

# מאקרו כלכלה, רגולציה ושכר מנהלים בעבודת דירקטוריון

פרופ' צבי אקשטיין

המרכז הבינתחומי, הרצליה ואוניברסיטת תל אביב

30 באפריל 2012

# עיקרי השיחה

- הערות כלליות על עבודת הדירקטוריון
- היבטים מאקרו כלכליים לעבודת הדירקטוריון
- קביעת שכר המנהלים בחברה
- דרכי העבודה של הרגולציה

# העקרונות הכלכליים של עבודת הדירקטוריון

- להשיא את ערך החברה לכלל בעלי המניות:
  - אסטרטגיה ארוכת טווח
  - השלכות על כלל הציבור – בעלי מניות פוטנציאלים
  - השלכות על העובדים
  - איזון בין סיכויים (תשואה) לסיכונים - מיקרו
  - צמיחה ויציבות החברה והמשק - מאקרו

# בעיות מרכזיות בעבודת הדירקטוריון

- "בעיית המנהל – סוכן"

- אינפורמציה – השגת מידע עצמאי

- תמריצים – קביעת שכר המנהלים

- הבנת החוק והרגולציה

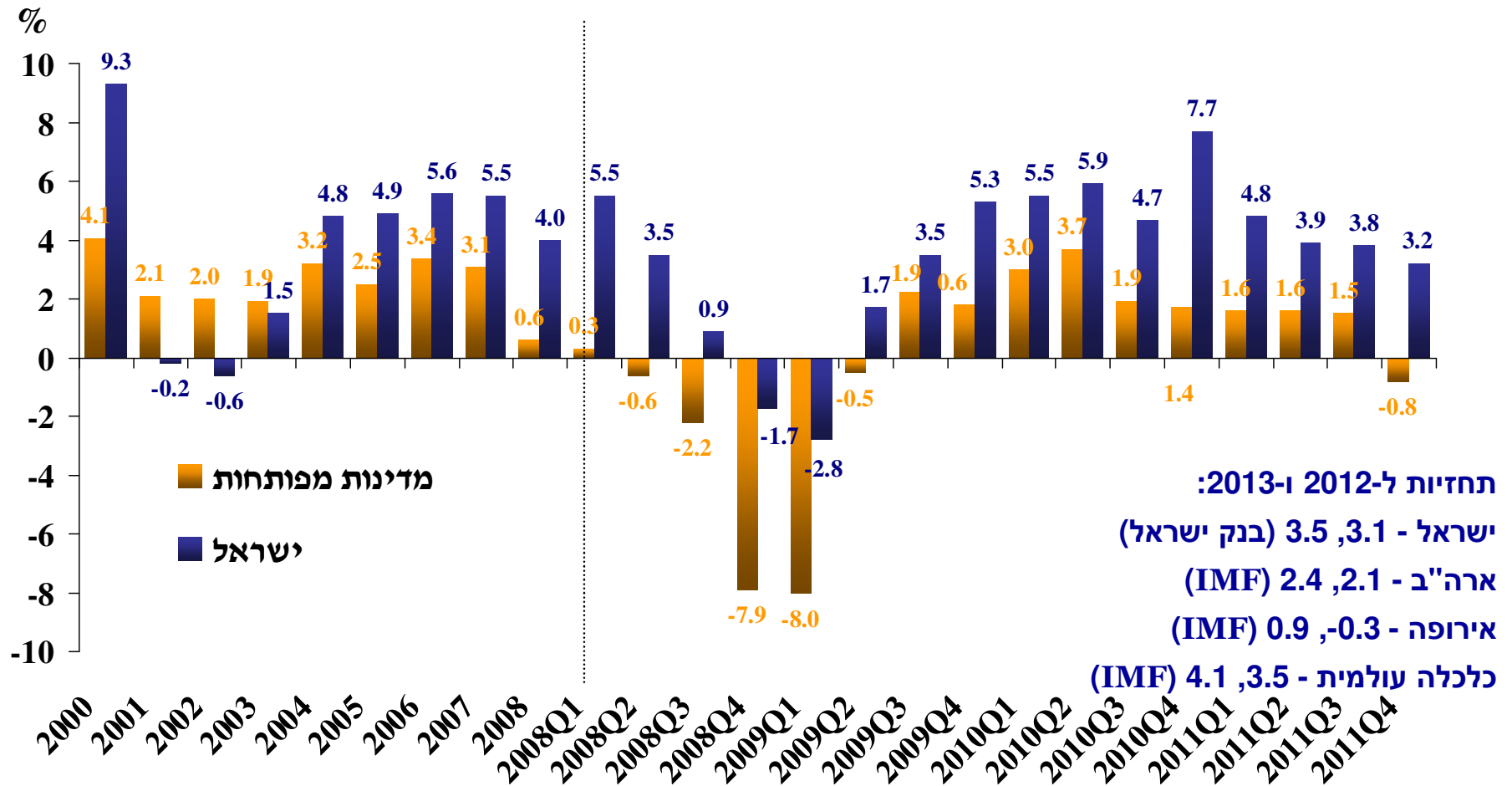
- מידע עצמאי על החוק והרגולציה

- הבנת מניעי הרגולטור ודרכי עבודתו

# התמונה המאקרו כלכלית

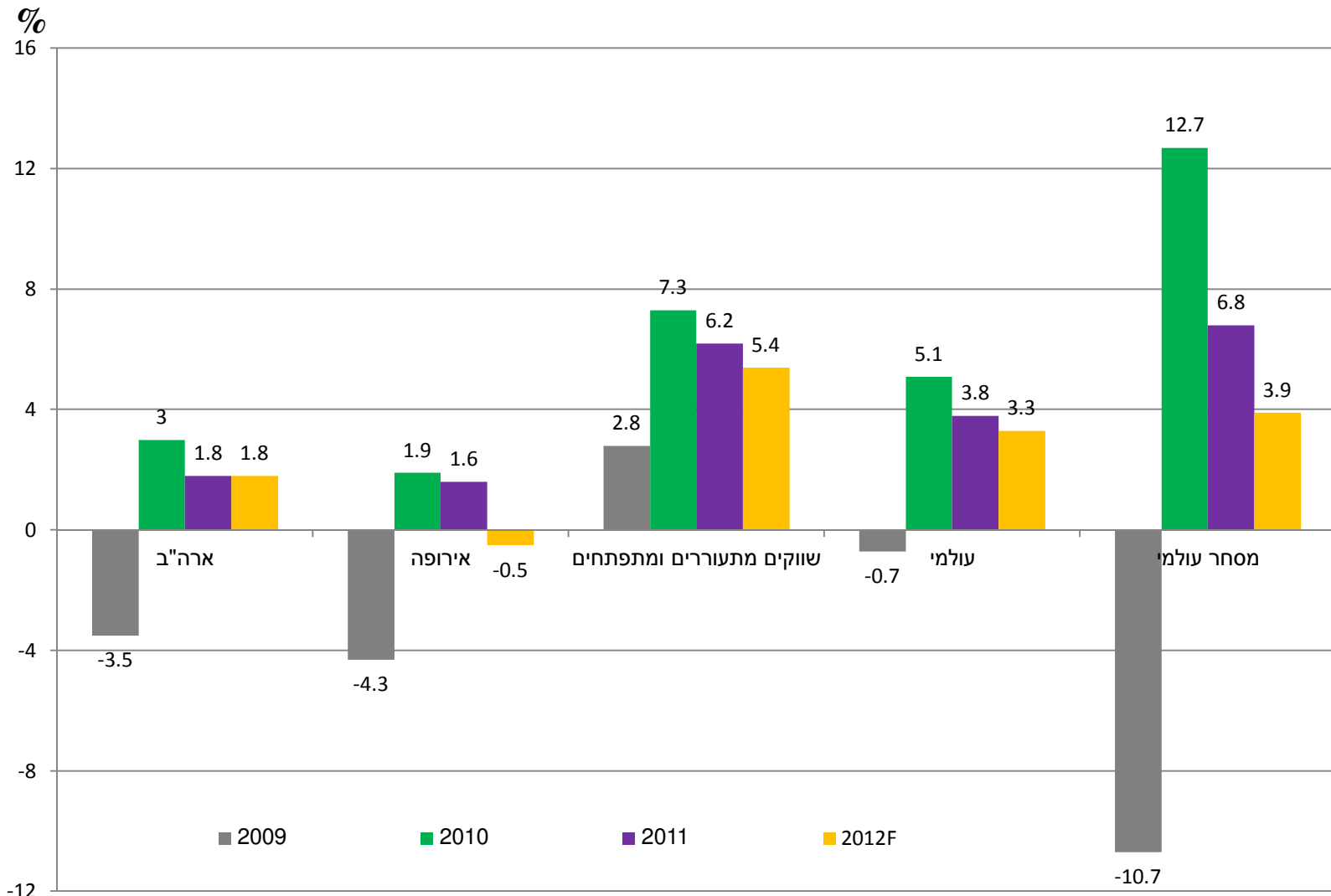
- לפחות פעם בשנה בהכנה לתוכנית הרב שנתית יש לערוך דיון מאקרו
- יש לראות בדיון הצגת סיכויים וסיכונים והתאמת התוכנית העסקית לניתוח מאקרו
- מה צריך לכלול דיון מאקרו?

