

# רגולציה, ביקורת וכלכלה

הרצאה לקורס דירקטורים ונושאי משרה של  
היחידה להכשרת מנהלים

פרופ' צבי אקשטיין

המרכז הבינתחומי, הרצליה ואוניברסיטת תל  
אביב

7 בנובמבר 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

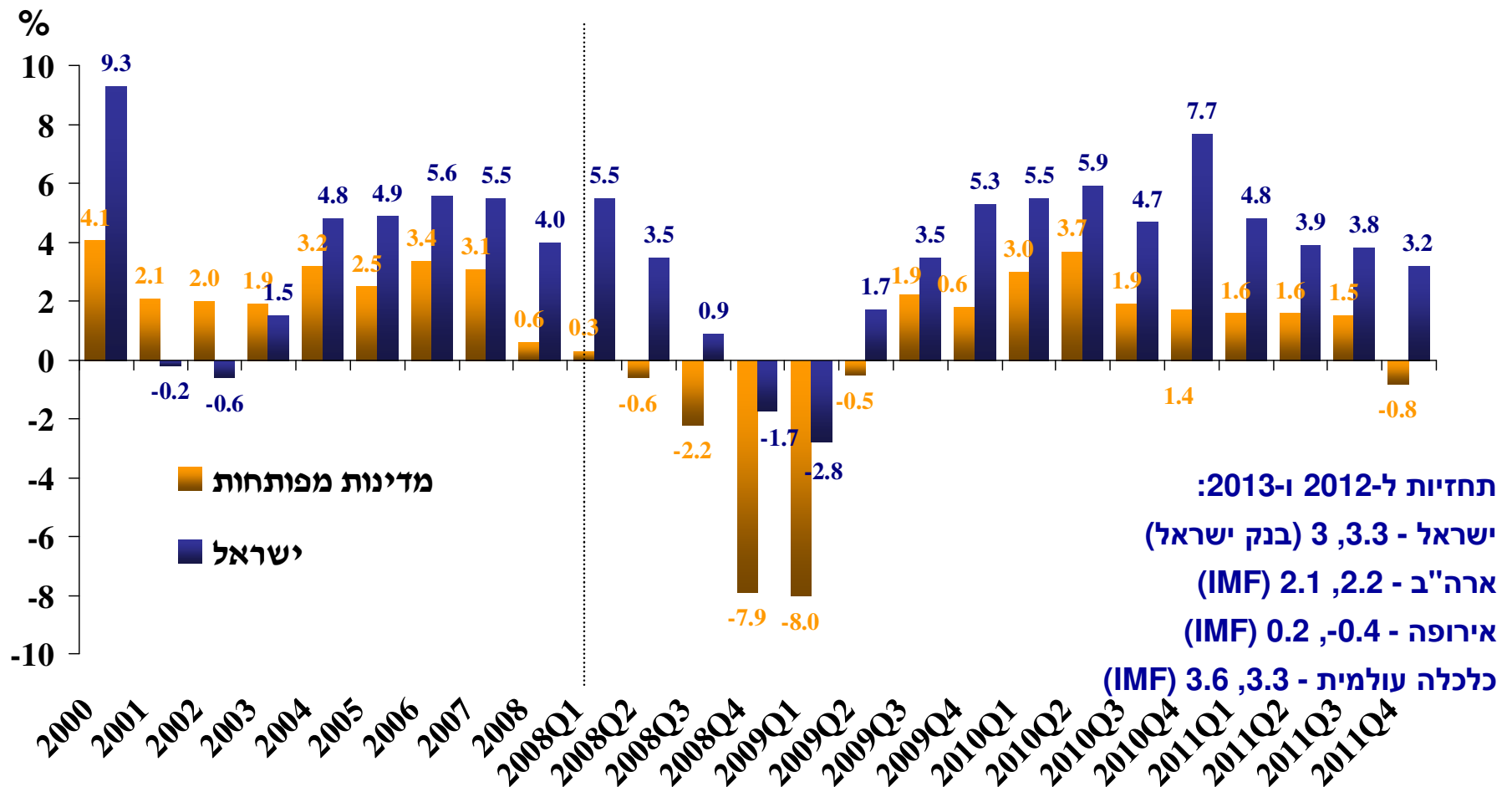
# בעיות מרכזיות בעבודת הדירקטוריון

- "בעיית המנהל - סוכן" – דירקטוריון מול הנהלה
  - אינפורמציה – השגת מידע עצמאי
  - תמריצים – קביעת שכר המנהלים
- בעיית בעלי שליטה לעומת "המיעוט"
- הבנת החוק והרגולציה
  - מידע עצמאי על החוק והרגולציה
  - הבנת מניעי הרגולטור ודרכי עבודתו

# התמונה המקרו כלכלית

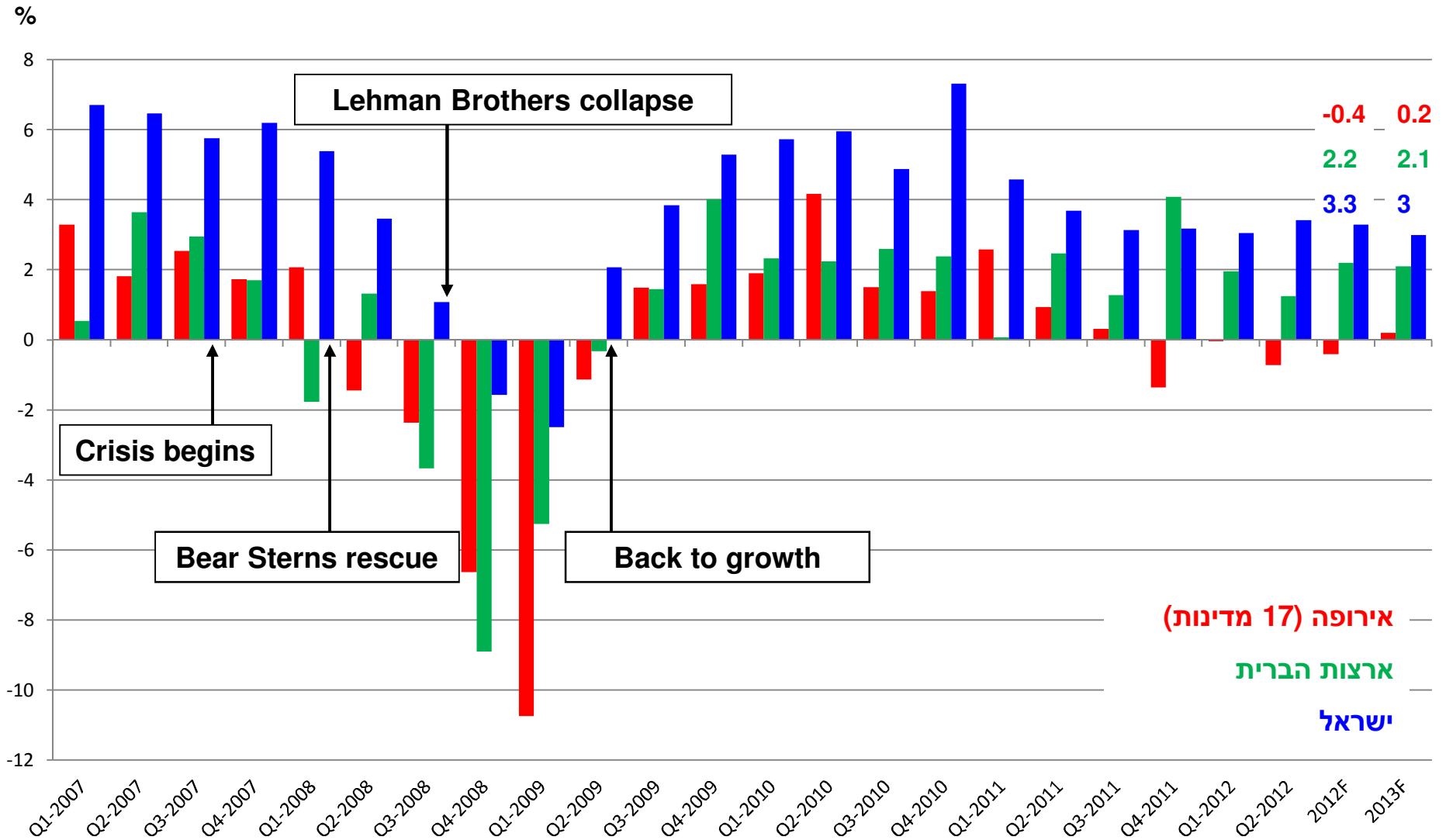
- לפחות פעם בשנה בהכנה לתוכנית הרב שנתית יש לערוך דיון מקרו-כלכלי (בנוסף לדיון המיקרו – ענף)
- יש לראות בדיון הצגת סיכויים וסיכונים והתאמת התוכנית העסקית לניתוח מקרו
- מה צריך לכלול דיון מקרו?

