין זה ראו Brian J. Hall & Kevin J. Murphy, "The Trouble with Stock Options," 17 *J. Econ. Perspectives* 47, 49 (2003); Michael C. Jensen, Kevin J. Murphy & Eric G. Wruck, "Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them," ECGI Finance Working Paper No. 44/2004, available at: <http://ssrn.com/abstract=561305>.

24 ראו Hall & Liebman, הערה 21 לעיל, בעמ' 663.

25 ראו Brian J. Hall & Kevin J. Murphy, "Stock Options for Undiversified Executives," 33 *J. Acct. Econ.* 3, 4 (2002) (המחקר נערך בקרב 500 החברות הציבוריות הגדולות). כן ראו Marcel Kahan, "The Limited Significance of Norms for Corporate Governance," 149 *U. Pa. L. Rev.* 1869, 1888 (2000) (המחקר בחן 250 חברות גדולות ונמצא כי כבר בשנת 1996 כ-90% מהחברות עשו שימוש באופציות כחלק מתגמול מנהלים).

26 ראו Randall S. Thomas & Kenneth J. Martin, "The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation," 67 *U. Cin. L. Rev.* 1021, 1029 (1999) (המחקרים מראים כי משנת 1980 עד שנת 1994 עלה שווי האופציות במנחים ריאליים בממוצע כ-683% מ-\$155,000 ל-\$1,200,000). ראו גם Thomas, הערה 21 לעיל, בעמ' 442, 448.

27 ראו Linda J. Barris, "The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay," 68 *Ind. L.J.* 59, 64 (1992) (המחקר נערך בקרב 800 חברות ציבוריות).

28 ראו Brian J. Hall & Kevin J. Murphy, "Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options," 90 *Am. Econ. Rev.* 209 (2002); Perry & Zenner, הערה 22 לעיל, בעמ' 131; Kevin J. Murphy, "Politics, Economics, and Executive Compensation," 63 *U. Cin. L. Rev.* 713, 719 (1995) (המחקר של מרפי נערך בקרב 1000 חברות ציבוריות גדולות ובשנת 1992 לרוגמה, היווה רכיב האופציות 23% מסך התגמול ועמד על \$1,300,000 בממוצע).

1999 כבר היווה רכיב האופציות 47% מסך התגמול הכולל,²⁹ ובשנת 2000 הגיע עד כדי 51%.³⁰

כאן המקום גם לציין את הגוף הקובע את שכר הבכירים. האורגן האחראי בארגון על תגמול המנהלים בכלל ועל תגמול מטה ביצועים – כגון תגמול באופציות – בפרט, הוא דירקטוריון החברה, ובתברות ציבוריות גדולות סמכות זו מואצלת לוועדת התגמול (compensation committee), שהיא תת-ועדה של הדירקטוריון.³¹ בדרך כלל, ועדות תגמולים מרכבות משלושה או מארבעה דירקטורים, ובמרבית המקרים רובם או כולם בלתי-תלויים (independent directors).³² במחקר שנערך בקרב 1,500 ועדות התגמולים של החברות הגדולות בשנת 2002 נמצא, כי 73% מוועדות התגמול אכן הורכבו אך ורק מדירקטורים בלתי-תלויים.³³ באופן כללי, דירקטורים נחשבים כבלתי-תלויים אם לא הועסקו בעבר בחברה ואינם מעורבים בנעשה בחברה מעבר לתפקידם כדירקטורים.³⁴ בין הסיבות שגרמו לכך שרוב-דוכן של ועדות התגמול מרכבות מדירקטורים בלתי-תלויים ניתן להזכיר

29 ראו Hall & Murphy, הערה 25 לעיל, בעמ' 5.

30 ראו Murphy, הערה 22 לעיל, בעמ' 848.

31 Lucian Arye Bebchuk & Jesse M. Fried, "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part I: The Official View and its Shortcomings," 26 (2004), available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=537783 וראו Stacey R. Kole, "The Complexity of Compensation Contracts," 43 J. Fin. Econ. 79, גם, 101 (1997).

32 מספר מחקרים נערכו ובדקו את הקשר בין הרכבה של ועדת התגמול לבין מדיניות התגמול של החברה. במחקר אחד נמצא כי רמת התגמול למנכ"ל היא גבוהה יותר ככל שוועדות התגמולים מורכבות מיותר דירקטורים תלויים. לעניין זה ראו Harry A. Newman & Haim Moses, "Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices," 28 Fin. Man. 41 (1999). במחקר אחר נמצא מתאם בין שיעור ההחזקה של מנכ"ל במניות החברה לבין כמות הדירקטורים התלויים בוועדות התגמול. כמו כן, לא נמצא מתאם שלילי בין נוכחות של בעל שליטה לבין נוכחות של דירקטורים תלויים בוועדת התגמולים. לעניין זה ראו Harry A. Newman, "The Impact of Ownership Structure on the Structure of Compensation Committees," 27 J. Bus. Fin. & Acct. 653, 669-670 (2000).

33 ראו Stacey Burke, Glenn Davis, Chris Loayza, Conor Murphy & Sergio Schuchner, "The Structure and Compensation of Boards of Directors at S&P Super 1500 Companies," in Board Practices/Board Pay 2002 43 (2002).

34 ראו Bebchuk & Fried, הערה 31 לעיל.

הסדר מיסוי רגולטורי, המעודד הרכבת ועדות תגמול בהרכב זה,³⁵ וסביבה משפטית אזהרת.³⁶

בסוף שנת 2003 קיבלה הפרקטיקה של הרכבת ועדות התגמולים מדירקטורים בלתי-חלויים בלבד עיגון בתקנוני הבורסות והגסדא"ק, כחלק מדרישות רישום חדשות שאומצו.³⁷ ועדות התגמול מסתמכות במידה רבה על יועצי תגמול המספקים לדירקטורים מידע רלבנטי וכן מגוון אפשרויות תגמול עם המלצות.³⁸ יועצי התגמול נשכרו באופן מסורתי באמצעות מחלקות כוח האדם של החברות המעורבות,³⁹ אך לאחרונה פרסמה NYSE דרישה כי הסמכות הבלעדית לרכוש את שירותיהם של יועצי התגמול תהיה בידיהן של ועדות התגמול.⁴⁰ מכל מקום,

- 35 ראו (Newman; Internal Revenue Code, sec 162 (m), הערה 32 לעיל, בעמ' 653.
- 36 ראו Bebhuk & Fried, הערה 31 לעיל, בעמ' 27. לעניין הקריאה לעודד מינוי של דירקטורים בלתי-חלויים בלבד לוועדות התגמול ראו Charles Elson, "What's Wrong with Executive Compensation," 81 *Harv. Bus. Rev.* 68, 71 (2003).
- 37 NASD Rule 4350; New York Stock Exchange, Listed Company Manual Rule 303A available at: www.nyse.com/listed/listedcomanual.html; American Stock Exchange Company Guide secs. 121, 801-809; SEC Release No. 34-48745 (November 4, 2003); SEC Release No. 34-48863 (December 1, 2003). הדרישה של הבורסות להרכבה של ועדות תגמול מדירקטורים בלתי-חלויים בלבד משתלבת במגמה הכללית של האגרות מעמד הדירקטור הבלתי-חלוי. תהליך זה קיבל תאוצה על ידי חוק סרבנס אוקסלי, סעיף 301 שלו קובע שלכל חברה ציבורית תהיה בדירקטוריון תת-ועדת ביקורת (audit committee), שתהא האחראית העליונה בארגון על נושא הביקורת החשבונאית, ושכל חברה יהיו דירקטורים בלתי-חלויים. הבורסות והגסדא"ק הרחיבו דרישה זו וקבעו כי כל חברה רשומה (למעט מנפיק זר וחברה שיש לה בעל שליטה) צריכה שרוב מקרב כלל הדירקטורים שלה יהיו בלתי-חלויים, ושתי-הוועדות העוסקות בביקורת, במינויים (של דירקטורים) ובתגמול תהיינה מורכבות אך ורק מדירקטורים חיצוניים.
- 38 ראו Bebhuk & Fried, הערה 31 לעיל, בעמ' 46.
- 39 ראו שם, בעמ' 45.
- 40 ראו (Commentary to NYSE Listed Company Manual Rule 303A (5) (B) (ii), לעניין התמיכה בדרישה זו ראו Elson, הערה 36 לעיל, בעמ' 72.
- 41 Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part II: Power and Pay," 12 (2004). Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=537783. לעניין השימוש הרחב ביועצי תגמול ראו John M. Bizjak, Michael L. Lemmon & Lalitha Naveen, "Has the Use of Peer Groups Contributed to Higher Levels of Executive Compensation?," 10, 44, available at: http://papers.ssrn.com/sol3/m_papers.cfm?abstract_id=252544.

רכישת שירותיהם של יועצי התגמול נהפכה לתופעה שכיחה בקרב החברות הציבוריות בארצות-הברית, ובאחד המחקרים נמצא כי לפחות 65% מהחברות הציבוריות האמריקניות עושות שימוש בשירותיהם של יועצי התגמול.⁴¹ נוהגים אלה, לצד גורמים אחרים שיפורטו בהמשך, הם שהניבו את הגידול הרב שחל בשימוש באופציות לתגמול בכירים.

הטענה המרכזית בעד השימוש הנרחב במרכיב האופציות בתגמול מנהלים קשורה להתמודדות עם בעיית הנציג.⁴² ההפרדה בין הבעלות בחברה לשליטה בה, מפלגת בין האינטרסים של בעלי המניות לבין האינטרסים של המנהלים המשמשים כנציגיהם של בעלי המניות בניהול החברה.⁴³ הענקת אופציות למנהלים גורמת לקירוב האינטרסים של המנהלים לאלו של בעלי המניות, משום שעורך האופציה קשור קשר ישיר לשווי החברה. עוד נטען, כי יתרונה היחסי של שיטת תגמול באמצעות מתן אופציות על תמריצים אחרים הוא בכך שתכנית תגמול המבוססת על אופציות היא קלה יחסית לעיצוב, ברורה, אובייקטיבית, ואינה ניתנת למניפולציות כמו מדדים חשבונאיים.⁴⁴

אל מול היתרונות שבשיטת התגמול הנוכחית בארצות-הברית נשמעת בשנים האחרונות גם ביקורת גוברת והולכת. עיקרה מגיע מהתקשורת, מהציבור וכן מצד פוליטיקאים שונים,⁴⁵ ולאחרונה זכתה הביקורת לביסוס אקדמי של ממש במאמרם של בבצ'וק, ווקר ופריד.⁴⁶ תרומת המחברים היא בתרגומן של הביקורות הפופוליסטיות להסבר המתמקד בהליך שבו נקבע התגמול למנהלים. עם זאת, הם לא שללו את הרכיב ההולך וגדל של אופציות בתגמול או את העיקרון הקובע כי

42 ראו Jensen & Meckling, הערה 2 לעיל.

43 ראו Thomas & Martin, הערה 26 לעיל, בעמ' 1030-1033.

44 ראו Kahan, הערה 25 לעיל, בעמ' 1889-1888.

45 ראו James E. Heard, "Executive compensation: Perspective of the Institutional Investor," 63 U. Cin. L. Rev. 749, 758, 765, 766 (1995).

46 בלשון פשוטה, המבקרים טוענים כי הם אינם מפקפקים בצורך להתנות את תגמול המנהלים בבצועי החברות על ידי כלים שונים כדוגמת הענקת אופציות; אולם הם קובלים על האופן שבו נקבעו הפיצוי והיקפו. ראו Bebchuk, Fried & Walker, הערה 12 לעיל.

לביקורת על עמדה זו ראו Murphy, הערה 22 לעיל, בעמ' 867-851; Franklin G. Snyder, "More pieces of the CEO Compensation Puzzle," 28 Del. J. Corp. L. 129, 143-155 (2003).

תגמול צריך להיות תלוי בביצועי החברה; עיקר הביקורת במאמרם הופנתה כלפי סך התגמול הכולל והאופן שבו הוא מעוצב ומוסווה על ידי ההנהלה.⁴⁷ כפי שנראה בהמשך, רשימה זו תומכת בהגברת השימוש באופציות (ובמנגנונים דומים אחרים, הקושרים את שכר המנהל לביצועי המניה) בישראל. גם בישראל עשוי השימוש באופציות להקל על בעיית הנציג, אולם במקרה הישראלי – או בכל שוק אחר המאופיין בבעלות מרוכזת – מדובר בהקלה על בעיית הנציג במישור היחסים שבין בעל מניות השליטה לבעלי מניות המיעוט, ולא דווקא במישור שבין ההנהלה לבעלי המניות.

47 בשל חשיבות הדברים, ומאחר שיש הקדאים בסעות את הסיעון כסיעון נגד השימוש באופציות למנהלים, נביא את הדברים כלשונם, שאינה משחמעת לשני פנים:

The managerial power approach does not question the desirability of using options to compensate executives. Options provide managers with greater incentive to create shareholder value, and thus the use of options in executive compensation might well be beneficial to shareholders. Rather, the managerial power approach focuses on whether the magnitude and design of a particular option-based pay package is close to that which would arise under optimal contracting.
In other words, the question is not whether a particular option plan makes shareholders better or worse off than no option plan, but whether the "details" of the plan that is adopted - the number of options granted to the executives and more importantly, the way in which those options are structured - are optimal. The devil is in these details, which are very important. A badly designed option plan might produce significantly less value for shareholders than a plan constructed to maximize shareholder wealth.

Bebchuk, Fried & Walker, הערה 12 לעיל, בעמ' 792. ובתמצית: תגמול מנהלים בעזרת אופציות יכול שיהיה מועיל ביותר לבעלי המניות; לב הסוגיה הוא דרך עיצוב התגמול. עליו להיות אופטימלי, קרי: שיקשור את גורל המנהלים עם זה של בעלי המניות. השאלה הגדולה, לדידם, היא לא "האם" אלא "כיצד". השטן נמצא בפרטים הקטנים והם אלה שיכריעו אם התגמול בעזרת אופציות ישיג את מטרתו המוצהרת או יחבל בה. דוגמה לכך ניתן לראות באופציות שאינן מקיימות קשר גומלין עם ביצועי החברה ומבטיחות רווח בטוח למנהל על ידי מנגנוני הגנה שונים.

2. מאפייניו של תגמול מנהלים בישראל

(א) מחקרים קודמים על תגמול מנהלים בישראל

כדי לקבל מושג כללי יותר על מאפייניו של תגמול המנהלים בישראל, לרבות מרכיב האופציות שבו, יש לעיין בשלושה מחקרים שנערכו בשנות ה-90.⁴⁸ המחקר הראשון עסק בקשר שבין שכר המנהלים הבכירים ומבנה השליטה בחברה לבין הביצועים הפיננסיים של החברות, והוא נסמך על נתונים של השנים 1993-1994.⁴⁹ החוקרים לקחו את סך כל החברות הנסחרות בבורסה בתל-אביב, להוציא אלו שחסרו לגביהם נתונים, ולבסוף ביצעו מחקר בקרב 463 חברות

48 המחקרים, לפי סדר כרונולוגי, הם כדלקמן: שמואל האחר, אורה סולומון, איטה שוחט ויעל תנחומא, מה בין מדיניות השכר למנהלים בכירים ומבנה שליטה בחברות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל-אביב, לבין התוצאות העסקיות שלהן? (1996) (להלן: "האחר ואח"); ששון בריוסף ואלי סלמור, אופציות למנהלים בישראל: תמונת מצב והטיפול החשבונאי (1999) (להלן: "בריוסף וסלמור"); שמואל האחר ושרון אופיר, בחינת תגומים המשפיעים על ההבדל בין השכר למנהלים בכירים לבין שאר העובדים בחברות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל-אביב (תשנ"ח) (להלן: "האחר ואופיר"). קיימים שני מחקרים נוספים: מחקרם של אמזלג ומחרוזת בנוגע לשנים 1996-1997, אולם מחקר זה לא בחן את מרכיב האופציות ועל כן לא נתעכב עליו (ראו ירון אמזלג ואברהם מחרוזת, "מועדון המיליון" – הקשר בין השכר לביצועים של מנהלים בחברות ציבוריות", רבעון לכלכלה 49 (2), 284-320 (2002)). המחקר אסף נתונים על 186 חברות ציבוריות, שבהן השכר הכולל למנכ"ל עלה על מיליון ש"ח בשנת 1997. המחקר האחר הוא מחקרם הראשון של הרשות לניירות ערך בעניין תגמול מנהלים מספטמבר 1992, אולם מחקר זה לא עסק בעניין תגמול מנהלים בעזרת אופציות והשפעותיו בנימוק שאין בנמצא נתונים מתאימים (בעמ' 6 למחקר). ראו ש' גובר ושל האחר, הקשר בין רוחשת ומבנה השליטה בחברות תעשייתיות שמניותיהן נסחרות בבורסה לבין מדיניות השכר למנהלים בכירים (תשנ"ב).

מעניין לציין כי בשלושה מתוך חמשת המחקרים ציינו הכותבים את הגילוי הישיר של החברות בדיווח הקיים לעניין שכר בכלל ולעניין רכיב האופציות בפרט. חברות רבות המתפקד בניסוחים עמומים וכוללניים; ראו בריוסף וסלמור, בעמ' 34; האחר ואח, בעמ' 8; מחרוזת ואמזלג, בעמ' 291. אחד המחקרים אף מסתיים בקריאה תר-משמעית לשנות את אופן הדיווח הקיים; ראו בריוסף וסלמור, בעמ' 62.

בהתחשב בנתונים שנאספו לצורך הכנת המאמר ויפורטו בהמשך, גם רשימה זו חוזרת על ביקורת זו ועל הדרישה לשיפור כללי הגילוי ואכיפתם, חזאת על אף שכללי הגילוי כבר עודכנו בצורה משמעותית באמצע שנות ה-90.

49 כפי שיפורט בהמשך, מסגרת הגילוי שחלה בעת עריכתו של מחקר זה, כמו גם בזמן עריכתם של יתר המחקרים המתוארים להלן הייתה מצומצמת יותר ממסגרת הגילוי הנהוגה כיום.

ציבוריות.⁵⁰ השכר הממוצע של המנהלים הבכירים בשנת 1994 עמד על 630,260 ש"ח במזומן. נמצא, כי בין 463 החברות שנבדקו היו 60 חברות שחילקו אופציות או מניות למנהלים בכירים. החוקרים לא הסתפקו בציון מספר האופציות וחישבו בעצמם את שווי ההטבות הגלומות בהן, באמצעות המודל להערכת שווי אופציות של בלק ושוולס (Black & Scholes).⁵¹ החישוב העצמי נדרש משום שדיני ניירות ערך בזמן עריכת המחקר כלל לא דרשו מהחברות עצמן לחשוף את השווי ההוגן של האופציות שחילקו למנהלים. משכך, ובהיעדר דיווח מסודר, הצליחו החוקרים לאסוף נתונים רק לגבי 23 חברות מבין 60 שחילקו אופציות או מניות לבכיריהן. נמצא, כי שווי ההטבות בחברות אלו הוא כ-200,000 ש"ח בממוצע לבכיר.⁵² מכך ניתן להסיק כי מרכיב התגמול באמצעות אופציות ומניות היווה כ-25% מסך השכר הכולל באותן חברות. נקודה נוספת לציון היא העובדה שהחוקרים לא הבחינו בין תגמול של מנהלים שהם בעלי השליטה בחברה (או בני משפחתם) לבין מנהלים "מקצועיים".

המחקר השני שנערך בקשר לתגמול מנהלים, הוא מחקרם של בר-יוסף ושלמור.⁵³ זהו מדגם של 237 חברות תעשייתיות, חברות מסחר וחברות אחזקה שמניותיהן נסחרות בבורסה, והוא כולל נתונים עבור השנים 1992-1996. על פי המחקר, 67 חברות הקצו בתקופה זו אופציות למנהלים ו-14 חברות הקצו מניות.⁵⁴ נמצא, כי שכיחות השימוש באופציות גדולה יותר בחברות גדולות מאשר בחברות בינוניות וקטנות.⁵⁵ החוקרים ביצעו גם הבחנה חשובה לענייננו – כפי שנבהר בהמשך – בין הקצאה למנהלים שהם בעלי עניין בחברה לבין מנהלים "מקצועיים". לצורך כך נבחרה הגדרה רחבה של "בעל עניין", שכללה את כל מי שנמנה עם הקבוצה המייסדת, דהיינו: שייך למשפחה השולטת או בעל מניות מהותי.⁵⁶ על פי תלויה זו נמצא כי מבין 237 החברות שנבחנו, כ-125 חברות היו "מנהלים ממונים" או "מקצועיים" וב-112 חברות היו "מנהלים בעלים" או בעלי עניין.⁵⁷ נתון מעניין, הקשור באופן ישיר להצעה המובאת מאמר זה, הוא שבתשע מתוך 25 ההקצאות

50 האחר ואח, הערה 48 לעיל, בעמ' 8.

51 ראו Fisher Black & Myron Scholes, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities," 81 J. Pol. Econ. 637 (1973).

52 האחר ואח, הערה 48 לעיל, בעמ' 15.

53 הערה 48 לעיל.

54 שם, בעמ' 34.

55 שם.

56 שם, בעמ' 35.

57 שם.

שנעשה בתברות שבהן היה המנכ"ל בעל עניין, המנכ"ל לא קיבל אופציות. כפי שנראה בהמשך, מאמר זה תומך בהקצאת אופציות לעובדים ולמנהלים בכירים בישראל בייחוד כשעובדים אלו אינם נמנים על בעלי השליטה בתאגיד.⁵⁸

כמו במחקר הקודם, גם במחקר זה בחרו המחקרים לנסות ולהעריך את שווי האופציות, והפעם נבחר מודל המבוסס על חישוב השווי ex post, כלומר: חישוב שווי ההטבה על פי שיעור העלייה של שווי המניות בפועל בסוף כל תקופה.⁵⁹ נמצא, כי בחברות שבהן הוענקו אופציות (כזכור – 67 חברות מתוך 237), ובמקרה שהמקבל היה מנכ"ל שלא הוגדר כבעל עניין בחברה, ההטבה הממוצעת מהענקת אופציות הייתה 25% מהשכר הכולל בשנים 1996-1992.⁶⁰

המחקר השלישי הוא מחקרם של האזור ואופיר,⁶¹ שביססה 205 חברות ציבוריות ישראליות על בסיס נתונים של השנים 1993-1996.⁶² נתונים המדווחים על תגמול המנהלים הבכירים כוללים שכר, בונוסים, תשלומי פנסיה, הטבות גלומות בהלוואות למנהלים ואופציות.⁶³ נמצא, כי השכר הממוצע של מנהל בכיר בישראל (אחד מחמשת בעלי השכר הבכירים בתאגיד) בין השנים 1993-1996 היה 537,271 ש"ח, 611,298 ש"ח, 789,145 ש"ח ו-890,075 ש"ח לשנה בהתאמה, לרבות אופציות (אך אין הפרדה בין המרכיבים השונים של התגמול). כעת נפנה לנתונים המעודכנים שנאספו לצורכי מאמר זה.

(ב) נתונים על תגמול מנכ"לים ב-60 החברות הגדולות בארץ בשנת 2000

לצורך מאמר זה נאספו נתונים על תגמול המנכ"לים ב-60 החברות הציבוריות הגדולות במשק הישראלי. מטרותיו של מחקר אמפירי זה הוא הן צנועות: ראשית, לעדכן את הנתונים של המחקרים המקיפים משנות ה-90 ולבדוק את תקפותם. מסתבר שאמנם אין שינוי מקיף בנורמות התגמול, אך מיעוט נכבד של החברות מתגמל את מנהליו באמצעות אופציות. שנית, לברר את אחוז המנכ"לים שאינם "בעלי עניין" בחברה שהם מנהלים, וזאת משום שאליבא דרשימה זו, תגמול מנהלים באופציות מיועד למנהלים "מקצועיים" שאינם מבעלי השליטה

58 ראו בחלק השני, פרק 3 להלן.

59 להסבר מדויק על דרך החישוב ראו הערה 48 לעיל (בריוסף ושלמור), בעמ' 50-52.

