



# הרפורמות בממשל תאגידי בארץ בתקופה האחרונה

*פרופ' בני פאוסרק*

הקתדרה לממשל תאגידי בישראל ע"ש משפחת ריימונד אקרמן

## הקדמה: הבעיה של ממשל תאגידי בארץ

- ממשל תאגידי הוא הכינוי למכלול ההסכמים החוקיים והמנהגים הקובעים את השליטה בחברה ובמקורותיה. מי ואיך מושל/ים בחברה, וכיצד מחולקת העוגה שהחברה מפיקה?
- לכ-90% מהחברות הציבוריות בישראל קבוצת שליטה (יחיד, משפחה או שותפים עסקיים) שיחד מחזיקים את רוב מניות החברה.
- לקבוצת שליטה אינטרס ברור וגם יכולת לתעל מהחברה לכיסה הפרטי משאבים ("טובות הנאה פרטיות") על חשבון הציבור.

## הבעיה של ממשל תאגידי בארץ

- תיעול המשאבים נעשה בדרכים שונות כולל עסקאות בין בעלי השליטה לחברה ותשלום שכר מוגזם למנהל.
- התוצאה הברורה היא "עושק" המשקיעים הפשוטים מן הציבור.
- בעשר-עשרים השנים האחרונות מדינות שונות בעולם קידמו רפורמות בממשל תאגידי על מנת לצמצם את בעיית הגזל מהציבור.
- בשנה - שנתיים האחרונות רוח חדשה נחה גם על הרגולטור והמחוקק בארץ.



**חלק א':**

**תיקון 16 לחוק החברות**

## שיקול דעת הדירקטור (סעי' 106)

- דירקטור יפעיל שיקול דעת עצמאי ויראו באי הפעלת שיקול דעת עצמאי כהפרת חובת אמונים.
- לא יפגע אדם בשיקול הדעת העצמאי של הדירקטור.
- מי שפגע בשיקול דעתו של דירקטור חב חובות ואחריות כדירקטור.



# יו"ר דירקטוריון

## יו"ר הדירקטוריון – המשך (סעי' 95)

- היו"ר מנוע מלקבל סמכויות הנתונות למנכ"ל (למעט באישור במיוחד כמפורט לעיל) או למי שכפוף למנכ"ל.
- יו"ר הדירקטוריון לא יכהן כבעל תפקיד אחר בחברה או בחברות בנות, למעט כהונה כדירקטור בחברות בנות.





# זימון ישיבת דירקטוריון



## ועדות דירקטוריון (סעי' 111)

- החלטות או המלצות של ועדת דירקטוריון הטעונות אישור דירקטוריון יובאו לידיעת הדירקטורים זמן סביר לפני הדיון בדירקטוריון.



# ועדת ביקורת

## הרכב ועדת ביקורת בחברה ציבורית (סעי' 115)

- רוב חברה הועדה יהיו בלתי תלויים.  
דירקטור בלתי תלוי :  
✓ דירקטור חיצוני  
✓ יחיד המכהן כדירקטור שמתקיימים בו 2 אלה :
  - מתקיימים לגביו תנאי כשירות כדירקטור חיצוני וועדת הביקורת אישרה זאת.
  - אינו מכהן כדירקטור בחברה מעל 9 שנים רצופות. הפסקת כהונה של עד שנתיים אינה קוטעת את הרצף.
- יו"ר ועדת הביקורת יהיה דירקטור חיצוני.

## מי לא רשאי להיות חבר ועדת ביקורת? (סעי' 115)

- יו"ר הדירקטוריון
- דירקטור המועסק על ידי קבוצת בעל השליטה.
- דירקטור הנותן שירותים דרך קבע לקבוצת בעל השליטה.
- דירקטור שעיקר פרנסתו על בעל השליטה.

## מי לא רשאי להיות נוכח בוועדת ביקורת? (סעי' 115)

- מי שאינו רשאי להיות חבר בוועדת ביקורת אינו רשאי להיות נוכח בישיבות ועדת הביקורת (בדיון ובשלב קבלת החלטות).

- חריגים:

- ❖ מי שיו"ר הוועדה קבע כי נוכחותו נדרשת לשם הצגת נושא מסוים.
- ❖ עובד החברה המשתתף בשלב הדיון ולא בשלב קבלת ההחלטות.
- ❖ יועמ"ש ומזכיר החברה בשלב הדיון וההחלטות, אם הוועדה ביקשה זאת.
- ❖ מבקר פנימי ורו"ח מבקר- אין חריג מפורש.

## מנין חוקי בוועדת הביקורת (סעי' 116א')

- רוב חברי הוועדה ובלבד שרוב הנוכחים הם דירקטורים בלתי תלויים ואחד מהם לפחות הוא דח"צ.

אם יש 3 חברים בוועדת הביקורת ומתוכם 2 דח"צים, ואחד הדח"צים לא מגיע לישיבה לא ניתן לקיים את הישיבה.