# צמיחת התוצר: חזרה איטית לצמיחה במפותחות; צמיחה בינונית-גבוהה במתפתחות; צמיחה נמוכה יותר בישראל

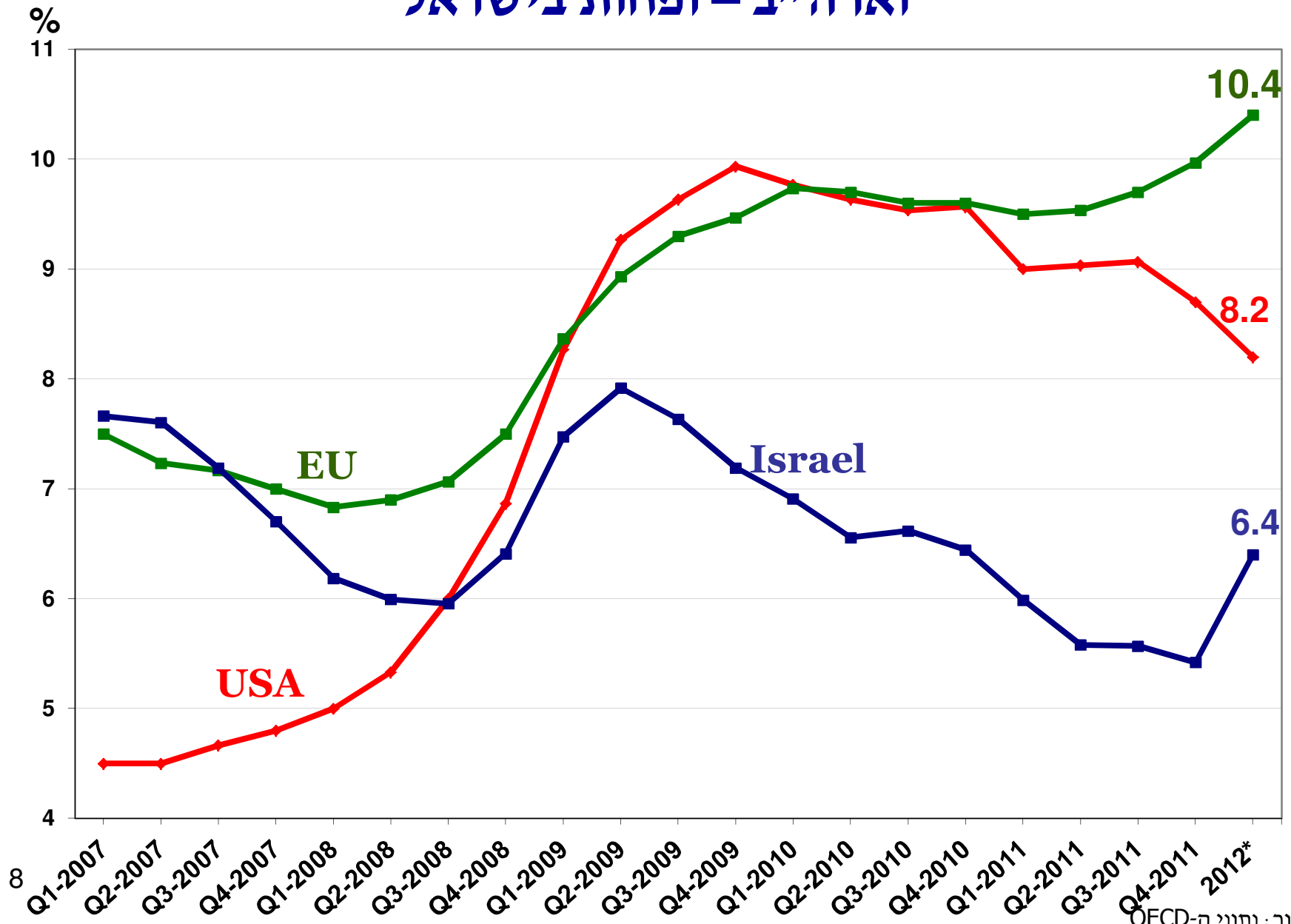


הנתונים הרבעוניים מנוכי עונתיות. שיעורי השינוי לעומת הרביע הקודם, במונחים שנתיים.

## תחזית הצמיחה של קרן המטבע הבינלאומית



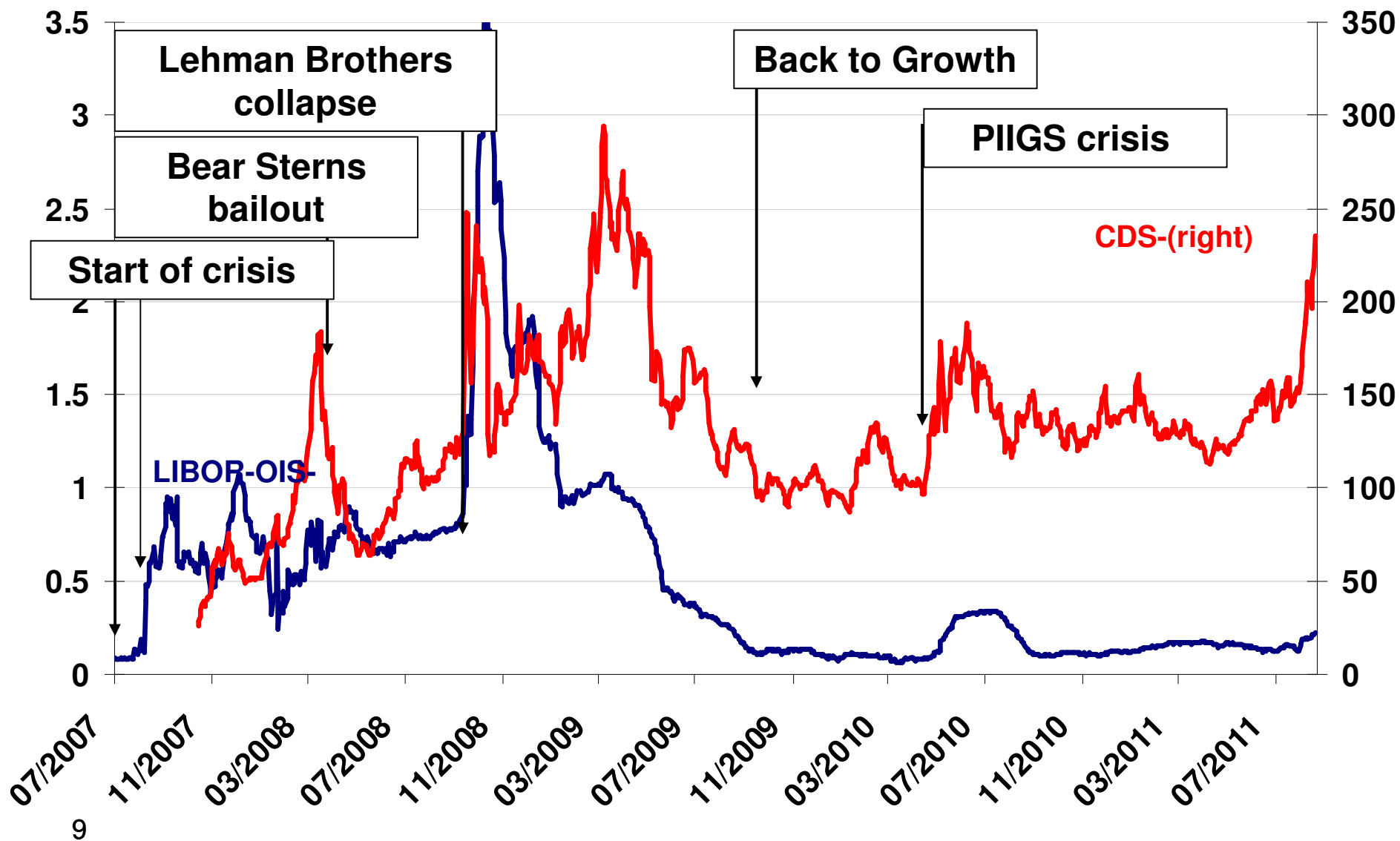
# שיעורי האבטלה מדגישים שהמשבר הראלי עדיין באירופה וארה"ב – ופחות בישראל