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



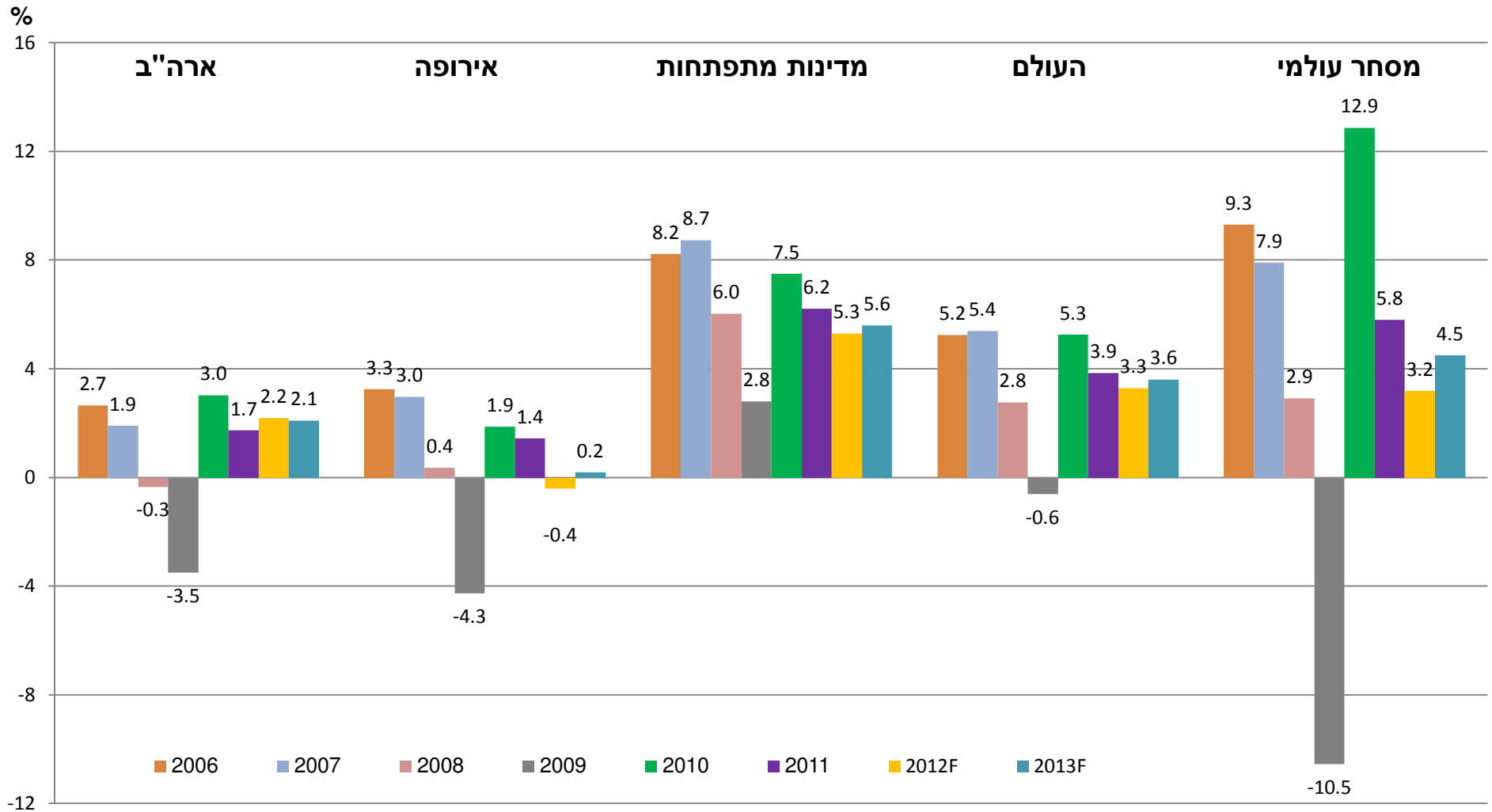
הנתונים הרבעוניים מנכי עונתיות. שיעורי השינוי לעומת הרביע הקודם, במונחים שנתיים.  
 \* ממוצע פשוט של שיעורי הצמיחה במדינות העשירות מתוך מדינות ה-OECD למעט לוקסמבורג ואיסלנד.  
 מקור: נתוני ה-OECD ועיבודי בנק ישראל.

# שיעורי צמיחה - ישראל, ארה"ב ואירופה



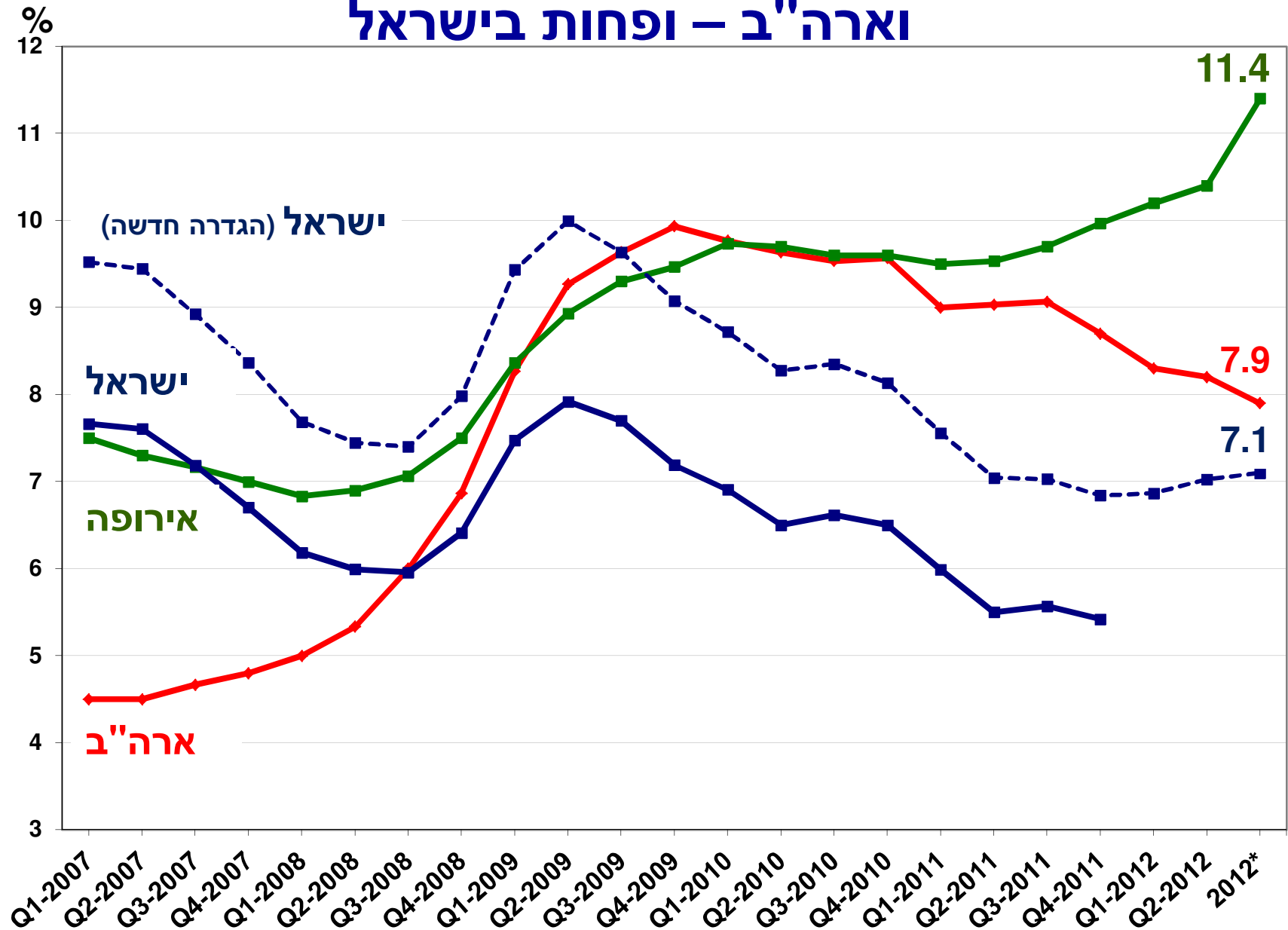
שיעורי שינוי רבעוניים במונחים שנתיים.  
 מקור: נתוני ה-OECD, תחזיות של בנק ישראל וה-IMF.