## תפקידי ועדת ביקורת (סעי' 117)

- לעמוד על ליקויים בניהול העסקי של החברה. "ליקוי מהותי" מחייב דיון ללא נוכחות נושאי משרה, אלא ככל שנוכחות נושא המשרה נדרשת לצורך הצגת עמדה בנושא שבתחום אחריותו.
- להחליט בדבר היותה של עסקה עם צד קשור "עסקה חריגה". ועדת הביקורת רשאית להחליט כאמור לגבי סוג של עסקאות או פעולות, לפי אמות מידה שתקבע אחת לשנה מראש.
- להחליט אם לאשר עסקות עם צדדים קשורים. נקבע כי תנאי כהונה והעסקה של נושא משרה מחייבים תמיד אישור הועדה.
- לבחון/לאשר את תכנית העבודה של המבקר הפנימי.



## תפקידי ועדת ביקורת - המשך

- לבחון את מערך הביקורת הפנימית, תפקודו של המבקר הפנימי ואם עומדים לרשותו משאבים וכלים מספקים, בשים לב לצרכיה המיוחדים של החברה ולגודלה.
- לבחון את היקף עבודתו של רואה החשבון המבקר ואת שכרו ולהביא את המלצותיה לפני מי שקובע את שכר רואה החשבון (ניתן לביצוע באמצעות ועדה לבחינת הדוחות הכספיים).
- לקבוע הסדרים לעניין הטיפול בתלונות עובדי החברה בקשר לליקויים בניהול עסקי החברה ולגבי ההגנה שתינתן לעובדים שהתלוננו כאמור.



# דירקטור חיצוני

## מינוי דח"צ

- **רוב** (במקום 1/3) מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי שליטה או בעלי עניין אישי באישור המינוי, למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשרים עם בעל השליטה.

או

- סך קולות המתנגדים מקרב בעלי המניות האמורים לא עלה על **2%** מכלל זכויות ההצבעה בחברה.

## מינוי דח"צ לתקופה נוספת (סעי' 245)

- מינוי דירקטור חיצוני עד 3 תקופות של 3 שנים.
- מינוי לתקופה הנוספת בהתקיים אחד משניים:
  - ✓ הדירקטוריון הציע את המינוי והמינוי התבצע כאמור לעיל.

✓ בעל מניה אחד או יותר שלו אחוז אחד מזכויות ההצבעה הציע את המינוי והמינוי אושר באסיפה ברוב קולות ללא קולות בעלי השליטה ובעלי המניות שהינם בעלי עניין אישי במינוי כתוצאה מקשר עם בעל השליטה, ובלבד שהתומכים היו יותר מ-2% מזכויות ההצבעה בחברה.

## איסור זיקה (סעי' 240)

- לא ימונה לדירקטור חיצוני מי שהוא קרוב של בעל השליטה וכן מי שיש לו, לקרובו, לשותפו, למעבידו, למי שהוא כפוף לו במישרין או בעקיפין, או לתאגיד שהוא בעל השליטה בו, במועד המינוי או בשנתיים שקדמו למועד המינוי, זיקה לחברה, לבעל השליטה בחברה או לקרוב של בעל השליטה או לתאגיד אחר.
- זיקה – קיום יחסי עבודה, קיום קשרים עסקיים או מקצועיים דרך כלל או שליטה וכן כהונה כנושא משרה.
- לאחר המינוי אסורים גם קשרים עסקיים או מקצועיים חד פעמיים, למעט קשרים זניחים.



# עניין אישי בעסקאות

# אישור עסקאות חריגות של בעל שליטה יש בהן ענין אישי (סעי' 275)

- אישור עסקאות חריגות עם בעל שליטה ותנאי כהונה והעסקה של בעל שליטה – רוב קולות + רוב בעלי המניות שאין להם עניין אישי.  
או
  - רוב קולות + המתנגדים אינם עולים על 2% מזכויות ההצבעה בחברה.
  - **עסקה לתקופה העולה על 3 שנים טעונה אישור אחת לשלוש שנים.**
- על אף האמור, עסקה חריגה עם בעל השליטה שאינה תנאי כהונה והעסקה יכול שתאושר ליותר מ-3 שנים אם ועדת הביקורת אישרה כי ההתקשרות סבירה בנסיבות העניין.



# סנקציות מנהליות על ידי רשות ניירות ערך (סעי' 363א)

- רשות ניירות ערך קיבלה סמכות להטיל סנקציות בגין הפרת הוראות מחוק החברות בעניינים הבאים:
  - ✓ לא מכהנים יו"ר דירק', מנכ"ל, מבקר פנים, 2 דח"צים, דח"צ בעל מומחיות חשבונאית, או ועדת ביקורת במשך למעלה מ-60/90 יום.
  - ✓ מנכ"ל מכהן בתפקיד אחר בחברה.
  - ✓ לא נקבע המספר המזערי של דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית.
  - ✓ לא מונה דח"צ בן המין השני.
  - ✓ בוועדה הרשאית להפעיל סמכויות דירקטוריון לא מכהן דח"צ.