60 שם, בעמ' 57.

61 בריוסף ושלמור, הערה 48 לעיל.

62 שם, בעמ' 6.

63 מעיון במחקר לא ברור מהיכן הצליחו המחקרים ללקט מידע על נתונים כלכליים של אופציות.

בחברה או בני משפחתם.⁶⁴ מבחינה זו התקבלה תוצאה חד-משמעית ומפתיעה, ולפיה כמעט כל המנכ"לים בחברות הגדולות הם מנכ"לים "מקצועיים" במובן זה.⁶⁵ שלישית, לברר את האדיקות של החברות לנורמות הגילוי הנדרשות בחוק (דבר המעיד גם על חומרת האכיפה בתחום זה). בתחום זה נמצא שוני רב בין החברות, וחברות לא מעטות מטשטשות את הגילוי על תגמול המנהלים וחורגות מדרישות החוק במובנים שונים.

הנתונים נאספו לגבי 60 החברות הגדולות במשק, על פי דו"חות שנת 2000, תוך התמקדות במנכ"ל בלבד.⁶⁶ באופן מצער גאלצתי להחסיר מן הרשימה את החברות הדואליות, הנסחרות במקביל בישראל ובארצות-הברית: הסיבה לכך הייתה שתכרות אלו אינן מדווחות בדרך כלל על תגמול מנהליהן הבכירים באופן אינדיבידואלי, ואינן מציינות את שווי האופציות המונפקות לבכירים. מצב דברים זה תמוה, שכן – כפי שנפרט בהמשך – דיגי ניירות הערך של ארצות-הברית ושל ישראל באחד דורשים גילוי מעין זה; אולם כפי שעוד נראה, דיגי ניירות הערך של שתי המדינות נוקטים גישה מקלה במיוחד כלפי החברות הדואליות, והתוצאה היא היעדר גילוי נאות. הנתונים לגבי שאר החברות נאספו מתוך הדו"חות התקופתיים (השנתיים) שלהן.⁶⁷ עיקרן של התוצאות מצוּרף למאמר בגססה שבספר.

הנתונים שנאספו כוללים את שם החברה, שם המנכ"ל, האם מדובר במנכ"ל "מקצועי" או "בעל עניין" ("בעל עניין" הוגדר לצורך רשימה זו כמי שאוחז לבדו או עם משפחתו ביותר מ-3% מהון החברה),⁶⁸ שכר כולל למנכ"ל, האם קיבל אופציות או מניות מהחברה בשנה האחרונה, שווי האופציות (אם דווחו נתונים אלו באופן רשמי על ידי החברה) והערות שונות. את פעולת איסוף הנתונים נדגים על אחת החברות – החברה לישראל בע"מ. מתוך עיון בפירוט

64 לעניין תגמול לבעל שליטה באמצעות אופציות והמחלוקת סביב עניין זה ראו אורי רונן, "בעלים מעולם אחר – הקיבוץ", דה-מרקר 21.3.05.

65 תוצאה זו עולה בקנה אחד עם התופעה העולמית שלפיה מעבר להיקף נכסים מסוים חברות משפחתיות עוברות לניהול מקצועי מחוץ למעגל המשפחה. ראו Utpal Bhattacharya & B. Ravikumar, "From Cronies to Professionals: The Evolution of Family Firms," available at: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=645152.

66 גדל החברות נקבע לפי שווי שוק ליום 29.11.03.

67 גישה לדו"חות אלו נעשתה באמצעות מאגר הנתונים של ifat.com (www.ifat.com) ובאמצעות ספריית הבורסה.

68 כדי לדעת אם המנכ"ל הינו "בעל עניין" בהתאם להגדרה שנבחרה עיינו בגילוי מכוח תקנה 24 לתקנות הדו"חות התקופתיים הדורשת, בין השאר, גילוי אחזקותיו של המנכ"ל. צירפנו גם החזקות של בני משפחה, אם ניתן לאתר אותם על פי מבחן שם המשפחה, ובמקרה של פירמידת חברות הסתכלנו גם על אחז האחזקה בחברות שבמעלה הפירמידה.

התקופתי של הדו"ח השנתי, תחת הכותרת "תקנה 21", מצוין כי למנכ"ל, מר יוסי רוזן, הוענקו 22,338 אופציות בהתאם לתכנית אופציות שאומצה בשנה קודמת. כדי לאתר את השווי הכספי של האופציות שהוענקו יש לעיין בביאורים לדו"ח הכספי ולגלות כי הערך הכספי של כל אופציה הוא 173.38 ש"ח. בדרך דומה איתרנו את נתונייהם של שאר החברות, אף שכמה חברות סטו מכללי הדיווח, כפי שעוד יוסבר.

ממצאי המחקר דומים לממצאים של המחקרים הקודמים של שנות ה-90 ומאשרים גם את הטענה כי שכיחות השימוש באופציות בקרב החברות הגדולות גדולה יותר משכיחותה בחברות הבינוניות והקטנות.⁶⁹ מבין 60 המנכ"לים של החברות הגדולות, 12 מנכ"לים קיבלו אופציות בשנת 2000 (כ-20%), ומבין מקבלי האופציות – 11 מנכ"לים היו "מקצועיים" (מנכ"ל "מקצועי" אחד קיבל מניות מוגבלות בסחירות).⁷⁰ בסך הכול היו בכל המדגם יותר מ-48 מנכ"לים "מקצועיים" מתוך 60 החברות. השכר הממוצע של המנכ"לים בשנת 2000 עמד על 2,872,152 ש"ח (מבלי להתחשב בשווי האופציות והמניות המוענקות), והשווי הממוצע של האופציות שהוענקו למנכ"ל – מבין אלו שיש לגביהם נתונים – היה 1,294,837 ש"ח, שהם כ-45% מהשכר הממוצע של מקבלי האופציות. אם כן, ועל אף שתופעת הענקת אופציות למנהלים אינה תופעה וניחה בארץ, הרי עדיין מדובר בתופעה מתונה ביחס למתרחש בארצות הברית, הן מבחינת מספר החברות המשתמשות באופציות, והן מבחינת השווי הכספי היחסי של האופציות המוענקות מתוך כלל התגמול.

ב. הטיעון בזכות הגברת השימוש בתגמול עובדים בכירים באמצעות אופציות

ובכן, מדוע מנהלים ישראלים אינם נוטים לתגמול רב באמצעות אופציות של החברה שבניהולם? התשובה הנפוצה והמקובלת, שמצאה הדים גם בספרות, היא שהענקת אופציות לעובדים הינה תופעה האופיינית לכלכלה עם חברות בבעלות

69 הטענה נמצאת אצל בר-יוסף ושלמור, ראו: בר-יוסף ושלמור, הערה 48 לעיל, בעמ' 61. אישור הטענה ניכר בהשוואה שבין ממצאי המחקר שלי, העוסק בחברות גדולות בלבד, לבין ממצאי המחקרים הקודמים המתפרסים על רגילות רחבת יותר.

70 מנכ"ל אחד גם זכה למענק של מניות החברה שבניהולו. חישובי את שווי המענק באמצעות הפרש בין שער המניה ביום ההקצאה לבין מחיר ההקצאה שנקבע ביום ההקצאה, כפול מספר המניות שהוענקו למנכ"ל.

מבוזרת כדוגמת הכלכלה האמריקנית.⁷¹ לעומת זאת, בכלכלות עם בעלות מרוכזת כדוגמת זו הישראלית,⁷² שימוש באופציות הינו אמצעי בזבזני ומיותר. לפי הסיעון, הסיבה היא שמבנה בעלות מבוזר מקנה למנהלים חופש רב בפעולותיהם ובעלי המניות המבוזרים מתקשים לפקח עליהם. בתנאים אלו, מנגנון של הצמדת השכר לביצועים (כגון באמצעות הענקת אופציות) יכול לתמרץ את המנהלים לפעול לטובתם של בעלי המניות. אם כן, האופציות מענקות כדי להקל ולהביא לפתרון תלקי של בעיית ניגוד האינטרסים בין המנהלים לבין בעלי המניות, המהווה את בעיית הנציג המטרידה במיוחד את דיני החברות האמריקניים.⁷³

לעומת זאת, במבנה של בעלות מרוכזת – כמו במשק הישראלי – יש לחברה בעל שליטה היכול לפקח היטב על ביצועי המנהלים.⁷⁴ אותו בעל שליטה או בעל מניות דומיננטי, יכול לתגמל את המנהל בדיעבד על ביצועיו על ידי תשלום בONUS או העלאת משכורת (ולחלופין על ידי הפחתת משכורת או אף פיטורין). ואין כל צורך בהסכם תגמול שיצמיד את השכר לביצועים באופן אוטומטי. יתר על כן: בתנאים אלו יהיה משום בזבז רב בהענקת אופציות למנהלים, משום שמדובר במכשיר גס של תגמול. כך, למשל, ברור כי תגודות רבות במחירי המניה של החברה בבורסה, המשפיעות באופן ישיר על שווי האופציות, כלל אינן קשורות לביצועי המנהלים אלא מקורן בגורמים מאקרו-כלכליים המשפיעים על שווי החברה בבורסה ובגורמים אחרים. יוצא אפוא שתגמול מנהלים באמצעות הצמדת התגמול למחיר המניה בבורסה (ובראש ובראשונה באמצעות הענקת אופציות) מהווה תגמול התלוי במול לא פחות משהוא תלוי בביצועי המנהל.⁷⁵ מכאן עולה גם כי תגמול מנהלים באמצעות אופציות הינו אמצעי יקר יותר לחברה מתגמולם בשכר קבוע. להבדיל מבעל מניות, היכול לבזר את תיק ההשקעות שלו באמצעות פיזור אחזקותיו בין חברות רבות – ובכך לנטרל את השפעת הסיכון של כל חברה ספציפית על תיק ההשקעות שלו, המנהל נדרש

71 ראו Benz, Kucher & Stutzer, הערה 5 לעיל; Park, Torbzaeh & Neison, הערה 5 לעיל.

72 בבורסה של תל-אביב, הבורסה היחידה במדינה, נסחרות כ-640 חברות, והציבור מחזיק בממוצע כ-20% מהון המניות של החברות הציבוריות. יתרת ההחזקות נתונה בידיהם של בעלי עניין, לרבות משקיעים מוסדיים. ראו www.tase.co.il.

73 ראו Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 8-11, 109-116 (1991).

74 שרון חנס, "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עוינות על חברות בישראל", עיתון משפט כו(3) 819, 844-831 (2003).

75 ראו Marianne Bertrand & Sendhil Mullainathan, "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are," 116 Q. J. Econ. 901 (2001).

להחזיק באופציות המהוות ברגיל חלק נכבד מהונו למשך שנים. אם נזכור כי גם ההון האנושי של אותו מנהל מושקע בחברה שהוא מנהל, הרי שנרדף שאלמנט המזל שבתגמול ירתיע את המנהל, והוא ידרוש תגמול באופציות בשווי כספי גבוה בהרבה מאשר תשלום חלופי קבוע ובטוח.⁷⁶

אף על פי כן, ומבלי להתעלם מהחסרונות של השימוש באופציות, רשימה זו מצדיקה את התגמול הקיים כיום באופציות בישראל, ואף קוראת להרחיבו במידה ניכרת (אך מבלי שיתפרש מכך כי יש לאמץ את המודל האמריקני מרחיק-הלכת).⁷⁷ הסיבה היא שרשימה זו אינה מתמקדת ביכולתן של אופציות למנהלים להקל על בעיית הנציג או על בעיית ניגוד האינטרסים במישור שבין המנהלים לבין בעלי המניות, אלא ביכולתן להקל על בעיית הנציג או על בעיית ניגוד האינטרסים במישור שבין בעלי השליטה בחברה לבין בעלי מניות המיעוט.⁷⁸ בטרם אבהיר את הטענה, העומדת לכאורה בסתירה לספרות הקיימת, יש להקדים ולהדגיש את חומרת הבעיה שמתן אופציות למנהלים עשויה להקל עליה – וזאת כדי להצדיק את העלויות שהוזכרו לעיל, הכרוכות בשימוש באופציות לתגמול מנהלים.

76 כספרות קיים דיון נרחב באשר לעלויות של הענקת אופציות למנהלים שונאי סיכון. מחקרים שונים חלוקים בשאלה זו, אף שכולם מסכימים כי מנהל שונא סיכון מעדיף אופציות המרעננות לו כשוות פחות משהיון לציבור הרחב. ראו Hall & Murphy, הערה 28 לעיל; Hall & Murphy, הערה 25 לעיל. (מאמר זה מגיע למסקנה כי מנהל שונא סיכון מחשיב את האופציות שהוא מקבל כשוות 30% פחות משהיו השוק שלהן). John E. Core & Wayne R. Guay, "When Efficient Contracts Require Risk-Averse Executives to Hold Equity: Implications for Option Valuation, for Relative Performance Evaluation, and for the Corporate Governance Debate," available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429301 (מאמר זה מגיע למסקנה כי מנהל שונא סיכון מחשיב את האופציות שהוא מקבל כשוות 6% פחות משהיו השוק שלהן).

77 אמנם, כפי שראינו, החברות הישראליות המעניקות אופציות למנהליהן מעניקות אותן בשיעור נדיב, אולם רק אחוז קטן מהחברות בישראל – כ-20% במחקר שלי – בחרו להעניק אופציות. ראו הערות 69-70 לעיל והסקטם שלידן.

78 עם זאת, במאון העלות-תועלת של השימוש באופציות יש להתחשב גם ביעילות של האופציות בהפתחת ניגודי האינטרסים בין שכבת ההנהלה לבין כלל בעלי המניות (לרבות בעל השליטה). זאת משום שגם כשיש לחברה בעל שליטה אין לו דרך לפקח באופן אפקטיבי על כל מהלכי ההנהלה – מה שמותיר תועלת גם לשימוש באופציות. מכל מקום, לא נדון להלן בשאלה זו, שכבר נדונה בהרחבה בספרות האמריקנית המתמקדת בגילוי זה של בעיית הנציג. כמו כן לא נדון בשאלת התגמול של שכבות נרחבות של עובדים בחברה באופציות (מעבר לשכבת ההנהלה), אף שגם להענקת אופציות ממין זה עשויה להיות תרומה של ממש לפעילות החברה.

1. היקף בעיית הנציג בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט בישראל, המאמצים לפתרונה והצורך במתרון המשלים של הענקת אופציות לבכירים

לבד מעצם הבעיה של ריכוז הבעלות בחברות הציבוריות בישראל, שבה כבר דנתי במקום אחר,⁷⁹ בולטת בישראל לרעה בעיית הניצול של חברות על ידי בעלי השליטה בהן. ברגיל, בעל השליטה מעוניין בטובתה של החברה יותר מכל אדם אחר, שהרי הוא המחזיק ברוב הונה;⁸⁰ אולם בכמה מקרים קיימת התנגשות בין האינטרס של בעל השליטה לבין טובת החברה (על כלל בעלי מניותיה), למשל במקרה של עסקה בין החברה לבין בעל השליטה או בינה לבין צד שלישי שלבעל השליטה יש עניין בו. במקרים אלו של עסקאות בניגוד עניינים (self dealing) – תחרות עם עסקי החברה, ניצול הזדמנות עסקית של החברה או מקרים אחרים של ניגוד עניינים – קיים חשש כבד שבעל השליטה ישפיע על החברה כך שתפעל למענו בתנאים נחותים מבחינתה ולמגירת-לבם של בעלי המניות מן המיעוט. השאלה אם בעל השליטה יפגע בטובת החברה בסיטואציות מעין אלו, כמו גם מידת הפגיעה, תלויות במכשולים שונים, משפטיים ותרבותיים, העומדים בפני בעל השליטה.⁸¹ הערך שמפיק בעל השליטה בחברה מעצם שליטתו בחברה – ערך שבעלי המניות מן המיעוט אינם שותפים לו⁸² – נקרא גם "התועלת

79 חנס, הערה 74 לעיל.

80 גם אמירה זו יש לסייג בכך שלעתים בעל השליטה מחזיק בשליטה עקיפה בחברה דרך פירמית חרות, כך שחלקו בזכויות לדיברנד (cash flow rights) הנובע מהחברה נמוכות ביותר. ראו Lucian Arye Bebchuk, Reinier Kraakman & George G. Triantis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights," in *Concentrated Corporate Ownership* 445-460 (Randell K. Morck ed., 2000) חנס, הערה 74 לעיל, בעמ' 844-839.

81 על הקשר בין משפט למימון נכתבו מאמרים רבים, ובהם: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, "Law and Finance," 106 *J. Pol. Econ.* 1113 (1998); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, "Legal Determinants of External Finance," 52 *J. Fin.* 1131 (1997); Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, "Tunneling," 90(2) *Am. Econ. Rev.* 22 (2000); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, "Investor Protection and Corporate Governance," 58 *J. Fin. Econ.* 3 (2000).

82 לשם הדיוק אבהיר כי התועלת הפרטית משליטה אינה מורכבת רק מפעילות נצלנית של בעל השליטה נגד החברה, והיא כוללת כל טובת הנאה שבעל שליטה מפיק ואינה מנת-חלקם של בעלי המניות מן הציבור. לפיכך, מעמד בקהילה, השפעה פוליטית וגאווה מהווים גם הם מרכיב בתועלת הפרטית הנובעת משליטה בחברה.

הפרטית מהשליטה" (private benefits of control), והוא גבוה יותר ככל שהמעצורים המשפטיים והתרבותיים חלשים יותר.⁸³

כך או כך, המצב בתחום זה בישראל הינו בכי רע. נוסף על כותרות העיתונים,⁸⁴ מעיד על כך גם מאמר אמפירי מקיף ויסודי של המלומדים דייק וזינגאלס,⁸⁵ שהשווה בין מדינות העולם השונות לעניין זה.⁸⁶ כדי לחשוף את הערך המוסף שמפיק בעל השליטה בחברה יש לנקוט טקטיקות עקיפות, שכן רבות מהפעולות שבעל השליטה נוקט תוך העדפת תועלתו האישית על טובת החברה הן סמויות מן העין. נקודת הזמן שבה נחשף אותו ערך מוסף במלוא תפארתו (או, מנקודת המבט של בעלי המניות מן הציבור, במלוא כיצורו) היא העת שבה בעל השליטה מוכר את אחזקותיו בחברה לבעל שליטה אחר. ההפרש בין שווי השוק של המניות הנמכרות לבין השווי שמקבל עבורן בעל השליטה (שווי הנקרא "פרמיית השליטה", control premium), מבטא היטב את התועלת הפרטית שמפיק בעל השליטה מהחברה משליטתו. הסיבה היא שמחיר המניה בבורסה מייצג רק את זרם התועלות העתידי שבעל מניות מן הציבור יכול להפיק מהמניה, והוא אינו כולל את התוספת שבעל השליטה החדש מוכן לשלם תמורת תועלות נוספות שיפיק רק הוא בעתיד.

ובכן, כאמור, תוצאות המחקר מבליטות את ישראל לדעה. על פי הממצאים המתייחסים להעברות שליטה שהתבצעו בשנים 1999 ו-2000, פרמיית השליטה הממוצעת בישראל בהעברת שליטה בחברה ציבורית עמדה על 27% אתוויים.⁸⁶ מצב דברים זה ממקם את ישראל במקום עגום מבחינת טובות ההנאה שמפיק

83 Lucian Arye Bebchuk, "A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control," available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=203110. בבצ'וק מסביר כי התועלות הגבוהות שבעל השליטה מפיק מנציחות למעשה את הבעלות המרוכזת, משום שבעלות מבוחרת מהווה מצב לא יציב כאשר שליטה הינה יקרת-ערך. על הבעייתיות במצב של בעלות מרוכזת ראו, למשל, & Randall K. Morek, David A. Strangeland & Bernard Yeung, "Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease," available at: www.nber.org/papers/w6814; ראו גם חנס, הערה 74 לעיל, בעמ' 844-860.

84 ראו, למשל, שי אליאש, "זאב מחס בנגעים לרכישה 24% מתיא השקעות לפי 35 מיליון דולר", *מסריב* 31.3.2002. כתבה זו, על פי לשונתה, מעידה על העברת שליטה במחיר למניה הגבוהה פי שלושה ממחיר המניה לציבור בעלי המניות, ומכאן ניתן ללמוד על ההבדל בין שווי החברה לשולט בה לבין שווי החברה לבעל מניות רגיל מן הציבור.

85 ראו Dyck & Zingales, הערה 8 לעיל.

86 שם, בעמ' 582. הפרמיה מחושבת על פי ההבדל בין המחיר שבעל השליטה חישן מקבל עבור מניותיו לבין שווי המניות בבורסה יומיים לאחר ההודעה על העברת השליטה.

בעל השליטה מהחברה שבשליטתו, והכותבים מדרגים אותה בקבוצה הנחותה ביותר מבין המדינות.⁸⁷

הבעיה נתפסת כחריפה עד כדי כך שהמוחקק, הרשות לניירות ערך והפרקליטות משקיעים כולם משאבים אדירים בפתרון הסוגיה. מבלי לנסות למצות את מכלול הדרכים שבהן מנסה חוק החברות להקל על הבעיה,⁸⁸ נציין רק את המנגנון המרכזי של אישור עסקאות בניגוד עניינים. חוק החברות קובע כי אישור עסקה בהיקף חריג או שלא במהלך העסקים הרגיל של החברה עם בעל השליטה (או צד שלישי שיש לבעל השליטה בו עניין אישי) מצריך אישור של ועדת הביקורת של החברה, הדירקטוריון והאסיפה הכללית.⁸⁹ יתר על כן: כנראה יוצאת-דופן יחסית לשאר העולם, באישור האסיפה הכללית חייב להיכלל שלישי מקרב הנוכחים והמצביעים שאין להם עניין אישי בתוצאות ההצבעה.

יוצא אפוא שהמפתח לאישור עסקה בניגוד עניינים מצוי במידה רבה בידיהם של הדירקטורים החיצוניים של החברה (בשבתם בוועדת הביקורת של החברה), ובמידה רבה אף יותר בידיהם של בעלי מניות מן המיעוט. כמו כן, מבין בעלי המניות מן המיעוט, המנגנון מקנה כוח משמעותי ביותר בעיקר לבעלי המניות המוסדיים והמחזיקים נתחים משמעותיים בהון החברה.⁹⁰ יש לציין כי בעבר, מבנה השוק בישראל והקשרים בין בעלי השליטה לבעלי מניות אחרים, פעמים רבות

87 ראו הערה 8 לעיל.

88 למעשה יש הסבורים - ובמידה רבה של צדק - כי רוב הוראותיו של חוק החברות יכולות להיות מוסברות על רקע הצורך בפתרון בעיית הנציג ככלל, ובעיית הנציג בין בעל השליטה לבעלי המניות מן המיעוט בפרט. ראו גושן, הערה 2 לעיל.

89 סעיף 270(4) ו-275 לחוק החברות. מקור ההסדר בסעיף 96 לפקודת החברות, שהוסף לפקודה בשנת 1992.

90 לעניין זה יש לציין גם את הוראת סעיף 77(א) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, המחייבת גופים רבים מקרב המשקיעים המוסדיים בהשתתפות בהצבעה לאישור עסקה בניגוד עניינים, כדלקמן:

77. (א) מנהל קרן, שמוחזקות בה מניות שהוציא תאגיד שניירות הערך שלו הוצעו לציבור, למעט ניירות ערך חוק, ישתתף ויצביע באסיפה הכללית של התאגיד, אם לדעתו מתקיים אחד מאלה:

(1) יש בהצעת החלטה המובאת לאישור האסיפה הכללית משום פגיעה אפשרית בענינם של בעלי היחידות; לענין פסקה זו, פגיעה אפשרית בענינם של בעלי היחידות - לרבות עסקה עם בעל ענין;

(2) יש בהצעת ההחלטה כדי לקדם את ענינם של בעלי היחידות.

...(ב)

(ג) מנהל קרן יגיש דו"ח לרשות ולרשם על דרך הצבעתו באסיפה הכללית, על פי כללים שקבע שר האוצר בתקנות.

