



האם הגופים המוסדיים משפיעים יותר על החלטות באסיפות כלליות של חברות ללא שליטה?

מרץ 2025

פרופ' דן וייס וד"ר נעמי שפירר בלפר
עוזר מחקר: בר סובל

הצבעות באסיפות כלליות כמנגנון של ממשל תאגידי

אסיפות כלליות מטרתן לאפשר בקרה, פיקוח והשפעה של כלל בעלי המניות על פעילות החברה.

- **פיקוח של כלל בעלי המניות על ההנהלה והדירקטוריון**

- הצגת מידע מהותי בפני בעלי המניות (דיון בדו"חות כספיים, דו"ח דירקטוריון, ..)

- **השפעה על פעילות החברה באמצעות, בין השאר:**

- אישור מיזוגים ורכישות, שינויים במבנה ההון

- קביעת מדיניות תגמול לבכירים, אישור עסקאות בעלי עניין

- "איזון כוחות" דירקטוריון/הנהלה/ כלל בעלי המניות

- אינטרסים ארוכי טווח

הצבעות מוסדיים באסיפות כלליות

- רוב הנושאים מובאים ע"י ההנהלה ומיעוטם ע"י בעלי המניות.
- עלויות הפיקוח מול התועלת למשקיע – האם כדאי?
- משקיע מוסדי, כמנהל כספי ציבור, מחויב (בדרך כלל) להשתתף ולהצביע באסיפה כללית של תאגיד שהוא בעל זכות הצבעה בו (בין השאר לא מחויב בתאגידי חוץ).
- עד 2020 שלטה בשוק היעוץ להצבעות באסיפות חברת "אנטרופי".

- דוח ביקורת של רשות שוק ההון ביטוח וחסכון: "יש ריכוז כוח גדול מאוד אצל הגורם המייעץ למוסדיים באסיפות כלליות.", "איכות ההחלטות המתקבלות באסיפות הכלליות טעונה שיפור."
- המוסדיים נדרשו להקים מערכי קבלת החלטות פנימיים
- להגביר את המחויבות והאחריות שלהם להחלטות ההצבעה
- כיום נעזרים בשירותי "עמדה"

רקע על מדיניות ההצבעה של גופים מוסדיים

- למוסדיים יש מדיניות הצבעה גלויה המפורסמת באתרי הגופים.
- לחלק מהמוסדיים יש מסמכי מדיניות פנימיים – לא גלויים.
- "עמדה" בודקת אם ההחלטה עומדת במדיניות של הגוף המוסדי (בפרט את ספי התגמול).
- במידה וההצעה חורגת מהמדיניות או שהמוסדי מתנגד מסיבה כלשהי יכול להתקיים מו"מ, חלק מההצעות נופלות / מתוקנות לפני ההצבעה.

סביבת ההצבעות וההחלטות (הנתונים)

האם המוסדיים הם חותמת גומי להחלטות החברות?

האם המוסדיים קשוחים יותר בהחלטות תגמול?

איך המוסדיים משפיעים על ההחלטות תגמול?

האם הגופים המוסדיים משפיעים יותר על החלטות באסיפות כלליות של חברות ללא שליטה?