## הוראות ממשל תאגידי מומלצות

- שליש מחברי הדירקטוריון יהיו בלתי תלויים (או אם אין בעל שליטה - רוב בלתי תלויים).
- במינוי דירקטור יגוון הרכב הדירקטוריון בהתחשב במין המועמד, בנוסף על החובה לגוון בהתחשב בידע ובניסיון של המועמד בהתאם לצרכיה המיוחדים של החברה.
- לא יכהנו כדירקטורים מי שכפופים למנכ"ל.

## הוראות ממשל תאגידי מומלצות - המשך

- חובת קביעת תכנית הדרכה לדירקטורים
- יו"ר הדירקטוריון או אדם אחר שמונה על ידי הדירקטוריון יפעל להטמעת הוראות הממשל התאגידי החלות על החברה, ולעדכון הדירקטורים בנושאים הקשורים בממשל תאגידי.
- קיום דיון דירקטוריון שנתי לעניין ניהול החברה על ידי המנכ"ל ונושאי המשרה ללא נוכחותם לאחר שניתנה להם הזדמנות להביע את עמדתם.

## **הוראות ממשל תאגידי מומלצות - המשך**

- ועדת הביקורת תקיים אחת לשנה לפחות, ישיבה לעניין ליקויים בניהול העסקי של החברה, בנוכחות המבקר הפנימי ורואה החשבון המבקר, ובלא נוכחות של נושאי משרה בחברה שאינם חברי הוועדה, לאחר שניתנה להם הזדמנות להביע את עמדתם.
- הצבעה באסיפה הכללית באמצעות כתב הצבעה תתאפשר גם באמצעות האינטרנט.

## תיקון מספר 17 – חברות אג"ח

- חובת מינוי :
  - יו"ר דירקטוריון
  - מנכ"ל
  - ועדת ביקורת
  - 2 דח"צים
  - מבקר פנימי
  - עסקאות בעלי שליטה יאושרו על ידי ועדת הביקורת לאחר שבדקה שאין בהם חלוקה ואין חשש סביר כי ימנעו את יכולות להגיש תביעה נגזרת בגין הפרת ההוראה האמורה.
- פטור מחובת דיווח לרשם החברות כמו חברה ציבורית.



## חלק ב':

**הועדה להגברת התחרותיות  
עיקרי ההמלצות**

# הקשר הריאלי פיננסי

## פוטנציאל בעיות:

- הקצאת מקורות לא יעילה
- ניגוד עניינים – שימוש במידע פנים
- חסמי תחרות – מניעת אשראי ממתחרים
- סיכון מערכת
- שימוש ב- OPM כנגד מתחרים