אפשרו לבעלי השליטה להתגבר בקלות על המכשול של אישור עסקאות בניגוד עניינים.⁹¹ לאחרונה, הרשות לניירות ערך והפרקליטות נרתמו למאבק באפשרות להתחמק מאישור מהותי של עסקאות בניגוד עניינים:⁹² הרשות פרסמה גילוי דעת מקיף שבו, בין השאר, פורטו הקשרים בין בעלי מניות לבעל השליטה העולים כדי עניין אישי.⁹³ כך, למשל, הרחיבה הרשות וכללה בהגדרת "בעל מניות שיש לו עניין אישי" כל בעל מניות שרכש את המניות של החברה בעסקה מחוץ לבורסה בעת שידע על כוונה של החברה או של בעל השליטה לבצע את העסקה בניגוד עניינים, וחזקה על כל מי שקנה את המניות שלושה חודשים לפני אישור העסקה בדיקטוריון כי ידע על הכוונה האמורה. אם כן, לפי פרשנותה של הרשות לניירות ערך, בעל מניות מעין זה לא יכול עוד להשתתף באישור המיוחד של שליט מבעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור.

91 לעניין זה ראו כתבה בגלובס מיום 14.1.2003. לפי הכתבה: "הממונה על הגבלים עסקיים, עו"ד נדור שטרם, תובע לבצע רפורמה בחופה בתק"י החברות ורואי החשבון כדי לשים קץ לרעה החולה של עסקאות בין בעלי עניין אשר פשתה במשק... חוק החברות אמנם אוסר על בעלי עניין להשתתף בהצבעות על אישור עסקאות, אלא אם כן יש בהצבעה רוב למי שאין להם עניין אישי בעסקה. עם זאת, קיימת בפועל פירצה המאפשרת עסקאות כאלה במצב של דבוקת שליטה בין מרכיבי הדבוקה ובאווירה של "שמור לי ואשמור לך" שהתפתחה לנורמה".

92 לעניין זה ראו כתבתו של איתמר לרין בגלובס מיום 19.9.04, שלפיה "הרשות אומרת, כי עסקאות בעלי העניין מצויות בראש סדר הקדימויות שלה, היא מנצלת את כל האמצעים שבידיה ואף ביקשה להעניק לה אמצעי אכיפה נוספים".

93 יש לשים לב כי לרשות לניירות ערך אין מעמד רשמי מבחינת חוק החברות, אולם תקנה 10(א) לתקנות ניירות ערך ועסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה, התשס"א-2001 – הודרשה גילוי של מידע כאשר לעסקאות בניגוד עניינים – מאפשרות לרשות לבקש מהחברה פרטים נוספים על עסקאות אלו. מכל מקום, בדירי ההסבר של גילוי הדעת של הרשות, היא מסבירה את ההיגיון שבהתערבותה כדלקמן: "שאלת הגדרת 'עניין אישי' היא נושא שהעסיק רבות את הרשות במהלך השנתיים האחרונות. לדעתנו אחת התופעות העוללות לפגוע באמינות החברות הנסחרות בבורסה היא ריבוי של עסקאות עם בעל השליטה, והכללתם של גורמים הקשורים לבעל השליטה במסגרת השליש הבלתי נגוע. על מנת לגנות ולהתמודד עם התופעה פנתה הרשות לחברות שונות שביצעו עסקאות כאלה וביקשה מהן פרטים אודות המצביעים בעד ונגד באסיפה הכללית תוך פירוט קשריהם של המצביעים בעד העסקה שנמנו כמי שאינם בעלי עניין אישי עם החברה ועם בעל השליטה בה". ראו הגדרת "עניין אישי" גם באתר של רשות ניירות ערך http://www.isa.gov.il/download/hokim/a267_circular301203.pdf וכן מהחלטות מליאת הרשות http://www.isa.gov.il/download/hokim/a427_decision_191004.pdf.

במקביל - ולמעשה עוד קודם לכן - פעלה הפרקליטות לראשונה במישור הפלילי נגד בעל שליטה שהשיג אישור לעסקאות בניגוד עניינים בדרכים לא חוקיות לכאורה.⁹⁴ בפסק הדין המנחה בעניין ערד קבע בית המשפט המחוזי כי האישור שהושג בנסיבות המקרה הושג בדרכי רמייה. קצפו של בית המשפט יצא בעיקר נגד שני מהלכים: האחד - אישור ביד בעלי מניות שרכשו מניות מבעל השליטה זמן קצר כטרם אישור העסקה בניגוד העניינים באסיפה הכללית של החברה, תוך שהוטחה להם אופציה למכור את מניותיהם בסמוך לאחר מכן;⁹⁵ והאחר - אחד המקורבים לבעל השליטה רכש, במעמדו כמנהל תיקי השקעות, מספר לא מבוטל של מניות החברה והצביע בהן עבור לקוחותיו לטובת אישור העסקה בניגוד עניינים בצד שאינו נגוע בעניין אישי.⁹⁶ פסק הדין אף הגדיר באופן כללי ובצורה רחבה את הוראת התוק המגדירה עניין אישי,⁹⁷ והכול כדי לעצור את הסחף באישור העסקאות בניגוד עניינים.

מכל זאת עולה כי בעיית הנציג שבין בעל השליטה לבין בעלי המניות מהמיעוט ומהציבור באופן כללי, ובעיית אישור העסקאות בניגוד עניינים בפרט, עומדות על סדר היום בישראל, ותשומת לב מיוחדת מקדשת לפתרונן. הצעתה של רשימה זו, להגביר את השימוש באופציות לבכירים, גועדה לתמוך בקו זה. אולם, בעוד שפעולותיהם של המחוקק, של הרשות לניירות ערך ושל הפרקליטות מכוונות לטפל בקצה שדרשרת האישורים לביצוע עסקה בניגוד עניינים, הרי שמאמר זה מציע דרך לטפל בשדרשרת הבעיה. אישור פעולה בניגוד עניינים על ידי בעלי המניות שאינם נגועים בעניין אישי מהווה את סוף השרשרת, שתחילתה

94 ביחס לביקורת שנמתחה על כך שהפרקליטות פתחה בהליך פלילי, ראו דבריו של עו"ד פנחס רובין, כפי שצוטטו בגלובס מיום 24.3.2004: "נרשאים שונים חייבים להיות מלובנים תחילה במישור האזרחי ולא יכולים לקחת ביטרים עמומים ולראשונה לצקת להם תוכן במשפט פלילי".

95 עניין ערד, הערה 9 לעיל, סעיף 6 לפסק הדין.

96 שם, סעיף 7 לפסק הדין.

97 וכך אמרה השופטת רגה משל (שהם): "... כאשר בוחנים אם לבעל מניות מסוים יש 'עניין אישי' בנושא מסוים, כל זיקה אישית שיש לו לנושא הגדון בנוסף לזיקה שיש לבעל מניה בחברה בתור שכזה, באותו נושא, נחשבת ל'עניין אישי' שלו בנושא. משקלה של הזיקה הנוספת אינו מעלה ואינו מוריד, הוא יכול להיות כבד או קל ודי בקיומה של הזיקה הנוספת. הזיקה יכולה, אך אינה חייבת, להיות, טובת הנאה כלכלית לכיסו של בעל המניות. גם קידום מטרותיו של צד שלישי, שבעל המניות חפץ ביקרו, מבלי שתחלוזה לכך טובת הנאה כלכלית לבעל המניות עצמו, יהווה 'עניין אישי' של בעל המניות, כגון תרומה של החברה למפעל התנדבותי שבעל המניות של החברה עומד בראשו" (ההדגשה במקור). ראו שם, סעיף 13 יג לפסק הדין.

בשיתוף הפעולה של ההנהלה של התאגיד, בראשות המנכ"ל, עם בעל השליטה. אין המדובר רק בעסקאות קלאסיות בניגוד עניינים אלא גם בפעולות אחרות רבות, שחלקן כלל אינו דורש אישור של פעולה בניגוד עניינים כגון איחלוקת דיבידנד כשיש לבעל השליטה סיבות פרטיות לא לעשות כן (כמו שיקולי מס) ולחלופין, חלוקת דיבידנד מקיפה בשל צרכים דחופים של בעל השליטה וזאת על אף שהחברה זקוקה למוזמנים שבידיה.⁹⁸ אם כן, רשימה זו רואה את האמצעים שהעניק המחוקק למיון עסקאות בניגוד עניינים כתשתית ראויה – אולם רק שינוי נוסף, כדוגמת תגמול מנהלים באופציות, יכול למלא את הרפורמה הקודמת בתוכן מעשי. הדירקטורים החיצוניים, ובמידה רבה יותר המשקיעים המוסדיים, רחוקים ממוקדי קבלת ההחלטות בחברה ומתמידע הרלבנטי ביחס לעסקאות המובאות לאישורם. תגמול ההנהלה באופציות יגשר על פער המידע שבין הגורם בעל הסמכות להכריע לבין הגורם המיועד.

2. הטיות קוגניטיביות המחזקות את הצורך בהענקת אופציות לבכירים

כדי להבין את עצמת ההשפעה של התגמול באופציות וכדי לחדד את הבעיה, המשתרעת גם על פני מישורים נסתרים ועמוקים יותר שלעתים אפילו המנהלים עצמם אינם מודעים להם, ראוי לציין בקצרה גם כמה תובנות של פסיכולוגיה ארגונית ופסיכולוגיה קוגניטיבית, המסבירות את צייתנות המנהל לבעל השליטה ולקבוצת ההנהלה הכוללת של החברה, בהיעדר שימוש באופציות. הסיבה היא שבמקרים רבים, אולי ברוב המקרים, המנהל מעדיף להעלים עין (בחלק מהמקרים באופן בלתי-מודע) מפעולות המיטיבות עם בעל השליטה אך מזיקות לחברה – ואין מדובר בלחץ גלוי וישיר של בעל השליטה על המנהל לפעול כנגד טובת החברה. תופעה זו דורשת הסבר והיא נובעת, בין השאר, מהנטייה הטבעית של

98 סיבה אחת שפעולות מעין אלו אינן מקבלות אישור של עסקה בניגוד עניינים היא שהמוטיב ההופך את העסקה לעסקה בניגוד עניינים בין החברה לבין בעל השליטה הוא נסתור מעין. הסיבה השנייה היא עקרונית יותר, ונובעת מכך שאישור לפעולות מעין אלו יחייב באופן פוטנציאלי כל פעולה של החברה לקבל אישור של פעולה בניגוד עניינים, ויהיה בכך כדי להטיל לסרבול או אף לסחטנות על ידי המיעוט. לפיכך, קריאה של הסקסט כאילו ראוי להעביר כל החלטה בנוגע לתשלום או לאייתסולם דיבידנד במסלול של עסקה בניגוד עניינים היא קריאה שגויה. עם זאת, יש להכיר בפוטנציאל לניגוד עניינים הקיים גם בפעולות אלו כמו בפעולות רבות אחרות בחיי התאגיד, וההמלצה של רשימה זו מקלה על גילויי ניגוד העניינים גם בהקשרים אלו, ומבלי לסרביל את עבודתה של החברה במידה ניכרת.

האדם לכיוון התוצאה הנוחה לו (self serving bias), מהנטייה הטבעית לקונפורמיזם, מהנטייה להתבטל בפני כוח התפס כלגיטימי ומהתפסות לנתונים קיימים או למצב קיים.

אחת התופעות הבולטות בהתנהגות חברתית היא הקונפורמיזם,⁹⁹ והכוונה היא לאותה נטייה טבעית של בני אדם שלא להביע את הערכותיהם ואת דעותיהם כשהן סותרות את המקובל.¹⁰⁰ יש שהגדירו תופעה זו כ"מחלה ארגונית חמורה האובלת כל חלקה טובה בארגון".¹⁰¹ תופעת הקונפורמיזם עוגנה היטב בכמה מחקרים, שהדוע בהם הוא מחקר של Asch.¹⁰² במחקר זה התבקשה קבוצה של אנשים לעיין יחדיו בקווים שהיו מצוירים על שני דפים. על דף אחד היה מצויר קו אנכי ישר אחד. על הדף השני היו מצוירים שלושה קווים אנכיים בגודל שונה, ואחד הקווים (אך לא האחרים) היה זהה בגודלו לחלוטין לקו בדף הראשון, וההבדלים בין הקווים היו ניכרים לעין. תחילה התבקשה קבוצת האנשים לבחור את הקו הזהה בשני הדפים. כאמור, אחד הקווים בדף השני היה זהה בגודלו לחלוטין לקו מהדף הראשון, ולכן פחות מאחר מביין חברי הקבוצה טעה בהבחנה זו.¹⁰³ התוצאה השתנתה בצורה דרמטית בשלפני הניסוי התבקש אחד מחברי הקבוצה לבחור ראשון ולטעות בכוונה. בחירתו המוטעית הצליחה להשפיע בצורה משמעותית על שאר חברי הקבוצה: כ-35% מהם בחרו באותו הקו שבחר בו חבר הקבוצה הראשון, הגם שהיה שונה באורך משמעותי מהקו שבדף השני.¹⁰⁴

לתופעת הקונפורמיזם תוצאות עגומות בכל הנוגע לאישור עסקאות שבעל השליטה מעוניין בהן, העלולות להשפיע לרעה על החברה. פנייה של בעל השליטה (והמקורבים לו בתנהלה ובדירקטוריון) לשאר המנהלים בבקשה לתמוך בעסקה מעין זו (או לפחות להסכים לה בשתיקה) עלולה להיענות בחיוב אף אם מדובר בעסקה שגויה בעליל מבחינה עסקית מנקודת מבטה של החברה. אין

99 James A. Fanto, "Whistleblowing and the Public Director: Countering Corporate Inner Circles," available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=471261

100 ראו אהרן כפיר, ארגון ונידול – הלכה למעשה 115 (2002). על הנטייה הטבעית של אנשים להסכים מאשר לסרב ("yea-saying") ראו Arthur van Soest & Michael Hurd, "A Test for Anchoring and Yea-Saying in Experimental Consumption Data," 3-6 available at: www.nber.org/papers/w10462 at 3-6.

101 כפיר, הערה 100 לעיל.

102 לתיאור המחקר ראו Steven P. Robbins, *Organizational Behavior: Concepts, Controversies, Applications* 257-258 (1998).

103 שם, בעמ' 258.

104 שם.

מדובר כאן רק במנהל השומר על משרתו, אלא בנטייה טבעית של רוב בני האדם לקבל את רצון האחר, החבר בקבוצת ההשתייכות הרלבנטית.¹⁰⁵ לצד הנטייה הטבעית לקונפורמיזם יש להדגיש מאפיינים חברתיים אחרים הקשורים להתנהגות ארגונית. מחקרים מלמדים כי נאמנות ומחויבות הן מהתכונות המרכזיות של עובדים בארגון,¹⁰⁶ וכי סוגיית הביטחון בעבודה ממלאת תפקיד מרכזי במוטיבציה של עובדים מכל הדרגים.¹⁰⁷ כמו כן, עובדים נוטים לכפוף את עצמם לכוה הנתפס כלגיטימי במסגרת הארגון שבו הם עובדים.¹⁰⁸ מכלול זה של מאפיינים תורם גם הוא לאווירה התומכת באישור עסקאות ופעולות המרצות את בעל השליטה – גם על חשבון החברה בכללותה, ובעיקר משום שאין כל גורם נגדי שיגרום למנהל להתקומם נגד פעולות אלו.¹⁰⁹ לצד המאפיינים החברתיים של תפקוד הארגונים ראוי לדבר גם על הטיות קוגניטיביות במישור של היחיד כמקבל החלטות (אף שלעיתים קשה להפריד בין הטיה קוגניטיבית להבניה חברתית מסוימת). מספר רב של מחקרים בפסיכולוגיה קוגניטיבית מראים כי לעיתים קרובות שיקול הדעת של אנשים אינו מושלם (imperfect), ורבות מההתנהגויות מוגדרות כאי-רציונליות ומוטות לכיוון זה או אחר על ידי הטיות (biases) שונות.¹¹⁰ חלוצי התחום, באופן שבו מקובל לחשוב

105 בפסיכולוגיה החברתית נהוג לדבר גם על "מעגל פנימי" (inner circle) של מקבלי החלטות, שעם היווצרותו גורם לפרטים שבו לאבד שיקול דעת עצמאי ומגביר את הנטייה להסכמה בין חברי המעגל. בחברה עם בעלות מרוכזת יש לשער כי בעל שליטה דומיננטי יצליח ליצור מלכתחילה מעגל פנימי עם אודיינציה ברורה לטובתו. נמצא, כי עם היווצרותו של אותו מעגל נוצרת דינמיקה מסוימת בין חברי אותו מעגל, הגורמת לאיבוד שיקול דעת עצמאי ונטייה להסכמות בין חברי המעגל. לעניין זה ראו Panto, הערה 99 לעיל, בעמ' 22-23.

106 ראו Steven L. McShane & Mary Ann Von Glinow, *Organizational Behavior* 67-84 (2000).

107 שם, בעמ' 208-210.

108 ראו Stanley Milgram, *Obedience to Authority: An Experimental View* (1974).

109 דוגמה לחוסר-המוטיבציה של הדיקטטורים לצאת נגד האנשים הדומיננטיים בתאגיד ניתן למצוא בפסק הדין ע"ב (ת"א) 300851/98 מפעל הפיס נ' גדות (לא פורסם, 27.10.2003), בסעיף 20 לפסק דינה של השופטת ורדה וירט-ליבנה.

110 Norbert L. Kerr, Robert J. MacCoun & Geoffrey P. Kramer, "Bias in Judgment: Comparing Individuals and Groups," 103 *Psych. Rev.* 687 (1996); David A. Dana, "Rethinking the Puzzle of Escalating Penalties for Repeat Offenders," 110 *Yale L.J.* 733, 759 (2001).

עליו כיום, הם החוקרים כהנמן וטברסקי.¹¹¹ גישת הפסיכולוגיה הקוגניטיבית חדדה לתחומי משפט רבים,¹¹² ובעשור האחרון – גם לדיני חברות ולדיני נירות ערך.¹¹³ כמה הטיות ידועות עלולות להשפיע במישרין על תת-המודע של המנהלים ולפעול לטובת בעל שליטה גם נגד טובת החברה.

אחת ההטיות של שיקול הדעת היא ההטיה הקשורה לנטייה של אנשים לפעול בדרך שתגן עליהם בצורה הטובה ביותר (self-protective / self-serving bias), ולהאמין כי מדובר בתוצאה טובה מבחינה אידיקטיבית.¹¹⁴ אחד המחקרים הממחיש את ההטיה נערך בקרב קבוצה שנדרשה לקבוע את סכום הפיצויים שראוי והוגן (fair) לפסוק בתביעת גזיקין מסוימת. חברי הקבוצה חולקו באופן מקרי לתובעים ולנתבעים;¹¹⁵ הם קיבלו את כל החומר שהוצג כמהלך המשפט האמיתי, ותבקשו לשער את סכום הפיצויים שפסק השופט באותו מקרה. התברר, כי הסכומים שציטטו חברי הקבוצה היו שונים משמעותית על אף שהתבססו על אותו

111 Amos Tversky & Daniel Kahneman, "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases," 185 *Science* 1124 (1974); Amos Tversky & Daniel Kahneman, "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases," in *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases* 3 (Daniel Kahneman, Paul Slovic & Amos Tversky eds., 1982); Amos Tversky & Daniel Kahneman, "Choices, Values, and Frames," 39 *Am. Psych.*, 341 (1984); Amos Tversky & Daniel Kahneman "Rational Choice and the Framing of Decisions," in *Rational Choice: The Contrast Between Economics and Psychology* 67 (Robin M. Hogarth & Melvin W. Reder eds., 1987).

112 Jon D. Hanson & Douglas A. Kysar, "Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation," 74 *N.Y.U.L. Rev.* 630, 634 (1999); Christine Jolls, "Contracts as Bilateral Commitments: A New Perspective on Contract Modification," 26 *J. Legal Stud.* 203 (1987); Russell Korobkin & Chris Guthrie, "Psychology, Economics and Settlement: A New Look at the Role of the Lawyer," 76 *Tex. L. Rev.* 77 (1997); Linda Hamilton Krieger, "The Content of Our Categories: A Cognitive Bias Approach to Discrimination and Equal Employment Opportunity," 47 *Stan. L. Rev.* 1161 (1995); Edward J. McCaffery, Daniel J. Kahneman & Matthew L. Spitzer, "Framing the Jury: Cognitive Perspectives on Pain and Suffering Awards," 81 *Va. L. Rev.* 1341 (1995).

כדוגמא ליישום גישת הפסיכולוגיה הקוגניטיבית בתחום דיני החוזים ראו: Melvin A. Eisenberg, "The Limits of Cognition and the Limits of Contract," 47 *Stan. L. Rev.* 211 (1995).

113 ראו, לדוגמה, Robert Prentice, "Whither Securities Regulation? Some Behavioral Observations Regarding Proposals for Its Future," 51 *Duke L. J.* 1397, 1401-1402 (2002).

114 ראו Kerr, MacCoun & Kramer, הערה 110 לעיל, בעמ' 687.

115 ראו Hanson & Kysar, הערה 112 לעיל, בעמ' 649.

חומר ראיתי, וכי אלו שסווגו באופן מקרי כתובעים שיערו כי השופט פסק סכום גבוה בהרבה מהסכום ששיערו אלו שסווגו כנתבעים.¹¹⁶ ההטיה שניסוי זה מעיד עליה רלבנטית במיוחד לענייננו, משום שמנהל שנבחר על ידי בעל השליטה, מתוגמל על ידו ומעוניין לשמור עמו על יחסים שפירים, יעדיף במקרים רבים לחשוב כי עסקה מסוימת טובה לחברה רק משום שבעל השליטה מעוניין באישורה. מצויד באמונה זו, יכול המנהל לשמור על יושרו האישי והמקצועי – ובה בעת לאשר את העסקה או להסכים לה בשתיקה. אם כן, הטיה זו פועלת היטב לטובת האינטרסים של בעלי השליטה.

הטיית רלבנטיות אחרות הן הטיית הנגישות (availability bias) והטיית העיון (anchorage bias) הקשורה בה.¹¹⁷ נמצא, כי מאורעות או נתונים זמינים יותר ונגישים יותר משפיעים בצורה ניכרת ולא פרופורציונלית על שיקול הדעת ועל הליך קבלת ההחלטות אצל הפרטים.¹¹⁸ למשל, במחקר מסוים נשאלו הפרטים היכן מופיעה יותר האות "r" בשפה האנגלית: בתחילת המילה או באמצעיתה? בשל הטיית הנגישות רוב הפרטים ענו שהאות מופיעה יותר בתחילת המילה (תשובה לא נכונה).¹¹⁹ הסיבה שהטיה זו רלוונטית היא שאת רוב הפעולות בניגוד עניינים יוזם בעל השליטה, והוא זוכה ליתרון שבהצגת הרעיון והנתונים בפני ההנהלה. ההנהלה, בשל השפעת ההטיית הנכונה, תיטה לאמץ את העסקה או הפעולה אף אם מדובר במהלך שהייתה דוחה על הסף אם היו מעלים בפניה באופן ניטרלי כמה אלטרנטיבות לפעולה.

3. הפתרון המוצע ותרומתו המיוחדת

הפתרון שרשימה זו מעלה הוא, בפשטות, להביא להתגברת השימוש בתגמול בכירים באמצעות אופציות (או מכשירים פיננסיים בעלי נפקות דומה). כפי שכבר הוכרתי, פתרון זה נועד להכות בלב הבעיה – שיתוף הפעולה העיוור בין הנהלות

116 שם.

117 בקטט מתוארת בעיקר הטיית הנגישות. הטיית העיון קשורה להטיית הנגישות, אולם הכוונה לכך שאנשים נוטים להסתמך על נתוני סף הנמסרים להם כשהם באים לשער מספר לא דאי כלשהו. ראו בהקשר זה את מחקרו המפורסם של פלאוס, העוסק בהערכת הסיכוי למלחמה גרעינית: Scott Plous, "Thinking the Unthinkable: The Effects of Anchoring on Likelihood Estimates of Nuclear War," 19 J. App. Soc. Psych. 67 (1989).

