

נייר עבודה:

הצבעות באסיפות כלליות של חברות

דפוסי ההצבעות של הגופים המוסדיים אל מול המלצות

ייעוץ הפרוקסי

דניס ורשבסקי

עמית קורת – מכון מילקן

ד"ר גיתית גור גרשגורן

מנהלת המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך

ספטמבר 2011

תוכן עניינים

1.....	תקציר מנהלים
4.....	מבוא
6.....	סקירת ספרות
10.....	מוסד שירותי ייעוץ פרוקסי
13.....	התפתחות תעשיית ייעוץ הפרוקסי בארה"ב ובאירופה
18.....	ייעוץ פרוקסי בישראל
23.....	בסיס נתונים
26.....	הצבעות גופים מוסדיים
32.....	ניתוח המלצות הצבעה
37.....	תוצאות וממצאים
42.....	שכר בכירים
54.....	מינוי דירקטורים ואיחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
58.....	עסקאות עם בעלי עניין
62.....	תנאי כהונה של דירקטורים ונושאי משרה אחרים
64.....	מבנה הון, שינויים בתנאי כתבי אופציה ובתקנון
67.....	ניתוח לוגיסטי להצבעה בעד הצעת החלטה
73.....	סיכום ומסקנות
76.....	ביבליוגרפיה
79.....	נספחים

תקציר מנהלים

הטענה שמנהלי גופים מוסדיים לא תמיד פועלים לטובת העמיתים באסיפות כלליות נטענת לעתים קרובות. קשרים עסקיים וקשרי בעלות, היעדר כלי ניתוח והתעלמותם של הגופים המוסדיים מחשיבות האופן שבו הם צריכים להשמיע את קולם, הם רק מקצת הגורמים לכך שמשקיעים מוסדיים עלולים שלא לשמור על אינטרסים של חוסכים ועמיתים. רבדים מרובים של סוכנים מוסיפים לקושי והופכים את הזירה התאגידית המודרנית למורכבת יותר בהשוואה לבעיית הסוכן המסורתית. קשרי גומלין בין יועצי פרוקסי, גופים מוסדיים וחברות ציבוריות הם דוגמה עכשווית לבעיות סוכן ישנות (Belinfanti, 2009). הסתמכותם של משקיעים מוסדיים, הגופים הדומיננטיים מקרב בעלי מניות המיעוט בחברות, על המלצות יועצים דורשת אפוא בדיקה מעמיקה.

התבוננות בתחום ייעוץ הפרוקסי לשוק המוסדי בישראל העלתה שיש יועץ יחיד¹ השולט בחלק גדול מן התחום (כ-70% מסך הנכסים המנוהלים על ידי גופים מוסדיים בישראל). מבחינת סך הנכסים המנוהלים, יועץ הפרוקסי מחזיק בחלק הארי של שוקי הביטוח והפנסיה. בתחום קופות הגמל חלקו יורד לכמחצית מן הנכסים, ורק כרבע מנכסי מנהלי הקרנות מנויים לשירותי הייעוץ.²

בספרות האקדמית יש אלו המטילים ספק ביכולתה של תעשיית הייעוץ ליצור ערך מוסף למשקיעים שהינם קהל לקוחותיה.³ כדי להיווכח במידת התועלת הנובעת משימוש בשירותי ייעוץ, ביצענו חקר אירוע (event study) בעניין כמה קטגוריות החלטה חשובות. ניתוח האירוע, היינו בחינת התוצאה הסופית של ההצבעה באסיפה לעומת המלצת היועץ, הראה שאישור הצעת החלטה אשר קיבלה המלצה שלילית מהיועץ מביאה לידי ירידת תשואה עודפת מצטברת ביום האסיפה או סמוך לו, ואילו במקרים שבהם החלטת האסיפה תאמה המלצה חיובית של היועץ, לרוב חלה עלייה בתשואה העודפת המצטברת. הממצאים תומכים בצמיחת תועלת לעמיתי גופים מוסדיים מן השימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי, אך יש להדגיש שבהצעות לאיחוד תפקידי היו"ר והמנכ"ל נמצא שהמלצות היועץ היו לרוב מנוגדות לטובת בעלי המניות.⁴ ממצא מעניין נוסף הוא שאישורם של עסקאות עם בעלי עניין והסכמי ניהול עם בעלי שליטה, שנהנו מהמלצה חיובית, הביא לתגובת שוק אפסית או אפילו שלילית. שילוב של הממצא ביחד עם שיעורים נמוכים יחסית של המלצות "נגד" בשתי קטגוריות הצעות

¹ שמו של יועץ הפרוקסי הינו פועלים סהר. ב-14 באוקטובר 2010 הודיעה חברת אנטרופי יועצים על רכישת פעילות המחקר מפועלים סהר.

² בחישוב נתח השוק ראינו בניתוח פנימי של גופים מוסדיים מתחרה בשירותי ייעוץ פרוקסי חיצוניים.

³ כך, בדו"ח ארגון ה-OECD נטען כי לא ברור אם שירותי ייעוץ הפרוקסי אכן מקדמים הצבעה אינפורמטיבית מצד הגופים המוסדיים, מאחר שתעשיית הייעוץ מגבירה את השימוש בגישת "one size fits all" וגישה זו לא בהכרח מביאה לידי הגדלת ערך לבעלי המניות.

Organisation for Economic Co-operation and Development, "Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages," June 2009, <http://www.oecd.org/dataoecd/3/10/43056196.pdf> (accessed August 2, 2010)

⁴ הממצא מצביע כנראה על כך שלצורכי הצעות איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל, יועץ הפרוקסי מבצע ניתוח על בסיס מודל "one-size-fits-all" במקום ניתוח מפורט יותר ("case-by-case") המתאים יותר לתנאי שוק ההון הישראלי ולמבנה הממשל התאגידי של חברה ציבורית מסוימת.

ההחלטה עלול להתפרש כגישה חיובית יותר, מזו של השוק, של יועץ הפרוקסי אל ההצעות עם פוטנציאל גבוה לניגודי עניינים.⁵

המדגם שלנו מבוסס על נתוני ההצבעה של כלל מנהלי הקרנות (בין שהם שוכרים את שירותיהם של יועצי פרוקסי ובין לאו) ושל גופי גמל, פנסיה וביטוח הנעזרים בגורם מקצועי המייעץ להם בעניין אופן ההצבעה באסיפות מחזיקים. מדגם ההצבעות משתרע על פני תקופה של שלוש שנים משנת 2007 עד שנת 2009.

בחנית האינטראקציה בין ההמלצה של יועץ הפרוקסי לבין ההצבעה בפועל מעלה הבדלים בדפוסי ההצבעה בין גופים המנויים על שירותי יועץ פרוקסי (להלן: גופים "משתמשים") לבין מנהלי קרנות אשר אינם שוכרים את שירותיו של גורם מקצועי (להלן: מנהלי קרנות "לא משתמשים"). גופים "משתמשים" אימצו את המלצות ההצבעה של היועץ ברוב המכריע של המקרים (בכ-97% מן המקרים). הממצא יכול להוות אינדיקציה להסתמכות יתר של גופים מוסדיים על המלצות הצבעה, נושא שמועלה בהקשר השימוש הנרחב בשירותי יועץ הפרוקסי על ידי משקיעים מוסדיים בעולם.⁶ מנהלי קרנות "לא משתמשים" נוטים לאמץ דפוס הצבעות שונה מזה שמוצע על ידי ההמלצות, שניתנו לגופים "המשתמשים", כאשר ההבדלים הניכרים נמצאו בעיקר בהצבעות על הצעות החלטה שקיבלו המלצה שלילית (בהינתן המלצה "נגד" הסיכוי להצבעה "בעד" הינו כ-47%). "סטיות" מרובות מהמלצות שליליות מעלות תהיות בעניין המניע לדפוס ההצבעה ההפוך מזה של המוסדיים ה"משתמשים", אך העובדה ששיעורן הכללי של ההצבעות "נגד" הוא גבוה (כמשתקף ממדד ההתנגדות), מצביעה על כך שהבדלים **מהותיים** לשני הכיוונים (גם מההמלצה "בעד" וגם מההמלצה "נגד"), כלומר ממצא זה יכול לשקף עמדות שונות מאלו של יועץ הפרוקסי ולא דווקא תמיכה חזקה יותר בהנהלה על ידי מנהלי קרנות "לא משתמשים".

השאלה האם סטייה מהמלצת הצבעה של יועץ פרוקסי היא תוצאה של מגוון דעות⁷ או שניגודי עניינים הם שגורמים לסטיות בהצבעות הגופים המוסדיים עולה גם בהקשר הרחב יותר של כלל הגופים המוסדיים. העובדה שבהצעות לתגמול בכירים, רוב הגופים המוסדיים נוטים לסטות יותר מהמלצה שלילית דווקא בהצעות שדורשות רוב מיוחד לאישורן, יכולה לנבוע מניתוח מעמיק יותר מצד גופים מוסדיים כשמדובר בהצעות מיוחדות המעניקות לגופים כוח השפעה, או מהתערבות ולחץ של בעלי שליטה בתהליך קביעת אופן ההצבעה. גם קיום קשר חיובי בין אחוז ההחזקה לבין הנטייה לסטות מהמלצה שלילית, אשר נצפה בעיקר בקרב גופים מוסדיים המוחזקים על ידי גורמים מסחריים, עלול

⁵ שיעור נמוך יחסית של המלצות "נגד" בעסקאות עם בעלי עניין עשוי גם לשקף גישה זהירה יותר של חברות ציבוריות ובעלי שליטה בהן בסוגים אלו של הצעות החלטה.

⁶ ארגון ה-OECD חושש ששימוש בשירותי יועץ הפרוקסי מאפשר לגופים מוסדיים להתחמק מאחריותם לעמיתיהם על ידי סימון "אישור" ליד המלצת היועץ ("tick the box").

⁷ הכוונה היא לכך שבניתוח הצעות החלטה, משקיעים מוסדיים מיישמים הנחות ומתודולוגיות שונות מאלה של הגורם המקצועי. כך, לדוגמה, ייתכן שיועץ הפרוקסי מיישם מדיניות הצבעה כוללת ("one-size-fits-all"), כדי להוריד עלויות הכרוכות בניתוח מספר רב של הצעות החלטה. הגופים המוסדיים, לעומתו, עשויים להעדיף הישענות על מאפיינים ספציפיים של חברות בהחלטות ההצבעה.

להצביע על קיומם של מניעים זרים לאינטרסים של החוסכים. מצד אחר, הקשר עשוי להצביע על הבעת אמון בהנהלה, שכן סביר להניח שמשקיע מוסדי אשר בחר להחזיק בשיעור החזקות גבוה, נוטה להעריך את הנהלת החברה, והערכתו זו גורמת לו לתמוך בתדירות גבוהה יותר בהצעות ההנהלה.

האסיפה הכללית אמורה להיות כלי מרכזי בעיצוב ממשל תאגידי ובמהלכה פעולות חשובות של החברה נתונות להכרעת בעלי המניות. הממצא שרובן המוחלט של הצעות ההחלטה, אשר קיבלו המלצה שלילית מן היועץ, בכל זאת מאושרות באסיפות הללו, עשוי להצביע על כשל מסוים בשימוש של בעלי המניות בזכויות ההצבעה שלהם. או לחלופין ייתכן שההמלצות אינן משקפות את ההעדפות של משקיעים בשוק ההון. כעת, אחרי שינויי חקיקה אשר הגבירו את מעורבותם של הגופים המוסדיים בשוק ההון והעצימו את כוחם כבעלי מניות מיעוט דומיננטיים, צריך לטפל בניגודי עניינים פוטנציאליים בהצבעות של אותם גופים. בנוסף לתיקונים חדשים בחוק החברות שבאו לייעל ממשל תאגידי⁸ גם ליישום מסקנות של ועדה להגברת התחרותיות במשק ישראלי צפויות להיות השפעות חיוביות על תהליך השימוש בזכויות ההצבעה של חוסכים ועמיתים בגופים מוסדיים.

⁸ חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011.

מבוא

הצבעה באסיפות כלליות⁹ היא אחת מהפעילויות המרכזיות בזירה התאגידית. פעמים רבות עומדות על סדר היום של האסיפות הכלליות החלטות גורליות שיש להן השפעה מרחיקת לכת על עתידה של החברה. בהצעות החלטה אלה יש חשיבות רבה לאופן ההצבעה של גופים מוסדיים – המשקיעים הגדולים מקרב בעלי מניות המיעוט – אשר מקובל לראותם כ"כלבי השמירה" של ממשל תאגידי תקין בחברות ציבוריות. חשיבותם של המשקיעים המוסדיים בשוק ההון הישראלי גוברת בשל מבנה הבעלות הריכוזי והדרישות הרגולטוריות המגנות על המיעוט (כגון דרישת התמיכה של בעלי מניות לא נגועים, היינו שאין להם עניין אישי באישור עסקה ספציפית). התפקיד המרכזי שהגופים המוסדיים ממלאים בתהליך ההצבעה מחייב לבחון עד כמה יש בידי הגופים המוסדיים הללו תמריצים וכלים הדרושים להצבעה לרווחת החוסכים.

כל משקיע מוסדי, מתוקף היותו מנהל כספי ציבור, חייב חובת אמון לעמיתיו: הוא חייב להגן על האינטרסים של העמיתים ושל בעלי היחידות (להלן: העמיתים).¹⁰ למרות חובה זו, לא פעם הוטחה ביקורת באופן שימוש בזכויות ההצבעה בחברות ציבוריות על ידי גופים מוסדיים.¹¹ מחקרים אחדים אף התריעו על ניגוד העניינים שיכול לפגום בנכונות הגוף המוסדי להצביע לטובת עמיתיו. כך, למשל, בהצבעות של משקיעים מוסדיים אשר להם קשרים עסקיים מפותחים עם תאגידים, עלול להיווצר מצב שבו גופים מוסדיים יעדיפו את טובת לקוחותיהם העסקיים על פני טובת עמיתיהם.¹² מנהלי הגופים המוסדיים מבקשים למצוא נקודת שיווי משקל בין התועלת שבזכות אקטיביזם מוסדי (השגת תשואה ושיפור המוניטין) ובין עלויות פוטנציאליות במקרה של פגיעה בתאגיד-לקוח השוכר את שירותיו של הגוף המוסדי או את שירותיה של חברת האם שלו.¹³

דו"ח ה-OECD,¹⁴ אשר עוסק בקשר שבין מאפייני הממשל התאגידי לבין המשבר הפיננסי העולמי האחרון, מפנה בין היתר אצבע מאשימה כלפי משקיעים מוסדיים שלטענת הארגון פסיביים מדי.¹⁵ ניגודי עניינים, הנובעים מהמודל העסקי של אותם הגופים, גורמים לפסיביות ולהעדפת מניעים מסחריים, ואילו אינטרסים של העמיתים בגופים הללו אינם זוכים לתשומת לב.¹⁶

⁹ לרבות אסיפה שנתית, אסיפה מיוחדת או אסיפה כללית נדחית של בעלי מניות.
¹⁰ חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (קרנות נאמנות); חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005; תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (חברות ביטוח).

¹¹ לדוגמה, עד לכניסתו לתוקף של סעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות בשנת 1994, היו קרנות הנאמנות מעורבות רק לעתים נדירות בנעשה באסיפות הכלליות של חברות שהן השקיעו בהן (ראו Hauser, Rosenberg, and Ofir, 1999).
¹² Davis and Kim (2005). יש לציין שבבסיבות מסוימות מצבים אלו יחשבו כעניין אישי ואופן הצבעה של גוף מוסדי לא אמור להשפיע על ההכרעה.

¹³ בהתחשב במגבלות עלויות רגולטוריות המוטלות על גופים מוסדיים. בנוסף לאינטרסים של תאגיד-לקוח קיים גוף מוסדי מסוים עשוי להתחשב גם באינטרסים של לקוחות תאגידיים פוטנציאליים.

¹⁴ Organisation for Economic Co-operation and Development, "Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages," June 2009, <http://www.oecd.org/dataoecd/3/10/43056196.pdf>

¹⁵ גם גורמים בשוק ההון הישראלי מציינים שרוב הגופים המוסדיים המנויים על שירותי ייעוץ פרוקסי נוטים לקבל את המלצותיו של הגורם המקצועי באופן עיוור. רק אישורי עסקאות גדולות זוכים לתשומת לבם של מנהלי ההשקעות. ראו סיון איזקו ורחלי בינדמן, "תכירו: החברה שמנהלת לכם באמת את הכסף", כלכליסט, 15 בספטמבר 2009.

¹⁶ בדו"ח ארגון ה-OECD נטען כי לא ברור אם שירותי ייעוץ הפרוקסי מקדמים הצבעה אינפורמטיבית על ידי הגופים המוסדיים וכי תעשיית ייעוץ הפרוקסי מביאה ניגודי עניינים משלה ומגבירה את הסיכויים לגישת "one size fits all" אשר לא בהכרח מבטיחה הגדלת ערך לבעלי המניות.

בישראל, שבה קיימות קבוצות עסקיות המחזיקות בתאגידים ריאליים ופיננסיים גם יחד, מבנה בעלות ריכוזי עלול להחריף את ניגודי העניינים: מעבר לקשרי בעלות ישירים, גם לשיתופי פעולה בין הקבוצות העסקיות המעטות הקיימות בישראל יש פוטנציאל לפגוע באינטרסים של העמיתים. בחמש השנים האחרונות נתנו שלוש ועדות, ועדת גושן, ועדת חמדני והוועדה להגברת התחרותיות במשק, את דעתן על נושא ריכוזיות השליטה בחברות הציבוריות בישראל. ועדת גושן לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל התמקדה בדירקטוריון ובאסיפה הכללית כגורמים אשר ביכולתם להביא לידי צמצום ניגודי העניינים בין בעל שליטה לבין בעלי מניות מן הציבור.¹⁷ כל אחת מהוועדות בחנה את הצעדים הדרושים להגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים כשומרי סף אפקטיביים בשוק ההון בישראל. בין היתר המליצה ועדת חמדני לעודד משקיעים מוסדיים להשתמש בשירותיהם של גורמים מקצועיים בלתי תלויים כדי לגבש החלטות לקראת הצבעה, היינו להסתייע ביועץ פרוקסי (Proxy Advisor). הוועדה קבעה גם כי "אין מקום בשלב זה להסדרה חקיקתית של פעילות גורמים מקצועיים".

מקור השם "ייעוץ פרוקסי" במונח "Proxy" – שם כללי לכתבי הצבעה הנשלחים למחזיקי ניירות ערך לקראת האסיפה שבה הם מוזמנים להשתתף. הכוונה לחברה המתבקשת לייעץ כיצד להצביע בעניין הצעות החלטה העומדות על סדר היום של האסיפה. במילים אחרות, יועץ פרוקסי מספק ניתוח והמלצות הצבעה בנוגע לנושאים המופיעים בפרוקסי.

בישראל, כמו בעולם, חשיבותן של חברות לייעוץ פרוקסי הולכת וגוברת בשנים האחרונות לאור התרחבות הדרישות הרגולטוריות והתרחבות היקף ומגוון של החלטות בסקטור המוסדי שהביאו יחדיו לעלייה במעורבות הגופים המוסדיים בהצבעות ובביקוש מצדם לייעוץ בתחום זה.¹⁸ למרות ההשפעה הניכרת של יועצי הפרוקסי על החלטות האסיפות הכלליות, לא רבים המחקרים שנכתבו עליהם בספרות העולמית, ואין בישראל שום עבודה אקדמית בתחום. למרבה הפלא, תעשיית ייעוץ הפרוקסי, אשר ממלאה תפקיד מרכזי כל כך בממשל התאגידי, לא זכתה עד כה לתשומת לב רבה גם מצדם של הרגולטורים בעולם.¹⁹

מטרת המחקר הנוכחי היא לתרום לחקר תפקידם של שירותי ייעוץ הפרוקסי בסוגיית הממשל התאגידי באמצעות לימוד דפוסי ההמלצות של יועץ הפרוקסי והשפעתו על תהליך מימוש זכויות ההצבעה בחברות ציבוריות על ידי משקיעים מוסדיים.²⁰ כן ננסה לאמוד באמצעות ניתוח אירוע עד כמה המלצות יועץ הפרוקסי מכילות מידע רלוונטי לשחקנים בשוק ההון. שאיפתנו לקדם שיח אקדמי בנושא ולתרום לבסיס העובדתי העומד לרשות מקבלי ההחלטות.

¹⁷ מהמלצות הוועדה: הגברת עצמאות הדירקטוריון על ידי צירופם של דירקטורים עצמאיים והגברת הגילוי בנושא תגמול דירקטורים ונושאי משרה. הוועדה הדגישה את חשיבותה של הפרדה בין תפקיד המנכ"ל ותפקיד יו"ר הדירקטוריון וקבעה שאין לראות בסעיף 121 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, המאפשר לאחד את התפקידים באישור האסיפה, הפיכת עניין זה לדבר שבשגרה.

¹⁸ מחקר הסוקר את תעשיית הממשל התאגידי בארה"ב (Rose, 2007), מדגיש שההתפתחויות בתעשייה קשורות קשר הדוק לצמיחתו ולחשיבותו של הסקטור המוסדי, והתמקדות הרגולטורים בהצבעות פרוקסי רק חיזקה את הקשר.

¹⁹ רק בשנה האחרונה עלה הנושא על סדר היום של רשות ניירות ערך בארה"ב, ה-SEC, והיא מתכוונת להסדיר את תהליך הפרוקסי כולו. הרגולטורים בשוק ההון הישראלי כמעט לא התערבו בתחום, חוץ מרשות ניירות ערך אשר יזמה הטלת מגבלת נתח שוק על יועץ פרוקסי יחיד בהספקת שירותים למנהלי קרנות.

²⁰ לרבות קופות גמל, ביטוחי חיים משתתפים ברווחים, קרנות פנסיה וקרנות נאמנות.

סקירת ספרות

הספרות האקדמית מציינת שדפוסי ההצבעה של משקיעים מוסדיים לא תמיד תואמים את חובת נאמנותם כלפי העמיתים. מחקר בארה"ב (Brickley et al., 1988, 1994) הראה שמשקיעים מוסדיים העמידים ללחץ (pressure-resistant), כגון קרנות נאמנות וקרנות פנסיה, נוטים להתנגד להצעות שהעלתה הנהלת התאגיד יותר ממוסדות הרגישים ללחץ (pressure-sensitive), כגון בנקים וחברות ביטוח, המפיקים לעתים תכופות רווחים מאותם תאגידיים. מסקנות דומות הוסקו במחקר נוסף (Pound, 1988), אשר נטען בו שמשקיעים מוסדיים יתמכו בהצעת ההנהלה גם אם הדבר נוגד את חובת הנאמנות שלהם, משום שמנהלי החברות יכולים לברר את אופן ההצבעה של כל אחד מבעלי המניות. מחקר אמפירי (Ng, Wang and Zaiats, 2007) אשר התבסס על נתוני ההצבעה של כל 104 מנהלי הקרנות בארה"ב בשנים 2004-2005, קבע שהקרנות לא תמיד מתחשבות בביצועי חברות המכנסות אסיפות כלליות, לכן הן מתנהגות בחוסר אחריות כלפי עמיתיהן.

עבודה אחרת (Davis and Kim, 2005) עסקה בשאלה כיצד קשרים עסקיים של קרנות נאמנות עם חברות הכלולות בתיק ההשקעה שלהן עשויים להשפיע הן על אופן ההצבעה של מנהלי הקרנות בהצבעות פרטניות של כל חברה וחברה והן על מדיניות ההצבעה הכללית של הקרן. החוקרים מצאו קשר חיובי בין קשרים עסקיים ברמת הקבוצה שאליה הקרן משתייכת לבין הנטייה להצביע יחד עם ההנהלה. אולם ברמת הקרן לא נמצא שמנהלי קרנות מצביעים עם ההנהלה בחברות שהן גם לקוחות של הקרן יותר מאשר בחברות שאין להן קשר עסקי עם הקרן. ממצאים אלה מתיישבים עם העובדה שחלק לא מבוטל מהכנסות חברות האם של קרנות הנאמנות מקורו בניהול קרנות פנסיה של תאגידיים. עוד קבעו החוקרים כי שקיפות אופן ההצבעה, בעקבות חוק של ה-SEC שהוחל ב-1 ביולי 2003, גרמה לקרנות נאמנות, בקבוצות עם קשרים עסקיים ענפים, לאמץ מדיניות הצבעה שמאפשרת פחות התנגדות להנהלה בכל החברות הציבוריות (לקוחות ולא לקוחות).

לא מעט מחקרים עוסקים בתפקידם של גופים מוסדיים בממשל התאגידי של חברות ציבוריות בישראל, אבל אף אחד מהם לא בחן את ההשפעה של שירותי ייעוץ הפרוקסי על דרך מילוי תפקיד זה. מחקר אחד (Hauser, Rosenberg, and Ofir, 1999) בחן את התועלת הנובעת מחובת ההשתתפות של קרנות הנאמנות באסיפות הכלליות. הממצא המרכזי של העבודה הוא שהקרנות מצליחות להגיע להסכם עם החברות במשא ומתן מוקדם בכ-65% מהמקרים. בעקבות משא ומתן מוקדם מוצלח, התשואה העודפת המצטברת (Cumulative Abnormal Returns) עולה על זו של משא ומתן שנכשל. המסקנה העיקרית של המחקר היא שמעורבותן של קרנות נאמנות הביאה לצמצום פוטנציאל ניגוד העניינים (בין בעלי שליטה לבין בעלי מניות מיעוט), עובדה שהתבטאה בתגובה חיובית של שוק המניות.

מחקר נוסף (Amzaleg, Ben-Zion and Rosenfeld, 2006) ניסה לזהות גורמים המשפיעים על אופן ההצבעה של קרנות נאמנות. התוצאות המרכזיות של המחקר הן שככל שההחזקות של קרן

מסוימת בחברה גדולות יותר, כך הסיכוי להצבעה חיובית גדולה יותר; נוסף על כך, ככל שהביצועים של החברה גרועים יותר, כך גדלה הנטייה להצביע "נגד" הצעות החלטה שהעלתה ההנהלה. כן נמצא שלקרנות נאמנות המנהלות על ידי בנקים יש סיכוי גבוה יותר להצביע "נגד" הצעות שהעלתה ההנהלה בהשוואה לקרנות בניהול בתי השקעות פרטיים. לדעת החוקרים, חשיפה פומבית של אופן ההצבעה, והיותם של חשבונות פרטיים מקור רווח עיקרי אצל הבנקים, גורמים להבעת התנגדות רבה יותר להצעות הנהלה מצד הבנקים. עם זאת, העובדה שקרנות מצביעות נגד ההנהלה רק ב-30% מן המקרים אינה מתיישבת עם מהותו של פיקוח ראוי (Good Monitor).

באחרונה ראה אור מחקר אמפירי (Hamdani and Yafeh, 2010) אשר בדק את תפקידם של משקיעים מוסדיים בממשל התאגידי של שוק ההון הישראלי. בסיס הנתונים של המחקר מכיל 14,800 מקרי הצבעה בעד/נגד על ידי גופים מוסדיים בשנת 2006. להבדיל ממחקרים קודמים, אשר בדקו רק את התנהגותן של קרנות נאמנות, החוקרים אספו נתוני הצבעה של כל סוגי המשקיעים המוסדיים. החוקרים מצאו שגופים מוסדיים מתנהגים באופן אקטיבי (היינו נוכחים באספות ומצביעים "בעד" או "נגד") בעיקר כאשר הם נדרשים לכך על פי החוק. הממצאים העיקריים של המחקר הם:

1. הסבירות להצבעה נגד הצעות החלטה עולה כאשר הן עוסקות בנושאי תגמול;
 2. משקיעים מוסדיים הפועלים בתחומים נוספים (כגון חיתום), ומשקיעים אשר מוחזקים על ידי חברות ציבוריות וקבוצות עסקיות, נוטים לתמוך יותר בהצעות הנהלה בהשוואה ל"שחקנים נקיים ובודדים" ("pure-play"), היינו קרנות פנסיה ותיקות וקופות גמל הנמצאות בבעלות עמיתיהן.
 3. חברות גדולות נהנות מיחס תומך יותר מצדם של גופים מוסדיים, אך לביצועי החברות לא הייתה השפעה על ההצבעה.
- החוקרים מדגישים שתי מגבלות של הניתוח האמפירי: האחת, לא הייתה להם אפשרות לזהות משא ומתן מוקדם בין בעלי השליטה או חברי ההנהלה לבין משקיעים מוסדיים גדולים. השנייה, לא נבדקה השפעתם של שירותי ייעוץ פרוקסי על הצבעות הגופים.

התרומה העיקרית של העבודה שלנו היא בהכנסת ממד חשוב ומכריע בהצבעות פרוקסי – המלצות הצבעה מצד גורם מקצועי. המחקר מתמקד באינטראקציה שבין המלצת היועץ לבין ההצבעה בפועל. העבודה מושתתת על בסיס נתונים רחב ומעמיק יחסית גם מבחינת פרק הזמן (2007 עד 2009) וגם מבחינת כמות מקרי ההצבעה (כ-80,000 הצבעות בעד/נגד²¹).

הספרות האקדמית בעולם על ייעוץ פרוקסי אינה רבה, אך היא רבתה בשנתיים האחרונות בייחוד בגלל המשבר הפיננסי העולמי האחרון. בעבודה מן הזמן האחרון (Alexander, Chen, Seppi and Spatt, 2009) נחקרו תפקידם והשפעתם של שירותי הייעוץ ב"מאבקי פרוקסי" (Proxy Contest or Proxy Fight)²². הניתוח האמפירי בעבודה התבסס על המלצות של הגורם המקצועי המוביל בתחום,

²¹ כולל אסיפות בכל סוגי ניירות הערך.

²² מצב של מאבק פרוקסי נוצר כאשר קבוצת בעלי מניות אינה מרוצה מתפקודה של הנהלה ולכן הקבוצה יוזמת מאבק שליטה שבמהלכו היא מנסה לשכנע בעלי מניות אחרים להעביר אליה זכויות הצבעה – Proxy.

Institutional Shareholder Services (ISS), בשנים 1992-2005. החוקרים החליטו להתמקד במאבקי פרוקסי במינוי דירקטורים – מצבים שבהם פורשים (dissidents) מבקשים זכויות הצבעה ממשקיעים אחרים כדי לקדם רשימת דירקטורים שלא קיבלו תמיכה מאת ההנהלה. הנימוק לבחירתם בנושא זה היה שבמקרים הללו המלצות של יועצי פרוקסי עשויות להיות אינפורמטיביות ביותר. החוקרים תיעדו תשואה עודפת ניכרת סמוך לאחר פרסום ההמלצה, ממצא המלמד שהמלצות יועצי פרוקסי הן מקור מידע חדש ורלוונטי לשוקי ההון. החוקרים גם פיתחו שיטה לבדוד תגובת מחירים בעקבות שינוי בהסתברויות זכייה של מתמודדים (prediction effect) מתגובת מחירים בגלל שינויים באומדן הערך אשר "רשימת פורשים" או "רשימת הנהלה" תביא במקרה של ניצחון (certification effect). ההמלצות היוו מנבא טוב של תוצאות המאבק, גם כשמובאים בחשבון משתנים מנבאים אחרים, והצביעו על ערך מוסף לחברה אשר פורשים מסוגלים ליצור. מהאמור לעיל הסיקו החוקרים שלחברות ייעוץ פרוקסי יש תפקיד אינפורמטיבי דואלי בשוק ההון, אשר גורם לתוצאות הצבעה הממקסמות ערך לבעלי מניות.

כדי לבדוק כיצד יועצי פרוקסי מגבשים את המלצותיהם, במחקר אחר (Choi, Fisch and Kahan, 2008) הוחלט להתמקד בהחלטות על מינוי דירקטורים במקרים שבהם מספר המועמדים שווה למספר המשרות הפנויות (uncontested director elections), בקרב חברות הרשומות ב-S&P 1500 בשנים 2005 ו-2006. נושא ספציפי זה משך את תשומת לבם של החוקרים משתי סיבות: ראשית, מינוי דירקטורים הוא אחת הזכויות החשובות ביותר של בעלי מניות, ויש לו השפעה כלכלית ניכרת (החשובה ביותר אחרי עסקאות עם "בעלי עניין"); שנית, בשונה מהצעות החלטה כבדות משקל אחרות, מינוי דירקטורים הם נפוצים ביותר.

בעבודה נחקרו המלצות של ארבע חברות ייעוץ פרוקסי: ISS, Proxy Governance, Glass Lewis, Egan Jones. הממצא העיקרי של העבודה הוא ההבדלים בין החברות: ארבע החברות נבדלות זו מזו במידה ניכרת גם בגורמים המשפיעים על ההמלצה וגם בנכונות להוציא המלצה להצביע "נמנע". נמצא שההמלצות התבססו על שיקולי ביצוע וממשל תאגידי חשובים, ויועצי הפרוקסי נתנו דעתם גם על מידת אחריותם של דירקטורים ספציפיים. החוקרים הביעו דאגה מהאפשרות שההבדלים בין יועצי הפרוקסי אינם שקופים למשקיעים הרוכשים את שירותיהם. במקרה כזה הבנה מוטעית של שיקולי ההמלצה תביא לאפקטיביות מוגבלת במימוש זכויות ההצבעה (shareholder franchise). מצד אחר, אם המשקיעים מודעים לשיקולים המשמשים את יועצי הפרוקסי בקביעת ההמלצות, אזי גוף מוסדי יכול ליישם את מדיניות ההצבעה שלו באמצעות בחירת יועץ פרוקסי מתאים. בחירה מושכלת של חברת פרוקסי תגביר את יעילותו של שוק הפרוקסי כולו, אשר תפקידו הוא איסוף וארגון מידע על בסיס שיקולים הרלוונטיים למשקיעים.

מחקר נוסף (Paul and Sahni, 2009) התמקד במצבים של חילוקי דעות בין בעלי המניות לבין ISS בעניין הצעות החלטה העוסקות בממשל תאגידי. המקרים שנחקרו הם הצעות החלטה שיש בהן כדי לפגוע בזכויות בעלי מניות ואשר אושרו בהצבעה למרות התנגדות ה-ISS, והצעות החלטה המגנות על זכויות בעלי מניות ואשר נפלו למרות המלצה חיובית של ISS. החוקרים הסבירו את הניגוד בין

המלצות ISS לבין ההחלטות הסופיות באסיפות בנוכחותם של בעלי מניות גדולים ובשיעורי תמיכה נמוכים הנחוצים לאימוץ ההצעות (Statutory Pass Rate). הממצא הראשון הוא שבעל המניות הגדול ביותר (5% בעלות או יותר), ובעל שליטה המחזיק יותר מ-20% בעלות, מכריעים ב-45% ו-90% מן ההצעות שהעלתה ההנהלה, בהתאמה. אם נוסף תמיכה קואליציונית אקראית של 10%, הם הופכים למכריעים בכ-75% וכ-100% מהמקרים בהתאמה. הממצא השני הוא שאישור הצעות הנהלה דורש בדרך כלל תמיכה של רוב רגיל של בעלי מניות, ולעומת זאת יותר ממחצית הצעות ההנהלה המבקשות לבטל סעיף קיים דורשות רוב מיוחד העולה על חמישים אחוז.²³ נמצא שמנכ"לים אשר תמכו בהצעות עם פוטנציאל פגיעה בזכויות, למרות המלצת שלילית של ISS, נהנו מתחלופה נמוכה. מצד אחר, החברות הללו הראו ביצועים תפעוליים גבוהים בכ-3% יותר מחברות אחרות שנבחנו במדגם. על סמך זאת הסיקו החוקרים שהניגוד בין המלצות ISS לבין תוצאות אסיפות בפועל אינו תומך בהתבצרות של מנכ"לים (managerial entrenchment).

המלצות שליליות של יועץ פרוקסי גורמות בדרך כלל למספר קולות נמוך יותר לטובת ההנהלה (Cai, 2002; Bethel and Gillan, 2009; Garner, and Walkling, 2009). במחקר אחר (Maug and Rydqvist, 2009) נתקבלו תוצאות דומות במקרה של הצעות ההנהלה הרגילות: להמלצות של ISS יש סיכוי גבוה להתקבל באסיפה. חוקרים אחרים (Berman and Lublin, 2006) הדגישו את הערך הניכר המיוחס לשירותי יועץ פרוקסי, ברכישת ISS על ידי RiskMetrics Group, חברת ניהול סיכונים, בנובמבר 2006.²⁴

²³ 87% מהאסיפות המאשרות את הצעות ההנהלה דורשות תמיכה של רוב רגיל, ורק 2% מההצעות דורשות תמיכה של 80%. מצד אחר, כדי שהנהלה תוכל לבטל סעיף מסוים, היא זקוקה לרוב רגיל רק ב-40% מהמקרים, ואילו ב-19% מהמקרים נדרשת תמיכה של 80% מבעלי מניות.

²⁴ בתחילת 2010 נרכשה RiskMetrics על ידי MSCI המספקת כלים פיננסיים למשקיעים. מעניין לציין ש-MSCI עצמה קיבלה דירוג ממשל תאגידי (CGQ) נמוך מאוד מ-ISS, דירוג אשר מציב אותה בתחתית הסולם עם 2.5% מהחברות האחרות מתוך מדד S&P 400.

מוסד שירותי ייעוץ פרוקסי

בתיקי ההשקעה של כל אחד מהגופים המוסדיים יש בדרך כלל כמות רבה של חברות, והמעקב אחר מועדי אספותיהן של חברות אלה, וההשתתפות בהן, יכולים להיות מטלה מורכבת וטעונת משאבים רבים. לעתים, גופים מוסדיים מעדיפים לשכור את שירותיהן של חברות ייעוץ פרוקסי כדי למלא מחויבות זו. חברות הייעוץ עוקבות אחר תאריכי האסיפות ונושאייהן בהתאם לתיק ההשקעה של כל לקוח, מנתחות את הצעות החלטה שעל סדר היום ומספקות המלצות הצבעה. לפעמים מופקדים בידם של היועצים גם ייפוי כוח להצביע בקולותיהם של הלקוחות.

השחקנים העיקריים בתחום הפרוקסי הם תאגידים ציבוריים, יועצי פרוקסי וגופים מוסדיים המחזיקים בניירות ערך שמזכים אותם בזכות להשתתף באסיפות. תהליך זרימת המידע המקובל בין שחקנים אלה ניתן לתיאור באופן הבא (איור 1): יועץ פרוקסי סוקר את שוק האסיפות בתאגידים שניירות ערך שלהם מוחזקים אצל הלקוחות שלו. לכל הצעת החלטה שעל סדר היום של האסיפה היועץ מגבש המלצה שהיא המלצה כלכלית ניטרלית בנוגע לנייר ערך מסוים.²⁵ הכלל המנחה ניתוח כלכלי הוא טובת התאגיד לטווח בינוני-ארוך ומזעור פוטנציאל הפגיעה בבעלי מניות מיעוט (במקרה של בעלות מרוכזת כמו בישראל).

כחלק מתהליך גיבוש ההמלצה, יועצי הפרוקסי יכולים לפנות תדיר להנהלות התאגידים כדי לברר פרטים חסרים ולהעמיק בבירור המידע. לעתים קרובות מתקיים גם משא ומתן מוקדם בין יועץ הפרוקסי ובין המנהלים/בעלי שליטה אשר רוצים לברר את רצונם של המשקיעים המוסדיים ומכאן גם להעריך את סיכוייהם להעביר את הצעת החלטה שעל הפרק.

איור 1

תהליך שימוש בזכויות הצבעה



²⁵ כלומר בגיבוש ההמלצה מתחשבים רק בטובת מחזיקי אותו נייר ערך, ולכן ההמלצה אינה משתנה לפי החזקות של הגוף המוסדי בניירות ערך אחרים (לדוגמה, החזקות צולבות במניה ובאגרת חוב של חברה מסוימת). הגוף המוסדי מקבל לידי את ההמלצה וצריך להחליט בעצמו בהתחשב בהרכב החזקותיו כולו.

פרי תוצרתו העיקרי של יועץ הפרוקסי הוא דו"ח אשר מופק לכל גוף המנוי על שירותיו. הדו"ח מציג את הנושאים שעל סדר היום באסיפה הנידונה בו ומנתח כל הצעת החלטה בנפרד. לפעמים הניתוח הוא בעיקרו תיאורטי (לדוגמה, במקרה של הצעה לאיחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל הניתוח יתמקד בפוטנציאל לניגוד עניינים ובפיקוח ראוי על פעילות המנכ"ל מצד היו"ר). לעומת זאת, אם ההצעה דנה בהקצאת אופציות לנושא משרה בחברה, אזי הניתוח יהיה בעיקרו כמותי.²⁶ יועצי הפרוקסי נעזרים באמצעים טכנולוגיים (כגון מערכת האינטרנט), והמשקיעים המוסדיים מקבלים מהם מידע על האסיפות שהם צפויים להשתתף בהן, ניתוח של הצעות החלטה והמלצות כיצד להצביע. המשקיעים המוסדיים מתבקשים למסור ליועץ הפרוקסי את אופן ההצבעה שלהם.²⁷

לאחר עיון בניתוחים ובהמלצות של יועץ הפרוקסי, הגופים המוסדיים מתבקשים להזין את החלטתם הסופית בנוגע לאופן ההצבעה.²⁸ לעתים נתונה ללקוחות חברות יועץ הפרוקסי, נוסף על האפשרות הרגילה של מתן הוראת הצבעה, גם פונקציית ברירת מחדל המצביעה באופן אוטומטי על פי ההמלצה של היועץ.²⁹ בהקשר הזה צריך לציין שמומחים רבים בתחום ראו בהעברת זכויות הצבעה ליועץ הפרוקסי, כדי שישתמש בהן לפי שיקול דעתו, הצבעה "ריקה" ("empty" voting), שבה ליועץ המצביע אין זכויות כלכליות הנלוות למניה.³⁰

יועץ הפרוקסי מקבל דרך מערכת האינטרנט את הוראת הגוף המוסדי לאופן בו הוא מעוניין שהיועץ המקצועי יצביע בשבילו. בשלב האחרון של תהליך הפרוקסי – שלב ההצבעה – ישנם הבדלים של ממש בין ישראל לארה"ב. בארה"ב ניתן להצביע באמצעות כתב הצבעה בכל סוגי הצעות החלטה. הפעולה אינה דורשת נוכחות אישית באסיפה מפני שכתב ההצבעה נשלח אל התאגיד בדואר או באמצעים אלקטרוניים. לעומת זאת בישראל הגבלות חוקיות וטכניות מחייבות לעתים התייצבות פיזית באסיפה הכללית. כך, לדוגמה, כמעט אין אפשרות להצביע באמצעות האינטרנט,³¹ וחובת הפעלת מנגנון הצבעה בכתב³² מוטלת רק בנוגע לנושאים מסויימים שעל סדר היום של האסיפה. מכלול ההגבלות גורם לכך שבדרך כלל נהוג אצל גופים מוסדיים ויועץ הפרוקסי לשכור את שירותיהם של משרדי עורכי דין וחברות נאמנות לצורך הצבעה באסיפה הכללית.

²⁶ הניתוח יתבסס על נתונים כגון היקף ההקצאה, דילול בעלי המניות, שווי האופציות לפי מודל B&S, מחיר המימוש, מחיר המניה הנוכחי ומרכיבי תגמול אחרים.

²⁷ מדיניות ההצבעה של פועלים סהר (שמה החדש - אנטרופי יועצים), חברת יועץ פרוקסי מקומית (ראו תיאור קצר של החברה בהערה מספר 75), מצהירה שנושאים המובאים לדיון באסיפה נבחנים במתכונת של "כל מקרה לגופו", ונתונים השוואתיים, ניתוח כדאיות וקריטריונים מנחים משמשים את האנליסטים של פועלים סהר.

²⁷ לפעמים בוחרים משקיעים מוסדיים להתייצב פיזית באסיפות מחזיקים ולהצביע בעצמם (לרבות באסיפות אג"ח). במקרים אלה אין כל דרישה או בקשה מצד יועץ הפרוקסי לקבל או לדעת את אופן ההצבעה של הגופים המוסדיים המנויים על שירותיו.

²⁸ בקרב גופים מוסדיים ישראלים, מנהלי אגף ההשקעות או חברי ועדת ההשקעות בוחנים את המלצות היועץ המקצועי ומחליטים אם לאמץ אותן או לדחותן.

²⁹ לפי מחקר (Rose, 2007), כ-20%-15% מלקוחותיה של ISS, חברת יועץ הפרוקסי האמריקנית, משתמשים בשירות זה. הפונקציה קיימת גם בשוק יועץ הפרוקסי הישראלי, ומטרתה העיקרית היא להימנע מאי-הצבעה במקרים שבהם גוף מוסדי שכח להזין את הצבעתו. אם גוף מוסדי לא הגיב על המלצה בתוך פרק זמן מסוים, פועלים סהר מצביעה לפי המלצתה.

³⁰ Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions, 156 U. Pa. L. Rev. 625 (2008); Leo E. Strine, Jr., The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the Challenges We (and Europe) Face, 30 Del. J. Corp. L. 673 (2005)

³¹ ברוב האסיפות במדגם שלנו לוקטו דו"חות מיידים על כינוס אסיפה (אשר בין היתר מדווחים על כתובת אתר האינטרנט שבו ניתן להצביע). עיבוד הנתונים הראה שלא הייתה אפילו חברה ציבורית אחת אשר אפשרה הצבעה באינטרנט.

³² כתב הצבעה יישלח בדואר ועליו להגיע לא יאוחר מ-72 שעות לפני מועד כינוס של אסיפה כללית.