# המשבר הפיננסי עדיין כאן...אירופה

## Libor-OIS; CDS



Sources: Bank of Israel

Large Banks CDS = 5 year geometric weighting of largest 9 banks

# חשיפת הסיכונים במשקים מרכזיים: השפעות על החברה

## Banking sector vs. Sovereign CDS: Italy



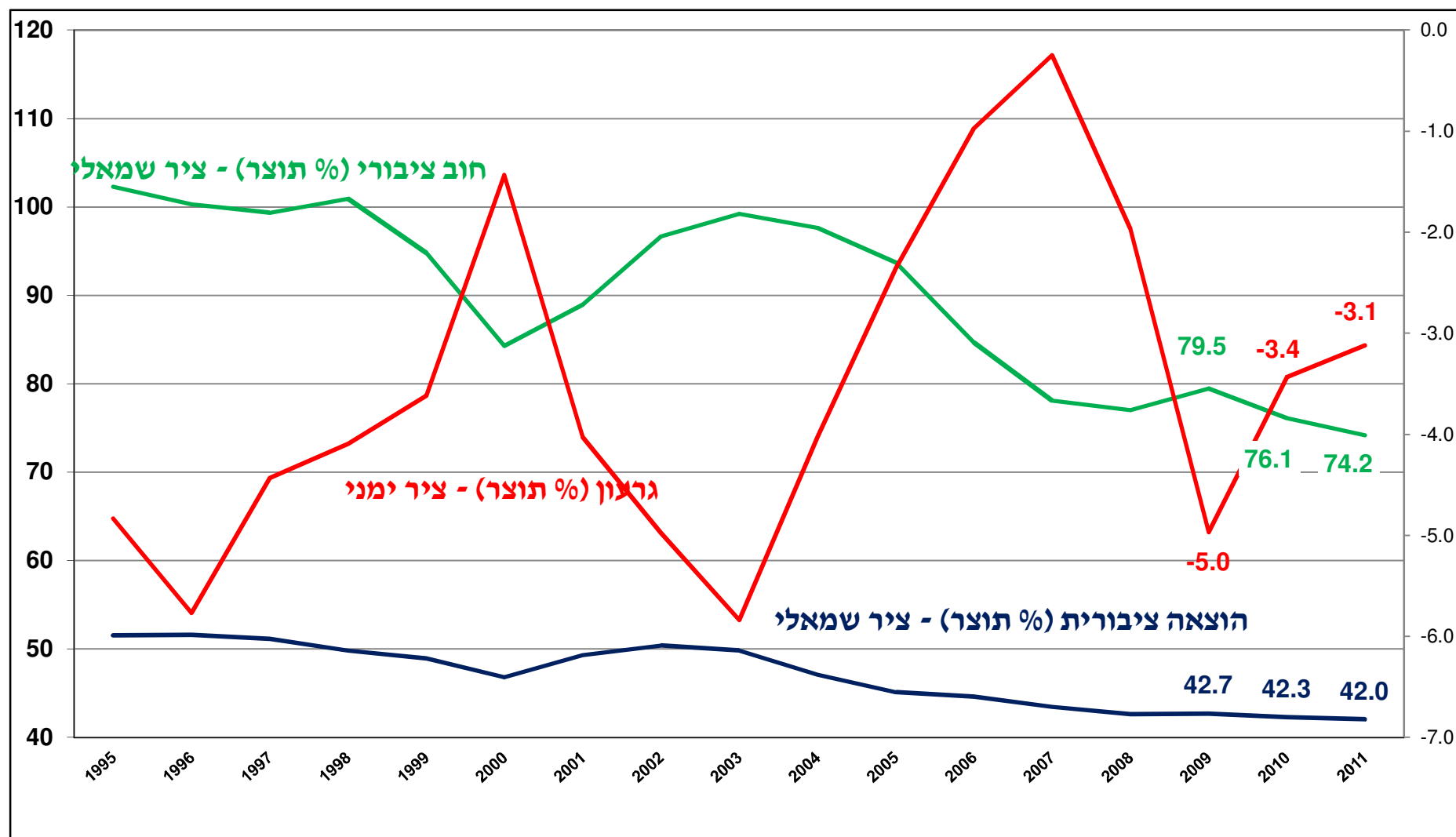
## החוזק של המשק הישראלי

- השווקים הפיננסיים
- המדיניות הפיסקאלית – תקציב הממשלה
- מדיניות מוניטארית ויציבות המחירים
- שוק מט"ח ומאזן התשלומים

## השווקים הפיננסים מתפקדים היטב

- החוב הציבורי והפרטי ברמה סבירה וללא צמיחה יוצאת דופן – מלבד חוב קונצרני
- רמת ההון של הבנקים היא בממוצע העולמי (13.8%): הבנקים יציבים
- שיעור החיסכון יחסית גבוה (18%)
- אין חשיפה למכשירים פיננסים מתקדמים ( MBS, CDO, CDS ושוק בין בנקאי מצומצם

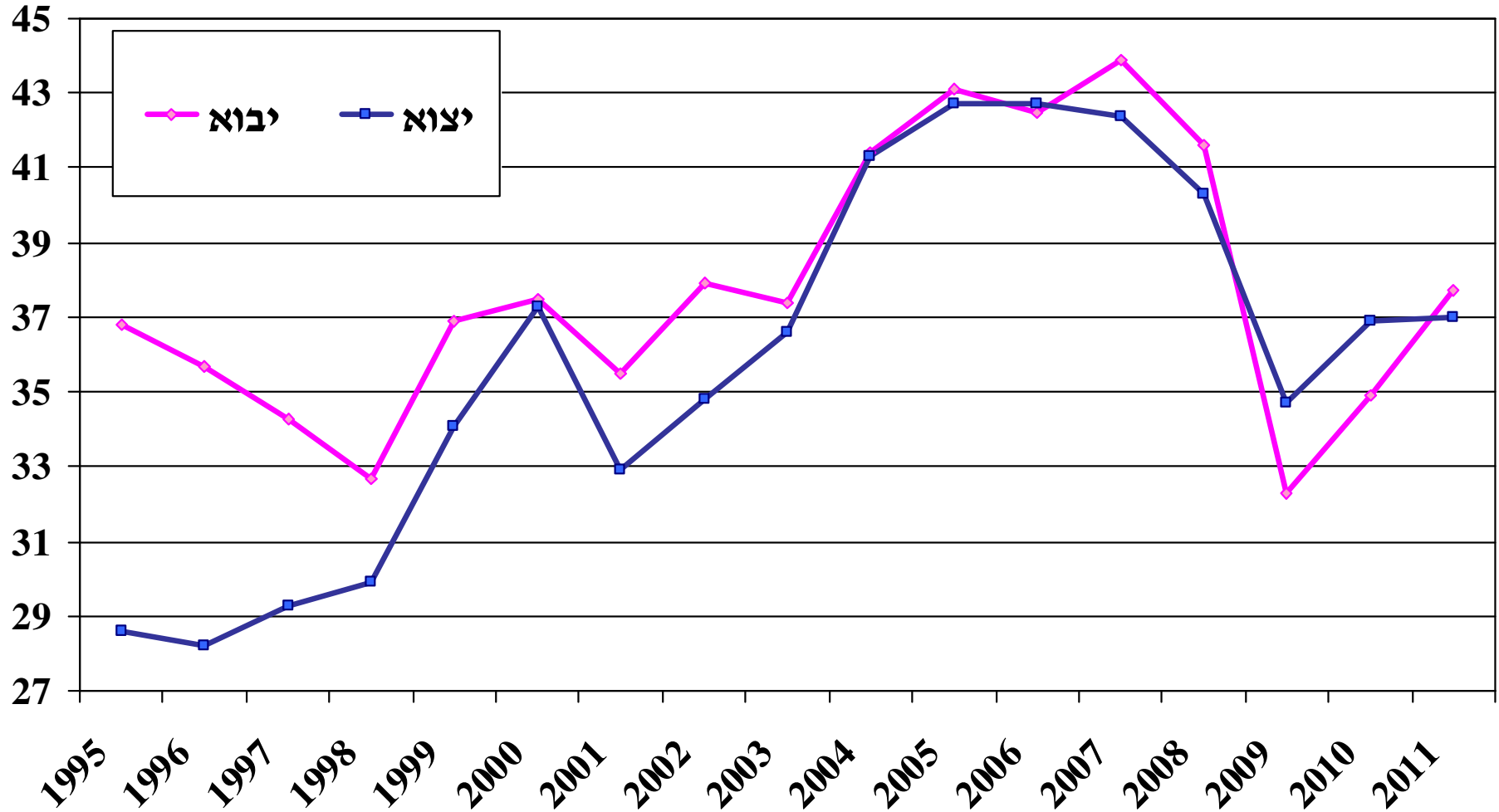
## מדיניות פיסקאלית : שמרנית ואמינה (?)