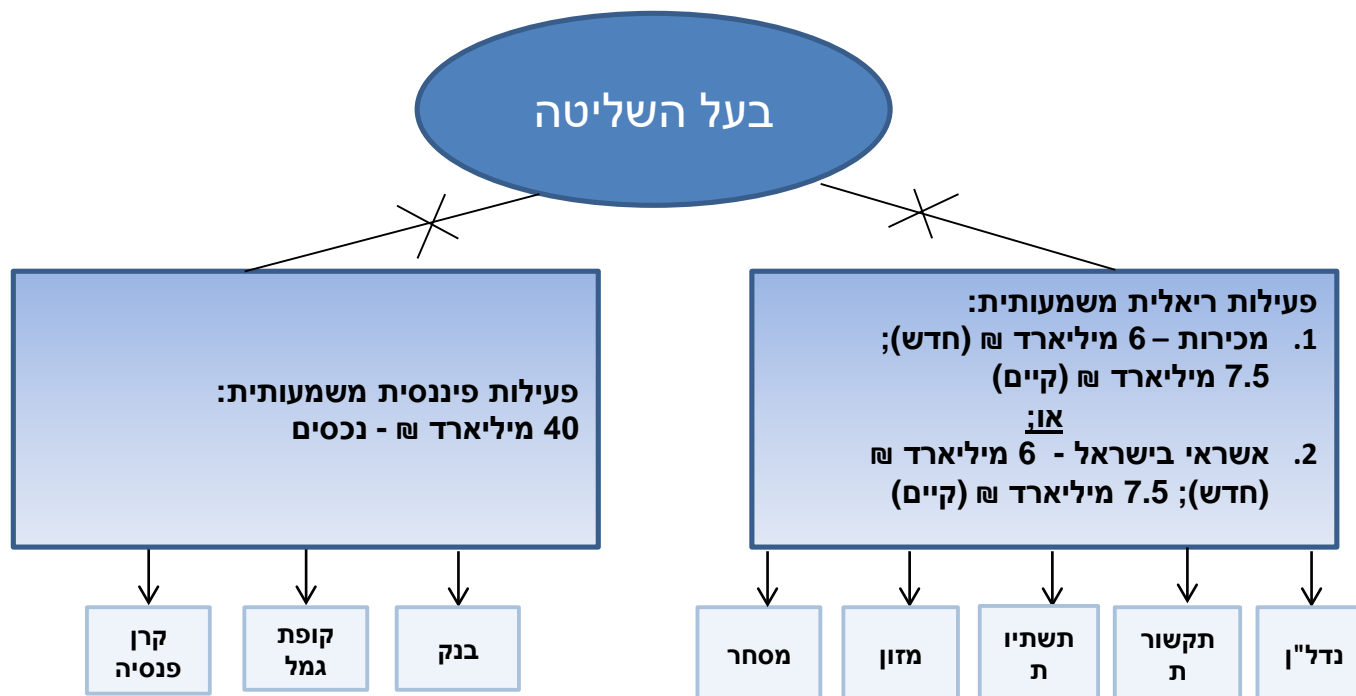
## יתרון

- בעל שליטה עם הון משמעותי = יציבות



# ריאלי / פיננסי - המלצה מספר 1

איסור שליטה או החזקה בגוף פיננסי משמעותי ע"י תאגיד ריאלי משמעותי או ע"י השולט בתאגיד ריאלי משמעותי. הפרדה בין מלווים גדולים ללווים גדולים.