בזמן אחרון נמתחה ביקורת נוקבת על המתודולוגיות המשמשות את יועצי הפרוקסי בניתוח הצעות החלטה, והשאלה המרכזית היא אם מנגנון הייעוץ כולו מתחשב בטובת העמיתים בגופים המוסדיים. בין היתר מבקרי שירותי הייעוץ מציינים את התופעה, הרווחת בקרב יועצי פרוקסי, של שימוש במדיניות הצבעה גנרית אשר לרוב אינה מתחשבת במאפיינים הספציפיים של החברה שמכנסת אסיפה. הגישה מאפשרת טיפול מהיר ולא יקר בשלל הצעות החלטה שגופים-לקוחות צריכים להצביע בעניין.³³ זאת ועוד, יועצי פרוקסי פועלים לרוב על סמך הנחות בנוגע לנושאים המגוונים שעל סדר היום, אך לעתים קרובות ההנחות מבוססות על הוכחות לא מספיקות (Rose, 2007). במילים אחרות, חלק מהשחקנים בתחום יעוץ הפרוקסי כופים על תאגידים סטנדרטים אחדים של ממשל תאגידי אשר הבסיס העובדתי שלהם דל או שאינו קיים כלל ובמקרים מסוימים לסטנדרטים הללו יש קורלציה הפוכה לביצועי החברות.

מחקרים אחדים העלו את הטענה שתעשיית יעוץ הפרוקסי פועלת ביקום משלה, שבבסיסו ממשל תאגידי, והוא שונה לחלוטין מהעולם הפיננסי של מקבלי החלטות ההשקעה בגופים המוסדיים.³⁴ התוצאה היא שהבעלות הכלכלית על המניה מופרדת מהחלטת הצבעה.³⁵

אף שתעשיית יעוץ הפרוקסי עדיין סובלת מלקויים רבים, התפתחותה בעשרים השנים האחרונות מרשימה למדי. בתחילת דרכה רובן המכריע של ההמלצות נשענו על מדיניות הצבעה אחידה, ומדדים נוקשים של ממשל תאגידי מילאו תפקיד מרכזי בהחלטה על אופן ההמלצה. בהמשך הופיעו יועצי פרוקסי נוספים שניסו לבדל את עצמם על ידי שימוש בגישת ה-issue-by-company³⁶ המכניסה יסודות סובייקטיביים לאנליזה ומנתחת נושאים שעל סדר היום של האסיפה בהקשר הספציפי של התאגיד.³⁷ יועצי פרוקסי קשובים גם להעדפות הנבדלות של משקיעים מוסדיים במגוון פרמטרים. כך, לדוגמה, כ-15% מלקוחות ISS,³⁸ יועץ הפרוקסי הדומיננטי בארה"ב, נהנים מתמיכה בפיתוח ויישום של מדיניות ייחודית המותאמת לצורכי הגוף המוסדי (יש לציין שהשירות עדיין אינו קיים בארץ). חברת ISS, המגבשת המלצות גם לשווקים מחוץ לארה"ב, פיתחה מדיניות הצבעה ייחודית לכל אזור ואזור בעולם.

בשירותי יעוץ הפרוקסי מסתמנת המגמה של התרחקות ממדדים קשוחים, ומתפתחות בהם מתודולוגיות דינאמיות מגוונות, המשלבות היבטים נוספים בהחלטה. מתודולוגיות כמותיות לניתוח חברות (מסוג "check-the-box") מפנות מקום לאנליזה איכותית, אשר לרוב משיגה תוצאות מדויקות יותר, אך הניתוח נהיה יקר יותר.

³³ Charles M. Nathan & Parul Mehta, The Parallel Universes of Institutional Investing and Institutional Voting (Mar. 6, 2010), available at http://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub3463_1.pdf בדרך כלל אין מצביעים בדרך זו כשמדובר בהצעות שיש להן השפעה ישירה על ערך החברה (כגון מיזוגים ורכישות).

³⁴ Nathan & Mehta, שם.

³⁵ המסקנה חלה גם על גופים מוסדיים אשר נהוגה בהם אנליזה פנימית של הצבעות והחלטות השקעה באמצעות מחלקות שונות (decoupling of voting decisions from economic considerations). Concept Release on the U.S. Proxy System: <http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>

³⁶ גישה המנוגדת לשיטת "issue-by-issue".

³⁷ במחקר שנערך באנגליה (Arcot and Bruno, 2007) נמצא שחברות ציבוריות אשר לא עמדו בכללי ממשל תאגידי נאות בגלל נסיבות פנימיות מוצדקות, בלטו בביצועים טובים יותר בהשוואה לחברות אשר יישמו את הכללים.

³⁸ כ-350 לקוחות מתוך כ-2,300 בחרו לפתח מדיניות הצבעה המותאמת לצורכיהם. <http://www.riskmetrics.com/sites/default/files/GS3-Custom%20Proxy%20Advisory%20Services.pdf>

התפתחות תעשיית ייעוץ הפרוקסי בארה"ב ובאירופה

בעבר גישה ה-Wall Street Rule הייתה מקובלת בקרב משקיעים מוסדיים בארה"ב. על פי גישה זו, משקיע מוסדי מחזיק במניה כל עוד הוא תומך בהנהלה, ואם החלטות ההנהלה אינן ראויות לתמיכה בעיני המשקיע, הוא צריך למכור את המניה. גישה זו מנוגדת כמובן ביסודה לרעיון של מעורבות הגופים המוסדיים בתהליכי הממשל תאגידי. כדי לשנות את המצב, רשות ניירות ערך האמריקנית (ה-SEC) ומשרד העבודה האמריקני (Department of Labor) פועלים כבר זמן רב להסדרת השימוש בזכויות ההצבעה של חוסכים ועמיתים בגופים מוסדיים. חלק מפעילות נרחבת זו בא לידי ביטוי בכמה הנחיות שהוצאו על ידי גופים אלה בשנים האחרונות.

בשנת 2003 נכנס לתוקף חוק חדש של ה-SEC ומטרתו הייתה להבטיח שיועצי השקעות (investment advisers) ישתמשו בזכויות ההצבעה שלהם לטובת עמיתיהם ויספקו להם מידע מלא על אופן ההצבעה.³⁹ בין היתר נדרשו היועצים לפתח, ליישם ולפרסם מדיניות כתובה אשר תפתור ניגודי עניינים אפשריים בבוא יועץ השקעות להשתמש בפרוקסי.⁴⁰

משרד העבודה האמריקני (DOL), בתפקידו כמפקח על ה-ERISA (Employee Retirement Security Act), הוציא בסוף שנת 2008 שתי הודעות פרשנות חדשות (Interpretive Bulletin).⁴¹ ההודעות החדשות עוסקות ביכולתם של מנהלי קרנות פנסיה להתחשב בשיקולים לא כלכליים בהחלטות השקעה ובהטלת חובות על מנהלים ונאמנים בהצבעות פרוקסי באסיפות תאגידיים אשר ניירות ערך שלהם מוחזקים בקרנות. ההודעות דומות ברוחן להנחיות קודמות בנושא,⁴² אשר פורסמו בשנת 1994, אלא שהפעם ההנחיות חמורות יותר בנוגע לפעילותו של מנהל קרן שלא לפי שיקולים כלכליים (ETI – Economically Targeted Investments). באופן כללי נקבע שמנהלי קרנות פנסיה צריכים לבחון בזירות את מדיניות ההשקעה וההצבעה שלהם, אשר חייבות להתבסס בראש וראשונה על שיקולים כלכליים טהורים, ורק לאחר מכן הם רשאים לשקול שיקולים נוספים כגון מטרות חברתיות ואקטיביזם של בעלי מניות.⁴³

³⁹ Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, SEC Release No. IC-25922, 68 Fed. Reg. 6,564 (February 7, 2003), available at <http://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm>; and Proxy Voting by Investment Advisers, SEC Release No. IA-2106, 68 Fed. Reg. 6,585, available at <http://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>

⁴⁰ רשות ניירות ערך האמריקנית החליטה שלא לחייב את היועצים לחשוף את הצבעותיהם בפומבי (שאם לא כן יש חשש שאחזקותיהם של לקוחות ייחשפו), אך היא קבעה שללקוחותיו של יועץ יש זכות לעיין בהצבעותיו.

⁴¹ 29 C.F.R. 2509.08-1, Interpretive Bulletin Relating to Investing in Economically Targeted Investments; 29 CFR 2509.08-2, Interpretive Bulletin Relating to Exercise of Shareholder Rights

⁴² 29 C.F.R. 2509.94-1, Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard Under ERISA in Considering Economically Targeted Investments (1994 ETI Bulletin); 29 C.F.R. 2509.94-2, Interpretive Bulletin Relating to Written Statements of Investment Policy, Including Proxy Voting Policy or Guidelines (1994 PV Bulletin)

⁴³ כדוגמה להשקעה שלא לפי שיקולים כלכליים (economically targeted investment) ניתן להביא ישום מדיניות השקעה "ירוקה" אשר לפיה כל חברה המועמדת להשקעה צריכה לעמוד בתנאים סביבתיים מוגדרים מראש. לפי משרד העבודה האמריקני (DOL) תשואות וסיכונים של ההשקעות "הירוקות" צריכות להיבחן לעומת שאר חלופות ההשקעה שלא עמדו בדרישות הסביבתיות.

שינויים רגולטוריים, אקטיביזם מצד בעלי מניות והתפתחויות משקיות אחרות⁴⁴ נתנו תנופה חזקה לתעשיית ייעוץ הפרוקסי האמריקנית (Proxy Advisory Industry) בעשרים השנים האחרונות. ממדיה של התעשייה, המסייעת לגופים מוסדיים למלא את חובתם להשתמש בתבונה בזכויות ההצבעה, גדלו במידה ניכרת: לפני שני עשורים היא הייתה בראשית דרכה, וכיום אלפי משקיעים מוסדיים "מכורים" לשירותיה.

לוח 1 סוקר את תעשיית ייעוץ הפרוקסי האמריקנית. חברת ISS בולטת בדומיננטיות שלה בכל היבטים. ארבע החברות האחרות קטנות הרבה יותר, גם יחדיו, בהשוואה ל-ISS, ורובן גם צעירות הרבה יותר. מוסד הביקורת הפדראלית בארה"ב (Government Accountability Office),⁴⁵ אשר בחן סוגיות אחדות בשירותי ייעוץ פרוקסי לבקשת הקונגרס האמריקני, ציין שהדומיננטיות של ISS מהווה חסם של ממש לתחרות בתחום. המוסד מצא ניגודי עניינים פוטנציאליים בתעשיית ייעוץ הפרוקסי ולהם כמה מקורות: (1) מודל עסקי של יעצי פרוקסי המספקים שירותים בד בבד הן לגופים מוסדיים הן לתאגידים ציבוריים שניירותיהם מוחזקים על ידי אותם גופים מוסדיים. (2) בעלי שליטה או נושאי תפקידים בכירים אצל יועץ הפרוקסי יכולים להיות בעלי עניין או לשרת כדירקטורים באותם תאגידים שבעניינם נותן היועץ המלצות. (3) יועץ הפרוקסי עלול לפתח גישה חיובית יותר להצעות החלטה שמעלים גופים מוסדיים הנמנים עם לקוחותיו. (4) יועצי פרוקסי הנתונים בבעלות תאגידים המספקים שירותים פיננסיים, עלולים להיות נגועים בניגודי עניינים בפעילותם.

לוח 1

תעשיית ייעוץ הפרוקסי בארה"ב				
חברה	שנת היווסדות	מספר עובדים	מספר לקוחות	היקף הון מניות המוחזק על ידי לקוחות (מיליארדי דולרים)
Institutional Shareholder Services (ISS)	1985	630	1700	25,500
Marco Consulting Group	1988	70	350	85
Glass Lewis & Company	2003	70	300	15,000
Proxy Governance, Inc.	2004	31	100	1,000
Egan-Jones Proxy Services	2001	-	400	-

המקור: דוחים של חברות ייעוץ פרוקסי ל-Government Accountability Office, United States.

באחרונה הופיע בתחום ייעוץ הפרוקסי יועץ נוסף, CtW Investment Group. שלוש חברות ייעוץ פרוקסי נתונות לפיקוח ה-SEC לפי Investment Advisers Act of 1940 כיועצות פנסיוניות (ISS), Marco ו-Proxy Governance⁴⁶). פעילותן של שלוש החברות האחרות אינה נתונה לפיקוח. לפי חוקיה של ה-SEC, יועצי פרוקסי רשומים, היינו נתונים לפיקוח, חייבים לפעול לטובתם ולהגנתם של לקוחותיהם, להציג גילוי נאות של ניגודי עניינים פוטנציאליים ומידע אחר (Form ADV),⁴⁷ ליישם תכנית ציות פנימית (internal compliance program) המפרטת מדיניות ונהלים כתובים אשר עוצבו

⁴⁴ לדוגמה, אקטיביזם של קרנות גידור אשר לרוב מכוון לאירוע מסוים (event-driven) ומתרכז פחות בביצועים (performance-driven). קרנות גידור מנסות להשיג תוצאה רצויה מבחינתן (כמו שינוי שליטה בחברה), אשר לא תמיד מגדילה ערך גם לשאר בעלי המניות בחברה.

⁴⁵ מבקר המדינה של ארה"ב (Comptroller General of the United States) עומד בראש המוסד.

⁴⁶ החברה נסגרה בסוף שנת 2010.

⁴⁷ [17 CFR 275.203-1] Advisers Act Rule 203-1

לצורך מניעת הפרת הוראות החוק (the Advisers Act),⁴⁸ וכן להפיק ולשמור מידע מסוים ולהציגו לפקחים של ה-SEC.⁴⁹ עם זאת, באופן כללי אין בארה"ב מסגרת רגולטורית שעוצבה במטרה לפקח על תעשיית ייעוץ הפרוקסי.

אי-שקיפות, ניגוד עניינים פוטנציאלי וכוח השפעה עצום אשר נצבר בידיהן של חברות הייעוץ, לא הסבו נחת לגופים רבים הדוגלים באקטיביזם מוסדי. כך, לדוגמה, באפריל 2010 פורסם על ידי ה-Society of Corporate Secretaries and Governance Professionals and the National Investor Relations Institute, מסמך עמדה העוסק בסוגיות בתחום שירותי ייעוץ הפרוקסי ובהצעת פתרונות לבעיות בתחום.⁵⁰ מחברי המסמך קראו ל-SEC לקבוע מסגרת רגולטורית לפעילות הענף, שכן יש לו השפעה רבה על תהליך הפרוקסי. להלן תמצית המלצותיהם:

1. יש לפתח מסגרת רגולטורית ייחודית לענף ייעוץ הפרוקסי אשר יכולה להתבסס על

הוראות הפיקוח על חברות הדירוג. בין היתר נדרשים: רישום כל החברות כיועצי השקעות, גילוי ניגודי עניינים, הפרדת שירותי ייעוץ הפרוקסי לגופים מוסדיים משירותי ייעוץ לתאגידים.

2. יש לגלות את המתודולוגיות, המודלים והנחות היסוד המשמשים את יועצי הפרוקסי בגיבוש המלצותיהם.

3. יש להטיל חובת בדיקת נאותות של המלצות יועץ הפרוקסי על ידי גופים מוסדיים.

4. יש לפרסם את ההמלצה ואת אופן ההצבעה בפועל.

5. יש לתת לתאגידים אפשרות להגיב על ההמלצה.

בתגובה על קריאות של מוסדות מחקר ושחקנים בשוק ההון, פרסמה ה-SEC ב-14 ביולי 2010 מסמך העוסק בתהליך הפרוקסי כולו. המסמך סוקר ומנתח את כל מרכיבי מערכת הפרוקסי (proxy system) ומציע פתרונות אפשריים לבעיות שהועלו. המטרה העיקרית של ה-SEC בפרסום המסמך הייתה לקבל הערות מן הציבור בעניין הצעדים המוצעים, אשר אמורים להגביר יעילות, שקיפות ושלמות מערכת שבעלי המניות משמיעים את קולם באמצעותה.⁵¹

חלק לא מבוטל מן המסמך עוסק בשירותי ייעוץ הפרוקסי, וסומנו בו שלוש דרכים אפשריות לצמצום ניגודי עניינים. הדרך האחת היא, שתחום ייעוץ הפרוקסי יתאים להגדרה של "solicitation of proxies"⁵² מפני שלהמלצות של חברות הייעוץ יש השפעות על אופן השימוש בזכויות הצבעה. אם

⁴⁸ Advisers Act Rule 206(4)-7 [17 CFR 275.206(4)-7]

⁴⁹ Advisers Act Rule 204-2 [17 CFR 275.204-2]

⁵⁰ The Society of Corporate Secretaries and Governance Professionals and the National Investor Relations Institute, "Proxy Advisory Services: The Need for More Regulatory Oversight and Transparency," submitted to the Securities and Exchange Commission, Discussion Draft, March 4, 2010 available at <http://www.niri.org/Main-Menu-Category/advocate/Regulatory-Positions/Proxy-Advisory-Services.aspx>

⁵¹ דו"ח אשר פורסם על ידי ועדת ממשל תאגידי של ה-NYSE שיבח את הפעולות של ה-SEC המכוונות לקבלת תגובות בנוגע לדרכים אפשריות של פיקוח על חברות ייעוץ פרוקסי. בין היתר, הכירה הוועדה בהשפעתן של חברות ייעוץ על השוק, ולדעתה הן צריכות משום כך ליטול אחריות ולעמוד בסטנדרטים הולמים של שקיפות.

Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance (September 23, 2010), available at <http://www.nyse.com/pdfs/CCGReport.pdf>

⁵² מתוך Concept Release on the U.S. Proxy System

פעילות ייעוץ הפרוקסי תוגדר כ-solicitation, החברות בתחום יהיו כפופות לדרישות חשיפת מידע והגשה דו"חות ולחלופין יהיו פטורות מהדרישות אם יעמדו בכמה תנאים ובהם גילוי נאות של ניגודי עניינים וקבלת תשלום בגין המלצת ההצבעה רק מהנמען של הייעוץ (ייעוץ אינו יכול לפעול למען מבקש/אוסף כתבי הצבעה – solicitor of proxies). בהקשר זה ציינה ה-SEC שהיא מעוניינת בקבלת משוב מן הציבור בנוגע לתוספות אפשריות לחוקים הקיימים (כגון גילוי נאות מפורט יותר של ניגודי עניינים). לפי Securities Exchange Act of 1934 חברות העוסקות בתהליך של "solicitation" מנועות מלפעול על בסיס הצהרות כוזבות ומטעות.

הדרך השנייה היא להרשות ליועצי הפרוקסי להירשם כיועצי השקעות (investment advisers) אצל ה-SEC.⁵³ לדעת מחברי המסמך, ניתן להגדיר את הפעילות של חברות ייעוץ הפרוקסי כיועץ השקעות מפני שהחברות מנתחות ניירות ערך תמורת תשלום ומספקות עצות בקשר לערך של הניירות. צריך להדגיש שיועצי השקעות המנהלים נכסים ששוויים מתחת ל-25 מיליון דולר אינם רשאים להירשם אצל ה-SEC. יועצי פרוקסי, אשר בדרך כלל אינם מנהלים את נכסי הלקוחות, אינם יכולים אפוא להירשם, אך ישנה הוראה נוספת הפוטרת יועצי השקעות קטנים מהגבלת הגודל אם הם מתפקדים כיועצים פנסיוניים (pension consultants).⁵⁴ כפי שצויין בתחילת הפרק, שלוש חברות ייעוץ פרוקסי (ISS, Proxy Governance ו-Marco) נחשבות ליועצות פנסיוניות, מפני שהן מספקות המלצות לקרנות פנסיה, ולכן החברות רשומות אצל ה-SEC כיועצות השקעות. רשות ניירות ערך האמריקנית בוחנת פטורים נוספים אשר יאפשרו לכל חברות ייעוץ הפרוקסי להירשם כיועצות השקעות.

לבסוף, לאור הדמיון הרב בין פעילויות של חברות ייעוץ פרוקסי ושל חברות דירוג אשראי, נשקלת אפשרות להטיל דרישות רגולטוריות נוספות בדומה לנדרש בתעשיית חברות הדירוג – Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs).⁵⁵ לדוגמה, הרגולציה יכולה לאסור

Exchange Act Rule 14a- 1(l) (iii) [17 CFR 240. 14a- 1(l)(iii)] defines the solicitation of proxies to include "[t]he furnishing of a form of proxy or other communication to security holders under circumstances reasonably calculated to result in the procurement, withholding or revocation of a proxy"

מתוך Concept Release on the U.S. Proxy System⁵³

A person is an "investment adviser" if the person, for compensation, engages in the business of providing advice to others as to the value of securities, whether to invest in, purchase, or sell securities, or issues reports or analyses concerning securities

מתוך Concept Release on the U.S. Proxy System⁵⁴

Advisers Act Rule 203A- 2(b) [17 CFR 275.203A- 2(b)] provides that "[a]n investment adviser is a pension consultant [...] if the investment adviser provides investment advice to: Any employee benefit plan described in Section 3(3) of the Employee Retirement Income Security Act of 1974 ("ERISA") [29 U.S.C. 1002(3)]; Any governmental plan described in Section 3(32) of ERISA (29 U.S.C. 1002(32)); or Any church plan described in Section 3(33) of ERISA (29 U.S.C. 1002(33))"

מתוך Concept Release on the U.S. Proxy System⁵⁵

NRSROs may be useful templates for developing a regulatory program addressing conflicts of interest and other issues with respect to the accuracy and transparency of voting recommendations provided by proxy advisory firms. Such rules include provisions that: (i) require rating actions to be made publicly available on the NRSRO's Internet Web site [17 CFR 240.17g-2(d)(3)]; (ii) prohibit certain conflicts of interest [17 CFR 240.17g-5(c); Form NRSRO Exhibits 6- 7]; (iii) require the disclosure and management of certain other conflicts of interest that arise in the normal course of engaging in the business of issuing credit ratings [17 CFR 240.17g- 5(b)]; and (iv) require disclosure of, among other things, performance measurement statistics, sources of information, models and metrics used, qualifications and compensation of analysts, and procedures and methodologies used to determine credit ratings, including procedures for (A) interacting with management of rated issuers, (B) informing issuers of rating decisions, and (C) appealing final or pending rating decisions. [Form NRSRO, Exhibits 1, 2, 8 and 13]

ניגודי עניינים מסוימים ולדרוש מחברות ייעוץ הפרוקסי להגיש דיווח תקופתי על ניגודי עניינים ועל נהלים להתמודדות אתם.

רפורמה פיננסית, The Dodd-Frank Act, אשר אושרה ביולי 2010 בארה"ב, נחקקה בעקבות משבר ה-sub-prime. אף שאינה נוגעת במישרין ביועצי פרוקסי, יש לה השפעה עקיפה עליהם עקב שינוי תנאי המשחק בתחום הפרוקסי. בין היתר חויבו תאגידים ציבוריים לקיים הצבעה בנושא תגמול בכירים (say on pay) בנוגע לשכר חמשת הבכירים בתאגיד לפחות פעם בשלוש שנים.⁵⁶ חוק בשם Proxy Access אִפְשֵׁר לבעלי מניות, המחזיקים לפחות 3% מההון המונפק במשך שלוש שנים, להציע מועמדים לדירקטוריון מטעמם. המועמדים יופיעו בכתב הצבעה רשמי של החברה (proxy) ובעלי המניות לא יצטרכו לנהל מאבק פרוקסי (Proxy fight) יקר המשולם מכיסם הפרטי. שני הכלים החדשים שצוינו לעיל משלימים זה את זה: כך, אם דירקטוריון לא יהיה רגיש לאיתותים הנשלחים על ידי בעלי מניות בנוגע לשכר בכירים, אזי באסיפה הכללית הבאה ימצאו הדירקטורים את עצמם נאבקים על כיסם. מומחים בתחום הפרוקסי מצפים שהכללים החדשים יהוו מעין תמריץ לדיאלוג אינטנסיבי בין הדירקטוריון לבין המשקיעים. גם ליועצי פרוקסי, המייעצים לחלק גדול מהגופים המוסדיים בארה"ב, תהיה השפעה מכרעת על עיצוב חבילות התגמולים.

לאחר תיאור תעשיית ייעוץ הפרוקסי בארה"ב לעיל, נתאר בקצרה גם את מקבילתה באירופה. במדינות רבות באירופה צצו במרוצת השנים יועצי פרוקסי המתמחים במשפט המקומי ומכירים היטב את החברות המקומיות. יכולתם של היועצים לאסוף מידע בשביל חברות ציבוריות הפועלות והמאוגדות מחוץ לגבולות מדינת המקור ולנתחו, היא מוגבלת, בגלל הבדלים ניכרים בין השווקים האירופיים בחוקים, ברגולציה ובתרבות. כדי להתגבר על החסמים ולאפשר לגופים מוסדיים, שיש להם תיקי השקעה פן-אירופיים, לנקוט מדיניות ממשל תאגידי ודפוס הצבעה עקיבה על פני שווקים מגוונים, הוקם ארגון בשם European Corporate Governance Service (ECGS). ארגון ECGS הוא שותפות בין גופים מקצועיים מקומיים הבאים מתחומי הממשל התאגידי וייעוץ הפרוקסי. המאפיין הייחודי של ECGS הוא במודל פעילות המשלב בין אמות מידה ראויות מקומיות לבין קריטריונים בינלאומיים. הערך המוסף שבהתקשרות בין גופי מחקר הפועלים במדינות שונות נובע ממומחיות מקומית של השותפים הבלתי תלויים. עם יועצי הפרוקסי השותפים ב-ECGS ניתן למנות את: Ethos (שווייץ), DSW (גרמניה), PIRC (אנגליה), Proxinvest (צרפת), ו-Shareholder Support (הולנד).

⁵⁶ תוצאות ההצבעה (say on pay) אינן מחייבות ומשמשות כדרך פעילות ראויה, בעיני משקיעים, לצורך התווית תכניות תגמול בכירים בידי דירקטוריון. לפי מכון המחקר האמריקני The Corporate Library, מספר החברות האמריקניות שאימצו את השיטה גדל בקצב מהיר גם בתקופה שקדמה לאישור הרפורמה הפיננסית לפי The Dodd-Frank Act, אשר חייבה את כלל החברות הציבוריות לקיים את ההצבעה בעניין.

ייעוץ פרוקסי בישראל

בכל שנה מתקיים בישראל מספר רב של אסיפות כלליות העוסקות במגוון רחב של נושאים – מדיון בדו"חות הכספיים ועד לאישור עסקאות עם בעלי עניין. הרוב המכריע של האסיפות הן אסיפות שנתיות ומיוחדות.⁵⁷

חלק ניכר מזכויות ההצבעה מוחזק בידי משקיעים מוסדיים.⁵⁸ שיעור כספי החוסכים והמבוטחים, המושקע בבורסה באמצעות גופים מוסדיים, הגיע בסוף שנת 2010 לכ-41.2% (1,039 מיליארדי ש"ח)⁵⁹ מסך תיק נכסי הציבור. בשנים 2007-2010 כרבע מהכמות הצפה של מניותיהן של חברות בורסאיות⁶⁰ היה בידיהם של גופים מוסדיים ישראלים (כ-14%-13% מסך הון מניות).⁶¹ אך אם נתחשב בעובדה שמשקיעים קטנים מן הציבור לרוב אינם משתמשים בזכויות ההצבעה שלהם,⁶² חלקם של המשקיעים המוסדיים הישראליים בכמות הצפה המשתתפת באסיפה הכללית עשוי להגיע גם לחצי מהכמות. השיעור עשוי לגדול עוד יותר אם נוציא מן החישוב את החברות הדואליות, שבהן הבעלות היא מפוזרת יותר.⁶³

הגופים המוסדיים הם אפוא שחקנים מרכזיים בשוק ההון בכלל ובשוק המניות בפרט. חשיבותם גדלה עוד יותר לנוכח הבעלות הריכוזית בשוק ההון הישראלי: שיעור בעלי העניין במניות הישראליות הנסחרות בתל-אביב עמד בסוף שנת 2010 על 46.5%.⁶⁴ מבנה הבעלות בחברות הציבוריות בישראל מעמיד את המשקיעים המוסדיים – הגופים הדומיננטיים מקרב בעלי מניות המיעוט – במרכז הזירה בנושא הממשל התאגידי. נוסף על כך, העובדה שרוב השקעות הציבור נעשות באמצעות גופים מוסדיים מחייבת את הגופים לשימוש אקטיבי ומושכל בזכויות ההצבעה. במציאות חלק ניכר מהגופים בוחרים לעשות מיקור חוץ לתחום הטיפול בזכויות הצבעה, ואת התפקיד הזה ממלא יועץ הפרוקסי.

רגולציה

ביסוס ראשון מצד הרגולטור של החובה של גופים מוסדיים להשתתף ולהצביע באסיפות כלליות נעשה בשנת 1994, בחקיקת חוק השקעות משותפות בנאמנות. סעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות הטיל על מנהלי קרנות חובת השתתפות באסיפות הכלליות של תאגיד⁶⁵ וחובת דיווח,⁶⁶ אם

⁵⁷ אסיפה שנתית – אסיפה של בעלי המניות לפי סעיף 60 לחוק החברות. אסיפה מיוחדת – אסיפה כללית של בעלי המניות שאינה אסיפה שנתית. אסיפות בנוגע לשאר ניירות הערך – אג"ח, כתבי אופציה, יחידות השתתפות – תופסות כחמישית ממספר האסיפות בשוק כולו.

⁵⁸ גוף מוסדי – חברה מנהלת, מנהל קרן ומבטח (חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995).

⁵⁹ מתוך דוח בנק ישראל 2010, נספח סטטיסטי, לוח ד'-נ-6, "התפתחות תיק הנכסים של הציבור לפי ההרכב המוסדי, 2006 עד 2010".

⁶⁰ כולל מניות דואליות בחו"ל.

⁶¹ סקירות שנתיות 2007-2010, הבורסה לניירות ערך.

⁶² Charles M. Nathan & Parul Mehta, The Parallel Universes of Institutional Investing and Institutional Voting (Mar. 6, 2010), available at http://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub3463_1.pdf ההנחה היא שבעלי מניות פרטיים, המפזרים את השקעותיהם על פני מספר רב של חברות, לא יצביעו ברוב הצעות ההחלטה העולות לאסיפות מפני שהפעילות מאופיינת ביצירת ערך שלילי (עלויות הכרוכות בהצבעה עולות על תועלת).

⁶³ הצבעות באסיפות כלליות של חברות דואליות מהוות כ-16% מנתוני ההצבעות של גופים מוסדיים שברשותנו.

⁶⁴ השיעור עולה ל-58.1% אם מנטרלים את חברת טבע. מחושב על בסיס נתוני הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, "שיעור החזקות הציבור ובעלי ענין במניות" (דצמבר 2010).

⁶⁵ סעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994.

יש בהצעת ההחלטה המובאת לאישור האסיפה משום פגיעה אפשרית או קידום עניינם של בעלי היחידות. כעבור שנים מספר⁶⁷ חייב משרד האוצר את הגופים המוסדיים שבפיקוחו להשתתף באסיפות כלליות שיש להן פוטנציאל השפעה מהותית על משקיעים.

מאז, נקטו הרגולטורים יוזמות ופעולות אשר נועדו לעודד ולהסדיר את מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון. ועדת גושן הגישה ליושב ראש רשות ניירות ערך בסוף שנת 2006 את המלצותיה בנוגע להוראות ממשל תאגידי בישראל. הנושאים שהוועדה סקרה היו, בין היתר: עצמאות הדירקטוריון, עבודת ועדת הביקורת, דיווח וגילוי מצד תאגידים, מעורבות גופים מוסדיים כגוף המבקר את התאגידים. הוועדה המליצה לעודד משקיעים מוסדיים לקחת חלק פעיל יותר באסיפות הכלליות, בין השאר באמצעות הצגת הודעות עמדה, ולהדק את חובת הדיווח בקשר למדיניות ההצבעה וסטייה ממנה, הצבעות בפועל, ומדיניות לעניין פתרון ניגודי עניינים.

ועדת חמדני⁶⁸, אשר פרסמה את ממצאיה בתחילת 2008, המליצה על חובת השתתפות של הגופים המוסדיים באסיפות בעלי מניות ומחזיקי אג"ח בהחלטות שלגביהן דורש החוק רוב מיוחס ובמקרים נוספים, ככל שהדבר מתחייב מן החובות של הגוף כלפי עמיתיו. הוועדה גם עודדה את המשקיעים המוסדיים "להיעזר בגורמים מקצועיים המתמחים בגיבוש המלצות הצבעה". המפקח על שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר⁶⁹ החיל את המלצות ועדת חמדני על קופות הגמל וההשתלמות, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח, מ-1 בינואר 2010 ואילך. ההמלצות צפויות להיכנס לתוקף בקרוב גם בנוגע לקרנות נאמנות, הנתונות לפיקוחה של רשות ניירות ערך.⁷⁰

בעקבות מסקנות הוועדות, מ-1 בינואר 2010 ואילך חויבו משקיעים מסוג גמל, פנסיה וביטוח⁷¹ לפרסם את מדיניותם בנוגע להשתתפות והצבעה באסיפות הכלליות. המדיניות משרטטת קווים מנחים לניתוח הצעות החלטה ממגוון סוגים (לדוגמה, עסקאות בעלי עניין, תגמול נושאי משרה, שינוי תקנון).⁷² החוזר גם חייב משקיעים מוסדיים לפרסם את אמות המידה ביחס לאיכות הממשל התאגידי ואופן ההצבעה בפועל של המשקיעים.

⁶⁶ תקנה 27 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (דוחות), התשנ"ה-1994.

⁶⁷ בעניין ביטוח חיים משתתף ברוחים ובעניין קופות גמל נכנסו לתוקף תקנות המסדירות השתתפות באסיפות כלליות בשנים 2001 ו-2002 בהתאמה.

תקנה 46 לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של המבטח וניהול התחייבויותיו), התשס"א-2001. תקנה 41ה1 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור וניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964.

⁶⁸ מסמך ועדת חמדני – הוועדה לבחינת הצעדים להגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים בשוק ההון: <http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/gemel/memos/hamdani2008.pdf>

⁶⁹ חוזר גופים מוסדיים 2009-9-11: <http://www.finance.gov.il/hon/2001/mosdiym/memos/2009-9-11.pdf>; תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009: <http://www.finance.gov.il/hon/2001/gemel/memos/tt2009-621.pdf>

⁷⁰ טיוטה להערות ציבור: תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים ובהצבעה לאישור הצעת רכש מיוחדת), התש"ע-2010: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_4659.pdf

⁷¹ ראו חוזר גופים מוסדיים 2009-9-11.

⁷² מבדיקתנו עולה כי חלק גדול מהגופים המוסדיים, שהם לקוחות של פועלים סהר, לא ניסחו מדיניות עצמאית אלא הפנו למסמך של הגורם המקצועי – "מדיניות הצבעה בעת הפעלת Proxy באסיפות כלליות". הדבר נובע בחלקו מהמלצות ועדת חמדני, אשר בין היתר התירה לגופים מנויים על ייעוץ פרוקסי להפנות למדיניות ההצבעה של גורם מקצועי, והכול במטרה לעודד שימוש בשירותים אלה.

מבנה שוק הייעוץ באסיפות כלליות

שוק הפרוקסי בישראל הוא כמעט נטול תחרות. ייעוץ פרוקסי מלא, המספק פתרון מקיף (ניתוח כלכלי, פלטפורמה ממוחשבת, תמיכה משפטית וייצוג באסיפות), ניתן בישראל רק על ידי חברה אחת.⁷³ ישנם עוד יועצי פרוקסי, אך הם קטנים יחסית מבחינת מספר הלקוחות שהם מעניקים להם שירותי מחקר, ומרביתם עוסקים רק בהצעות החלטה מהותיות, בלא מתן שירותים משפטיים ותפעוליים (כגון הנפקת אישורי בעלות וייצוג פיזי באסיפות).⁷⁴ חלק מהגופים המוסדיים מתמודדים עם היעדר התחרות בתחום ייעוץ הפרוקסי המלא בכך שהם מזמינים ניתוח כלכלי מגורם מקצועי קטן, ונעזרים בשירותי ייצוג באסיפות הכלליות ובמערך תפעולי המסופקים להם על ידי חברות לנאמנות או משרדי עורכי דין. גופים מוסדיים אחרים בוחרים להישען על מערך פנימי העוקב אחר האסיפות ומנתח את הנתונים.

למרות הצפי להתגברות התחרות בתחום שירותי הייעוץ לגופים מוסדיים לאור כניסתן לתוקף של המלצות ועדת חמדני,⁷⁵ התחום נשלט עד כה על ידי פועלים סהר בלבד. בלוח 2 ניתן לעיין בנתחי השוק של פועלים סהר לפי סוג המשקיע המוסדי.⁷⁶

מלוח 2 עולה כי נכון לסוף 2009, כ-46% מהגופים המוסדיים, המנהלים כ-68% מסך הנכסים המנוהלים, משתמשים בייעוץ הפרוקסי של פועלים סהר.⁷⁷ רוב ענף הביטוח נשען על שירותי ייעוץ פרוקסי (שמונה מתוך תשע חברות הביטוח, הפועלות בתחום ביטוח החיים, עשו מיקור חוץ לפונקציית הפרוקסי). גם רוב קרנות הפנסיה מעדיפות שלא להתעסק באנליזה פנימית של הצעות החלטה,⁷⁸ כאשר דווקא קרנות הפנסיה הגדולות ביותר – הקרנות הוותיקות – בולטות בנהירה אל שירותי הייעוץ. בקרב קופות הגמל התמונה שונה – פחות ממחצית שוק קופות הגמל מני על ייעוץ פרוקסי, ושיעור החברות המנהלות "המשתמשות" דומה לשיעור הנכסים המנוהלים בסיוע המלצות יועץ.

מכל הגופים המוסדיים, מנהלי קרנות נאמנות בולטים בשימוש מועט ביותר בשירותי ייעוץ פרוקסי. פחות משישית ממנהלי הקרנות מנויים על השירות, והיקף נכסיהם הוא כרבע מענף קרנות הנאמנות כולו.

⁷³ פועלים סהר הוקמה ב-1 ביולי 2003 על בסיס "גמול סהר שירותי בורסה בע"מ" (לשעבר: "סהר ניירות ערך והשקעות"), אשר הייתה חברה בבורסה ונרכשה על ידי בנק הפועלים. על הפעילויות הישנות (חבר בורסה, משמורת, תפעול ומערכות מידע) נוספה פעילות מחקר. ב-14 באוקטובר 2010 הודיעה חברת אנטרופי יועצים על רכישת פעילות המחקר מפועלים סהר.

⁷⁴ אנו מודעים לקיומו של לפחות יועץ פרוקסי אחד נוסף על פועלים סהר.

⁷⁵ חוזר גופים מוסדיים 2009-9-11.

⁷⁶ השיטה הנכונה ביותר לחישוב נתח השוק של פועלים סהר היא התבססות רק על ניירות ערך שאליהם נלוות זכויות הצבעה (נזכור כי חלק ניכר מנכסי קרנות הפנסיה הוותיקות הוא אג"ח מיועדות), אך לצורך חישובינו השתמשנו בסך כל הנכסים המנוהלים.

⁷⁷ באופן כללי ניתן לאפיין את שירותי הספקת המלצות ההצבעה כלוקים בבעיית הנוסע החופשי (free rider), אולם לדעתנו גופים מוסדיים ירצו להשתמש בהמלצה אם עומד מאחוריה גוף מקצועי אשר ניתן להעביר אליו חלק מהאחריות להצבעה. ובמילותיו של חוזר המפקח: "המלצת הצבעה של גורם מקצועי מהווה דרך פעולה נאותה בנסיבות בהן קיים חשש כי הגוף המוסדי מצוי בניגוד עניינים". הגורם שמגבש המלצות הצבעה גם מוריד את הלחץ של בעלי שליטה על גופים מוסדיים.

⁷⁸ התוצאה אינה מפתיעה, שכן היינו מצפים למתאם גבוה בין שוק הביטוח לשוק הפנסיה בסוגיית השימוש בשירותי ייעוץ, מפני שרובו של שוק קרנות הפנסיה החדשות מוחזק על ידי חברות ביטוח.

לוח 2

אפיון גופים מוסדיים לפי שימוש ב"ייעוץ פרוקסי הצבעות כלליות" של פועלים סהר¹

שיעור נכסים המנהלים עם המלצות	יתרת נכסים ליום 31/12/2009 (במיליון ש"ח) ²	שיעור השימוש בייעוץ מתוך כל החברות המנהלות	מספר החברות המנהלות המשתמשות בייעוץ פרוקסי	שיעור נכסים המנהלים עם המלצות
87.0	103,111	88.9	8	חברות ביטוח
45.2	125,083	44.2	38	קופות גמל
92.6	317,187	70.0	21	קרנות פנסיה
73.9	545,381	53.6	67	סך הכול מוסדיים (ללא קרנות נאמנות)
25.4	27,924	15.6	5	קרנות נאמנות ³
67.6	573,304	45.9	72	סך הכול מוסדיים

(1) הנחה: גוף מוסדי משתמש בייעוץ פרוקסי אם באתר האינטרנט שלו נמצא דו"חות הצבעה מעודכנים אשר הופקו על ידי פועלים סהר (הבדיקות של אתרי אינטרנט מעשו בשני תאריכים - 15.11.09 ו-1.2.10).

(2) הנתונים משלפו ממערכת "ביטוח-נט", "גמל-נט" ו-"פנסיה-נט" של משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון בתאריך 31.1.10. נתונים בעניין קרנות פנסיה ותיקות וקרנות נאמנות נלקחו מפרדקטיה ומתייחסים לתאריך 30.9.09.

(3) בהתבסס על תשובות מנהלי קרנות לשאלון בנושא שימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי. השאלון נשלח ל-30 מנהלי קרנות פעילים, ו-23 מהמנהלים, אשר טופסים נתח של כ-81% משוק קרנות נאמנות כולו, השיבו עליי. בעניין קרנות נאמנות אחרות הנחננו הנחה: מנהל קרן נאמנות משתמש בייעוץ פרוקסי אם הגוף השולט שלו משתמש בהמלצות בפעילויות אחרות: ביטוח, גמל, פנסיה.

למרות המבנה המונופוליסטי של השוק, עדיין יש בו מידת מה של דינאמיות מבחינת תנועת הלקוחות המוסדיים. כך, מספר לא מבוטל של גופים מוסדיים ביטלו הסכם עם הגורם המקצועי במשך השנים האחרונות (לדוגמה, עד מרץ 2009 סיפקה חברת פועלים סהר שירותי ייעוץ למנהלי קרנות אשר ניהלו כ-35% מסך הנכסים של קרנות הנאמנות⁷⁹). מצד אחר, יש משקיעים אשר הצטרפו לראשונה לשירותי ייעוץ פרוקסי בשנים האחרונות.

כדי לזהות אילו גופים מוסדיים, מבחינת גודלם, מעדיפים להוציא את פונקציית המחקר החוצה ואילו גופים מחליטים להשאיר בפנים, בחנו את ממוצע היקף הנכסים המנוהלים. בקרב חברות הביטוח וקופות הגמל לא נמצאו הבדלים בהיקף הנכסים הממוצע שבניהולן של שתי הקבוצות. לעומת זאת דווקא קרנות הפנסיה ומנהלי הקרנות הגדולים יותר בוחרים להירשם לשירותי פרוקסי (הבדלים של פי חמישה ופי שניים, בהתאמה)⁸⁰. הממצא מעניין משום שהיינו מצפים שדווקא גופים קטנים יותר, אשר ברשותם משאבים מוגבלים, ירבו להשתמש בשירותי ייעוץ פרוקסי. בחלק מהגופים המוסדיים החלטות ההצבעה נעשות כנראה ברמה של סוג הפעילות (גמל, פנסיה, ביטוח) ולא ברמה של הקבוצה. המסקנה עולה מכך שלפעמים גופים מוסדיים, השייכים לאותה קבוצת שליטה, מנויים על שירותי ייעוץ ואילו הגופים האחרים בקבוצה נמנעים מכך. אך ברוב הקבוצות, השימוש או אי-השימוש בשירותי ייעוץ מתואם בין כל סוגי הפעילות.

⁷⁹ ירידת נתח השוק של יועץ הפרוקסי בשוק מנהלי קרנות הנאמנות התרחשה כנראה לאור תקנות חדשות של רשות ניירות ערך המגבילות את נתח השוק של גורם מקצועי יחיד לרבע מכלל הנכסים המנוהלים על ידי גופים מוסדיים בישראל. טיטוה להערות הציבור: תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים ובהצבעה לאישור הצעת רכש מיוחדת), התש"ע-2010: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_4659.pdf

⁸⁰ יש לשים לב שבעניין קרנות הפנסיה, הנתון מושפע במידה ניכרת מקרנות פנסיה ותיקות בניהול מיוחד, המשתמשות בייעוץ (הקרנות הללו מהוות נתח גדול מאוד משוק קרנות הפנסיה כולו).

אחת הסיבות האפשריות לכך שאין תחרות בתעשיית ייעוץ הפרוקסי בישראל, היא חסמי הכניסה הפוטנציאליים והיתרונות לגוף הפועל בשוק. פעילות קסטודיאן (custodian) מייצרת בסיס לקוחות ואינפורמציה זמינים, ועשויה לתת יתרון של ממש לחברה גם בתחום הייעוץ והייצוג באסיפות.⁸¹ היכולת להציע חבילת שירותים (פרוקסי + קסטודיאן), הנתמכת גם במוניטין טוב ובקשרי לקוחות מסונפים, יכולה להוות חסם כניסה נוסף. הצעת חבילת שירותים מאפשרת סבסוד צולב המגדיל את הגמישות העסקית ומאפשר הורדת מחירים.

לדעתנו יש דמיון רב בין הנסיבות אשר אפשרו לשתי חברות ייעוץ הפרוקסי, ISS האמריקנית ופועלים סהר הישראלית, להיות דומיננטיות בשוקי ייעוץ הפרוקסי המקומיים. מחקר עדכני (Belinfanti, 2009) מציג דיון מפורט בגורמים הללו, הכוללים בין היתר את יתרון הראשוניות ("First mover advantage"), הנובע מפיתוח קשרים ענפים, עלויות החלפת יועץ, יתרון הראשוניות בבחירת משאבים וזכויות יוצרים בטכנולוגיות. יתרה מזו, תחום ייעוץ הפרוקסי בארה"ב, כמו מקבילו בישראל, סובל מתחרות מועטה המושפעת ביותר מחסמי כניסה גבוהים בתחום: סיקור מקיף של אסיפות בארה"ב ובעולם שמבצעת ISS וטכנולוגיות מתוחכמות הדורשות השקעות מסיביות.