118 שם, בעמ' 662-664.

119 שם. על דיון רחב בהטיית הנגישות ראו Shelley E. Taylor, "The Availability Bias in Social Perception and Interaction," in *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Jonathan Baron, *Thinking and Deciding* 141-143 (2000); 200-190 בעמ' 111 לעיל.

החברות לבין בעלי השליטה שלהן בהקשרים של עסקאות מזיקות לחברה (תוך שמירה על מרקם היחסים ביניהם בהקשרים אחרים). מיד יש לומר, כי המנהל לעולם יהיה תלוי בבעל השליטה, ושוב שכך – שהרי כבר חזרתי והדגשתי כי ברוב העניינים הנוגעים לניהול החברה בעל השליטה הוא הראשון שחושב על טובתה של החברה, היות שבידיו נתנת המרכיב של אחזקותיה. תלותו של המנהל בבעל השליטה מועילה משום שהיא מאפשרת פיקוח על עבודתו – שאינו קיים במתכונת זו בחברה בבעלות מבוזרת.¹²⁰ הגברת השימוש באופציות הינה הצעה אטרקטיבית משום שהיא מהווה משקל-נגד להשפעתו המכרעת של בעל השליטה על המנהל במקרים שבהם קיימת התנגשות אינטרסים בין בעל השליטה לבין החברה. בשאר ענייני ניהול החברה וענייניה העסקיים נותר איחוד האינטרסים בין בעל השליטה למנהל לכל הפחות כשם שהיה גם לאחר הענקת האופציות.¹²¹ הענקת אופציות לעובד הבכיר קושרת בין התגמול שלו, לבין שווי השוק של החברה ושווי המניה בבורסה. בשלב קודם של הטיעון, דובר כי שווי המניה בבורסה משקף את שווי החברה עבור בעל המניות מן הציבור, ושווי זה אינו כולל את טובת ההנאה הפרטית של בעל השליטה מהחברה הנגלות לעין מעת לעת בדמות פרמיית השליטה. כאשר בעל השליטה דוחף את החברה לפעולה המזיקה לחברה, תוך העשרה של בעל השליטה, נפגע שווי החברה מנקודת ראותו של בעל המניות מהציבור, ומנהל שמרב התגמול שלו תלוי בשווי המניה שוב לא ימחר לשתף פעולה עם בעל השליטה בהקשר זה. הפעולה שרשימה זו תומכת בה – היינו: הענקת אופציות לבכירים – מהווה משקל-נגד לכל הגורמים שבהם דנתי, לרבות התובנות השונות של הפסיכולוגיה הארגונית והספרות הדגה בהטיות קוגניטיביות.¹²² המנהל לא יעלים יותר עין אלא יתמכר; הוא ינסה להיטיב את התנאים לטובת החברה (והרי ככלות הכול

120 מטעם זה קיימים מודלים המראים שמידה מסוימת של טובת הנאה פרטית לבעל השליטה מיטיבות עם כל בעלי המניות, משום שהם מתמרצות את בעל השליטה להחזיק נתח גדול ממניות החברה, וכפועל יוצא מכך – לבקר את ההנהלה. על היעילות בטובת ההנאה הפרטית של בעל השליטה ראו, למשל, Christian At, Nathalie Chappe, Pierre-Henry Morand & Lionel Thomas, "Compensation Contracts, Private Benefits and Protection of Shareholders," available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=557108.

121 ולמעשה איחוד האינטרסים אף גובר, משום שהאופציות מגבירות את המוטיבציה הכללית של המנהל לפעול לטובת החברה. כבר צוין לעיל שגם במבנה של בעלות מרוכזת יש למנהל חירות מסוימת לנקוט פעולות שבעל השליטה אינו יכול לפקח עליהן.

122 וראו לעניין זה לעיל, בתתי-הפרק העוסק בהטיות קוגניטיביות.

במרבית המקרים הפגיעה בחברה נמדדת במחיר שבעל השליטה מוכן לשלם;¹²³ ינהל מגעים עם בעל השליטה; וישרה להזהיר אותו מזעמו של השוק. אמנם, להנהלת החברה אין מעמד רשמי באישור עסקאות עם בעלי העניין, אולם היא תגורם המסייע ומכוון את בעל השליטה בעיצוב העסקה.

כמו כן, הדינמיקה של אישור עסקאות בניגוד עניינים כוללות מגעים רציפים בין המשקיעים המוסדיים לבין החברה והנהלתה,¹²⁴ ואישור המשקיעים המוסדיים כיום רועק מלהיות עניין מובטח.¹²⁵ מנהל שלא יצליח לבלום את העסקה או לעצב אותה בצורה סבירה בגבולות החברה, עשוי – במודע או שלא במודע – להעביר מידע או מסר למשקיעים המוסדיים שצריכים לאשר את הפעולה באסיפה הכללית, או לדירקטורים החיצוניים התלויים פחות בבעל השליטה.¹²⁶ במקרים חמורים קיימת גם אפשרות להעברת מידע על הפגיעה בחברה לעיתונות, ובמקרים של התנהגות בלתי-חוקית קיימת אפשרות להעברת מידע לרשויות

123 דוגמה בולטת למנכ"ל הנחה בעיתונות כמתמרמר בנוגע לעסקה בניגוד עניינים מצויה בהתנהלותו של חזי חרמוני, מנכ"ל תדידאן קשר, ביחס לרכישת חברת אלישרא על ידי תדידאן קשר. נכון לזמן הכתיבה של רשימה זו נדמה על פי העיתונות שהמנכ"ל הצליח להדוף את העסקה המתגבשת מעל ראשו. ראו, למשל, גולן פרידנפלד, "הספין של דני בירן", גלובס 1.3.05; גולן פרידנפלד, "אפשרות לניגוד עניינים של משפחת מידן בעסקה תדידאן קשר ואלישרא", גלובס 24.3.05; גולן פרידנפלד, "בעלי המניות בתדידאן קשר דורשים הסברים להתפטרות חרמוני וקולבר", גלובס 28.3.05.

124 תיאור המגעים בין החברה לבין המשקיעים המוסדיים לעניין אישור עסקה בניגוד עניינים ניתן על ידי מיקי צביר, מנכ"ל לאומי פיא, החברה לניהול קרנות נאמנות בע"מ מקבוצת לאומי. ראו, לעניין זה, את פרוטוקול "דיון ציבורי בנושא 'עניין אישי'", מיום 25.11.04 (בית ספר אריסון למנהל עסקים, המרכז הבינתחומי הישראלי, ומרכז קיסריה אדמונר בנימין דהירוסטילד לשוק ההון וניהול סיכונים).

125 פעמים רבות, נוהגי ההצבעה של המשקיעים המוסדיים באישור עסקאות בניגוד עניינים כוללים כיום הצבעות נגד. ראו, למשל, אורי רונן, "הצבעת קרנות נאמנות על הצעות להתגמול דירקטורים", דה-מק 19.9.04, עוד ראו רונן, הערה 64 לעיל.

126 בספרות מופיעות תלונות רבות על כך שדירקטור חיצוני חסר את היכולת להשפיע באופן חיובי על החברה, משום שהוא תלוי במידע שמוסרת לו ההנהלה ומשום שאין לו מקורות מידע עצמאיים או מסיבציה מיוחדת. ראו Brian G. M. Main, Charles A. O'Reilly III & James Wade, "The CEO, the Board of Directors and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives," 4 *Ind. Corp. Change* 293, 302-303; Jay W. Lorsch & Krishna G. Palepu, "Limits to Board Effectiveness," available at: <http://www.eqlv.hbs.edu/workshops/limits-summary.html>; Rakesh Khurana, *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs* 81-118 (2002) היכולת של הצנחלים להעביר מידע לדירקטורים החיצוניים, היכולים להכשיל את העסקה בוועדת הביקורת, מהווה פתרון של ממש לסוגיה זו.

אכיפת החוק. התקשורת הישירה והאמינה בין ההנהלה למשקיעים המוסדיים תאפשר כמובן גם אישור עסקאות שכיום המשקיעים המוסדיים מפקפקים בטיבן, והכול משום שמנהל המצויד בתגמול באופציות משדר מסר אבין יותר לנשקיע מוסדי המנהל עמו משא ומתן. אמנם, כאמור, להנהלת החברה אין מעמד רשמי באישור עסקאות בניגוד עניינים, ומכאן שלכאורה אין בידיה את הכוח למנוע עסקה כזו – כוח הנתון בעיקר בידי המשקיעים המוסדיים, אך בידיה כצד מידע קריטי הנחוץ למשקיעים המוסדיים כדי לעמוד על טיב העסקה ועל תרומתה לחברה. במקרים המתאימים, השילוב בין כוחם של המשקיעים המוסדיים לבין הידע המצוי בידי ההנהלה עשוי להביא לסינון העסקאות הטובות לחברה.

יתר על כן: יש לזכור כי לא מדובר בהענקת אופציות לאדם אחד בלבד אלא בהענקתן לקבוצת מנהלים. במצב זה יקשה על בעל השליטה ועל עושי דברו בהנהלה ובדירקטוריון לסמוך על שתיקה של כלל קבוצת ההנהלה. אם תיסגר בתדיר הדריש עסקה גרועה לחברה, כבר יימצא המנהל שממנו ידלו המשקיעים המוסדיים את הפרטים – שהרי, מטבע הדברים, מנהל בכיר מצויד היטב בפרטים הרלבנטיים לחברה, ויקשה להסתיר ממנו פגיעה משמעותית בטובתה.

יתרון נוסף בפיוזר האופציות על פני שכבה של מנהלים הוא שהפיוזר מקשה על בעל השליטה להגיע לעסקה צדדית ופוגענית. כך, למשל, אם בעל השליטה מתכנן להציע למנכ"ל הטבות מסוימות שיתגברו על הפגיעה בחבילת האופציות של המנכ"ל, ובדרך זו לשכנע את המנכ"ל לתמוך בפעולה המזיקה, הרי שיהיה צורך להרחיב את העסקה הצדדית על כל שכבת ההנהלה האוחזת באופציות. אולם, מטבע הדברים קשה לסמוך על עסקאות אפלות מעין אלו כשיש להן צדדים רבים מעורבים או מיוחדים. לבסוף, פיוזר האופציות בין שכבה של מנהלים מסירה את החשש שמנהל יחיד המתוגמל באופציות ייהפך למעין "חשוד מיידי" בכל מקרה של טרפורד עסקה זו או אחרת.

4. כמה הערות לעניין עיצוב התגמול באופציות

לבסוף, ואף שהרשימה אינה מתמקדת בכך, יש להקפיד על פרטי הענקת האופציות כדי למנוע מהן ליהפך לגילוי של בעיית נציג במקום לפתרון של בעיה כזו.¹²⁷ בהקשר זה אזכיר שני כללי יסוד. ראשית, יש להקפיד כי האופציות

¹²⁷ בארצות הברית נמתחה ביקורת רבה על הדרך שבה המנהלים מעצבים את חבילת התגמול העשירה באופציות כך שירוויחו סכומי עתק ללא חשיפה אמיתית לביצועי החברה. לעניין זה ראו Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part III: The Decoupling of Pay From

יוענקו על ידי החברה עצמה ולא על ידי חברת האם. באחת מבין 60 החברות הגדולות בישראל, שנסקרו לצורך רשימה זו, הענקו למנכ"ל אופציות של חברת האם: הענקת אופציות מעין זו לא רק שאינה עולה בקנה אחד עם האמור ברשימה זו, אלא שהיא מגבירה את בעיית הנציג שבין בעל השליטה למיעוט. מנהל המתוגמל על ידי אופציות של חברת האם מתוגמל למעשה לפי הביצועים של בעל השליטה. במקום להיות גורם נגד לנטייה הטבעית של המנכ"ל לרצות את בעל השליטה, נוסף גורם חדש הדוחף את המנהל לאשר פעולות כנגד טובת החברה.

אם כן, הענקת אופציות על ידי חברת האם עלולה להפוך על פיה את הרפורמה שמאמר זה מבקש בתחום התגמול באופציות. הדבר דומה למצב שנוצר ביפן כשניסו להעביר בה רפורמה בתחום דיני החברות. ביפן, התקבל שינוי שאפשר לחברות יפניות – החל משנת 2003 – לעבור, אם רצונן בכך, ממודל של דירקטוריון "יפני" למודל "אמריקני". חלק מהחברות אכן עברו את השינוי, שמשמעותו העיקרית היא הוספת דירקטורים חיצוניים שאינם תת-הוועדות של הדירקטוריון העוסקות בתגמול, במיניים ובביקורת. במחקר שבחן את ביצועי המניות לאחר השנה הראשונה לאימוץ ההסדר החדש נמצא כי החברות המאמצות לא נהנו מתשואות יתר ביחס לחברות האחרות.¹²⁸ ממצא זה מפתיע לכאורה, משום שרוב של דירקטורים חיצוניים אמורים להבטיח שהחברה תתנהל באופן התואם יותר את הצרכים של בעלי המניות מהציבור; אולם המסקנות טובה יותר על ההסדר מגלה כי החוק היפני מגדיר דירקטור חיצוני בצורה רחבה ביותר, והוא כולל גם דירקטורים הקשורים לחברת האם. אימוץ דירקטורים חיצוניים המקורבים לחברת האם, כמו גם הענקת אופציות של חברת האם למנהלים, אינם יכולים למתן את בעיית הנציג שבין בעל השליטה לבעלי המניות מן המיעוט אלא גורמים להתרפתה.

Performance," 22-30 (2004), available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=537783

תחת ההצעה הנוכחית במאמר זה, החשש שהמנהלים יקבלו סכומי עתק בלתי-מוצדקים אינו כה חזק בישראל, משום שלבעל השליטה אין אינטרס להעשיר את המנהלים ללא הצדקה. עם זאת, אין ספק שלבעל השליטה יהיה אינטרס לעוות את הענקת האופציות בדרך שתפגע ביתרונות של תבילת התגמול כפי שהוצגו על ידי רשימה זו.

128 Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt, "Choice as Regulatory Reform: The Case of Japanese Corporate Governance," available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=537843

כלל יסוד נוסף עוסק בדרך שבה יש לקשור את תגמול המנהלים לביצועי החברה. בהקשר זה יש חשיבות רבה לשימוש באופציות דווקא – או במכשירים פיננסיים אחרים הקושרים את התגמול למחיר המניה – להבדיל מתגמול הקשור לפרמטרים חשבונאיים.¹²⁹ פרמטרים חשבונאיים (כדוגמת רווחיות החברה) יכולים להצביע על כך שהחברה עושה חיל, אך אין בכך די מנקודת הראות של רשימה זו. הייחוד בקשירת התגמול של המנהל למחיר המניה בבורסה הוא בכך שמחיר זה משקף, כפי שכבר הזכרתי, את שווי החברה לבעל המניות מן הציבור – ולא לבעל השליטה. ייתכן בהחלט שתחברה תרוויח כסף רב, אולם בעלי המניות מהציבור יסבלו מניצול של בעל השליטה, שיצליח להטות לכיוונו נתחים נכבדים משווי החברה. תגמול הצמוד לפרמטרים חשבונאיים לא יגרום למנהל להתקומם נגד התנהגות זו של בעל השליטה, בעוד שתגמול באופציות ייתן לו תמריץ של ממש להתנגדות.

5. מי ידחוף את החברות לאמץ את ההצעה?

כפי שכבר הודגש, חוק החברות מקנה למשקיעים המוסדיים בחברות הציבוריות מעמד מיוחד, וזאת על אף שהוא אינו נוקב בשמם. המנגנון הדורש אישור של שליש מהמיעוט לעסקה בניגוד עניינים מקנה למשקיעים המוסדיים כוח של ממש, משום שבקרב המיעוט הבלתי-מעוניין הם בדרך כלל הקבוצה המאורגנת ביותר. התנגדותם של המשקיעים המוסדיים לעסקאות עם בעלי עניין הנתפסות כבעלות השפעה שלילית על החברה נהפכה לאחרונה לבולטת ביותר.¹³⁰ עד לאחרונה

129 בספרות בארצות-הברית ניתן למצוא דיון ענף בשאלת התגמול האידיאלי, ונמנה שרוב הכותבים מבכרים תגמול הקשור בביצועי המניה של החברה. ראו James D. Cox, "Regulatory Duopoly in U.S. Securities Markets," 99 Colum. L. Rev. 1200, 1204 (1999); Lawrence Revsine, *The Selective Financial Misrepresentation Hypothesis* 16, 21-22 (1991).

130 התנגדותם של המשקיעים המוסדיים מתוארת בהרחבה בפסק הדין בעניין סרד, ראו עניין איצמרג, הערה 7 לעיל, סעיף 4 לפסק הדין; ראו לדוגמה גם דפנה צוקר, "עידן עופר כיהן כיו"ר המזרחי זמן קצר – אינו אמור לקבל בונוס כלל", גלובס 10.10.03. לפי לשון הכתבה נראה כי המשקיעים המוסדיים הצליחו למנוע בונוס מיו"ד בנק המזרחי לשעבר שהינו ממשפחת בעלי השליטה בבנק; גולן פרידנפלד, "בארינברג וגלבוץ החליטו 'לרדת' מתנאי השכר שביקשו בבגיר ופולגת", גלובס 21.6.05. לפי לשון הכתבה חזרו בהם השניים – בעלי השליטה בחברת בגיר – מהסכם השכר המשווה שהתכוונו להעביר במסגרת האסיפות הכלליות של פולגת ובגיר, זאת עקב הביקורת שנמתחה עליהם בקרב המשקיעים המוסדיים. לדברי השניים השינוי נעשה מתוך עניין לשמור על מערכת יחסים

הצליחו בעלי שליטה רבים להעביר החלטות בניגוד עניינים גם נגד רצונם של המשקיעים המוסדיים, בהסתמך על בעלי מניות שהיו להם קשרים שונים עם בעלי השליטה, אולם ההבדלה שפרסמה לעניין זה הרשות לניירות ערך¹³¹ ומאמצי האכיפה המוגברים בתחום יחזקו בעתיד אף יותר את מעמדם של המשקיעים המוסדיים.

מעמד זה, והמשקל הכללי שיש למשקיעים מוסדיים כבעלי אחזקות משמעותיות בחברות, מאפשרים להם לבוא בדרישות לגיטימיות שונות כלפי החברות, ביניהן הדרישה לאימוץ רב יותר של השימוש באופציות לבכירים. אם המשקיעים המוסדיים ישתכנעו כי הענקת אופציות לבכירים עשויה להקל על בעיית הנציג במישור שבין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט (לרבות המוסדיים), הרי שהם בהחלט יכולים להביא לשינוי המקווה. כפי שנראה בהמשך, כך היה בארצות-הברית כאשר השתכנעו שהשימוש באופציות יכול לתרום לשוק האמריקאי. גם משקיע מוסדי מתוחכם, הסבור שביכולתו לחסום (עם משקיעים אחרים מהמיעוט) הצעות בלתי-סבירות של בעל השליטה, צריך להיות מעוניין בהענקת אופציות לבכירים – משתי סיבות לפחות: הסיבה הראשונה היא שהנהלה הפנימית של הארגון בקיאה יותר בצורכי התאגיד ובנתוני העסקאות המתגבשות. פערי מידע עלולים לגרום למשקיע המוסדי לאשר עסקאות גרועות לחברה, ולחלופין לבלום עסקאות מצוינות עבורה. הסיבה השנייה היא – כפי שכבר הסברתי¹³² – שפעולות רבות של התאגיד שיש להן פוטנציאל של ניגוד עניינים (כמו ההחלטה בדבר השימוש בתורים המוזמנים של התאגיד) כלל אינן מגיעות למעמד של עסקה בניגוד עניינים, וממילא אין למשקיעים המוסדיים יכולת לחסום אותן במישרין. מטעמים אלו, כל משקיע מוסדי – מתוחכם ככל שיהיה – זקוק לנציג של אמת בהנהלת החברה, ומאחר שברוב המקרים בעל השליטה הוא שממנה את הנהלה הבכירה, רצוי לפתח לצייד את אותם בכירים באופציות שיגבירו את המוטיבציה שלהם לפעול לטובת בעלי המניות מהמיעוט דווקא.

תקינה עם משקיעים אלה; כן ראו ע' שרביט, "כנוס לשנידמנים מביטוח ישר", *דה-מרק* 12.7.05. בכתבה מתוארות הדילטות העומדות כיום בפני בכירים כאשר למשיכת הסבות שונות וכן השפעתם של המשקיעים המוסדיים על עניין זה. לביקורת על רמת הבקרה שמפעילים המשקיעים המוסדיים ראו, Yaron Amzaleg, Ahron Rosenfeld & Uri Benzion, "On the Role of Institutional Investors in Corporate Governance: Evidence from Voting of Mutual Funds in Israel," available at: <http://ssrn.com/abstract=746024>.

131 הערה 10 לעיל.

132 ראו הערה 98 לעיל והדיון בטקסט שלידה.

כדי לקדם את השימוש באופציות רצוי שהמשקיעים המוסדיים יתארגנו במסגרות שונות ויצאו בקריאה כללית בנושא; אבל משקיע מוסדי גדול יכול גם בהיעדר התארגנות לאמץ טקטיקה פרטית לקידום הנשא. ככלות הכול, למשקיע מוסדי גדול יש סכומי כסף נכבדים להשקעה, המפוזרים בכמה חברות ציבוריות, כך שמבחינתו יעיל לטפח התנהגות ראויה של בעלי שליטה שתשרת אותו בכל השקעותיו. בעל שליטה שלא ישתף פעולה עלול להיתקל ברתנגדות של המשקיעים המוסדיים לאשר עסקאות שדוא מעוניין בהן, שהרי גם בעל שליטה שאינו מרבה לבצע עסקאות בניגוד עניינים יידרש לעתים לאישור המיעוט – ולו לשם אישור שכרו או לרכישת ביטוח או קבלת התחייבות לשיפוי.¹³³ ותנגדות של משקיע מוסדי לשתף פעולה באופן מלא עם בעל שליטה המסרב לתגמל את בכירי החברה באופציות, איננה התנהגות כותנית של המשקיע המוסדי, אלא התנהגות הזולמת את הסיטואציה המדוברת. על שם פערי המידע שבין המשקיע המוסדי לבין הנהלת החברה, אך טבעי הוא שהמשקיע המוסדי ירצה שפעולות בניגוד עניינים יזכו ראשית לאישור של הנהלת החברה. אולם, כל עוד הנהלת החברה אינה מתוגמלת באופציות, הרי שמטעמים רבים (שכבר הזכירו) היא שבויה ביד בעל השליטה, וקשה להסתמך על עמדותיה בהקשר הרלבנטי. תגמול הגיוני הקושר את השכר לביצועי המניה יכול להקנות שקט רב למשקיע המוסדי, ולכן יש לצפות לשתוף פעולה רב יותר מצדו באישור עסקאות שעברו סינון של הנהלה המתוגמלת כראוי. עידוד השימוש באופציות אינו צריך להיות נחלתם של המשקיעים המוסדיים בלבד. באופן מפתיע, ראוי שיתמכו בו גם בעלי השליטה עצמם או, למצער, חלקם. תגמול עובדים בכירים באופציות כחלק מתכנית אופציות ארוכת-טווח שניתנה לה התחייבות פומבית כהוזה התחייבות אמינה (credible commitment) של בעל השליטה לקדם את ענייניו של המיעוט ולהימנע מניצול החברה. התחייבות אמינה זו אמורה להביא להאמרת השער של מניות החברה בבורסה, ולהיטיב גם עם בעל השליטה. לכן, יש לצפות שבעלי שליטה העומדים בפני הנפקה לציבור, או זקוקים לשוק ההון לעתים קרובות, ירצו בעצמם להגביר את השימוש באופציות לבכירים כדי לעמוד בדרישות השוק. פעולה מעין זו חייבת להיתמך בהבנה של חשיבות העניין על ידי בנקאי השקעות ואנליסטים, שיצטרפו "לתגמול" את החברה ואת בעל השליטה על השינוי המבורך.¹³⁴ במקרים רבים, האינטרס של בעל השליטה בשמירת שווי השוק של מניות

133 ראו סעיף 270 לחוק החברות.