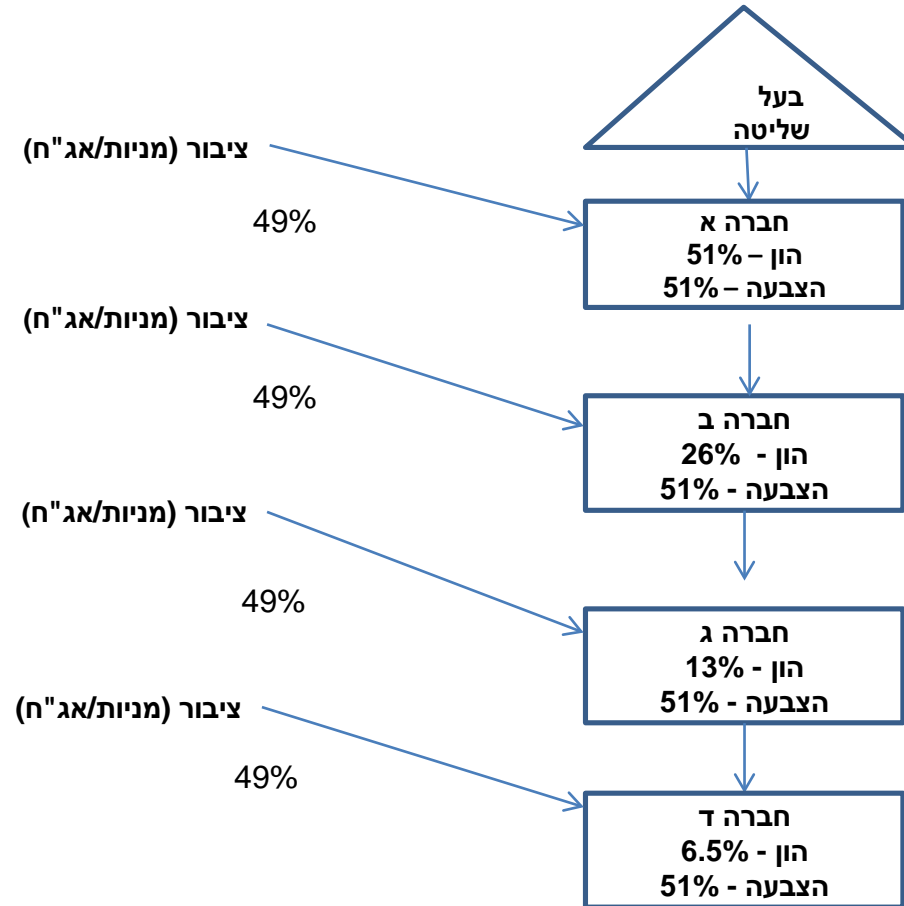


## ריאלי/ פיננסי – המלצות נוספות

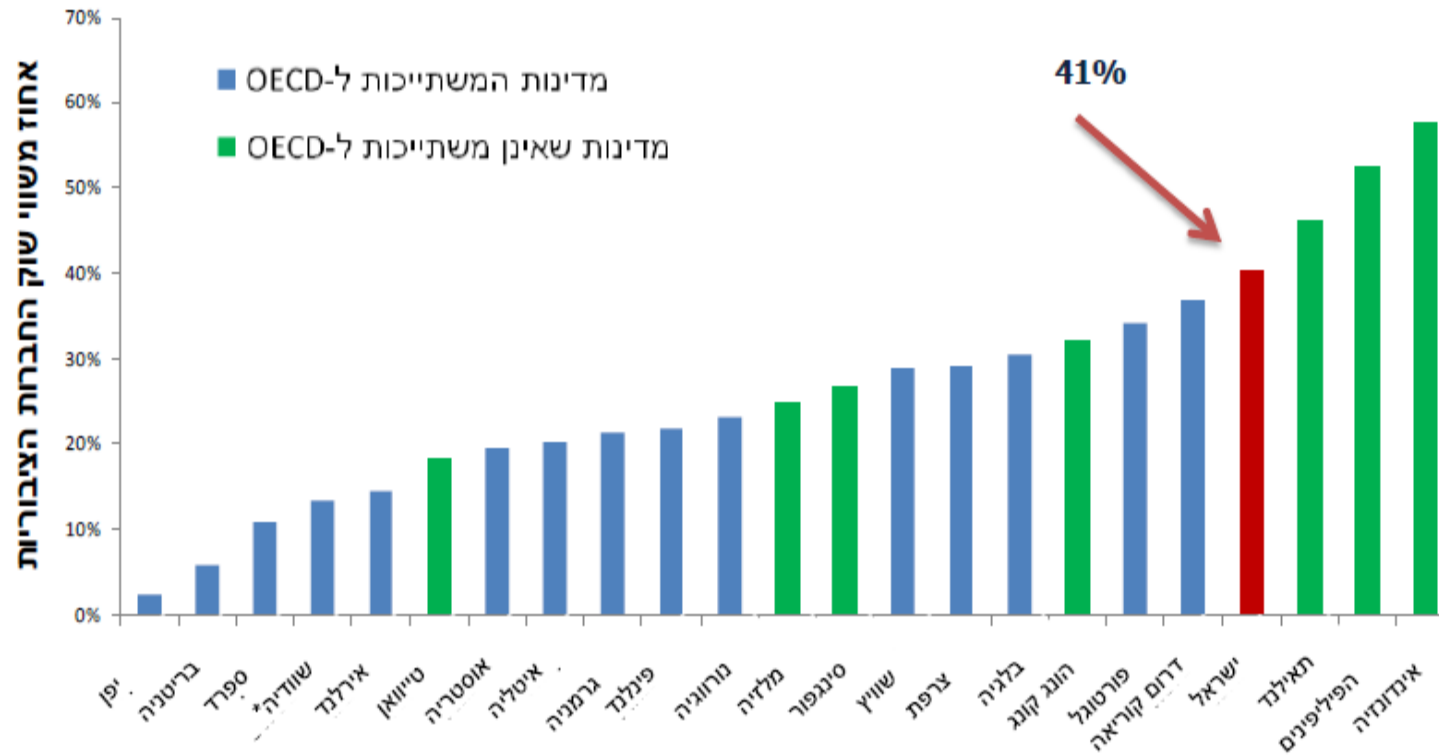
1. הגבלת כהונה של דירקטורים בגוף פיננסי ובגוף ריאלי משמעותיים בו זמנית.
2. בעל שליטה בגוף פיננסי שהוא תאגיד בנקאי, לא יוכל לשלוט בתאגיד פיננסי משמעותי שאינו תאגיד בנקאי (חברות ביטוח).
3. ההפרדה המבנית פיננסי/ריאלי תיעשה תוך 4 שנים.
4. תנאי הכרחי לקידום ההמלצות – קידום חקיקה משלימה.
5. גופים קטנים שאינם נחשבים משמעותיים יורשו לצמוח (ללא רכישות) ולעבור את הרף בכללים מסוימים (עד 50% מעל הרף).
6. תמריץ מס לחברות שידרשו להיפרד.

# חברות הפער

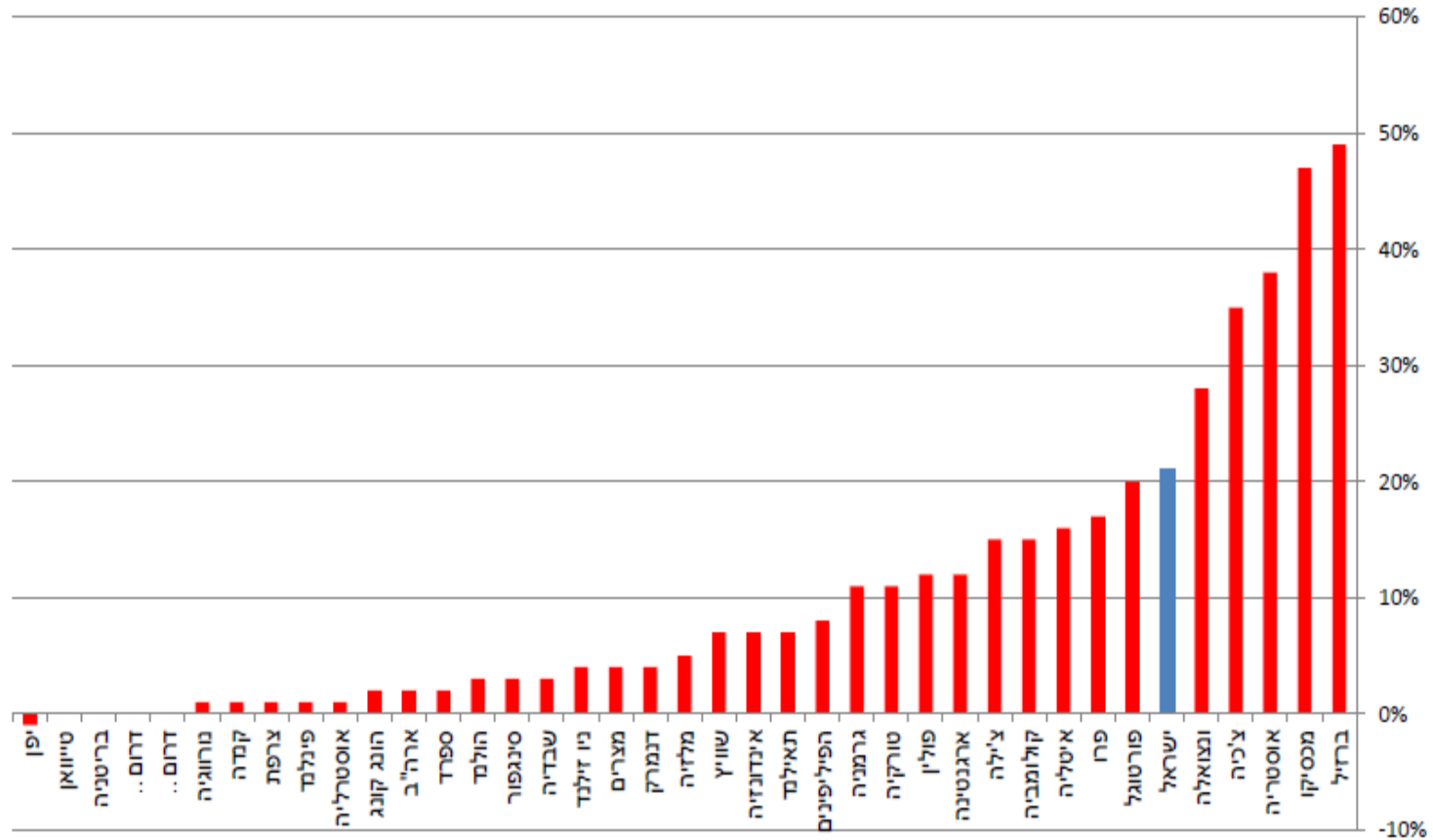
חברת "פער" - חברה ציבורית שרובה (במונחי הון מושקע) אינה שייכת לבעל השליטה, אך לא ניתן להחליפו.