סיכום

נתוני הצבעות והחלטות מוסדיים בישראל באסיפות כלליות

■ המוסדיים במדגם (חברות הגמל והפנסיה של): אלטשולר שחם, כלל, הראל, מיטב, מנורה,

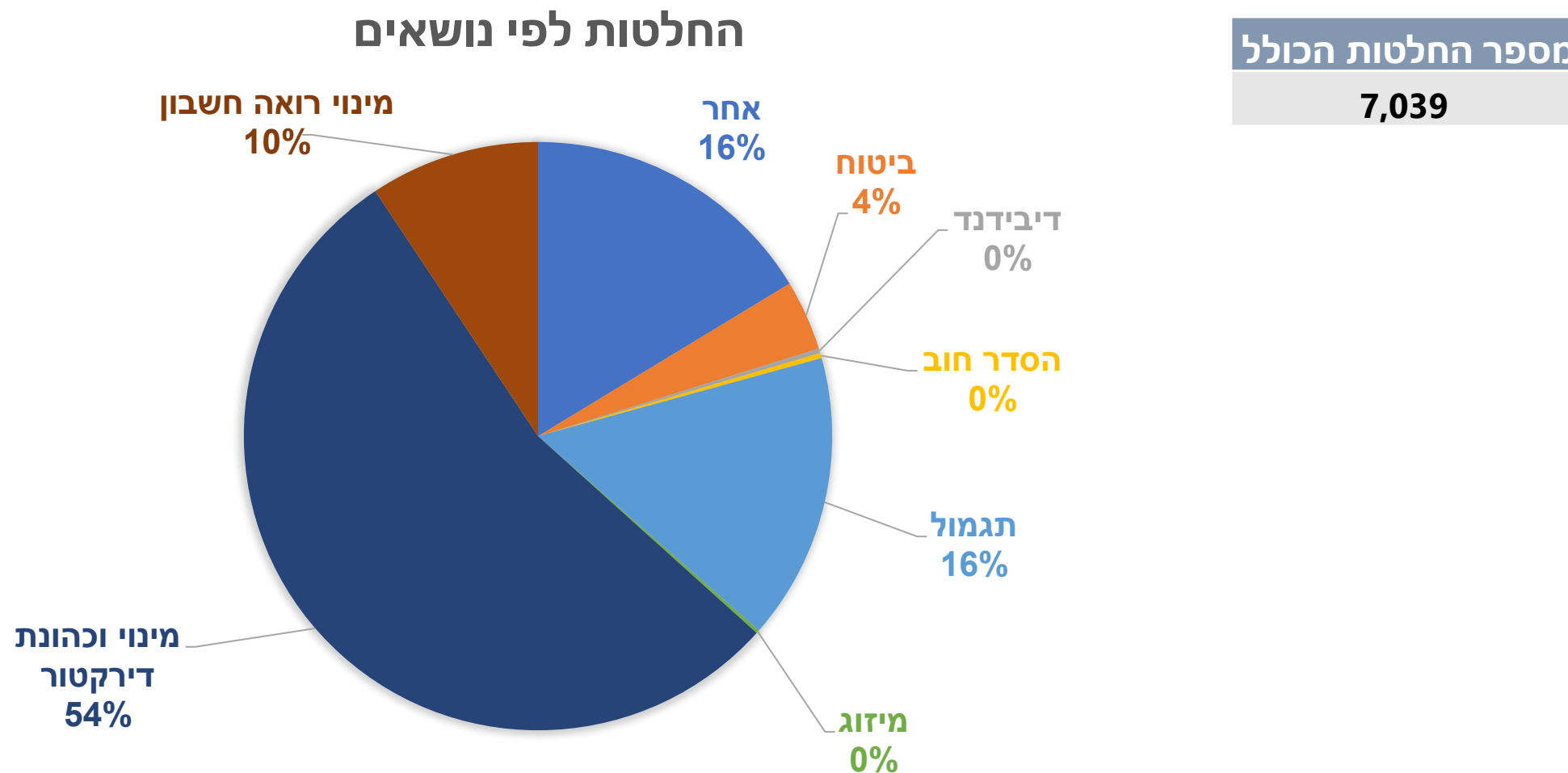
מגדל (מקפת), הפניקס, ילון.

■ הצבעות הגופים בתקופה 1/2022-10/2023

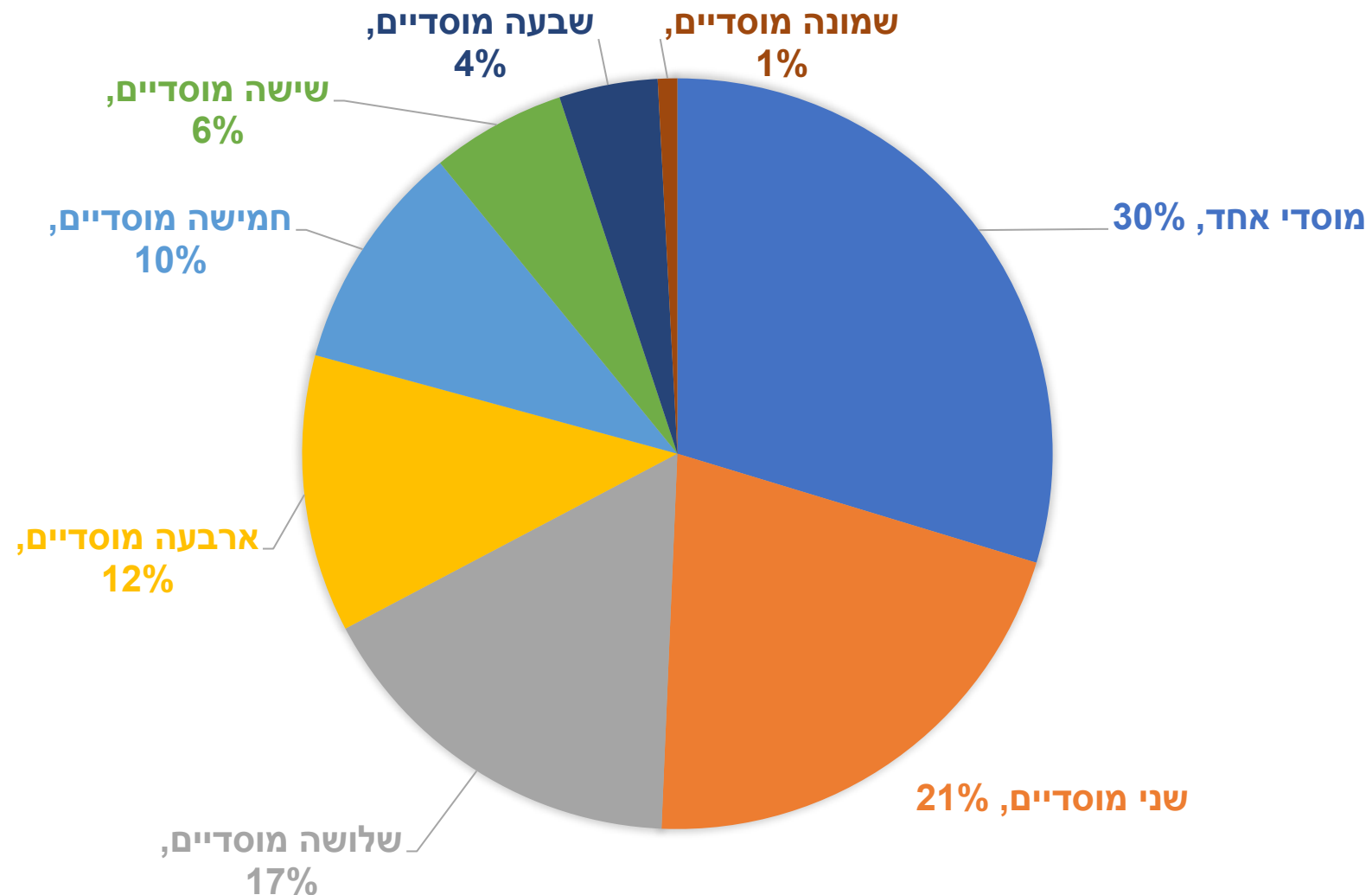
■ היקף הנתונים:

מספר החלטות	מספר ההצבעות	
7,039	20,618	1/2022-10/2023

מירב ההחלטות הם בנושאי מינוי וכהונה של דירקטור

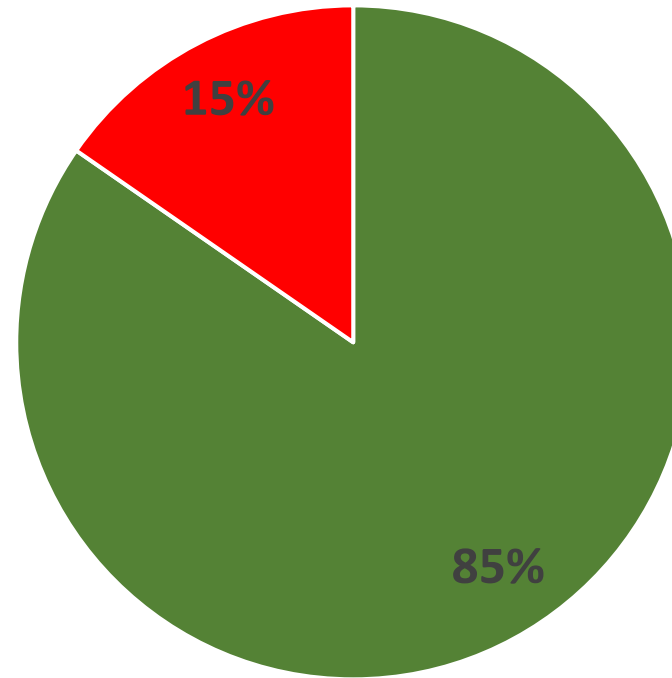


התפלגות מספר המוסדיים המצביעים בכל החלטה



המוסדיים מתנגדים ב 15% מסך ההצבעות