134 גם פה יש חשיבות של ממש למשקיעים המוסדיים: אם יכירו אלה בחשיבות העניין, וייטו להשקיע יותר בחברות המחויבות לתגמול בכירים באופציות, ובייחוד בשוק הראשוני, יהיה בכך כדי לתת רחיפה נוספת לסוגיה.

החברה שבשליטתו גם לאחר ההנפקה הינו משמעותי. לשווי השוק של מניותיו יש השפעה על יכולת המימוש של בעל השליטה – על יכולתו להשתמש במניות החברה כבטוחה להלוואה שלקח לצורך רכישת השליטה בחברה, על יכולתו לגייס כספים נוספים בשוק ההון, על יכולתו להשתמש במניות החברה לרכישת נכסים שונים ועוד.

כמו כן, טעות לחשוב כי בעלי השליטה השונים הומוגניים מבחינת המוטיבציה הפנימית שלהם לניצול החברות שבשליטתם. חלק מבעלי השליטה נוטים יותר לניצול בעוד שאחרים נמנעים מכך.¹³⁵ עם זאת, רבות מפעולות הניצול נעשות בחדרי תדרים ולשוק קשה לפעמים להבחין מידו בעל השליטה הנאור ומידו בעל השליטה בעל הכוונות הרעות. בתנאים אלו, יעשה בתוכמה בעל השליטה הנאור אם יאמץ את הצעת המאמר וירבה בתגמול בכיריו באופציות. מאחר שבעל השליטה זה ממילא אינו מתכוון לנצל את החברה שבשליטתו, הרי שהתועלת הפרטית שיפיק מהחברה לא תיפגע בצורה משמעותית, אם בכלל, מעצם שיטת התגמול המיוחדת. לעומתו, בעל השליטה הנצלן יאבד מקור הכנסה חשוב אם יאמץ את מנגנון התגמול המיוחד. בהנחות המתאימות, ייתכן שמצב דברים זה יביא את בעל השליטה המדיב והנאור לאמץ תגמול מקיף באופציות כדי להוכיח לשוק שהוא אכן בעל השליטה הטוב, ואימוץ שיטת התגמול המומלצת יזכה אותו בשווי שוק גבוה יותר עקב חשיפת טיבו החיובי.¹³⁶

לבסוף, מובן שגם המנהלים צריכים לעודד את השימוש באופציות: לא מדובר רק במתכון להתעשרות, אלא גם באמצעי לחיזוק מעמדם בארגון, ובעיקר באמצעי לשימור היושרה המקצועית שלהם בעיני המשק. הנהלה המתוגמלת בהתאם לביצועי החברה היא הנהלה מעורבת יותר וראויה יותר, שגורלה קשור בגורל המשקיעים מהציבור שעל ניהול נכסיהם היא אמונה. סטנדרט הוחרות הנדרש ממנהל בחברה הוא לנוג בנכסי החברה כאילו היה זה רכשו שלו. מנהל המתוגמל בהתאם לביצועים יכול לעמוד בדרישה נכבדת זו, בדגש על מחויבות למיעוט ולמשקיעים מהציבור.

135 לעניין ההסבר על בעלי שליטה שונים ראו Lucian Bebchuk, "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control," 109 Q. J. Econ., 957 (1994). בעלי שליטה גבולים זה מזה כמוטיבציות שלהם לביצוע עסקאות בניגוד עניינים, בנכסים העומדים לרשותם מתוך לחברה, בקשריהם העסקיים המאפשרים או שוללים אפשרות לעסקה בניגוד עניינים, וכן בתכונותיהם האישיות ובתכונותיהם העתידיות. חלק ניכר ממאפיינים אלה אינו גלוי לציבור.

136 סיעון זה מתבסס על מודל ה"סיגנלינג" של ספנס. לעניין זה ראו Andrew Michael Spence, *Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes* (1974).

6. האם ניתן לצפות לאימוץ המתרון המוצע על ידי מנגנוני השוק?

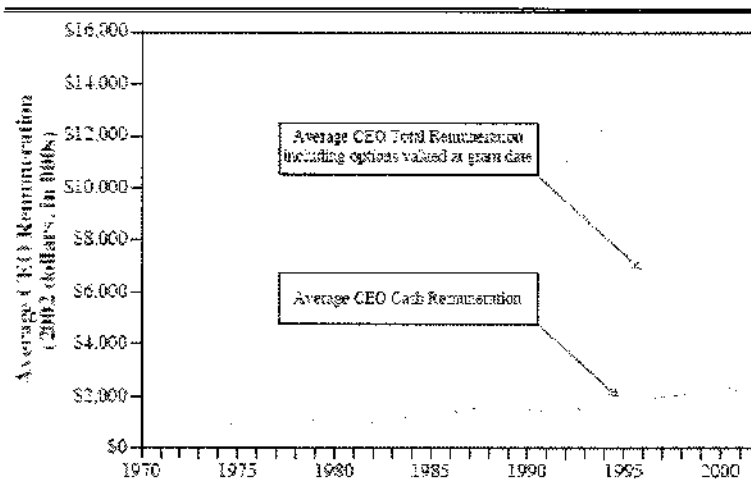
גם אם הקוראים שוכנעו כאשר ליתרונות של שימוש באופציות למנהלים גם בשוק עם בעלות מרוכזת, כדוגמת השוק הישראלי, נותרה עדיין שאלה מקדמית הראויה לבירור: אם אכן מדובר במנגנון כה יעיל – מדוע לא אימץ אותו השוק בישראל זה מכבר (להבדיל משוקי ההון עם הבעלות המבוזרת כמו בארצות-הברית או בבריטניה)?¹³⁷ יודגש מיד, כי גם בישראל חלוקת אופציות לבכירים אינה עניין נדיר. כמו מחקרים קודמים, גם המדגם שנאסף מעיד כי השימוש באופציות ככלי תגמול קיים בקרב החברות הגדולות בישראל, ואולי אף צובר תאוצה. כמו כן, נגלה כי בחברות שבהן משתמשים באופציות, על פי רוב חלקן היחסי של כלי זה מתוך כלל תבילת התגמול של המנהל אינו זניח כלל ועיקר. השינוי המצופה שאליו חותרת רשימה זו הינו בעיקר גידול בשעור החברות המאמצות את הנוהג לחלק אופציות לבכיריהן; ייתכן כי שינוי זה יתרחש בעתיד עקב פעולתם של כוחות השוק וללא התערבות חיצונית.

עם זאת, ומשום שרשימה זו מעוניינת להחיש את השימוש בתגמול באופציות בחברות רבות יותר בישראל, ראוי להדגיש כי שימוש באופציות איננו בבחינת תופעת טבע שהייתה קיימת מאז ומעולם גם בארצות עם בעלות מבוזרת, אם כי רבים רואים את השימוש בהן כיום כמובן מאליו. הדוגמה הטובה ביותר היא ארצות-הברית. משום שכבר סקרתי את התמורה שחלה שם בתחום זה לא אחזור

137 עד כה הרחבתי את הדיבור על הנעשה בתחום בארצות-הברית, אולם גם בבריטניה השימוש באופציות מגיע לממדי ענק, וגם במדינות אחרות ניתן לחזות בהגברת השימוש בהן. במחקר שנערך בשנת 1996 בקרב עשר מדינות מערב-אירופיות נמצא כי בבריטניה אחוז התגמול שמשולם למנכ"ל באמצעות אופציות הוא הגבוה ביותר (25%). לעניין זה ראו Martin J. Conyon & Joachim Schwalbach, "Corporate Governance, Executive Pay and Performance in Europe," in *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence* 13, 25 (Jennifer Carpenter & David Yermack eds., 1999). במחקר שנערך בקרב 64 החברות הגדולות באוסטרליה נמצא כי 90% מהחברות העניקו אופציות לאחר המנהלים הבכירים (70% למנכ"ל) שלהן בשנת 2000. לעניין זה ראו Tyrone M. Carlin & Guy Ford, "A Governance Perspective on Executive Options Plans - Reflections on Some Australian Empirical Evidence," available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=536482.

על העובדות בפירוט, ואסתפק בתצוגה גרפית של השינוי הדרסטי שחל בו בשלושת העשורים האחרונים.¹³⁸

Figure 1 Average Cash and Total Remuneration for CEOs in S&P 500 Firms, 1970-2001



הפער ההולך וגדל בין העקומה של כלל התגמול לבין עקומת התגמול במזומן מעיד ברובו על השימוש באופציות. באופן ויזואלי ניתן לראות כי השימוש באופציות בארצות-הברית בשנות ה-70 כמעט לא היה קיים, וכי הוא הגיע להיקפי ענק (ואולי אף להיקפים מופרזים) רק בשנות ה-90. כעת יש לעמוד על הגורמים שהגיעו את התהליך בארצות-הברית וללמוד את הלקח בהקשר הישראלי. נראה שעיקר התהליך החל מתוך לחץ אקדמי (וציבורי) שהובן ואומץ על ידי

138 ראו Jensen, Murphy & Wruck, הערה 23 לעיל, בעמ' 25. במקור, הגרף הזהירה הבאה הופיעו יחד:

Note: Sample is based on all CEOs included in the S&P 500, using data from Forbes and ExecuComp. CEO total pay includes cash pay, restricted stock, payouts from long-term pay programs and the value of stock options granted using ExecuComp's modified Black-Scholes approach (Total pay prior to 1978 excludes option grants, while total pay between 1978 and 1991 is computed using the amounts *realized* from exercising stock options during the year, rather than grant-date values).

המשקיעים המוסדיים בשוק.¹³⁹ אכן דרך מרכזית בלחץ האקדמי האמריקני שהוביל את השינוי הייתה מאמדם הנודע של ג'נסן ומרפי, שכלל את הקביעה הבאה:

in most publicly held companies, the compensation of top executives is virtually independent of performance... on average corporate America pays its most important leaders like bureaucrats.¹⁴⁰

מאמר זה, ורבים שכאו בעקבותיו, נחשבים אם כן כנושאי דגל השינוי שלא אחר להגיע.¹⁴¹ ההשפעה האקדמית לוותה בלחץ של המשקיעים המוסדיים על הדירקטוריונים.¹⁴² משקיעים אלו נהנו בשנות ה-90 ממעמד מכריע בשוק ההון האמריקני כתוצאה מהגידול בהיקף אחזקותיהם;¹⁴³ תימוכין אמפיריים להשפעה של המשקיעים המוסדיים על השימוש באופציות לעובדים מופיעים במחקרים רבים.¹⁴⁴

לצד גורמים אלו ניתן לציין את הסביבה האוהדת שיצרו המחקק והרשויות הפדרליות.¹⁴⁵ ראשית, וכפי שעוד נפרט בהרחבה בהמשך, כללי הגילוי שהתקנה

139 על היווצרותן של נורמות (social norms) בדיני חברות ועל התרומה של המשקיעים המוסדיים לשינויין בניהול החברות ראו Melvin A. Eisenberg, "Corporate Law and Social Norms," 99 Colum. L. Rev. 1253 (1999).

140 ראו Jensen & Murphy, הערה 19 לעיל, בעמ' 138.

141 ראו Hall & Liebman, הערה 21 לעיל, בעמ' 684; כן ראו Hall & Murphy, הערה 23 לעיל, בעמ' 62: "...These concerns were amplified by academic research (especially Jensen & Murphy, 1990a, b) showing that chief executive officers of large companies received small rewards for superior performance and even smaller penalties for failures. Companies responded to these pressures by granting more stock options to their executives".

142 ראו Heard, הערה 45 לעיל, בעמ' 750; Hall & Murphy, הערה 23 לעיל, בעמ' 62; Andres Almazan, Jay C. Hartzell & Laura T. Starks, "Active Institutional Shareholders and Managerial Compensation," 58 J. Fin. 351 (2003).

143 אם בשנת 1950 החזיקו המשקיעים המוסדיים 6.1% מסך כל ההון בארצות-הברית, הרי שבשנת 2002 החזיקו המשקיעים המוסדיים יותר מ-50% מההון. לעניין זה ראו Stuart Gillan & Laura T. Starks, "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective," 13 J. App. Fin. 4, 5 (2003).

144 ראו שם בעמ' 7; Hall & Liebman, הערה 21 לעיל, בעמ' 684; Hartzell & Starks, הערה 142 לעיל.

145 ניתן לטעון, כמובן, שפעולת המחקק והרשויות הייתה בעצמה תולדה של הגורמים שהזכרתי קודם לכן, היינו: לחצים מטעמם של האקדמיה וגורמים בשוק ההון.

הרשות לניירות ערך בשנת 1992, כמו גם קודמיהם, נועדו להבטיח שקיפות ובהירות בסוגיה של תגמול מנהלים לטובת בעלי המניות.¹⁴⁶ שנית, חקיקת המס תמכה בשימוש באופציות באופן גורף.¹⁴⁷ אחת הסיבות המשמעותיות לעליית קרנו של התגמול באמצעות אופציות מתד גיסא, ולירידת קרנו של התשלום הקבוע שאינו מותנה בביצועי החברה מאידך גיסא, מקורה בדיני המס הפדרליים: לצד הטבות מס במישור של אופציות לעובדים נקבע בשנת 1993 תיקון לחוק מס הכנסה, שפגע בנכונות החברות לשלם שכר קבוע גבוה לבכירים. התיקון אסר על חברות ציבוריות לנכות הוצאת שכר לחמשת בעלי השכר הגבוה בחברה בסכום העולה על מיליון דולר לשנה לכל אחד מהם, אלא אם הסכום הנ"ל מותנה בביצועי החברה (performance goals).¹⁴⁸ דיני המס גם קובעים, כי תגמול מנהלים המותנה בביצועים חייב לעמוד בשני כללים מרכזיים כדי לזכות באישור לניכוי כהוצאה: (1) כללי התגמול נקבעו על ידי ועדת תגמול מיוחדת של הדיקטוריון המונה לפחות שני דירקטורים חיצוניים; ו-(2) עיקרי תכנית התגמול ויעדי הביצוע של החברה המזכים בתגמול חייבים להיות חשופים לעיניו של ציבור בעלי המניות ולזכות לאישורם של מרבית בעלי המניות בטרם התשלום. לסיכום: מצד אחד נקבע בשנת 1993 תיקון לקוד המס הפדרלי שאינו מכיר בהוצאה לתגמול מנהלים בשווי העולה על מיליון דולר אם התגמול אינו מותנה בביצועי החברה, ומצד שני נקבעו הטבות מס של ממש לתגמול עובדים באופציות.¹⁴⁹

המסקנה העולה מהדוגמה האמריקנית היא שהגברת השימוש באופציות היא מזהלך מתואם של שוק ההון כולו, והוא אינו מתרחש מאילו. לחץ של הציבור,¹⁵⁰ של האקדמיה, של משקיעים מוסדיים ושל גורמים בשוק ההון, ותמיכה של הרשויות ושל המחוקק, מסיעים כולם לשינוי ומביאים אותו, וכך ראוי שיקרה גם בישראל. אם קהל הקוראים טרם השתכנע, אביא כדוגמה לסיום את שוק ההון הגרמני, כשוק המצוי בבעלות מרוכזת שלאחרונה ניתן לראות בו שינוי מקיף ויסודי לטובת שימוש

146 ראו בחלק השלישי, פרק 1. לעניין כללי הגילוי שהותקנו בשנת 1992 ראו הערה 156 להלן.

147 ראו Kahan, הערה 25 לעיל, בעמ' 188; Bebchuk, Fried & Walker, הערה 12 לעיל, בעמ' 792.

148 ראו Int. Rev. Code sec. 162(m).

149 ראו Hall & Murphy, הערה 23 לעיל, בעמ' 517.

150 מחקרים אמפיריים מראים כי תגמול מנהלים חשוף ביותר להשפעות של לחץ חשיפה ציבורית. ראו, למשל, Chandrakanth Seethamraju & Tzachi Zach, "Expensing Stock Options: The Role of Publicity," available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=461760

באופציות. מבנה השליטה בגרמניה שונה בתכלית מזה האמריקני, והבעלות בגרמניה מרוכזת בידיהם של מוסדות פיננסיים ותאגידים אחרים.¹⁵¹ אם נסתכל על התברות הבלולות במדד הגרמני המרכזי – מדד ה-DAX 30 – ניתן לראות כי בשנת 1990 לא הייתה ולו חברה אחת שפרסמה תכנית אופציות למנהליה. לעומת זאת, בשנת 1995 עשו כן כבר 27%, וב-1999 פעלו כך לא פחות מ-73% מהחברות.¹⁵² אם כן, השינוי בהרגלי התגמול לטובת שימוש באופציות למנהלים אפשרי גם בשוק דוץ עם בעלות מרוכזת, והוא תלוי בסביבה תומכת. סביבה זו, ובפרט כללי גילוי נאותים, תידון בהרחבה בפרק הבא.

ג. כללי הגילוי החלים על תגמול המנהלים בארצות-הברית ובישראל

בפרק זה אפרט את תמצית כללי הגילוי בנוגע לתגמול מנהלים בארצות-הברית אל מול אלו החלים בישראל. לכללי הגילוי חשיבות מרובה למאמר זה, משום שהם התשתית להצעה המפורסמת בו.¹⁵³ ללא שקיפות ובהירות מקסימלית עלולה הענקת האופציות לבכירים להפוך לחרב פיפיות, שתגדיל את העלות של העסקת הבכירים ללא שיפור ממשי בנישור היחסים שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט.

151 50% מ-20 החברות הגרמניות הגדולות ביותר נשלטות על ידי בעל שליטה דומיננטי שאחזקתו גבוהה מ-20% מהון התאגיד. ראו התאגיד. La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, הערה 7 לעיל, בעמ' 492.

152 ראו Michael H. Bradley & Anant Sundaram, "The Emergence of Shareholder Value in the German Corporation," 16 available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=461760.

153 תשתית זו הינה מנדטורית בכל רחבי העולם, היינו: לא ניתן לחמוק ממנה לפי רצון המנפיק. על ההצדקות למנדטוריות של כללי הגילוי ראו Sharon Hannes, "Comparisons Among Firms: (When) Do They Justify Mandatory Disclosure?," 29 *J. Corp. L.* 700 (2004); Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, "The Essential Role of Securities Regulation," available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=600709. הצדקות אלו נתמכות בממצאים אמפיריים המעידים על יתרונות הגילוי המנדטורי; ראו, למשל, Luigi Zingales, "The Costs and Benefits of Financial Market Regulation," available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=536682; Michael Greenstone, Paul Oyer & Annette Vissing-Jorgensen, "Mandated Disclosure, Stock Returns, and the 1964 Securities Acts Amendments," available at: <http://ssrn.com/abstract=597142>.

1. כללי הגילוי של תגמול מנהלים בארצות-הברית

בשיטת הדיווח הנהוגה בארצות-הברית נובעים כללי הדיווח של דו"חות הגילוי השונים של חברה ציבורית ממקור משותף, זאת על אף שהחברות נדרשות למסור מספר רב של דו"חות גילוי, הנובעים לעיתים מדברי חקיקה נפרדים.¹⁵⁴ כך, למשל, כללי הגילוי ועקרונותיו הלא-החשובים מצויים בקובץ תקנות אחד (Regulation S-K),¹⁵⁵ והם מנחים את החברה הציבורית בבואה לכתוב תסקיף ולהירשם להנפקה (prospectus and registration statement), בבואה לערוך דו"ח תקופתי עבור הרשות האמריקאית לניירות ערך (periodical report), בבואה להכין את הדו"ח השנתי לבעלי המניות של החברה (proxy or information statement), וכן בכל גילוי אחר הנדרש מכוח חוקי ניירות ערך האמריקניים. באופן דומה מרוכזים עקרונות הדיווח וכללי הוועבונאיים בקובץ תקנות אחר, Regulation S-X, ואילו מופנות החברות הציבוריות בבואן לדיווח ולגלות מידע מכוח הוראות החוק השונות. פריט הגילוי, הכולל את דרישות הגילוי בנוגע לתגמול מנהלים, הינו נרחב במיוחד ומשתרע על לא פחות מ-20 עמודים צפופים של הנחיות מדויקות.¹⁵⁶

154 שני החוקים המרכזיים של דיני ניירות ערך האמריקניים, שהתקבלו בקונגרס כתגובה לשבר של השפל הגדול, הינם ה- Securities Act of 1933, 15 U.S.C. וה- Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. החוק מ-1933 מסדיר בעיקר את סוגיית הרישום להנפקה ושאר עניינים הקשורים לשוק הראשוני. החוק מ-1934 הוא החוק שייסד את הרשות לניירות ערך והוא מסדיר את הגילוי התקופתי של החברות (continuous disclosure system), את הרגולציה של הבורסות וארגון הברוקרים ועניינים נוספים.

155 בקובץ תקנות זה של כללי דיווח לא חשבתאיים (non-financial statement portions) כלולים עניינים שונים כגון: דו"ח הדירקטוריון על מצבה הכספי של החברה וניתוח התוצאות העסקיות (ה"MD&A", Item 303 הכולל את הדרישה ל"management's discussion and analysis of financial condition and result of operations", ודו"ח על ההליכים המשפטיים של החברה - Item 103. כמו כן, ובהקשר לעניינינו, דורשים פריטים 401 עד 406 של קובץ תקנות זה (Items 401-406) גילויים שונים בקשר למנהלים, לדירקטורים ולבעלי עניין. כך, לצד פירוט אחזקותיהם של נושאי המשרה במניות החברה (Item 401), נדרש גם גילוי נרחב באשר לתגמול מנהלים (Item 402).

156 דרישת הדיווח בנוגע לתגמול מנהלים עברה מספר רב של עדכונים מאז אומצה לראשונה בשנת 1942, ושינויים מקיפים התבצעו בשנים 1978 ו-1983; ראו Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation* 704 (3d ed. 2000). הנוסח של התקנה היום מקורו בתיקון מקיף נוסף משנת 1992, הכולל התייחסות יסודית לתגמול באמצעות אופציות ואמצעים דומים; ראו SEC Act Rel. 6940, 51 SEC Dock. 1168 (1992) (adoption); 6966, 52 SEC Dock. 2378 (proposal); 6962, 52 SEC Dock. 1961 (1992).

באופן כללי מדובר בדרישה לגילוי בהיר, מרוכז וניתן להבנה (clear, concise and understandable)¹⁵⁷ של כל תגמול המנהלים. אולם, מהצהרת עקרונות זו אין להסיק כלל ועיקר כי דיני ניירות ערך מתכוונים להשאיר בידי התברה הציבורית את ההחלטה מהו גילוי העומד בקריטריונים אלו. ההפך הוא הנכון – פריט 402 כולל הסברים מדויקים ותדמשימניים באשר לפרטי הגילוי ולאופן הצגתם הנדרש. האישים שלגביהם נדרש הדיווח הם המנכ"ל (בלי קשר לרמת שכרו), ארבעת המנהלים הבכירים בתברה (בתנאי שהם מקבלים משכורת שנתית וביגוס העולים על \$100,000) והדירקטורים (שבהם לא אתרכו ברשימה זו).¹⁵⁸ בחישוב התגמול הכולל (total compensation) יש לכלול את כל התגמולים הנובעים מכוח תכנית תגמול (compensation plan) או מכוח תגמול ללא תכנית (non-plan compensation); המונח "תכניות" (plans) כולל הסכם או תכנית שעל פיהם ניתן לקבל מזומנים, מניות, מניות מוגבלות (restricted stock), אופציות לרכישה של מניות החברה (warrants), זכויות דמויות-מניות (phantom stock), זכויות התלויות בהאמרת שווי המניות (SARs), ני"ע המירים ומכשירים פיננסיים דומים (similar instruments).¹⁵⁹ באשר לאופן הגילוי, די אם נתמקד במרכיבים הבאים של דרישת הגילוי: טבלת הגילוי המסכמת,¹⁶⁰ טבלת האופציות המוענקות לרבות שוויין,¹⁶¹ טבלת האופציות הממומשות בשנה העולפת ואלו שטרם נממשו,¹⁶² גילוי באשר לניגוד עניינים ומינויים צולבים של חברי ועדת התגמול של

(technical amendments) (1993) 1352 SEC Dock. 7032, 55 (correction to adoption release); (1992) 7032, 55 SEC Dock. 1352 (technical amendments). התיקון של 1992 היווה תגובה ישירה להתחזקות של המשקיעים המוסדיים בארצות-הברית (ראו Sharon Hannes, "Corporate Stagnation: Discussion and Reform", 30 J. Corp. L. 51 (2004)). לביקורת הציבורית על שטר המנהלים ראו Patric J. Straka, "Comment: Executive Compensation Disclosure: The SEC's Attempt To Facilitate Market Forces," 72 Neb. L. Rev. 803, 806 (1993) ולשינויים כמכנה התגמול האופייני אשר כלל כבר בשנת התיקון מרכיב מרכזי של אופציות ראו שם, בעמ' 808; Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance* 238 (1982); Graef S. Crystal, *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives* 27 (1992).