לסיכום, תעשיית הפרוקסי בישראל, כמו בארה"ב, מתאפיינת בקיומה של חברת ייעוץ פרוקסי דומיננטית אחת, המהווה חסם של ממש לתחרות בתחום. מאפייני שוק הפרוקסי תרמו רבות לתחרות הדלה: לחברה, שכבר רכשה אמצעים טכנולוגיים מתוחכמים, התמחתה במיומנויות אנליטיות, ומבצעת סיקור רחב ביותר של אסיפות מחזיקים, הספקת שירות ללקוח נוסף ועדכון שירותיה ותחזוקתם כרוכה בעלות שולית נמוכה יחסית.

⁸¹ כך, לדוגמה, לקוחות של פועלים סהר המשתמשים בשירותי משמורת (קסטודיאן). פעילות שהתפתחה עוד בזמנה של חברת גמול, יכולים להוות בסיס התחלתי נאה לשירותי פרוקסי לאסיפות כלליות. יתר על כן, בהיותה קסטודיאן, פועלים סהר יכולה לזהות אילו גופים מוסדיים מחזיקים בנייר ערך מסוים. לכן יש לה יכולת לדעת בשביל אילו משקיעים מוסדיים היא צריכה להצביע באסיפה. לקוחות שירותי פרוקסי בלא משמורת בפועלים סהר חייבים לשלוח בכל בוקר קובץ עם פירוט ניירות הערך שהם מחזיקים. בסיס נתונים של החזקות מהווה מעין חסם כניסה ליועצי פרוקסי חדשים מפני שהוא חוסך לגופים המוסדיים זמן ובירוקרטיה הכרוכים בהעברה יומיומית של דו"חות החזקה.

בסיס נתונים

כל קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח הכלולות במדגם שלנו נעזרות בגורם מקצועי מייעץ – פועלים סהר – בעניין אופן ההצבעה באסיפות כלליות. לעומת זאת נתוני ההצבעה של מנהלי קרנות הנאמנות מתחלקים לשתי קבוצות: מנהלי קרנות המנויים על שירותי ייעוץ פרוקסי חיצוני ומנהלי קרנות הנעזרים בניתוח פנימי.

איסוף נתוני ההצבעה של קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח נעשה מאתרי אינטרנט של הגופים המוסדיים.⁸² לצורך עריכת המחקר נשלפו רק דו"חות הצבעה אשר הופקו על ידי פועלים סהר (נספח 1).⁸³ רוב הדו"חות עוסקים בהצבעות של גוף מוסדי בשנתיים שקדמו לתאריך פרסומם, אך יש גם דו"חות אחדים המכסים תקופות קצרות יותר (בדרך כלל שנה לאחור). מדגם ההצבעות שלנו משתרע על פני תקופה של כשלוש שנים (פברואר 2007 עד דצמבר 2009).⁸⁴

לוח 3

מספר האסיפות הנכללות בבסיס הנתונים						
אחוז אסיפות כלליות של בעלי מניות מתוך סך אסיפות בבסיס			סך אסיפות ¹ בבסיס הנתונים			
2009	2008	2007	2009	2008	2007	
69%	91%		89	78		ינאר
52%	80%	100%	64	60	11	פברואר
70%	83%	95%	61	53	22	מרץ
58%	78%	100%	72	67	27	אפריל
62%	85%	97%	89	97	36	מאי
69%	74%	93%	100	93	41	יוני
69%	79%	95%	106	91	57	יולי
70%	83%	98%	101	83	63	אוגוסט
66%	76%	89%	100	83	45	ספטמבר
70%	79%	92%	92	90	66	אוקטובר
68%	71%	87%	22	59	70	נובמבר
71%	57%	84%	35	136	129	דצמבר
66%	77%	91%	931	990	567	סה"כ

(1) כולל אסיפות בכל סוגי ניירות הערך.

בלוח 3 מוצגים נתונים בעניין מספר האסיפות,⁸⁵ בכל סוגי ניירות הערך יחד, אשר עליהן התבסס הניתוח האמפירי שיובא בהמשך המחקר. השוואת בסיס הנתונים שנדגמו ביחס לסך האסיפות שבהן נתנה פועלים סהר המלצה וביחס לכמות הכוללת של האסיפות בשוק בתקופת המחקר מצביעה על חשיפה גבוהה יחסית – יותר מ-80% ויותר מ-70% בהתאמה. בחודשים נובמבר ודצמבר של שנת 2009 ובשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 החשיפות הן נמוכות יותר. בסך הכול נדגמו במדגם שלנו כ-2500 אסיפות במגוון ניירות ערך, רובן ככולן אסיפות כלליות של בעלי מניות.

⁸² איסוף נתוני ההצבעה של הגופים המוסדיים נעשה בנובמבר ודצמבר 2009. כדי לאתר כתובות אינטרנט של משקיעים מוסדיים השתמשנו ברשימת המשקיעים של משרד האוצר, שוק ההון, ביטוח וחיסכון.

⁸³ הדו"חות מופיעים בפורמט PDF, ולכן נאלצנו להמירם לפורמט אקסל. בבסיס הנתונים הגולמי באקסל תוקנו טעויות טכניות (אשר הופיעו בדו"חות שהפיקה פועלים סהר) ונעשה זיהוי החברות לפי מספר המנפיק בבורסה לניירות ערך (בדו"חות פועלים סהר המזהה היחיד של החברות היה שמן).

⁸⁴ תקופת המדגם התארכה לפרק זמן של יותר משנתיים (דו"ח סטנדרטי של יועץ פרוקסי) מכמה סיבות. הסיבה העיקרית היא שפרסום הדו"חות על ידי הגופים המוסדיים לא נעשה בצורה אחידה: חלק מהגופים הקפידו לפרסום תדיר ואילו חלקם עדכנו את דו"חות ההצבעה רק אחת לכמה חודשים. מצד אחר גם איסוף הדו"חות ארך חודשיים.

⁸⁵ בסיס הנתונים הראשי מתאר את אופן ההצבעה של כל גוף מוסדי שנבחן במדגם שלנו, ולכן כל הצעת החלטה חוזרת בו מספר פעמים שווה למספר המשקיעים המוסדיים שהשתתפו בהצבעה. בעזרת צמצום בסיס הנתונים של הצבעות הגופים המוסדיים יצרנו רשימת אסיפות שבה כל אסיפה וכל הצעת החלטה באסיפה מצוינות רק פעם אחת (ראו לוח 3).

כדי שבסיס נתונים יכלול את אופן ההצבעה של כל סוגי הגופים המוסדיים וגם את הצבעתם של גופים אשר אינם מנויים על שירותי ייעוץ פרוקסי, אספנו נתוני הצבעה גם של קרנות נאמנות. להבדיל משאר הגופים המוסדיים, מנהלי קרנות נאמנות מדווחים על אופן הצבעתם באמצעות מערכת המגנא (מערכת גילוי נאות אלקטרונית) של רשות ניירות ערך, מה שמאפשר דיווח אחיד ועקבי לאורך זמן.⁸⁶ דיווחי ההצבעה של קרנות הנאמנות תמיד מופיעים ברמה של מנהל הקרן. בתקופת המדגם (פברואר 2007 עד דצמבר 2009), אותרו 39,620 מקרי הצבעה על ידי מנהלי קרנות נאמנות. מתוך ההצבעות השתמשו ב-24,790 תצפיות שבהן נמצאה המלצת הצבעה. פועלים סהר איננה מפרסמת דו"חות הצבעה לקרנות נאמנות מאחר שהמידע הופך כאמור לפומבי דרך מערכת המגנא. מידע על שימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי אינו מופיע גם באתרי האינטרנט של מנהלי הקרנות, ולכן פנינו אליהם בבקשה למלא שאלון בנושא השימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי באסיפות כלליות.

השאלון נשלח ל-30 מנהלי קרנות פעילים (נכון לתחילת שנת 2010), ו-23 מהמנהלים, אשר טופסים נתח של כ-81% משוק קרנות נאמנות כולו, השיבו עליו. מתשובותיהם עולה כי ארבעה ממנהלי הקרנות שמילאו את השאלון משתמשים כיום או השתמשו בעבר בשירותי ייעוץ פרוקסי של פועלים סהר,⁸⁷ שישה אינם עושים מיקור חוץ בשום שלב בתהליך השימוש בפרוקסי. שאר 13 מנהלי הקרנות משתמשים בשירותיהם של שני משרדי עורכי דין וחברה לנאמנות אחת. להבדיל מפועלים סהר, הגופים הללו מספקים שירותים חלקיים של מערך תפעולי, ייצוג פיזי באסיפות וייעוץ משפטי (לרוב בנוגע לחובת ההשתתפות בכל אחד מהנושאים שעל סדר היום). אשר למנהלי קרנות אשר לא השיבו על השאלון, הנחנו לצורך המחקר שאם קבוצה/בית השקעות, שהמנהל שייך להם, משתמשים בשירותי ייעוץ של פועלים סהר בפעילויות אחרות (גמל, פנסיה או ביטוח), אזי אותו מנהל קרנות נאמנות מני גם כן על שירותי הייעוץ.

כדי שנוכל לדעת מה המשמעות והחשיבות של כל הצעת החלטה המובאת להצבעה, מיינו את הצעות ההחלטה לפי נושאים (לוח 4). רוב המיון התבסס על התיאור המילולי של הצעת ההחלטה שהופיע בדו"חות של פועלים סהר, ובמקרים בעייתיים פנינו גם לדיווחי התאגידים על כינוס האסיפות ותוצאותיהן במאיה (מערכת האינטרנט להודעות החברות) ונוסף על כך השוינו את המיון שלנו לדו"חות מיידיים על עסקאות בין חברה לבין בעל שליטה בה (ת139).⁸⁸ יש לציין שחוץ מהצעות תגמול בכירים (מנכ"ל ויו"ר), לא נעשה מיון לפי הרוב הנדרש (רגיל או מיוחס) לאישור הצעות ההחלטה. היעדר מיון זה עלול להתבטא בשונות מסוימת בין הרוב הנדרש בחוק ולבין הרוב שהנחנו שנדרש בתוך קבוצות הצעות ההחלטה, אך מיון לפי נושא ההצעה אמור להוות אינדיקטור נאות לתמיכה הנדרשת.

⁸⁶ דו"ח על השתתפות מנהל קרן באסיפה כללית של תאגיד (טופס ק012).

⁸⁷ חלק מהגופים אשר השיבו על השאלון לא ציינו תאריכים מדויקים של תחילת ההתקשרות עם פועלים סהר ו/או סימה. במקרים הללו הנחנו שהגופים היו מנויים על שירותי ייעוץ הפרוקסי במשך כל תקופת המדגם שלנו.

⁸⁸ כדי לוודא שמיון הצעות ההחלטה לנושאים שביצענו (לוח 4) הוא מדויק, השוינו את הנתונים שלנו לנתונים המופיעים בדו"חות ההזמנה לאסיפות התאגידים. מהבדיקה (נספח 2) עולה שמתקיימת התאמה כמעט מלאה בקטגוריות הבאות: מינו/פיטורין של דירקטורים, מינוי דירקטור חיצוני והסמכת יו"ר דירקטוריון למלא תפקיד מנכ"ל. בקטגוריית עסקאות עם בעלי עניין, שהיא הקשה ביותר לסיווג, הגענו להתאמה של כ-70%.

לוח 4

מיון הצעות החלטה ¹	
1565	1 דירקטוריון
52	1.1 תפקידי יו"ר ומנכ"ל
2	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל הפרדת תפקידי יו"ר ומנכ"ל
937	1.2 מינו/פיטורי דירקטורים
7	מינוי דירקטורים פיטורי דירקטורים
517	1.3 מינו/פיטורי דח"צים
1	מינוי דח"צים פיטורי דח"צים
16	1.4 מינוי יו"ר דירקטוריון
6	1.5 שחרור דירקטוריון מנהל או מפקח מאחריות לדו"חות כספיים ²
11	1.6 מאפייני דירקטוריון ³
6	1.7 שיפור בזכויות הנלוות למניות ⁴
10	1.8 פגיעה בזכויות הנלוות למניות ⁵
609	2 תגמול בכירים ועובדים⁶
112	2.1 תגמול למנכ"ל ויו"ר
1	אישור תגמול למנכ"ל
161	2.2 תגמול לדירקטורים ונשאי משרה אחרים
298	אישור הפחתת תגמול למנכ"ל
1	אישור תגמול ליו"ר
36	2.3 תגמול לדח"צים
386	3 ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה ודירקטורים⁷
759	4 עסקאות/התקשרות עם בעלי עניין⁸
391	4.1 עסקאות עם בעלי עניין ⁸
203	4.2 הסכם ניהול/ייעוץ עם בעל שליטה ⁹
4	אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה
161	4.3 ביטול הסכם ניהול עם בעל שליטה
144	5 מבנה הון
63	5.1 הגדלת הון מניות רשום
11	5.2 שינויים בהון המניות המונפק ¹⁰
70	5.3 חלוקת דיבידנד
1019	6 איגרות חוב וכתבי אופציה
726	6.1 תהליך הסדר חוב ¹¹
65	6.2 אישור הסדר ¹²
69	6.3 שינוי תנאי שטרי נאמנות
5	6.4 מינו/החלפת נאמן אג"ח
57	מינוי נאמן אג"ח ¹³
97	החלפת נאמן אג"ח
851	7 מינוי רואה חשבון מבקר
843	7.1 מינוי ר"ח
8	7.2 הפסקת כהונה של ר"ח
194	8 שינויים בתקנון חברה
1294	9 כללי
1170	9.1 דיווחים ודיונים ¹⁴
124	9.2 נושאים מנהלתיים ¹⁵
29	10 נושאים נוספים שיעלו על סדר היום באסיפה
6850	סה"כ

- (1) הצעות אשר המלצת יועץ הפרוקסי הייתה חסרה בהן לא נכנסו ללוח.
- (2) דירקטוריון מפקח - מקביל בהתאמות מסוימות לדירקטוריון, דירקטוריון מנהל - מקביל בהתאמות מסוימות להנהלת החברה.
- (3) הצעות החלטה הדנות בהרכב דירקטוריון, דירקטוריון מדרג, ועדת ביקורת, כשירות, עצמאות ומספר דירקטורים.
- (4) דוגמה: מספר הדירקטורים שאינם תלויים, לרבות הדירקטורים החיצוניים, לא יפחת משלושה.
- (5) דוגמה: הענקת סמכות לדירקטוריון לבטול זכות קדימה של בעלי המניות בלי לבקש את אישור האסיפה.
- (6) ההצעות נוגעות בכל מרכיבי התגמול: שטר, בונוסים, תגמול הוני (הקצאת אופציות ושינוי תנאי אופציות, הקצאת מניות).
- (7) לא כולל ביטוח, שיפוי ופטור לבעלי שליטה.
- (8) חלק גדול מההתקשרויות נעשו מול בעלי שליטה או חברות שבשליטתם, חלק קטן מהמקרים דנים בתנאי כהונה והעסקה של דירקטורים בתפקידים אחרים. הסעיף כולל גם הקצאות פרטיות (מניות, אופציות, כתבי אופציה) אשר לבעלי שליטה בחברה יש עניין באישור.
- (9) תנאי כהונה והעסקה של בעל שליטה או קרובי משפחתו לרבות כל מרכיבי התגמול והשינויים בהם (שינוי תנאי אופציות).
- (10) איחוד או פיצול הון.
- (11) לרבות הצעות החלטה כמו אישור העקרונות לציגות אשר יהווה בסיס למ"מ להסדר, הסכמה ללכת להליך של גישור, מינוי/איחוד נציגות אג"ח והוראות שלה לנאמן אג"ח.
- (12) ברוב המקרים - אישור הסדר סופי, לעתים נדירות - אישור הסדר עקרוני/עקרונות הסדר/מתווה להסדר.
- (13) לרוב אישור המשך כהונת נאמן.
- (14) דוגמאות: דיון בדו"חות כספיים, דיווח על אודות שטר ר"ח, דיווח החברה בדבר מצב עסקיה.
- (15) אישור החלטות ניהוליות שוטפות כגון אישור דו"ח ועדת ביקורת, ביטול רישום למסחר בלונדון, שינוי שם התאגיד, שינוי מתכנת הדיווח, אימוץ מדיניות תגמול כחלק ממדיניות הממשל התאגידי בחברה.

הצבעות גופים מוסדיים

שיעור התמיכה⁸⁹ הכללי בהצבעות של גופים מוסדיים ("משתמשים" ו"לא משתמשים" כאחד) מוצג בעמודה הראשונה בלוח 5.90 הצעות עם פוטנציאל יחסית גבוה לניגוד עניינים (כגון איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל, תגמול בכירים ותגמול נושאי משרה אחרים, שינויים בתנאי אופציות) מקבלות תמיכה נמוכה מהממוצע מגופים מוסדיים. מצד אחר, הצעות החלטה "סטנדרטיות" (כגון מינוי דירקטורים; ביטוח, שיפוי ופטור; שינויים במבנה ההון) נהנות מאחוזי תמיכה גבוהים. הממצא המעניין ביותר הוא שעסקאות בעלי עניין והסכמי ניהול עם בעלי שליטה מקבלים יד תומכת ממשקיעים מוסדיים. השוואת הממצאים לתוצאות שהתקבלו במחקרם של חמדני ויפה (2010)⁹¹ מראה שברוב קטגוריות הצעות ההחלטה מידת התמיכה היא דומה בשני המחקרים (לדוגמה, אחוזי ההצבעה "בעד" בנושאי תגמול הם מהנמוכים, תמיכה בעסקאות בעלי עניין היא גבוהה). אך בשתי קטגוריות, איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל ואישור הסכם ניהול עם בעל שליטה, נמצאו הבדלים של ממש בין מחקרם של חמדני ויפה ובין מחקרנו. לדעתנו, המלצות ועדת גושן, שפורסמו בסוף שנת 2006, הן שהביאו לידי ההבדל הראשון בממצאי שני המחקרים (תקופת המדגם של חמדני ויפה היא שנת - 2006) – גישה מחמירה יותר של הגורם המקצועי להצעות איחוד התפקידים, ואף תמיכת מוסדיים "לא משתמשים" נמוכה יחסית.

הצעות אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה נהנו, לפי מחקרנו, מתמיכה דומה לתמיכה הממוצעת על פני כל המדגם, להבדיל מאחוז התמיכה הנמוך ביותר אשר נמצא במחקרם של חמדני ויפה (2010). ההבדלים נובעים מהרכב שונה של הקטגוריה בשני המחקרים⁹² ומשיעור גבוה של המלצות חיוביות במדגם שלנו. בנייתן ההשוואתית לעיל בין שני המחקרים לא מצאנו לנכון להשוות בין שיעורי תמיכה קונקרטיים מפני שרוב ההבדלים נובעים משוני במדגמי הגופים המוסדיים.⁹³ השוואת שיעורי ההצבעה "בעד" על ידי גופים מוסדיים המנויים על שירותי ייעוץ פרוקסי לאלה שאינם מנויים (לוח 5, עמודות 2 ו-3 בהתאמה) מגלה שהפער בין שיעורי התמיכה של שתי הקבוצות אינו קבוע ועשוי להשתנות מקטגוריה לקטגוריה. כך, לדוגמה, גופים "לא משתמשים" נוטים יותר לאשר הצעות איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל, הצעות תגמול למנכ"ל ושינויים בתנאי כתבי אופציה ותקנון. מצד אחר, גופים שהם לקוחות הגורם המקצועי תומכים יותר בהצעות אישור תגמול ליו"ר, ביטוח, שיפוי ופטור, אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה ועסקאות עם בעלי עניין.

⁸⁹ השיעור מבוסס על מקרי הצבעה "בעד" ו"נגד" ואינו מתחשב באחוזי ההחזקה בהון המונפק של החברה.

⁹⁰ תיאור מלא ניתן למצוא בנספח 3.

⁹¹ צריך להתחשב בכך שמדגם המשקיעים המוסדיים אצלנו מוטה כלפי גופים משתמשים, ולכן תוצאות ההצבעה מושפעות במידה ניכרת מהמלצת ההצבעה. הא ראה שאחוזי ההצבעה "בעד" על ידי גופים "לא משתמשים" (לוח 5, עמודה 3) דומים ביותר לנתונים מקבילים של חמדני ויפה ותומכים בטענה שמדגמי המשקיעים המוסדיים בשני המחקרים הם נבדלים. זאת ועוד, נתוני ההצבעה אצל חמדני ויפה (2010) מפולחים לפי הרוב הנדרש לקבלת ההצעה, ואילו אצלנו בדיקת הרוב הנדרש (רגיל או מיוחס) נעשתה רק בנוגע להצעות תגמול ליו"ר ומנכ"ל, ושאר ההצעות פולחו רק לפי נושא.

⁹² להבדיל מחמדני ויפה (2010), אשר הכניסו את כל הצעות התגמול לבעל השליטה לקטגוריה אחת, אנו פילחנו את ההצעות לשתי קבוצות: קבוצה אחת של "אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה", וקבוצה אחרת של מקרים שבהם בעל השליטה או קרובו כיהנו בתפקיד המנכ"ל או היו"ר, שאז ההצעה מוניה כ"אישור תגמול למנכ"ל (ברוב מיוחד)" ו"אישור תגמול ליו"ר (ברוב מיוחד)", בהתאמה.

⁹³ כך, לדוגמה, שיעורי התמיכה בהצעות ביטוח, שיפוי ופטור שונים במידה ניכרת, אך כנראה השוני מושפע, בחלקו הגדול, משיעור גבוה של המלצות חיוביות.

שתי העמודות האחרונות בלוח 5 מציגות את תוצאות האסיפות של בעלי המניות. בעמודה הראשונה התחשבנו רק בהצעות שהיו להן תוצאות "בעד" ו"נגד", כלומר נבחרו רק הצעות החלטה אשר הייתה הצבעה בהן ובעקבותיה התקבלו ההצעות או נפלו. יצרנו משתנה נוסף הכולל גם הצעות אשר נדחו למועד אחר⁹⁴ או הורדו מסדר היום/בוטלו עוד לפני תחילת אסיפה. ניתן לטעון שהיעדר הבדלים של ממש בין אחוזי האישור מעיד על קיום משא ומתן מוקדם אינטנסיבי בין ההנהלה לבין גופים מוסדיים ומשקיעים אחרים.⁹⁵ מהשוואת הנתונים מתברר כי הצעות איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל הן המועדות ביותר להורדה מסדר היום, כאשר ההנהלה ובעלי השליטה נוכחים סמוך למועד ההצבעה כי הנושא אינו צפוי להשיג את התמיכה הנדרשת, והם מחליטים להורידו מסדר היום.

לוח 5

תיאור נתוני הצבעה בזכויות הנלוות למניות ¹						
נתוני אסיפות ³		נתוני הצבעות				
אחוז הצעות שהתקבלו ⁴	אחוז הצעות	אחוז הצבעות בעד			מיון הצעות החלטה לפי נושא	
		אחוז המלצות בעד ²	מוסדיים לא משתמשים (רק קרנות נאמנות)	מוסדיים משתמשים		כל הגופים המוסדיים
72.5	78.7	50.5	61.7	56.4	57.7	דירקטוריון
99.8	100.0	81.5	87.3	81.5	81.8	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
97.3	100.0	58.7	70.4	53.7	56.4	מיני דירקטורים
100.0	100.0	99.5	78.8	90.0	88.1	מיני דח"צים
100.0	100.0	0.0	26.7	0.0	6.4	מיני יו"ר דירקטוריון
100.0	100.0	49.6	62.1	55.5	56.8	שחרר דירקטוריון מנהל או מפקח מאחריות לדח"חות כספי
100.0	100.0	100.0	96.7	100.0	99.3	מאפיין דירקטוריון
90.0	90.0	0.0	31.8	0.0	10.5	שיפור בזכויות הנלוות למניות
						פגיעה בזכויות הנלוות למניות
						תגמול בכירים ועובדים
97.2	97.2	44.4	51.8	41.5	44.5	אישור תגמול למנכ"ל
100.0	100.0	37.9	52.8	34.6	39.7	חב רגיל
94.4	94.4	55.7	50.2	54.3	53.0	חב מיוחד
97.5	99.4	70.1	60.2	68.8	66.7	אישור תגמול ליו"ר
99.0	100.0	67.1	62.2	66.2	65.3	חב רגיל
94.9	98.2	77.2	55.7	74.8	70.0	חב מיוחד
97.2	98.1	55.0	58.7	54.4	55.4	אישור תגמול לדירקטורים ונושאי משרה אחרים
96.4	96.4	81.4	64.0	79.6	77.0	אישור תגמול לדח"צים
						ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה ודירקטורים
97.3	99.2	86.7	82.1	86.8	85.6	ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה ודירקטורים
						עסקאות עם בעלי עניין
97.8	99.4	92.1	84.2	91.4	89.6	עסקאות עם בעלי עניין
98.5	98.5	88.1	67.0	86.2	80.6	אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה
91.3	94.2	88.2	75.1	89.7	85.7	ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה
						מבנה הון
96.6	98.2	92.3	96.3	92.7	93.6	הגדלת הון מניות רשום
88.9	88.9	98.3	100.0	97.0	97.7	שינויים בהון המניות המונפק
100.0	100.0	99.7	96.2	99.8	99.6	חלוקת דיבידנד
						כתבי אופציה
92.9	92.9	65.2	74.6	67.7	69.6	שינויים בתנאי כתבי אופציה
						שינויים בתקנון
94.1	95.7	59.5	62.8	60.5	61.0	שינויים בתקנון חברה
96.9	98.1	77.4	72.9	77.2	76.3	סה"כ

(1) הטבלה מתבססת רק על הצעות החלטה עם המלצה "בעד" או "נגד", שבהן הגוף המוסדי הצביע "בעד" או "נגד".
(2) מתבסס על נתוני הצבעות, כלומר כל המלצה בעניין הצעת החלטה ספציפית מופיעה בחישוב השיעור מספר פעמים השווה למספר ההצבעות "בעד" או "נגד" של הגופים המוסדיים המשתתפים בהצבעה בעניין אותה הצעת החלטה.
(3) החישוב מתבסס על נתונים שבהם כל הצעות החלטה ספציפית מופיעה רק פעם אחת.
(4) כולל רק הצעות החלטה אשר בהן התוצאה הסופית של האסיפה הייתה "בעד" או "נגד".
(5) כולל רק הצעות החלטה אשר בהן התוצאה הסופית של האסיפה הייתה "בעד", "נגד", "הורד מסדר היום", "נדחה", "מבוטל".

⁹⁴ לדוגמה, אם גופים מוסדיים מתנגדים להצעה מסוימת, אזי לפעמים דוחים אותה למועד אחר כדי "ליישר קו" עם דרישותיהם.

⁹⁵ משא ומתן מוצלח מאפשר להגיע לקונצנזוס בין הצדדים ובעקבותיו ההנהלה יכולה להעלות את הנושא לדיון באסיפה הכללית. מצד אחר אם המשא ומתן נכשל, ולפי הערכה של הנהלת התאגיד לא יושג הרוב הדרוש, אזי ההצעה לא תעלה על סדר היום של האסיפה.

צריך להדגיש שבשתי קטגוריות אשר אינן מיטיבות עם בעלי מניות המיעוט – פגיעה בזכויות הנלוות למניות⁹⁶ ושחרור דירקטוריון מנהל ומפקח מאחריות לדו"חות כספיים – שיעור ההצבעה "בעד" של גופים "לא משתמשים" עמד על כ-32% ו-27% בהתאמה. כל ההצעות מהסוגים הללו קיבלו המלצה שלילית מהגורם המקצועי, ושום גוף "משתמש" לא סטה מההמלצה.

בלוח 6 מוצג פילוח הצבעות הגופים המוסדיים לפי סוג בעל שליטה בהם: ממשלה, עמיתים⁹⁷ וגופים מסחריים.⁹⁸ בדומה לתוצאות של חמדני ויפה (2010), נמצא גם אצלנו שגופים מסחריים (שתי הקבוצות האחרונות בלוח 6) תומכים בהצעות הנהלה יותר מאשר קרנות פנסיה בניהול ממשלתי. יש לציין שממצאינו בעניין גופים המוחזקים על ידי עמיתים, גופים מוסדיים שאמורים להיות בלתי תלויים, שונים לחלוטין ממצאיהם של יפה וחמדני. אצל יפה וחמדני שיעור ההתנגדות של הגופים הללו היה הגבוה ביותר, ולעומת זאת אצלנו נמצא שקופות הנשלטות על ידי עמיתים נוטות לתמוך בהצעות המובאות לאישור האסיפה הכללית באותו שיעור שגופי פנסיה, גמל וביטוח מסחריים עושים זאת. התוצאות זהות גם כאשר מביאים בחשבון רק הצעות עם פוטנציאל לניגודי עניינים.⁹⁹

התבוננות מעמיקה בנתוני ההצבעה של גופים המוחזקים על ידי עמיתים העלתה שינוי גוף אחד (הע"ל, קרן פנסיה) הבולט בשיעור תמיכה גבוה (כ-99.2%) ובסטייה כמעט מוחלטת מהמלצות היועץ להצביע "נגד" (הע"ל, אשר מנוייה על שירותיו של יועץ הפרוקסי, הצביעה "בעד" ב-96.4% מהמקרים של ההמלצות השליליות).¹⁰⁰ הוצאת הקרן מהמדגם מורידה את שיעור ההצבעות "בעד" של גופים בבעלות עמיתים באחוז אחד, עד לרמה של 77.1%. ההתאמה מקרבת את הממצאים שלנו אל הממצאים המקבילים של חמדני ויפה (2010), אך עדיין שיעור התמיכה של מנהלי קרנות "לא משתמשים" הוא נמוך יותר בהשוואה לגופים בבעלות העמיתים.¹⁰¹

אצל רוב הגופים "המשתמשים", שיעורי ההמלצה וההצבעה "בעד" הם דומים מאוד. לעומת זאת, אצל הגופים שנמצאים בבעלות ממשלתית שיעור התמיכה נמוך יותר, משום שהגופים מאמצים המלצה שלילית כמעט תמיד ונוטים לסטות בשיעור יחסית גבוה מהמלצה "בעד" (איור 2). גופים "משתמשים" אחרים סוטים מהמלצות היועץ "בעד" ו"נגד", אך בסופו של דבר שתי הסטיות מבטלות זו את זו.

⁹⁶ לרבות הצעות החלטה כגון: "תיקון תקנון החברה המתייחסים לעניין חלוקת דיבידנד, כך שלאחר השינוי קבלת החלטה על חלוקת דיבידנד תתקבל בדירקטוריון החברה, וזאת מבלי שתבוא לאישורה של האסיפה הכללית"; "להעניק לדירקטוריון את הסמכות להקצות את ניירות הערך המותרים, בתמורה במזומן, ומבלי להציעם קודם לבעלי המניות הקיימים בחברה"; "הענקת סמכות לדירקטוריון לקבוע ביטול של זכות קדימה הקיימת לבעלי המניות בהקצאות/עסקאות עתידיות של מניות במזומן וזאת מבלי לבקש את אישור האסיפה".

⁹⁷ קבוצת הגופים המוסדיים המוחזקים על ידי עמיתים כוללת את כל הגופים הלא מסחריים אשר להם, לפחות מבחינה תיאורטית, אין שום אינטרסים נוספים מלבד טובת העמיתים והחוסכים בהם.

⁹⁸ חמדני ויפה (2010) התייחסו לפילוח הזה כאל אידיקאטור של קשרים עסקיים בין משקיעים מוסדיים לבין תאגידים.

⁹⁹ הצעות בעלות פוטנציאל גבוה לניגודי עניינים: אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה; עסקאות עם בעלי עניין; אישור תגמול למנכ"ל; אישור תגמול ליו"ר; ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה; אישור תגמול לדירקטורים ונושאי משרה אחרים; שינויים בתנאי כתיב אופציה.

¹⁰⁰ הע"ל, קרן פנסיה ותיקה ומאוזנת, הייתה בבעלות הסתדרות העובדים הלאומית עד שנתגלו כשלים בהתנהלות הקרן. באוגוסט 2008 הועברה הקרן לניהול מורשה של יעל אנדרון. בתחילת שנת 2010 נקנתה הקרן על ידי בית ההשקעות פסגות.

¹⁰¹ לדעתנו אין אפשרות להשוות ממצאים בין המחקרים בלי להתחשב בהמלצות יועץ הפרוקסי אשר להן השפעה ישירה על הגופים "המשתמשים".

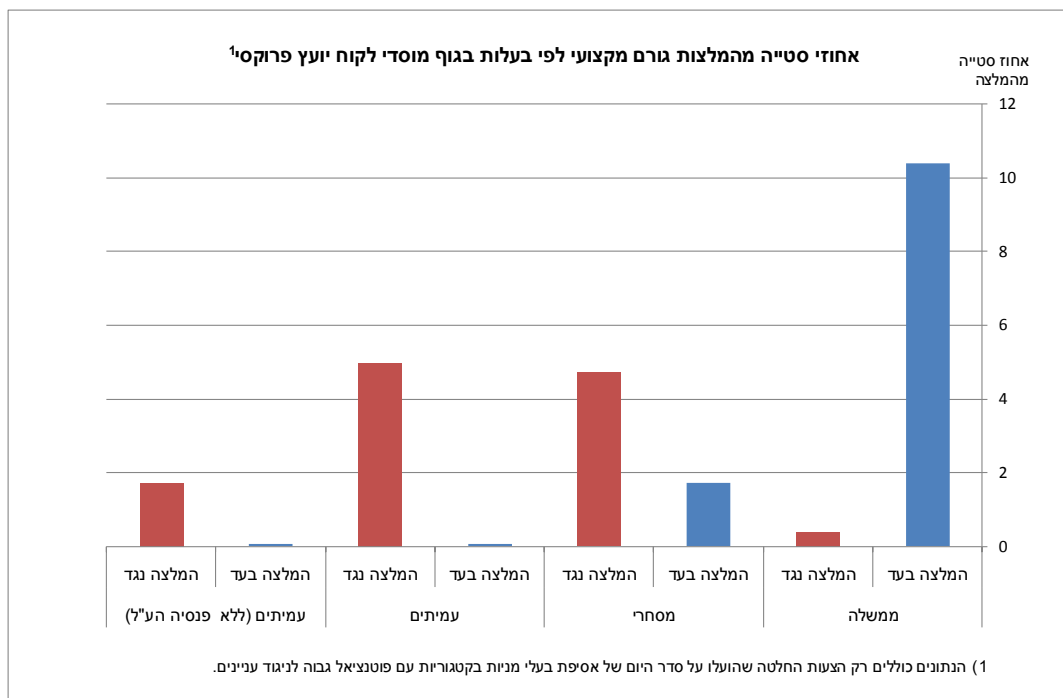
לוח 6

הצבעות גופים מוסדיים בכל סוגי הצעות החלטה ¹					
מספר התצפיות	אחוז המלצות בעד ²	אחוז הצבעות בעד	אחוז החזקה ממוצע	שימוש בייעוץ פרוקסי	סוג הגוף המוסדי
6,703	77.7	71.1	0.14	משתמש	קרנות פנסיה בניהול מיוחד
6,931	76.7	78 (77.1) ³	0.09	משתמש	בבעלות של כלל העמיתים
13,070	75.7	72.9	0.29	לא משתמש	קרנות נאמנות
6,086	78.8	79.1	0.23	משתמש	שאר - פנסיה, גמל וביטוח
27,311	77.9	78.1	0.37	משתמש	

(1) הטבלה מתבססת רק על הצעות החלטה עם המלצה "בעד" או "נגד", שבהן הגוף המוסדי הצביע "בעד" או "נגד".
 (2) מתבסס על נתוני הצבעות, כלומר כל המלצה בעניין הצעת החלטה ספציפית מופיעה בחישוב השיעור מספר פעמים השווה למספר ההצבעות "בעד" או "נגד" של הגופים המוסדיים המשתתפים בהצבעה בעניין אותה הצעת החלטה.
 (3) בסוגריים מוצג שיעור הצבעות "בעד" על ידי גופים מוסדיים הנמצאים בבעלות של כלל העמיתים, ללא קרן פנסיה הע"ל.

מלוח 6 עולה גם שמנהלי קרנות "לא משתמשים" הצטיינו בשיעור התנגדות גבוה יחסית, ובדומה לקרנות פנסיה בניהול ממשלתי, ניתוח אקונומטרי של טבלת השכיחויות להצבעה "בעד" הצביע על מקדם שלילי ומובהק מאוד של הקבוצה. ייתכן שמנהלי הקרנות אימצו גישה קונסרבטיבית יותר מאחר שאין להם גורם מקצועי מייעץ אשר אפשר להסתמך על הניתוח שלו ולהעביר אליו חלק מהאחריות לקבלת החלטת ההצבעה. התוצאות נשמרות גם כאשר בוחנים רק הצעות שיש בהן פוטנציאל לניגוד עניינים.

איור 2



אחד הפרמטרים החשובים בתהליך הפרוקסי הוא שיעור ההשתתפות של הגופים המוסדיים בהצבעה באסיפה הכללית. השיעור מראה את אחוז ההצבעות האקטיביות ("בעד" ו"נגד") מתוך סך ההצבעות האפשריות בעניין הצעות החלטה שעמדו על סדר היום של האסיפות של תאגידים שניירות ערך

שלהם הוחזקו על ידי הגופים.¹⁰² במילים אחרות, ברצוננו להעריך את היקף הצעות ההחלטה אשר הגופים המוסדיים לא השמיעו את קולם בעניין מסיבות טכניות (לדוגמה, לא הונפק אישור בעלות בזמן), בעקבות שיקול דעת שלפיו החלטה מסוימת, שהחוק מאפשר שלא להשתתף בה, אינה חשובה מספיק או מכל סיבה אחרת.

הרגולטור חייב גופים מוסדיים להגיש דו"ח על דרך הצבעתם במקרים שבהם הגופים השתתפו באסיפה, אך מבדיקת ההצעות של מנהלי קרנות הנאמנות עולה שלרוב אינם מדווחים על אי-הצבעה בנוגע להצעות החלטה שעמדו על סדר היום של אסיפה שבה השתתפו הגופים הללו. הקרנות גם אינן מדווחות על אסיפות שבהן לא השתתפו כלל. מצד אחר, פועלים סהר, המשרתת את כל שאר הגופים במדגם שלנו, מפיקה דו"חות לכל האסיפות אשר התקיימו בנוגע לניירות ערך המוחזקים על ידי הגוף המוסדי, מה שמאפשר לחשב במדויק את שיעור ההשתתפות של הגופים המוסדיים. כדי לחשב את שיעורי ההשתתפות של מנהלי קרנות הנאמנות, שחזרנו את כל אותן הצעות החלטה שבהן יכלו הגופים להשתתף אך לא עשו כן ולא דיווחו על כך.¹⁰³

לוח 7

שיעור ההשתתפות ¹ בהצבעות באסיפות כלליות לפי סוג הגוף המוסדי והשימוש ביינוץ פרוקסי		
שיעור השתתפות	שימוש ביינוץ פרוקסי	שיעור
60.1	משתמש	ביטוח
56.9	משתמש	גמל
58.4	משתמש	פנסיה
59	משתמש	קרנות נאמנות
56	לא משתמש	

(1) שיעור ההשתתפות חושב כיחס של הצבעות אקטיביות (בעד ונגד) מתוך סך ההצבעות האקטיביות וההצבעות שבהן הגוף המוסדי החזיק בנייר ערך ובחר שלא להשתתף.

מהנתונים לעיל (לוח 7) עולה שאין הבדלים ניכרים בשיעורי ההשתתפות בין סוגי המשקיעים המוסדיים. בנספח 4 ניתן לעיין בפילוח שיעור ההשתתפות לפי הקטגוריות של הצעות ההחלטה. שיעור ההשתתפות גבוה מאוד ברובן המוחלט של קטגוריות הצעות ההחלטה, ורק הצעות מעטות (כגון מינוי ותגמול דירקטורים, דח"צים ורואי חשבון מבקרים) זוכות לשיעורי הצבעות קטנים. למעשה, עד לפני פרסום תקנות משרד האוצר בעניין השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית,¹⁰⁴ ההשתתפות של גופי גמל, פנסיה וביטוח בנושאי מינוי דירקטורים ודח"צים הייתה נמוכה ביותר. בקטגוריות תגמול למנכ"ל ויו"ר הכנסנו גם משתנה של רוב נדרש. התברר ששיעור ההשתתפות אינו מושפע מהרוב נדרש – גם ברוב רגיל וגם ברוב מיוחד ההשתתפות הייתה גבוהה מאוד.

¹⁰² לצורך החישוב אוחדו הצבעות "לא משתתף" ו"אין חובת השתתפות", בקרב גופים משתמשים, לתוך קבוצה אחת "לא משתתף". אצל גופים "לא משתמשים" אוחדו שתי הקטגוריות "לא משתתף" ו"נמנע" לתוך קטגוריה אחת "לא משתתף". עשינו כן בגלל היעדר הבדלים של ממש בין הקבוצות.

¹⁰³ רשות נייר ערך ביקשה לאחרונה לשנות את המחדל באמצעות שינוי כללי הדיווח של מנהלי הקרנות והם יחויבו לפרט סיבות שבעטיין הם סבורים כי הם רשאים שלא להצביע או שלא להשתתף באסיפה (ראו תקנות השקעות משותפות בנאמנות (דוחות) (תיקון), התש"ע-2010). גם מפקח על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, הפיץ חוזר דומה אשר מבקש דיווח מפורט יותר על אופן ההצבעה באסיפה הכללית.

¹⁰⁴ תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009.

בשלב האחרון של ניתוח ההצבעות נציג נתונים המשלבים בין ההמלצות של יועץ הפרוקסי לבין ההצבעות בפועל של הגופים המוסדיים. להבדיל מהניתוח בהמשך המסמך, המתבסס לרוב על המלצות והצבעות "בעד" ו"נגד", נאפיין את האינטראקציה בין ההמלצה לבין ההצבעה בפועל על פני כל מגוון ההמלצות וההצבעות.

לוח 8 חושף שמשקיעים מוסדיים מאמצים המלצות "בעד" ו"נגד" של היועץ בשיעורים גבוהים, ורק מנהלי קרנות "לא משתמשים" נוטים מאוד "לסטות" מהמלצות "נגד" (שניתנו לגופים המשתמשים). אי-השתתפות של גופי גמל, פנסיה וביטוח באסיפות כלליות (כעולה מלוח 7) נובעת כמעט במלואה מההמלצה "אין חובת השתתפות". העובדה שמנהלי קרנות לרוב בוחרים להצביע בהינתן המלצה "אין חובת השתתפות", מעלה ספקות בנוגע להמלצת ההצבעה של הגוף המייעץ. מצד אחר, קשה להסיק מסקנות ממקרה זה מפני שחלקן של ההמלצות "אין חובת השתתפות" בקרב כלל ההמלצות למנהלי קרנות קטן הרבה יותר בהשוואה לחלקן בקרב גופי הגמל, הפנסיה והביטוח.¹⁰⁵

לוח 8

הסתברויות מותנות להצבעה לפי המלצת יועץ הפרוקסי					
כולל כל הקטגוריות של הצעות החלטה באסיפות כלליות					
התפלגות ההמלצות	מספר ההמלצות	הצבעה בפועל			המלצת יועץ הפרוקסי
		לא משתתף	נגד	בעד	
	85795	43.1	12.8	44.2	גופים מוסדיים משתמשים
	79353	46.3	12.1	41.5	גמל, פנסיה וביטוח
42.2	33513	5.1	2.1	92.9	בעד
12.1	9639	5.3	90.8	3.9	נגד
43.2	34248	98.6	0.0	1.3	אין חובת השתתפות
2.5	1953	40.1	9.7	50.1	צד קשור
	6442	2.6	20.2	77.1	קרנות נאמנות
75.8	4882	1.8	2.4	95.8	בעד
20.5	1321	2.2	87.5	10.3	נגד
1.6	106	35.8	8.5	55.7	אין חובת השתתפות
2.1	133	11.3	15.8	72.9	צד קשור
	14836	6.3	24.5	69.2	מנהלי קרנות לא משתמשים
68.3	10126	2.3	18.3	79.4	בעד
21.8	3236	1.9	52.1	46.0	נגד
8.3	1233	50.0	3.5	46.6	אין חובת השתתפות
1.6	241	10.4	22.4	67.2	צד קשור

¹⁰⁵ שחזור הצעות החלטה שבהן לא השתתפו מנהלי קרנות נאמנות לא נעשה לצורכי הניתוח.

ניתוח המלצות הצבעה¹⁰⁶

חובת כינוס אסיפה שנתית קבועה בחוק החברות (סעיף 60). חלק מהצעות ההחלטה שעל סדר היום של האסיפה הן "סטנדרטיות" (דיון בדו"חות כספיים, מינוי דירקטורים ורואה חשבון מבקר), וחלק אחר מורכב מהצעות ייחודיות המועלות על ידי המשקיעים וההנהלה. סעיף 63 לחוק החברות מגדיר כללים לכינוס אסיפה מיוחדת על ידי הדירקטוריון או בעלי המניות. רוב הצעות ההנהלה באסיפות המיוחדות הן הצעות דחופות, ולכן אם מועד כינוס האסיפה השנתית הוא רחוק, הדירקטוריון מממן אסיפה מיוחדת נפרדת. אסיפה אשר לא נוכח בה הקוורום הדרוש לקבלת החלטה, נדחית למועד מאוחר יותר. לפעמים הנוכחים באסיפה אינם תמימי דעים בנושא או בכמה נושאים שעל סדר היום, ובמקרה כזה רשאית האסיפה לדחות את ההחלטה למועד אחר.