# תחזית הצמיחה של קרן המטבע הבינלאומית

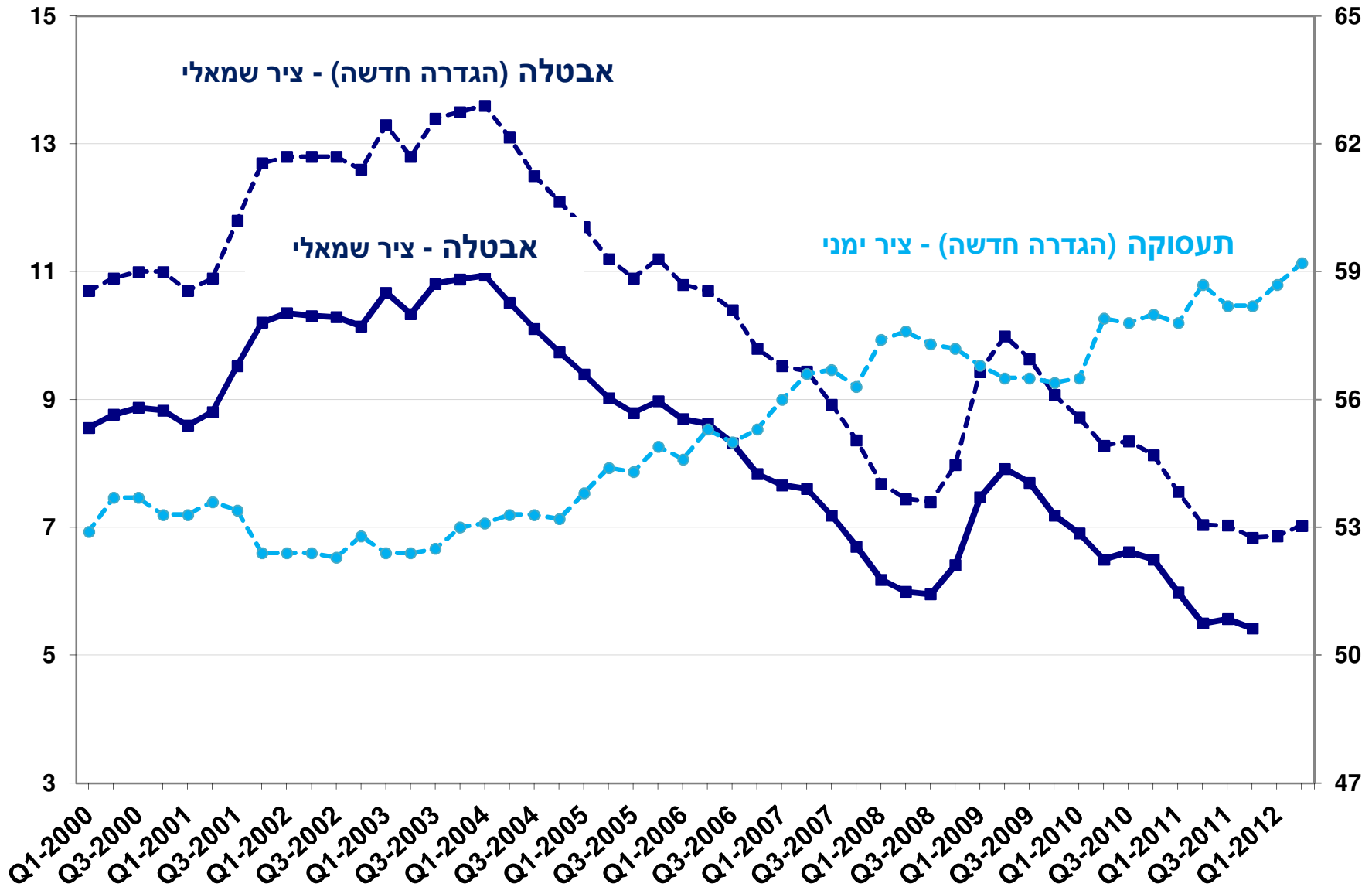




# שיעורי האבטלה מדגישים שהמשבר הראלי עדיין באירופה וארה"ב – ופחות בישראל

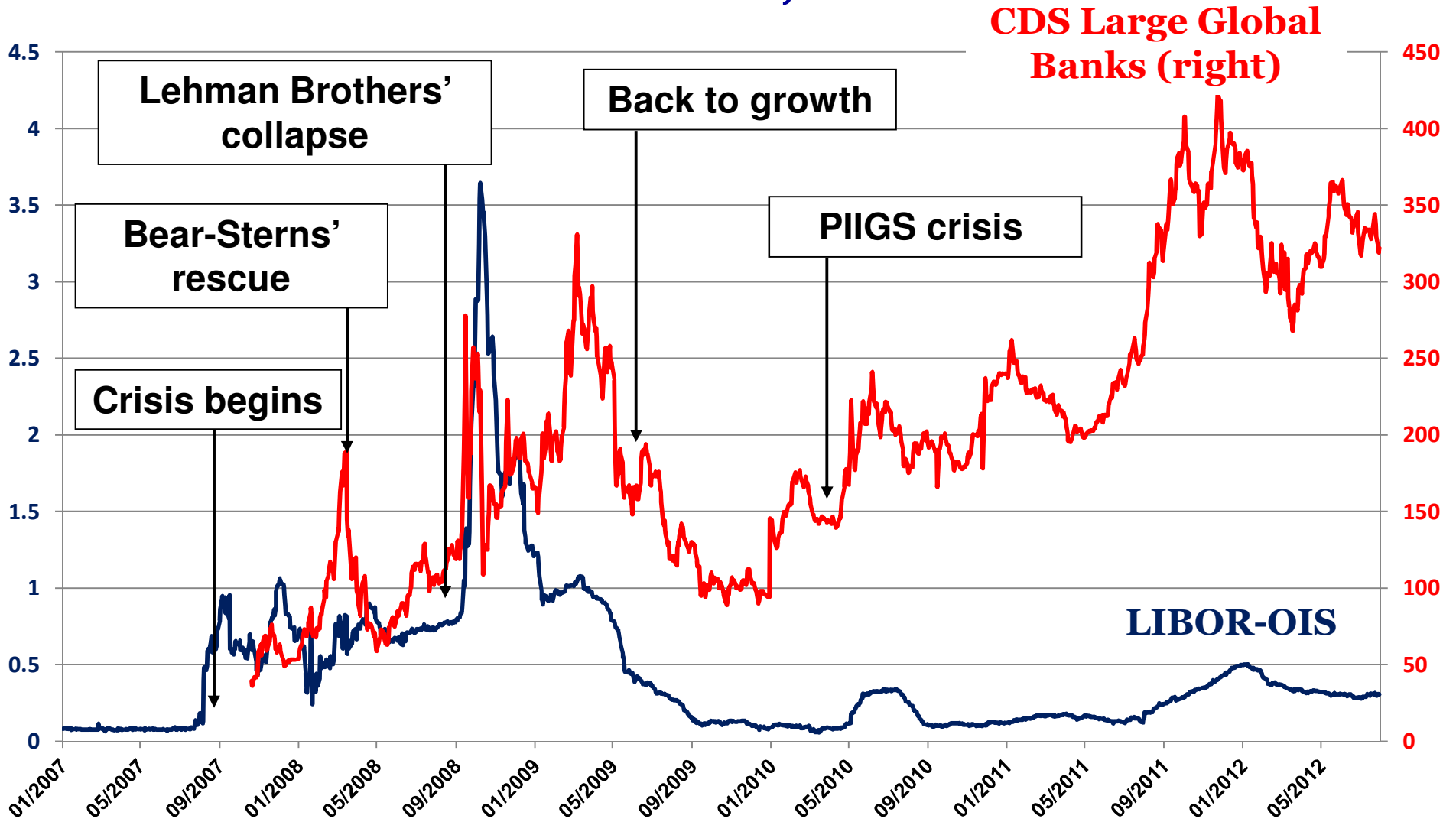


# אבטלה: חזרה לרמה הרגילה! האם התעסוקה תמשיך לגדול?



# המשבר הפיננסי עדיין כאן...אירופה

## Libor-OIS; CDS



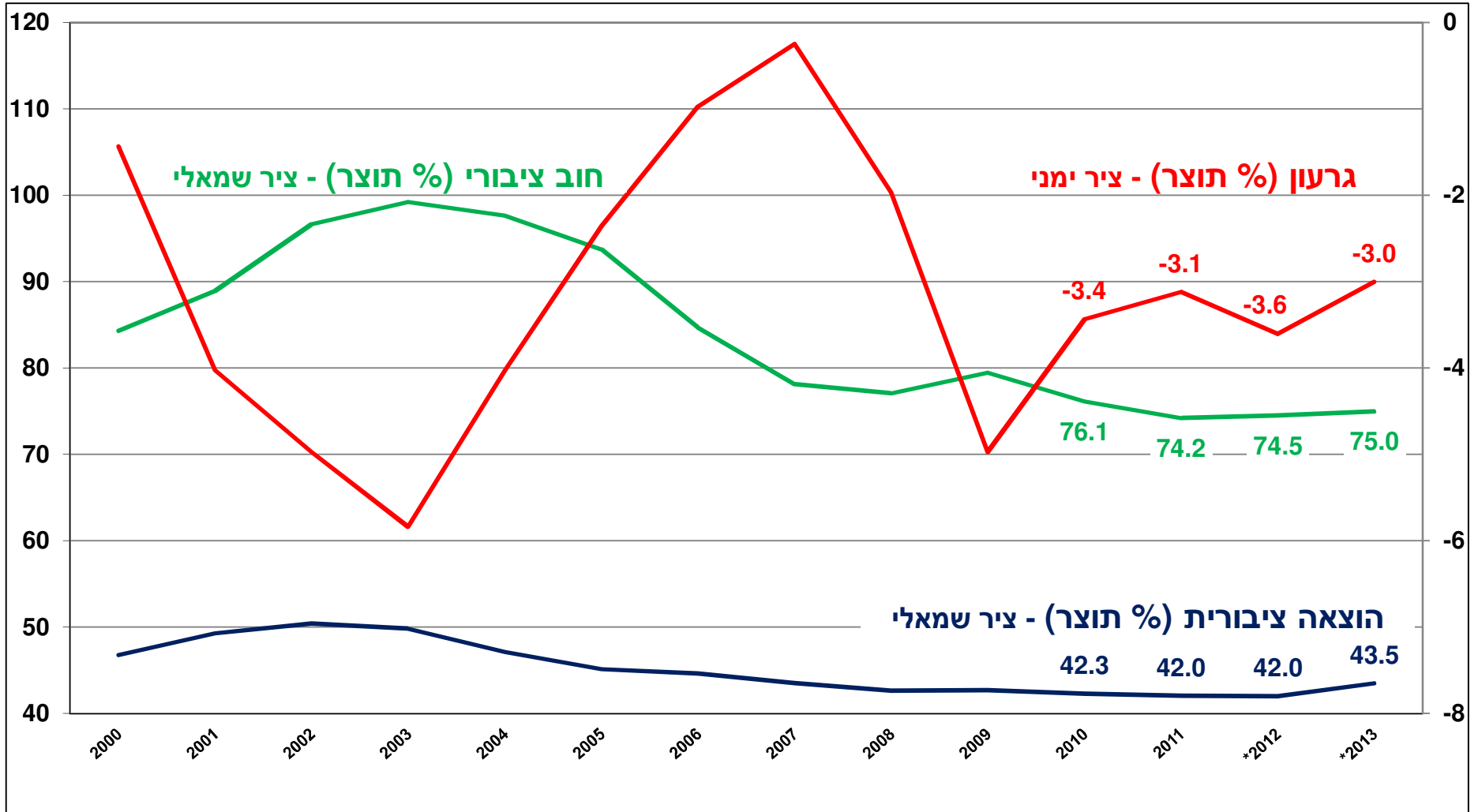