157 ראו Item 402(a)(2).

158 ראו Item 402(a)(3); Instructions to Item 402(a)(2)-(3). לאחר סיום כתיבת רשימה זו, בשנת 2006, נכנסו לתקפם שינויים לדרישת הגילוי הדורשים פירוט נוסף והסברים משלימים.

159 ראו Item 402(a)(7)(ii).

160 ראו Item 402(b).

161 ראו Item 402(c).

162 ראו Item 402(d).

הדירקטוריון,¹⁶³ דו"ח ועדת התגמול של הדירקטוריון באשר למדיניות התגמול ויישומה¹⁶⁴ וגרף הביצועים והחסים של החברה לחברות מקבילות.¹⁶⁵

(א) טבלת הפיצוי המסכמת (summary compensation table)

לפני התיקון של אוקטובר 1992 דיווחה חבילת הפיצויים בעיקר באופן תיאורי,¹⁶⁶ ועל כן הטבלה המסכמת מהווה חידוש מרכזי של חובת הדיווח החדשה: היא מספקת מבט מלמעלה על כל חבילת התגמול של המנכ"ל ושל ארבעת מקבלי השכר הגבוה ביותר בשלוש השנים האחרונות.¹⁶⁷ הטבלה כוללת את העמודות הבאות: משכורת, בונוס, פיצוי שנתי אחר, מענקים של מניות מוגבלות, אופציות/SARs, תקבולים מכוח תכניות תמרוץ ארוכות-טווח (LTIPs) וכל פיצוי אחר. המונח "פיצוי שנתי אחר" (other annual compensation) כולל תתייתוסות אף להטבות שונות הצמודות לתפקיד נושא המשרה (perquisites), בתנאי שהסכום אינו נופל מ-\$50,000 או 10% מהמשכורת השנתית והבונוס. יתר על כן: כל הטבה העולה על 25% מסך כל ההטבות חייבת להיות מתוארת בהערות שוליים נפרדות.¹⁶⁸

המונח "כל פיצוי אחר" מתייחס לדיווח על כל שאר התגמולים שטרם דווחו כגון תגמולים הקשורים לפרישה או לשינויים בשליטה החברה (deferred compensation including golden parachutes), ואפילו הערך הכספי של פרמיות ביטוח מנהלים.¹⁶⁹

(ב) טבלת האופציות המוענקות – Option/SAR Grants in Last Fiscal Year

פן נוסף של גילוי תגמול המנהלים, החשוב במיוחד לעניינו, הוא טבלת האופציות או ה-SARs (Stock Appreciation Rights) שהעניקה החברה למנהלים.¹⁷⁰ בניגוד לטבלת התגמול המסכמת, טבלת האופציות/SARs מכסה רק את שנת הדיווח האחרונה, וה-SARs והאופציות מדווחות בנפרד. בטבלה יש לציין את הפרטים הבאים ביחס לאופציות באשר לכל אחד מחמשת נושאי המשרה הבכירים: כמות האופציות

163. ראו Item 402(j).

164. ראו Item 402(k).

165. ראו Item 402(l).

166. ראו Straka, הערה 156 לעיל, בעמ' 816.

167. ראו Item 402(b).

168. ראו Item 402(b)(2)(iii)(c) instruction 1.

169. ראו Item 402(b)(2)(v).

170. ראו Item 402(c).

שהוענקה, אחוז האופציות שניתנו לכל אחד מהמנהלים ביחס לסך כמות האופציות שחולקה לכל עובדי החברה ונושאי המטרה שלה, מחיר מימושן, ערך השוק של המניה (רק אם תוספת המימוש על האופציה נמוכה ממחיר השוק ביום ההענקה), יום הפקיעה וכן הערכה במונחים כספיים של שווי האופציות המוענקות.

אשר להערכת שווי האופציות, הטבלה מתירה לחברה לבחור בין שני אופני חישוב. הדרך הראשונה היא לחשב את שווי האופציות המוענקות על בסיס חישוב תאורטי, המניח עליית ערך קבועה למחיר המניה של החברה בכל אחת מהשנים עד לפקיעתה של האופציה;¹⁷¹ הדרך השנייה הפתוחה בפני החברות היא לחשב את שווי האופציות המוענקות בהתבסס על מודל המדמה את שווי השוק של האופציה ביום הענקתה (grant-date valuation alternative), ובמקרה זה על החברה לפרט בהערת שוליים את ההנחות ששימשו בבסיס החישוב.¹⁷² באופן פרקטי מסתבר כי מרבית החברות מעדיפות להשתמש באלטרנטיבה השנייה ולהעריך את שווי האופציות שלהן בהתאם למודל המתמטי של בלק ושוולס.¹⁷³

(ג) מאפיינים נוספים של חרישת הגילוי

טבלה חשובה נוספת הנוגעת לענייננו היא הטבלה המפרטת את הרווח הכספי של כל אחד מחמשת המנהלים הבכירים ממימוש אופציות במשך השנה החולפת (aggregated option/SAR exercises and fiscal year-end option/SAR value) (table).¹⁷⁴ בטבלה יש לפרט גם את השווי הכספי של האופציות הסמוך באופציות שטרם מומשו המצויות "בתוך הכסף" (in-the-money), בחלוקה לאופציות שכבר ניתנות למימוש (vested) ולכאלה שעדיין אינן ניתנות למימוש (non-vested). המידע שמספקת הטבלה – ובייחוד הרווח ממימוש אופציות בשנה החולפת – זוכה תדיר לכותרות גדולות, שהגיעו לשאן כשמייקל אייזנר, מנכ"ל חברת דיסני, מימש בשנת 1998 אופציות שהרווח ממימושן היה כמעט 570 מיליון דולר.¹⁷⁵ טבלה חשובה אחרת היא הטבלה המרכזת מידע על תמחור-מחדש של אופציות (Item 402(i) report on repricing of options/SARs). טבלה זו מאלצת חברות

171 ראו Item 402(c) Instruction 8.a.

172 ראו Item 402(c) Instruction 9.

173 ראו Black & Scholes, הערה 51 לעיל. זהו, אם כן, מודל החישוב המקובל ביותר.

174 ראו Item 402(d).

175 ראו דו"ח הפרוקסי של חברת דיסני לשנת 1998, בעמ' 16; ראו גם Susan J. Stabile, "Viewing Corporate Executive Compensation Through a Partnership Lens: A Tool to Focus Reform," 35 Wake Forest L. Rev. 153 (2000).

לחשוף נוהג שנוי במחלוקת הנוגע להפחתה של מחירי המימוש של אופציות לאחר שמחיר המניה בבורסה גופל.¹⁷⁶ מחיר גיסא, לאחר הירידה בשווי של מניות החברה ניתן להצדיק הפחתה כזו במחיר המימוש, משום שאופציות שהסיכוי להרוויח ממיושן קטן אינן מהוות תמריץ של כמשי; מאידך גיסא, נוהג זה גורם לקיפוח התמריצים מלכתחילה משום שהמנהל יודע מראש כי במקרה של ירידה בשווי המניה הוא יוכה להפחתה של מחיר המימוש של האופציה. בפועל, העדויות האמפיריות תומכות בכך שמדובר בנוהג פסול ומזיק. כמו כן מסתבר שתופעת התמחור-מחדש של אופציות נפוצה יותר בקרב חברות שבהן בעיית הנציג תמורה יותר.¹⁷⁷ נמצא, כי בקרב חברות קטנות עם דירקטוריונים הנשלטים על ידי הנהלת החברות, התופעה נפוצה יותר;¹⁷⁸ לעומת זאת, התופעה שכיחה פחות בחברות שלהן דירקטורים חיצוניים רבים יותר ומשקיעים מוסדיים רבים יותר.¹⁷⁹ בהקשר הישראלי ובהקשר של המלצת רשימה זו, הצגה מעין זו של תמחור אופציות מחדש יכולה לסייע בחשיפת התנהגות אופורטוניסטית של בעל השליטה, ומכאן – לספק מידע חיוני לשוק. מחקר אחר סתר את טענת תומכי התמחור-מחדש (שטענו כי בזמן ירידה כללית של שוק המניות אין טעם "להעניש" את המנהלים על ירידה בשווי המניה שאינה בשליטתם), והראה כי תמחור-מחדש מתבצע לרוב על רקע נתוני ביצוע גרועים באופן ספציפי לחברה הנוגעת בדבר.¹⁸⁰ מחקר מעניין נוסף בחן את התופעה מזווית אחרת, והתמקד בחברות שהחליטו באופן וולונטרי להגביל את יכולתן העתידית לתמחור מחדש את האופציות. בדרך כלל מדובר בדרישה לאישור של תמחור-מחדש באסיפה הכללית של בעלי המניות ולא רק בישיבת הדירקטוריון.¹⁸¹ המחקר בדק את כל החברות שהגבילו את האפשרות לתמחור-מחדש של אופציות למנהלים בין השנים

176 גוסף על דרישת הדיווח הקפדנית, שהקטינה את האטרקטיביות של תמחור-מחדש, הוסיף ה-FASB ב-15 בדצמבר 1998 חובה לרשום תמחור מחדש של אופציות כהוצאה (to expense options repriced). ראו Bebachuk & Fried, הערה 127 לעיל, בעמ' 57-58.

177 ראו Don M. Chance, Raman Kumar & Rebecca B. Todd, "The 'Repricing' of Executive Stock Options," 57 J. Fin. (2000) 129, 148. (המחברים עקבו אחר 4000 החברות הגדולות בארצות-הברית במשך השנים 1985-1994 ומצאו 40 חברות שביצעו תמחור-מחדש של האופציות למנהלים ב-74 אירועים).

178 ראו שם.

179 ראו Bebachuk & Fried, הערה 176 לעיל, בעמ' 62. עם זאת, יש לציין מחקרים אחרים שהעלו ספק אם תמחור-מחדש מונע מטעמים אפלים. ראו Mark A. Chen, "Executive Option Repricing, Incentives, and Retention," 59 J. Fin. 1167, 1171 (2004).

180 ראו Bebachuk & Fried, הערה 176 לעיל, בעמ' 61-62.

181 ראו Chen, הערה 179 לעיל.

1998-1994. נמצא, שככל שהנכ"ל מחזיק בפחות ממניות החברה כך יש סיכוי גבוה יותר שהיו סעיפי הגבלה בחוזה האופציות.¹⁸² כמו כן התגלה שככל שיש יותר משקיעים מוסדיים בחברה (הן מבחינת המספר והן מבחינת אחוז השליטה), כך יש סיכוי גבוה יותר לסעיפי ההגבלה.¹⁸⁴

נוסף על הטבלאות קיימים פריטי דיווח חשובים ביותר: ראשית, החברה נדרשת לדווח על ניגודי עניינים (וחברות צולבות) בתת-הועדה של הדירקטוריון העוסקת בתגמול;¹⁸⁵ שנית, ועדת התגמול נדרשת: לספק דו"ח מפורט על מדיניותה בהענקת תגמול למנהלים ועל מימושה של מדיניות זו.¹⁸⁶ על ועדת התגמול של הדירקטוריון לפרט את הקריטריונים שלפיהם נקבע תגמול המנהלים,¹⁸⁷ ובמיוחד היא נדרשת לציין גם את הקשר בין ביצועי התאגיד בשנה האחרונה לבין תגמול מנהלים.¹⁸⁸

לבסוף נדרשת החברה להציג גרף ביצועים יחסי של החברה (performance graph), שיאפשר לקוראים לברר אם התשואה שמקבלים בעלי המניות על השקעתם בחברה מצדיקה את שכר המנהלים. בגרף יש להציג את תשואת המניה של החברה ביחס למדד מרכזי של חברות מקבילות (broad market index), ובלבד שהחברה הנמנית בין 500 החברות הגדולות בארצות-הברית חייבת להשוות את עצמה למדד ה-S&P 500. על אותו גרף יש להציג גם את ביצועיהן של חברות מתחרות באותו תחום עסקי.¹⁸⁹

אגב: לצד כללי הדיווח על תגמול המנהלים מכוח פריס 402 לקובץ תקנות S-K, קיימת גם דרישה השבונאית לחישוב שווי הוגן של האופציות המוענקות ולגילוי בדו"חות הכספיים של החברות. החל בחודש דצמבר 2004, על פי גילוי

182 ראו שם, בעמ' 1174.

183 ראו שם.

184 ראו שם.

185 ראו Item 402(j) (Additional Information with Respect to Compensation Committee Interlocks and Insider Participation in Compensation Decisions). במסגרת זו החברה נדרשת לדווח בנוגע לכל חבר בוועדת התגמול של הדירקטוריון אם הוא נושא משרה או עובד של החברה (לרבות חברות בנות), או שהיה עובד או נושא משרה בעבר וכן מידע נוסף לגבי ניגוד עניינים. כמו כן, על החברה לגלות אם חבר דירקטוריון שלה שימש כחבר בוועדת התגמול של חברה אחרת, שדירקטור שלה משמש כחבר בוועדת התגמול של החברה הראשונה, וכן לגלות מינויים צולבים של אישים בולטים אחרים בחברה.

186 ראו Item 402(k) (Board Compensation Report on Executive Compensation).

187 ראו Item 402(k)(2).

188 ראו Item 402(k)(1).

189 ראו Item 402(l)(1)(ii).

דעת מספר 123(R) (share-based payment) (FAS#123(R)) של מוסד התקינה האמריקני (Financial Accounting Standard Board), חברה נדרשת לרשום את השווי ההוגן של האופציות כהוצאה של ממש בדו"חות הכספיים (אף שאין זו הוצאה במונחן).¹⁹⁰ יש לציין, כי טרם התקנתו של הכלל החדש היה רישום השווי ההוגן של האופציות כהוצאה עניין אופציונלי, ורוב החברות הסתפקו ברישום של שווי האופציות בביאור (footnote) לדו"חות הכספיים. כך, בשנת 2002 בחרו רק חמש חברות לרשום הוצאה בגין האופציות בדו"ח הכספי, והשאר הסתפקו בביאור.¹⁹¹ אולם, על רקע השערוריות החשבונאיות שנחשפו בשנת 2002 בארצות-הברית וזעקת המשקיעים, החלו לא מעט חברות – שהבולטות בהן היו חברת קוקה-קולה והעיתון וושינגטון פוסט – לרשום את שווי האופציות כהוצאה.¹⁹² הרישום האחד של השווי ההוגן של האופציות כהוצאה התעכב שוב ושוב בלחץ חברות הטכנולוגיה, שחששו מהשפעתו על הרווח הנקי שלהן;¹⁹³ אך כאמור, החל בדצמבר 2004 מחויבות כל החברות ברישום זה. ייתכן ששינוי זה יפחית במקצת את האטרקטיביות של תגמול עובדים באמצעות אופציות ומכשירים דומים, אך קשה להאמין שההשפעה תהיה מכרעת.¹⁹⁴

190 ראו Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) No. 123 (revised 2004) Share-Based Payment.

191 ההבדל בין רישום ההוצאה בדו"ח הכספי (דו"ח רווח והפסד) לבין תיאור הפעולה בביאור הוא, כמובן, שהרישום בדו"ח הכספי מביא להפחתת הרווח הנקי של החברה, ואילו הרישום בביאור אינו משפיע על השרה התחונה.

192 ראו David Aboody, Mary E. Barth & Ron Kaszniki, "Firms' Voluntary Recognition of Stock-Based Compensation Expense," 42 *J. Acct. Res.* 123-125 (2004); Catherine Schrand, "Discussion of Firms' Voluntary Recognition of Stock-Based Compensation Expense," 42 *J. Acct. Res.* 151-153 (2004). רישום של הנפקת אופציות לעובדים כהוצאה בדו"חות חברת קוקה קולה החל בינואר 2002. ההתייחסות לכך בדו"ח מצויה בעמ' 36, 56-57, 82-84.

193 ראו Michael Schroeder, "FASB Plan to Expense Options Faces Challenge," *The Wall Street Journal* 21.4.04; Norris, "Accounting Board Wants Options to Be Reported as an Expense," *New York Times* 1.4.04.

194 דיון בנושא רישום הוצאה בגין אופציות לעובדים התנהל גם בארץ ונשקל בעת כתיבת מאמר זה על ידי המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית. במרס 2005 פרסם המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית "הצעה לתקן חשבונאות מספר 24 – תשלום מכוסס מניות". עיון בפרטי ההצעה מגלה כי ההצעה כוללת חובת רישום הוצאה בגין אופציות בדומה לכלל האמריקני (סעיף ה' לפרק המבוא). על פי סעיפים 53-60 להצעה ("הוראות מעבר" ו"תחולה") יש לרשום הוצאה בגין אופציות החל ביום 1.1.06 בגין אופציות שהוענקו לאחר 15.3.05. בשיחה טלפונית עם רו"ח דב ספיר, יו"ר הוועדה המקצועית של המוסד,

לצד כללי הגילוי של תגמול המנהלים יש לציין כיום גם את פועלו של ה-Sarbanes-Oxley Act of 2002¹⁹⁵ חוק זה התקבל בעקבות הסערה הציבורית שהתעוררה לאחר גל רחב של פשיטת-רגל ושערוריות בחברות ציבוריות רבות, שנוצלו לטובת אינטרסים אישיים של בעלי העניין בהן.¹⁹⁶ החוק כולל כמה הוראות חשובות, המתייחסות בעיקר לפיקוח מוגבר על התנהלות חשבונאית בחברות. כך, למשל, מעוגנת בו הקמתה של מועצת פיקוח על ביקורת חשבונאית בחברות ציבוריות (public company accounting oversight board),¹⁹⁷ ופרק אחר בו עוסק באי-תלות של חברות רואי-חשבון (auditor independence).¹⁹⁸ לכמה הוראות בחוק אף יש השלכה של ממש על נושאי תגמול המנהלים המעניינים אותנו.

סעיף 304 לחוק, למשל, עוסק במצב שבו החברה המדווחת נדרשת להזין מחדש את הדו"חות הכספיים (accounting restatement) שלה עקב אי-עמידה בדרישת דיווח בשל התנהגות פסולה. במצב זה נדרשים המנכ"ל וסמנכ"ל הכספים להחזיר כל בונוס או הטבה אחרת התלויה במחיר המניה של החברה (או תמריצים דומים) שקיבלו ב-12 החודשים שקדמו לדיווח-מחדש.¹⁹⁹ כמו כן, על בכירים אלו להשיב את כל הרווחים שנוצרו ממימוש מניות כתוצאה ממכירת מניות של החברה במשך אותה תקופה.²⁰⁰

הוראה מרכזית אחרת לעניין תגמול מנהלים היא סעיף 402 לחוק (conflict of interest provisions enhanced). סעיף זה נועד להתמודד עם העובדה שמתן הלוואות בהיקפי ענק למנהלים נהפכה לתופעה שכיחה ומדאגה

שהתקיימה בתחילת חודש יוני 2005, נמסר כי אכן בכוונתו של המוסד לתקינה ליישם את ההצעה החדשה החל בינואר 2006. עקב סיום כתיבת המאמר הסתיים המעקב.

195 ראו 15 U.S.C. 78 m(k).

196 בהקשר זה בולטות במיוחד השערוריות של מנכ"ל Tyco לשעבר, דניס קחלובסקי, ושל בעל השליטה של חברת WorldCom לשעבר, דיוויד מאירס. על האקלים הציבורי ערב תיקתו של החוק ראו Kathryn Stewart Lehman, "Executive Compensation Following, The Sarbanes-Oxley Act of 2002," 81 N.C.L. Rev. 2115, 2115-2116 (2003); Bebehuk & Fried הערה 41 לעיל, בעמ' 66-67.

197 ראו Sec 101-102. בין השאר אחראית מועצת הפיקוח על רישום פידמות של רואי-חשבון (Sec. 102), קביעת תקנים (Sec. 103) והטלת סנקציות (Sec. 105).

198 ראו Sec 201-209. לדיון מפורט על פרק זה ראו סומך חייקין, חוק סרבנס-אוקסלי: מבט מקרוב 19-5 (2003).

199 ראו (1) Sec 304 (a).

200 ראו (2) Sec 304 (a).

בקרב החברות הציבוריות בארצות-הברית.²⁰¹ הסעיף מתקן את סעיף 13 ל-Securities Exchange Act of 1934 על ידי הוספת סעיף 13(k),²⁰² האוסר על מתן הלוואות אישיות למנהלים (להוציא חריגים ספורים).²⁰³ נדבך נוסף הינו סעיף 406 לחוק (code of ethics for senior financial officers).²⁰⁴ לפי סעיף זה, החברות חייבות לציין בדו"ח התקופתי אם אימצו קוד אתי ל-"senior financial officers". אם קוד כזה לא אומץ, יש לציין את הסיבה.

לסיום, בטרם נפנה לדיון בשוק המקומי, ראוי לציין נקודה חשובה נוספת בנוגע לכללי הגילוי האמריקניים – נקודה שנשוב ונדון בה בהמשך במסגרת הדיון ב"חברות הדואליות", שהן החברות הציבוריות הנסחרות במקביל הן בישראל והן בארצות-הברית. בפתיח של פריט 402 לקובץ תקנות S-K, העוסק בגילוי שכר מנהלים, מודגש כי לחברה זרה הנסחרת בארצות-הברית (foreign private issuer) מוענקים פטורים מקיפים בנוגע לגילוי תגמול המנהלים. למעשה, חברות זרות פטורות מכל כללי הגילוי של פריט 402, למעט אלו הנזכרים במפורש בטופס הדיווח השנתי של חברה זרה (טופס F-20) – אלא אם כן אותם פריטי מידע נהפכו לפומביים מסיבה אחרת כגון דרישה של החוק הור. כפי שנראה, ובאופן תמוה למדי, התוצאה של צירוף דיני ניירות הערך של ארצות-הברית וישראל מובילה לכך שהחברות הדואליות מגלות על תגמול מנהלים מידע מועט מזה שדורש החוק הישראלי לגבי חברה ציבורית ישראלית רגילה, ובוודאי מועט מזה

201 ראו Lehman, הערה 196 לעיל, בעמ' 2115; Bebbuk & Fried, הערה 41 לעיל, בעמ' 68. (המחברים מציינים, כי במחקר שנערך בקרב 1,500 החברות הגדולות בארצות-הברית נמצא כי יותר מ-30% מהחברות העניקו הלוואות למנהליהן).

202 ראו 15 U.S.C. 78m.

203 ראו Sec. 402 (a) (1). לשונו של סעיף זה גורסת ביותר, ולפיה לא יתא זה חוקי מצד חברה להעניק הלוואות לדיירקטורים שלה או למנהלים, במישרין או בעקיפין, לרבות דרך חברות-הבת. עם זאת, הסעיף לא חל על הלוואות שניתנו סרם חקיקתו של החוק (בתנאי שתנאיהן אינם משתנים באופן מהותי או שהן אינן מתחדשות לאחר חקיקת החוק). על הנראה זו – בכר אי תחולתו של החוק על הלוואות הקיימות – נמתחה ביקורת; ראו Bebbuk & Fried, הערה 127 לעיל, בעמ' 58. על הביקורת על הלשון הגורפת של האיסור ועל האפשרות להחלתו על cashless exercise of stock options ו-"split-dollar life insurance policies", ראו Lehman, הערה 196 לעיל, בעמ' 2121-2131. עוד יש לציין, כי הסעיף מפנה לסעיף ההגדרות של החוק, ומעיון בסעיף ההגדרות ניתן להבין כי סעיף 13(k) החדש חל גם על חברות זרות שנסחרות בארצות-הברית (foreign private issuers). לעניין זה ראו Lehman, הערה 196 לעיל, בעמ' 2133.