בלוח 9 מופיע שיעור ההמלצות החיוביות מפולח לפי סוג האסיפה. ניתוח המלצות ההצבעה על פי סוג האסיפה מעלה כי שיעור ההמלצות החיוביות דומה באסיפות בעלי אג"ח רגילות (לא נדחות) ואסיפות כלליות של בעלי המניות. כפי שהיינו מצפים, לאור התיאור לעיל, באסיפות בעלי מניות שיעור ההמלצות החיוביות יורד בסדר הבא: אסיפה שנתית, אסיפה מיוחדת, אסיפה נדחית.¹⁰⁷ לעומת אסיפות בעלי מניות, באסיפות בעלי אג"ח דווקא האסיפות הנדחות מקבלות גישה חיובית יותר מהגורם המקצועי בהשוואה לאסיפות אג"ח רגילות.¹⁰⁸

לוח 9

סוג האסיפה מול המלצת הצבעה של גורם מקצועי			
סוג האסיפה	אחוז ההמלצות בעד	סה"כ מספר ההמלצות	התפלגות
שנתית	77.1%	748	21.2%
מיוחדת	76.2%	1813	51.3%
נדחית	74.5%	357	10.1%
מזה: מניה	65.6%	192	
אג"ח	84.8%	165	
אג"ח	78.8%	567	16.0%
אופציה	89.2%	37	1.0%
יחידות השתתפות	83.3%	12	0.3%
סה"כ	76.8%	3534	100.0%

(1) הנתונים בטבלה מתבססים על הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד".

כדי לבחון השערה שחברות גדולות וחברות עם חשיפה משמעותית לשוקי חו"ל מאמצות ראשונות כללי ממשל תאגידי תקינים, פילחנו נתוני ההמלצות לפי גודל של חברה המכנסת אסיפה (מדד ת"א 25) ולפי היותה של חברה, אשר מכנסת אסיפה, דואלית או לא דואלית. לוח 10 מראה שלגודל אין השפעה על שיעור המלצות חיוביות שחברות המכנסות אסיפות מקבלות מיועץ הפרוקסי. הממצא

¹⁰⁶ הפרק מוקדש לניתוח המלצות הצבעה אשר הופקו על ידי חברת פעלים סהר לשימושם של גופים מוסדיים. כל הלוחות בפרק מתבססים על נתוני אסיפות אשר בהם, להבדיל מנתוני ההצבעות של המשקיעים המוסדיים, כל אסיפה והצעת החלטה מופיעות רק פעם אחת.

¹⁰⁷ בניתוח לוגיסטי (logit analysis of contingency table) של טבלת שכיחות ההמלצה "בעד", לא נמצא הבדל מובהק בין אסיפה שנתית לאסיפה מיוחדת. לעומת זאת אסיפות נדחות של בעלי מניות בלטו במקדם שלילי ומובהק מאוד.

¹⁰⁸ שיעור ההצבעות בהצעות החלטה נדחות, מסך הצעות ההחלטה שהועלו באסיפות אג"ח, גבוה במידה ניכרת בהשוואה לשיעור ההצבעות בהצעות נדחות בקרב אסיפות בעלי מניות. הממצא מבליט קיום אי-הסכמות רבות בהסדרי אג"ח בשנים 2008 ו-2009.

חוזר על עצמו גם כאשר מתחשבים רק בקטגוריות של הצעות החלטה שיש בהן פוטנציאל גבוה לניגודי עניינים.

חברות שביצעו רישום כפול צריכות לעמוד, בין היתר, במספר סטנדרטים של ממשל תאגידי אשר נדרשים מהן לפי דין מדינת ההתאגדות (לדוגמא, דין במדינת דלוואר) ולפי כללים של הבורסות המובילות בארה"ב או באנגליה (NASDAQ, NYSE, AMEX, LSE). הצפי שהסטנדרטים יתרמו למנגנוני בקרה פנימיים אפקטיביים, מה שאמור להביא להעלאת הצעות החלטה "איכותיות" על סדר היום של אסיפות המכונסות על ידי החברות הדואליות. למרות האמור לעיל ממצאים בלוח 10 מצביעים על מגמה הפוכה: חברות דואליות בולטות בשיעור נמוך של המלצות חיוביות. הסבר של התופעה עשוי להיות טמון בהבדלים במשטר תאגידי בין ישראל לבין ארה"ב ואנגליה, אשר לרוב מוסברים על ידי שוני במבנה הבעלות בחברות ציבוריות: בעלות בשוק ההון הישראלי הינה מרוכזת, לעומת זאת מדינות אנגלו-סקסיות מאופיינות בבעלות מפוזרת. ההבדל עלול ליצור אי התאמה מסוימת בין ממשל תאגידי הנהוג במדינות אנגלו-סקסיות לבין מבנה בעלות בחברות דואליות ישראליות.¹⁰⁹ לאור האמור לעיל ייתכן ויעץ הפרוקסי מנסה לפצות על "הפערים" ובוחר להחמיר ביחס להצעות החלטה המועלות על ידי חברות דואליות.¹¹⁰ לחלופין ייתכן ויש פחות אינטראקציה בין יועץ הפרוקסי לבין חברות דואליות, מה שגורם להכרות שטחית יותר של הצדדים וכפועל יוצא מכך לחשדנות יתר של יועץ הפרוקסי.

לוח 10

המלצות ההצבעה של גורם מקצועי באסיפות בעלי מניות		
ס"ח מספר ההמלצות	אחוז ההמלצות בעד	סיווג חברה המכנסת אסיפה
חברה כלולה במדד ת"א 25		
2506	75.6%	לא
247	76.9%	כן
חברה דואלית		
2440	78.4%	לא
313	54.6%	כן

(1) הנתונים בטבלה מתבססים על הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד".

תאגידיים בנקאיים וחברות ביטוח נהנו משיעורי המלצות חיוביות גבוהים מאוד מצד היועץ באסיפות בעלי אג"ח ובעלי מניות (נספח 5). בשאר הענפים שיעור ההמלצות החיוביות הוא ברמה הנמוכה ביותר, ובכל ענף לחוד השיעור דומה באסיפות בעלי מניות ובאסיפות בעלי אג"ח.¹¹¹ להלן רשימת הענפים ששיעור ההמלצות החיוביות בהם הוא הנמוך ביותר (בסדר יורד): נדל"ן ובינוי, השקעות

¹⁰⁹ בהתבסס על מגדם חברות דואליות שמופיעות בבסיס הנתונים שלנו נמצא ששיעור בעלי עניין במניות של החברות (משוקלל לפי שווי שוק) הינו גבוה יחסית ועומד על כ-42.2% (בניטרול חברת טבע). השיעור מחושב על בסיס נתוני הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, "שיעור החזקות הציבור ובעלי עניין במניות".

¹¹⁰ בעבודתם של (2009) Bebchuk and Hamdani צויין שמנגנוני הגנה על בעלי מניות בחברות עם בעלות מבוזרת הינם לרוב לא רלוונטיים או אפילו מזיקים עבור בעלי מניות מיעוט בחברות עם בעל שליטה.

¹¹¹ מעניין לציין שאצל חברות הפועלות בענף המסחר והשירותים ההבדל בשיעור ההמלצות החיוביות בין סוגי האסיפות הוא הגדול ביותר: באסיפות בעלי אג"ח הושג השיעור הגבוה ביותר מקרב כל הענפים (כ-91%) לעומת זאת, באסיפות בעלי מניות שיעור ההמלצות "בעד" יורד ל-73%, מקום שני מהסוף אחרי ענף התעשייה.

והחזקות, תעשייה. תוצאות הניתוח לעיל אינן משתנות גם כאשר מתחשבים רק בקטגוריות של הצעות החלטה שיש בהן פוטנציאל גבוה לניגודי עניינים. כדי שנוכל לזהות שינויים בדפוסי ההמלצות במרוצת הזמן, פילחנו את הנתונים לפי שנת האסיפה בכל סוג נייר ערך (לוח 11). באסיפות בעלי מניות לא נמצאו הבדלים בשיעור ההמלצות החיוביות מצד היועץ בכל שלוש השנים האחרונות, אולם אם מתבוננים בדפוס מתן ההמלצות בשלוש שנות המדגם לפי קטגוריית ההצעה, מגלים מגמת ירידה במרוצת הזמן בשיעור ההמלצות החיוביות בנוגע לרוב הצעות החלטה שיש בהן פוטנציאל לניגוד עניינים (לוח 12). שתי קטגוריות שיש בהן פוטנציאל גדול לניגוד עניינים (עסקאות עם בעלי עניין ואישור הסכם ניהול עם בעל שליטה) סבלו מירידה ניכרת בתמיכת יועץ הפרוקסי, אך התמיכה היא עדיין גבוהה יחסית.

לוח 11

סוג נייר הערך ושנת האסיפה מול המלצת ההצבעה של גורם מקצועי		
סה"כ מספר ההמלצות	אחוז ההמלצות בעד	סוג נייר הערך ושנת האסיפה
732	80.2%	אג"ח
29	96.6%	2007
254	75.2%	2008
449	82.0%	2009
2753	75.7%	מניה
403	75.7%	2007
1178	75.1%	2008
1172	76.4%	2009
3485	76.7%	סה"כ

(1) הנתונים בטבלה מתבססים על הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד".

מצד אחר, בהצעות אישור תגמול ליו"ר עלה דווקא השיעור. צריך לציין שלמרות סטגנציה מסוימת בשיעורי ההמלצות "בעד" בהצעות תגמול ליו"ר ומנכ"ל, השיעורים נמצאים ברמה נמוכה יחסית בהצעות הללו.

לוח 12

סוג הצעת החלטה ושנת האסיפה מול המלצת ההצבעה של גורם מקצועי במניות		
סה"כ מספר ההמלצות	אחוז ההמלצות בעד	סוג הצעת החלטה ושנת האסיפה
51	27.5%	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
9	44.4%	2007
27	22.2%	2008
15	26.7%	2009
362	89.5%	עסקאות עם בעלי עניין
66	93.9%	2007
147	89.1%	2008
149	87.9%	2009
198	76.3%	אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה
32	84.4%	2007
95	74.7%	2008
71	74.6%	2009
158	67.7%	אישור תגמול ליו"ר
31	54.8%	2007
80	72.5%	2008
47	68.1%	2009
109	54.1%	אישור תגמול למנכ"ל
24	62.5%	2007
58	50.0%	2008
27	55.6%	2009
211	55.0%	אישור תגמול לדירקטורים ונושאי משרה אחרים
35	54.3%	2007
107	55.1%	2008
69	55.1%	2009
373	83.6%	ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה ודירקטורים
58	75.9%	2007
177	84.7%	2008
138	85.5%	2009
161	91.3%	ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה
47	93.6%	2007
74	93.2%	2008
40	85.0%	2009
56	60.7%	שינויים בתנאי כתבי אופציה
23	87.0%	2007
18	72.2%	2008
15	6.7%	2009
1679	75.3%	סה"כ

(1) הנתונים בטבלה מתבססים על הצעות החלטה אשר הועלו על סדר היום של אסיפת בעלי המניות ואשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד".

באסיפות בעלי אג"ח התאפיין שיעור ההמלצות החיוביות בהבדלים רבים (לוח 11). בשנת 2008 התחולל משבר בשוק האג"ח הישראלי והוא הביא לסדרת הסדרי חוב. הגורם המקצועי המליץ להתנגד לשיעור גבוה יחסית של הצעות החלטה באסיפות בעלי אג"ח בשנת 2008, כנראה משום שהסדרים היו רק בתחילת הדרך והצדדים רק גיששו את דרכם זה כלפי זה. בשנת 2009 התגבשו רוב הסדרי החוב ושיעור ההמלצות החיוביות עלה בהתאמה. שתי קטגוריות, הראשונה והאחרונה בלוח 13, תומכות בנאמר לעיל ומספקות תמונה ברורה של מה שקרה בשוק האג"ח באותו זמן: בשנת 2008 בולטת התנגדות גבוהה לתהליכי הסדרי החוב ולהסדרים עצמם, התנגדות שנחלשה בשנת 2009 כתוצאה מתהליכי הידברות אינטנסיביים בין החברות המנפיקות לבין יועץ הפרוקסי ו/או הגופים המוסדיים.¹¹²

¹¹² בקרב הצעות החלטה בנושא אישור הסדר המלצה חיובית נמצאה כפחות שכיחה בשנת 2008 ביחס לשנת 2009, התוצאה מובהקת ברמה של 10%. לעומת זאת, בהמצעות הדנות בתהליך הסדר חוב לא נמצאו הבדלים מובהקים בשיעור המלצות חיוביות בין השנים.

לוח 13

סוג הצעת החלטה ושנת האסיפה מול המלצת ההצבעה של גורם מקצועי באג"ח		
סה"כ מספר ההמלצות	אחוז ההמלצות בעד	סוג הצעת החלטה ושנת האסיפה
43	76.7%	אישור הסדר
19	52.6%	2008
24	95.8%	2009
54	92.6%	החלפת נאמן אג"ח
3	100.0%	2007
32	93.8%	2008
19	89.5%	2009
5	20.0%	מינוי נאמן אג"ח
5	20.0%	2008
65	70.8%	שינוי תנאי שטרי נאמנות
15	100.0%	2007
18	61.1%	2008
32	62.5%	2009
526	80.8%	תהליך הסדר חוב
10	90.0%	2007
157	77.7%	2008
359	81.9%	2009
693	80.1%	סה"כ

(1) הנתונים בטבלה מתבססים על הצעות החלטה אשר הועלו על סדר היום של אסיפת בעלי אג"ח ואשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד".

לוח 14 מקשר בין המלצת הגורם המקצועי בנושא מסוים לבין תוצאת ההצבעה של האסיפה בנוגע לאותה הצעה. נמצא שההסתברות שהצעה שקיבלה המלצה "נגד" מאת היועץ לא תאושר באסיפה, היא נמוכה מאוד (בסביבות 6-8%). מצד אחר, אחוזי האישור של הצעות החלטה מושפעים במידה ניכרת מסוג ההמלצה (בעד/נגד): כך המלצה "נגד" מגדילה מאוד את ההסתברות שההצעה לא תאושר, ובהצעות שיש בהן פוטנציאל לניגוד עניינים השפעת ההמלצה גדלה עוד יותר. הממצאים מראים שרובן המוחלט של הצעות החלטה, המקבלות המלצות שליליות, מאושרות בהצבעת האסיפה הכללית. ממצאים אלה, המראים שגם במצבים שבהם לגופים המוסדיים יש כוח השפעה על תוצאות ההצבעה, עדיין אי-אפשר ליישב בין המלצת היועץ "נגד" ההצעה לבין התוצאה הסופית של החלטת האסיפה, דורשים בדיקה מעמיקה.

לוח 14

תוצאות ההצבעה של אסיפת בעלי המניות בהינתן המלצת הצבעה ¹		
החלטת האסיפה		
מספר הצעות החלטה	אחוז החלטות נגד	מיון הצעות החלטה לפי נושא והמלצה
2713	1.9	כל קטגוריות הצעות החלטה
2072	0.5	המלצה בעד
641	6.2	המלצה נגד
1134	2.4	קטגוריות עם ניגוד עניינים
801	0.2	המלצה בעד
333	7.5	המלצה נגד
111	3.6	אישור תגמול ליו"ר ומנכ"ל ברוב מיוחד
70	1.4	המלצה בעד
41	7.3	המלצה נגד

(1) הנתונים בטבלה מתבססים על הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד". התחשבו רק בהצעות אשר התקבלו או נפלו בהצבעה. הצעות שנדחו או הורדו מסדר היום לא נכנסו למדגם.

תוצאות וממצאים

אפיון התנהגות הגופים המוסדיים באסיפות הכלליות לעומת המלצות ההצבעה שניתנו להם מידי יועץ הפרוקסי הוא כלי מרכזי אשר באמצעותו נוכל להעריך את אופן ההצבעה שלהם. הצבעה "בעד" בנוגע להצעת החלטה שהגורם המקצועי המליץ להתנגד לה, עלולה להוות אחד האינדיקטורים לניגודי עניינים בהצבעת הגוף המוסדי.¹¹³ ההשערה עשויה להיות תקפה גם באשר לגופים "לא משתמשים", בהנחה שהיועץ (של הגופים ה"משתמשים") עשה ניתוח מעמיק ואובייקטיבי על בסיס מידע רלוונטי, מה שמאפשר השוואת ההצבעות של גופים לא מנויים לעומת ההמלצה. מובן שסטיות מהמלצה שלילית אינן משקפות את כל התמונה ויש להתחשב גם בסטיות מהמלצה חיובית ובסך שיעור ההתנגדות של כל משקיע מוסדי.¹¹⁴

בתחילת הפרק נתבונן בכל מגוון הצעות החלטה ונתאר את האינטראקציה שבין ההמלצה לבין ההצבעה בפועל. בהמשך המסמך נתרכז בכל קטגוריה בנפרד כדי שהניתוח יהיה ממוקד ונוח יותר. בקטגוריות החלטה מהותיות, אשר יש בהן חשש לניגוד עניינים ו/או חשיבות רבה לפעילות החברה, נחקור גם את תגובת השוק על החלטה סופית של אסיפה בהינתן המלצת הגורם המקצועי (event study).

מספר "הסטיות" של מנהלי קרנות "לא משתמשים" מהמלצה שלילית גבוה פי שלושה ביחס למספר הסטיות המקביל של כל הגופים המוסדיים "המשתמשים" הכלולים במדגם שלנו.¹¹⁵ זאת ועוד, "סטיות" בהצעות שיש בהן פוטנציאל גבוה לניגוד עניינים (כגון שכר בכירים ועסקאות עם בעלי עניין) מהוות כ-60% מכלל "הסטיות" בקרב גופים "לא משתמשים", ואילו אצל משקיעים "משתמשים", הצעות שיש בהן פוטנציאל גבוה לניגוד עניינים מהוות כשליש מכלל הסטיות וכחצית מהסטיות אצלם הן בהצעות "סטנדרטיות" יותר – ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה ודירקטורים, מינוי דירקטורים ושינויים בתקנון (נספח 6).

באיור 4 מוצגים שיעורי "הסטייה" מהמלצה שלילית של גופים מוסדיים המשתמשים ביועץ (עמודות כחולות) ושל גופים "לא משתמשים" (עמודות אדומות). באיור בולטים הבדלים ניכרים בשיעורי "הסטייה" מהמלצה שלילית בין שתי הקבוצות. אצל גופים המנויים על שירותי יועץ פרוקסי אחוזי הסטייה אינם גבוהים יחסית גם בהצעות שיש בהן פוטנציאל לניגוד עניינים בתאגיד – בין בעלי מניות המיעוט לבין בעלי השליטה (מ-1% עד 25%). לעומת זאת אצל מנהלי קרנות "לא משתמשים" אחוזי "הסטייה" מהמלצה "נגד" גבוהים מאוד גם כערך מוחלט (75%-35%) וגם ביחס לאחוזי הסטיות של גופים "משתמשים".

¹¹³ לסטייה כזאת יכולות להיות כמובן גם נסיבות מצדיקות. כך, לדוגמה, סטנדרטים של ממשל תאגידי לרוב אינם אוניברסאליים. לכן השפעתה של כל הצעת החלטה מסוימת על טובת העמיתים בגוף המוסדי ועל שאר בעלי המניות בתאגיד צריכה להתבסס במידה רבה על מאפיינים ספציפיים של כל חברה וסביבה שבה היא פועלת.

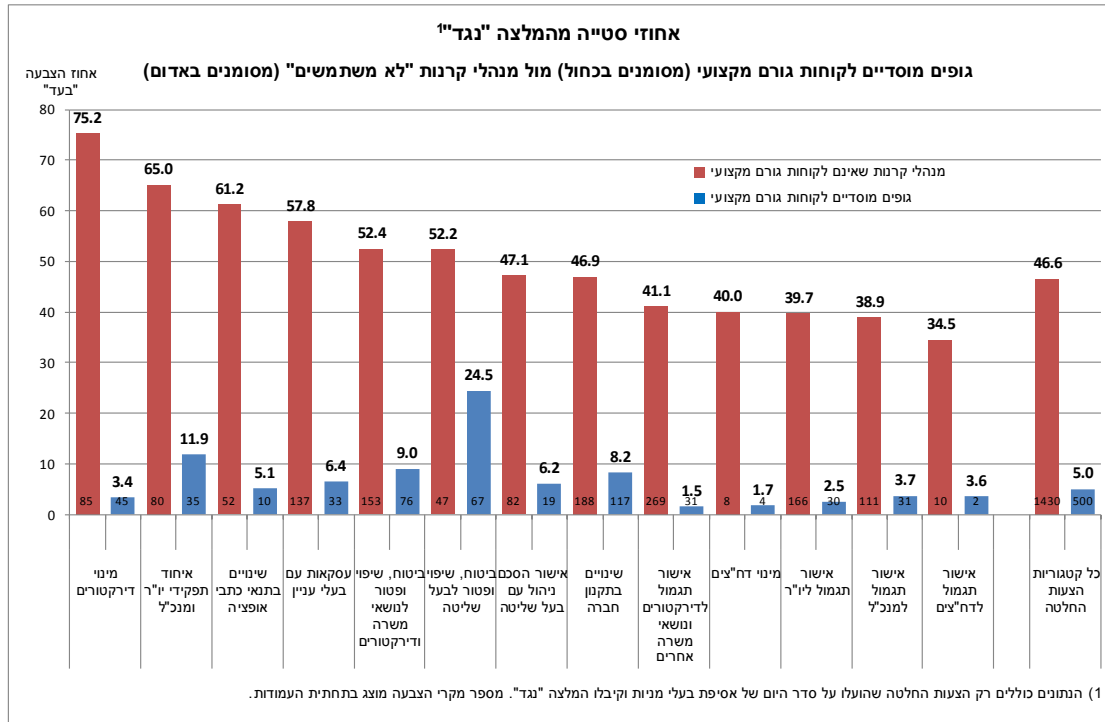
¹¹⁴ מתודולוגיית ניתוח דומה יושמה על ידי SHARE, חברה קנדית אשר בין השאר מספקת שירותי יועץ פרוקסי לגופים מוסדיים. כל שנה החברה מפרסמת סקירה על אופן השימוש בזכויות ההצבעה של קרנות פנסיה קנדיות, ודירוג טיב ההצבעה בה מחושב כאחוז ההצבעות הזרות להמלצה של SHARE. אף שבסקירה לא צוין אם מנהלי ההשקעות של קרנות הפנסיה משתמשים בשירותי הייעוץ של SHARE, ניתן להבין שלרוב היועץ אינו מספק המלצה לגופים הנסקרים אלא לגופים אחרים באותה אסיפה.

Shareholder Association for Research and Education (2009). 2009 Key Proxy Vote Survey. SHARE, Vancouver, Canada. http://www.share.ca/files/2009_Key_Proxy_Vote_Survey_Report_0.pdf

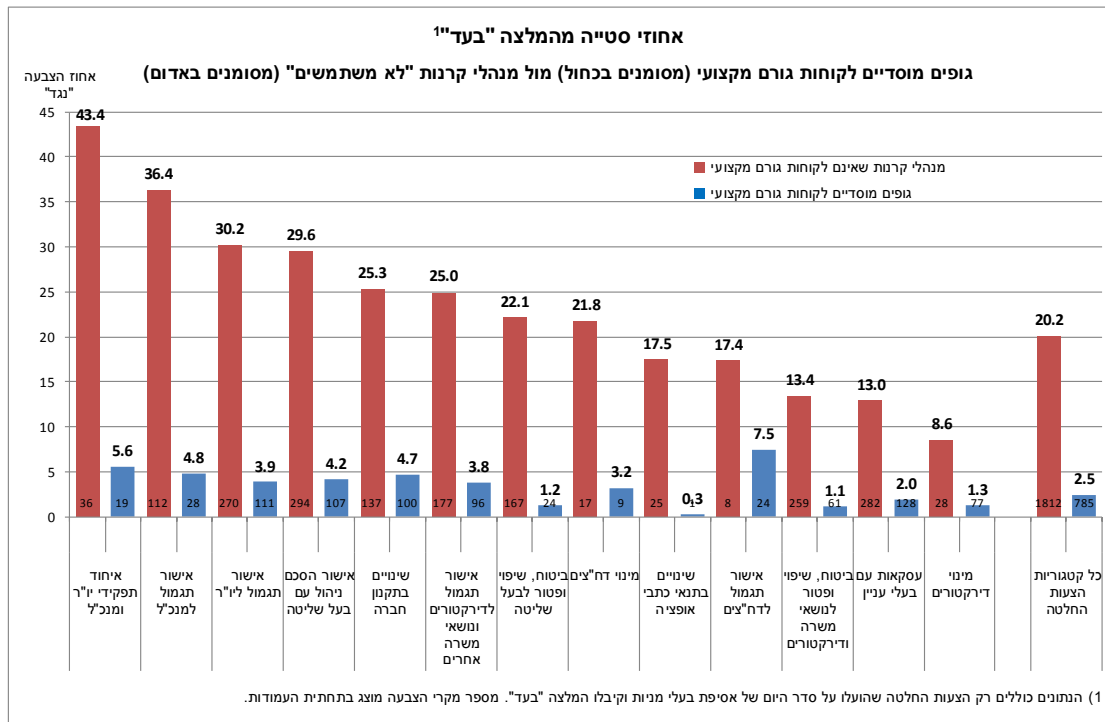
¹¹⁵ יש לציין שבמדגם שלנו היקף הנכסים המנוהלים על ידי מנהלי קרנות "לא משתמשים" מהווה רק כ-14% מסך הנכסים שבניהול גופים המנויים על שירותי יועץ.

התמונה מתאזנת אם משלבים את הממצאים המתוארים בפסקה הקודמת עם נתוני "הסטייה" מהמלצות חיוביות (איור 5). גופים "לא משתמשים" מתנהגים בצורה קונסרבטיבית ומצביעים "נגד" בשיעורים גבוהים בהינתן המלצה "בעד". שיעורי "הסטייה" אצלם גבוהים הרבה יותר מאשר בקרב גופים "משתמשים" גם במקרה של המלצה "בעד".

איור 4



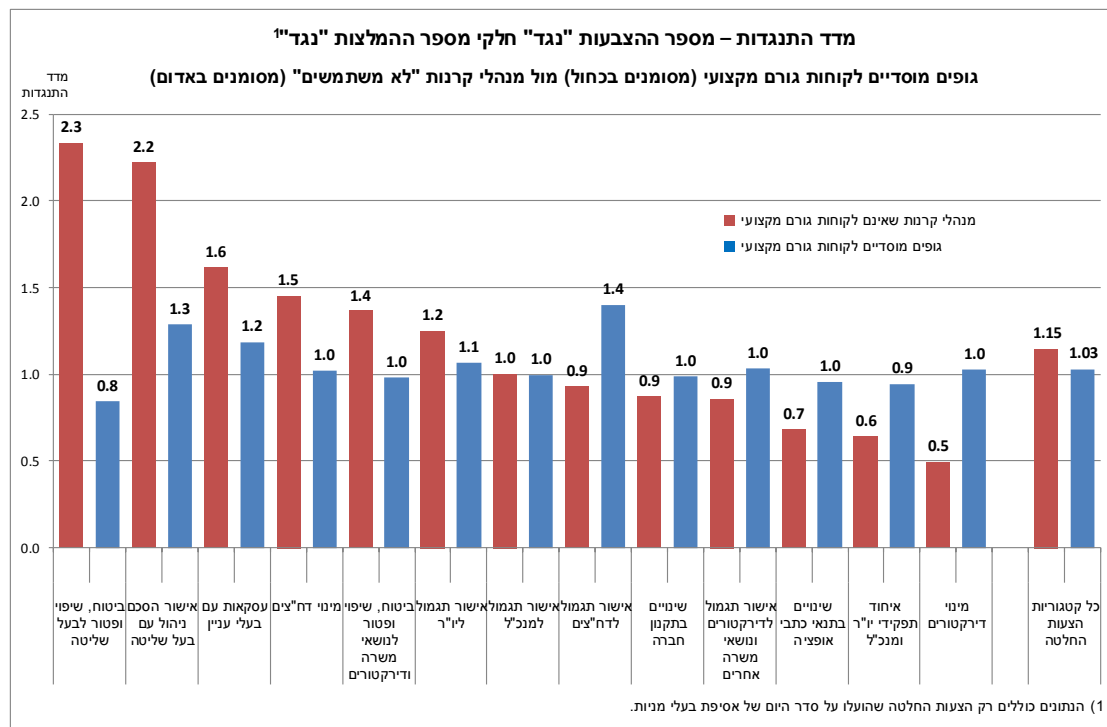
איור 5



מהניתוח שהובא לעיל קשה להסיק מסקנות בקשר לנטייה הכללית של שתי הקבוצות המוסדיות להתנגד להצעות הנהלה. תורם לקושי שיעור ההמלצות חיוביות מהסך הכולל של המלצות "בעד" ו"נגד", שהוא שלושה רבעים. כדי לדעת איזו קבוצה מוסדית מפקחת על התאגידים טוב יותר בבואה להשתמש בזכויות הצבעה, יצרנו מדד התנגדות: מנה של מספר ההצעות "נגד" חלקי מספר ההמלצות "נגד" בקטגוריית החלטה מסוימת. צריך לשים לב שלהבדיל מאחוזי הסטיות המוצגים באיורים 4 ו-5, המראים התנהגות הצבעות בנוגע להצעות קונקרטיות, מדד ההתנגדות הוא כללי יותר ומתבסס רק על קטגוריות של הצעות החלטה.

מדד ההתנגדות של גופים מוסדיים "משתמשים" נע סביב 1 (איור 6), תוצאה הנובעת משיעורי סטייה נמוכים מהמלצות הגורם המקצועי. לעומת זאת בקרב גופים "לא משתמשים" יש הבדלים גדולים במדד התנגדות והוא נע מ-0.5 עד 2.3. גופים "לא משתמשים" בולטים בהתנגדותם הגבוהה להצעות ההחלטה בכמה קטגוריות שיש בהן פוטנציאל גבוה לניגוד עניינים – אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה ועסקאות עם בעלי עניין. מצד אחר, בהצעות המאשרות שינויים בתנאי כתבי אופציה ואיחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל, הגופים הצביעו "נגד" ב-40%-30% פחות ביחס לכלל ההמלצות השליליות.

איור 6



לסיכום, הממצא שגופים מוסדיים "משתמשים" אינם מרבים לסטות מהמלצת ההצבעה של יועץ הפרוקסי לא בהכרח מצביע על כך שהם שלמים עם ההמלצה. אם מנהלי השקעות מחליטים לסטות מהמלצה, הם נדרשים לקבל אישור להחלטתם בוועדת ההשקעה של הגוף המוסדי, מה שמקשה את המהלך. זאת ועוד, ייתכן שהגופים אינם פונים לבחינה פנימית מעמיקה ברוב המקרים מפני שצעד זה כרוך בהוצאה נוספת, והדבר עלול להקשות בעיקר על הגופים הקטנים. המציאות היא כנראה שילוב של המלצת הגורם המקצועי ואנליזה פנימית: גופים מוסדיים מסתמכים על ניתוח של יועץ פרוקסי

ברוב הצעות החלטה, ובנושאים החשובים הם מבצעים גם בדיקה עצמאית.¹¹⁶ ממצא זה הוא אולי הבסיס לחשש כי שימוש רב בשירותי ייעוץ פרוקסי מאפשר לגופים מוסדיים להתחמק מאחריות על ידי סימון "אישור" ליד ההמלצה ("tick the box").¹¹⁷ העובדה שבהצעות החלטה אשר קיבלו המלצה שלילית, מנהלי קרנות נאמנות "לא משתמשים" מצביעים בכמחצית מהמקרים "בעד" ההחלטה, מעוררת תהיות אך יכולה לנבוע מניתוחים כלכליים נבדלים. במילים אחרות, הצעת החלטה אשר נותחה על ידי יועץ פרוקסי מקצועי, וקיבלה המלצה שלילית, עדיין צפויה לזכות ברוב הקולות של מנהלי קרנות "לא משתמשים". מצד אחר, גם שיעור "הסטיות" מהמלצה חיובית הוא גבוה, אך נמוך יותר משיעור "הסטייה" המקביל מהמלצה שלילית. בסופו של דבר שיעורי "הסטיות" כמעט מתקזזים מאחר שרובן המוחלט של ההצעות מקבלות המלצה חיובית מהיועץ.

בהנחה שיועץ הפרוקסי אובייקטיבי וגופים מוסדיים מצביעים בהתאם לאינטרסים של עמיתיהם, נצפה לראות שיעורי "סטייה" מהמלצה "נגד" ו-"בעד" דומים בגודלם. לנוחיות הניתוח, בנינו שני גרפים (נספח 7) אשר מציגים נתוני איורים 4 ו-5 מסודרים לפי שימוש או אי שימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי על ידי גופים מוסדיים.

האיורים בנספח 7 מגלים ששיעור "סטייה" כללי מהמלצה "נגד" הינו גבוה יותר (פי 2 ביחס ל"סטייה" המקבילה מהמלצה "בעד") בקרב כל אחד מהקבוצות המוסדיות (גופים מוסדיים "משתמשים" ו-"לא משתמשים"). לכאורה הממצא מראה על הצבעה הנוטה לקבל את עמדת הנהלת החברה, אך התבוננות מעמיקה יותר בשיעורי "הסטיות" מצביעה על שונות גבוהה בפרמטר הזה בין קטגוריות הצעות החלטה שונות.

באופן כללי ניתן לזהות שני דפוסים עיקריים המשותפים בין גופים "משתמשים" לבין מנהלי קרנות "לא משתמשים". צד ימני של האיורים המופיעים בנספח 7, שבו הפערים בין שיעורי "סטיות" מהמלצות שליליות וחיוביות הולכים וקטנים, מורכב בעיקר מהצעות בנושאי תגמול. אפקט החשיפה התקשורתית, אשר נובע מהתעניינות הציבור בהצעות ההחלטה השנויות במחלוקת, יכול לספק הסבר להתנהגות זוהירה יותר של גופים מוסדיים בהצעות החלטה אלו.

דפוסי הצבעה, בחלק השמאלי של הגרפים (תמיכת "יתר" בהינתן המלצה "נגד"), יכולים לנבוע ממדיניות הצבעה מובנית (לא גמישה) של יועץ הפרוקסי (one-size-fits-all). למשל, בהצעות ביטוח, שיפוי ופטור נכרת התנגדותו של היועץ להכללת סעיף סל. גם מינוי דירקטור צריך לעמוד במספר קריטריונים כדי לקבל המלצה חיובית. השתתת המלצות על מתודולוגיות מובנות עלולה להביא ל"סטיות" רבות של גופים מוסדיים מהמלצות הצבעה. לעומת זאת, הימצאות קטגורית "עסקאות עם בעלי עניין" בחלק השמאלי של הגרפים, עלולה להראות על לחץ של בעלי שליטה.

¹¹⁶ לפי ממצאים של ארגון GAO האמריקני, בהצעות שנויות במחלוקת (כגון מיזוגים ורכישות, תגמול בכירים) גופים מוסדיים נוטים להשתמש יותר בניתוח פנימי, ולהסתמך פחות על המלצות של חברות ייעוץ פרוקסי.

¹¹⁷ ראו דו"ח ה-OECD, לעיל הערת שוליים 14.

אחת המסקנות העיקריות היא שייטכן מגוון דעות בנוגע לתועלת ולעלות של הצעות החלטה אשר על סדר היום של כל אסיפה, ואין לומר שהמלצת הגורם המקצועי היא "האמת היחידה". אחד ההסברים למגוון זה יכול להיות הנטייה של גורמי ייעוץ פרוקסי לנקוט מדיניות כוללת (one-size-fits-all) וליישמה על כל החברות הציבוריות, מדיניות שלא תמיד נותנת ביטוי מלא לנסיבות הספציפיות הנן בצדו של הגוף המוסדי והן בצדו של התאגיד.

השאלה היא אם ההבדלים הסיסטמטיים נובעים משוני בתפיסת העולם של משקיעים "לא משתמשים" ושל הגורם המקצועי, או שניגודי עניינים הם שמניעים את ההתנהגות של מנהלי הקרנות. מצד אחד, ההבדלים הניכרים בין ההצבעות של קרנות הנאמנות ה"לא משתמשות" ובין המלצות היועץ הם לגיטימיים אם הם נובעים מניתוח מעמיק המבוסס על מתודולוגיות וקריטריונים איכותיים הנבדלים מאלה שבהם השתמש יועץ הפרוקסי. מצד אחר, "הסטיות" הרבות מההמלצות עלולות להיות תוצאת לחץ מצד בעלי שליטה והנהלות של תאגידים, אשר במקרה של המלצה "נגד" הצעת החלטה מאבדים את רוב קולותיהם של הגופים ה"משתמשים", ולכן מנסים למלא את החסר בשיעורי תמיכה גבוהים מצד הגופים ה"לא משתמשים".

נעבור עתה לבחינה מפורטת יותר של קטגוריות הצעות החלטה. לנוחיות הניתוח, אוחדו הצעות שנושאייהן דומים. כל תת פרק המנתח קבוצה של הצעות החלטה מתחיל בהתבוננות בנתוני האסיפות ובהמשך עובר לניתוח נתוני ההצבעות. נתוני האסיפות נבדלים מנתוני ההצבעות בכך שבראשונים כל הצעת החלטה ספציפית מופיעה רק פעם אחת, ואילו בסוג הנתונים השני כל הצעת החלטה ספציפית מופיעה מספר פעמים השווה למספר ההצבעות "בעד" או "נגד" של הגופים המוסדיים המשתתפים בהצבעה בעניין אותה הצעת החלטה.

בתת הפרק הראשון, העוסק בהצעות החלטה בנושא של שכר בכירים, יתווסף על ניתוח נתוני האסיפות וההצבעות וחקר האירוע גם תיאור הגורמים העיקריים המביאים לשיעור גבוה של אישור הצעות החלטה ברוב הנושאים הנדונים במחקר.

חשוב להדגיש שהניתוח בהמשך העבודה מביא בחשבון רק הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד" מיועץ הפרוקסי, מפני שרק במקרים הללו נוכל להעריך את הערך הגלום בהצעת החלטה מסוימת לכלל בעלי המניות בחברה (כל זה בהנחה שהיועץ הוא בלתי תלוי ומבצע ניתוח אובייקטיבי ומעמיק). כמו כן נתעניין רק בהצבעות "בעד" או "נגד" מצד גופים מוסדיים, כי רק הצבעות אלה נכנסות לחישוב שיעור התמיכה של בעלי המניות.

שכר בכירים

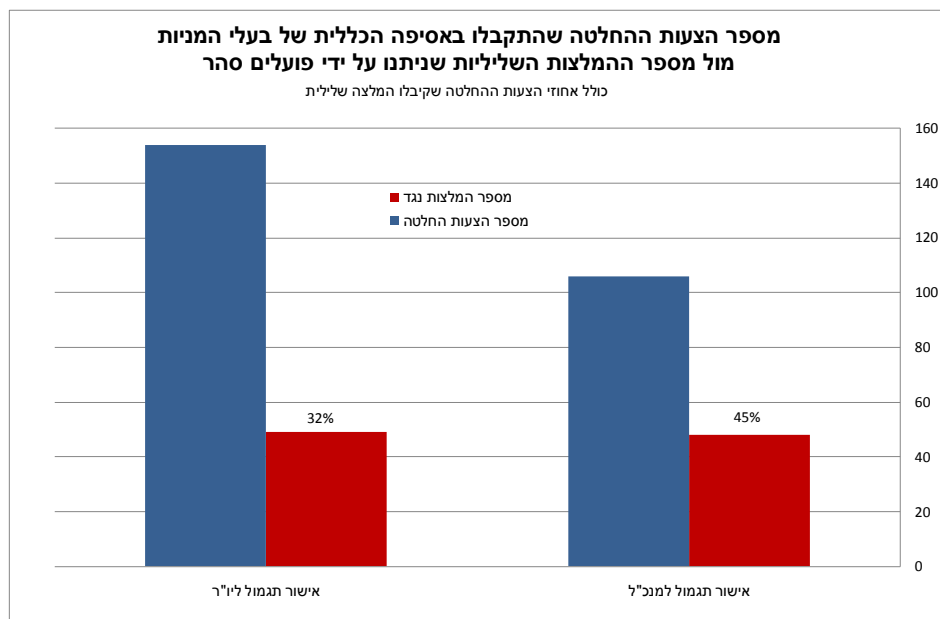
שכר מנהלים הוא אחת הסוגיות המדוברות והשנויות במחלוקת בשיח הציבורי על ממשל תאגידי. בפרק זה בחרנו להתרכז בהצעות תגמול בכירים, ולזהות דפוסי הצבעה של גופים מוסדיים בנוגע להצעות החלטה טעונות אלה. נעסוק רק בשתי קטגוריות: אישור תגמול ליו"ר ואישור תגמול למנכ"ל. נתחשב גם ברוב הנדרש לקבלת ההחלטות באסיפה הכללית.

לפי חוק החברות, "התקשרות של חברה עם דירקטור בה באשר לתנאי כהונתו" צריכה לקבל אישור של האסיפה הכללית ברוב רגיל. אם ליו"ר יש זיקה לבעל שליטה, אזי ההצעה טעונה אישור של "לפחות שלישי מכלל בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה".

הצעות לתגמול מנכ"ל טעונות אישור של האסיפה הכללית בשני מקרים: כאשר למנכ"ל יש זיקה לבעל שליטה, ואז דרוש "שליש תומך", וכאשר מנכ"ל לא נגוע משמש גם כדירקטור בחברה, ואז ההצעה מאושרת ברוב רגיל של קולות.

מהנתונים בלוח 15 עולה ממצא מעניין: למרות שיעור המלצות חיוביות נמוך יחסית (כ-62%), כמעט כל הצעות תגמול הבכירים מתקבלות באסיפות הכלליות.¹¹⁸ מתוך הצעות התגמול ליו"ר שהתאשרו בהצבעת האסיפה¹¹⁹ כ-32% קיבלו המלצה "נגד" מהיועץ. בהצעות התגמול למנכ"ל התמונה מעניינת עוד יותר – כחצי (45%) מהצעות ההחלטה בנושא קיבלו המלצה שלילית ועדיין אושרו על ידי בעלי המניות¹²⁰ (איור 7).

איור 7



¹¹⁸ מחקרם של חמדני ויפה (2010) מראה שהצעות החלטה הדנות בתגמול ההנהלה הבכירה מתקבלות ב-99.7% מהמקרים, ושיעור ההצבעות "בעד" על ידי גופים מוסדיים עומד על 56.1%.

¹¹⁹ כדי להדגיש את שיעורי ההמלצות השליליות בחרנו לבחון רק מדגם הצעות החלטה אשר התקבלו באסיפות כלליות. ניתן לראות שגם במדגם כללי של הצעות החלטה (לוח 15) שיעורי ההמלצות השליליות דומים (תוצאה המוסברת על ידי אחוז זניח של הצעות אשר נפלו בהצבעה).

¹²⁰ מתוך שאר הקטגוריות הגדולות, רק הקטגוריות איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל; דירקטורים ונושאי משרה אחרים; אישור שינויים בתנאי כתבי אופציה ובתקנון חברה מקבלות שיעור המלצות "בעד" דומה או קטן יותר.

כצפוי, כל הצעות התגמול אשר נפלו בהצבעה דרשו רוב מיוחד לאישורן, אך אפילו ה"שליש התומך" לא היווה חסם אפקטיבי מספיק לאישור הצעות תגמול למנכ"ל וליו"ר שיש להם זיקה לבעל השליטה בחברה.

נמצא ששיעור ההמלצות "בעד" גבוה יותר כשמדובר בהצעות תגמול למנכ"ל הדורשות תמיכה של שלישי מבעלי מניות המיעוט, ולעומת זאת בהצעות אישור תגמול ליו"ר אין הבדלים של ממש בהתפלגות המלצות היועץ לפי רוב נדרש.¹²¹ מעניין להבין מה עומד ביסודה של גישה חיובית יותר של הגורם המקצועי להצעות מיוחדות: החשש הוא שבמקרים הללו המלצה "נגד" תהווה חסם משמעותי בפני אישור ההצעה, ולכן היועץ עלול לתת יותר המלצות חיוביות, כדי להפחית מלחץ בעלי השליטה עליו.

לוח 15

תיאור נתוני אסיפות של בעלי מניות ¹			
מספר הצעות החלטה	אחוז ההמלצות בעד	אחוז ההצעות שהתקבלו	מיון הצעות החלטה לפי נושא ורוב נדרש
109	54.1	97.2	אישור תגמול למנכ"ל
55	49.1	100.0	רוב רגיל
54	59.3	94.4	רוב מיוחד
155	67.7	99.4	אישור תגמול ליו"ר
98	68.4	100.0	רוב רגיל
57	66.7	98.2	רוב מיוחד
264	62.1	98.5	סה"כ

(1) הנתונים בטבלה מתבססים על הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד". התחשבנו רק בהצעות אשר התקבלו או נפלו בהצבעה. הצעות שנדחו או הורדו מסדר היום לא נכנסו למדגם.

הלוחות הבאים בפרק מבוססים על נתוני הצבעות של גופים מוסדיים, כלומר כל הצעת החלטה (לוח 15) מופיעה בנתונים הללו כמספר הגופים המוסדיים אשר השתתפו בהצבעה בעניינה. לוח 16 חושף הסתברויות להצבעה "בעד" ו"נגד" של כלל הגופים המוסדיים בהינתן המלצת הצבעה. מהנתונים עולה שמשקיעים מעדיפים להצביע בהתאם להמלצה, וההסתברויות המותנות נעות מ-85% עד 90%.¹²²

מכל הצעות התגמול דווקא אלה שדורשות רוב מיוחד לאישורן מתאפיינות בשיעור סטיות גבוה יותר, דפוס התנהגות אשר חוזר לרוב כשמדובר בהמלצות שליליות (לוח 16). באופן כללי ניתן להסיק שדרישת רוב מיוחד מעבירה לידיהם של הגופים המוסדיים כוח השפעה רב יותר, והדבר גורם לאותם גופים לשקול בכובד ראש את ההצעות המועלות. הכנת "שיעורי בית" ביתר קפדנות מעלה את הסיכויים לסטייה מהמלצה, וכל זאת בהנחה שהצעות הדורשות רוב מיוחד הן מסובכות יותר, ואין מדובר רק במגוון רחב של הנחות יסוד ומתודולוגיות שמדריכות את הגופים המוסדיים ויועץ הפרוקסי. אם מפלחים את הנתונים לפי השימוש ביועץ פרוקסי ורוב נדרש, עולה המסקנה שמשקיעים מוסדיים "משתמשים" נוטים לתמוך תמיכת יתר בהצעות החלטה הדורשות רוב מיוחד, נתון הקשור

¹²¹ בהצעות תגמול למנכ"ל ובהצעות תגמול ליו"ר לא נמצאו הבדלים מובהקים בשיעור ההמלצות חיוביות בין הצעות אשר בהן נדרש רוב רגיל לבין הצעות בהן נדרש רוב מיוחד.