# החוזק של המשק הישראלי

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

## השווקים הפיננסיים 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 פיננסיים מתקדמים (MBS, CDO, )  
CDS ושוק בין בנקאי מצומצם

# מדיניות פיסקאלית: שמרנית ואמינה (?)

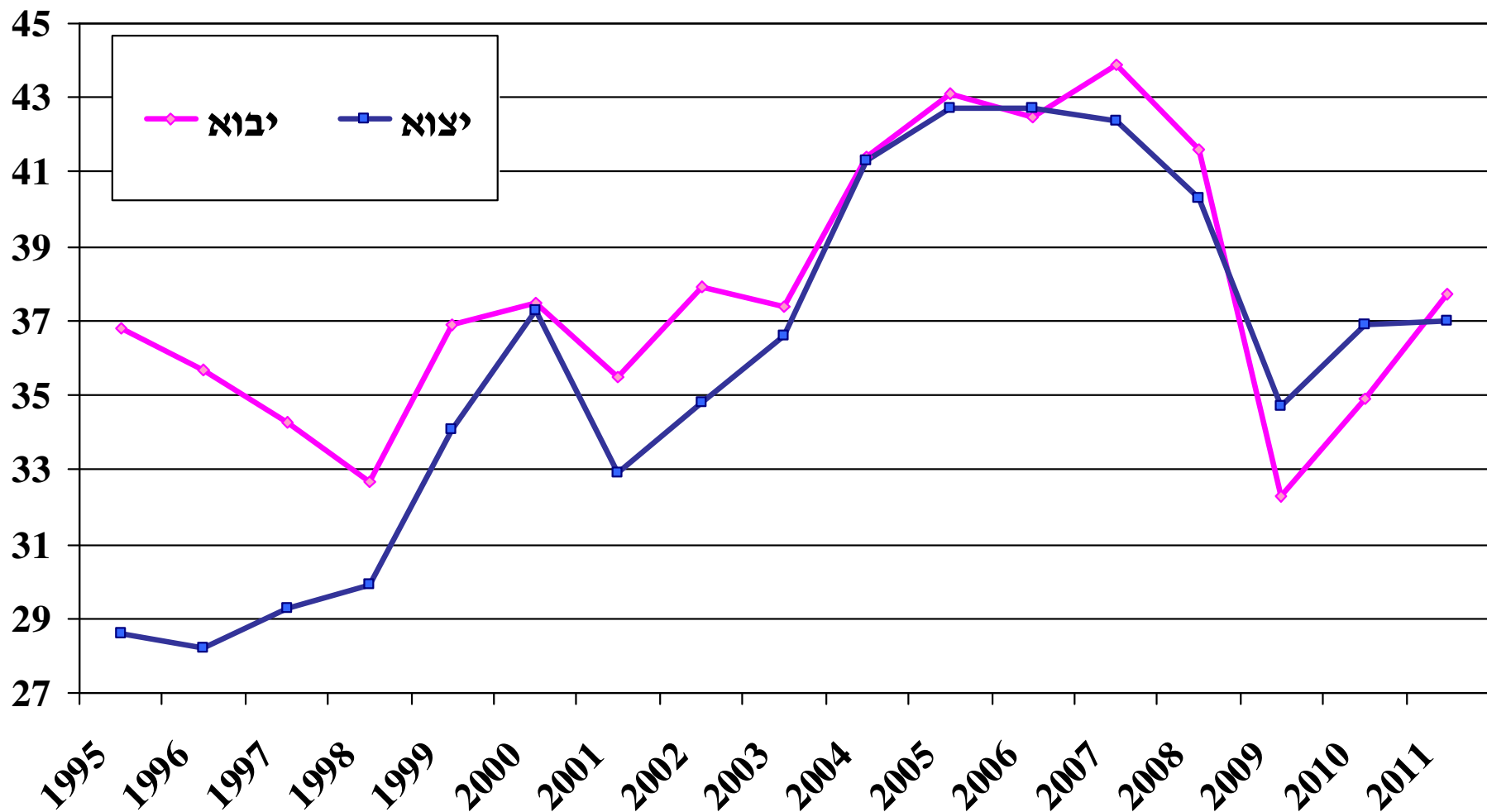


מקור: בנק ישראל.