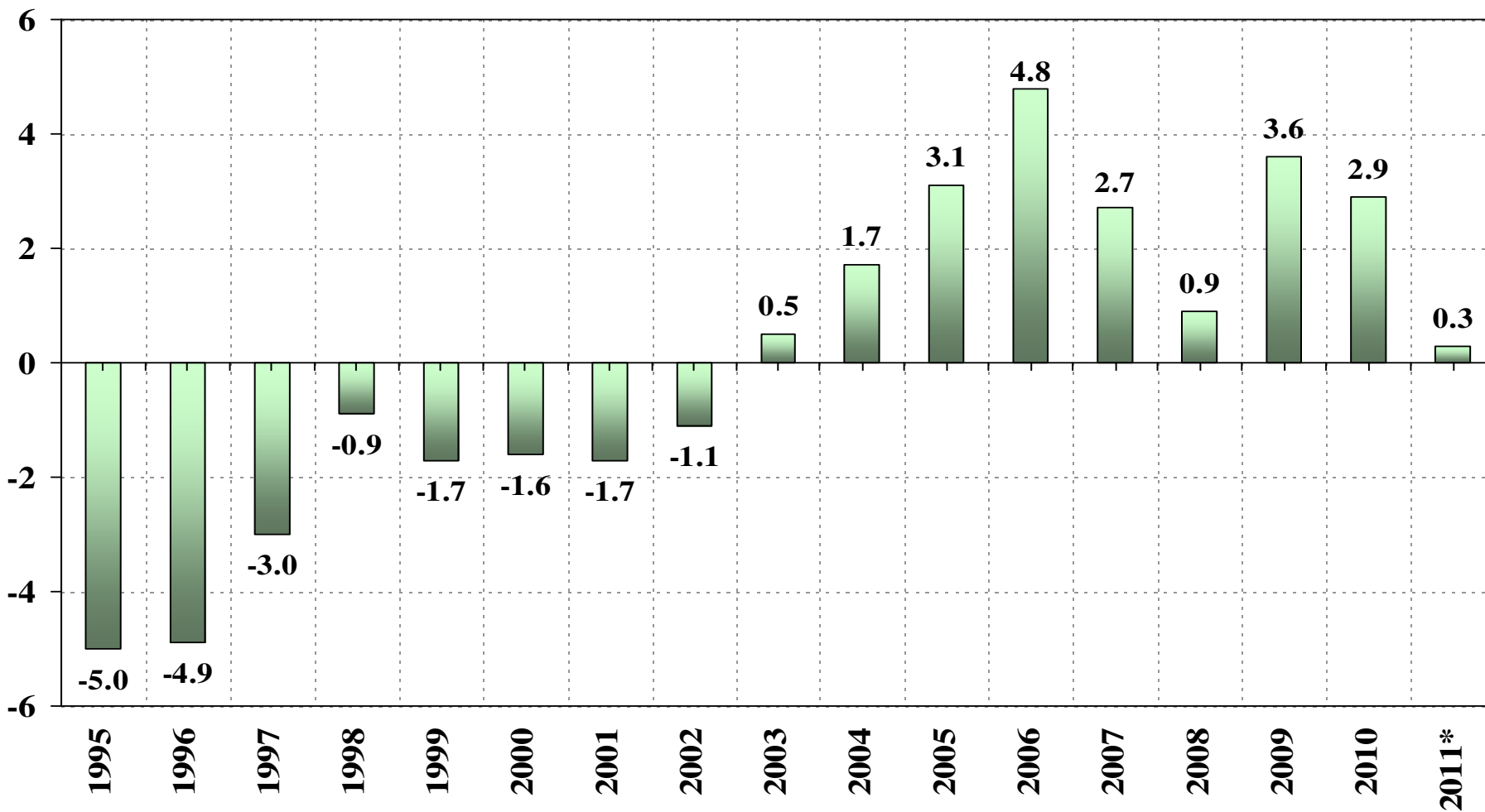
## הדילמה של תקציב הממשלה – 2013 ואילך

- 2013-שמירת כלל ההוצאה: 5% עליה ועדיין נדרש קיצוץ של כ 6 מיליארד ₪: מהיכן?
- יעד גרעון 1.5% - תוספת מס של 25 מיליארד ₪; איך?
- 2014 ואילך? תקציב דו שנתי?
- איך משנים סדרי עדיפויות בהינתן תקציב הביטחון? עליה לממשלה של 46% מהתל"ג בעתיד?
- האם נשמור כל יחס חוב תוצר יורד וריבית נמוכה? בסיס היציבות של המשק

# מאזן התשלומים: מעבר מעודף לגרעון קטן - עליה ביבוא וקיפאון ביצוא



## החשבון השוטף: לאחר 7 שנים של עודף צפוי גרעון ב 2012





# מדיניות מוניטארית

# מדיניות מוניטארית

- **יעד מרכזי** : יציבות מחירים (אינפלציה של 1%-3%)