¹²² צריך להיזהר מהחלה גורפת של הממצא על תעשיית הגופים המוסדיים כולה מאחר שהמדגם שלנו מוטה מספרית לטובת גופים שהם לקוחות יועץ פרוקסי.

לשיעור ההמלצות החיוביות הגבוה כשמדובר בהצעות מיוחדות (נספח 9).¹²³ לעומתם, מנהלי קרנות "לא משתמשים" מתנהגים בזהירות בנוגע להצעות הדורשות רוב מיוחד. שיעור ההצבעות "בעד" בהצעות הללו נמוך יותר גם בהשוואה לתמיכת הגופים ה"לא משתמשים" בהצעות הדורשות רוב רגיל, וגם בהשוואה לשיעורי תמיכה מקבילים מצד גופים המנויים על שירותי הייעוץ (נספח 9). ייתכן שההתנהגות הזאת של מנהלי הקרנות אשר אינם מנויים על ייעוץ פרוקסי מושפעת מהיעדר אפשרות להעביר חלק מהאחריות לאופן ההצבעה לכתפי גוף ייעוץ חיצוני. הם חוששים לתמוך בהצעות הנגועות בניגודי עניינים פוטנציאליים ומבקשים להימנע מתביעות עתידיות אפשריות בנוגע להצבעתם.¹²⁴ לעומת זאת, בקרב גופים המשתמשים בשירותי ייעוץ, תמיכת היתר בהצעות הדורשות רוב מיוחד מונעת כנראה מדפוס המלצות דומה, כפי שצוין לעיל, ומכך שההמלצות מאומצות לרוב על ידי הגופים המנויים על השירות.¹²⁵

לוח 16

הצבעות של כל הגופים המוסדיים מול המלצת ההצבעה		
אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	מין הצעות החלטה לפי נושא, המלצה ורוב נדרש
55.5	44.5	אישור תגמול למנכ"ל
15.6	84.4	המלצה בעד
15.5	84.5	רוב רגיל
15.8	84.2	רוב מיוחד
87.3	12.7	המלצה נגד
87.8	12.2	רוב רגיל
86.3	13.7	רוב מיוחד
33.3	66.7	אישור תגמול ליו"ר
10.1	89.9	המלצה בעד
8.2	91.8	רוב רגיל
14.0	86.0	רוב מיוחד
87.8	12.2	המלצה נגד
88.8	11.2	רוב רגיל
84.3	15.7	רוב מיוחד

מהשוואה בין הנתונים המופיעים בלוחות 15 ו-16 עולה סתירה בין השיעור הגבוה מאוד של אישור הצעות לבין שיעור ההצבעות "נגד" מצד משקיעים מוסדיים, המתנגדים בשליש מן מקרי ההצבעה בהצעות לתגמול יו"ר וביותר ממחצית ממקרי ההצבעה בהצעות לתגמול מנכ"ל. ננסה לפענח את הסתירות בהמשך הפרק.

¹²³ התפלגות ההמלצות במקרה זה אינה מבוססת על "אוכלוסיית המלצות" שבה כל המלצה ספציפית מופיעה רק פעם אחת, אלא על כך שכל המלצה ספציפית מופיעה מספר פעמים שווה למספר הגופים המוסדיים שהצביעו בנוגע לאותה הצעה.

¹²⁴ בהקשר זה יש להדגיש שגם גופים מוסדיים הנעזרים בשירותי ייעוץ פרוקסי אחראיים לאופן השימוש שלהם בזכויות ההצבעה. במילים אחרות, חובתם של הגופים הללו להבטיח שההצבעה נעשתה רק אחרי ניתוח מעמיק של הנושאים שעל סדר היום של האסיפה.

Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance (September 23, 2010), available at <http://www.nyse.com/pdfs/CCGReport.pdf>.

¹²⁵ נטייה לתמיכת יתר בהצעות תגמול בכירים הדורשות רוב מיוחד נשמרת גם כאשר מפלחים את נתוני ההצבעות לפי סוג בעל השליטה: גופים "משתמשים" המוחזקים על ידי ממשלה, עמיתים או גורמים מסחריים תומכים בהצעות עם רוב מיוחד הרבה יותר מגופים מוסדיים מסחריים "לא משתמשים" (לוח 3 בנספח 9).

מבחינת ההסתברויות המותנות בסוג המשקיע המוסדי ובשימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי עולה התמונה הזו:¹²⁶ בהינתן המלצה "נגד", הצעות שדורשות "שליש תומך" מקבלות יותר הצבעות חיוביות מהצעות רגילות. רק הצבעות של קרנות נאמנות "לא משתמשות" בעניין הצעות תגמול למנכ"ל יוצאות מן הכלל (לוח 17). מצד אחר, בהינתן המלצה "בעד", רק מנהלי קרנות "לא משתמשים" בולטים בסטייתם מההמלצה כשמדובר בהצעות הדורשות רוב מיוחד, ואצל גופים "משתמשים" יש מגמה מעורבת. הנתון מעורר דאגה בנוגע להצבעות גופים "משתמשים" המכונים "שיעורי בית" ובעקבות זאת סוטים לרוב רק כשההמלצה היא "נגד" ונדרש לה רוב מיוחד: מצב המצביע על ניגודי עניינים יותר מאשר על ניתוח פנימי שנוסף על המלצת היעוץ.

מלוח 17 עולה שגופים שהם לקוחות של פועלים סהר כמעט תמיד מאמצים את המלצותיה. לעומת זאת, מנהלי קרנות "לא משתמשים" מצביעים בשונה מההמלצה "בעד" בכ-36%-30 מהמקרים, וכאשר ההמלצה היא "נגד", הם "סוטים" ממנה בכ-40% מהמקרים. "הסטיות" לא בהכרח מצביעות על שיקולים זרים מצד מנהלי הקרנות "הלא משתמשים" בהשוואה למשקיעים "משתמשים" אחרים (ראינו שמדד ההתנגדות של הקרנות להצעות תגמול בכירים נע בטווח 1.2-1). באופן כללי ניתן לטעון שלמנהלי קרנות נאמנות "לא משתמשים" יש דעות משלהם בנוגע לשכר הבכירים והדעות הללו לפעמים אינן תואמות את מה שאנליסטים של יעוץ הפרוקסי חושבים.

לוח 17

הצבעות של גופים מוסדיים לפי סוג ושימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי						
גמל, פנסיה וביטוח		קרנות נאמנות				שימוש ביעוץ פרוקסי
משתמש	משתמש	לא משתמש	לא משתמש	לא משתמש	לא משתמש	
אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	מיון הצעות החלטה לפי נושא המלצה ורוב נדרש
60.2	39.8	49.6	50.4	48.2	51.8	אי שור תגמול למנכ"ל
4.7	95.3	5.0	95.0	36.4	63.6	המלצה בעד
5.9	94.1	5.6	94.4	35.0	65.0	חב רגיל
3.2	96.8	4.2	95.8	37.8	62.2	חב מיוחד
96.3	3.7	96.5	3.5	61.1	38.9	המלצה נגד
97.8	2.2	97.7	2.3	57.1	42.9	חב רגיל
92.5	7.5	92.3	7.7	69.7	30.3	חב מיוחד
31.1	68.9	31.8	68.2	39.8	60.2	אי שור תגמול ליו"ר
4.0	96.0	2.7	97.3	30.2	69.8	המלצה בעד
3.7	96.3	2.6	97.4	23.9	76.1	חב רגיל
4.7	95.3	2.8	97.2	41.6	58.4	חב מיוחד
98.1	1.9	93.0	7.0	60.3	39.7	המלצה נגד
99.5	0.5	94.6	5.4	61.7	38.3	חב רגיל
93.7	6.3	87.1	12.9	54.8	45.2	חב מיוחד
38.3	61.7	37.9	62.1	42.4	57.6	סה"כ

אם נניח שגם סוגי גופים מוסדיים אחרים (גמל, פנסיה וביטוח), שאינם לקוחות של יעוץ מקצועי,¹²⁷ "סוטים" מההמלצה "נגד" בכ-40% מהמקרים, אזי נקבל תשובה ראשונה לשאלת שיעור האישור הגבוה של הצעות לתגמול בכירים. התנגדותם של הגופים המוסדיים מתפצלת לשני כיוונים: האחד,

¹²⁶ כל קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח במדגם שלנו מנויים על שירותי פרוקסי באסיפות הכלליות, ובהצבעותיהם בנוגע לתגמול בכירים אין ביניהם הבדלים גדולים. לכן החגנו אותם כקבוצה אחת. את נתוני ההצבעה של מנהלי הקרנות חילקנו לשתי קבוצות לפי השימוש/היעדר השימוש ביעוץ פרוקסי.

¹²⁷ היעדר נתוני הצבעה של גופים מוסדיים "לא משתמשים" מסוג גמל, פנסיה וביטוח מאלץ אותנו להניח, לצורך הניתוח, שדפוסי ההצבעה שלהם דומים לאלה של קרנות נאמנות "לא משתמשות".

התנגדות להצעות אשר קיבלו המלצה "נגד" והשני, התנגדות להצעות תגמול אחרות שקיבלו המלצה חיובית מיועץ מקצועי, אך נראות בעייתיות לדעת משקיעים מוסדיים "לא משתמשים".

שיעור ההחזקה של גופים מוסדיים מתוך סך ההון המונפק¹²⁸ הוא אחד המשתנים המכריעים את התוצאה הסופית של ההצבעה באסיפה. לוח 18 חושף כמה פרטים מעניינים בנוגע להצבעות של גופים מוסדיים המנויים על שירותי יעוץ פרוקסי. ראשית, אם ההמלצה היא "נגד", והצעת ההחלטה נושאת פוטנציאל גבוה לניגודי עניינים (שבע הקטגוריות הראשונות), אזי דווקא המשקיעים בעלי ההחזקות הגבוהות סוטים מההמלצה "נגד". מתוך ההצעות לתגמול בכירים, רק אלה שדורשות "שליש תומך" מתאפיינות בתופעה הנ"ל.

מצד אחר, כאשר דנים בהצעות החלטה "רגילות" (הצעות להן פוטנציאל מתון יותר לניגודי עניינים - חמש הקטגוריות האחרונות) וכאשר מדובר בקטגוריות הנושאות פוטנציאל גבוה לניגוד עניינים אך ההמלצה היא "בעד" (לא מוצג בלוח), אזי היחס בין החזקות הגופים המצביעים "בעד" לאלה המצביעים "נגד" הוא מתון יותר ונע סביב 1.¹²⁹ בהקשר הזה צריך לציין שכל התופעות המתוארות בשתי הפסקאות האחרונות נמצאו בעיקר בהצבעות באסיפות של חברות שהן מחוץ למדד תל אביב 100.

אפשר להציע כמה הסברים לקשר החיובי בין שיעור ההחזקה ובין הסיכוי לסטייה מהמלצה "נגד". הסבר אחד הוא שגופים מוסדיים הבוטחים באופן הניהול של החברה, ייטו להגדיל את שיעור ההחזקה בה, ובה בעת ייטו לתמוך בהצעות ההנהלה (גם אם הדבר נוגד את המלצת יועץ הפרוקסי).¹³⁰ הסבר אחר יכול להיות שבהצעות תגמול, שניתנה עליהן המלצה שלילית, לחץ רב יותר מצד התאגיד המכנס את האסיפה מופנה דווקא אל גופים בעלי החזקות גדולות יותר, כדי להביא לאישור ההצעה.¹³¹

יש לשים לב שבקרב גופים מוסדיים "משתמשים", שיעור הסטיות מהמלצה "נגד" בנוגע להצעות שיש בהן חשש לניגודי עניינים הוא נמוך מאוד (כ-8%-2%), ולכן השפעתן של הסטיות, מצד בעלי שיעורי ההחזקה הגבוהים, על תוצאות האסיפה היא מוגבלת יחסית.

¹²⁸ אחוז החזקה ממוצע מתוך סך ההון המונפק. לכן משקלן של ההחזקות הוא גבוה הרבה יותר כאשר מתבוננים בהחזקות כשיעור מתוך סך בעלי מניות בלתי נגועים.

¹²⁹ בהצבעות בעניינין של הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "נגד", נמצאו הבדלים מובהקים בשיעורי החזקות ברוב הקטגוריות בעלות הפוטנציאל הגבוה לניגודי עניינים (למעט הצעות בנושאי תגמול בכירים ברוב רגיל [ממצא אשר תואם את הציפיות שלנו], איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל ואישור הסכם ניהול עם בעל שליטה). לעומת זאת בקטגוריות הצעות החלטה עם פוטנציאל מתון יותר לניגודי עניינים, ובשבע הקטגוריות הראשונות אשר קיבלו המלצה חיובית, לא נמצאו הבדלים מובהקים בשיעורי החזקות. לצורך הבדיקה השתמשנו במבחן t להשוואת ממוצעים כאשר השוניות של כל משתנה שונות אלה מאלה.

¹³⁰ למסקנות דומות הגיעו החוקרים גם בארה"ב (Ashraf and Jayaraman, 2007), אשר מצאו שקרנות נאמנות אמריקניות נוטות לבחור יותר בצד של הנהלה כאשר יש להן החזקות גדולות יותר בחברה.

¹³¹ הטענה נתמכת בממצאים של מחקר נוסף (Hauser, Rosenberg, and Ofir, 1999) אשר נערכו בו ראינות אישיים עם 47 מנהלי קרנות נאמנות ונמצא ש"בעלי שליטה טורחים לפנות לקרנות הנאמנות לפני האסיפה הכללית רק כאשר הן מחזיקות שיעור מספיק של מניות שעלול למנוע קבלת הצעת ההחלטה".

לוח 18

הצבעות גופים מוסדיים לקוחות גורם מקצועי לפי שיעור ההחזקה במניה
 כולל רק הצעות החלטה אשר התקבלו באסיפה

המלצה נגד			אופן ההצבעה
נגד	בעד		
יחס בין אחוזי החזקה ממוצע	אחוז החזקה ממוצע	אחוז החזקה ממוצע	מיון הצעות החלטה לפי נושא
6.07	0.16	0.95	אישור תגמול ליו"ר
0.78	0.13	0.10	חוב רגיל
5.60	0.27	1.52	רוב מיוחד
2.41	0.27	0.65	אישור תגמול למנכ"ל
1.42	0.23	0.33	חוב רגיל
2.43	0.37	0.89	רוב מיוחד
3.11	0.38	1.19	אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה
2.56	0.18	0.45	אישור תגמול לדיירקטורים ונשאי משרה אחרים
5.75	0.24	1.36	עסקאות עם בעלי עניין
4.55	0.59	2.70	שינויים בתנאי כתבי אופציה
2.19	0.20	0.44	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
0.71	0.26	0.18	ביטוח, שיפוי ופטור לנשאי משרה ודיירקטורים
0.59	0.11	0.07	ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה
0.71	0.28	0.20	שינויים בתקנון החברה
0.69	0.30	0.21	מינוי דירקטורים
0.12	0.11	0.01	מינוי דח"צים
1.87	0.24	0.44	סה"כ

דפוס התנהגות דומה נמצא גם אצל קרנות נאמנות "לא משתמשות" (לוח 19): אם מנהל קרן מצביע "בעד", כאשר המלצה היא "נגד", אזי שיעור ההחזקה שלו צפוי להיות גבוה יותר בהשוואה לגופים ש"אימצו" את ההמלצה.¹³² התופעה בולטת עוד יותר כשמשוויים הצעות תגמול בכירים הדורשות רוב מיוחד להצעות שדורשות רוב רגיל. ניתן לפרש את הממצאים כתוצר של פעילות אקטיבית מצד בעלי שליטה באישור החלטות שכר בכירים הקשורים אליהם.

נוסף על קיום קשר חיובי בין שיעור ההחזקה לבין הנטייה לסטות מהמלצה שלילית, מנהלי קרנות שאינם משתמשים ביעוץ פרוקסי נוטים "לסטות" מהמלצה שלילית בשיעורים גבוהים מאוד (ראו איור 4). שילוב של שני הממצאים מצביע על כך שכשמדובר בגופים "לא משתמשים", בהינתן המלצה "נגד" – רוב כוח ההצבעה (לפי האחזקות בהון המניות) של הגופים ה"לא משתמשים" עלול להיות מופנה להצבעה "בעד" הן בגלל "סטיות" רבות מההמלצה "נגד" (כמחצית מהמקרים) והן בגלל ש"הסטיות" מתקיימות לרוב דווקא כשיעור ההחזקות הוא גבוה. במילים אחרות, הגופים תורמים רבות לתוצאה סופית חיובית של האסיפה. לעומת זאת ההשפעה הכללית של הצבעות גופים "משתמשים" תואמת יותר את המלצת היעוץ מפני שאת הקשר החיובי בין החזקות לסטיות ממתנות סטיות מועטות יחסית מהמלצה שלילית.

¹³² הצבעות בעניין של הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "נגד", נמצאו הבדלים מובהקים בשיעורי החזקות ברוב הקטגוריות בעלות הפוטנציאל הגבוה לניגודי עניינים (למעט הצעות בנושאי תגמול מנכ"ל ושינויים בתנאי אופציה). לעומת זאת בקטגוריות הצעות החלטה עם פוטנציאל מתון יותר לניגודי עניינים לא נמצאו הבדלים מובהקים בשיעורי החזקות (למעט הצעות החלטה לאישור מינוי דירקטורים). בהצבעות באסיפות של חברות שהן מחוץ למדד תל אביב 100 ההבדלים בשיעורי החזקות נמצאו כמובהקים יותר. לצורך הבדיקה השתמשנו במבחן t להשוואת ממוצעים כאשר השונויות של כל משתנה שונות אלה מאלה.

לוח 19

הצבעות גופים מוסדיים שאינם לקוחות גורם מקצועי לפי שיעור ההחזקה במניה			
כולל רק הצעות החלטה אשר התקבלו באסיפה			
המלצה נגד			אופן ההצבעה
נגד	בעד	אחוז החזקה ממוצע	
יחס בין אחוזי החזקה ממוצע	אחוז החזקה ממוצע	אחוז החזקה ממוצע	מיון הצעות החלטה לפי נושא
2.81	0.12	0.33	אישור תגמול ליו"ר
2.11	0.10	0.21	חב רגיל
3.69	0.19	0.72	רוב מיוחד
2.13	0.20	0.43	אישור תגמול למנכ"ל
2.12	0.09	0.19	חב רגיל
3.06	0.41	1.26	רוב מיוחד
2.73	0.36	0.97	אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה
2.18	0.10	0.22	אישור תגמול לדירקטורים ונושאי משרה אחרים
3.65	0.11	0.39	עסקאות עם בעלי עניין
0.89	1.21	1.08	שינויים בתנאי כתבי אופציה
4.13	0.17	0.70	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
1.74	0.21	0.36	ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה ודירקטורים
0.51	0.22	0.11	ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה
0.67	0.30	0.20	שינויים בתקנון החברה
21.06	0.01	0.27	מינוי דירקטורים
1.95	0.06	0.12	מינוי דח"צים
1.96	0.19	0.38	סה"כ

בלוח 20, המבוסס רק על הצעות החלטה שקיבלו המלצה "נגד", מוצג פילוח נתוני ההצבעות לפי סוג בעל השליטה בגופים המוסדיים המשתמשים בשירותי ייעוץ פרוקסי.¹³³ הנתון הבולט ביותר הוא שמשקיעים מוסדיים המוחזקים על ידי הממשלה אינם סוטים אף פעם מהמלצה שלילית בהצעות החלטה הנושאות פוטנציאל גבוה לניגודי עניינים. לעומת זאת אצל גופים הנשלטים על ידי גורמים מסחריים (בתי השקעות, קבוצות עסקיות), ישנה אותה תופעה שהוצגה קודם לכן – קשר חיובי בין סטייה מהמלצה שלילית ובין שיעור ההחזקה של המשקיע המוסדי בחברה. ושוב, הקשר נשמר רק בהצעות הנושאות פוטנציאל גבוה לניגודי עניינים (ובייחוד הצעות לתגמול בכירים הדורשות רוב מיוחד) ונעלם בקטגוריות הצעה אחרות.¹³⁴

העובדה שבהינתן המלצה "נגד", גופים מוסדיים המוחזקים על ידי עמיתים מצביעים בכל זאת "בעד", אפילו בשיעורים קטנים, אינה מתיישבת עם היגיון כלכלי: היינו מצפים שגופים שאינם נגועים בניגודי עניינים, ואשר משתמשים בייעוץ פרוקסי, לא יסטו מהמלצה "נגד".¹³⁵ אכן, אם מוציאים ממדגם

¹³³ כל הגופים ה"לא משתמשים", הכלולים במדגם שלנו, נשלטים על ידי גורמים מסחריים. לכן אין צורך בפילוח לפי סוג בעל השליטה. לוח 19 מייצג הצבעות של מנהלי קרנות "לא משתמשים" אשר בעלי השליטה בהם הם גופים מסחריים.

¹³⁴ הקשר החיובי בין שיעור ההחזקה ובין הסיכוי לסטייה מהמלצה "נגד" נמצא כמובהק רק בהצבעות באסיפות של חברות שהן מחוץ למדד תל אביב 100. בהצבעות בעניינין של הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "נגד", נמצאו הבדלים מובהקים בשיעורי ההחזקות ברוב הקטגוריות בעלות הפוטנציאל הגבוה לניגודי עניינים (למעט הצעות בנושאי תגמול מנכ"ל ותגמול לדירקטורים ונושאי משרה אחרים). לצורך הבדיקה השתמשנו במבחן t להשוואת ממוצעים כאשר השוניות של כל משתנה שונות אלה מאלה.

¹³⁵ יש לשים לב שבערכים מוחלטים הסטיות מהמלצה שלילית בקטגוריות הצעות החלטה שיש להן פוטנציאל גבוה לניגוד עניינים (שבע הקטגוריות הראשונות) הן מעטות מאוד (מאחת עד שבע הצבעות "בעד" בכל קטגוריה), אך יחסית הסטיות מהוות בממוצע כ-5% מסך ההצבעות של גופים המוחזקים על ידי עמיתים.

הגופים המוסדיים בבעלות עמיתים את קרן הפנסיה הע"ל, מתקבלות תוצאות התמוכות בהנחה שלנו: הגופים, בדומה לגופים ממשלתיים, כמעט אינם סוטים מהמלצה "נגד".

לוח 20

הצבעות גופים מוסדיים לפי סוג בעל השליטה												
כולל רק הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "נגד" והתקבלו באסיפה												
משתמש											שימוש ביעוץ פרוקסי	
עמיתים (ללא פנסיה הע"ל)			עמיתים			מסחרי			ממשלה			סוג בעל השליטה בגוף המוסדי
נגד			בעד			נגד			בעד			אופן ההצבעה
אחוז החזקה	אחוז החזקה	אחוז החזקה	אחוז החזקה	אחוז החזקה	אחוז החזקה	אחוז החזקה	אחוז החזקה	אחוז החזקה	אחוז החזקה	אחוז החזקה	אחוז החזקה	מיון הצעות החלטה לפי משא
0.05	0.08	0.05	0.00	0.00	6.58	0.18	1.19	0.16	0.16	0.16	0.16	אישור תגמול ליו"ר
0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	1.19	0.14	0.17	0.16	0.16	0.16	0.16	חבר רגיל
0.06	0.17	0.06	0.01	0.01	4.81	0.34	1.63	0.15	0.15	0.15	0.15	רוב מיוחד
0.09	1.06	0.09	0.10	0.10	2.27	0.33	0.76	0.10	0.10	0.10	0.10	אישור תגמול למנכ"ל
0.07	1.76	0.07	0.13	0.13	1.48	0.29	0.42	0.12	0.12	0.12	0.12	חבר רגיל
0.14		0.14			2.04	0.46	0.94	0.05	0.05	0.05	0.05	רוב מיוחד
0.26		0.26			2.84	0.44	1.25	0.11	0.11	0.11	0.11	אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה
0.05	12.97	0.05	0.69	0.69	1.59	0.23	0.36	0.07	0.07	0.07	0.07	אישור תגמול לדיירקטורים ונושאי משרה אחרים
0.08	3.32	0.08	0.27	0.27	6.03	0.27	1.61	0.22	0.22	0.22	0.22	עסקאות עם בעלי עניין
0.16	9.10	0.16	1.45	1.45	4.69	0.64	3.01	0.43	0.43	0.43	0.43	שינויים בתנאי כתיב אופציה
0.08		0.08			1.82	0.26	0.48	0.06	0.06	0.06	0.06	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
0.11	0.13	0.01	0.13	0.13	0.70	0.32	0.22	0.07	0.10	0.01	0.01	ביטוח, שיפוי ופטור לנשאי משרה ודיירקטורים
0.15	0.10	0.01	0.14	0.10	0.67	0.12	0.08	0.07	0.09	0.01	0.01	ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה
0.28	0.07	0.02	3.80	0.07	0.60	0.35	0.21	0.49	0.13	0.06	0.06	שינויים בתקנון החברה
0.13	0.08	0.01	2.92	0.08	0.51	0.38	0.19	0.13	0.13	0.13	0.13	מינוי דירקטורים
	0.10		0.05	0.10	0.18	0.11	0.02	0.09	0.09	0.09	0.09	מינוי דח"צים
0.71	0.08	0.06	2.65	0.08	0.21	1.76	0.29	0.52	0.59	0.12	0.07	סה"כ

בוועדת גושן לקוד ממשל תאגידי¹³⁶ ובוועדת חמדני הוצע להעלות את סף התמיכה הנדרש מבעלי מניות בלתי נגועים במקרים של הצעות המאשרות עסקאות עם בעלי שליטה¹³⁷ ובהצעות נוספות הדורשות רוב מיוחד.

ביצענו סימולציה במטרה לבחון את ההשפעה של שינוי זה על אישור הצעות תגמול באסיפות. ראינו לציין כי סימולציה מסוג זה אינה מביאה בחשבון את ההשפעה של השינוי על התנהגות השחקנים ובתורה את ההשפעה של התנהגותם על התוצאה הסופית. כך, למשל, ייתכן שהשינוי יגביר את הלחצים המופעלים על הגופים המוסדיים וישנה את אופן הצבעתם.

לוח 21 מאיר את הסוגיה.¹³⁸ ראשית, ניתן לראות שהתמיכה הממוצעת של בעלי מניות המיעוט מושפעת במידה ניכרת מהמלצה של פועלים סהר (הבדלים של 15% עד 20% בין התמיכה של בעלי מניות המיעוט כאשר המלצה "בעד" לבין התמיכה של בעלי מניות המיעוט כאשר המלצה היא "נגד"), אך בסופו של דבר התמיכה גבוהה מאוד גם במקרה של המלצה שלילית: 71.8%.

¹³⁶ אישור עסקאות עם בעלי שליטה טרם הקמת בית משפט מתמחה לחברות.

¹³⁷ ההצעה התקבלה בכנסת בזמן כתיבת המחקר (חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011).

¹³⁸ יש לשים לב שמספר התצפיות בהמלצה "בעד"/"נגד" קטן יותר ממספרן בלוח 15 (90 לעומת 264 תצפיות), משום שלחלק מהצעות התגמול היו חסרים נתוני תמיכה.

בדקנו גם מה יקרה אם נשנה את התמיכה המינימלית הדרושה מצד בעלי מניות המיעוט משליש למחצית. במקרה של המלצה "נגד", העלאת סף התמיכה תצליח לעצור כ-15% מהצעות התגמול: כ-17% מהצעות התגמול למנכ"ל וכ-12.5% מהצעות התגמול ליו"ר.¹³⁹

בלוח 21 נרשמו גם תוצאות הבדיקה של עמידה בתנאי חלופי לאישור עסקה עם בעל שליטה: התנאי ששיעור המתנגדים בקרב בעלי המניות הבלתי נגועים לא יעלה על 1% מסך זכויות ההצבעה בחברה. הבדיקה מתבססת על שיעור התנגדות של 2%, אשר הומלץ על ידי ועדת גושן במקרה שדרישת התמיכה תעלה לרוב רגיל.

ניתן לראות שבמקרה של המלצה "נגד", הרוב המכריע של הצעות התגמול לבכירים אינו עומד בתנאי. תנאי זה גם מפיל שיעור גבוה יותר של הצעות, ביחס לתנאי התמיכה הנדרשת, בכל קטגוריית המלצה בנפרד. שני הממצאים מביאים למסקנה שדרישת שיעור התנגדות מקסימלי משפיעה יותר, וקשה יותר לעמוד בה, בהשוואה לדרישת שיעור תמיכה מינימלי.

לוח 21

תמיכה והתנגדות של בעלי מניות המיעוט בהצעות תגמול בכירים אשר התקבלו באסיפה הכללית ברוב מיוחד							
המלצה נגד				המלצה בעד			
אחוז ההצעות עם התנגדות מעל ל-2%	התנגדות ממוצעת ²	אחוז ההצעות עם תמיכה מתחת ל-50%	תמיכה ממוצעת ¹	אחוז ההצעות עם התנגדות מעל ל-2%	התנגדות ממוצעת ²	אחוז ההצעות עם תמיכה מתחת ל-50%	תמיכה ממוצעת ¹
83.3	9.6	16.7	71.5	34.6	2.0	0.0	90.4
93.8	9.8	12.5	72.2	51.5	5.0	3.0	87.3
88.2	9.7	14.7	71.8	44.1	3.7	1.7	88.7

(1) תמיכה ממוצעת של בעלי מניות המיעוט מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה.
(2) התנגדות ממוצעת של בעלי מניות המיעוט מכלל זכויות ההצבעה בחברה.

נבחן עתה את השאלה אם תגובת השוק ביום האסיפה תואמת את המלצת יועץ הפרוקסי,¹⁴⁰ או במילים אחרות אם שירותי הייעוץ מספקים מידע רלוונטי לשחקנים בשוק ההון. בחינת ההשפעה של המלצות פועלים סהר על התנהגות שערי מניות תיעשה באמצעות חקר אירוע (event study)¹⁴¹ בימים הסמוכים ליום האסיפה הכללית. נשתמש בקטגוריות החלטה הנושאות ניגודי עניינים

¹³⁹ חמש הצעות החלטה, אשר קיבלו המלצה "נגד", היו נופלות בהצבעה של האסיפה הכללית בגלל העלאת הרוב הדרוש.

¹⁴⁰ האירוע שאותו אנו בוחנים הוא תגובת השוק על תוצאת ההצבעה באסיפה (בהתאם או בניגוד להמלצה). מעניין היה לבדוק גם תגובה על פרסום המלצת ההצבעה, אך המטלה אינה מעשית מאחר שההמלצה בדרך כלל אינה פומבית, וגם יום הפרסום אינו ידוע ואינו קבוע ביחס ליום האסיפה. בנוסף, ניתוח התנהגות של תשואה עודפת מצטברת יתרכז בתגובת השוק לאחר פרסום תוצאות סופיות של אסיפות בעלי מניות, כאשר תגובת השוק לפני יום אסיפה, הנובעת לרוב מציפיות משקיעים באשר לסיכויי אישור או דחייה של הצעת החלטה, מעניינת אותנו הרבה פחות.

¹⁴¹ להלן אופן חישוב התשואה העודפת המצטברת (CAR): אומדנים של מודל השוק (אלפא וביטא) חושבו על פני 125 תצפיות יומיות, ומדד ת"א 100 שימש כמדד השוק. על בסיס האומדנים חושבו סטיות מקריות (ϵ) או תשואות עודפות יומיות (AR) בחלון הזמן של 10 ימים לפני האסיפה ו-10 ימים לאחריה. התקופה מאפשרת להכניס לחלון הזמן את התגובה על פרסום ההמלצה (פועלים סהר מפרסמת את המלצותיה למניות בין 10 ל-14 ימים לפני האסיפה). תשואה עודפת מצטברת (CAR) היא סכמה של סטיות מקריות על פני זמן. כדי לחשב את המובהקות של ה-AR השתמשנו במבחן t , וסטיית התקן נאמדה על פי תשואות עודפות ב-estimation period.

כדי לבדוד את ההשפעה של האסיפה הכללית על מחירי המניה מהשפעות של אירועים אחרים (confounding effects), הורדנו חברה מסוימת מהמדגם ביום שבו היה לה אירוע נוסף (בקרת אירועים נוספים נעשתה לפי רשימה שהוגדרה מראש של סוגי דיווחים פומביים משמעותיים למגנא). לצורך בקרה על אירועים נוספים התחשבנו גם בשעת השידור של הדיווח על האירוע למגנא, כך, אם הדיווח הגיע בשעות המסחר, הורדנו תשואה עודפת של המניה באותו יום. אם דיווח התפרסם אחרי סגירת המסחר, אזי נמחקה התשואה של יום המסחר הבא. מחיקת תשואות עודפות יומיות בחברות שהודיעו על אירועים משמעותיים נוספים נעשתה גם ב-event-window וגם ב-estimation window.

פוטנציאליים, ולכן אישור הצעה אשר קיבלה המלצה "נגד", צפוי להוריד את שערי המניות. אישור הצעה שנהנתה מהמלצה חיובית אמור להביא לתגובה חיובית של שוק ההון.

ארבעת האירורים הבאים מתארים את תגובת השוק על הצעות אישור תגמול לנושאי משרה בכירים בחברות ציבוריות. הניתוח בוצע הן בנוגע לאוכלוסייה כללית של הצעות והן באשר להצעות החלטה הדורשות רוב מיוחד של בעלי מניות מיעוט לאישורן. כל ההצעות אושרו בהצבעה באסיפה הכללית, ורק המלצת יועץ הפרוקסי מבדילה בין שתי הקבוצות: הקו הכחול מסמן הצעות החלטה שנהנו מהמלצה "בעד" והקו האדום מסמן הצעות שקיבלו המלצה "נגד". הקווים עצמם מייצגים תשואה עודפת מצטברת (CAR) על פני התקופה. יום האסיפה מסומן כיום 0, וחלון האירוע מתחיל 10 ימי מסחר לפני האסיפה ומסתיים 10 ימים לאחריה. כוכביות מעל לקו התשואה העודפת המצטברת מצביעות על ימים שבהם התשואה הייתה שונה מאפס באופן מובהק.¹⁴²

כשמדובר בהצעות אשר קיבלו המלצה "בעד", התשואה העודפת המצטברת שונה מזו של הצעות שקיבלו המלצה "נגד". בכל אחד מארבעת המקרים, התשואה העודפת המצטברת של קבוצת הצעות החלטה שקיבלו המלצה חיובית עלתה סמוך ליום האסיפה, ואילו אצל הקבוצה השנייה ירדה התשואה. כן נמצאו הבדלים מובהקים בין התשואות העודפות המצטברות של שתי הקבוצות.¹⁴³ רק במקרה של אישור תגמול למנכ"ל (רוב רגיל ורוב מיוחד ביחד - גרף ראשון באיור 8), לא נמצאו הבדלים מובהקים בתשואה העודפת המצטברת בין ההצעות שקיבלו המלצה חיובית לבין אלה שקיבלו המלצה שלילית.

הממצא שציבור המשקיעים ("השוק") מגיב על פי המלצת ההצבעה מראה על כך שהעקרונות המנווטים את יועץ הפרוקסי בניתוחיו, מתבססים על שוויוניות בין כלל בעלי המניות.¹⁴⁴ מכאן שגופים מוסדיים אשר יצביעו לפי המלצת היועץ, צפויים לפעול לטובת העמיתים בהם. עם זאת יש לציין שהמומנטום השלילי במקרים של הצעות שקיבלו המלצה שלילית הוא קצר יחסית (נמשך כעשרה ימים), ולאחר מכן ההבדלים בין התשואות העודפות המצטברות מתחילים להצטמצם.

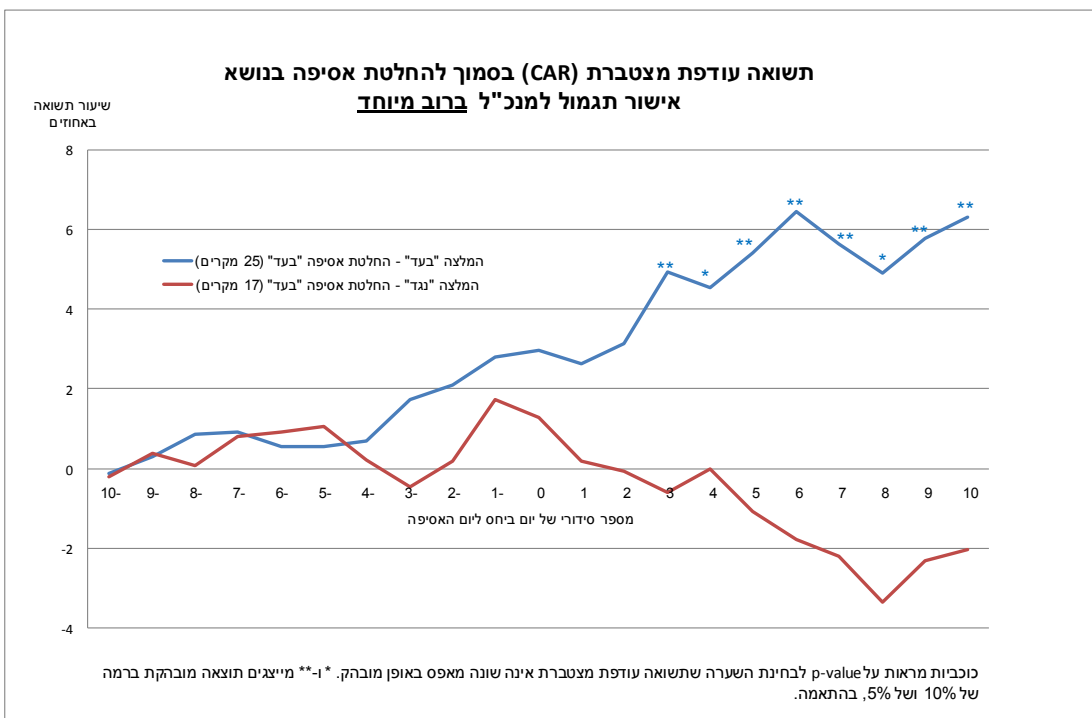
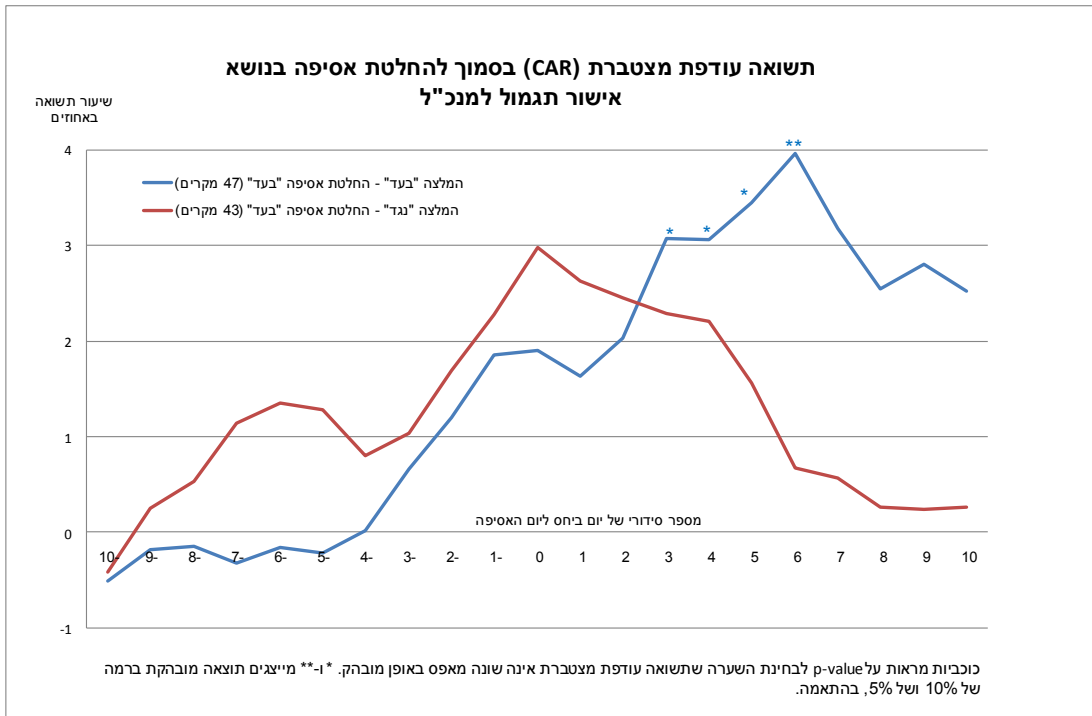
מעניין לציין שעוד לפני יום האסיפה הכללית השוק יודע להבחין בעצמו בהצעות החלטה שקיבלו המלצה חיובית ומיטיבות עם החברה, ולכן אינן צפויות לעורר התנגדות חזקה מספיק שתצליח להפיל אותן. לכן התשואות העודפות המצטברות של ההצעות מתחילות לעלות כמה ימים לפני יום האסיפה. לעומת זאת, במקרה של הצעות שקיבלו המלצה שלילית, השוק לרוב אינו מגיב עד ליום האסיפה. נראה שהמשקיעים מבינים שאישור ההצעות יגביר את ניגודי עניינים בחברות ושיש להתנגד להן, אך התקוות שההצעות לא יתקבלו אינן מתגשמות, מה שנתפס כהפתעה בשוק ומביא לירידת שערי המניות רק סמוך להיוודעות תוצאות האסיפה.

¹⁴² כדי לחשב מובהקות של CAR נעשה שימוש ב- t statistics ($t = \frac{CAR(T_1, T_2)}{\sqrt{(T_2 - T_1) * S(\bar{u}_t)}}$)

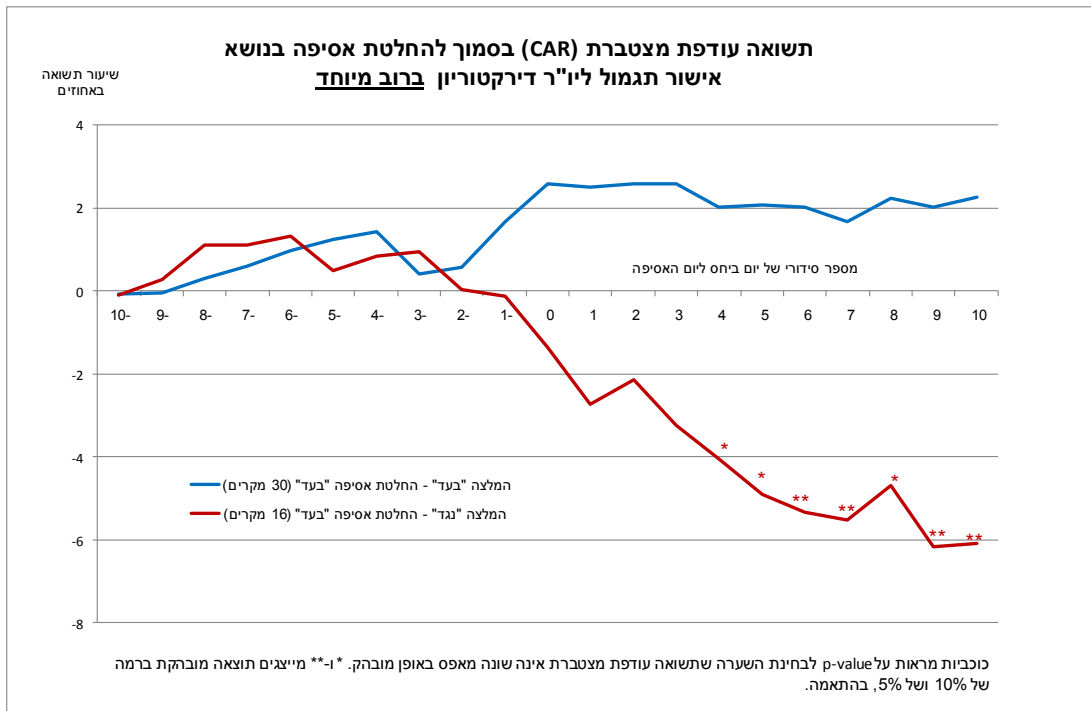
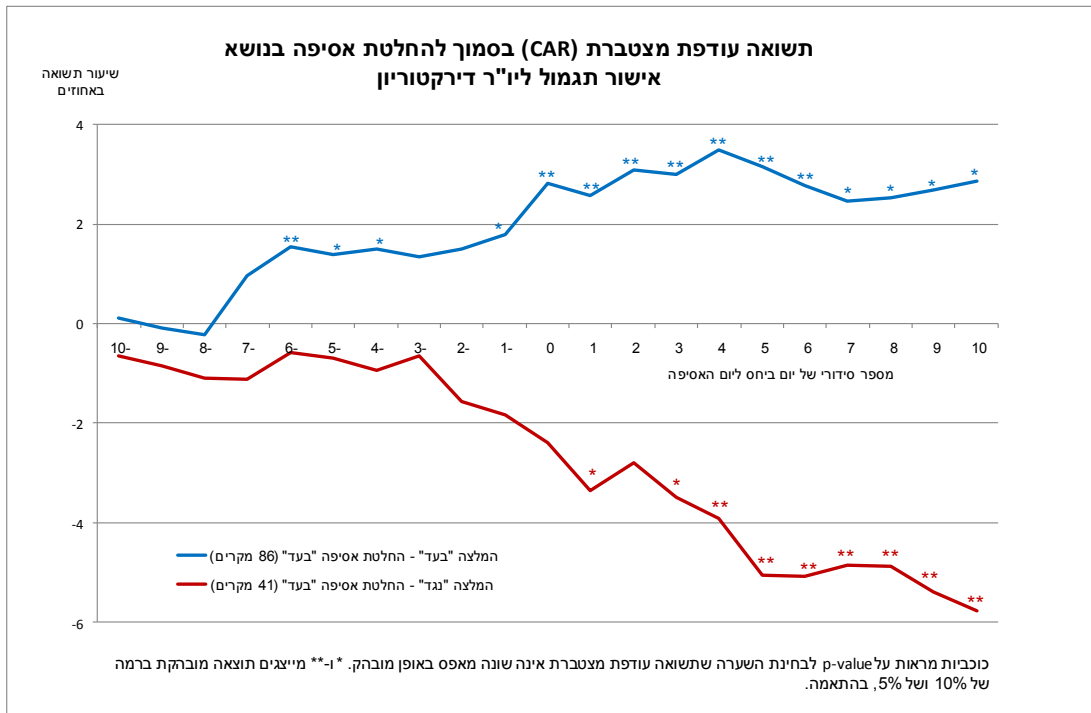
¹⁴³ מבחן t הוא מבחן להשוואת ממוצעים כאשר השונויות של כל משתנה שונות זו מזו.

