

תקציר

בשנים האחרונות מדינות רבות ברחבי העולם ניסו להתמודד עם סוגית שכר הבכירים באמצעות רגולציה המכונה: Say on Pay. מטרת הרגולציה היא לחזק את מעורבותם של בעלי המניות בהליך אישור מדיניות התגמול של מנהלי החברה. הגרסה הישראלית של מנגנון זה, תיקון 20 לחוק החברות, היא מקרה בוחן מעניין, מאחר והיא מאפשרת לבחון את מידת האפקטיביות של המנגנון במדינות בהם מבנה הבעלות בחברת ציבוריות כולל בדרך כלל בעל שליטה דומיננטי.

המחקר בוחן את ההשפעה של אירועים שונים הקשורים לתהליך אימוץ הרגולציה על ערכן של החברות הנסחרות בבורסה הישראלית. התוצאה המרכזית מלמדת על תגובה שלילית מובהקת של חברות אחזקה, העומדות בראש פירמידה עסקית, כתוצאה מאימוץ תיקון 20 לחוק החברות. התגובה השלילית בראש הפירמידה עשויה דווקא ללמד על הצלחת הרגולציה. מעורבותם של בעלי מניות המיעוט באישור מדיניות התגמול בחברות שנמצאות בתחתית הפירמידה עשויה להקשות על חברת האחזקות לתעל רווחים במעלה הפירמידה ולבצע פעולות שפוגעות בערך החברות שנמצאות בתחתית, ולכן לגרום לירידת ערך אצל חברות האחזקה. מאידך, התגובה בראש הפירמידה יכולה להתפרש גם ככישלון של הרגולציה. התגובה השלילית עשויה לנבוע מחשש מפופוליזם או סחטנות של בעלי מניות המיעוט, אשר תקשה על החברות בקבוצה העסקית לקבוע מדיניות תגמול אופטימאלית. אם כן, התגובה השלילית של חברות האחזקה לכשעצמה אינה מאפשרת להכריע באופן חד-משמעי באשר למידת האפקטיביות של הרגולציה. אולם, העובדה כי חברות בתחתית הפירמידה, אשר היו אמורות ליהנות הכי הרבה מהרגולציה, לא הגיבו באופן חיובי באף אחד מהאירועים שנבחנו מעלה לכל הפחות ספק בדבר מידת האפקטיביות של הרגולציה, וביכולת של מנגנון מסוג Say on Pay לשמש כפתרון במדינות בעלות משטר בעלות ריכוזי.