- **יעד משני** : תמיכה בצמיחה ותעסוקה תחת מגבל יעד

האינפלציה

– כלים להשגת היעדים : ריבית והתערבות בשוק מט"ח

- **יעד נוסף** : יציבות פיננסית

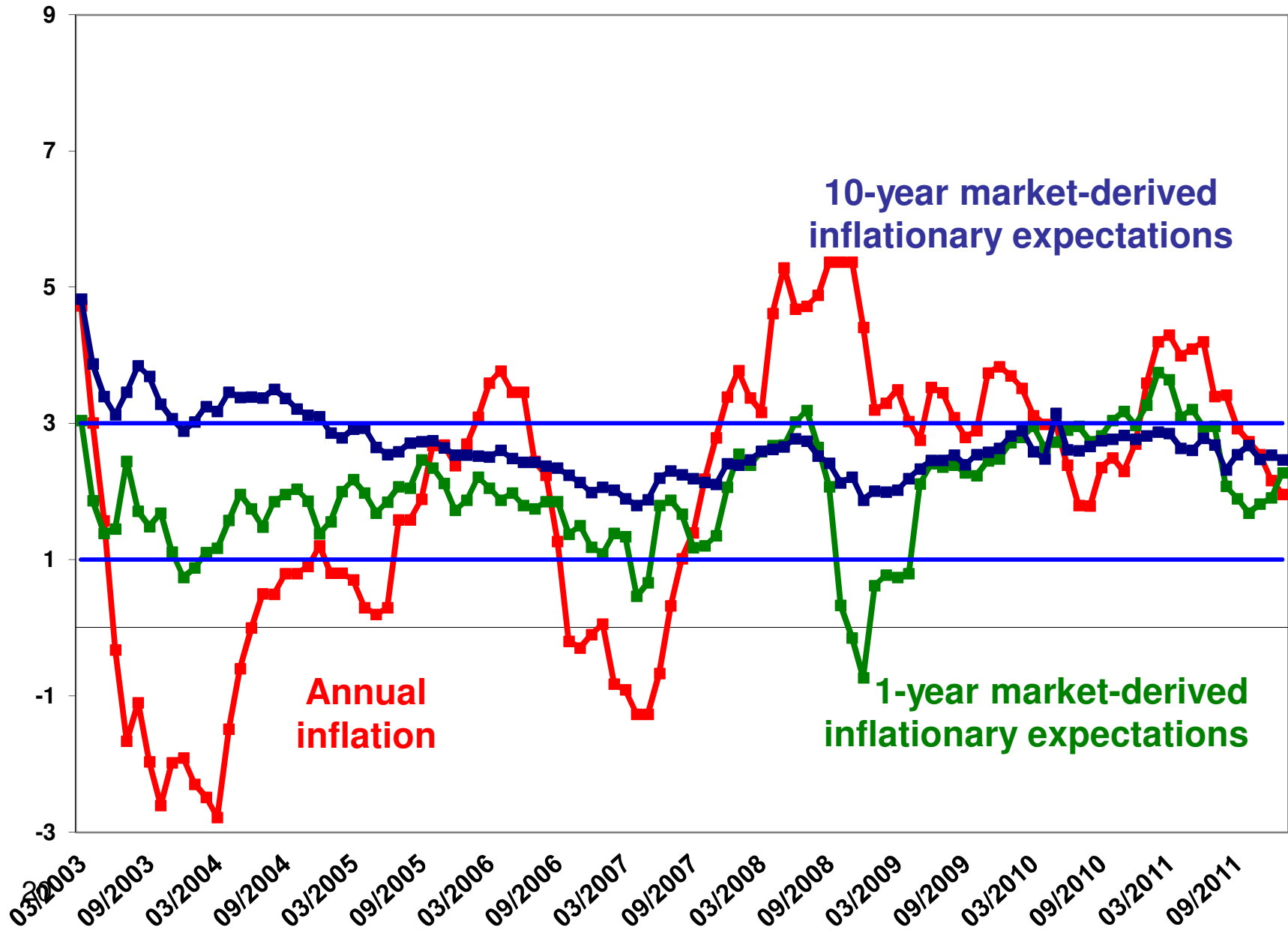
– כלים : פעילות בשווקי ההון וצעדים "מאקרו-יציבותיים"

(לדוגמא : מגבלות על התרחבות שוק הנדל"ן ומגבלות על קניות

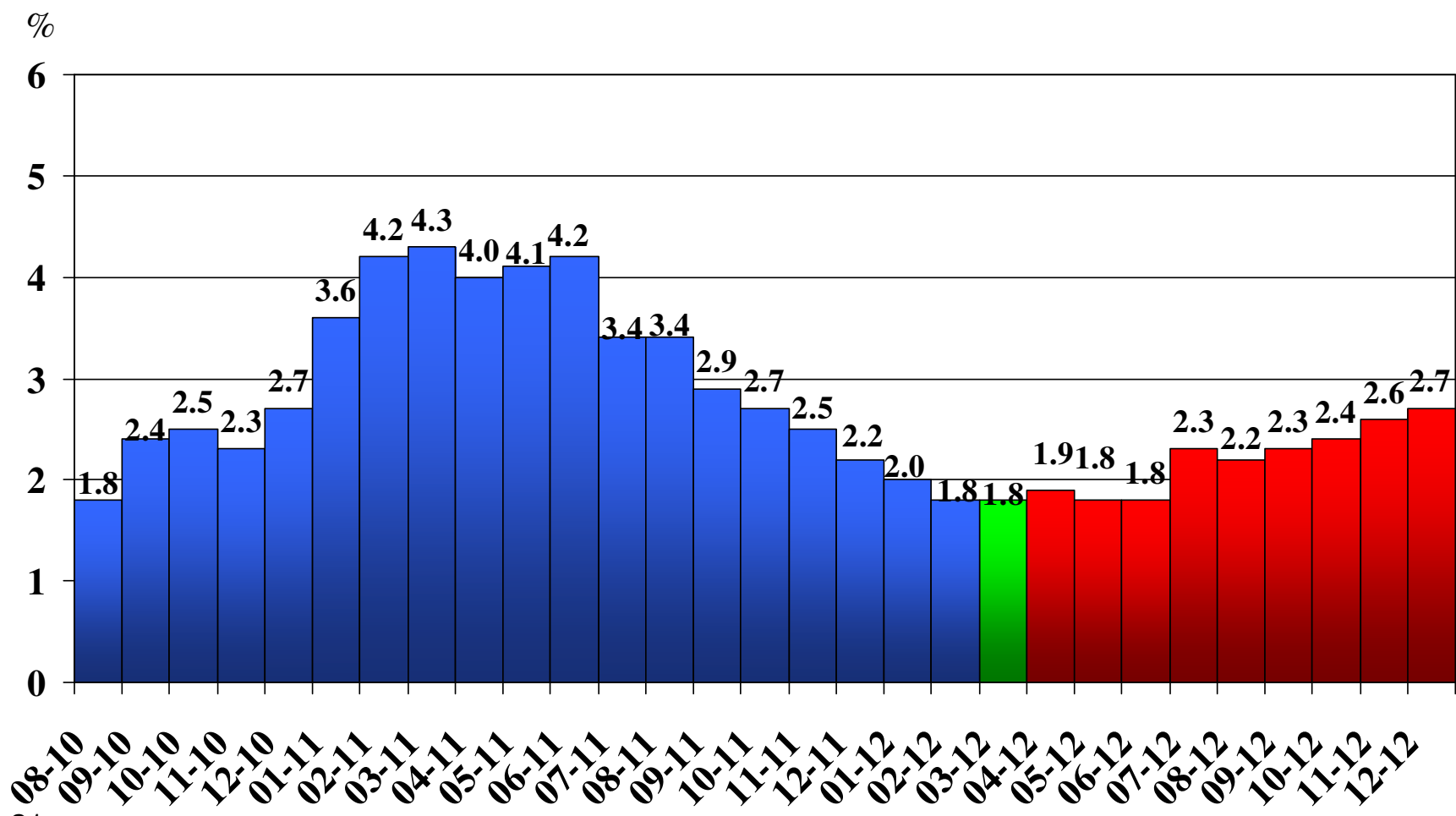
אג"ח ונגזרות מט"ח)