¹⁴⁴ פועלים סהר, נייר עמדה בנושא מדיניות הצבעה בעת הפעלת Proxy באסיפות כלליות, ספטמבר 2009.

איור 8



איור 9



מינוי דירקטורים ואיחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל

אחד מסוגי הצעות ההחלטה החשובות לממשל התאגידי של חברה הוא הצעות החלטה אשר בעקבותיהן נקבע הרכב הדירקטוריון, לב לבה של החברה. הדירקטוריון הוא שאמור להתוות תכניות לפיתוח אסטרטגי של החברה ולפקח על ההנהלה בשם בעלי המניות.

מתוך ההצעות המפורטות בלוח 22, הצעות לאיחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל הן המעניינות ביותר, בין השאר משום שברוב המכריע של המקרים מדובר בבעל שליטה הרוצה למלא את שני התפקידים. שיעור האישור של ההצעות הוא נמוך יחסית, תוצאה המוסברת בדרישת תמיכה גבוהה מצד בעלי מניות לא נגועים (לפחות שני שלישים), ובשיעור המלצות חיוביות נמוך מאוד מצד היועץ בהצעות הנדונות.

כל ההצעות למינוי דירקטורים ודח"צים התקבלו, תוצאה התואמת את השיעור הגבוה יחסית של המלצות חיוביות בנוגע להצעות הללו. בהצעות מינוי דח"צים היה אפשר לצפות שלפחות כמה מהן לא יתקבלו בגלל דרישת ה"שליש תומך", אבל מספר התצפיות בנושא הוא קטן וכנראה גם אינו מייצג.¹⁴⁵

לוח 22

תיאור נתוני אסיפות של בעלי מניות ¹			
מספר הצעות ההחלטה	אחוז ההמלצות בעד	אחוז הצעות שהתקבלו	מיון הצעות החלטה לפי נושא
47	29.8	78.7	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
554	82.3	100.0	מינוי דירקטורים
36	77.8	100.0	מינוי דח"צים
637	78.2	98.4	סה"כ

(1) הנתונים בטבלה מתבססים על הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד". התחשבנו רק בהצעות אשר התקבלו או נפלו בהצבעה. הצעות שנדחו או הורדו מסדר היום לא נכנסו למדגם.

בנתוני ההצבעה של כל הגופים המוסדיים (לוח 23) נמצאה התאמה גבוהה בין ההמלצה ובין ההצבעה בפועל בהצעות מינוי. מצד אחר, בקטגוריית איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל שיעור ההצבעות הסוטות מהמלצה "נגד" הוא גבוה (כ-28%).

לוח 23

הצבעות של כל הגופים המוסדיים מול המלצת ההצבעה		
אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	מיון הצעות החלטה לפי נושא והמלצה
42.3	57.7	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
12.9	87.1	המלצה בעד
72.4	27.6	המלצה נגד
18.2	81.8	מינוי דירקטורים
1.7	98.3	המלצה בעד
90.9	9.1	המלצה נגד
43.6	56.4	מינוי דח"צים
7.3	92.7	המלצה בעד
95.2	4.8	המלצה נגד
22.1	77.9	סה"כ

¹⁴⁵ פועלים סהר התחילה לתת המלצות בהצעות למינוי דירקטורים ודח"צים רק לקראת סוף שנת 2008 אחרי פרסום דוח סופי של ועדת חמדני בינואר 2008, אשר המליצה לחייב גופים מוסדיים להשתתף ולהצביע "בעד" או "נגד" בנוגע להצעות הללו.

בקרב מוסדיים "משתמשים" ההסתברות להצבעה בהתאם להמלצה היא גבוהה מאוד בכל הקטגוריות, ורק למנהלי קרנות יש נטייה קלה לסטייה מההמלצה.¹⁴⁶ לעומת זאת בקרב מנהלי קרנות "לא משתמשים" שיעורי "הסטייה" מהמלצה גבוהים. כך, "סטייה" גבוהה מהמלצה שלילית (בהשוואה לשיעור "הסטייה" המקביל כשהמלצה היא חיובית) מתורגמת למדד התנגדות נמוך מאוד בשתי הקטגוריות הראשונות בקרב מנהלי קרנות "לא משתמשים". אם בקטגורייה הראשונה תמיכת היתר של הגופים ה"לא משתמשים" (העולה ממדד התנגדות) נובעת ברובה מגישה מחמירה של יועץ הפרוקסי כלפי איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל, אזי התמיכה הגבוהה יחסית של הגופים במינוי דירקטורים נראית בעייתית הואיל והיועץ נוטה להמליץ להתנגד למינוי דירקטור הנתון במצב של ניגודי עניינים.¹⁴⁷

לוח 24

הצבעות של גופים מוסדיים לפי סוג ושימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי						
גמל, פנסיה וביטוח		קרנות נאמנות				שימוש ביועץ פרוקסי
משתמש	משתמש	לא משתמש		משתמש		
אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	מיון הצעות החלטה לפי נושא והמלצה
42.8	57.2	49.4	50.6	38.3	61.7	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
4.9	95.1	10.5	89.5	43.4	56.6	המלצה בעד
88.2	11.8	87.2	12.8	35.0	65.0	המלצה נגד
18.9	81.1	16.0	84.0	12.7	87.3	מינוי דירקטורים
1.3	98.7	1.3	98.7	8.6	91.4	המלצה בעד
98.1	1.9	85.5	14.5	24.8	75.2	המלצה נגד
49.6	50.4	20.7	79.3	29.6	70.4	מינוי דח"צים
3.0	97.0	4.3	95.7	21.8	78.2	המלצה בעד
98.6	1.4	90.9	9.1	60.0	40.0	המלצה נגד
22.5	77.5	18.7	81.3	22.0	78.0	סה"כ

המלצת הצבעה משפיעה מאוד על שיעור התמיכה של בעלי מניות לא נגועים בהצעות איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל ומינוי דח"צים (לוח 25).¹⁴⁸ מצד אחר, סוג ההמלצה אינו משפיע על שיעור התמיכה בהצעות מינוי דירקטורים מפני שכמעט כולן מאושרות ברוב רגיל של כלל בעלי המניות בחברה. סימולציה של העלאת דרישת התמיכה המינימלית מצד בעלי מניות המיעוט לא גרמה לשום הצעת מינוי דח"צ ליפול, כנראה בגלל מדגם קטן ולא מייצג של הצעות בנושא. מצד אחר, היו כמה

¹⁴⁶ את הנטייה של מנהלי קרנות "משתמשים" לסטות מהמלצת היועץ בשיעורים גבוהים יותר מנטיית גופים "משתמשים" אחרים, אפשר להצדיק בכמה סיבות טכניות. ראשית, חלק מהגופים אשר ענו על השאלון שלנו בנושא שימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי באסיפות כלליות, ציגו שהם מנויים על ייעוץ, אך לא פירטו תאריכים מדויקים לתחילת ההתקשרות עם פועלים סהר ו/או לסיומה. שנית, באשר למנהלי קרנות אשר לא ענו על השאלון, הנחנו שאם קבוצה או בית השקעות, שהמנהל שייך להם, משתמשים בשירותי ייעוץ של פועלים סהר בפעילויות אחרות (גמל, פנסיה או ביטוח), אזי אותו מנהל קרנות נאמנות גם הוא מנוי על שירותי הייעוץ. מכאן שלקבוצת מנהלי הקרנות ה"משתמשים" ייתכן שהשתרבו מנהלי קרנות "לא משתמשים".

¹⁴⁷ מתוך נייר עמדה בנושא מדיניות הצבעה של פועלים סהר: "אנו נמליץ להתנגד למינוי נושאי משרה הכפופים למנכ"ל כדירקטורים".

¹⁴⁸ שיעורי התמיכה בכל סוגי הצעות ההחלטה (חוץ מתגמול בכירים) מתבססים על הנתונים אשר הופיעו בדו"חות של פועלים סהר. בדו"חות ישנן שתי עמודות – תמיכה רגילה ותמיכה מיוחדת, אך לפי בדיקתנו הנתונים אינם עקביים, וכל תמיכה יכולה להופיע בכל עמודה. גם מספר המקרים שבהם שני שיעורי התמיכה מופיעים יחד הוא זניח ביותר. לצורך הצגת שיעורי התמיכה הנחנו שבהצעות החלטה הדורשות רוב מיוחד, מוצג בדו"חות פועלים סהר שיעור התמיכה של בעלי מניות מיעוט ולא שיעור התמיכה של כלל בעלי המניות (ההנחה נבדקה בעניין הצעות תגמול בכירים ונמצאה נכונה).

דירקטורים, שהם גם בעלי שליטה בחברה, אשר מינוים היה מתבטל אילו שיעור התמיכה היה עולה לחצי.¹⁴⁹

לוח 25

תמיכה של בעלי המניות בהצעות מינוי דירקטורים אשר התקבלו באסיפה הכללית					
המלצה נגד			המלצה בעד		
אחוז הצעות עם תמיכה מתחת ל-50%	תמיכה מינימאלית	תמיכה ממוצעת ¹	אחוז הצעות עם תמיכה מתחת ל-50%	תמיכה מינימאלית	תמיכה ממוצעת ¹
0.0	67.2	81.3	0.0	71.2	88.0
0.0	88.0	96.4	1.1	36.2	96.8
0.0	72.4	72.4	0.0	96.4	99.5

איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל²

מינוי דירקטורים³

מינוי דח"צים⁴

(1) הרכב תמיכה ממוצעת (כלל בעלי מניות או רק בעלי מניות המיעוט) תלוי בסוג הצעת ההחלטה. צריך לציין שלא נעשה מיון הצעות ההחלטה לפי רוב נדרש (רגיל או מיוחד). לכן ייתכן שגם בהצעות שלכאורה זורשות רוב מיוחד יופיעו תצפיות שעברו ברוב רגיל של בעלי המניות.

(2) החלטה לפי סעיף 121(ג) לחוק החברות על הסמכת יו"ר הדירקטוריון למלא את תפקיד המנכ"ל או להפעיל את סמכויותיו. נדרשת תמיכה של לפחות שני שלישים מקולות בעלי המניות שאינם בעלי שליטה או מי מטעמם; או שסך קולות המתנגדים מבעלי המניות האמורים לעיל לא עלה על אחוז אחד מכלל זכויות הצבעה בחברה.

(3) בהחלטה לפי סעיף 59 לחוק החברות על מינוי דירקטור נדרש רוב רגיל של בעלי המניות הנוכחים באסיפה. במקרים שבהם לבעל שליטה יש עניין אישי בהתקשרות, נדרשת גם תמיכה של לפחות שליש מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי שליטה בחברה או מי מטעמם.

(4) החלטה לפי סעיף 239(ב) לחוק החברות על מינוי דירקטור חיצוני דורשת תמיכה של לפחות שליש מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי שליטה בחברה או מי מטעמם; או שסך קולות המתנגדים מבעלי המניות האמורים לעיל לא עלה על אחוז אחד מכלל זכויות הצבעה בחברה.

באישור הצעות לאיחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל אשר שקיבלו המלצה "נגד", הנהלה ובעלי השליטה מסתמכים על הצבעות חיוביות של גופים מוסדיים "לא משתמשים", ששיעור התנגדותם, בסוג הזה של הצעות החלטה, הוא נמוך יחסית (איור 6). זאת ועוד, כעולה מלוח 19, אצל משקיעים מוסדיים "לא משתמשים" נמצא קשר חיובי בין הנטייה להצביע "בעד" לבין שיעור ההחזקה בחברה. מעניין לציין שדווקא בהצעות למינוי דירקטורים חיצוניים, מנהלי קרנות "לא משתמשים" בולטים בהתנגדות גבוהה, יחסית לשיעור ההמלצות השליליות. ההתנגדות מקבלת ביטוי בתמיכה ממוצעת נמוכה יחסית בהצבעות של גופים מוסדיים בנוגע להצעות הללו.

הצעות החלטה הדנות ב"איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל" נבדלות בתגובת השוק מהצעות החלטה בנושאים אחרים. במקרה של הצעות איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל השוק מגיב רק על התוצאה הסופית של האסיפה ואינו מתחשב בהמלצה: התשואה העודפת המצטברת נעה בתחום החיובי במקרה של אישור הצעה, ובמקרה של נפילתה, התשואה יורדת מתחת לאפס. ההבדלים בין כל התשואות העודפות המצטברות נמצאו מובהקים מאוד.

התשואה העודפת המצטברת של הצעות איחוד שקיבלו המלצה חיובית ואושרו נמצאת תמיד מעל לקו התשואה של הצעות שקיבלו המלצה שלילית ואושרו, ממצא אשר לכאורה תומך בהתאמה בין השקפותיו של יועץ הפרוקסי ובין השקפות המשקיעים בנוגע לתועלת הטמונה בהצעות שעל סדר היום. אך המסקנה צריכה להיות אחרת – השוק חושב שלאיחוד יו"ר ומנכ"ל יש השפעות חיוביות על בעלי מניות המיעוט, ולכן אפילו הצעות שקיבלו המלצה שלילית מוערכות על ידיו בתשואה עודפת

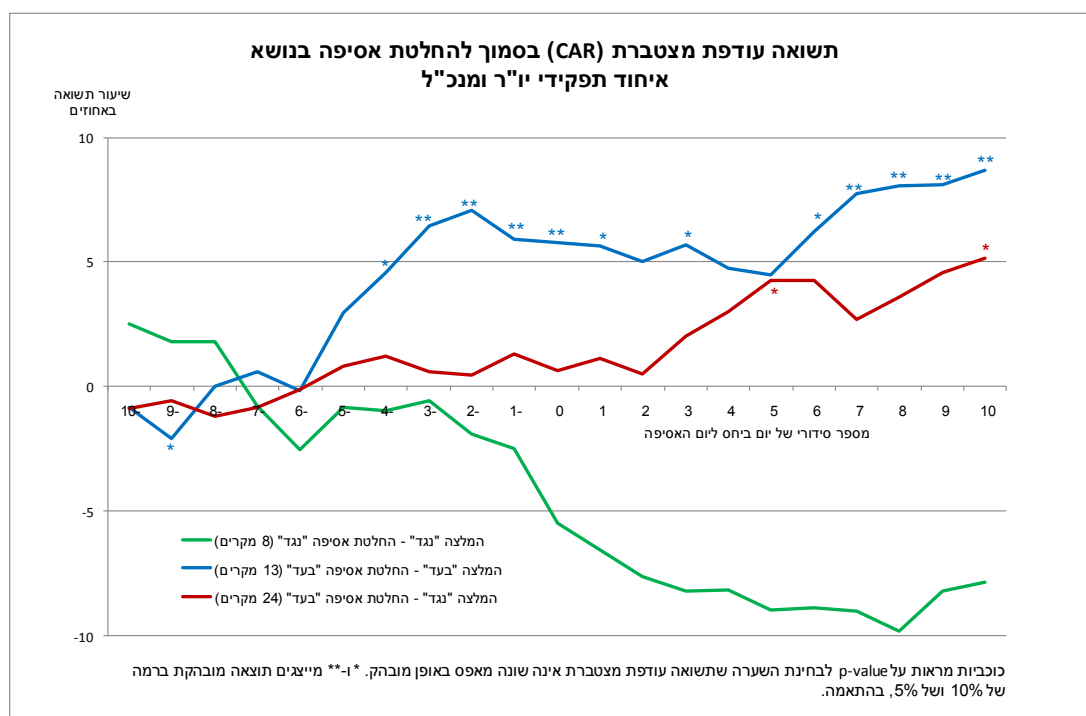
¹⁴⁹ כנראה מדובר בשילוב של שתי ההחלטות – מינוי ותנאי העסקה. במקרה הזה בעל השליטה שהציג את מועמדותו לדירקטוריון יצטרך לקבל תמיכה של שליש מבעלי מניות המיעוט.

מצטברת חיובית. יתר על כן, להבדיל מיועץ הפרוקסי, השוק מפרש לרעה נפילה של הצעות שקיבלו המלצה שלילית.

אף שניתוח התגובה המיידית של השוק מצביע על אי-הסכמה בין ציבור המשקיעים ("השוק") ובין שירותי הייעוץ בנושא מסוים זה, ייתכן שהמלצת ההצבעה מביאה בסופו של דבר למקסום התועלת לבעלי מניות המיעוט לטווח ארוך היבט שלא נבדק במחקרנו.

ברוב מוחלט של מקרי איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל, בעל השליטה הוא שמילא את שני התפקידים. הממצא מעיד, כנראה, על כך שבעלי המניות רואים את בעלי השליטה כמפקחים על החברה לטובתה. במילים אחרות, האינטרסים של בעלי השליטה נחשבים לשווים לאלה של בעלי המניות האחרים, והדבר מצמצם את בעיית הסוכן (agency problems). מצד אחר, ייתכן שבעלי מניות המיעוט מעדיפים להיצמד לבעל השליטה, שממילא שולט בחברה, ושלא להכניס לתפקידי מפתח סוכן (agent) נוסף אשר עלולים להיות לו אינטרסים משלו.

איור 10



עסקאות עם בעלי עניין

אישור תנאי ההתקשרות עם בעל השליטה, ואישור עסקאות שבאמצעותן בעל השליטה יכול לעשוק את המיעוט, תמיד משכו את תשומת לבם של בעלי מניות מן הציבור. רק כ-1.5% מהצעות התגמול לבעל השליטה ולקרוביו אינן מתקבלות בהצבעה באסיפה הכללית, אף שכל הצעה רביעית מקבלת המלצה שלילית (לוח 26). כמעט כל העסקאות החריגות עם בעל השליטה ובעלי עניין אחרים מתקבלות, נתון שתואם שיעורי המלצה והצבעה "נגד" נמוכים יחסית, העומדים על כ-10%.¹⁵⁰ הצעות ביטוח, שיפוי ופטור לבעלי שליטה נהנות משיעור גבוה של המלצות חיוביות,¹⁵¹ אך עדיין כ-6% מההצעות אינן מצליחות לצבור "שליש תומך". ניתן להסביר את הממצא בעזרת מדד התנגדות גבוה מאוד אצל גופים לא מנייים על שירותי הייעוץ והעדר קשר חיובי בין שיעור החזקות מוסדיות לבין הסיכוי ל"סטייה" מהמלצה שלילית בקטגוריית החלטה זו. מצד שני בקרב גופים "משתמשים" מדד ההתנגדות הוא נמוך יחסית והסטייה מהמלצה שלילית היא גבוהה ביותר (כ-25%).

לוח 26

תיאור נתוני אסיפות של בעלי מניות ¹			
מספר	אחוז	אחוז	מיון הצעות החלטה לפי נושא
ההצעות	ההמלצות	ההצעות	שהתקבלו
ההחלטה	בעד	בעד	
198	76.3	98.5	אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה
360	89.4	99.4	עסקאות עם בעלי עניין
156	92.3	94.2	ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה
714	86.4	98.0	סה"כ

(1) הנתונים בטבלה מתבססים על הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד". התחשבנו רק בהצעות אשר התקבלו או נפלו בהצבעה. הצעות שנדחו או הורדו מסדר היום לא נכנסו למדגם.

לוח 27 מצביע על התאמה גבוהה מאוד בין המלצה "בעד" ובין הצבעה "בעד" בכל הקטגוריות. לעומת זאת שיעורי הסטייה מהמלצה שלילית הם גבוהים יחסית (בסביבות 20-30%).

לוח 27

הצבעות של כל הגופים המוסדיים מול המלצת ההצבעה		
אחוז	אחוז	מיון הצעות החלטה לפי נושא והמלצה
הצבעות	הצבעות	
נגד	בעד	
19.4	80.6	אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה
11.3	88.7	המלצה בעד
79.0	21.0	המלצה נגד
10.4	89.6	עסקאות עם בעלי עניין
4.7	95.3	המלצה בעד
77.3	22.7	המלצה נגד
14.3	85.7	ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה
7.0	93.0	המלצה בעד
68.7	31.3	המלצה נגד
13.3	86.7	סה"כ

¹⁵⁰ שיעור המלצות חיוביות גבוה יחסית בעסקאות עם בעלי עניין נובע, בין היתר, ממדינות ההצבעה של פועלים סהר, אשר מכירה ש"חלקן [של העסקאות עם בעלי עניין] מהוות מרכיב חשוב בהתייעלות ברמת הקבוצה וכורח המציאות העסקית". עוד קובע הנייר שיש לבחון "[...] עסקאות עם בעלי עניין בקפדנות הנדרשת, במתכונת של 'כל מקרה לגופו'".
ראו פועלים סהר, נייר עמדה בנושא מדיניות הצבעה בעת הפעלת Proxy באסיפות כלליות, ספטמבר 2009.

¹⁵¹ לפי מדינות ההצבעה של פועלים סהר: "[...] יש לאפשר לחברה אמצעים להגן על נושאי המשרה ולאפשר להם מרחב פעולה ראוי ללקיחת החלטות עסקיות הכרוכות בנטילת סיכונים מחושבים תוך שהם פועלים בתום לב ובזהירות".

כמו הממצאים בקטגוריות החלטה אחרות, גם בעסקאות עם בעלי עניין ובעלי שליטה נמצא שגופים מוסדיים "משתמשים" מצביעים על פי המלצת היועץ ברוב המקרים. שיעורי הסטיות של מנהלי קרנות "משתמשים" עולים על אלה של גופי גמל, פנסיה וביטוח, אבל הגופים "הלא משתמשים" בולטים ביותר בהקשר זה. כך, בהינתן המלצה "נגד", יש הסתברות של כ-50% שמנהלי קרנות "לא משתמשים" יצביעו "בעד". אבל שיעור גבוה של הצבעות "נגד" מצדם, כשההמלצה היא "בעד", שוב "משפר" את התנהגות ההצבעות של גופים "לא משתמשים": שיעורי ההצבעה "נגד", בכל שלוש קטגוריות החלטה, הם גבוהים ביותר, והדבר משתקף גם במדדי התנגדות גבוהים (2.2, 1.6 ו-2.3 בהתאמה, איור 6). העובדה שבקטגוריית אישור תגמול לבעל שליטה וקרוביו, גופים "לא משתמשים" מצביעים "נגד" פי שניים מסך ההמלצות "נגד", עשויה להתפרש כגישה חיובית יותר של יועץ הפרוקסי אל ההצעות. אך ייתכן גם שגופים אשר אין להם למי להעביר את האחריות לאופן ההצבעה, מעדיפים להתנגד יתר על המידה להצעות כדי שלא תהיה עילה להאשים אותם בהפרת חובת אמון כלפי עמיתיהם.

באופן כללי אין לצפות שלשחקנים בתחום יהיו דעות דומות מאוד זו לזו בנוגע לעסקאות בעלי עניין מורכבות. בהקשר הזה "הסטיות" הרבות של מנהלי קרנות "לא משתמשים" מהמלצות "נגד" מוסברות בהבדלי ניתוח ובהנחות נבדלות שהגופים מניחים לעומת כלי הניתוח וההנחות המשמשים את היועץ. מצד אחר, יש חשש ש"הסטיות" נובעות מהיענות ללחץ של בעלי שליטה, המעוניינים שההחלטות יעברו ברוב מיוחד.

לוח 28

הצבעות של גופים מוסדיים לפי סוג ושימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי							
גמל, פנסיה וביטוח		קרנות נאמנות				שימוש ב"יעוץ פרוקסי"	מיון הצעות החלטה לפי נושא והמלצה
משתמש		משתמש		לא משתמש			
אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד		
14.0	86.0	12.6	87.4	33.0	67.0	אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה	
4.6	95.4	1.8	98.2	29.6	70.4	המלצה בעד	
95.6	4.4	86.0	14.0	52.9	47.1	המלצה נגד	
8.6	91.4	8.7	91.3	15.8	84.2	עסקאות עם בעלי עניין	
2.0	98.0	1.8	98.2	13.0	87.0	המלצה בעד	
95.0	5.0	85.1	14.9	42.2	57.8	המלצה נגד	
9.8	90.2	13.2	86.8	24.9	75.1	ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה	
0.4	99.6	5.2	94.8	22.1	77.9	המלצה בעד	
75.5	24.5	75.6	24.4	47.8	52.2	המלצה נגד	
10.1	89.9	10.7	89.3	22.1	77.9	סה"כ	

נמצא שלהמלצת ההצבעה יש השפעה רבה ביותר על אופן ההצבעה של בעלי מניות לא נגועים¹⁵² (הפרשים של 28.5%-14.5%, לוח 29). למרות האפקט העצום של המלצה שלילית, שיעורי התמיכה של בעלי מניות המיעוט נשארים ברמה גבוהה מאוד (פי שניים בערך מהדרישה המינימלית). העלאת דרישת ה"שליש התומך" לחצי הייתה משנה את תוצאת הצבעה בהפלה של כ-10% מן ההצעות לאישור תגמול לבעל שליטה ולעסקאות עם בעלי עניין אשר קיבלו המלצה שלילית. בקרב

¹⁵² אף שלא פילחנו את הצעות ההחלטה לפי הרוב הדרוש לקבלת החלטה, ניתן להניח שרוב ההצעות בקטגוריות הנדונות חייבות לצבור תמיכה של שליש מבעלי מניות המיעוט או ששיעור המתנגדים מן הציבור לא יעלה על 1% מסך זכויות ההצבעה בחברה. כפי שראינו בהצעות תגמול בכירים, התנאי השני קשה להשגה ולכן לצורך הניתוח לעיל נניח שאינו מתקיים.

הצעות הביטוח, השיפוי והפטור לבעל שליטה, לשינוי שיעור התמיכה הנדרשת נמצאה השפעה ניכרת על אחוזי ההתקבלות של הצעות – התנאי החדש היה מפיל כ-40% מההצעות שנשאו המלצה שלילית. יש לציין שבכל קטגוריות הצעות ההחלטה שיובאו להלן (לוח 29) השיעור התיאורטי של ההצעות שייפלו בהינתן המלצה "בעד" הוא גבוה יחסית. הממצא עשוי להצביע על נטייה קלה של יועץ הפרוקסי לתת המלצה חיובית בקטגוריות הנדונות.

למרות שיעורי התנגדות גבוהים (איור 6) של הגופים המוסדיים (בעיקר בקרב גופים "לא משתמשים"), הצעות ההחלטה הנדונות מצליחות להשיג תמיכה מרשימה. שני גורמים מעצימים את התמיכה: שיעור המלצות שליליות נמוך יחסית, וקשר חיובי בין שיעור ההחזקות לבין הנטייה להצביע "בעד".

לוח 29

תמיכה של בעלי המניות בעסקאות עם בעלי עניין אשר התקבלו באסיפה הכללית					
המלצה נגד			המלצה בעד		
אחוז הצעות עם תמיכה מתחת ל-50%	תמיכה מינימאלית	תמיכה ממוצעת ¹	אחוז הצעות עם תמיכה מתחת ל-50%	תמיכה מינימאלית	תמיכה ממוצעת ¹
10.5	35.9	72.9	2.7	42.2	87.4
10.0	35.3	73.0	1.3	36.5	94.2
40.0	39.5	61.2	6.1	35.3	89.7

(1) הרכב תמיכה ממוצעת (כלל בעלי המניות או רק בעלי מניות המיעוט) תלוי בסוג הצעת ההחלטה. צריך לציין שלא נעשה מיון הצעות ההחלטה לפי רוב נדרש (רגיל או מיוחד). לכן ייתכן שגם בהצעות שלכאורה דורשות רוב מיוחד יופיעו תצפיות שהתקבלו ברוב רגיל של בעלי המניות.

(2) החלטה לפי סעיף 270(4) לחוק החברות על התקשרות עם בעל שליטה כאשר לתנאי הונוטו דורשת תמיכה של לפחות שלישי מקולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה.

(3) החלטה לפי סעיף 270(4) לחוק החברות על עסקה חריגה של חברה עם בעל שליטה בה או עסקה עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה עניין אישי דורשת תמיכה של לפחות שלישי מקולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה.

איורים 11 ו-12 מצביעים על תגובת שוק שלילית חזקה (עד -6%) כלפי קבוצת הצעות שקיבלו המלצה "נגד" והתקבלו בהצבעה של האסיפה הכללית. גם בהשוואה להצעות שקיבלו המלצה "בעד" (קו כחול), התשואה העודפת המצטברת בימים שלאחר האסיפה הייתה נמוכה הרבה יותר בקרב הצעות שקיבלו המלצה שלילית (קו אדום).¹⁵³

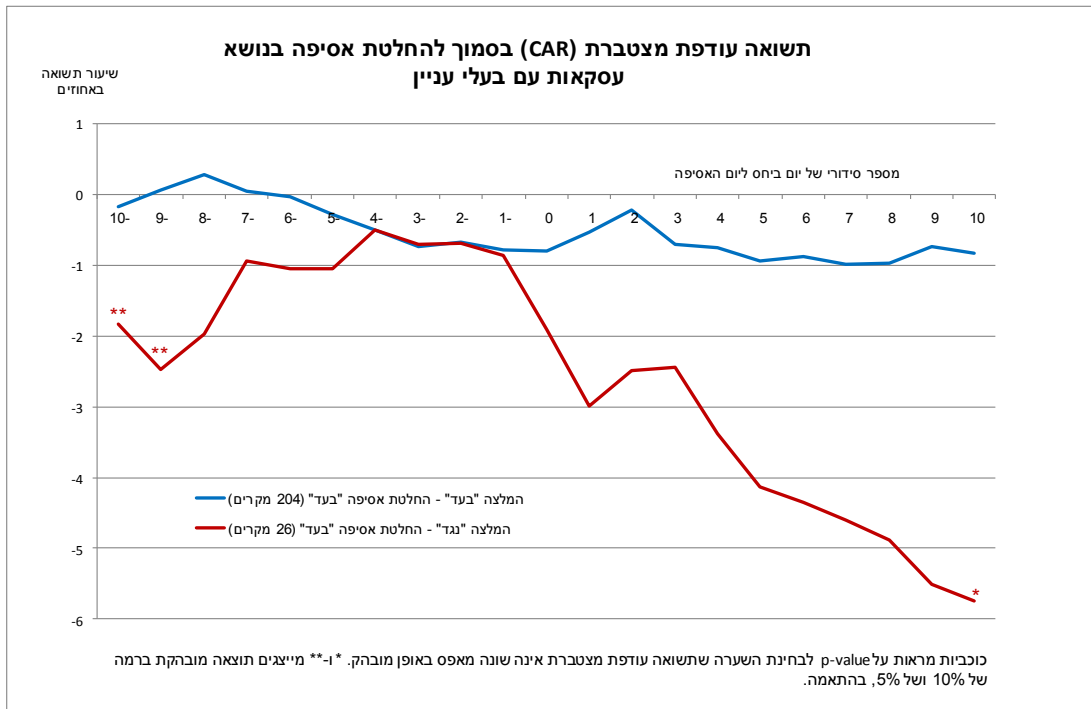
אף שברוב ימי מסחר אחרי יום האסיפה נמצא שהתשואות העודפות המצטברות אינן שונות מאפס באופן מובהק, מבחן סטטיסטי מראה שהתשואות העודפות המצטברות נבדלות זו מזו ברמת מובהקות קטנה מאחוז אחד. הממצא מצביע על יכולת ניתוח טובה מצד הגורם המקצועי, התורם לשכלול הפעילות של שוקי הון.

מעניין לציין שבעסקאות עם בעלי עניין התגובה השלילית אפיינה בעיקר הצעות שנשאו המלצה שלילית, ואילו הצעות תגמול בעל שליטה הביאו את התשואות העודפות המצטברות של שתי הקבוצות (המלצה חיובית ושלילית) מתחת ל-0. מסקנה אפשרית אחת היא שלדעת ציבור המשקיעים ("השוק"), לבעלי השליטה יש יכולת טובה יותר להפיק טובות הנאה מחבילות תגמול ישירות לעומת הפקת טובות הנאה מעסקאות עם צדדים קשורים. מצד אחר, ייתכן שיועץ הפרוקסי נוטה להיות ביקורתי פחות בנוגע להצעות תגמול לבעלי שליטה.¹⁵⁴

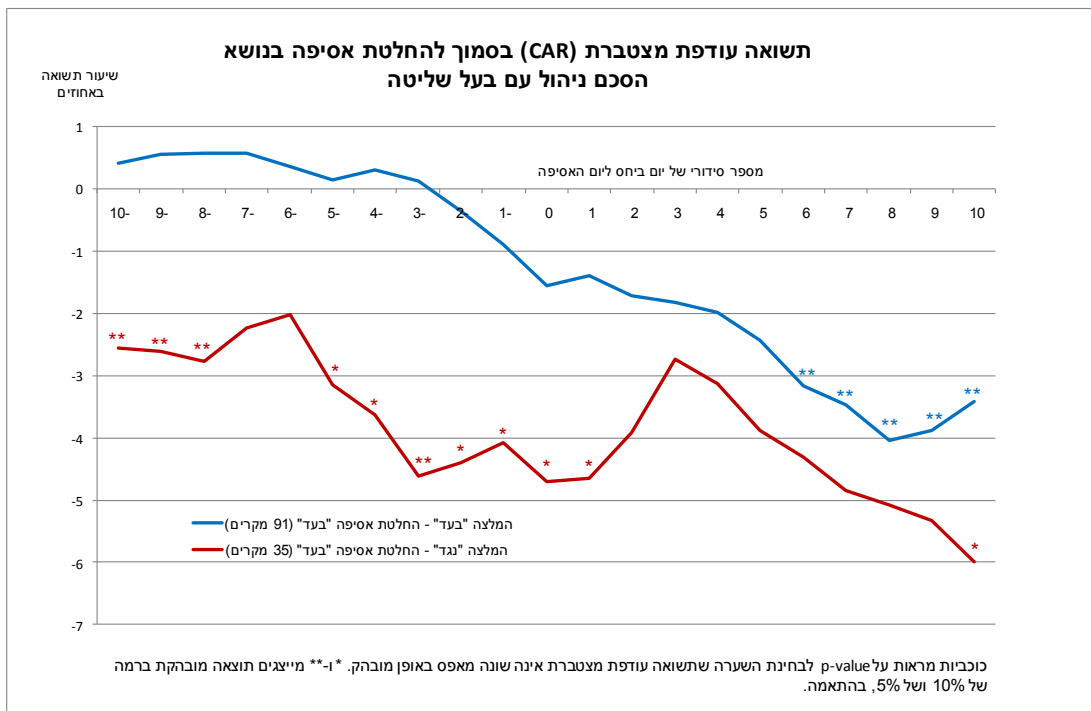
¹⁵³ במקרה של הצעות תגמול לבעל שליטה, התשואה הייתה נמוכה מאוד גם בימים שלפני האסיפה.

¹⁵⁴ אם ההנחה היא נכונה, אזי התשואה העודפת המצטברת של קבוצת ההצעות אשר קיבלו המלצה "בעד" עלולה להיות שלילית אם ההצעות מאושרות על ידי האסיפה הכללית – תוצאה אשר נצפתה בנייתוח האירוע.

איור 11



איור 12



תנאי כהונה של דירקטורים ונושאי משרה אחרים

פרק זה מאגד הצעות החלטה הדנות בתנאי תגמול לדירקטורים ולנושאי משרה אחרים. כמו כן מנותחות בו הצעות החלטה המאשרות ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה. הצעות תגמול לדירקטורים ונושאי משרה אחרים דומות להצעות תגמול לבכירים בכמה פרמטרים: כמעט כל ההצעות מאשרות באסיפה אף שאחוזי ההמלצה וההצבעה "נגד" הם גבוהים יחסית (כ-45% בממוצע). מצד אחר, הצעות ביטוח, שיפוי ופטור זוכות לגישה חיובית הרבה יותר מצדו של הגורם המקצועי, כמו גם ממשקיעים מוסדיים (אחוז ההמלצות וההצבעות "נגד" עומד על כ-15%). שיעור ההמלצות החיוביות בנוגע להצעות אישור תגמול לדח"צים הינו נמוך מאוד, כנראה בגלל התנגדות עקרונית של פועלים סהר להענקת מענקים מבוססי מניות לדירקטורים חיצוניים. יש גם לציין שכל אחת משש הצעות החלטה לשחרור הדירקטוריון מאחריות לדו"חות הכספיים קיבלה המלצה "נגד". חשוב להדגיש ששתי הקטגוריות המתוארות בפסקה זו הן קטנות מאוד מבחינת מספר התצפיות, דבר שעלול להציג תמונה לא מאוזנת של המציאות.

לוח 30

תיאור נתוני אסיפות של בעלי מניות ¹			
מספר הצעות החלטה	אחוז ההמלצות בעד	אחוז ההצעות שהתקבלו	מיון הצעות החלטה לפי נושא
209	55.5	98.1	אישור תגמול לדירקטורים ונושאי משרה אחרים
28	53.6	96.4	אישור תגמול לדח"צים
364	85.4	99.2	ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה ודירקטורים
6	0.0	100.0	שחרור דירקטוריון מנהל או מפקח מאחריות לדוחות כספיים
607	72.8	98.7	סה"כ

(1) הנתונים בטבלה מתבססים על הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד". התחשבנו רק בהצעות אשר התקבלו או נפלו בהצבעה. הצעות שנדחו או הורדו מסדר היום לא נכנסו למדגם.

בלוח 31, המציג הצבעות של כל הגופים המוסדיים שבמדגם שלנו, בקטגוריות אלה, ניתן להיווכח בהתאמה גבוהה בין המלצה "בעד" להצבעה "בעד", ובאחוזי סטייה מהמלצה "נגד" גבוהים יחסית.

לוח 31

הצבעות של כל הגופים המוסדיים מול המלצת ההצבעה		
אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	מיון הצעות החלטה לפי נושא והמלצה
44.6	55.4	אישור תגמול לדירקטורים ונושאי משרה אחרים
8.4	91.6	המלצה בעד
88.8	11.2	המלצה נגד
23.0	77.0	אישור תגמול לדח"צים
8.7	91.3	המלצה בעד
85.7	14.3	המלצה נגד
14.4	85.6	ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה ודירקטורים
4.3	95.7	המלצה בעד
79.9	20.1	המלצה נגד
93.6	6.4	שחרור דירקטוריון מנהל או מפקח מאחריות לדוחות כספיים
93.6	6.4	המלצה נגד
28.6	71.4	סה"כ

מלוח 32 עולה שהרוב המכריע של "הסטיות" הן בהצבעות של מנהלי קרנות "לא משתמשים". בהצעות ביטוח, שיפוי ופטור גם גופים "משתמשים" מתאפיינים בשיעור גבוה של סטייה מהמלצה שלילית. הצעות הדנות בתנאי העסקה של דירקטורים ונושאי משרה אחרים מצליחות לצבור תמיכה

מרשימה בגלל שני גורמים עיקריים: ראשון, רוב ההצעות דורשות רוב רגיל לאישור; שני, בהינתן המלצה "נגד" רוב כוח ההצבעה של גופים מוסדיים "לא משתמשים" יופנה להצבעה "בעד" (הן בגלל "סטיות" רבות מההמלצה "נגד" והן בגלל ש"הסטיות" מתקיימות לרוב דווקא כששיעור ההחזקות הוא גבוה).

לוח 32

הצבעות של גופים מוסדיים לפי סוג ושימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי						
גמל, פנסיה וביטוח	קרנות נאמנות				שימוש בייעוץ פרוקסי	
	משתמש		לא משתמש			
משתמש	משתמש	משתמש	משתמש	משתמש	משתמש	
אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	מיון הצעות החלטה לפי נושא והמלצה
45.7	54.3	44.7	55.3	41.3	58.7	אישור תגמול לדירקטורים ונושאי משרה אחרים
3.9	96.1	2.9	97.1	25.0	75.0	המלצה בעד
98.7	1.3	96.7	3.3	58.9	41.1	המלצה נגד
18.9	81.1	34.2	65.8	36.0	64.0	אישור תגמול לדח"צים
8.1	91.9	0.0	100.0	17.4	82.6	המלצה בעד
97.6	2.4	92.9	7.1	65.5	34.5	המלצה נגד
13.1	86.9	13.3	86.7	17.9	82.1	ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה ודירקטורים
0.8	99.2	2.9	97.1	13.4	86.6	המלצה בעד
91.5	8.5	87.4	12.6	47.6	52.4	המלצה נגד
100.0		100.0		73.3	26.7	שחרור דירקטוריון מנהל או מפקח מאחריות לדוחות כספיים
100.0		100.0		73.3	26.7	המלצה נגד
28.8	71.2	27.7	72.3	28.3	71.7	סה"כ

גם בהצעות הנדונות בלוחות 30, 31 ו-32, אשר חלקן אינו דורש תמיכת רוב מיוחד, המלצת הצבעה היא עדיין גורם כבד משקל בקביעת שיעור התמיכה של בעלי המניות. להעלאת "השליש התומך" לחצי לא נמצאה השפעה (רק בהצעות לביטוח, שיפוי ופטור שקיבלו המלצה חיובית, שיעור ההצעות הנופלות עקב הכבדת הדרישה מהווה כ-1%).

בכל הנוגע להצעות לתגמול דירקטורים ונושאי משרה אחרים נצפתה התנגדות לא גבוהה (ברמה ממוצעת) מצדן של המשקיעים המוסדיים (איור 6). בהינתן המלצה "נגד", לגופים בעלי החזקות גדולות נצפתה הסתברות גבוהה יותר להצביע "בעד" (לוחות 18 ו-19). שני הממצאים מסבירים מדוע כל הצעה מסוג תגמול לדירקטורים ונושאי משרה אחרים מצליחה להתקבל בהצבעה גם כאשר מעלים את הסף הנדרש לחצי.¹⁵⁵

לוח 33

תמיכה של בעלי המניות בהצעות תגמול וביטוח לנושאי משרה ודירקטורים אשר התקבלו באסיפה הכללית					
המלצה נגד			המלצה בעד		
אחוז הצעות עם תמיכה מתחת ל-50%	תמיכה מינימאלית	תמיכה ממוצעת ¹	אחוז הצעות עם תמיכה מתחת ל-50%	תמיכה מינימאלית	תמיכה ממוצעת ¹
0.0	52.0	82.3	0.0	71.7	96.4 ²
0.0	63.7	68.7	0.0	100.0	100.0 ²
0.0	59.0	88.2	0.8	47.6	95.9 ²

(1) הרכב תמיכה ממוצעת (כלל בעלי המניות או רק בעלי המניות) תלוי בסוג הצעת ההחלטה. צריך לציין שלא נעשה מיון הצעות החלטה לפי רוב נדרש (רגיל או מיוחד). לכן ייתכן שגם בהצעות שלכאורה דורשות רוב מיוחד יופיעו תצפיות שהתקבלו ברוב רגיל של בעלי המניות.

(2) החלטה לפי סעיף 270(3) לחוק החברות על התקשרות של חברה עם דירקטור בה באשר לתנאי כהונתו דורשת תמיכת רוב בעלי המניות. במקרים שבהם לבעל שליטה יש עניין אישי בהתקשרות, נדרשת גם תמיכה של לפחות שליש מקולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה – סעיף 270(4) לחוק החברות.

¹⁵⁵ יש לשים לב שאמנם לא נעשה מיון של הצעות ההחלטה לפי הרוב הנדרש, אך ניתן להניח שחלקן מאושרות ברוב מיוחד.

מבנה הון, שינויים בתנאי כתבי אופציה ובתקנון

ננתח להלן את הצעות החלטה החשובות אשר לא נדונו עד כה בפרקים הקודמים. הצעות הנוגעות להגדלת הון המניות ולחלוקת דיבידנד מתאשרות באסיפה הכללית כמעט בוודאות, תוצאה שנתמכת גם באחוזי המלצה והצבעה חיוביים גבוהים (93% ויותר). לעומתן, שיעור גבוה יחסית של הצעות שינוי בתנאי כתבי אופציה אינו מתאשר באסיפת בעלי המניות (כ-7%). הסברים אפשריים: האחד, שיעור גבוה של המלצות שליליות (כ-39%)¹⁵⁶ ותמיכה נמוכה של הגופים המוסדיים; האחר, נדרשת תמיכה של 75% מזכויות ההצבעה, ובמקרים מסוימים צריך גם "שליש תומך". בקטגוריית "שינויים בתקנון החברה" שיעור ההמלצות וההצבעות "בעד" נמוך יותר מאשר בקטגוריה הקודמת, אבל שיעור ההתקבלות גבוה יותר. דרישת רוב רגיל של כלל בעלי המניות, בחלק מהצעות החלטה, יכולה להסביר את אחוזי ההתקבלות הגבוהים יחסית.

לוח 34

תיאור נתוני אסיפות של בעלי מניות ¹			
מספר הצעות החלטה	אחוז המלצות בעד	אחוז ההצעות שהתקבלו	מיון הצעות החלטה לפי נושא
57	93.0	98.2	הגדלת הון מניות רשום
68	97.1	100.0	חלוקת דיבידנד
56	60.7	92.9	שינויים בתנאי כתבי אופציה
184	53.8	95.7	שינויים בתקנון החברה
365	69.0	96.4	סה"כ

(1) הנתונים בטבלה מתבססים על הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד". התחשבנו רק בהצעות אשר התקבלו או נפלו בהצבעה. הצעות שנדחו או הורדו מסדר היום לא נכנסו למדגם.

כמו ממצאים קודמים בקטגוריות אחרות, לוח 35 חושף מידת התאמה גבוהה בין ההמלצה "בעד" להצבעה "בעד". מצד אחר, שיעור הסטייה מהמלצה שלילית הוא מהגבוהים בהשוואה לקטגוריות האחרות.¹⁵⁷ הממצא מדאיג מפני שחלק מההצעות עלולות לפגוע בזכויותיהם ובטובתם של בעלי מניות מן הציבור.