# 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

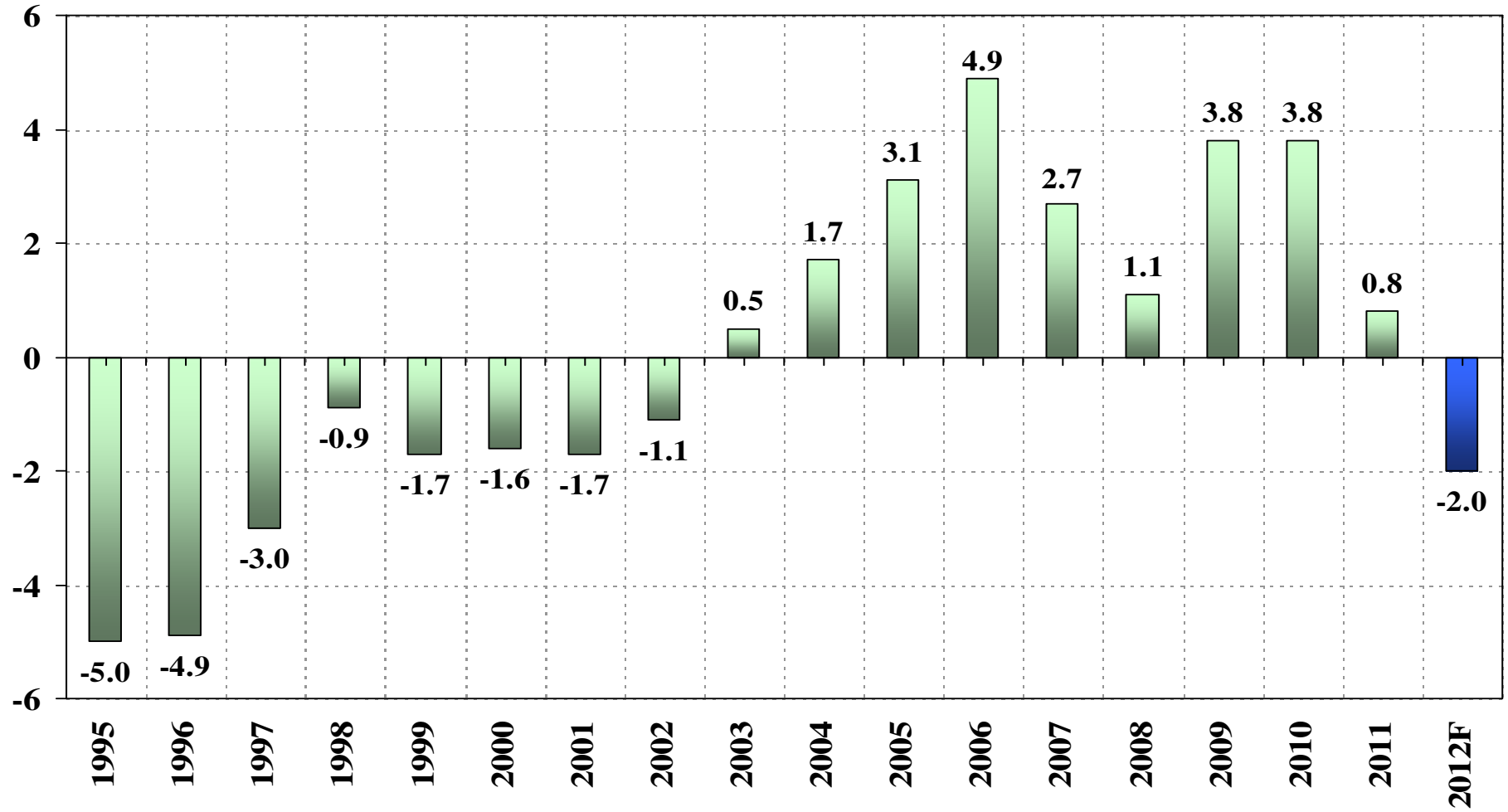
# מאזן התשלומים: מעבר מעודף לגרעון קטן - עליה ביבוא וקיפאון ביצוא



סה"כ סחורות ושירותים. מחושב מסדרות במחירים שוטפים.  
מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



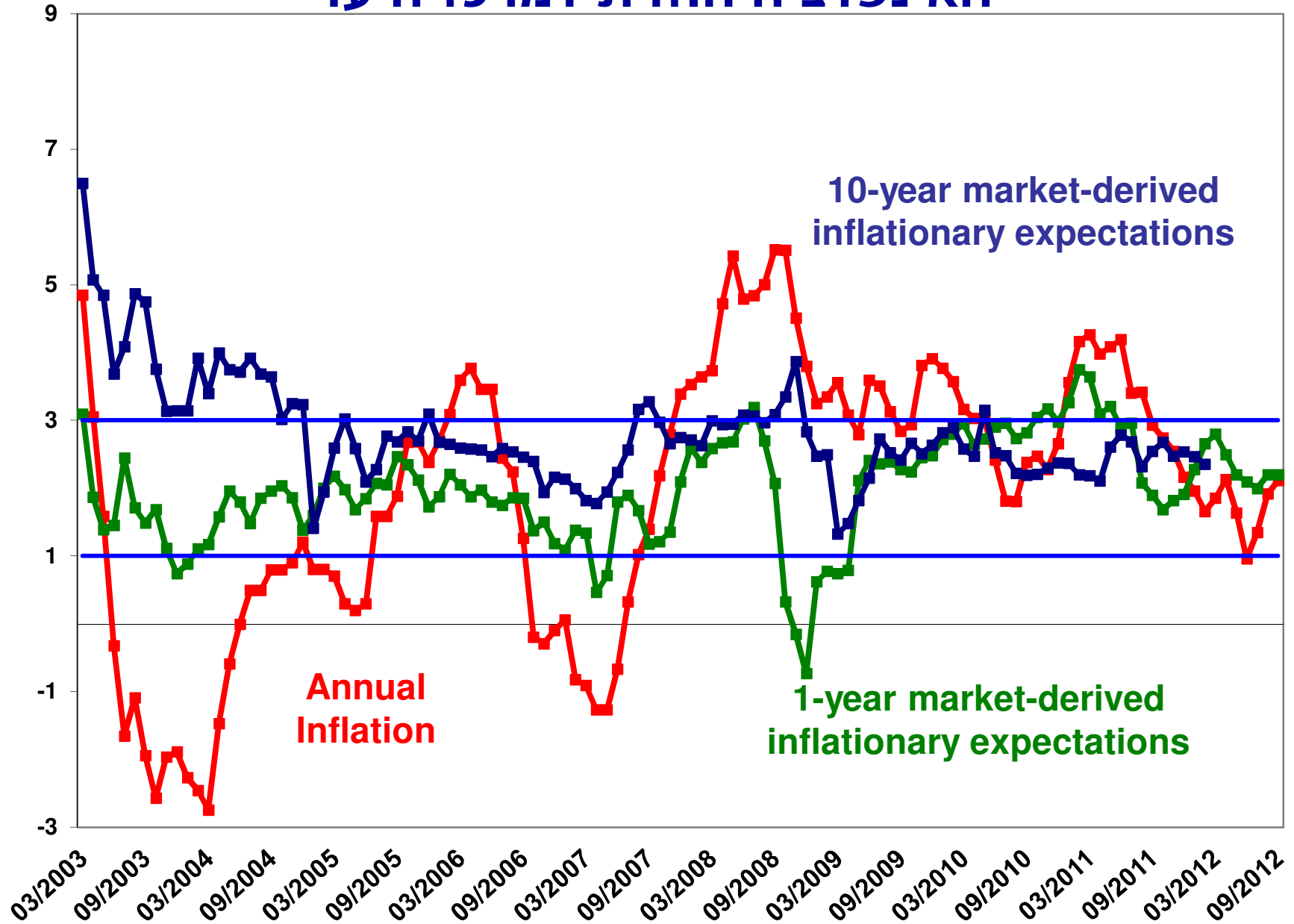
# החשבון השוטף: לאחר 7 שנים של עודף צפוי גרעון ב-2012