נגד	בעד
3,092	17,526

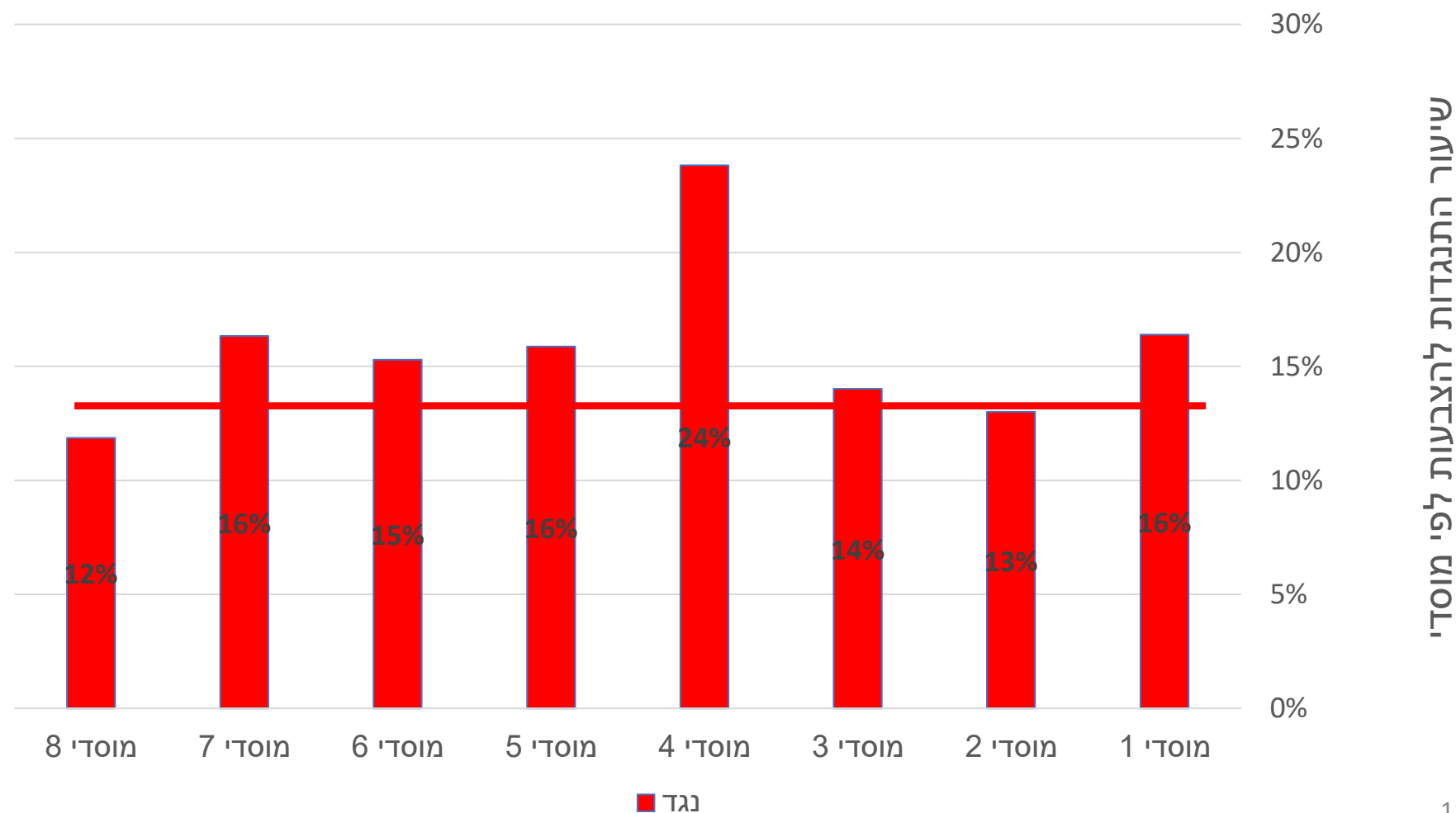


■ בעד ■ נגד

לכן, מצד אחד – לא חותמת גומי

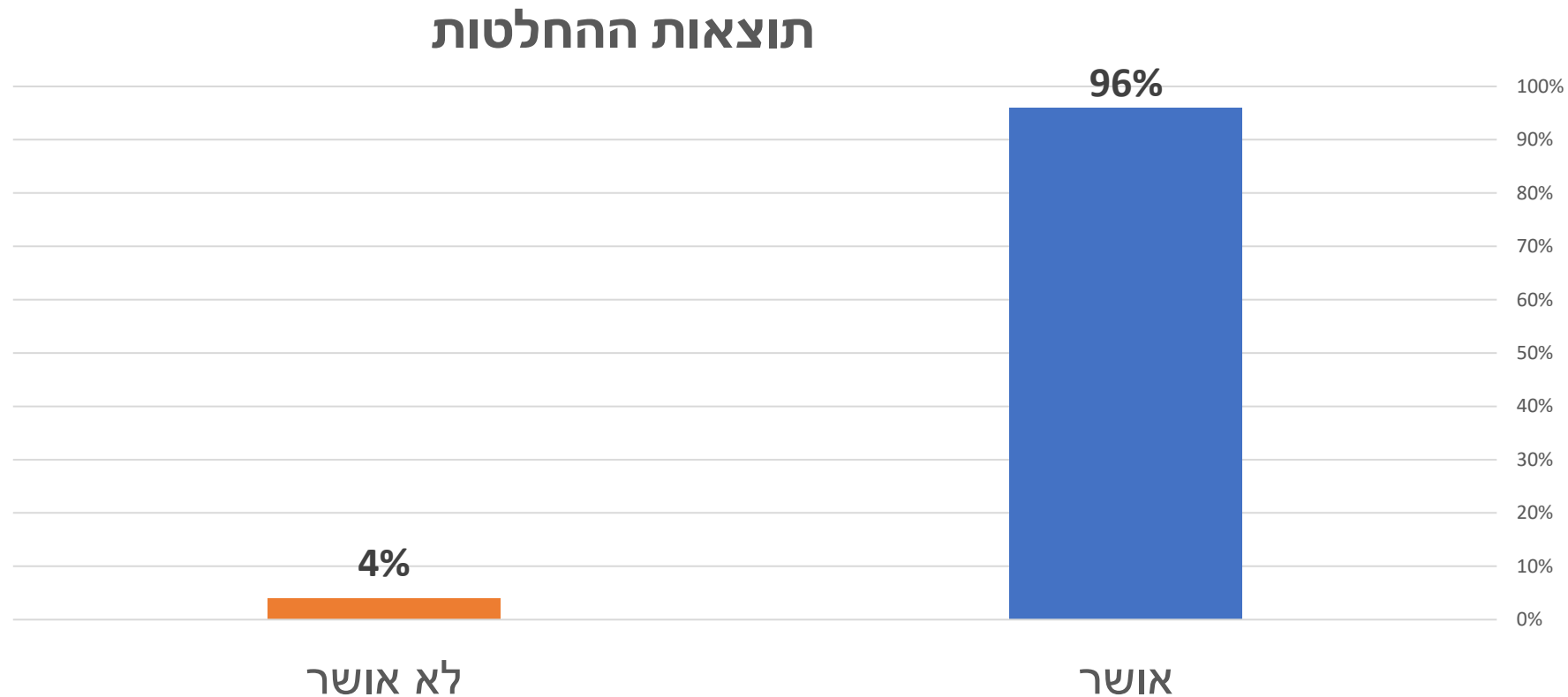
שונות ניכרת בשיעור ההתנגדות בהצבעות בין המוסדיים:

מוסדי 4 מתנגד פי שתיים ממוסדי 8



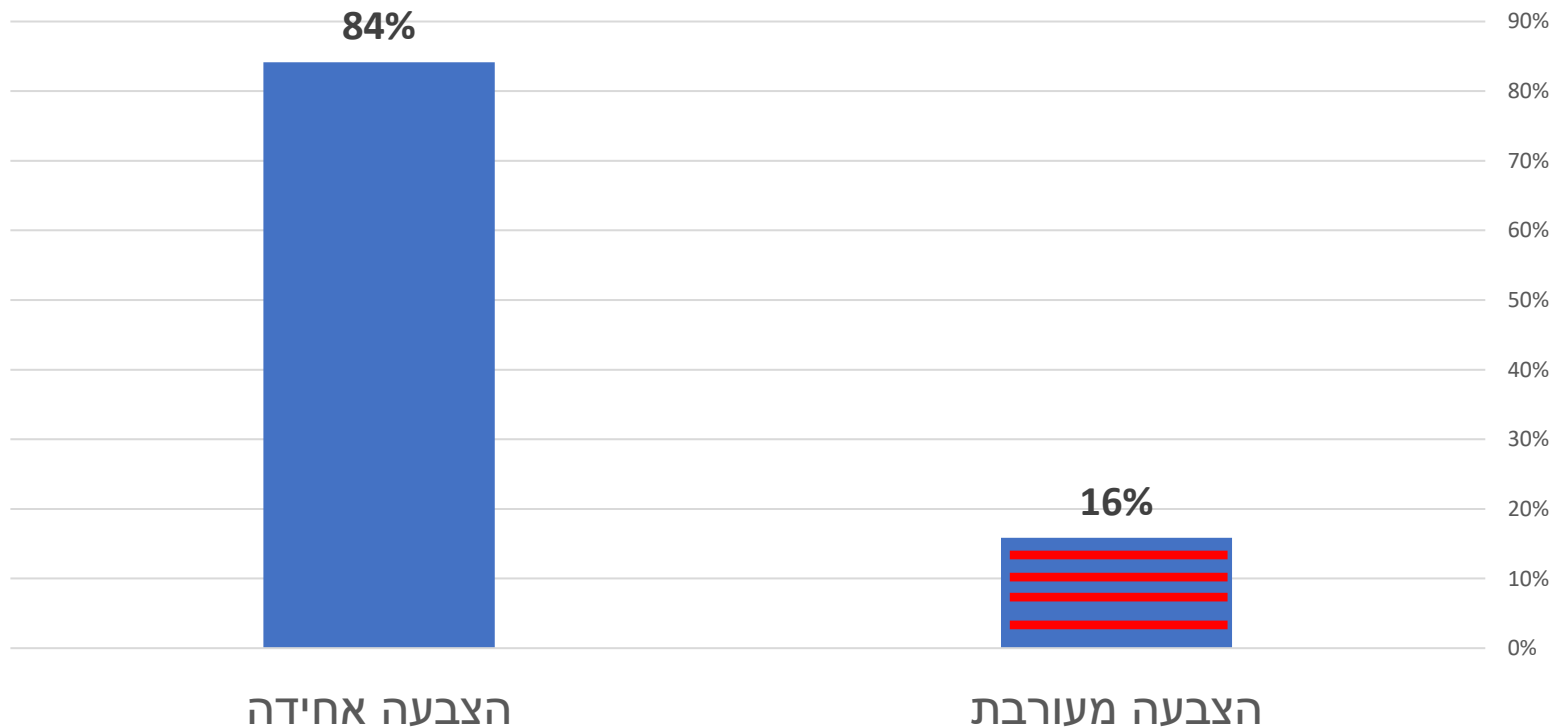
מצד שני – כן.

כמעט כל ההחלטות מאושרות



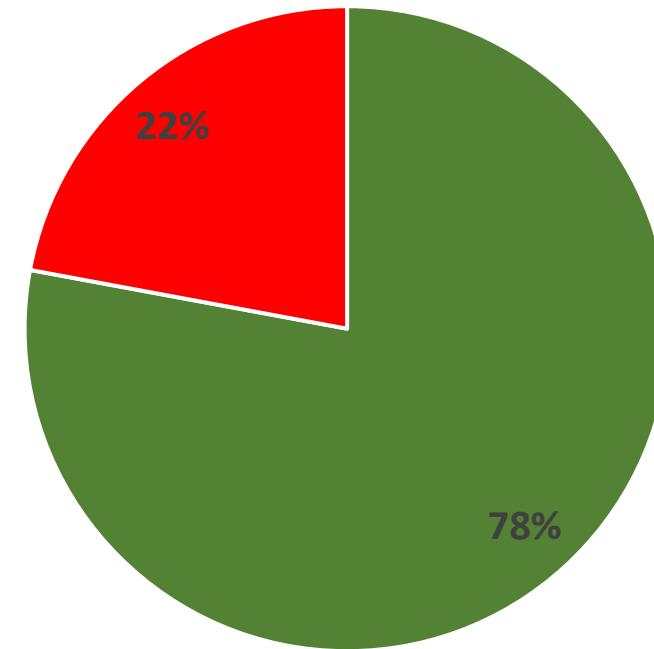
האם יש הבדל בין חברות עם ובלי שליטה? רמז: הממוצע מטעה