¹⁵⁶ תוצאה התואמת את נייר עמדה בנושא מדיניות הצבעה של פועלים סהר: "אנו ממליצים להתנגד לתמחור מחדש של אופציות עבור דירקטורים ונושאי משרה בכירים".

¹⁵⁷ צריך להדגיש שרק שתי הצעות חלוקת דיבידנד קיבלו המלצה שלילית, ובנתונים שלנו היו רק שישה מקרי הצבעה בהצעות לחלוקת דיבידנד אשר קיבלו המלצה שלילית.

לוח 35

הצבעות של כל הגופים המוסדיים מול המלצת ההצבעה		
אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	מיון הצעות החלטה לפי נושא והמלצה
6.4	93.6	הגדלת הון מניות רשום
1.4	98.6	המלצה בעד
65.3	34.7	המלצה נגד
0.4	99.6	חלוקת דיבידנד
0.2	99.8	המלצה בעד
66.7	33.3	המלצה נגד
30.4	69.6	שינויים בתנאי כתבי אופציה
4.9	95.1	המלצה בעד
78.0	22.0	המלצה נגד
39.0	61.0	שינויים בתקנון החברה
8.9	91.1	המלצה בעד
83.3	16.7	המלצה נגד
24.3	75.7	סה"כ

שיעור הסטיות מהמלצה "נגד" גבוה אפילו בקרב גופים "משתמשים", אשר בדרך כלל בולטים בציות להמלצות היועץ. מנהלי קרנות "לא משתמשים" נוטים להצביע "בעד" בהינתן המלצה שלילית, דפוס הצבעה אשר גורם למדדי התנגדות נמוכים בקרב הגופים בקטגוריות הצעות ההחלטה הללו (איור 6). באופן כללי הגישה החיובית של הגופים ה"לא משתמשים" להצעות משתי הקטגוריות האחרונות שקיבלו המלצה שלילית, ואשר יש להן פוטנציאל להשפעה שלילית על בעלי מניות המיעוט, מעוררת תמיהה.

לוח 36

הצבעות של גופים מוסדיים לפי סוג ושימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי						
גמל, פנסיה וביטוח	קרנות נאמנות				שימוש ביעוץ פרוקסי	
	משתמש		לא משתמש			
אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	מיון הצעות החלטה לפי נושא והמלצה
7.7	92.3	5.5	94.5	3.7	96.3	הגדלת הון מניות רשום
1.0	99.0	0.7	99.3	2.8	97.2	המלצה בעד
84.1	15.9	77.8	22.2	15.4	84.6	המלצה נגד
0.2	99.8		100.0	3.8	96.2	חלוקת דיבידנד
	100.0		100.0	3.1	96.9	המלצה בעד
100.0				33.3	66.7	המלצה נגד
33.5	66.5	25.8	74.2	25.4	74.6	שינויים בתנאי כתבי אופציה
0.3	99.7		100.0	17.5	82.5	המלצה בעד
97.6	2.4	80.0	20.0	38.8	61.2	המלצה נגד
40.1	59.9	35.8	64.2	37.2	62.8	שינויים בתקנון החברה
4.5	95.5	5.9	94.1	25.3	74.7	המלצה בעד
93.2	6.8	82.2	17.8	53.1	46.9	המלצה נגד
24.2	75.8	22.3	77.7	25.8	74.2	סה"כ

המלצת היועץ אינה משפיעה על שיעור התמיכה בהצעות להגדלת הון המניות ולחלוקת דיבידנד (לוח 37). התוצאה אינה מפתיעה מפני שההצעות הללו מאושרות ברוב רגיל של בעלי המניות. המלצת ההצבעה היא גורם כבד משקל בקביעת שיעור התמיכה של בעלי המניות בשתי הקטגוריות האחרונות. הממצאים מראים שבהינתן המלצה "נגד", כחמישית מההצעות המשנות תנאי כתבי

אופציה לא היו מצליחות לצבור רוב רגיל של בעלי מניות המיעוט.¹⁵⁸ העלאת דרישת התמיכה המיוחדת הייתה מביאה גם היא לשיעור דחייה גבוה יחסית של הצעות לשינוי התקנון (כ-7.5%).

לוח 37

תמיכה של בעלי המניות בהצעות שינוי מבנה הון, כתיב אופציות ותקנון אשר התקבלו באסיפה הכללית					
המלצה נגד			המלצה בעד		
אחוז הצעות עם תמיכה מתחת ל-50%	תמיכה מינימאלית ¹	תמיכה ממוצעת ¹	אחוז הצעות עם תמיכה מתחת ל-50%	תמיכה מינימאלית ¹	תמיכה ממוצעת ¹
0.0	95.8	97.9	0.0	64.4	97.3
0.0	99.4	99.4	0.0	95.0	99.7
18.2	38.2	78.4	0.0	68.3	98.0
7.5	35.0	78.9	2.0	43.1	91.2

- (1) הרכב תמיכה ממוצעת (כלל בעלי המניות או רק בעלי מניות המיעוט) תלוי בסוג הצעת ההחלטה. צריך לציין שלא נעשה מיון הצעות ההחלטה לפי חב נדרש (רגיל או מיוחד). לכן ייתכן שגם בהצעות שלכאורה דורשות רוב מיוחד יופיעו תצפיות שהתקבלו ברוב רגיל של בעלי המניות.
- (2) החלטה לפי סעיף 286 לחוק החברות על הגדלת הון המניות הרשום דורשת תמיכה של רוב בעלי מניות, אלא אם כן תקנון החברה קובע רוב אחר.
- (3) לפי סעיף 307 לחוק החברות החלטה על חלוקת דיבידנד תתקבל בדיקטוריון החברה, ואם הדבר קבוע בתקנון, ההחלטה תובא גם לפני האסיפה הכללית ברוב רגיל.
- (4) הרוב הנדרש לאישור הסדר בין החברה לבין מחזיקי כתבי אופציה הוא, לפי סעיף 350 (ט) לחוק החברות, רוב מספרם של המשתתפים בהצבעה למעט הנמנעים שבידם יחד שלוש רבעים מן הערך המיוצג בהצבעה (75%). במקרים שבהם ההסדר מהווה גם עסקה חריגה של חברה עם בעל השליטה בה, כמשמעותה בסעיף 270(4) לחוק החברות, טעון ההסדר אישור של לפחות שליש מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי שליטה בחברה או מי מטעמם.
- (5) לפי סעיף 20 לחוק החברות חברה רשאית לשנות את תקנונה בהחלטה שהתקבלה ברוב רגיל באסיפה הכללית של החברה, אלא אם כן נקבע בתקנון כי דרוש רוב אחר. חברה שהתאגדה לפני תחילתו של חוק החברות רשאית לשנות את ההוראות הקבועות בתקנונה בהחלטה שנתקבלה באסיפה הכללית ברוב של שבעים וחמישה אחוזים מן המשתתפים בהצבעה (75%). במקרה של הכללת הוראה בתקנון בדבר פטור, שיפוי או ביטוח לנושא משרה שהוא בעל שליטה, דרוש, נוסף על הרוב הדרוש לשינוי התקנון, גם אישור של לפחות שליש מבעלי מניות שאינם בעלי ענין אישי באישור ההחלטה (סעיף 262 (ב)).

¹⁵⁸ שיעור הדחייה של הצעות היה עשוי להיות גבוה הרבה יותר לו היינו בוחנים רק את קבוצת ההצעות הדורשות רוב מיוחד לאישורן.

ניתוח אקונומטרי להצבעה בעד הצעת החלטה

בלוח 38 מוצגות תוצאות רגרסיות לוגיסטיות¹⁵⁹ לניתוח הגורמים המשפיעים על הסיכוי להצבעה "בעד" על ידי גוף מוסדי. ברגרסיות הובאו בחשבון רק הצעות החלטה שהועלו באסיפות כלליות של בעלי מניות ואשר בהן הגופים המוסדיים הצביעו "בעד" או "נגד" בהינתן המלצה חיובית או שלילית של יועץ הפרוקסי. משתנה תלוי הוא משתנה דיכוטומי: שווה ל-1 כאשר אופן הצבעה היה "בעד". הצבעות "נגד" סומנו ב-0. המשתנים המסבירים חולקו לשלוש קבוצות. קבוצת המשתנים הראשונה מייצגת את מאפייני החברה (ענף, ביצועי מניית החברה, שווי שוק, אחזקות בעלי עניין, אם החברה כלולה במדד ת"א 100). הקבוצה השנייה נועדה לאפיין את הגוף המוסדי המשתתף בהצבעה (סיווג הגוף המוסדי לפי תחום הפעילות ובעל השליטה בו, שיעור האחזקות של הגוף בחברה, השימוש ביועץ פרוקסי, סך הנכסים המוסדיים המנוהלים על ידי קבוצת שליטה בגוף המוסדי). הקבוצה השלישית מתרכזת במאפייני האסיפה עצמה (סוג האסיפה והשנה שבה התקיימה, קטגוריית הצעת ההחלטה, המלצת יועץ הפרוקסי שהצעת ההחלטה קיבלה).

$$\text{Logit}(Y_i) = \log\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right) = \alpha + \beta X_i \quad \text{להלן המודל של רגרסיה לוגיסטית:}$$

כאשר,

$$Y_i = \text{הצבעת הגוף המוסדי מספר } i \text{ ("בעד" או "נגד")}$$

$$p_i = \text{ההסתברות שהגוף המוסדי מספר } i \text{ יצביע "בעד" באסיפה הכללית}$$

$$X_i = \text{וקטור של משתנים הקשורים לגוף המוסדי מספר } i \text{ המשתתף באסיפה מסוימת המכונסת על ידי תאגיד מוחזק.}$$

להבדיל מהלוחות המופיעים במחקר זה, רגרסיה לוגיסטית מרובה מאפשרת לבדוק את השפעתו של גורם מסוים אחד תוך בקרה על ההשפעות של הגורמים האחרים. התוצאות המוצגות בלוח 38 ניתנות לפירוש באמצעות יחס הסיכויים (odds ratio) המראה את אחוזי השינוי בסיכוי שאירוע (הצבעה "בעד") יתקיים בהינתן גידול של יחידת מדידה אחת במשתנה מסביר. יחס סיכויים העולה על 1 מראה שעלייה במשתנה המסביר מעלה את הסיכוי להצבעה "בעד", מפני ש-odds ratios הוא היחס שבין הסיכוי שיתרחש אירוע לבין הסיכוי שהאירוע לא יתקיים. משמעותו של יחס סיכויים נמוך מ-1 הוא שהסיכוי להצבעה "בעד" יורד כאשר המשתנה המסביר עולה.

הרגרסיה הרביעית, המופיעה בלוח 38, נבדלת מן הרגרסיה הראשונה בהכנסת משתנים דמייים (dummy) לקבוצות השליטה בגופים המוסדיים. מאחר שתוצאות שתי הרגרסיות הן דומות, נבסס את הניתוח בהמשך בעיקר על תוצאות הרגרסיה הראשונה, ונפנה את תשומת לב הקוראים למקומות שבהם נמצאו הבדלים בין הרגרסיות. לצורך זיהוי גורמים המנחים גופים מוסדיים בהחלטות ההצבעה בנוגע להצעות "גרועות" ו"טובות", הורצו שתי רגרסיות לוגיסטיות (השנייה והשלישית בלוח 38). ההבדל היחיד במדגמיהן של הרגרסיות הוא המלצת ההצבעה.

¹⁵⁹ השתמשנו במודל אמידה (generalized estimating equations) GEE המאפשר ניתוח של clustered data (נתונים אשר ניתן לקבץ אותם בקבוצות [בין טבעיות ובין לאן]. תצפיות באותה קבוצה (cluster) נוטות להיות דומות יותר מתצפיות בקבוצות מעורבות).

נתחיל בניתוח תוצאות הרגרסיות עם המשתנה החשוב ביותר לצורך המחקר: המלצת ההצבעה של יועץ הפרוקסי. יש לציין תחילה שהשפעות המשתנים הקשורים להמלצת ההצבעה והשימוש בה על ידי גופים מוסדיים הן מובהקות מאוד. גם מקדמיהם של המשתנים נמצאו גבוהים ביותר.¹⁶⁰ הממצא הראשון הוא שלהמלצת ההצבעה יש השפעה אפילו על גופים "לא משתמשים": המלצה "בעד" מעלה פי שלושה בערך את הסיכוי להצבעה חיובית על ידי גוף שאינו משתמש בשירותי הייעוץ.¹⁶¹ בהינתן המלצה "נגד", הסיכוי שגוף מוסדי לקוח יועץ הפרוקסי יצביע "בעד" מצטמצם ב-95% בערך בהשוואה לגופים "לא משתמשים".¹⁶² לבסוף, הסיכוי להצבעה "בעד" הוא הגדול ביותר כאשר הגוף המוסדי ה"משתמש" מקבל המלצת הצבעה חיובית.¹⁶³

הרגרסיות מצביעות על היעדר הבדלים מובהקים בדפוס ההצבעות של גופים מוסדיים בענף התעשייה בהשוואה לענפים כגון נדל"ן ובינוי, השקעות ואחזקות, ביטוח ומסחר ושירותים (חוץ ממקרים אחדים). לעומת זאת נמצא שחברות המשתייכות לענף חיפוי נפט וגז ולענף הבנקאות מושכות הצבעות חיוביות רבות יותר. למועד האסיפה יש השפעה חזקה ומובהקת: להצעות החלטה באסיפות אשר התקיימו בשנים 2008 ו-2009 הסיכוי להצבעה "בעד" מצד הגוף המוסדי הוא רק כ-70% מהסיכוי להצבעה חיובית בשנת 2007. נראה שהסיבה להבדל היא משבר ה-sub-prime העולמי ומשבר האג"ח המקומי. כצפוי, למשתנה דמי של אסיפה מיוחדת יש מקדם שלילי (אסיפות שנתיות של בעלי מניות הינה קטגוריה אשר הוצאה מהרגרסיה), אך המקדם הופך לחיובי במדגם מצומצם של הצעות אשר קיבלו המלצה שלילית. הממצא האחרון יכול להצביע על כך שלאור ההמלצה השלילית, אשר עלולה להקטין באופן משמעותי את שיעורי התמיכה בהצעות החלטה המועלות באסיפות מיוחדות, הנהלות תאגידים ובעלי שליטה בהם בוחרים לנהל משא ומתן מוקדם מול גופים מוסדיים אשר גורם לתיאום עמדות בין הצדדים.

מקרב כל סוגי המשקיעים המוסדיים, דווקא אצל חברות הביטוח נמצאה הנטייה החלשה ביותר לתמוך בהצעות החלטה, דפוס התנהגות אשר חזר בכל ארבע הרגרסיות. הממצא שלחברות ביטוח יש סיכוי נמוך ב-40% בערך להצביע "בעד" (בהשוואה לקרנות פנסיה) אינו תואם את מסקנות המחקרים האמריקניים (Brickley et al., 1988, 1994), אך בשוק הישראלי שבו הבעלות היא מרוכזת, קשה להפריד הפרדה ברורה בין משקיעים מוסדיים העמידים ללחץ (Pressure-resistant) לבין מוסדות הרגישים ללחץ (Pressure-sensitive). ההצבעות של קופות הגמל הן התואמות ביותר את המלצות יועץ הפרוקסי: בהינתן המלצה "בעד" (הרגרסיה השנייה), הסיכוי להצביע "בעד" גבוה

¹⁶⁰ רק למשתנה בלתי תלוי אחד נמצאו מקדמים גבוהים יותר באופן עקבי – סטיית תקן דו-שנתית של מניית החברה. הממצא אינו מפתיע שכן יחידת מדידה אחת של המשתנה היא סטיית תקן אחת של תשואות המניה.

¹⁶¹ הסיכוי חושב על ידי העלאת הפונקציה האקספוננציאלית בחזקה $-0.3+1.45=1.15$ (סכמה של חתך הרגרסיה ומקדם של המשתנה "המלצה חיובית").

¹⁶² הסיכוי חושב על ידי העלאת הפונקציה האקספוננציאלית בחזקה $-0.3-2.6=-2.9$ (סכמה של חתך הרגרסיה ומקדם של המשתנה "גוף מוסדי לקוח יועץ פרוקסי").

¹⁶³ הסיכוי ניתן לחישוב על ידי העלאת הפונקציה האקספוננציאלית בחזקה $-0.3+1.45-2.6+5.8=4.35$ (סכמת מקדמי ההמלצה, השימוש ביועץ פרוקסי ומקדם של משתנה האינטראקציה בין המלצה חיובית לשימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי).

ב-70%, ובהינתן ההמלצה "נגד" (הרגרסיה השלישית), הסיכוי לתמיכה יורד ב-60% בערך, והכול בהשוואה לקרנות הפנסיה.

לזהות של בעל השליטה במשקיע המוסדי יש השפעה רבה על אופן ההצבעה שלו. משקיעים מוסדיים המוחזקים על ידי גופים מסחריים/עסקיים (גופים אשר לרוב המסונפים לבתי השקעות וקבוצות עסקיות), וגופים הנמצאים בבעלות של עמיתיהם, נוטים לתמוך בהצעות ההנהלה בתדירות גבוהה יותר מאשר גופים ממשלתיים (קטגוריה שהוצאה).¹⁶⁴ מצד אחר, ברגרסיה הרביעית, הכוללת משתני דמי לכל קבוצת שליטה מוסדית, המקדם של גופי העמיתים הופך ללא מובהק (הנטייה להצבעה "בעד" דומה לזו של המוסדיים שבשליטת הממשלה), והמקדם של הקבוצה המוסדית העסקית נשאר מובהק ומראה סיכוי גבוה ב-70% בערך להצבעה חיובית בהשוואה לקרנות הפנסיה שהולאמו.

משתנה הדמי "מדד ת"א 25" שווה ל-1 כאשר מנפיק נייר הערך כלול בתוך מדד ת"א 25, שאם לא כן המשתנה מקבל את הערך 0. מנתוני הרגרסיה עולה שלהצעות החלטה המועלות על ידי 25 החברות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר בבורסה, הסיכוי לקבל הצבעה "בעד" נמוך יותר בהשוואה לשאר החברות (יש לשים לב שהמשתנה לרוב יוצא לא מובהק). חשיפה תקשורתית רחבה של החברות הגדולות במשק יכולה לשמש הסבר לממצא: גופים מוסדיים בוחרים באסטרטגיה דפנסיבית כדי שלא להיחשף לביקורת מצד התקשורת, ביקורת שעלולה לפגוע במוניטין של הארגון כולו ולהבריח לקוחות פוטנציאליים.

אחד המשתנים המעניינים ביותר הוא קטגוריית הצעת ההחלטה. נמצא שהצעות לתגמול יו"ר ומנכ"ל מקבלות את התמיכה הנמוכה ביותר מכל קטגוריית הצעות ההחלטה, והדבר משתקף ממקדם מובהק של הקבוצה שקיבל את הערכים השליליים ביותר.¹⁶⁵ ההתנגדות המוסדית היא גבוהה גם באישור תגמול לבעל שליטה, לדירקטורים ולנושאי משרה אחרים. כפי שהוזכר לעיל, הממצא תואם תוצאות שהתקבלו במחקר של חמדני ויפה (Hamdani and Yafeh, 2010). ההשפעה של שלושת סוגי הצעות התגמול היא מובהקת תמיד, חוץ מבמקרה תת-המדגם של ההמלצות השליליות: ממצא מדאיג מאוד לנוכח ניגודי העניינים הפוטנציאליים שבקטגוריות התגמול אשר גרמו ליועץ הפרוקסי לתת המלצה שלילית.¹⁶⁶

¹⁶⁴ צריך להדגיש שמקדם משתנה הדמי של גופים המוחזקים על ידי עמיתיהם יורד כאשר מוצאים מן המניין את קרן הפנסיה הע"ל (קרן שזוהתה בה התנהגות "בעייתית" כבר בתחילת המחקר).

¹⁶⁵ פרופ' ישי יפה ופרופ' אסף חמדני הציעו שני הסברים להצבעות "נגד" שכיחות של גופים מוסדיים בהצעות תגמול בכירים: האחד, שהצעות החלטה בנושאים אלו נוטות להיות שנויות במחלוקת ולעתים קרובות מושכות תשומת לב תקשורתית. גופים מוסדיים מעדיפים לפעול באופן דפנסיבי כאשר הצעותיהם ייבחנו בקפדנות. ההסבר האחר הוא שבעזרת תגמול גבוה בעלי שליטה מנסים להבטיח שיתוף פעולה מצד ההנהלה במקרי עושיק של בעלי מניות מיעוט. יש לציין שדעה דומה הביע גם ראש רשות ניירות ערך – פרופ' זוהר גושן, כאשר טען שיש לראות תגמול בכירים מופרז כעסקה שבה יש לבעל השליטה עניין אישי.

¹⁶⁶ תגמול מופרז הניתן לבעל שליטה ונושאי משרה הקשורים עליו יכול לשמש כלי להוצאת רוחי החברה בלי לשתף את כלל ציבור בעלי מניות.

כדי להעמיק את בחינת ההבדלים בדפוס ההצבעות בין גופים שהם לקוחות יועץ פרוקסי ובין מנהלי קרנות אשר אינם מנויים על שירותי ייעוץ, הכנסנו לרגרסיות אינטראקציה בין קטגוריות הצעות החלטה השונות לבין המשתנה של שימוש בייעוץ פרוקסי (נספח 10). תוצאות הרגרסיות, המבוססות על המדגם המלא (עמודה ראשונה ועמודה רביעית בנספח 10), מצביעות על נטייה חזקה ומובהקת של גופים "לא משתמשים" להתנגד להצעות החלטה הנושאות פוטנציאל גבוה לניגודי עניינים (עסקאות עם בעלי עניין, קביעת תנאי העסקה של בעלי שליטה). לעומת זאת גופים "משתמשים" בלטו בהתנגדות נמוכה יותר באותן קטגוריות של הצעות החלטה. יתרה מזו, בהצעות הדנות בביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה ובהצעות הנוגעות למבנה ההון של החברה, תמיכתם של הגופים המשתמשים בשירותי ייעוץ פרוקסי הייתה אפילו גבוהה יותר בהשוואה לקטגוריה הכללית של הצעות החלטה.¹⁶⁷ הממצא יכול להעיד על כך שגופים "לא משתמשים", שאין להם גורם מקצועי מייעץ אשר אפשר להסתמך על הניתוח שלו ולהעביר אליו חלק מהאחריות לקבלת ההחלטה, חוששים לתמוך בהצעות הנוגעות בניגודי עניינים פוטנציאליים ומבקשים להימנע מתביעות עתידיות אפשריות בנוגע להצבעתם.

להבדיל מהממצאים הקודמים (המוצגים בלוח 38), בתת המדגם הכולל רק הצעות החלטה אשר קיבלו המלצות שליליות (עמודה שלישית בנספח 10) נמצאו הבדלים מובהקים מאוד ברוב קטגוריות הצעות החלטה בזכות הכנסת משתנה האינטראקציה בין קטגוריות הצעות החלטה השונות לבין המשתנה של שימוש בייעוץ פרוקסי. בקרב מנהלי קרנות "לא משתמשים" ניכרה נטייה חזקה לתמיכת יתר בהשוואה לקטגוריה הכללית של הצעות החלטה. עם זאת התמיכה הייתה מובהקת רק בהצעות החלטה הנתפסות כבעלות פוטנציאל נמוך יחסית לניגודי עניינים. גופים "משתמשים", לעומת זאת, בלטו בהתנגדות מובהקת לכל הצעות החלטה חוץ מהצעות המאשרות ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה.

תוצאות הרגרסות מצביעות על קשר חיובי מובהק בין שיעור האחזקה בהון החברה לבין הנטייה לתמוך בהצעות ההנהלה באסיפות בעלי המניות. תוצאות דומות קיבלו גם חוקרים בארה"ב (Ashraf and Jayaraman, 2007) ובישראל (Amzaleg, Ben-Zion and Rosenfeld, 2006), אשר מצאו שקרנות נאמנות מקומיות נוטות לבחור יותר בצד של ההנהלה כאשר יש להן החזקות גדולות יותר בחברה. החוקרים של המחקר האחרון הסיקו מהקשר שהחזקות משמעותיות בידי גוף מוסדי מסוים גורמות להנהלה של החברה להתחשב ברצונו של אותו הגוף באמצעות משא ומתן פרטי על תנאי הצעת החלטה שעתידה לעלות להצבעה. תיאום ציפיות כזה מגדיל את הסיכוי להצבעה חיובית מצד הגוף המוסדי שהיה שותף לתהליך עיצוב הצעת החלטה. לדעתנו, משא ומתן פרטי עם בעלי מניות מוסדיים גדולים יותר עלול להתאפיין גם בלחץ להצביע "בעד" מצד הנהלת התאגיד. כדי להבטיח את התמיכה הנדרשת לאישור הצעה אשר קיבלה המלצה שלילית, הלחץ על גופים בעלי החזקות הגדולות צפוי להיות חזק עוד יותר: ההסבר נתמך במקדם גדול יותר ומובהק מאוד של משתנה

¹⁶⁷ מקדם הרגרסיה של גופים "משתמשים" בקטגוריית הצעות החלטה מוסימת ניתן לחישוב על ידי סכמה של מקדם קטגוריית הצעת החלטה ומקדם האינטראקציה בין משתנה הקטגוריה לבין משתנה השימוש בייעוץ פרוקסי.

האחזקות בתת המדגם של ההמלצות השליליות בהשוואה לתת המדגם של ההמלצות החיוביות. הסבר אחר יכול להיות שגופים מוסדיים הבוטחים באופן הניהול של החברה, ייטו להגדיל את שיעור ההחזקות בה, ובה בעת ייטו לתמוך בהצעות ההנהלה.

כדי להתחשב בביצועים וברמת הסיכון של החברה, בחרנו להתמקד בתשואה ובסטיית תקן דו-שנתיות של המניה.¹⁶⁸ נמצאה שלביצועי המניה השפעה ישירה ומובהקת על ההצבעות של משקיעים מוסדיים. כצפוי, יש קשר חיובי בין תשואה עודפת מעל למדד ת"א 100 בשנתיים שקדמו להצבעה (Buy and hold abnormal return) לבין הסיכוי להצבעה "בעד" באסיפה של החברה. הקשר הוא הפוך כאשר מסתכלים על סטיית התקן היומית של מניה בשנתיים הקודמות לאסיפה. הפרט המעניין הוא שגופים מוסדיים מתחשבים בתשואה ובתנודתיות של המניה רק בבואם להחליט בנוגע להצעות החלטה אשר קיבלו המלצה שלילית, בתת המדגם של ההצעות שקיבלו המלצות "בעד" משתני הביצוע יצאו לא מובהקים. הממצאים מצביעים על עבודת "פיקוח" טובה של הגופים המוסדיים, אשר בבואם להחליט אם לאשר עסקאות "בעייתיות" (שקיבלו המלצה שלילית), מתחשבים בביצועים אשר בעלי שליטה ומקורביהם השיגו לכלל בעלי המניות.

גודל החברה מוצג על ידי שווי השוק שלה נכון ליום האסיפה, וגודל הגוף המוסדי מחושב כסך הנכסים המוסדיים המנוהלים על ידי קבוצת השליטה של אותו משקיע מוסדי. שני הגדלים מצביעים כנראה על מאזן הכוחות שבין החברה לבין הגוף המוסדי: ככל שהחברה היא גדולה יותר, יש לה יכולת רבה יותר ללחוץ על מקבלי ההחלטות בגוף המוסדי. מצד אחר, ככל שקבוצת השליטה, העומדת מאחורי הגוף המוסדי, חזקה יותר - יש לה יכולת רבה יותר לעמוד בלחצים. ממצאי המחקר תומכים בהשערה לעיל: נמצא קשר חיובי בין הנטייה להצביע "בעד" לבין שווי השוק של החברה. מצד אחר היכולת של גופים מוסדיים להרשות לעצמם להתנגד לבעלי השליטה גדלה ככל שגדל סך הנכסים המוסדיים המנוהלים על ידי קבוצת השליטה בגוף המוסדי.

¹⁶⁸ בין השאר ההחלטה נתמכת בממצאים של חמדני ויפה (2010) אשר מצאו שביצועי החברות (MV/BV), מינוף, יחס רווח תפעולי להכנסות) לא השפיעו על דפוס ההצבעה של גופים מוסדיים.

לוח 38

תוצאות רגרסיות לוגיסטיות לניתוח גורמים המשפיעים על הסיכוי להצבעה בעד								
מודל ה-logit								
מדגם מלא		רק הצעות עם המלצה שלילית		רק הצעות עם המלצה חיובית		מדגם מלא		משתנה מסביר
Odds ratios	Estimate (p-value)	Odds ratios	Estimate (p-value)	Odds ratios	Estimate (p-value)	Odds ratios	Estimate (p-value)	
0.81	-0.21* (0.084)	1.34	0.29** (0.047)	0.53	-0.62*** (0.000)	0.81	-0.20* (0.085)	אסיפה מיוחדת
1.17	0.15 (0.538)	2.32	0.84*** (0.002)	0.55	-0.60*** (0.001)	1.21	0.19 (0.477)	אסיפה נדחית
0.89	-0.11 (0.110)	0.43	-0.84*** (0.000)	1.70	0.53*** (0.000)	0.98	-0.01 (0.867)	קופות גמל
0.67	-0.40*** (0.002)	0.47	-0.75*** (0.000)	0.61	-0.50*** (0.002)	0.58	-0.54*** (0.000)	חברות ביטוח
1.16	0.15 (0.564)	1.37	0.31 (0.230)	0.54	-0.60*** (0.000)	1.11	0.10 (0.669)	קרנות נאמנות
0.88	-0.12 (0.337)	2.72	1.00*** (0.000)	101.14	4.61*** (0.000)	11.14	2.41*** (0.000)	גוף מוסדי בבעלות עמיתים
1.69	0.52* (0.081)	2.22	0.79*** (0.000)	13.22	2.58*** (0.000)	9.10	2.20*** (0.000)	גוף מוסדי בבעלות עסקית
4.82	1.57*** (0.000)					4.30	1.45*** (0.000)	המלצה חיובית
0.11	-2.21*** (0.000)	0.16	-1.84*** (0.000)	11.09	2.40*** (0.000)	0.07	-2.60*** (0.000)	גוף מוסדי לקוח יועץ הפרוקסי
408.26	6.01*** (0.000)					336.30	5.81*** (0.000)	המלצה חיובית* גוף מוסדי לקוח יועץ הפרוקסי
0.81	-0.20 (0.137)	0.98	-0.01 (0.940)	0.91	-0.09 (0.574)	0.78	-0.24* (0.071)	חברה כלולה במדד ת"א 25
0.58	-0.55 (0.148)	1.78	0.57 (0.386)	2.90	1.06* (0.064)	0.55	-0.59 (0.116)	דירקטוריון
0.43	-0.83 (0.197)	2.62	0.96 (0.167)	0.06	-2.76*** (0.000)	0.41	-0.89 (0.142)	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
0.41	-0.89* (0.055)	2.13	0.75 (0.221)	0.31	-1.16*** (0.001)	0.56	-0.58 (0.198)	מיני דירקטורים
0.59	-0.52 (0.240)	1.29	0.25 (0.757)	0.35	-1.05*** (0.000)	0.63	-0.46 (0.282)	עסקאות עם בעלי עניין
0.58	-0.54 (0.252)	2.12	0.75 (0.282)	0.33	-1.11*** (0.000)	0.60	-0.51 (0.279)	ביטוח, שיפוי ופטור
0.20	-1.61*** (0.000)	0.95	-0.05 (0.939)	0.11	-2.24*** (0.000)	0.22	-1.49*** (0.001)	תגמול ליו"ר/מנכ"ל
0.24	-1.42*** (0.001)	0.88	-0.12 (0.843)	0.13	-2.02*** (0.000)	0.27	-1.29*** (0.003)	תגמול לדירקטורים ונשאי משרה
0.24	-1.41*** (0.002)	1.06	0.06 (0.924)	0.13	-2.01*** (0.000)	0.27	-1.31*** (0.003)	הסכם ניהול עם בעל שליטה
0.54	-0.61 (0.263)	6.28	1.83** (0.011)	0.21	-1.56*** (0.000)	0.56	-0.57 (0.286)	ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה
2.01	0.69 (0.132)	2.33	0.84 (0.203)	1.68	0.52 (0.243)	2.15	0.76 (0.107)	מבנה הון
0.65	-0.42 (0.409)	2.03	0.70 (0.298)	0.32	-1.14*** (0.003)	0.60	-0.50 (0.299)	שניים בתנאי כתבי אופציה
0.37	-0.99** (0.026)	1.86	0.62 (0.339)	0.14	-1.99*** (0.000)	0.39	-0.94** (0.031)	שניים בתקנון החברה
1.14	0.13** (0.037)	1.53	0.42*** (0.000)	1.11	0.10 (0.101)	1.29	0.25*** (0.000)	שיעור האחזקה של הגוף המוסדי
1.06	0.05** (0.021)	1.09	0.08*** (0.000)	0.98	-0.01 (0.767)	1.06	0.06*** (0.007)	תשואה עודפת דו-שנתית של מניית החברה
0.00	-15.8*** (0.000)	0.00	-27.7*** (0.000)	0.00	-5.92 (0.260)	0.00	-16.0*** (0.000)	סטיית תקן דו-שנתית של מניית החברה
1.01	0.00** (0.039)	1.00	0.00 (0.289)	1.02	0.01*** (0.001)	1.01	0.00*** (0.007)	שווי שוק של החברה
1.00	-0.00 (0.497)	0.99	-0.00*** (0.000)	0.99	-0.00*** (0.000)	0.99	-0.00*** (0.000)	סך נכסים מוסדיים המנהלים על ידי קבוצת שליטה של המוסדי
	κ		κ		κ		κ	טעות תקן מקובצת לפי חברה (clustered SE)
	κ		לא		לא		לא	משתני דמי של קבוצת השליטה בגוף המוסדי
	κ		κ		κ		κ	משתני דמי של ענף החברה
	κ		κ		κ		κ	משתני דמי של שנת האסיפה
	53386		12265		41317		53582	מספר התצפיות

***, ** * מייצגים שהמקדמים שונים מאפס ברמת מובהקות של 1%, 5% ו-10%, בהתאמה.

סיכום ומסקנות

המלצת ההצבעה של יועץ פרוקסי היא גורם מרכזי בתהליך הפרוקסי, ויש לה השפעה ניכרת על גיבוש החלטת ההצבעה של גופים מוסדיים המשתמשים בשירותי ייעוץ. ממצאי המחקר לא הצביעו על קיומם של עיוותים של ממש בדפוס המלצות יועץ הפרוקסי, אך בכמה הצעות של בעלי עניין שיעורים גבוהים יחסית של המלצות חיוביות עלולים להתפרש כגישה חיובית של יועץ הפרוקסי אל ההצעות הנושאות פוטנציאל גבוה לניגודי עניינים. בנוסף נמצא שהצבעה לפי המלצות הגורם המקצועי עשויה להגדיל את שווי השוק של חברות.¹⁶⁹ אך גם במקרים בהם שיעור המלצות שליליות מצד יועץ הפרוקסי הוא גבוהה התמונה הכללית אינה משתנה – הרוב המכריע של ההצעות מתקבלות בהצבעה.

בהתבסס על נתוני ההצבעה של גופים מוסדיים בשלוש השנים האחרונות גילינו כמה דפוסי התנהגות של הגופים הללו. גופי גמל, פנסיה וביטוח "משתמשים" מצביעים בדרך כלל על פי ההמלצה וסטיותיהם ממנה על פי רוב אינן עולות על 5%. קרנות נאמנות "משתמשות" סוטות מההמלצה בשיעורים גבוהים יותר.¹⁷⁰ מנהלי קרנות "לא משתמשים" מצביעים בדרך מנוגדת להמלצה במקרים רבים (בהינתן המלצה "נגד" שיעורי "הסטיות" נעים בין 35% ל-75%, לפי סוג הצעת ההחלטה). מצד אחר, שיעור ההתנגדות¹⁷¹ של מנהלי קרנות "לא משתמשים" לא בהכרח נמוך משיעור ההתנגדות של גופים מכל הסוגים (גמל, פנסיה, ביטוח וקרנות נאמנות) המשתמשים בשירותי ייעוץ פרוקסי. לסיכום, הממצא שבמקרים רבים דפוסי הצבעה של מנהלי קרנות "לא משתמשים" שונים מהמלצת ההצבעה יכול להעיד גם על ביצוע ניתוח פנימי לקראת ההצבעה, והסקת מסקנה מנוגדת לזו של יועץ הפרוקסי בעקבותיו, וייתכן שלשיקולים חיצוניים דווקא אין משקל בהחלטה זו.¹⁷² לעומת זאת, לעתים מועלות טענות שמשקיעים מוסדיים המנויים על שירותי ייעוץ נוטים להסתמך על המלצות יועץ הפרוקסי בלי להפעיל שיקול דעת עצמאי ("tick the box"), טענות אשר קיבלו חיזוק בממצאי המחקר.¹⁷³ מחקרנו, וגם ספרות ענפה שקדמה לו, מצביעים על ניגודי עניינים פוטנציאליים בהצבעות של משקיעים מוסדיים. בניתוח ההצבעות לפי סוג בעל השליטה בגופים המוסדיים המשתמשים בייעוץ פרוקסי נמצא שגופים המוחזקים על ידי הממשלה אינם סוטים אף פעם מהמלצות היועץ כשמדובר בהצעות שיש להן פוטנציאל גבוה לניגודי עניינים והן קיבלו מהיועץ המלצה שלילית. לעומת זאת

¹⁶⁹ בדיקתנו, המבוססת על מתודולוגיית חקר אירוע, הראתה שתוצאות הצבעה אשר התאימו להמלצות יועץ הפרוקסי הביאו לתשואה עודפת מצטברת חיובית בתקופה הסמוכה ליום האסיפה, ולהפך, אולם במקרה של הצעות איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל תגובת השוק לרוב הייתה מנוגדת להמלצת היועץ. כמו כן, נמצאו מספר מקרים בוודדים נוספים שבהם תגובת השוק לא תאמה להמלצת הגורם המקצועי.

¹⁷⁰ את הנטייה של מנהלי קרנות "משתמשים" לסטות מהמלצת היועץ בשיעורים גבוהים יותר מנטיית גופים "משתמשים" אחרים, אפשר להצדיק בכמה סיבות טכניות (להסבר מפורט של הסיבות הטכניות ראו הערת שוליים 145).

¹⁷¹ מדד ההתנגדות הוא מנה של מספר ההצבעות "נגד" חלקי מספר ההמלצות "נגד" בקטגוריית החלטה מסוימת. צריך לשים לב שלהבדיל מאחוזי סטיות, אשר מראים התנהגות הצבעות בנוגע להצעות קונקרטיות, מדד ההתנגדות הוא כללי יותר ומתבסס רק על קטגוריות הצעות ההחלטה.

¹⁷² בהצעות תגמול בכירים, לדוגמה, מנהלי קרנות "לא משתמשים" מתנהגים בזירות (דבר המשתקף בהצבעות "נגד" שכיחות) בנוגע להצעות הדורשות רוב מיוחד (בהשוואה למשקיעים מוסדיים "משתמשים" וכלי התחשבות בהמלצת ההצבעה של יועץ הפרוקסי). ייתכן שההתנהגות הזאת של מנהלי הקרנות אשר אינם מנויים על ייעוץ פרוקסי מושפעת מהיעדר אפשרות להעביר חלק מהאחריות לאופן ההצבעה לכתפי גוף ייעוץ חיצוני.

¹⁷³ Broc Romanek, "GAO Report on Proxy Advisors: No Smoking Guns," TheCorporateCounsel.net, August 3, 2007, <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2007/08/03/gao-report-on-proxy-advisors-no-smoking-guns> (accessed August 24, 2010).

בקרב גופים מסחריים הסטיות הללו קיימות. בפילוח נתוני הצבעה לפי שיעור ההחזקות מסך ההון של החברה נמצא שגופים מסחריים "משתמשים" ו"לא משתמשים" נוטים לסטות מהמלצה "נגד" דווקא כאשר החזקותיהם גדולות יחסית. דפוסים אלה יכולים להתפרש כהתנהגות המושפעת מניגודי עניינים. כן נמצאו סטיות גבוהות יחסית של גופים, המנויים על שירותי ייעוץ, מהמלצה שלילית במקרים של הצעות הדורשות רוב מיוחד.¹⁷⁴ הממצא יכול להעיד על כך שהחשש מפני תביעות, מפאת הפרת חובת אמון, אינו חסם חזק מספיק למנוע ממשקיעים מוסדיים לסטות מהמלצה שלילית של יועץ הפרוקסי. גם ממצא זה יכול להעיד על קיומם של ניגודי עניינים בתהליך גיבוש החלטת ההצבעה של הגופים המוסדיים.

מניתוח שיעור ההתקבלות של הצעות החלטה באסיפה הכללית עולים חששות בנוגע ליכולתה של האסיפה לשים וטו על הצעות החלטה הנושאות פוטנציאל לניגוד עניינים.¹⁷⁵ לפי בדיקתנו, העלאת ה"שליש תומך" לחצי תעצור, במקרה הטוב, רק כ-15%-10% מההצעות שקיבלו המלצה שלילית.¹⁷⁶ לממצא שרובן המוחלט של הצעות ההנהלה מתאשרות באסיפה הכללית ייתכנו כמה הסברים. ראשית, משא ומתן מוקדם בין בעלי השליטה והנהלת החברה לבין בעלי מניות נותן איתות על סיכויי ההצלחה של הצעת החלטה מסוימת להתקבל באסיפה. שנית, דרישת תמיכה נמוכה ("שליש תומך") בעסקאות עם בעלי שליטה ובעלי עניין אחרים מאפשרת להצעות ההחלטה הללו להתקבל באסיפה הכללית גם אם ניתנה המלצה שלילית. כך, אפילו דרישה של "שליש תומך" מקרב בעלי המניות הבלתי נגועים אינה מהווה חסם של ממש בדרכן של הצעות ההנהלה להתאשר – רק מספר זעיר ביותר של הצעות יורד מן הפרק (כ-3%-1%).¹⁷⁷ שלישית, ריבוי גופים מוסדיים, שונים זה מזה במגוון רחב של מאפיינים, גורם לכך שבדרך כלל אין קונצנזוס ביניהם בעניין אופן ההצבעה בנוגע להצעה מסוימת.¹⁷⁸ לבסוף, גם לניגודי עניינים המובנים במערכת היחסים שבין השחקנים בתחום הפרוקסי עלולה להיות השפעה מכרעת על התוצאות המתקבלות באסיפות מחזיקים. תוצאות המחקר מצביעות על שני גורמים חשובים שקובעים את דרך ההצבעה של משקיעים מוסדיים: התערבות בעלי שליטה ושירותי ייעוץ פרוקסי. במטרה להשיג את שיעור התמיכה הנדרש,

¹⁷⁴ הרוב הדרוש לאישור הצעת החלטה נבדק רק בעניין הצעות לתגמול בכירים.

¹⁷⁵ רק כאשר נדרש רוב מיוחס (2/3 מבעלי המניות הבלתי נגועים או 75% מכלל בעלי המניות) שיעור הצעות ההחלטה אשר לא התקבלו היה גבוה יחסית (20%-10%).

¹⁷⁶ רק בקרב הצעות הביטוח, השיפוי והפטור לבעל שליטה, לשינוי שיעור התמיכה הנדרשת נמצאה השפעה חזקה יותר על אחוזי ההתקבלות של הצעות – התנאי החדש היה מפיל כ-40% מההצעות שנשאו המלצה שלילית. בנוסף הקטגוריה של הצעות החלטה בלטה גם בשיעור גבוהה יחסית של הצעות אשר לא התקבלו בפועל בהצבעה באסיפה כללית.

¹⁷⁷ גם בארה"ב נמצא שרוב דרוש נמוך ובעלי מניות גדולים הם שמביאים לאישורן של הצעות החלטה הפוגעות בזכויותיהם של בעלי מניות ושקיבלו המלצה שלילית של יועץ הפרוקסי (ISS) (Paul and Sahni, 2009). בזמן כתיבת המחקר התקבלה בכנסת הצעה להעלות את הרוב המיוחד הנדרש באישור עסקאות חריגות עם בעלי שליטה משליש לחצי (חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011).

¹⁷⁸ כך, לדוגמה, בהינתן המלצה "נגד", השפעה הכללית של הצבעות גופים "משתמשים" תואמת יותר את המלצת היועץ (מפני סטיות מועטות יחסית מהמלצה שלילית ממתנות את הקשר החיובי בין ההחזקות לסטיות). לעומת זאת, כשמדובר בגופים "לא משתמשים", בהינתן המלצה "נגד" – רוב כוח ההצבעה של הגופים עלול להיות מופנה להצבעה "בעד" הן בגלל "סטיות" רבות מההמלצה "נגד" (כמחצית מהמקרים) והן בגלל ש"הסטיות" מתקיימות לרוב דווקא כששיעור ההחזקות הוא גבוה.

בעלי השליטה מתערבים התערבות פעילה¹⁷⁹ במקרי הצעות שקיבלו המלצה שלילית ותשומת לבם מופנית במיוחד להצעות הדורשות רוב מיוחס ולגופים בעלי החזקות גדולות יחסית. הממצאים תואמים את הספרות (Amzaleg, Ben-Zion and Rosenfeld, 2006; Hauser, Rosenberg,) (and Ofir, 1999) המצביעה על ניהול משא ומתן פרטי בין בעלי השליטה ובין משקיעים גדולים.¹⁸⁰ יועץ פרוקסי יחיד מנווט את הצבעותיהם של רוב הגופים המוסדיים במשק, אך גם הוא אינו מבודד מניגודי עניינים אפשריים, לחץ של בעלי שליטה¹⁸¹ וליקויים נוספים.¹⁸² ממצא מרכזי נוסף הוא השפעה מוגבלת מאוד של ההמלצות השליליות של יועץ הפרוקסי על ההחלטה הסופית של האסיפה, תוצאה אשר לדעתנו נובעת ברובה משילוב של ניגודי עניינים פוטנציאליים, דרישות תמיכה סטטוטוריות נמוכות, מבנה ריכוזי של הבעלות בתאגיד וניתוח פנימי אצל הגופים המוסדיים אשר לפעמים מביא למסקנות שונות מאלה של יועץ הפרוקסי בנוגע להצעות ההחלטה המוצעות.