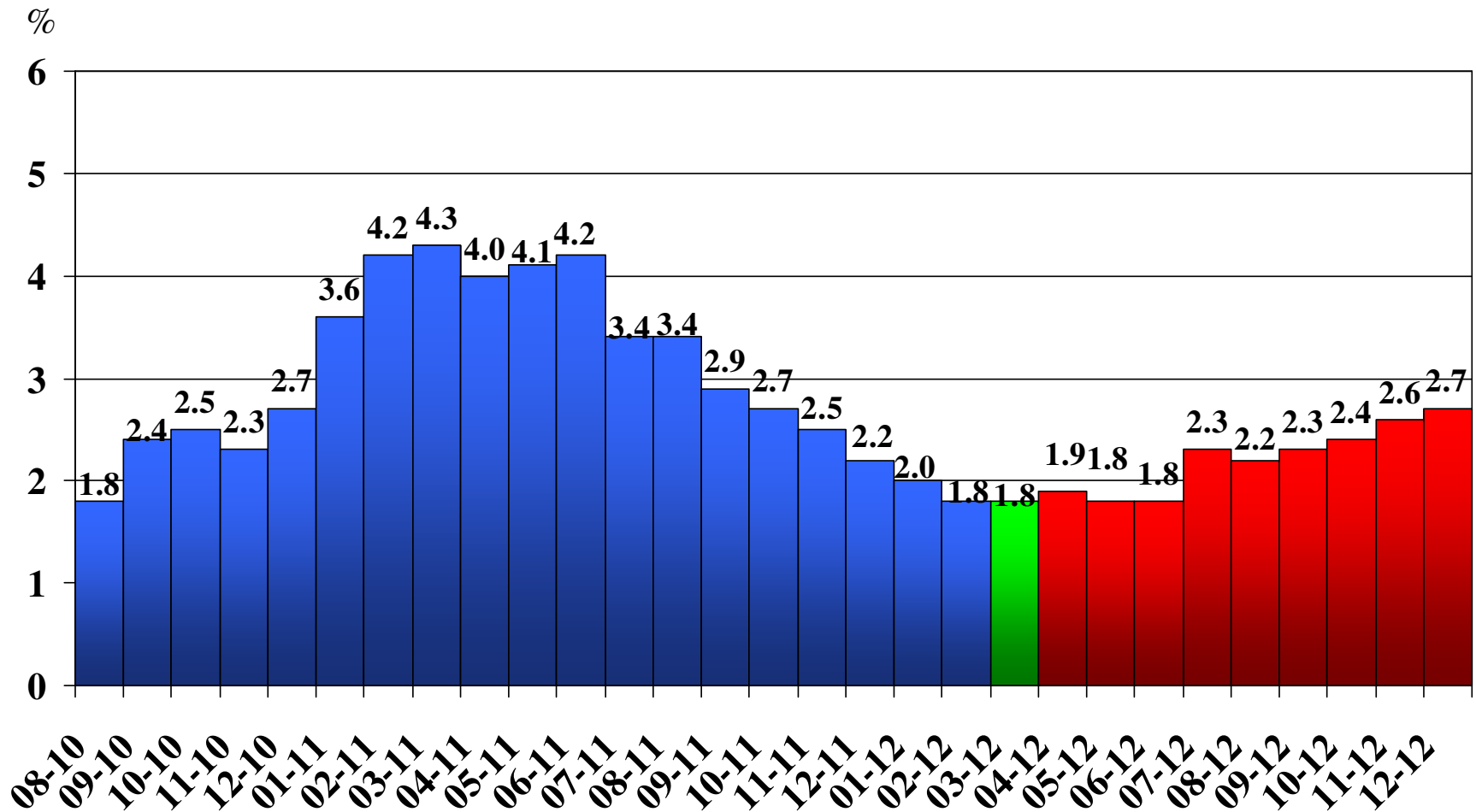
## מדיניות מוניטארית

- 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)

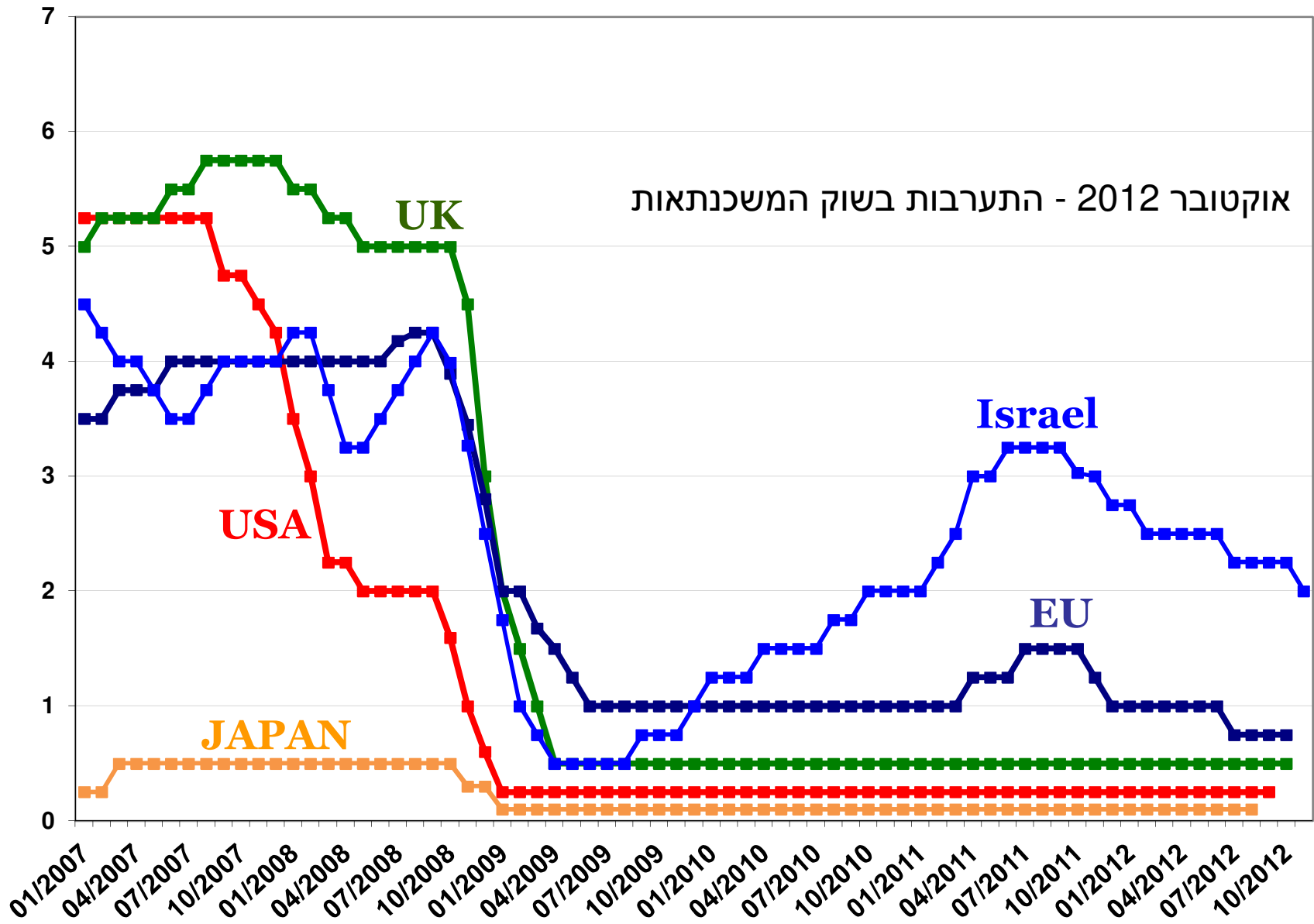
# האינפלציה חוזרת למרכז היעד



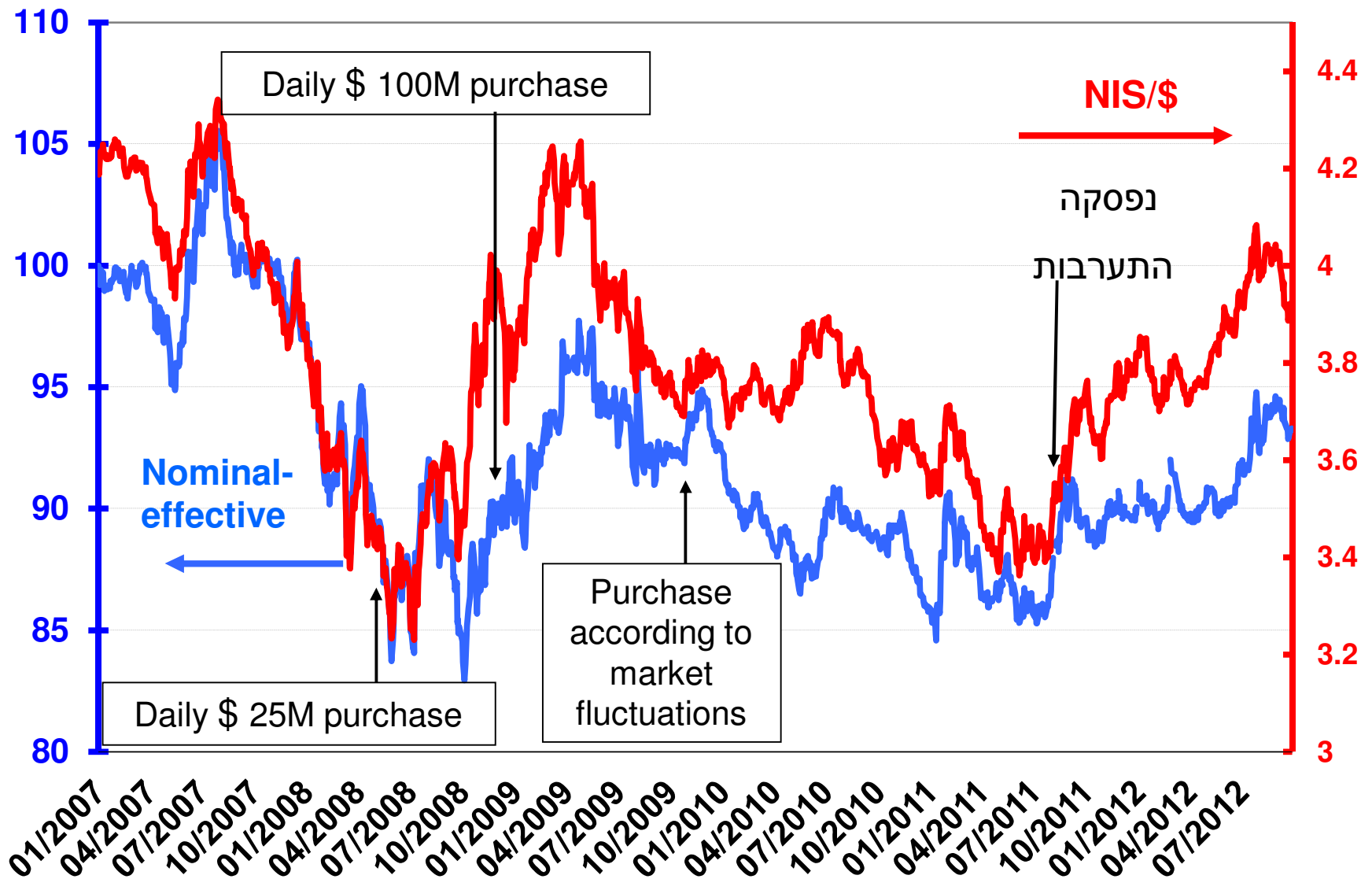
# האינפלציה ל- 12 חודשים בפועל והתפתחותה הצפויה לפי הערכות החזאים (6 חזאים)