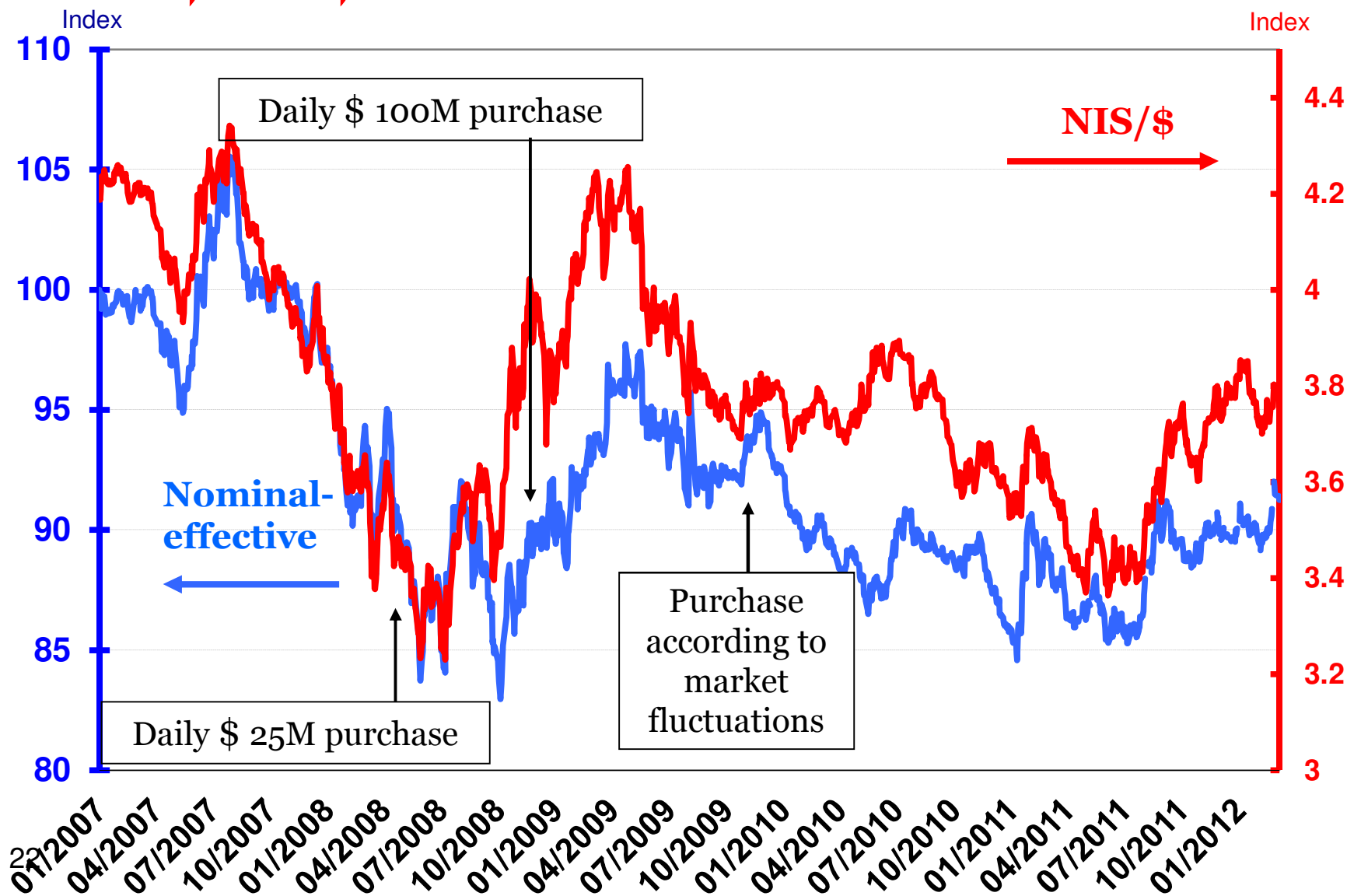
# האינפלציה חוזרת למרכז היעד



# האינפלציה ל- 12 חודשים בפועל והתפתחותה הצפויה לפי הערכות החזאים (6 חזאים)



**מדיניות לא שיגרתית בשוק מט"ח: התערבות בעת תנועות חריגות המשפיעות על המשק; צבירת יתרות; בטווח ארוך - הימנעות מהתערבות: לחברה – מהו שער החליפין לתכנון?**



# שער החליפין שקל דולר ושער החליפין הריאלי (01/1997 – 02/2012)

ש"ח



הנתונים המוצגים בגרף "מדד לשע"ח ריאלי ע"פ שותפות סחר" הינם חודשיים לעומת גרף שער הדולר שהינו יומי.

מקור: בנק ישראל ונתוני IFS.

# שכר הבכירים

- שכר המנהלים ("סוכנים") הוא מרכיב מרכזי בעבודת הדירקטוריון: רמת שכר ותמריצים – ספרות כלכלית רחבה (מיטל גרהאם, בנק ישראל – סקירה)
- עובדות על שכר מנהלים בישראל
- ועדת נאמן והצעת החוק
- מדיניות מומלצת על רקע החוק והממצאים בעולם

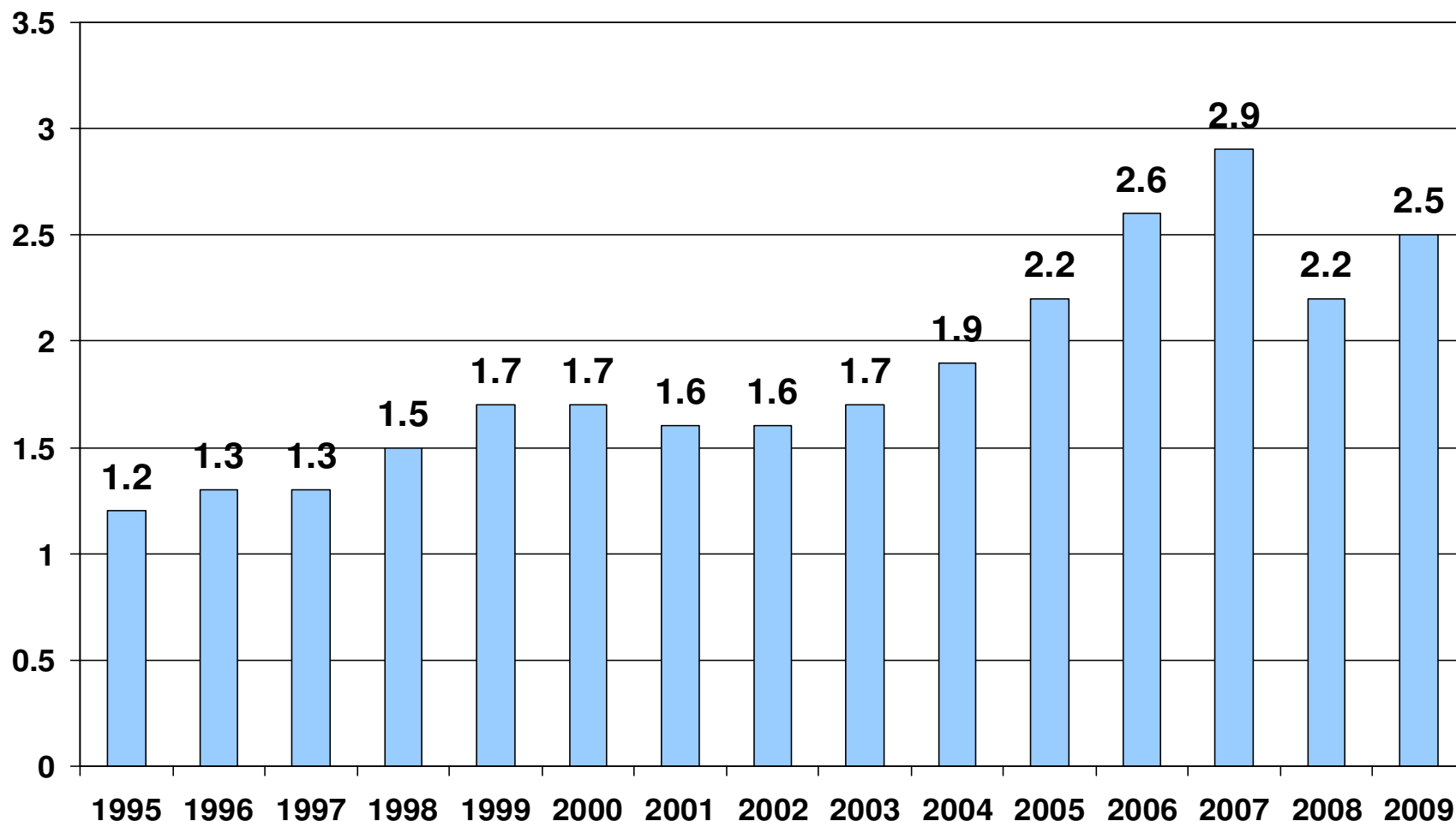


# תגמול מנכ"לים בחברות ציבוריות: עליה מ 2004

## וירידה במשבר

(1995-2009, ממוצע שנתי, מחירים קבועים 2006)

מיליוני ש"ח



25

מקור: בנק ישראל; תקנה 21 בדוחות התקופתיים של החברות הציבוריות. 163 חברות ציבוריות ישראליות, המהוות מדגם מייצג מכלל החברות הבורסאיות בשנים 1995 - 2009 (15 שנים רצופות).