# השוואה בינלאומית: 10 הקבוצות הגדולות כאחוז משווי שוק החברות הציבוריות



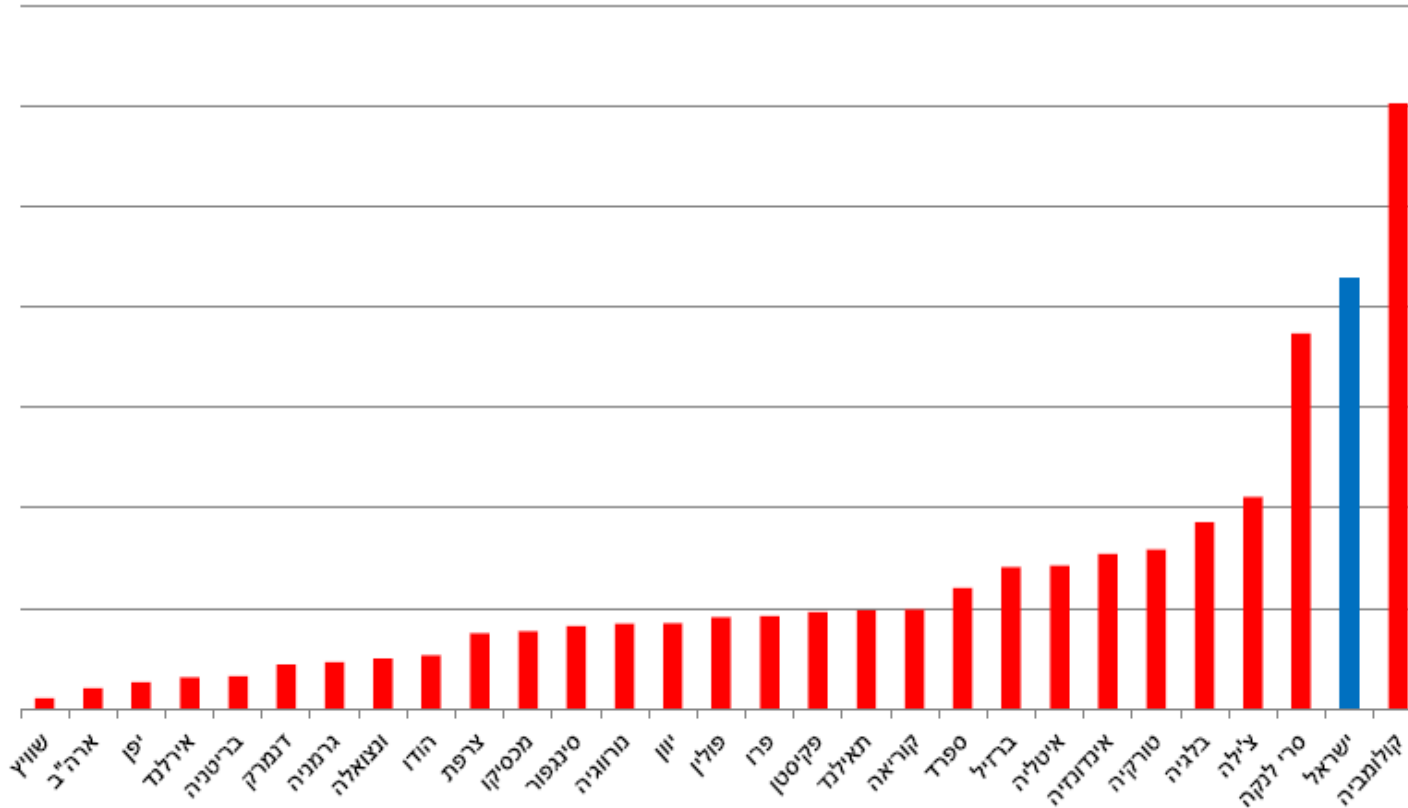
# השוואה בינלאומית פרמיית השליטה הממוצעת