204 ראו Sec. 406 (a).

שדורשים דיני ניירות הערך של ארצות-הברית לגבי חברה אמריקנית. לתוצאה זו תורמת גם הפרשנות הליברלית הנהוגה בחברות הדאליות ביחס למשמעותה המדויקת של הוראת הפטור הרלבנטית של פריס 402. מכל מקום מדובר בתוצאה בעייתית, במיוחד לאור העובדה שדיני ניירות הערך של ארצות-הברית לא כווננו מעולם להוריד חברה ורה אל מתחת לרף הגילוי הנהוג בנדינה הזרה לגבי חברות מקומיות.

2. כללי הגילוי חולים על תגמול המנהלים בארץ

המסגרת הנורמטיבית הכללית לחובת הדיווח השוטפת של החברות הציבוריות בישראל מעוגנת בפרק ו' לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ובמיוחד בסעיף 36(א) בו.²⁰⁵ מכוח סעיפים קטנים (ב), (ג) ו-(ד) לאותו סעיף 36 הותקנו תקנות המפרטות את הגילוי השוטף הנדרש מהחברות הישראליות.²⁰⁶ שני קבצי התקנות הרלבנטיים לענייננו הם תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים) תש"ל-1970 (להלן: "תקנות הדוחות התקופתיים"), ותקנות ניירות ערך (עריכת דו"חות כספיים שנתיים), התשנ"ג-1993 (להלן: "תקנות הדוחות הכספיים").²⁰⁷ על פי תקנה 7 לתקנות הדו"חות התקופתיים, כל חברה ציבורית חייבת להגיש מדי שנה דו"ח תקופתי תוך שלושה חודשים מתום שנת הדיווח. עיון בתקנות 8-10 לתקנות הדו"חות התקופתיים מגלה כי הדו"ח התקופתי צריך לכלול פירוט תקופתי עם מרכיבים שונים, לרבות התשלומים לנושאי משדה בכירי; דו"ח כספי שנתי; חוות דעת של רואה חשבון; ודו"ח של הדירקטוריון על הצב

205 כשעה שמאמר זה נשלח לפרסום, ולאחר סגל הרשות לניירות ערך קיבל לידי ממצאים ראשוניים של המחקר המדויק ברשימה זו, הרשות שוקלת לשנות את כללי הדיווח מתוך מטרה לקרב את סטנדרט הגילוי לזה הנדרש בארצות-הברית מחברות אמריקניות. שאיפה זו עולה בקנה אחד עם המלצות רשימה זו. ראו שלומי שפר, "ברשות ניירות ערך לומדים מה-SEC: שכר הבכירים בדו"חות יזכה לפירוס", הארץ 22.7.04, 121. ראו גם "רשות ניירות ערך תחייב החברות לשפר את הדיווח על ההטבות שמקבלים נושאי משרה בכירים, בעלי עניין ובעלי שליטה" ביום 26.7.04, באתר רשות ניירות ערך.

206 כאן יש לסייג ולהזכיר כי הסעיף אינו חל על חברות ציבוריות הנסחרות גם בחו"ל (חברות דואליות), שלגביהן המסגרת הנורמטיבית היא סעיף 355 לא לא לחוק ניירות ערך.

207 תקנות הדו"חות הכספיים הוצאו גם מכוח הסמכות שהוענקה לשר בסעיף 17(ב)(1) לחוק ניירות ערך, העוסק בדו"חות הכספיים המצורפים לתשקיף, וזאת משום שהתקנות מהוות מקור משותף לכללי הדיווח של הדו"חות הכספיים המצורפים לתשקיף ולאלו המוגשים כחלק מהדיווח התקופתי.

ענייני התאגיד.²⁰⁸ תקנות הדו"חות הכספיים כוללות הנחיות בדבר עריכת הדו"ח הכספי, שכאמור מהווה חלק מהדו"ח התקופתי.²⁰⁹ במסגרת רשימה זו לא ארחיב על הדרישה להגיש גם דו"חות ביניים ודו"חות מידיים, אף שיש להם נגיעה מסוימת לנושא של תגמול מנהלים.²¹⁰

בקבצי התקנות הנ"ל מצויות שתי הוראות מרכזיות העוסקות בתגמול מנהלים בכלל ובתגמול באמצעות אופציות בפרט. ההוראה הכללית היא תקנה 21 לתקנות הדו"חות התקופתיים (תשלומים לנושאי משרה בכירים), וההוראה השנייה היא תקנה 44 לתקנות הדו"חות הכספיים (הקצאת ניירות ערך לעובדים). לפני שנפרט את התקנות מצאתי לנכון להזכיר בקצרה את ההיסטוריה החקיקתית שלהן, המדגישה את המגמה להתמיר בדרישות הדיווח במקביל להתפתחויות בתחום תגמול המנהלים.

מאז שנת 1987, המסגרת הנורמטיבית לחובת הדיווח על תגמול מנהלים הייתה סעיף 123א לפקודת החברות.²¹¹ הוראה זו כללה, בלשון קצרה, חובת דיווח לגבי תשלומים והטבות שהתאגיד הציבורי משלם לכל אחד מחמשת בעלי השכר הגבוה מבין נושאי המשרה במאות.²¹² בשנת 1992, לאחר שהתברר כי

208 לעניין זה ראו יוסף גרוס, חוק החברות החדש 168 (מהדורה שלישית, תשס"ג).

209 לעניין זה ראו יודם דנציגר, הוספת המידע אודות החברה 117 (תש"ס).

210 לעיון בספרות העוסקת בדו"חות מידיים ובדו"חות ביניים (רבעוניים) ראו גרוס, הערה 208 לעיל, בעמ' 172–185 (דו"חות מידיים) ובעמ' 189–192 (דו"חות רבעוניים); דנציגר, הערה 209 לעיל, בעמ' 322–348. כללי גילוי רלבנטיים אחרים מופיעים בתקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התש"ס–2000. לפי תקנה 3א(1) ותקנה 20, החברות חייבות להגיש דו"ח מידי בדבר הנפקת אופציות למנכ"ל, וכן בדבר הצעת פרטיות של ניירות ערך על ידי החברה כשהן מקנות יותר מ-5% מסך זכויות ההצבעה בחברה (בהנחה של מימוש). על פי תקנה 4(4) ותקנה 20(5) יש לכלול בדו"ח המידי את הערך הכלכלי של האופציות שהוענקו. תקנות אלו נכנסו לתוקף באוגוסט 2000, ולכן הגילוי מכוחן לא מצא ביטוי במחקר שעשינו. כללי גילוי רלבנטיים אחרים מופיעים בתקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התש"ס"א–2001, ובתקנות ניירות ערך (פרטי מתאר הצעת ניירות ערך לעובדים), התש"ס–2000.

211 חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 2), התשמ"ז–1987.

212 וזו לשון סעיף 123א בנוסח הישן: "חברה שסימן ב' של פרק ד' חל עליה תצרך לדו"ח שלה הודעה ובה פירוט מלא ומדויק של סכומי כסף והטבות אחרות ששילמה, מאז יום הדו"ח האחרון, לכל אחד מחמשת נושאי השכר הגבוה ביותר מבין נושאי המשרה שניהנו בה; החברה תשלח העתק מהודעה זו לרשות ניירות ערך".

חברות מפרשות בצמצום את הוראת החוק,²¹³ התקבל בכנסת²¹⁴ חוק לתיקון פקודת החברות, ששינה את הנוסח הישן של סעיף 123א.²¹⁵ סעיף 123א החדש קבע את חובת הדיווח הבאה לגבי חברות הנסחרות בבורסה:

חברה כהגדרתה בסעיף 96א תצטרף לדין ותשבון התקופתי שלה המוגש לפי סעיף 36 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 הודעה ובה פירוש מלא ומדויק של כל התשלומים ששילמה ושל כל ההתחייבויות לתשלומים שקיבלה על עצמה, והכל לרבות לענין תנאי פרישה, בשנה שלגביה מוגש הדו"ח – לכל אחד מחמשת מקבלי השכר הגבוה ביותר מבין נושאי המשרה שכיחנו בה, והכל בין שהתשלומים או ההתחייבויות לתשלומים כאמור ניתנו לנושא משרה ובין שניתנו לאחר עבור נושא משרה, או בשל העסקתו של נושא המשרה, בין שניתנו על-ידי החברה, ובין שניתנו על-ידי תאגיד קשור לחברה.

הסעיף כולל גם הגדרה רחבה למונח תשלומים, ומונח זה כולל: "סכומי כסף וכל דבר שהוא כסף, הלוואות, ניירות ערך או זכויות אחרות וכל הטבה אחרת, והכל למעט אם ניתנו לנושא משרה בשל היותו בעל מניות בלבד".²¹⁶ אם כן, החל בשלב זה הייתה בדיון חובה נרחבת לגילוי כולל ואינדיבידואלי של התגמולים שמקבלים חמשת נושאי המשרה הבכירים בתאגיד.

עם חקיקתו של חוק החברות החדש וביטולם של רוב חלקי הפקודה בוטל גם סעיף 123א – אך ההסדר לא עבר לחוק החברות,²¹⁷ ותקנה 21 לתקנות הדו"חות התקופתיים מכוח חוק ניירות ערך היא שקלטה את הסדר הגילוי של תגמול הבכירים.²¹⁸ הגילוי הנדרש בתקנה הוא חלק אינטגרלי מהפירוש התקופתי הכולל

213 במיוחד מזכירה הצעת החוק את היעדרו של דיווח מלא בגין פיצויי הפרישה של בכירי בנק לאומי. הצעת חוק לתיקון פקודת החברות התשנ"ב-1992, ה"ח 2116, 240.

214 מכוח יוזמה פרטית של חבר הכנסת יאיר צבן. לעניין זה ראו גם עמיר ליכט, "הסדר הרישום הכפול: סוס טריאני בחוק ניירות ערך?", תאגידים א' 39, 42-43 (תשס"ד).

215 חוק לתיקון פקודת החברות, התשנ"ב-1992, ס"ח 1391.

216 סעיף 123א(א) לפקודת החברות.

217 חוק החברות, התשנ"ט-1999.

218 תקנה 21 המקורית בוטלה זה לא מכבר; ראו תקנות ניירות ערך (עריכת דו"חות כספיים) (תיקון), התשנ"א-1991.

ולא חלק מהדו"ח הכספי. זהו נוסח התקנה, כפי שהתקבל בשנת 2000 (וכפי שהראו כיום).²¹⁹

(א) בדו"ח יפורשו כל התשלומים ששילם התאגיד וכל ההתחייבויות לתשלומים שקיבל על עצמו, והכל לרבות לענין תנאי פרישה, בשנת הדיווח, לכל אחד מחמשת מקבלי השכר הגבוה ביותר מבין נושאי המשרה הבכירה שניהנו בו, בציון תפקידו, והכל בין שהתשלומים או ההתחייבויות לתשלומים כאמור ניתנו לנושא משרה ובין שניתנו לאחר עבור נושא משרה, או בשל העסקתו של נושא המשרה, בין שניתנו על-ידי החברה, ובין שניתנו על-ידי התאגיד, ובין שניתנו על ידי תאגיד בשליטתו, ובין שניתנו על ידי בעל השליטה בו או תאגיד בשליטת בעל השליטה כאמור.

סעיף קטן (ב) חוזר על הגדרת ה"תשלומים" של סעיף 123א(א) לפקודה שבוסל, ו"נושא משרה בכירה" מוגדר בתקנה 1 לתקנות כ"דירקטור, מנהל כללי, משנה למנהל כללי, סגן מנהל כללי, חשב, מבקר פנימי וכל ממלא תפקיד כאמור גם אם תואר משרתו שונה, וכן יחיד המועסק בתאגיד בתפקיד אחר והמחזיק בחמישה אחוזים או יותר מן הערך הנקוב של הון המניות המוצא או מכוח ההצבעה". מכך עולה כי ההסדר שאומץ בתקנות מכוח חוק ניירות ערך דומה מאוד להסדר הקודם בפקודת החברות, למעט ההרחבה החשובה²²⁰ באשר לתשלומים שנושא המשרה מקבל מבעל השליטה. מכל מקום, חובת הדיווח על מספר האופציות שהוענקו כחלק מתגמול המנהלים לא השתנתה, שכן הגדרת "תשלומים" כוללת ניירות ערך של החברה. הפגם המרכזי בשני ההסדרים, הישן והחדש, נעוץ בכך שאין דרישה בהירה לפרט את תנאי האופציות המוענקות, וחשוב מכך – את הערכת השווי של האופציות הניתנות. בעיה זו מוצאת מזור חלקי בתקנה 44 לתקנות הדו"חות הכספיים, אף שיש לתמוה מדוע לא בחר המחוקק לרכז את הגילוי באשר לאופציות במקום אחד. התוצאה היא שקורא המעוניין לפענח את תגמול המנהלים גאלץ לדלג בין שני דיווחים נפרדים בדו"ח התקופתי – הפירוט התקופתי והדו"ח הכספי.

219 תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים) (תיקון מס' 2), התשס"ב-2002.

220 ברוב המקרים, פירוש תפקידו של נושא המשרה מקבל התשלום מאפשר לזהות את מקבל התשלום באופן אישי, אף כי לא נדרש לציין מפורשות את שמו.

תקנות הדו"חות הכספיים התקבלו במרץ 1993, ולא כללו אז את ההוראה לעניין האופציות.²²¹ תקנה 444 הותקנה מאוחר יותר, בתיקון משנת 1995,²²² וזו לשונה מאז ועד היום:

- הוקצו לעובדים ניירות ערך של התאגיד, יצוינו פרטים אלה:
- (1) סוגי ניירות הערך ותנאיהם;
 - (2) מספר ניירות הערך;
 - (3) הדרך שבה נקבע שווי ניירות הערך, אופן חישובו וההנחות ששימשו בסיס לו;
 - (4) התמורה שהתקבלה עבורם או שתתקבל בעת מימושם, ואופן תשלומה;
 - (5) שערי המניה של התאגיד סמוך לפני החלטת הדירקטוריון על הקצאת ניירות הערך וסמוך לפני הקצאת ניירות הערך;
 - (6) סכומי התלוואות שנתן התאגיד לרכישת ניירות הערך ותנאיהם;
 - (7) ישא התאגיד במסים בשל הקצאת ניירות הערך או מימושם, יצוין הדבר ופורטו סכומי המסים שבהם נשא התאגיד, ובמידת האפשר, סך כל סכומי המסים הצפויים לחול;
 - (8) תנאים אחרים הצפויים להקצאה.

אם כן, הוראה זו מחייבת את התאגיד לציין בביאור לדו"ח הכספי את שווי האופציות המוענקות לעובדים.²²³ עם זאת, חולשותיה ביחס לדרישת הגילוי האמריקנית רבות: ראשית, אין הנחיות לעניין הדרך שלפיה יש להעריך את שווי האופציות המוענקות; שנית, הגילוי לעניין האופציות אינו מרוכז בטבלה ותברות רבות מערפלות את הנתונים על ידי מלל רב וחישובים; שלישית, בביאור לדו"חות הכספיים אין חובה בגילוי אינדיבידואלי לגבי חמשת נושאי המשרה הבכירים, כך שהקורא צריך במקרים רבים לחשב בעצמו את התקבול של נושאי השכר הגבוה באמצעות הכפלת מספר האופציות שקיבלו (גילוי הנדרש בזכור בפירוט התקופתי מכוח תקנה 21 לדו"חות התקופתיים) בשווי האופציה הנזכרת באן;²²⁴ רביעית, אין כל דרישה לגילוי הרווח שצברו בעלי השכר הגבוה ממימוש אופציות, והשווי של האופציות שבידיהם (בחלוקה לאופציות ניתנות למימוש מול

221 תקנות ניירות ערך (עריכת דוחות כספיים שנתיים), התשנ"ג-1993.

222 תיקון תשנ"ו, ק"ת 5718.

223 בכונתו של המוסד הישראלי לתקינת חשבונאית לפרסם בעתיד תקן חשבונאי בנושא רישום אופציות לעובדים; ראו הערה 194 לעיל.

224 מהנתונים שנאספו עולה כי חלק מהחברות מקלות על הקורא ומציגות באופן וולונטרי את הנתונים בגילוי מאוחר.

אלו שאינן ניתנות למימוש; וחמישית, אין הוראה ברורה באשר לגילוי על שינוי התנאים של אופציות שהונפקו בעבר.²²⁵

לבסוף אציין כי נוסף על תקנה 21 לתקנות של הדו"חות התקופתיים ועל תקנה 44 לתקנות של הדו"חות הכספיים, קיימים עוד כמה מקורות נורמטיביים לדרישות גילוי הקשורות לתגמול מנהלים. נזכיר אותם בקצרה: המקור הראשון הוא תקנה 64 לתקנות ניירות ערך של הדו"חות הכספיים בנוגע לגילוי "הטבות לבעל עניין ועסקאות אלו".²²⁶ לפי סעיף 1 לחוק ניירות ערך מנכ"ל החברה מוגדר כ"בעל עניין", ומכאן הרלבנטיות לענייננו; אולם התקנה אינה דורשת גילוי אינדיבידואלי, ובפועל – כפי שראינו מעיון בדו"חות לצורך המחקר²²⁷ – ההטבות לכל בעלי העניין מדווחות בדרך כלל כמקשה אחת,²²⁸ וקשה או בלתי-אפשרי לחשוף את חלקו של המנכ"ל. המקור הנורמטיבי השני הוא תקנה 33 לתקנות של הדו"חות הכספיים ("דחייבות בשל סיום יחסי עובד-מעביד"); אולם עיון בתקנה זו מגלה כי גם היא איננה מחייבת התייחסות פרטנית לנושאי משרה. בפועל, במסגרת המחקר שנערך לצורך רשימה זו, לא מצאתי במסגרת הנתונים שנאספו אף לא התייחסות פרטנית אחת לתמשת נושאי המשרה הבכירים או למנכ"ל.²²⁹

3. עמידה חלקית בדרישות הדיווח

כפי שכבר ציינתי, העיון בדו"חות של 60 החברות הגדולות בארץ מעיד כי הגילוי על תגמול המנהלים בארץ נופל מזה הקיים בארצות-הברית גם מנקודת

225 לביקורת נוקבת על כללי הגילוי החשבונאיים בגין הנפקת אופציות לעובדים ראו אורי רונן, "האופציות של המנהלים מטלטלות את תורים המזומנים", דה-מרקר 29.8.04. בין השאר, הכותב מלין על העובדה שבישראל (להבדיל מארצות-הברית) אין צורך לרשום הצאת שכר אף בגין אופציות המונפקות "בתוך הכסף", שמשמעותן רווח מידי למקבל. לפי הכותב, היעדר החובה הרישומית מעודד את הנהג הפסול של החברות.

226 לעניין זה ראו דנציגר, הערה 209 לעיל, בעמ' 146-149.

227 דוגמה לדיווח כזה ניתן לראות בעמ' 36-37 בדו"ח הכספי לשנת 2000 של חברת עלית. במחקר שערכנו בקרב 60 החברות הגדולות במשק התרשמנו כי זהו אכן צורת הדיווח הרווחת, היינו: שטובות ההנאה למנכ"ל מדווחות עם טובות הנאה של כל בעלי העניין או יחד עם הירקטורים.

228 רק חברות מעטות דיווח על טובות ההנאה של המנכ"ל בנפרד – למשל, חברת ביטוח ישרד וכן כמה חברות מקבוצת אי.די.בי, אולם מדובר בפירוס וולונטרי שאינו נדרש מפורשות בחוק.

229 ראו, לדוגמה, עמ' 27-28 לדו"ח הכספי לשנת 2000 של חברת כימיקלים לישראל בע"מ.

המבט של עמידה בדרישות הדיווח, שבישראל הן צנועות למדי, בזכור. הכשלים שהתגלו בדיווח לשנת 2000 מעידים במידה מה גם על כך שרשויות אכיפת החוק אינן מקפידות בעניין חשוב זה. מכל מקום, ובהסתייגות – שכן המחקר שהתבצע הקיף שנה אחת ו-60 חברות בסך הכול – ניתן לראות בבירור שקיימות בעיות רבות ביישום בפועל של תקנות 21 ו-44א. לגבי תקנה 21 לתקנות הדו"חות השנתיים והתקופתיים, הרי שמבין 60 החברות יש מקרים (ספורים) שבהם דילגו לחלוטין על הגילוי של תגמול חמשת הבכירים בפירוש התקופתי של הדו"ח השנתי;²³⁰ שאר החברות אכן ציינו את סכומי התגמולים, אך במקרים רבים (גם לאחר עיון בהערות שוליים) לא ניתן היה להבין אם התגמול כולל גם בונוסים, הפרשות סוציאליות, תשלומים לקופות גמל, הפרשות לפיצויי פיטורין וכדומה. לעניין ציון מספר האופציות שקיבלו מנהלים באותה שנה הרי שהחברות מקפידות לציין מספר זה (אם בהערות שוליים ואם בטבלה מסודרת),²³¹ למעט כמה מקרים שבהם ציינו אופציות לבכירים בדו"חות הכספיים ללא אזכור בפירוש התקופתי מכוח התקנה.²³² שו"ן ההוגן של האופציות אמור להיות מוזכר בביאור לדו"ח הכספי מכוח תקנה 44א לתקנות הדו"חות הכספיים, אך גם פה נתגלו שיבושים לא מעטים, פרקטיקות מוזיקות וחריגות בוטות מהוראות התקנה. כך, למשל, כמה חברות שחילקו אופציות לבכיריהן (ודיווחו על כך) נמנעו מציין השווי של אותן האופציות, וזאת בניגוד משוער להוראת התקנות. אחת מאותן חברות התבקשה להסביר את היעדר הגילוי, והשיבה בכתב כי לפי פרשנותה הדין אינו מחייב אותם בגילוי מעין זה.²³³ חברות אחרות מסרבלות את הגילוי עד כדי כך שקשה מאוד להבין את השווי ההוגן של האופציות שהוענקו, או שהן מטשטשות בדרכים שונות את פרטי המענק והחישוב.²³⁴

230 כמו כן, חברה אחת קבעה בפירוש התקופתי כי כשנת הדיווח לא היו לה נושאי משרה בשכר ועל כן אין פירוש.

231 כמו חברת שופרסל, שאותה נציג בהמשך כדוגמה לחברה המדווחת באופן מסודר.

232 לדוגמה, עיון בפירוש התקופתי לשנת 2000 של חברת אפריקה-ישראל מגלה כי בעמודה של תקנה 21 לא מוזכרות האופציות שקיבל המנכ"ל, ובעמ' 132 לדו"ח הכספי מדווח כי למנכ"ל הוענקו 43,185 אופציות ללא תמורה. חברה נוספת שלא דיווחה על מתן אופציות בתקנה 21 היא חברת ריטליקס.

233 דוא"ל מיום ה-16.5.04, דוא"ל תשובה מיום ה-24.5.04. בחרתי שלא להזכיר את שם החברה; התכתובת שמורה במערכת כתב העת.