# תגמול מנכ"לים והשכר הממוצע במשק

(1995-2009, ממוצע שנתי, אלפי שקלים, מחירים קבועים 2006)

השינוי הממוצע השנתי בעשור באחרון	2009	2001-2009	1995-2000	
5.1%	2,475	2,139	1,454	(1) מנכ"לים בחברות הציבוריות*
0.4%	384	389	346	(2) מנכ"לים בשירות הציבורי**
	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>יחס (1) / (2)</b>
-0.8%	279	279	256	(3) שכר בעשירון עליון למשרת שכיר***

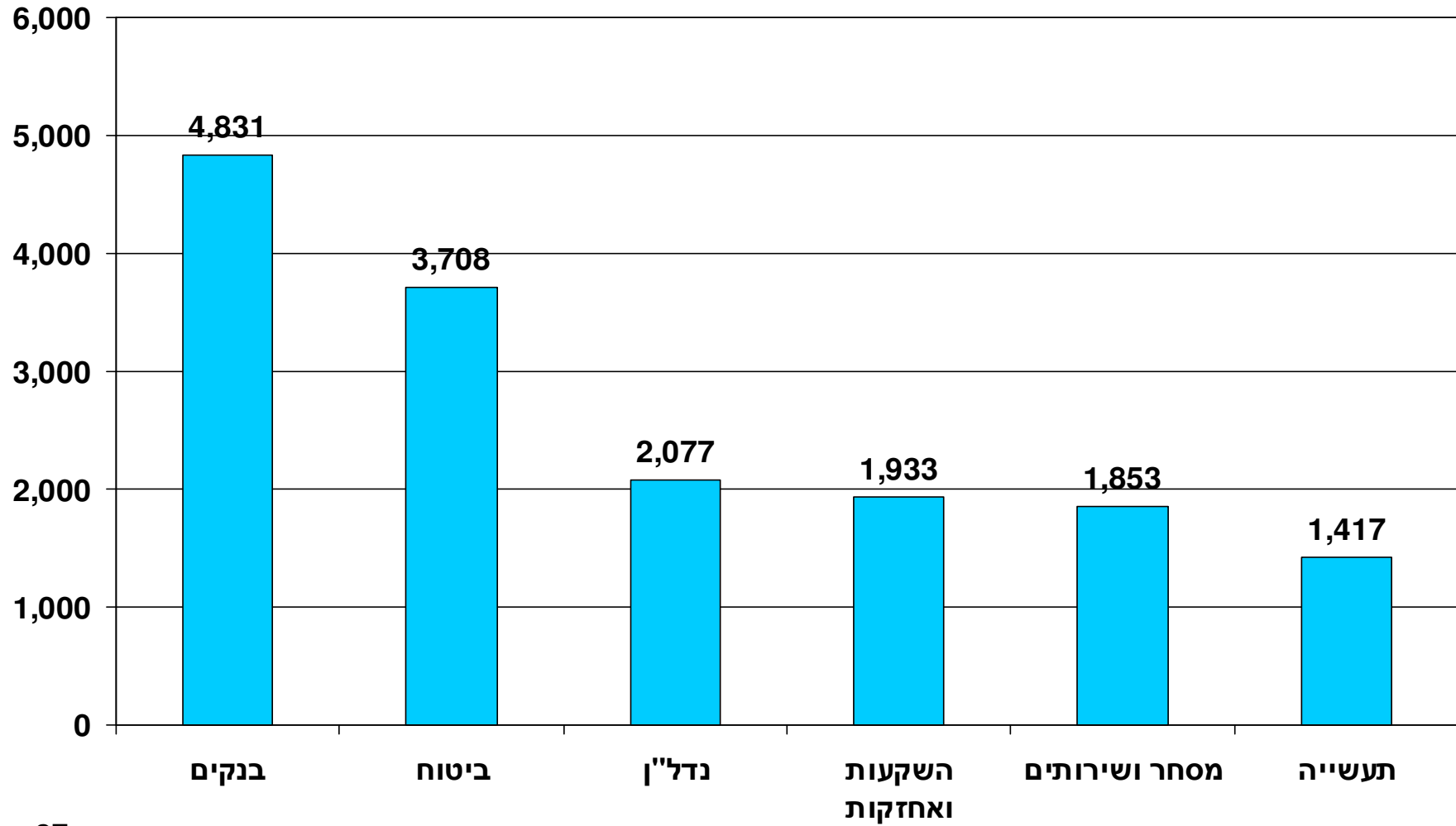
\* מקור: בנק ישראל. תקנה 21 בדוחות התקופתיים של החברות הציבוריות.

\*\* הגדרה: בכירים במערכת הפוליטית וסביבותיה: ח"כים, שרים, סגני שרים, נשיא, ראש ממשלה, יו"ר סוכנות ועוד וכן מנכ"לים של משרדי ממשלה וגופים מקבילים. מקור: מאגר נתונים הקיים בבנק ישראל, אשר מתקבל ממשרד האוצר.

\*\*\* מקור: נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

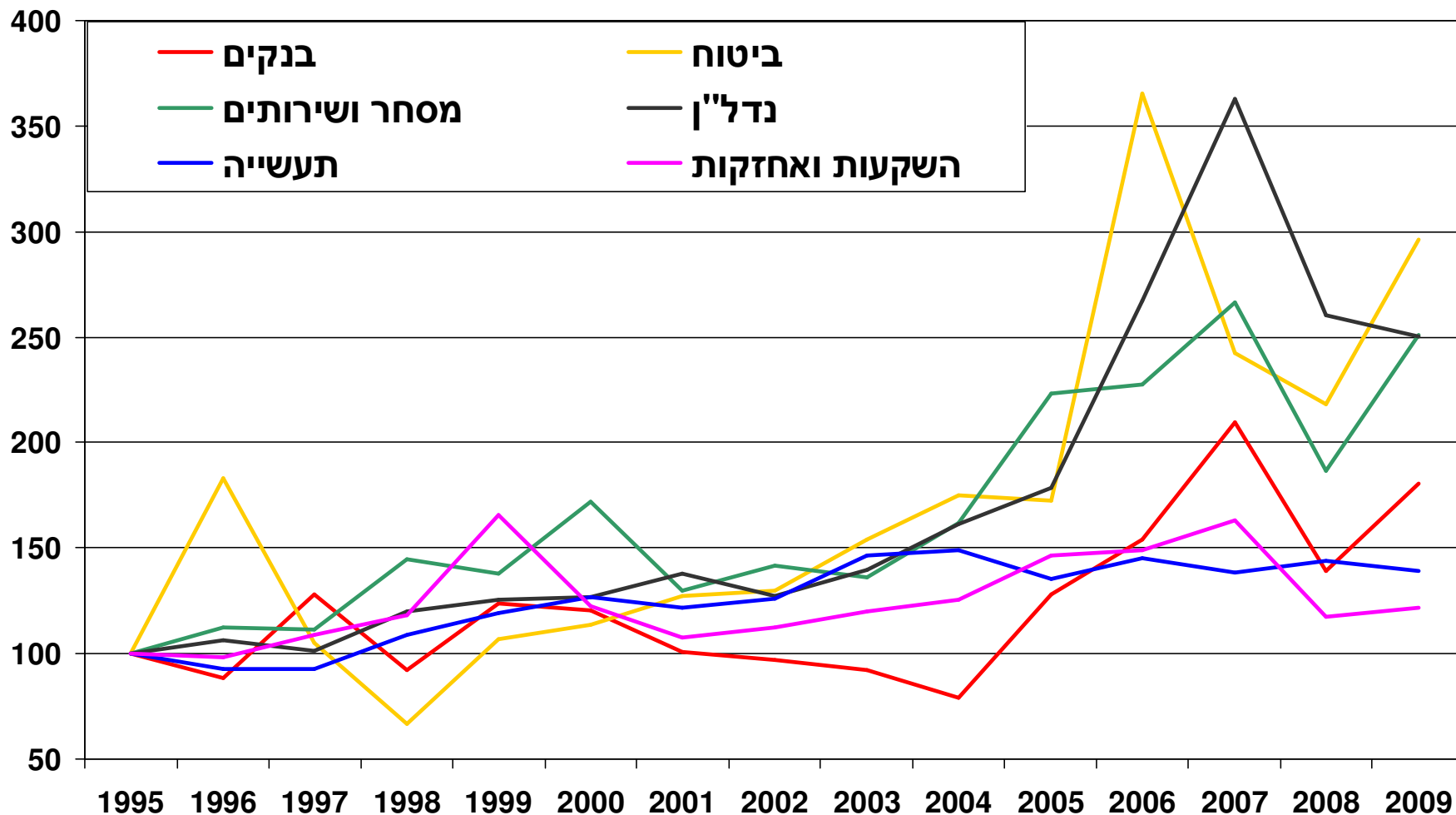
# תגמול המנכ"לים, לפי ענפים

(1995-2009, ממוצע שנתי, אלפי שקלים, מחירים קבועים 2006)