מקור: Dyck and Zingales (2004)- Private Benefits Of Control: An International Comparison

# השוואה בינלאומית – מספר שכבות

## עומק פירמידה ממוצע



מקור: Masulis et al. 2011- Family Business Groups around the World: Financing Advantages, Control Motivations and Organizational Choices

# המלצות בנושא המבנה הפירמידיאלי

## 1. שליטה בחברה ציבורית בשכבה רביעית ומעלה לחברות קיימות

1.1 איסור על שליטה בחברה ציבורית בשכבה רביעית ומעלה.

1.2 תקופת מעבר והתארגנות של 4 שנים לחברות קיימות עם 4 שכבות.

1.3 רגולציה שתחול כשנה לאחר אישור המלצות הועדה על חברות בשכבה רביעית:

- מספר הדח"צים יהווה רוב פחות אחד, מסה"כ חברי הדירקטוריון.
- מינוי דח"צ יהיה באישור אסיפה כללית ולא יבואו בחשבון קולות בעל השליטה או מי שיש לו עניין אישי.
- רוב בדירקטוריון לדירקטורים בלתי תלויים.

1.4 בתום תקופת המעבר, מניות בעל השליטה בחברות שיוותרו בשכבה הרביעית ומעלה, יועברו לכונס נכסים ....

# המלצות בנושא המבנה הפירמידיאלי

## 2. שליטה בחברה ציבורית בשכבה שלישית

הועדה ממליצה שבעתיד לא יהיו חברות ציבוריות בשכבה שלישית במשק הישראלי. על מנת לא לזעזע את המשק החליטה הועדה להבחין בין חברות קיימות ברמה השלישית ובין חברות חדשות. קבוצות חדשות בעלות 3 שכבות יורשו לפעול במתכונת זו 3 שנים בלבד.

רגולציה שתחול על חברות ציבוריות קיימות בשכבה שלישית כשנה לאחר אישור המלצות הועדה:

- מספר הדח"צים יהווה רוב, פחות אחד, מסה"כ חברי הדירקטוריון.
- מינוי דח"צ יהיה באישור אסיפה כללית ולא יבואו בחשבון קולות בעל השליטה או מי שיש לו עניין אישי.
- רוב בדירקטוריון לדירקטורים בלתי תלויים.



# המלצות בנושא המבנה הפירמידיאלי (המשך)

3. שליטה בחברת פער ציבורית בשכבה שניה

הגדרה חדשה של חברת פער:

טיפול מיוחד במקרים בהם לבעל השליטה בשרשור פחות מ – 33% בהון

רגולציה שתחול על חברות ציבוריות קיימות בשכבה שלישית כשנה לאחר אישור המלצות הועדה:

רגולציה שתחול כשנה לאחר אישור המלצות הועדה

3.1 שליש דח"צים בדירקטוריון.

3.2. מינוי דח"צ יהיה באישור אסיפה כללית ולא יבואו בחשבון קולות בעל השליטה או מי שיש לו עניין אישי.

# המלצות בנושא המבנה הפירמידיאלי

## 4. הגבלת אשראי מגופים מוסדיים

4.1 הועדה תומכת במגבלות ההשקעה החדשות של אגף שוק ההון הקובעות כי מנפיק בודד, קבוצת לווים, 5 מנפיקים גדולים ביותר ו-5 קבוצות לווים גדולות ביותר לא יהוו נתח הגדול מ- 5%, 10%, 20%, 40% מהנכסים המנוהלים של כל קרן בהתאמה.

4.2 מגבלות אלו יבחנו שוב בתום תקופת המעבר ויוצגו לוועדת הכספים.

## המלצות בנושא המבנה הפירמידיאלי

### 5. עסקאות עם בעלי ענין

5.1. אמץ או גלה לביצוע הליך תחרותי לפני אישור עסקת בעל עניין במכירות נכס, בקבלת שירותים תפעוליים, ברכישות מוצר מדף או בקבלת הלוואה.

5.2. אישור ופקוח של ועדת הביקורת על עסקאות שאינן "חריגות" אך גם אינן זניחות מבחינה פיננסית.