¹⁷⁹ מצד אחר ייתכן שהתערבות בעלי השליטה היא מתונה, אך העובדה שהם שולטים בנתחים גדולים מהכלכלה המקומית גורמת לגופים המוסדיים "להתחשב" גם באינטרסים שלהם.

¹⁸⁰ מחקר אחר (Hamdani and Yafeh, 2010) לא מצא קשר מובהק בין שיעור ההחזקות של גופים מוסדיים להתנהגות ההצעות, אבל החוקרים ציינו שהתוצאה עלולה לנבוע מאיכות נתוני החזקות לא מספקת.

¹⁸¹ למשא ומתן המוקדם המתקיים בין הנהלות החברות ובין פועלים סהר (במקום הגופים המוסדיים עצמם) יש שני צדדים: מצד אחד, ליועץ הפרוקסי, שמייצג מספר רב של גופים מוסדיים, יש כוח מיקוח חזק יותר; מצד אחר, לבעלי העניין יש כתובת אחת לפניית, ולכן הלחץ על המייעץ רב גם הוא.

¹⁸² כך מחקר נוסף (Rose, 2007) מדגיש שהניתוח שמבצעות חברות יועץ פרוקסי מתבסס בחלקו הגדול על "מדדי ממשל ראויים ונאותים" ("good governance metrics"), אשר אינם נשענים על הוכחות איתנות וחד-משמעיות.

ביבליוגרפיה

- עיתון גלובס, <http://www.globes.co.il>
- עיתון כלכליסט, <http://www.calcalist.co.il>
- עיתון דה-מרקר, <http://www.themarker.com>
- דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (ינואר 2008).
- דו"ח הועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל (דצמבר 2006).
- הבורסה לניירות ערך. *סקירה שנתית 2007*.
- הבורסה לניירות ערך. *סקירה שנתית 2008*.
- הבורסה לניירות ערך. *סקירה שנתית 2009*.
- ש. האוזר, י. רוזנברג, ש. אופיר. (1999). בחינת התועלת הנובעת מחובת ההשתתפות של קרנות נאמנות באסיפות כלליות של חברות ציבוריות. רשות ניירות ערך.
- פועלים סהר, נייר עמדה בנושא מדיניות הצבעה בעת הפעלת Proxy באסיפות כלליות (ספטמבר 2009).
- Alexander, C., M. A. Chen, D. Seppi, and C. S. Spatt. "The Role of Advisory Services in Proxy Voting." National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA, 2009.
- Allison, P. D. *Logistic Regression Using the Sas System: Theory and Application*: SAS Publishing, 1999.
- Amzaleg, Y., U. Ben-Zion, and A. Rosenfeld. "On the Role of Institutional Investors in Corporate Governance: Evidence from Voting of Mutual Funds in Israel." *Corporate Governance and Firm Performance* 13 (2009): 197.
- Ashraf, R., and N. Jayaraman. "Determinants and Consequences of Proxy Voting by Mutual Funds on Shareholder Proposals." *SSRN eLibrary* (2007).
- Bebchuk, L., and A. Hamdani. "The Elusive Quest for Global Governance Standards." *University of Pennsylvania Law Review* 157 (2009): 1263-317.
- Belinfanti, T. C. "The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control." *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 14 (2009): 384-84.
- Berman, D., and J. Lublin. "Adviser Iss Puts Itself on Sale, Could Fetch up to \$500 Million." *Wall Street Journal* (2006): C4.
- Bethel, J. E., and S. L. Gillan. "The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting." *Financial Management* 31, no. 4 (2002).
- Boehmer, E., J. Musumeci, and A. B. Poulsen. "Event-Study Methodology under Conditions of Event-Induced Variance." *Journal of financial economics* 30 (1991): 253-72.
- Brickley, J. A., R. C. Lease, and C. Smith. "Corporate Voting: Evidence from Charter Amendment Proposals." *Journal of Corporate Finance*, no. 1 (1994): 5-31.
- Brickley, J. A., R. C. Lease, and C. W. Smith Jr. "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments." *Journal of financial economics* 20 (1988): 267-91.

- Brown, S. J., and J. B. Warner. "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies." *Journal of financial economics* 14, no. 1 (1985): 3-31.
- Cai, J., J. L. Garner, and R. A. Walkling. "Electing Directors." *Journal of Finance* 64, no. 5 (2009): 2389-421.
- Campbell, C. J., A. R. Cowan, and V. Salotti. "Multi-Country Event-Study Methods." *Journal of Banking & Finance* 34, no. 12 (2010): 3078-90.
- Choi, S., J. Fisch, and M. Kahan. "Director Elections and the Role of Proxy Advisors." *Southern California Law Review* 82 (2009).
- Cotter, J., A. Palmiter, and R. Thomas. "ISS Recommendations and Mutual Fund Voting on Proxy Proposals." *Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 09-20* (2009).
- Cremers, M., and R. Romano. "Institutional Investors and Proxy Voting: The Impact of the 2003 Mutual Fund Voting Disclosure Regulation." *Yale School of Management Working Papers* (2007).
- Davis, G. F., and E. H. Kim. "Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds." *Journal of financial economics* 85, no. 2 (2007): 552-70.
- Gillan, S. L., and L. T. Starks. "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective." *Journal of Applied Finance* 13, no. 2 (2003).
- Government Accountability Office. "Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting." 2007.
- Hamdani, A., and Y. Yafeh. "Institutional Investors as Minority Shareholders." *SSRN eLibrary* (2010).
- Hu, H. T. C., and B. Black. "Equity and Debt Decoupling and Empty Voting li: Importance and Extensions." *U. Pa. L. Rev.* 156 (2008): 625.
- Maug, E., and K. Rydqvist. "Do Shareholders Vote Strategically? Voting Behavior, Proposal Screening, and Majority Rules." *Review of Finance* 13, no. 1 (2009): 47-79.
- Morgan, A., J. Wolf, and T. Yang. "Mutual Funds as Monitors: Evidence from Mutual Fund Voting." *Journal of Corporate Finance* (2011).
- Nathan, C. M., and P. Mehta. "The Parallel Universes of Institutional Investing and Institutional Voting." 2010.
- Ng, L., Q. Wang, and N. Zaiats. "Firm Performance and Mutual Fund Voting." *Journal of Banking & Finance* 33, no. 12 (2009): 2207-17.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. "Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages." 2009.
- Paul, S. L., and H. Sahni. "Do Shareholders Agree with Iss? Evidence from Iss Vote Recommendations." *SSRN eLibrary* (2009).
- Pound, J. "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight." *Journal of financial economics* 20, no. 1-2 (1988): 237-65.
- Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance. 2010.
- Rose, P. "The Corporate Governance Industry." *Journal of Corporation Law* 32, no. 4 (2007).
- Securities and Exchange Commission. "Concept Release on the Us Proxy System." 2010.

- Shareholder Association for Research and Education. "2009 Key Proxy Vote Survey." (2009), http://www.share.ca/files/2009_Key_Proxy_Vote_Survey_Report_0.pdf.
- Strine Jr, L. E. "The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face." *Delaware Journal of Corporate Law* 30, no. 3 (2005): 673-96.
- Taub, J. S. "Able but Not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisers to Advocate for Shareholders' Rights." *Journal of Corporation Law* 34, no. 3 (2009).
- The Millstein Center for Corporate Governance and Performance. "Voting Integrity: Practices for Investors and the Global Proxy Advisory Industry." Policy Briefing No. 3 (2009), <http://millstein.som.yale.edu/Voting%20Integrity%20Policy%20Briefing%202%2027%2009.pdf>.
- The Society of Corporate Secretaries and Governance Professionals and the National Investor Relations Institute. "Proxy Advisory Services: The Need for More Regulatory Oversight and Transparency." (2010), <http://www.niri.org/Main-Menu-Category/advocate/Regulatory-Positions/Proxy-Advisory-Services.aspx>.

נספח 1

מבנה דוחות הצבעה אשר הופקו על ידי פועלים סהר

הורדת דוחות הצבעה, אשר הופקו על ידי פועלים סהר, נעשתה בתקופת זמן מנובמבר עד דצמבר 2009 מאתריהם של גופים מוסדיים מסוג פנסיה, גמל וביטוח. רוב מוחץ של הדוחות מכסים הצבעות של משקיע מוסדי מסוים בשנתיים שקדמו לפרסום הדוח, דוחות המתייחסים רק לשנה אחת נדירים מאוד. חלק קטן מאוד מגופים מוסדיים מפרסמים באתריהם דוחות הצבעה חודשיים, אשר בדרך כלל מכסים תקופה של שנה.

להלן נפרט כל אחד מ-11 משתנים אשר מופיעים בדוחות הצבעה:

- (1) שם החברה
- (2) אחוז אחזקה – מתבסס על ערך נקוב באישורי בעלות שדווחו לפועלים סהר.
- (3) תאריך אסיפה
- (4) סוג אסיפה. מקבל ערכים הבאים: שנתית, מיוחדת, אג"ח, אופציה, יחידות השתתפות, נדחית, מבוטלת, נמשכת¹⁸³.
- (5) נושאים שעל סדר היום – תיאור מילולי קצר של מהות הצעת החלטה.
- (6) המלצת פועלים סהר. מקבל ערכים הבאים: בעד, נגד, צד קשור, אין חובת השתתפות, לא משתתף¹⁸⁴, דיון, מבוטלת, חסר.
- (7) הצבעת הקופה. מקבל ערכים הבאים: בעד, נגד, נמנע¹⁸⁵, אין חובת השתתפות, לא משתתף¹⁸⁶, נדחה, מבוטלת, דיון, חסר.
- (8) החלטת האסיפה. מקבל ערכים הבאים: בעד, נגד, נמנע, אין חובת השתתפות, לא משתתף, נדחה, מבוטלת, דיון, הורד מסדר היום, חסר.
- (9) תמיכה בהכרעה (באחוזים) – מתבסס על דיווחי החברות. במקרים בהם דרוש רוב מיוחד שווה לשיעור הצבעה בעד מתוך סך המצביעים שאינם בעלי עניין אישי בעסקה (תמיכה של בעלי מניות מיעוט לא נגועים). ברוב המקרים במקום הנתון מופיעה אמירה כללית "רוב נדרש".
- (10) תנאי העסקה שונו – חברה שיפרה תנאי עסקה טרם נעילת אסיפה.
- (11) ניגוד עניינים – קיום ניגוד עניינים בהצבעת גוף מוסדי (רק 8 תצפיות כאלה קיימות).

¹⁸³ כל אסיפות שסווגו כ"נמשכת", אשר הופיעו רק 14 פעם בבסיס הנתונים שלנו, הוחלפו בסוג אסיפה "נדחית".

¹⁸⁴ המלצה "לא משתתף" ניתנה על ידי פועלים סהר כאשר לקוחותיה לא החזיקו בנייר ערך שמקנה זכויות הצבעה באסיפה או שלא הייתה חובה להשתתף באסיפה לפני תקנות (לדוגמה מינוי דח"צים). המלצות "לא משתתף", אשר הופיעו רק בחודשי אוגוסט עד נובמבר 2007 בהצעות החלטה כמו דיונים, מינוי דירקטורים ודח"צים, מינוי רו"ח, הוחלפו בהמלצה "אין תה".

¹⁸⁵ כל הצבעות "נמנע", אשר הופיעו רק 16 פעם בהצבעות הגופים המוסדיים, הוחלפו ב"לא משתתף".

¹⁸⁶ אופן הצבעה - "לא משתתף": לאי השתתפות של מוסדי בהצבעה יכולים להיות מספר הסברים: למוסדי היה ניגוד עניינים; משקיע מוסדי לא שלח אישור בעלות בזמן; משקיע לא השתתף באסיפה, כי לדעתו זאת הייתה אסיפה לא משמעותית.

נספח 2

בדיקת סוג אסיפה שלנו מול סווג אסיפה כפי שמופיע בדוח הזמנה של תאגיד

החל מסוף שנת 2008 נדרשו חברות ציבוריות לציין, במסגרת דוח הזמנה לאסיפה, האם יש על סדר היום של אסיפה מסוימת הצעות החלטה מסוגים הבאים:

- 1) אישור עסקאות הטעונות אישור לפי סעיפים 255, 262 או 268-275 לחוק החברות
- 2) החלטה לפי סעיף 121(ג) לחוק החברות
- 3) אישור שינוי מתכונת דיווח לפי סעיף 35 לחוק ניירות ערך
- 4) מיזוג לפי סעיף 320 לחוק החברות
- 5) הסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות
- 6) מינוי או פיטורין של דירקטור
- 7) מינוי דירקטור חיצוני

המשתנים מ-1 עד 7 נשלפו על ידינו מדוח הזמנה לאסיפה¹⁸⁷ במערכת מגנא.¹⁸⁸ צריך לציין שהמיון, שנעשה על ידי חברות, לא תמיד מדויק.

השוואת הסיווג שלנו לסיווג של חברות בשנת 2009 התקבלו תוצאות הבאות: בקטגוריות 2,6,7 ההתאמה היא כמעט מלאה, בקטגוריה הכי קשה למיון, עסקאות עם בעלי עניין (קטגוריה 1), הגענו להתאמה של 70%.

¹⁸⁷ דוח מיידי על כינוס אסיפה (טופס ת046).

¹⁸⁸ חיפוש של דיווח על כינוס אסיפה נעשה על פי "מספר אסמכתא של דיווח התאגיד לרשות על כינוס האסיפה" אשר מופיעה ב-"דוח על השתתפות מנהל קרן באסיפה כללית של תאגיד" (טופס ק012).

נספח 3

תיאור נתוני הצבעה בזכויות הנלוות למניות ¹						
נתוני אסיפות ³		נתוני הצבעות				מיון הצעות החלטה לפי משא
אחוז הצעות שהתקבלו ⁴	אחוז הצעות שהתקבלו ⁵	אחוז הצבעות בעד				
		אחוז המלצות בעד ²	מוסדיים לא משתמשים (רק קרנות נאמנות)	מוסדיים משתמשים	כל הגופים המוסדיים	
72.5	78.7	50.5	61.7	56.4	57.7	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
100.0	100.0	100.0	77.8	100.0	94.3	הפרדת תפקידי יו"ר ומנכ"ל ⁶
99.8	100.0	81.5	87.3	81.5	81.8	מינוי דירקטורים
100.0	100.0	35.4	69.6	37.4	43.1	פיטורי דירקטורים ⁶
97.3	100.0	58.7	70.4	53.7	56.4	מינוי דח"צים
100.0	100.0	99.5	78.8	90.0	88.1	מינוי יו"ר דירקטוריון
100.0	100.0	0.0	26.7	0.0	6.4	שחרור דירקטוריון מנהל או מפקח מאחריות לזחחות כספיים
100.0	100.0	49.6	62.1	55.5	56.8	מאפייני דירקטוריון
100.0	100.0	100.0	96.7	100.0	99.3	שיפור בזכויות הנלוות למניות
90.0	90.0	0.0	31.8	0.0	10.5	פגיעה בזכויות הנלוות למניות
תגמול בכירים ועובדים						
97.2	97.2	44.4	51.8	41.5	44.5	אישור תגמול למנכ"ל
100.0	100.0	37.9	52.8	34.6	39.7	חב רגיל
94.4	94.4	55.7	50.2	54.3	53.0	חב מיוחד
97.5	99.4	70.1	60.2	68.8	66.7	אישור תגמול ליו"ר
99.0	100.0	67.1	62.2	66.2	65.3	חב רגיל
94.9	98.2	77.2	55.7	74.8	70.0	חב מיוחד
97.2	98.1	55.0	58.7	54.4	55.4	אישור תגמול לדירקטורים ומשאי משרה אחרים
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	אישור הפחתת תגמול לדירקטורים ומשאי משרה אחרים ⁶
96.4	96.4	81.4	64.0	79.6	77.0	אישור תגמול לדח"צים
ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה ודירקטורים						
97.3	99.2	86.7	82.1	86.8	85.6	ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה ודירקטורים
עסקאות עם בעלי עניין						
97.8	99.4	92.1	84.2	91.4	89.6	עסקאות עם בעלי עניין
98.5	98.5	88.1	67.0	86.2	80.6	אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	ביטול הסכם ניהול עם בעל שליטה ⁶
91.3	94.2	88.2	75.1	89.7	85.7	ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה
מבנה הון						
96.6	98.2	92.3	96.3	92.7	93.6	הגדלת הון מניות רשום
88.9	88.9	98.3	100.0	97.0	97.7	שינויים בהון המניות המונפק
100.0	100.0	99.7	96.2	99.8	99.6	חלוקת דיבידנד
אג"ח וכתבי אופציה						
100.0	100.0	97.4	77.3	96.3	90.8	אישור הסדר ⁶
100.0	100.0	100.0	88.9	100.0	97.1	שינוי תנאי שטרי נאמנות ⁶
92.9	92.9	65.2	74.6	67.7	69.6	שינויים בתנאי כתבי אופציה
מינוי רח"ח						
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	מינוי רח"ח
שינויים בתקנון						
94.1	95.7	59.5	62.8	60.5	61.0	שינויים בתקנון חברה
כללי						
100.0	100.0	90.0	87.7	90.8	90.2	נושאים מנהלתיים
נושאים נוספים שיעלו על סדר היום באסיפה						
75.0	100.0	0.0	100.0	0.0	0.5	נושאים נוספים שיעלו על סדר היום באסיפה ⁶
96.9	98.1	77.4	72.9	77.2	76.3	סה"כ

(1) הטבלה מתבססת רק על הצעות החלטה עם המלצה "בעד" או "נגד", שבהן הגוף המוסדי הצביע "בעד" או "נגד".
(2) מתבסס על נתוני הצבעות, כלומר כל המלצה בעניין הצעת החלטה ספציפית מופיעה בחישוב השיעור מספר פעמים השווה למספר ההצבעות "בעד" או "נגד" של הגופים המוסדיים המשתתפים בהצבעה בעניין אותה הצעת החלטה.
(3) החישוב מתבסס על נתונים שבהם כל הצעת החלטה ספציפית מופיעה רק פעם אחת.
(4) כולל רק הצעות החלטה אשר בהן התוצאה הסופית של האסיפה הייתה "בעד" או "נגד".
(5) כולל רק הצעות החלטה אשר בהן התוצאה הסופית של האסיפה הייתה "בעד", "נגד", "הורד מסדר היום", "נדחה", "מבוטל".
(6) קטגוריות המכילות חמש או פחות הצעות החלטה אשר הועלו על סדר היום של אסיפות בעלי מניות.

נספח 4

שיעור השתתפות ¹ לפי סוג גוף מוסדי, שימוש בייעוץ פרוקסי וקטגוריית הצעת החלטה					
חברות ביטוח	קופות גמל	קרנות פנסיה	קרנות נאמנות		
			משתמש	לא משתמש	
91.2	96.9	99.3	100.0	98.1	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
56.5	49.0	46.9	75.0	38.6	מינוי דירקטורים
13.8	8.8	12.9	22.9	40.6	מינוי דח"צים
62.5	76.7	84.1	76.9	50.7	מינוי יו"ר דירקטוריון
93.5	97.3	99.6	97.8	96.6	אישור תגמול למנכ"ל
95.8	96.8	98.1	97.3	97.3	אישור תגמול ליו"ר
75.8	75.3	75.9	81.7	80.0	אישור תגמול לדירקטורים ונושאי משרה אחרים
81.0	89.6	83.1	90.9	71.4	אישור תגמול לדח"צים
96.7	96.9	98.7	97.8	94.3	ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה ודירקטורים
95.2	96.4	97.4	98.5	98.7	עסקאות עם בעלי עניין
95.3	95.1	96.8	98.3	97.3	אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה
90.3	91.8	95.3	94.8	91.9	הגדלת הון מניות רשום
94.8	95.1	98.3	86.9	32.0	חלוקת דיבידנד
95.1	98.1	98.5	100.0	100.0	תהליך הסדר חוב
89.5	95.5	95.5	100.0	100.0	אישור הסדר
97.2	95.7	94.5	100.0	100.0	שינוי תנאי שטרי נאמנות
94.7	95.4	98.0	100.0	97.9	שינויים בתנאי כתבי אופציה
1.5	1.5	4.1	11.8	24.3	מינוי ר"ח
93.7	96.2	97.4	95.7	81.8	מינוי רואה-חשבון מבקר שינויים בתקנון חברה

(1) שיעור ההשתתפות חושב כיחס של הצבעות אקטיביות (בעד ונגד) מתוך סך ההצבעות האקטיביות וההצבעות שבהן הגוף המוסדי החזיק בנייר ערך ובחר שלא להשתתף.

נספח 5

סוג נייר הערך והענף מול המלצת ההצבעה של גורם מקצועי		
סה"כ מספר ההמלצות	אחוז ההמלצות בעד	סוג נייר הערך והענף
732	80.2%	אג"ח
9	88.9%	בנקים וביטוח
135	74.8%	השקעה ואחזקות
93	91.4%	מסחר ושירותים
448	80.1%	נדל"ן ובינוי
47	72.3%	תעשייה
2753	75.7%	מניה
168	87.5%	בנקים וביטוח
371	78.4%	השקעה ואחזקות
17	88.2%	חיפוש נפט וגז
663	73.0%	מסחר ושירותים
662	80.2%	נדל"ן ובינוי
872	70.8%	תעשייה
3485	76.7%	סה"כ

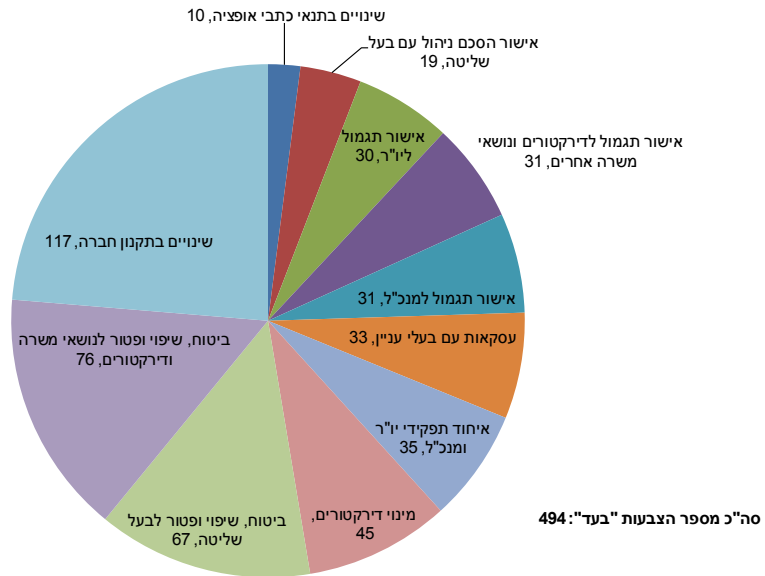
(1) הנתונים בטבלה מתבססים על הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד".

המלצות הצבעה בהצעות הנושאות פוטנציאל גבוה לניגוד עניינים		
סה"כ מספר ההמלצות	אחוז ההמלצות בעד	סוג נייר הערך והענף
1261	74.5%	מניה
78	84.6%	בנקים וביטוח
165	79.4%	השקעה ואחזקות
5	80.0%	חיפוש נפט וגז
301	72.1%	מסחר ושירותים
318	82.4%	נדל"ן ובינוי
394	66.0%	תעשייה

(1) הנתונים בטבלה מתבססים על הצעות החלטה אשר קיבלו המלצה "בעד" או "נגד".

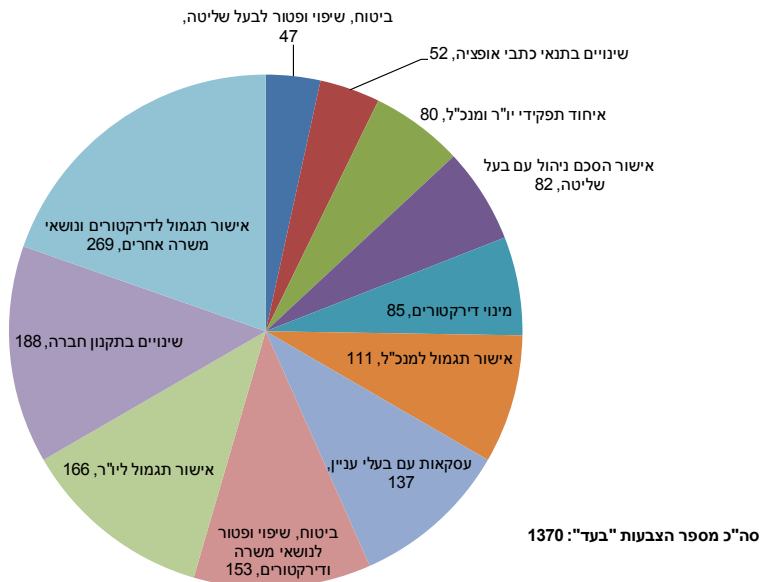
נספח 6

הצבעות "בעד" של גופים מוסדיים לקוחות גורם מקצועי למרות המלצה שלילית¹



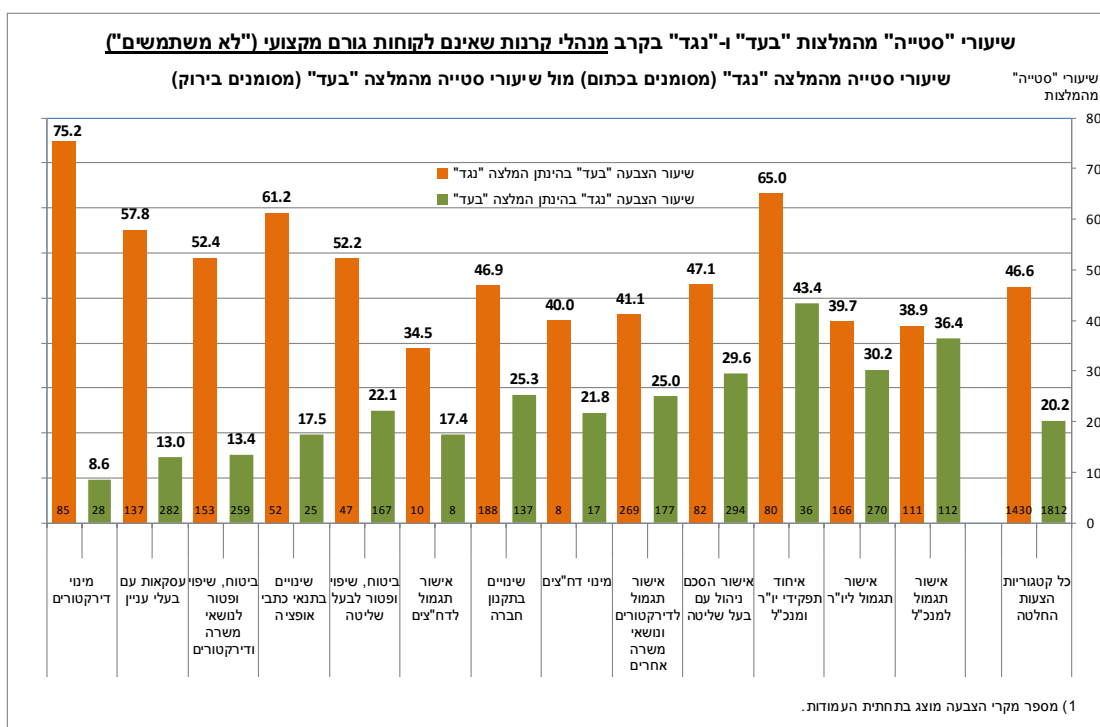
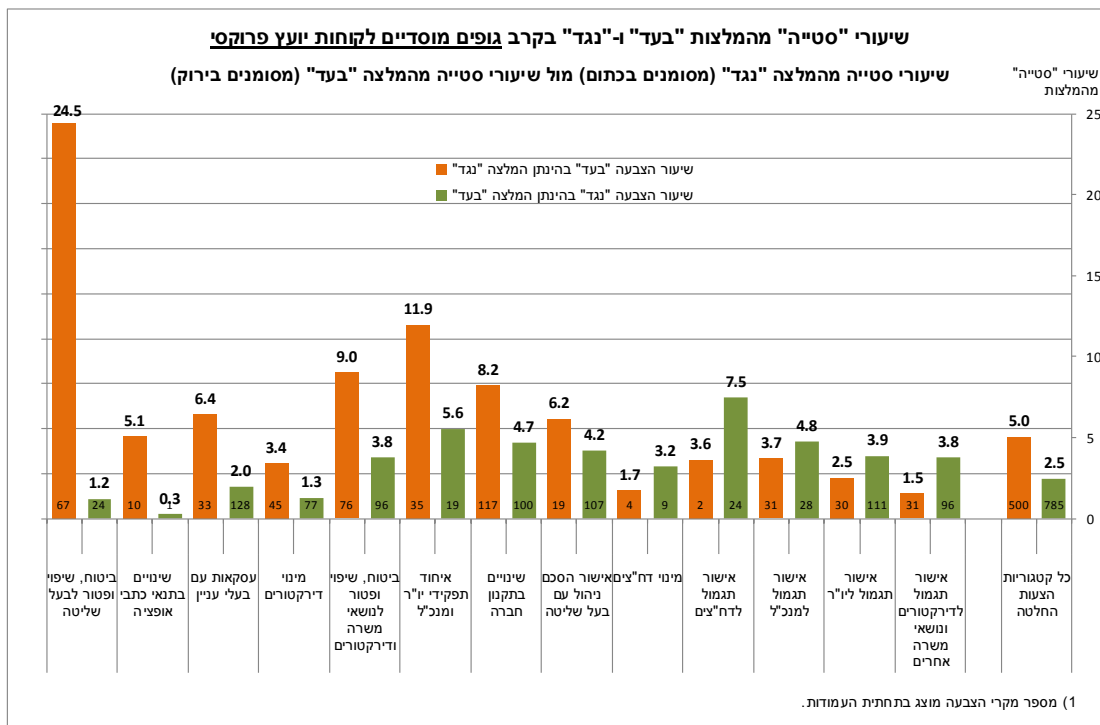
(1) הנתונים כוללים רק הצעות החלטה שהועלו על סדר היום של אסיפת בעלי מניות וקיבלו המלצה "נגד". מוצגות רק קטגוריות הצעות החלטה שבהן היו לפחות 10 מקרים של סטייה מהמלצה שלילית.

הצבעות "בעד" של גופים שאינם לקוחות גורם מקצועי כאשר המלצה היא שלילית¹



(1) הנתונים כוללים רק הצעות החלטה שהועלו על סדר היום של אסיפת בעלי מניות וקיבלו המלצה "נגד". מוצגות רק קטגוריות הצעות החלטה שבהן היו לפחות 47 מקרים של סטייה מהמלצה שלילית.

נספח 7



נספח 8

הצבעות של גופים מוסדיים באסיפות בעלי מניות לפי סוג מוסדי ושימוש בשירותי ייעוץ פרוקסי

התפלגות המלצות	חברות ביטוח			קופות גמל			קרנות פנסיה			קרנות נאמנות						מיון הצעות החלטה לפי נושא והמלצת הצבעה				
	משתמש			משתמש			משתמש			משתמש			לא משתמש							
	סה"כ מספר הצבעות	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	התפלגות המלצות	סה"כ מספר הצבעות	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	התפלגות המלצות	סה"כ מספר הצבעות	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	התפלגות המלצות	סה"כ מספר הצבעות	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד		סה"כ מספר הצבעות	אחוז הצבעות נגד	אחוז הצבעות בעד	
	51	43.1	56.9		382	43.5	56.5		125	40.8	59.2		77	49.4	50.6		206	38.3	61.7	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
54.9	28	3.6	96.4	52.9	202	4.0	96.0	59.2	74	8.1	91.9	49.4	38	10.5	89.5	40.3	83	43.4	56.6	בעד
45.1	23	91.3	8.7	47.1	180	87.8	12.2	40.8	51	88.2	11.8	50.6	39	87.2	12.8	59.7	123	35.0	65.0	נגד
	141	53.2	46.8		781	61.5	38.5		269	60.2	39.8		232	49.6	50.4		593	48.2	51.8	אישור תגמול למנכ"ל
45.4	64	3.1	96.9	38.8	303	5.0	95.0	37.9	102	4.9	95.1	51.3	119	5.0	95.0	51.9	308	36.4	63.6	בעד
54.6	77	94.8	5.2	61.2	478	97.3	2.7	62.1	167	94.0	6.0	48.7	113	96.5	3.5	48.1	285	61.1	38.9	נגד
	325	30.8	69.2		2466	31.5	68.5		819	30.0	70.0		444	31.8	68.2		1312	39.8	60.2	אישור תגמול ליו"ר
71.4	232	4.3	95.7	70.9	1749	3.8	96.2	71.8	588	4.4	95.6	67.8	301	2.7	97.3	68.1	894	30.2	69.8	בעד
28.6	93	96.8	3.2	29.1	717	99.2	0.8	28.2	231	95.2	4.8	32.2	143	93.0	7.0	31.9	418	60.3	39.7	נגד
	374	45.7	54.3		2697	45.8	54.2		936	45.3	54.7		553	44.7	55.3		1364	41.3	58.7	אישור תגמול לדירקטורים ונושאי משרה אחרים
56.7	212	4.7	95.3	55.9	1508	3.5	96.5	55.6	520	4.6	95.4	55.5	307	2.9	97.1	52.0	709	25.0	75.0	בעד
43.3	162	99.4	0.6	44.1	1189	99.5	0.5	44.4	416	96.2	3.8	44.5	246	96.7	3.3	48.0	655	58.9	41.1	נגד
	281	13.2	86.8		1585	14.1	85.9		562	14.1	85.9		443	12.6	87.4		1168	33.0	67.0	אישור הסכם ניהול עם בעל שליטה
88.3	248	2.4	97.6	88.8	1408	3.7	96.3	92.7	521	8.1	91.9	87.1	386	1.8	98.2	85.1	994	29.6	70.4	בעד
11.7	33	93.9	6.1	11.2	177	97.2	2.8	7.3	41	90.2	9.8	12.9	57	86.0	14.0	14.9	174	52.9	47.1	נגד
	186	10.8	89.2		1310	9.8	90.2		379	9.2	90.8		365	13.2	86.8		845	24.9	75.1	ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה
86.6	161	0.0	100.0	88.0	1153	0.6	99.4	86.5	328	0.0	100.0	88.8	324	5.2	94.8	89.3	755	22.1	77.9	בעד
13.4	25	80.0	20.0	12.0	157	77.1	22.9	13.5	51	68.6	31.4	11.2	41	75.6	24.4	10.7	90	47.8	52.2	נגד
	557	14.0	86.0		3612	13.4	86.6		1303	12.0	88.0		833	13.3	86.7		2222	17.9	82.1	ביטוח, שיפוי ופטור לנושאי משרה ודירקטורים
85.3	475	0.4	99.6	86.3	3118	0.8	99.2	87.3	1137	1.1	98.9	87.6	730	2.9	97.1	86.9	1930	13.4	86.6	בעד
14.7	82	92.7	7.3	13.7	494	92.9	7.1	12.7	166	86.7	13.3	12.4	103	87.4	12.6	13.1	292	47.6	52.4	נגד
	637	6.9	93.1		4184	8.2	91.8		1338	10.6	89.4		897	8.7	91.3		2414	15.8	84.2	עסקאות עם בעלי עניין
94.0	599	1.5	98.5	93.1	3894	1.6	98.4	91.8	1228	3.5	96.5	91.8	823	1.8	98.2	90.2	2177	13.0	87.0	בעד
6.0	38	92.1	7.9	6.9	290	97.2	2.8	8.2	110	90.0	10.0	8.2	74	85.1	14.9	9.8	237	42.2	57.8	נגד

נספח 9

הצבעות של כל הגופים המוסדיים בהצעות תגמול בכירים לפי רוב נדרש

התפלגות המלצות בעד	אחוז הצבעות בעד	חב נדרש
59.7	58.8	חב רגיל
70.5	64.7	חב מיוחד
63.1	60.6	סה"כ

הצבעות של כל הגופים המוסדיים בהצעות תגמול בכירים לפי שימוש ביעוץ פרוקסי ורוב נדרש

התפלגות המלצות בעד	אחוז הצבעות בעד	מיון גופים מוסדיים לפי שימוש בשירותי ייעוץ והצעות החלטה לפי רוב נדרש
63.1	57.6	לא לקוח של גורם מקצועי
58.1	59.6	חב רגיל
73.0	53.7	חב מיוחד
63.1	61.7	לקוח של גורם מקצועי
60.2	58.5	חב רגיל
69.5	68.8	חב מיוחד
63.1	60.6	סה"כ

הצבעות גופים מוסדיים בהצעות תגמול ליו"ר ומנכ"ל¹

מספר תצפיות	אחוז המלצות בעד	אחוז הצבעות בעד	חב נדרש	סוג הגוף מוסדי
				לא משתמש
1264	58.1	59.6	חב רגיל	קרנות נאמנות
641	73.0	53.7	חב מיוחד	
				משתמש
619	59.0	50.1	חב רגיל	קרנות פנסיה בניהול מיוחד
194	69.1	60.8	חב מיוחד	
510	59.2	60.8 (59.2)	חב רגיל	בבעלות של כלל העמיתים ²
249	67.9	69.1 (68.4)	חב מיוחד	
465	57.2	57.0	חב רגיל	קרנות נאמנות
211	73.0	73.5	חב מיוחד	
2164	61.5	60.7	חב רגיל	שאר - פנסיה, גמל וביטוח
1065	69.3	69.2	חב מיוחד	

(1) הטבלה מתבססת רק על נתוני אסיפות של בעלי מניות. בחשבון נלקחו רק הצעות החלטה עם המלצה "בעד" ו"נגד", שבהן גוף מוסדי הצביע "בעד" או "נגד".

(2) אחוזי הצבעה "בעד" בסוגריים מחושבים על בסיס מדגם גופים מוסדיים הנמצאים בבעלות של כלל העמיתים בגוף להוציא קרן פנסיה הע"ל.

נספח 10

תוצאות רגרסיות לוגיסטיות לניתוח גורמים המשפיעים על הסיכוי להצבעה בעד								
מודל ה-logit								
מדגם מלא		רק הצעות עם המלצה שלילית		רק הצעות עם המלצה חיובית		מדגם מלא		משתנה מסביר
Odds ratios	Estimate (p-value)	Odds ratios	Estimate (p-value)	Odds ratios	Estimate (p-value)	Odds ratios	Estimate (p-value)	
0.819	-0.19* (0.060)	1.306	0.26* (0.052)	0.525	-0.64*** (0.000)	0.839	-0.17* (0.091)	אסיפה מיוחדת
1.166	0.15 (0.485)	2.098	0.74*** (0.008)	0.532	-0.63*** (0.001)	1.173	0.15 (0.464)	אסיפה נדחית
0.991	-0.00 (0.807)	0.395	-0.92*** (0.000)	1.706	0.53*** (0.000)	0.960	-0.04 (0.373)	קופות גמל
0.864	-0.14** (0.015)	0.433	-0.83*** (0.000)	0.617	-0.48*** (0.002)	0.766	-0.26*** (0.000)	חברות ביטוח
0.987	-0.01 (0.887)	1.725	0.54* (0.050)	0.479	-0.73*** (0.000)	1.030	0.02 (0.717)	קרנות נאמנות
0.983	-0.01 (0.844)	3.171	1.15*** (0.000)	96.024	4.56*** (0.000)	2.801	1.03*** (0.000)	גוף מוסדי בבעלות עמיתים
1.091	0.08 (0.221)	2.618	0.96*** (0.000)	12.730	2.54*** (0.000)	2.999	1.09*** (0.000)	גוף מוסדי בבעלות עסקית
147.658	4.99*** (0.000)					109.991	4.70*** (0.000)	המלצה חיובית
0.796	-0.22* (0.100)	0.872	-0.13 (0.471)	0.899	-0.10 (0.525)	0.789	-0.23* (0.091)	חברה כלולה במדד ת"א 25
0.731	-0.31 (0.719)	2.916	1.07*** (0.003)	0.011	-4.48*** (0.000)	1.085	0.08 (0.913)	איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
0.557	-0.58 (0.441)	5.215	1.65*** (0.007)	0.088	-2.42*** (0.000)	1.203	0.18 (0.788)	מינוי דירקטורים
0.185	-1.68*** (0.000)	1.945	0.66 (0.206)	0.082	-2.50*** (0.000)	0.268	-1.31*** (0.001)	עסקאות עם בעלי עניין
0.193	-1.64*** (0.000)	1.921	0.65* (0.067)	0.065	-2.73*** (0.000)	0.296	-1.21*** (0.003)	ביטוח, שיפוי ופטור
0.084	-2.47*** (0.000)	1.187	0.17 (0.613)	0.021	-3.84*** (0.000)	0.147	-1.91*** (0.000)	תגמול ליו"ר/מנכ"ל
0.266	-1.32** (0.024)	1.271	0.24 (0.459)	0.031	-3.48*** (0.000)	0.543	-0.61 (0.252)	תגמול לדירקטורים ומשאי משרה
0.052	-2.96*** (0.000)	1.184	0.16 (0.676)	0.028	-3.58*** (0.000)	0.081	-2.50*** (0.000)	הסכם ניהול עם בעל שליטה
0.060	-2.81*** (0.000)	0.733	-0.31 (0.374)	0.037	-3.28*** (0.000)	0.092	-2.38*** (0.000)	ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה
0.747	-0.29 (0.534)	3.325	1.20*** (0.000)	0.402	-0.91* (0.060)	1.036	0.03 (0.933)	מבנה הון
1.173	0.15 (0.839)	2.848	1.04** (0.037)	0.058	-2.85*** (0.000)	1.685	0.52 (0.411)	שיניים בתנאי כתבי אופציה
0.327	-1.11** (0.038)	1.606	0.47* (0.083)	0.032	-3.44*** (0.000)	0.581	-0.54 (0.280)	שיניים בתקנון החברה
0.677	-0.38 (0.631)	0.246	-1.40*** (0.001)	14.013	2.64*** (0.000)	0.410	-0.89 (0.202)	גוף מוסדי לקוח יועץ הפחוקס* איחוד תפקידי יו"ר ומנכ"ל
1.156	0.14 (0.820)	0.065	-2.74*** (0.000)	6.107	1.80*** (0.000)	0.559	-0.58 (0.325)	גוף מוסדי לקוח יועץ הפחוקס* מינוי דירקטורים
5.003	1.61*** (0.000)	0.092	-2.38*** (0.004)	6.887	1.92*** (0.000)	3.141	1.14*** (0.000)	גוף מוסדי לקוח יועץ הפחוקס* עסקאות עם בעלי עניין
4.536	1.51*** (0.000)	0.340	-1.07*** (0.000)	13.545	2.60*** (0.000)	2.677	0.98** (0.012)	גוף מוסדי לקוח יועץ הפחוקס* ביטוח, שיפוי ופטור
4.120	1.41*** (0.001)	0.137	-1.98*** (0.000)	11.286	2.42*** (0.000)	2.219	0.79* (0.085)	גוף מוסדי לקוח יועץ הפחוקס* תגמול ליו"ר/מנכ"ל
1.413	0.34 (0.437)	0.066	-2.71*** (0.000)	8.042	2.08*** (0.000)	0.657	-0.42 (0.323)	גוף מוסדי לקוח יועץ הפחוקס* תגמול לדירקטורים ומשאי משרה
11.994	2.48*** (0.000)	0.236	-1.44*** (0.004)	10.228	2.32*** (0.000)	7.029	1.95*** (0.000)	גוף מוסדי לקוח יועץ הפחוקס* הסכם ניהול עם בעל שליטה
37.803	3.63*** (0.000)	3.596	1.27*** (0.005)	22.769	3.12*** (0.000)	21.704	3.07*** (0.000)	גוף מוסדי לקוח יועץ הפחוקס* ביטוח, שיפוי ופטור לבעל שליטה
3.821	1.34*** (0.007)	0.121	-2.11*** (0.000)	7.365	1.99** (0.049)	2.456	0.89* (0.061)	גוף מוסדי לקוח יועץ הפחוקס* מבנה הון
0.494	-0.70 (0.349)	0.128	-2.05*** (0.000)	39.362	3.67*** (0.008)	0.304	-1.19* (0.062)	גוף מוסדי לקוח יועץ הפחוקס* שיניים בתנאי כתבי אופציה
1.527	0.42 (0.349)	0.352	-1.04*** (0.000)	7.825	2.05*** (0.000)	0.778	-0.25 (0.565)	גוף מוסדי לקוח יועץ הפחוקס* שיניים בתקנון החברה
1.190	0.17*** (0.002)	1.584	0.46*** (0.000)	1.112	0.10 (0.102)	1.329	0.28*** (0.000)	שיעור האחזקה של הגוף המוסדי
1.048	0.04** (0.036)	1.097	0.09*** (0.000)	0.980	-0.02 (0.750)	1.048	0.04** (0.029)	תשואה עודפת דו-שנתית של מניית החברה
0.000	-13.9*** (0.000)	0.000	-29.4*** (0.000)	0.004	-5.43 (0.311)	0.000	-14.5*** (0.000)	סטיית תקן דו-שנתית של מניית החברה
1.000	0 (0.996)	1.004	0.00 (0.232)	1.015	0.01*** (0.001)	1.001	0.00 (0.753)	שיו שוק של החברה
1.000	-0.00 (0.911)	0.990	-0.01*** (0.000)	0.993	-0.00*** (0.000)	0.992	-0.00*** (0.000)	סך נכסים מוסדיים המנהלים על ידי קבוצת שליטה של המוסדי
	p		p		p		p	טעות תקן מקובצת לפי חברה (clustered SE)
	p		לא		לא		לא	משתני דמי של קבוצת השליטה בגוף המוסדי
	p		p		p		p	משתני דמי של ענף החברה
	p		p		p		p	משתני דמי של שנת האסיפה
	53386		12265		41317		53582	מספר התצפיות

***, ** ו- * מייצגים מהמקדמים שונים מאפס ברמת מובהקות של 1%, 5%-10%, בהתאמה.