יתרה מזו - כ-84% מההחלטות מתקבלות "פה אחד" ע"י כל המוסדיים במדגם



22% מהצבעות בנושא תגמול הן "נגד" בהשוואה ל 15% בכלל ההצבעות

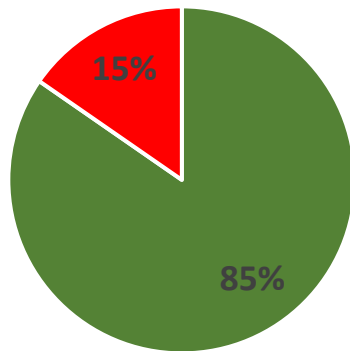
שיעור התמיכה וההתנגדות בנושאי תגמול ושכר



■ בעד ■ נגד

החלטות התגמול מהוות 16% מכלל ההחלטות

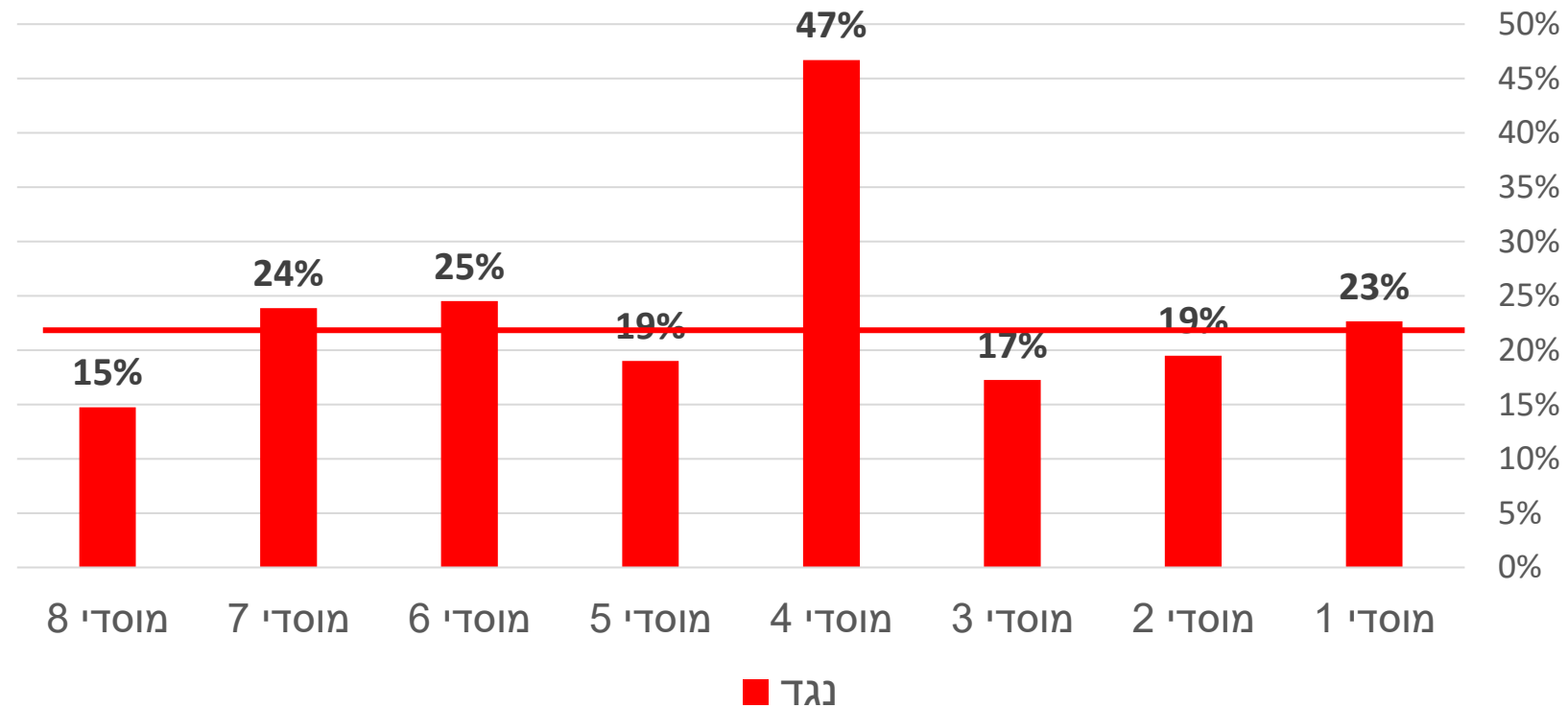
שיעור התמיכה וההתנגדות בכלל ההצבעות



■ בעד ■ נגד

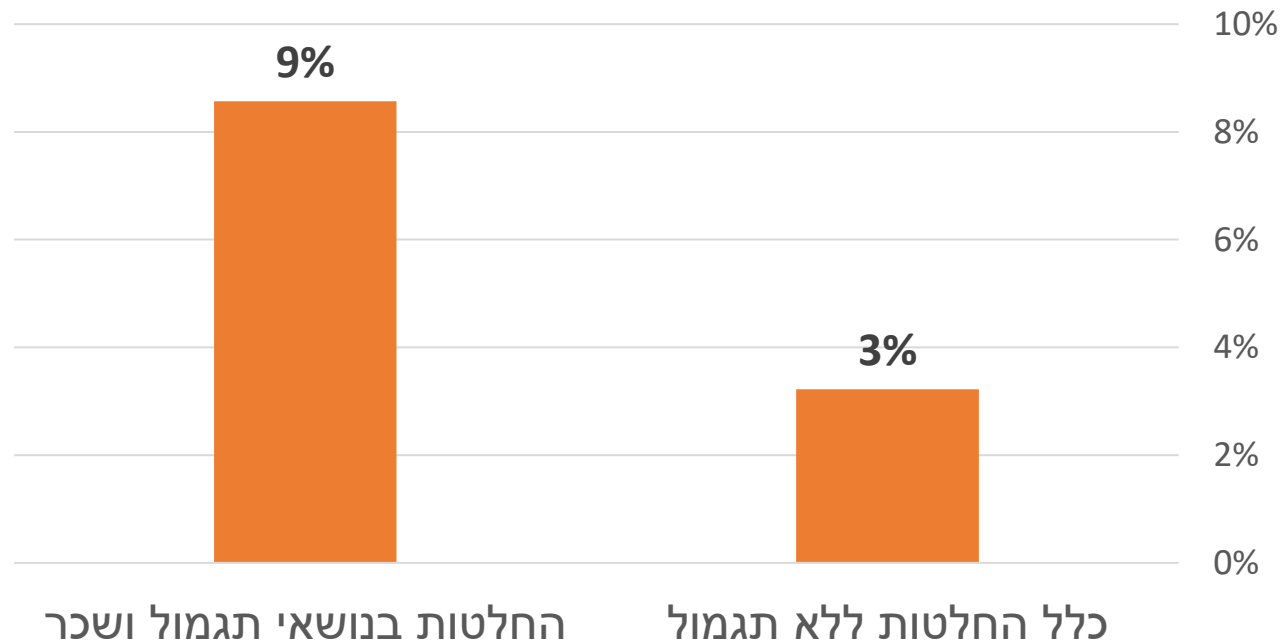
השונות גבוהה יותר בין המוסדיים בהצבעות בנושאי תגמול