### 6. יצירת אפשרות להצבעות בעלי מניות ואג"ח, באינטרנט.

# המלצות בנושא המבנה הפירמידיאלי שנדחו בעקבות השימוע

7. חיזוק כוחם של בעלי המניות – המלצות פרופ' אריה בבצ'וק, אוניברסיטת  
הרווארד

7.1. ההחלטות שיחייבו אישור אסיפה כללית, מקרב בעלי מניות המיעוט:

- רכישה של פעילות משמעותית
- רכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית
- גיוס הון או חוב בהיקף משמעותי

# המלצות נוספות של ועדת התחרותיות – הפרטה וזיכיונות

1. הקצאת זכויות ונכסי המדינה (הפרטה, הענקת זיכיונות BOT) תישקל בהתחשב בנושאי תחרות ענפים וביזור שליטה בתשתיות חיוניות.
  2. טרם הקצאת זכויות תחול חובת התייעצות עם הממונה על הגבלים כאשר שווי הזכות או הנכס הם מעל 150 מיליון ₪ או כשמדובר בנכס בעל חשיבות ציבורית.
  3. טרם הקצאת זכויות בתשתיות חיוניות תחול חובת התייעצות עם ועדה מייעצת, אם שווי הנכס מעל 150 מיליון ₪.
- דוגמאות לתשתיות חיוניות: מים, אנרגיה, תקשורת, תעבורה, בריאות, משאבי טבע ותקשורת (עיתון)



## חלק ג':

**חוק שכר הבכירים**  
**עיקרי ההמלצות**

## שכר מנכ"לים – מה הבעיה?

- גובה השכר - 3.5 מליון ₪ לשנה בממוצע לחברה בורסאית ב-2009. יוצר התמרמרות הן בתוך החברה והן מחוצה לה.
- קצב גידול השכר - מאז שנת 2000 שכר המנכ"לים הוכפל לעומת השכר הממוצע במשק שהשתנה באחוזים ספורים בלבד. שוב התמרמרות חברתית.
- קשר חלש בין שכר המנכ"ל לביצועי החברה – PAY FOR LUCK. המנכ"ל זוכה לתגמול גם אם לא סיפק את הסחורה.
- המנכ"ל הוא לעיתים הבעלים של החברה, והשכר הגבוה שהוא מקבל הוא אמצעי עבורו ל"תעל" משאבים מהחברה לכיסו הפרטי.

## ועדת נאמן

1. הוקמה במאי 2010 בעקבות הצעת החוק בנושא של שלי יחימוביץ. הביאה את תיקון מס' 20 לחוק החברות לאישור הכנסת במרץ 2012. כרגע תיקון החוק מוכן לקריאה שניה ושלישית.
2. הגרסה הנוכחית היא נגד מגבלה גורפת על שכר הבכירים
3. הגרסה הנוכחית היא בעד חיזוק הפיקוח על קביעת השכר בדרג הבכיר בחברה.



## המלצות ספציפיות

1. החברות הציבוריות יקבעו מדיניות שכר שתאושר על ידי אסיפת בעלי המניות ברוב של המיעוט ה"לא נגוע". (בעלי השליטה לא יצביעו). כל שלוש שנים תעודכן המדיניות ותאושר מחדש.
2. בכל חברה תוקם ועדת תגמול שתתמחה ותתמקצע בנושא שכר הבכירים. רוב חברי הועדה יושב ראשה יהיו דח"צים, והשאר יהיו בלתי תלויים.
3. שכר המנכ"ל יאושר על ידי ועדת תגמול, הדירקטוריון והאסיפה הכללית (ברוב של המיעוט הלא נגוע). במקרה והאסיפה הכללית של בעלי המניות לא אישרה את השכר, יערוך הדירקטוריון דיון חוזר, תוך שימת לב לבעיות שהעלה הציבור וידווח באופן מפורט את התייחסותו לבעיות אלה. ההחלטה של הדירקטוריון בדיון חוזר זה – קובעת וסופית.
4. שכר הבכירים האחרים (מתחת למנכ"ל) יאושר על ידי ועדת התגמול והדירקטוריון. במידה השכר חורג ממדיניות החברה יידרש גם אישור האסיפה הכללית.

## שיקולים במדיניות התגמול

1. קידום מטרות החברה ותוכנית העבודה שלה, בראיה ארוכת טווח.
2. יצירת תמריצים לנושאי משרה, בהתחשב במדיניות ניהול הסיכונים של החברה.
3. גודל החברה ואופי פעילותה.
4. תרומת נושא המשרה לשיפור הביצועים ארוכי הטווח של החברה, לרבות ביצועים לא כלכליים.

## אמות מידה למדיניות התגמול

1. השכלה, כישורים, מומחיות, נסיון מקצועי והישגים של נושא המשרה.
2. מהות התפקיד והיקפו וכן הסכמי שכר קודמים.
3. היחס בין תנאי השכר לשכר הממוצע והחציוני של עובדי החברה (לרבות עובדי קבלן).
4. היחס בין הרכיבים הקבועים והמשתנים בחבילת השכר. תקרה למרכיבים המשתנים במזומן (בונוסים).



# תודה רבה