# תגמול המנכ"לים, לפי ענפים

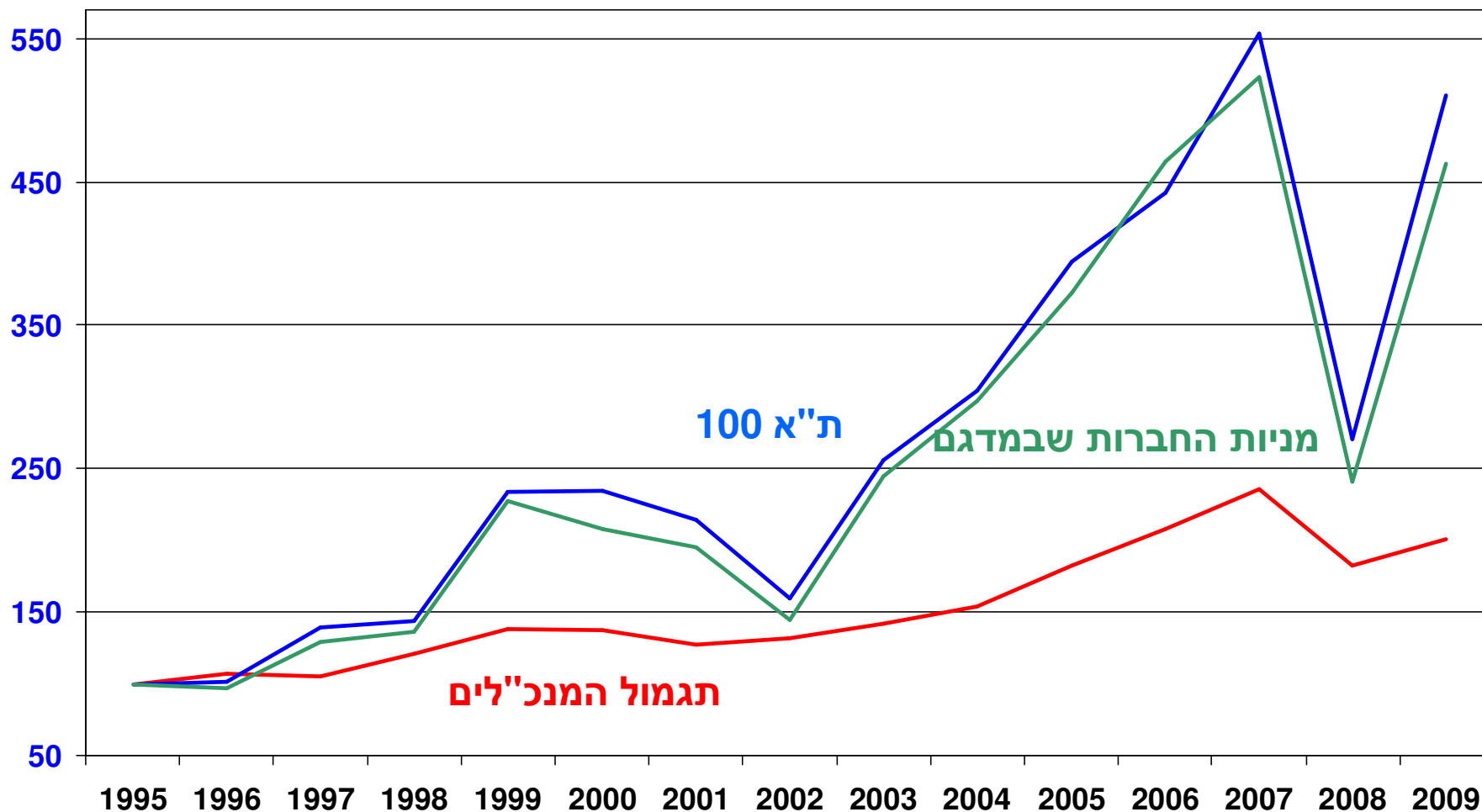
(1995-2009, מחירים קבועים 2006, 100=1995)



28

מקור: בנק ישראל. תקנה 21 בדוחות התקופתיים של החברות הציבוריות בשנים 1995-2009.

# תגמול המנכ"לים, מדד ת"א 100 ומניות החברות שבמדגם (1995-2009, מחירים קבועים 2006, 100=1995)



מקור: בנק ישראל. תגמול - תקנה 21 בדוחות התקופתיים של החברות הציבוריות בשנים 1995-2009. נתוני המניות - מאגר פרדיקטה".

## תוצאות של בדיקה אמפירית

- המשתנה העיקרי בהסבר שכר המנכ"ל הוא גודל החברה.
- המאפיינים האישיים של המנכ"ל, כגון, גיל, ותק, השכלה ועוד, לא מתואמים עם שכר המנכ"ל מעבר לביצועי הפירמה וגודלה.
- לא נמצא מתאם בין אחוז אחזקות המנכ"ל בהון החברה על שכר המנכ"ל.
- ביצועי החברה מתואמים עם שינויים בשכר מנכ"ל במידה מועטה.
- נמצא כי עבור רווחיות נתונה בחברה, רווחים קטנים יותר בחברות אחרות בענף מתואמים חיובית עם שכר מנהל.

# הצעת החוק שכר הבכירים: תיקון לחוק החברות

- התערבות דרך מנגנון קביעת השכר למנכ"ל **באחריות** הדירקטוריון ואישור באסיפה כללית
- יצירת ועדת תגמול – תת-ועדה של הדירקטוריון שהיא זו שתציע את שיטת התגמול. האסיפה הכללית ובעלי מניות מיעוט רק יכולים לייעץ.
- קריטריונים:
  - קידום תכנית העבודה של החברה ומדיניותה, וזאת בראייה ארוכת טווח ותוך התחשבות בניהול הסיכונים של החברה ובתמיצים הראויים לנושאי המשרה בה;
  - **בהתחשב בגודלה של החברה ואופי פעילותה**

# קריטריונים: אמות מידה שיש להתייחס אליהם (המשך)

- השכלתו, כישוריו, מומחיותו והישגיו של נושא המשרה
- הסכמי שכר קודמים שנחתמו עם נושא המשרה
- היחס שבין תנאי התגמול של נושא המשרה לשכר של שאר עובדי החברה, ובפרט היחס לשכר הממוצע של עובדי החברה, והשפעת הפערים בשכר כאמור על יחסי העבודה בחברה
- אפשרות לשינוי התנאים על ידי הדירקטוריון עקב שינוי בביצועים
- ביסוס הרכיבים על ביצועים בראיה ארוכת טווח, ועל פי קריטריונים הניתנים למדידה: תקרות ותשלום חזרה



# מדיניות מומלצת: צמצום בעיית הסוכן ומניעת פגיעה בבעלי מניות מיעוט

– ביסוס גובה השכר יחסית לגודל החברה בישראל:  
התחשבות בגודל חברות דומות בעולם תוך התאמה  
לשכר הממוצע בישראל

• הסבר לכל סטייה מתוואי של גודל החברה כולל אפשרות  
לסטייה כלפי מטה מדי שנה.

– מרכיבי תמריצים ארוכי טווח שמאזנים בין תשואה  
וסיכון

- במרכיבים יהיו תמריצים חיוביים לצמיחה מעבר למדד  
התייחסות (benchmark)
- "קנס" כתוצאה מסטייה ניהולית או חשיפת יתר לסיכונים
- הפרדה בין תוצאות הנובעות מתנאי מאקרו וממדיניות  
החברה יחד עם השואה יחסית לחברות אחרות

## מדיניות מומלצת (המשך)

- דיווח שנתי על עמידה במדיניות השכר של החברה
- בחינת מדיניות השכר לחברי הנהלה בנוסף לשכר המנכ"ל כדי שיעמדו בכללי תגמול דומים
- במידה ובעלי מניות הרוב מעוניין בשכר משמעותית גבוה מהשכר לפי גודל החברה, תשלום זה יהיה על ידי מניות בעלי השליטה בחברה
- מדיניות התגמול תפורסם ויהיה עליה דיווח שנתי ומעקב על יד הרגולטורים

# עבודת הרגולציה

- יצירת יעדים ברורים לקידום הרגולציה:
  - עמידה בסטנדרטים בינלאומיים: בזל II ו III; סולבנסי IOSCO; II
  - מניעת כשלי שוק: אינפורמציה חלקית ולא סימטרית; סיכון מוסרי; תחרותיות; הוגנות
  - מעבר מרגולציה פרטנית לרגולציה על פי עקרונות: דו-שיח בין הסקטור העסקי לרגולטורים
  - החשש הכבד מהמערכת הפוליטית (פופוליזם) והשפעת הלובי העסקי על שינויים ברגולציה ותוצאות יזמות ברגולציה

**תודה!**