# מדיניות ריבית: בישראל - תגובה לירידת הצמיחה והאינפלציה; במערב - המשך ההרחבה



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



## שכר הבכירים

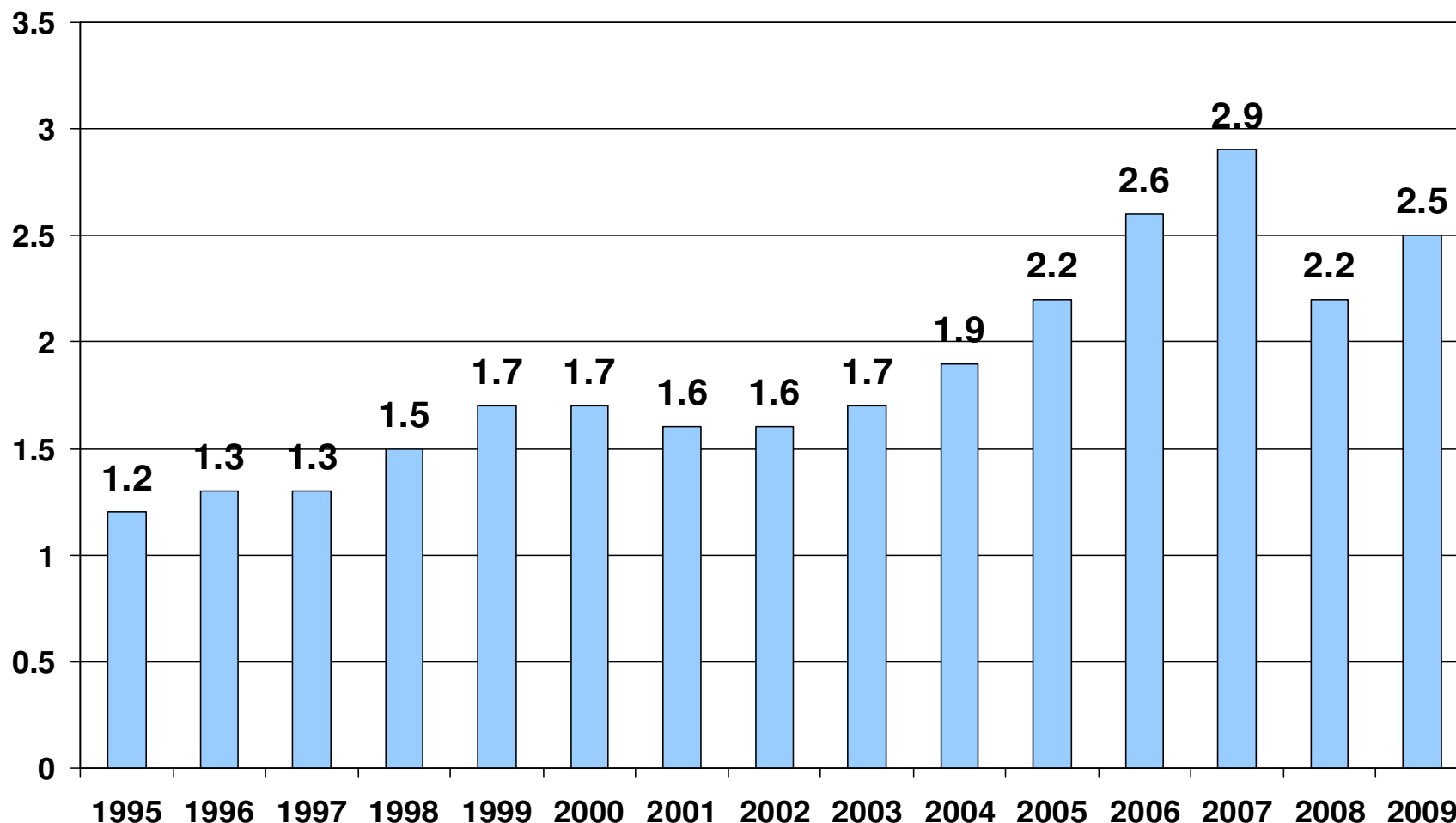
- שכר המנהלים ("סוכנים") הוא מרכיב מרכזי בעבודת הדירקטוריון: רמת שכר ותמריצים – ספרות כלכלית רחבה (מיטל גרהאם, בנק ישראל – סקירה)
- עובדות על שכר מנהלים בישראל
- ועדת נאמן והחוק שזה עתה עבר
- מדיניות מומלצת על רקע החוק והממצאים בעולם

# תגמול מנכ"לים בחברות ציבוריות: עליה מ 2004

## וירידה במשבר

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

מיליוני ש"ח



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>יח (1) / (2)</b>
-0.8%	279	279	256	(3) שכר בעשירון עליון למשרת שכיר***

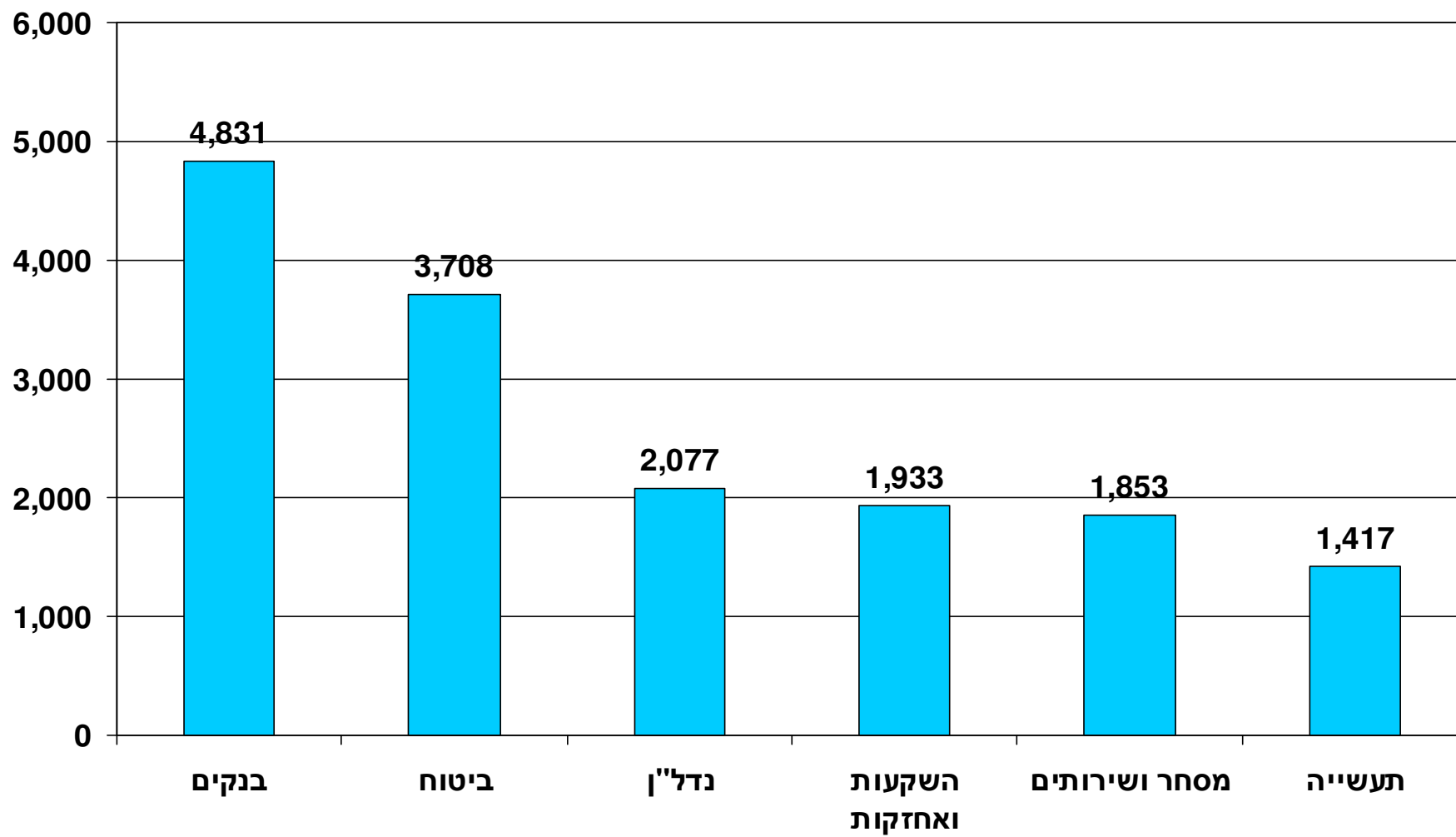
\* מקור: בנק ישראל. תקנה 21 בדוחות התקופתיים של החברות הציבוריות.