234 דוגמה לגילוי נאות, שחלקו וולונטרי, מצאתי בדו"חות של חברת שופרסל. בעמוד 10 לדו"ח השנתי (בחלק של הפירוש התקופתי), בגילוי מכוח תקנה 21, קיימת טבלה המפרשת בעמודה אחת תשלומים למנכ"ל, לסמנכ"ל – ראש המטה, לסמנכ"ל תפעול, לסמנכ"ל כספים ולסמנכ"ל לוגיסטיקה. בעמודה השנייה מפורטות הקטגוריות הבאות:

4. דיווח על תגמול מנהלים בחברות הדואליות

כפי שכבר ציינתי, המחקר שערכתי לא כלל נתונים לגבי החברות הדואליות, היינו: החברות הנסחרות בבורסה בתל-אביב וכן באחד ממדינותי המסחר הבולטים בארצות-הברית.²³⁵ חברות אלו זוכות להקלות כה נדיבות בדרישות הגילוי, עד שהן לא מחויבות כלל לפרסם את הנתונים הדרושים לצורך המחקר על תגמול המנהלים.²³⁶ על הבעייתיות שבהקלות מרחיקות-הלכת לחברות הדואליות כבר דרחיב עמיר ליכט במאמרו,²³⁷ אולם משום שבעייתיות זו מגיעה לשיאה כאשר לגילוי תגמול המנהלים של חברות אלו – חלקן מהגדולות במשק – ראוי להצביע על הכשל הנוגע לנו. שיא זה, הגובל באבסורד, מחזק את הטענה כי יש לפעול למען הקפדה על כללי הגילוי המנדטורי באופן מהותי ולתקן את העיוות הפרוצדורלי שלא נראה כי יש לו צידוק ענייני.

ההיסטוריה של החקיקה בתחום מעידה על הקושי להצמד לאמות-מידה ראויות בהקשר זה. בקיץ 2000 התקבל בכנסת תיקון מס' 21 לחוק ניירות ערך. בבסיס הצעת החוק עמדו המלצותיה של ועדה בראשות דוד ברודט, שהוקמה

תשלומים, תנאים סוציאליים לרבות תנאי פרישה, התחייבויות לתשלום, יתרות הלוואה בסוף שנה, מספר האופציות שהוענקו ביום 24.1.00 (על פי תכנית משנת 1999) ומספר האופציות שהוענקו ביום 1.2.01 (על פי תכנית משנת 2000). כמו כן יש הפניה לביאור 16 ב' של הדו"ח הכספי בדבר תנאי האופציות. עיון בביאור 16 ב' (עמ' 39–41 לדו"ח הכספי), המופיע בפרק של הון עצמי, מגלה פירוט רחב-היקף בדבר התנאים של תכניות האופציות הקיימות. הפירוט כולל טבלאות בדבר התנאים להענקת האופציות וכן טבלה של הערך הכלכלי של האופציות על פי נוסחה בלק ושוולם. עיון בגילוי מכוח חקנות 21 ו-44 מאפשר לנו לחשב ללא קושי מהו השווי הכלכלי של האופציות שהוענקו לכל אחד מחמשת נושאי המשרה הבכירה בחברת שופרסל.

מדיומי המסחר בארצות-הברית הזוכים להתייחסות מיוחדת בחוק ניירות ערך הם בורסת ניו-יורק, האמקס והנאסדק, והם מצוינים בטופס השנייה לחוק ניירות ערך.

236 להקלות נדיבות אלו זוכות גם חלק מהחברות הישראליות הנסחרות בארצות-הברית בלבד.

237 עמיר ליכט, "דיווח כפול של ניירות ערך", משפטים לב 561 (תשס"ב); ליכט, הערה 214 לעיל; עמיר ליכט, "ארבע שנים להסדר הרישום הכפול – תגובה קצרה למאמרם של

קלינהולד והנוך", תאגידים א/42 (2004); Amir N. Licht, "Cross-Listing and corporate Governance: Bonding or Avoiding?," 4 *Chi. J. Int'l. L.* 141 (2003); Amir N. Licht, "Managerial Opportunism and Foreign Listing: Some Direct Evidence," 22 *U. Pa. J. Int'l. Econ. L.* 325, 338 (2001).

במטרה למשוך חברות ישראליות מובילות הנסחרות רק בארצות-הברית²³⁸ להירשם למסחר גם בישראל.²³⁹ המטרה – שאף הושגה, מבחינה מסוימת – הייתה לשפר את עומק המסחר בבורסה המקומית.²⁴⁰ ההקלה מרתיקת-הלכת שהתיקון לחוק ניירות ערך מקנה לחברות הדואליות היא פטור מוחלט מחובות הדיווח השוטף בהתאם לדין הישראלי, ועליהם להגיש בישראל את הדו"חות לפי דיני ניירות הערך של ארצות-הברית בלבד.²⁴¹ מאחר שרשימה זו כבר היללה את דרישות הדיווח של הדין האמריקני, לפחות בהקשר של תגמול בכירים, הרי שבעין בלתי-מוזינת ניתן לסבור כי לא מדובר כאן בויתור של ממש לחברות הדואליות, אלא במניעת הכבדה מיותרת. סברה זו בטעות יסודה, משום שהדינים האמריקניים שקיבלו הוקרה ברשימה זו חלים רק על מנפיקים אמריקנים. מנפיקים זרים (foreign private issuers)²⁴² שמניותיהם נסחרות במדינות המסחר

238 ליכט, הערה 237 לעיל, בעמ' 573. לעומדה נוגדת הסוברת כי גם הגילוי של מנפיקים זרים בארצות-הברית הינו ראוי בדרך כלל ראו יצחק ג'ין קלינהגדלר ועופר חנוך, "ארבע שנים לחוק הרישום הכפול – רשמים מנקודת מבט מעשית", תאגידים א/3 28 (2004). ואולם, גם לשיטתם של כותבים אלו ייתכן שנפל פגם ספציפי בדרישות הדיווח של חברות דואליות לגבי תגמול מנהלים.

239 שם, בעמ' 562. על טעמים שונים לרישום ניירות ערך בשוק זר ראו Licht, "Cross-Listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding?", הערה 237 לעיל, בעמ' 144-145.

240 ליכט, הערה 237 לעיל, בעמ' 579.

241 על פי סעיף 335 לא לחוק ניירות ערך, וכן על פי תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומדיניים של תאגיד חוץ), התשס"א-2000, החברות הדואליות הנסחרות במדינות המסחר המנויים בתוספת השנייה לחוק ניירות ערך פטורים מכל הדרישות של הדיווח השוטף הישראלי, ועליהם להגיש את הדו"חות שהם מגישים לפי דיני ארצות-הברית. חברות שעריב החוק כבר היו דואליות, כגון חברת טבע, אינן נהנות אוטומטית מהפטור, ועליהן לעבור תהליך של מעבר ממתכונת הדיווח הרגילה. סעיף 335 לחוק קובע כי שינוי כזה דורש אישור באסיפה הכללית של רוב מחזיקי ניירות הערך של החברה להוציא בעל השליטה, וקימת גם תובת דיווח על השינוי מכוח סעיף 335לג.

242 ההגדרה של מנפיק זר מצויה ב-The Securities Exchange Act of 1934 (Rule 3b-4). על פי ההגדרה, מנפיק זר כולל כל חברה זרה שיותר ממחצית הונה המונפק מוחזק בידי אנשים או גופים שאינם תושבי ארצות-הברית, ובלבד שלא מתקיים אף אחד מאלו: (1) רוב נושאי המשרה הינם תושבי או אזרחי ארצות-הברית; (2) יותר ממחצית הנכסים ממקומים בארצות-הברית; (3) עסקי החברה מנוהלים בעיקרם בארצות-הברית.

המלומד Edward B. Rock ביקר את לשונה העמומה של הגדרה זו. לדעתו, לשון ההוראה מאפשרת מניפולציות על ידי חברות ישראליות, שבצורה לא מוצדקת נחשבות בארצות-הברית למנפיקות זרות. כדוגמה הביא Rock את חברת צ'ק פרינט, הנחשבת כמנפיק זר מכוח תת סעיף (c)(2)(b) שכן יותר מ-50% מנכסיה נמצאים מחוץ לארצות-הברית. לדעת Rock, הסיווג כאן בעייתי היות שקשה למוג את מקומם של נכסים לא מוחשיים כגון קניין

האמריקניים היוקרתיים וזכים להקלות רבות,²⁴³ ומשטר הגילוי החל עליהם – לפחות בהקשר של תגמול מנהלים – אינו מעורר הערכה כלל וכלל.²⁴⁴ ויתור על היצמדות לחובות הגילוי המוטלות על החברות האמריקניות הותיר מצב שאינו ראוי ואינו רצוי.²⁴⁵ עיון בפריטים 6.B Items ו- 6.E.2 לטופס Form 20-F, הייחודי למנפיקים זרים, מגלה כי לא נותר הדבה מחובת הדיווח הרחבה של תגמול מנהלים הקבועה בפריט 402 ל-Regulation S-K.²⁴⁶ על פי טופס Form 20-F לא חלה על מנפיק זה כל חובה לדווח דיווח אינדיבידואלי על שכר, על תנאי העסקה והענקת אופציות לבכירי התאגיד, וניתן לדווח את הסכומים והכמויות במאוחד.²⁴⁷ כמו כן, אין כל דרישה לגלות את

רחמי. לעניין זה ראו Edward B. Rock, "Greenhorns, Yankees, and Cosmopolitans: Venture Capital, IPOs, Foreign Firms, and U.S. Markets," 2 *Theoretical Inquiries* L 711, 736 (2001).

243 מחקר חדש חושף כי ההקלות הרבות למנפיקים זרים אינן טובות רק מההקלות הפורמליות אלא בעיקר מחוסר-נכונותה של הרשות האמריקנית לניירות ערך לאטוף את הדין על מנפיקים זרים, וזאת באורח קונסיסטנטי ובמשך כל תקופת קיומה. המחקר מתרכז בתיאור של קבוצת מנפיקים ממקסיקו, שבעלי העניין שבהם גרמו נזקים בשווי של מיליארדי דולרים לבעלי המניות האמריקניים של הקבוצה ובכל זאת לא נתפטו ברשת החוק האמריקנית. ראו Jordan I. Siegal, "Can Foreign Firms Bond Themselves Effectively by Renting U.S. Securities Laws," available at: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=308481.

244 משטר הדיווח השוטף (continuous disclosure) החל על המנפיקים הזרים מבוסס על טופס הדיווח השנתי הקרוי F-20. ראו Harold S. Bloomenthal, *Securities Law Handbook* 1048 (2002); Licht (2004) הערה 237 לעיל, בעמ' 152. להשוואה מפורטת בין שני משטרי הדיווח ראו את גילוי הדעת של הרשות האמריקנית לניירות ערך מאוקטובר 2003: International Reporting and Disclosure Issues in the Division of Corporation Finance (available at: www.sec.gov).

245 למעשה, תחילה סברה ועדת ברוזס כי יש להטיל על החברות הדואליות חובות דיווח בהתאם לחובות הדיווח החלות על חברות אמריקניות, כפי שתיארנו אותן עד כה; ראו "Managerial Opportunism and Foreign Listing: Some Direct Evidence," Licht, הערה 237 לעיל, בעמ' 338. אולם, בלחץ החברות הזרה שר האוצר על מתן הקלות מרביות, וכך נותרו עם הסדר המפנה אל הדין הזר באופן מוחלט, ובכלל זה הקלות מרחיקות-לכת ובלתי-מוצדקות בנוגע לתגמול בכירים; ראו ליכט, הערה 237 לעיל, בעמ' 581; לעניין הביקורת על ההסדר הנרחב ראו שם, החל בעמ' 582.

246 ראו "Managerial Opportunism and Foreign Listing: Some Direct Evidence," Licht, הערה 237 לעיל, בעמ' 345.

247 ראו Bloomenthal, הערה 244 לעיל, בעמ' 1061; Loss & Seligman, הערה 156 לעיל, בעמ' 804-805 (המחברים מרגישים כי מנפיקים זרים פטורים מדיווח אינדיבידואלי).

השווי של האופציות המוענקות לכל אחד מהבכירים, את הרווח ממימוש או כל פרט מהותי אחר לגביתו. יש להדגיש כי הדין האמריקני הלך לקראת החברות הזרות מתוך הבנה שברכות ממדינות המוצא תנאי השכר של הבכירים מצויים בתחום צנעת הפרט, אולם לא הייתה לו כל כוונה להקל עם חברות שדיני מדינת המוצא מחייבים בגילוי אינדיבידואלי, כדוגמת הדין הישראלי. משום כך נקבע חריג חשוב לפטור מגילוי אינדיבידואלי, הקובע כי חברה שהדינים במדינת המוצא שלה מחייבים גילוי אינדיבידואלי תהיה מחויבת אף היא בגילוי אינדיבידואלי.²⁴⁸ ניתן היה לפרש וזראה זו כמחייבת כל חברה ישראלית בגילוי אינדיבידואלי, שכן באופן כללי, הדין הישראלי מטיל חובה כזו; אולם מסקירת דו"חות של כמה חברות דואליות מסתבר כי החברות הישראליות בחרו בפרשנות הנחה להן, ומשום שהדין הישראלי פוטר חברות דואליות מכל גילוי לפי הדין הישראלי ומאמץ את הדין הזר במלואו, הן בוחרות שלא לכלול גילוי אינדיבידואלי על בכיריהן.²⁴⁹ מכל מקום והתוצאה היא נפסדת, שכן החברות הדואליות כוללות בדו"חותיהם דיווח סמלי על תגמול בכיריהן – דיווח הנחות בהרבה מזה הנדרש מחברה ישראלית רגילה, ובוודאי מכל חברה אחרת הנסמרת בארצות-הברית. ספק אם ניתן להצדיק תוצאה כזו.

ד. סוף דבר

מאמר זה בא להסביר ולעודד את השימוש באופציות למנהלים בכלכלה המאופיינת בבעלות מרוכזת כדוגמת זו האופיינית למשק הישראלי. בעולם מתרכזים בשימוש באופציות למנהלים ככלי להקלת ניגודי העניינים בין ההנהלה (והדירקטוריון) לבעלי המניות, ואילו במאמר זה מודגשת היכולת להקל על ניגודי העניינים בין בעל השליטה לבעלי המניות מהמיעוט ומהציבור. מנהל בכיר, שחלק ניכר מהתגמול שלו מורכב מאופציות, שותף במידה רבה לגודלו של בעל מניות מהציבור. בכך יהיה כדי לתקוע טריז בין בעל השליטה להנהלה

248 הפטור מגילוי אינדיבידואלי אינו חל כאשר "Disclosure of compensation is required on an individual disclosure in the company's home country and is not otherwise publicly disclosed by the company" Item 6(b) of form 20-F.

249 מבין 32 החברות הדואליות הנסחרות כיום בבורסה בתל-אביב (בארצות-הברית רובן נסחרות ב-NASDAQ) ביקרתי את טופס ה-F-20 לשנת 2003 של שלוש מהן (באמצעות www.sec.gov), ומצאתי כי שלוש החברות מדווחות שבר בכירים במאחד. החברות הן סאיסקס (עמ' 57 לדו"ח), גיזון (עמ' 44 לדו"ח) ובור (עמ' 68 לדו"ח).

כשבעל השליטה יוזם פעולות המזיקות לחברה כדי לנצלה לטובתו האישית (בעוד שהאינטרסים של ההנהלה ובעל השליטה יעלו בקנה אחד ככל שמדובר בפעולות הטובות לחברה ולבעל השליטה כאחד).

תהיה זו טעות לחשוב כי מדובר בפתרון כולל לבעיית ניגוד העניינים בין בעל השליטה לבעלי המניות מן המיעוט. לעתים קרובות, המנהל הבכיר הינו איש אמונו של בעל השליטה, ממנה על ידו – ובעל השליטה יכול לפטר אותו בקלות יחסית (אף כי הציבור ובעלי המניות המוסדיים לא יראו בעין יפה פיטורי מנהל על רקע התנגדותו לעסקה בניגוד עניינים). אם כן, הנטייה הטבעית של המנהל כלפי בעל השליטה היא במידה מסוימת בלתי-נמנעת. מטרת השימוש באופציות, כפי שהוגדרה ברשימה זו, היא לנסות ולאזן את כפות המאזניים ולו בצורה חלקית. שימוש נרחב באופציות עשוי להביא לשינוי בתרבות הארגונית, מתרבות שבה המנהל הינו עושה דבריו של בעל השליטה לכוון שבה הוא יראה את עצמו יותר כנציגם של כלל בעלי המניות. גם אם לא יתנגד במלוא כוחו לעסקה בניגוד עניינים או לפעולה אחרת המזיקה לחברה, הרי הוא עשוי לנהל משא ומתן אפקטיבי יותר על תנאי המהלך ולהביא לשיפור לטובת החברה. מצב הדברים כיום – שבו מרבית מנהלי החברות מתוגמלים בשכר קבוע ובנוס – מביא לכך שמלבד יושרו המקצועי, אין למנהל אינטרס של ממש למנוע העברות הון וערך מהחברה לבעלי השליטה. כך, למשל, ניתן לשער במידה רבה של ודאות שמנהל הניזון מאופציות ימנע מליזום פעולות המזיקות לחברה ומיטיבות עם בעל השליטה כדי לשאת חן בעיני בעל השליטה. ככלל, תגמול באמצעות אופציות עשוי להביא לשינוי הלך המחשבה של ההנהלה, ולהבהיר לה את טובתו של מי עליה לרדוף.

אפקט זה יועצם כשהאופציות יחולקו לשכבה של מנהלים ולא רק למנכ"ל: גם אם חלק מהמנהלים יעליכו עין מפעולה המזיקה לחברה אך כועילה לבעל השליטה, עדיין יימצא המנהל שיעלה את העניין ויקשה על ההנהלה להתעלם ממנו. כמו כן, מנהל המצויד במידע פנים יוכל להעביר לדירקטורים החיצוניים (המניעים את גלגלי ועדת הביקורת) מידע על האופי השלילי של הפעולה כלפי החברה – והוא יוכל להעביר מידע זה גם לאסיפה הכללית, לבעלי המניות המוסדיים, אם יהיה צורך בכך גם לתקשורת, ובמקרה המתאים – לרשויות אכיפת החוק. בעל השליטה יוכל לסמוך על הנהלתו כבעבר כל עוד הוא מנסה לפתח את החברה ולייעל אותה, אך במקרים שבהם ינסה לפגוע בה לתועלתו הפרטית, שוב לא יוכל להסתמך בעיניים עצומות על שתירתת: כל מנהל יישא באמתחתו את האינטרס של בעלי המניות מהציבור.

לבסוף, הבהרתי שעל בעלי השליטה עצמם להעדיף את השימוש באופציות למנהלים על תגמול קבוע, אף שהדבר ימנע מהם להפיק טובות הנאה פרטיות. פעולות רבות של ניצול החברה על ידי בעל השליטה מזיקות יותר לחברה משחק

מועילות לבעל השליטה. בנסיבות אלו, הצהרה של בעלי השליטה בתשקיף על תכנית אופציות ארוכת-טווח למנהלי החברה, תעלה את שווי המניה בשעת ההנפקה בסכום העולה על ההפסד לבעל השליטה מהיעדר היכולת לנצל את החברה בשלב מאוחר יותר. כמו כן, בעלי שליטה נבדלים זה מזה בתכונותיהם, ובעלי שליטה זפים יותר – שממילא אינם מתכוונים להתרכז בניצול החברה – ישמחו להעניק אופציות למנהליהם, משום שבכך יבהירו לציבור שאין הם חוששים כלל מהפסד כלשהו בשל הפגיעה ביכולתם לנצל את החברה. בעל שליטה שיחשוף את תכונותיו הטובות בדרך זו, יתגמל אף הוא בשווי רב יותר למניותיו. לסיכום, לבעלי המניות המוסדיים צריכה להיות תרומה חשובה לעידוד השימוש באופציות למנהלים. לבעלי המניות המוסדיים כוח רב אל מול בעלי השליטה, הן באישור עסקאות בניגוד עניינים והן בקביעת תנאי התגמול של המנהל.²⁵⁰ אם בעלי המניות המוסדיים יכריזו על עמדתם בזכות הענקת אופציות למנהלים – למשל כתנאי סף לאישור מהיר יותר לעסקאות בניגוד עניינים – הרי שהדבר ידחוף בעלי שליטה רבים יותר ליוזם הענקת אופציות שכזו. ככלות הכול, אין מדובר בסחיסת עסקה מתוכננת של החברה, שבאישורה מעורבים מנכ"ל וצוות עובדים בכירים המתגמלים בעיקר באופציות, היא עסקה בטוחה יותר לאישור מבחינת בעלי המניות מן המיעוט.

לפני כ-20 שנה יצאה האקדמיה האמריקנית בזעקה על כך שמנהלים בחברות האמריקניות מתגמלים כפקידים. בעלי המניות המוסדיים אימצו את האג'נדה של האקדמיה ותמכו בשינוי אופני התגמול. השינוי לא אחר לבוא, ותוך שלושה עשורים גדל אחוז התגמול של המנהלים התלוי בביצועי המניה של החברה מאחוז זניח לחלוטין, למוטיב מרכזי בתגמול הניתן להם.²⁵¹ השינוי ההדדסי עורר גם לא מעט ביקורת, אבל רובה נסבה על הדרך שבה נקבע התגמול ועל היקפו, ולא על עצם העיקרון של הצמדת השכר לביצועים. פרספקטיבה היסטורית זו על מה שהתרחש בארצות-הברית צריכה להנחות גם את העוסקים בתחום בישראל, ואין לחכות שהשוק יפעל את פעולתו כסדרו. כפי שהדגשתי במאמר זה, ניתן לשפר את יעילותו של שוק ההון בישראל על ידי שינוי הרגלי התגמול הנהוגים בו. לכל אלו שהדבר יקר לליבם – באקדמיה, ברשות לניירות ערך, בשוק ההון ובהנהלות החברות הציבוריות – שמורה הזכות והחובה לתמוך בשינוי ההיסטוריה מכיחה כי "מהפכה" מעין זו אפשרית.

250 דוגמאות לכוחם של המשקיעים המוסדיים באישור עסקאות בניגוד עניינים ובקביעת תנאי תגמול ראו בהערה 130 לעיל.

251 ראו Jensen, Murphy & Wruck, הערה 23 לעיל, בעמ' 24-25.

נספח א'

עיקרי נתונים מתוך נתוני 60 החברות הגדולות במשק בשנת 2000¹

א. סך התגמול של המנהלים:

תגמול ממוצע (בש"ח) ²	חציון	סטיית תקן
2,808,773	2,434,438	2,047,292

ב. תגמול באמצעות אופציות:

שווי ממוצע (בש"ח)	חציון	סטיית תקן	שווי ממוצע של התגמול הכולל (של מקבלי האופציות)
(מכין מקבלי האופציות)	(מכין מקבלי האופציות)	(של מקבלי האופציות)	(של מקבלי האופציות)
1,080,869	370,000	1,573,626	2,669,420

עיקרי נתונים נוספים מהדגימה:

1. 48 חברות (82.75% מהדגימה מהחברות בהן ניתן גילוי המאפשר בדיקת נתון זה) מעסיקות מנכ"לים מקצועיים.³

- 1 לצורך המחקר נלקחו 60 החברות הגדולות במשק. גודלן נקבע על פי שווי השוק של החברות בבורסה ביום 29 בנובמבר, 2003. החברות הדואליות הוצאו מהמחקר בשל העדר חובת דיווח אינדיבידואלית. מרכיב ה"שכר" כולל משכורת, הפרשות טוציאליות, בונסים, תשלומים לקופות גמל, הפרשות לפיצויי פיטורין, תגמולים וכדומה. פירוט נוסף על המחקר מצוי בפרק הראשון למאמר חלק ב(ב).
- 2 לצורך חישוב נתונים רולריים נלקח שער חליפין בשיעור של 4.5 ש"ח לדולר.

2. 12 חברות (21.42% מהחברות בהן ניתן גילוי בעניין זה) חילקו אופציות למנכ"ל. רק אחד ממנהלים אלה אינו מנכ"ל מקצועי כהגדרתו במאמר זה.
3. למעט מקרה חריג המעלה בצורה משמעותית את השווי הממוצע של אופציות שקיבלו המנכ"לים, מהוות האופציות בממוצע 18% מהגמול הכולל של המנכ"לים אשר הנתונים המלאים לגבי שווי האופציות שרוענקו להם מפורסמים בדו"חות השנתיים.

- 3 כמצוין במבוא, מנכ"ל מקצועי מוגדר כמנכ"ל שביחר עם בני משפחתו הקרובה אינו אחוז בלמעלה מ-3% מהון המניות של החברה.