\*\* 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.

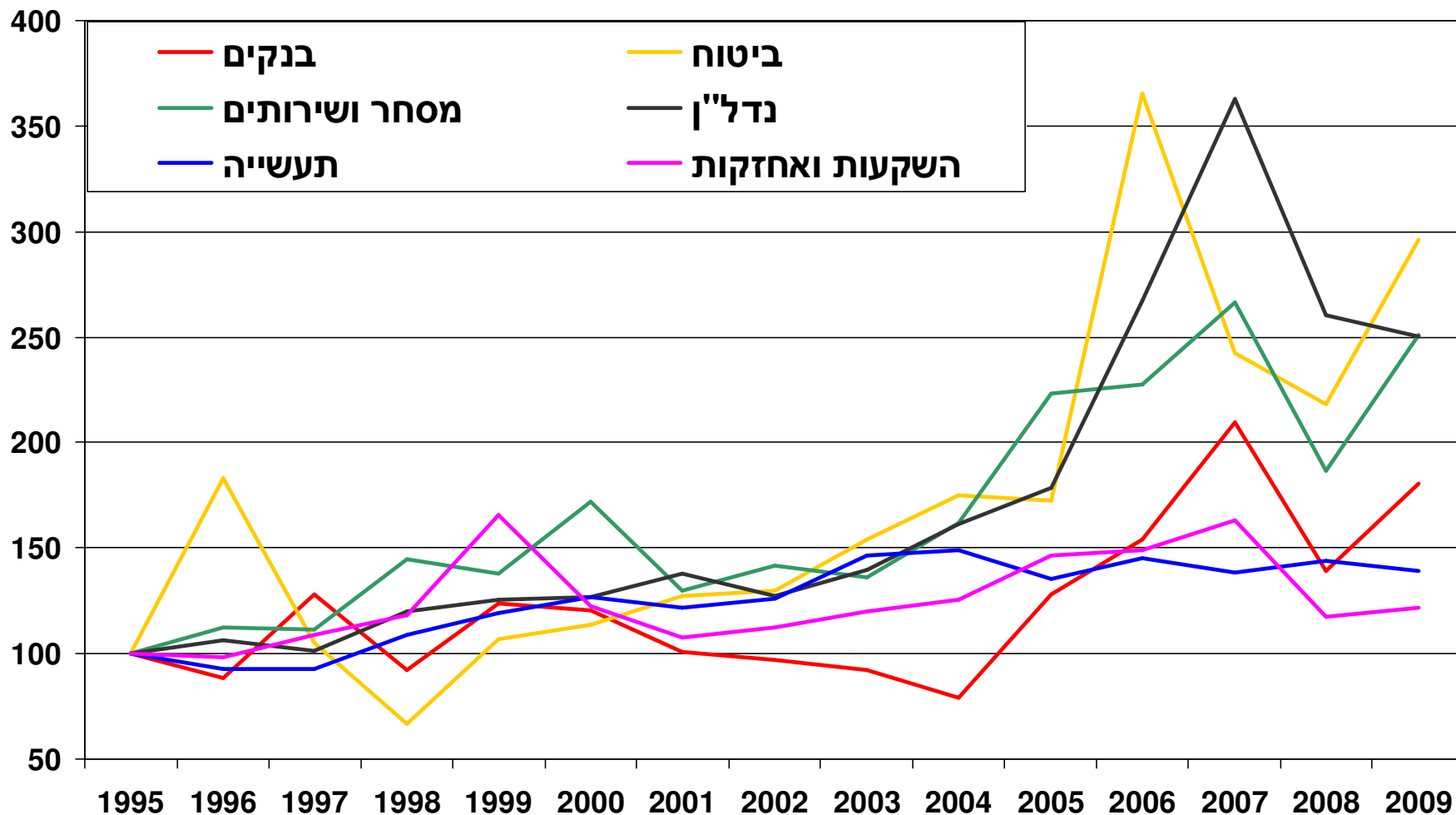
# תגמול המנכ"לים, לפי ענפים

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

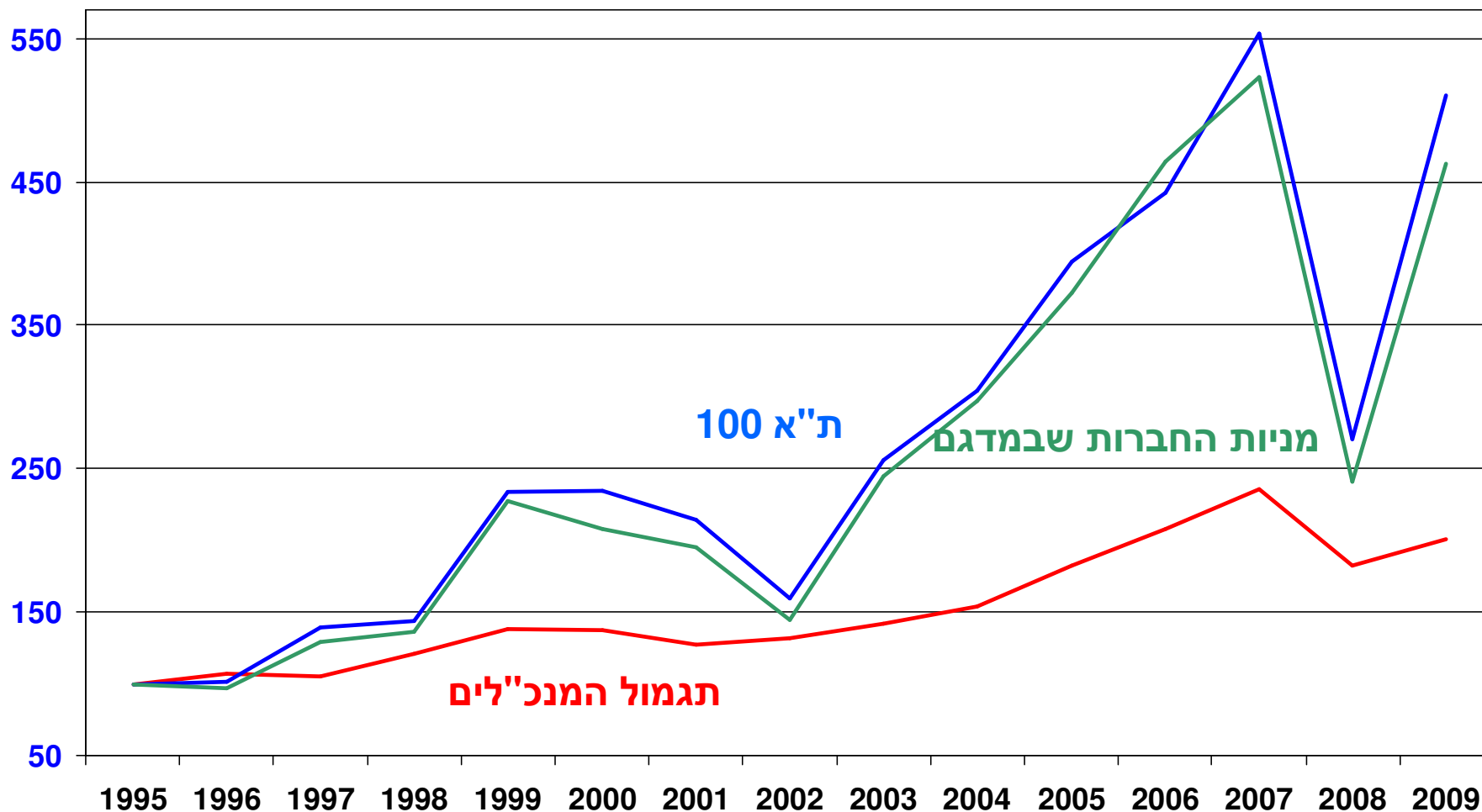


# תגמול המנכ"לים, לפי ענפים

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



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



# 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.

# חוק 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!**