שיעור הצבעות "נגד" של תגמול, לפי מוסדי

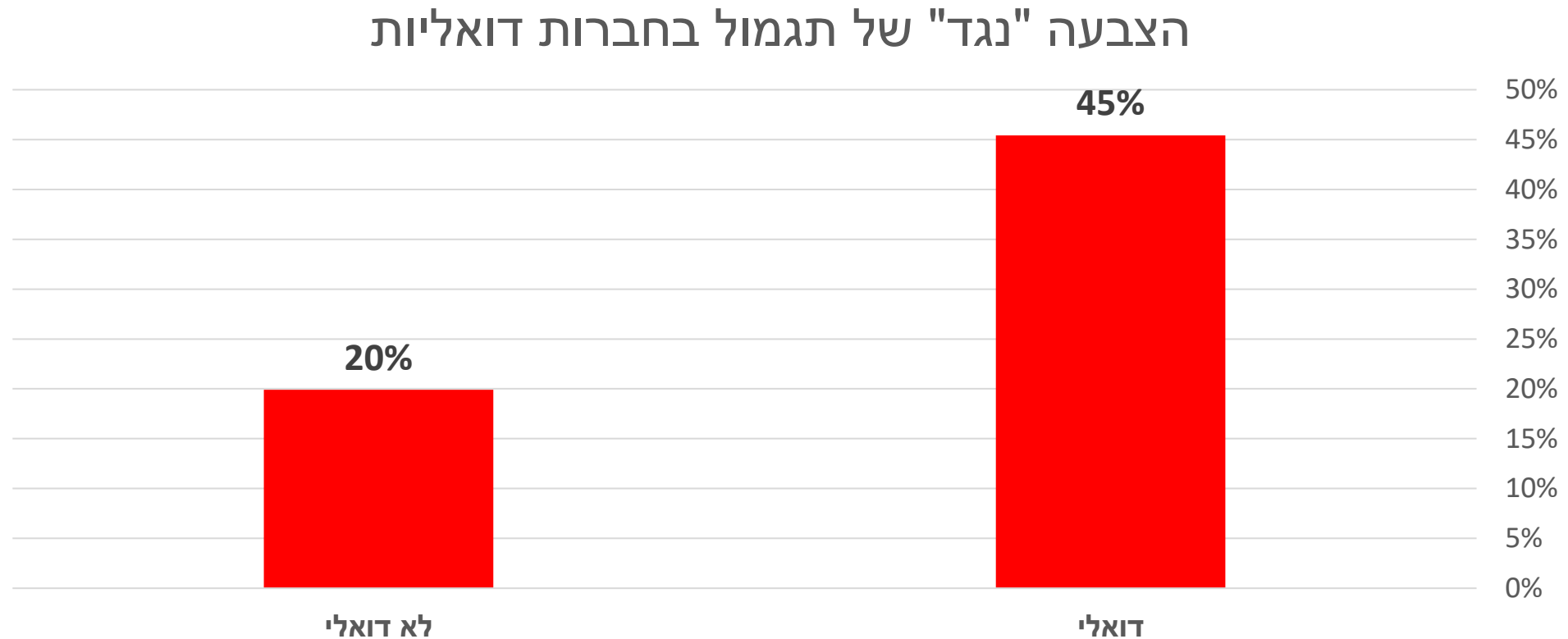


בנושאי תגמול ושכר פי 3 מההחלטות לא מאושרות לעומת שאר הנושאים

אחוז ההחלטות שלא אושרו



בחברות דואליות בנושאי תגמול - המוסדיים מתנגדים פי 2 יותר מאשר בחברות הנסחרות רק בישראל



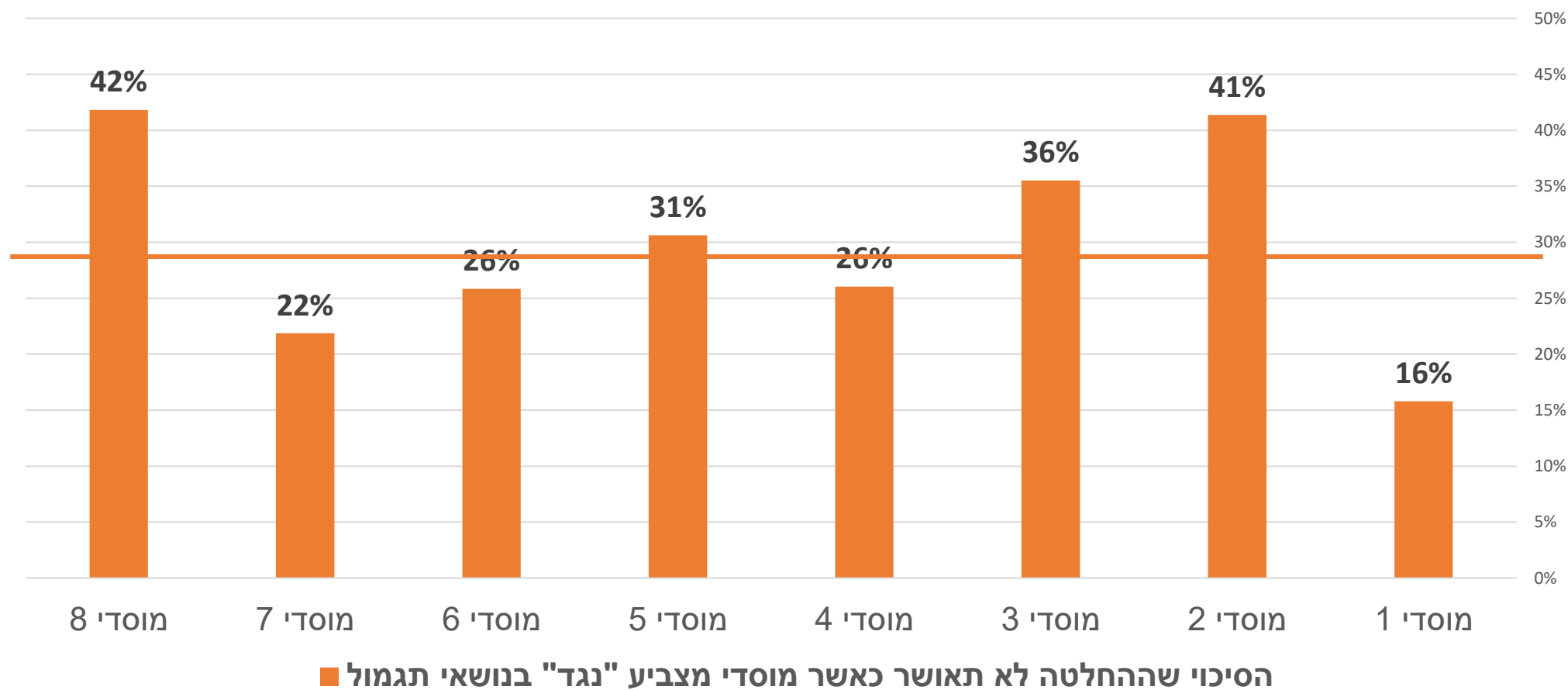
כיצד מוגדרת השפעה?

א. הצבעת - השפעת

ב. כאשר המוסדי מצביע נגד – ההחלטה לא מאושרת

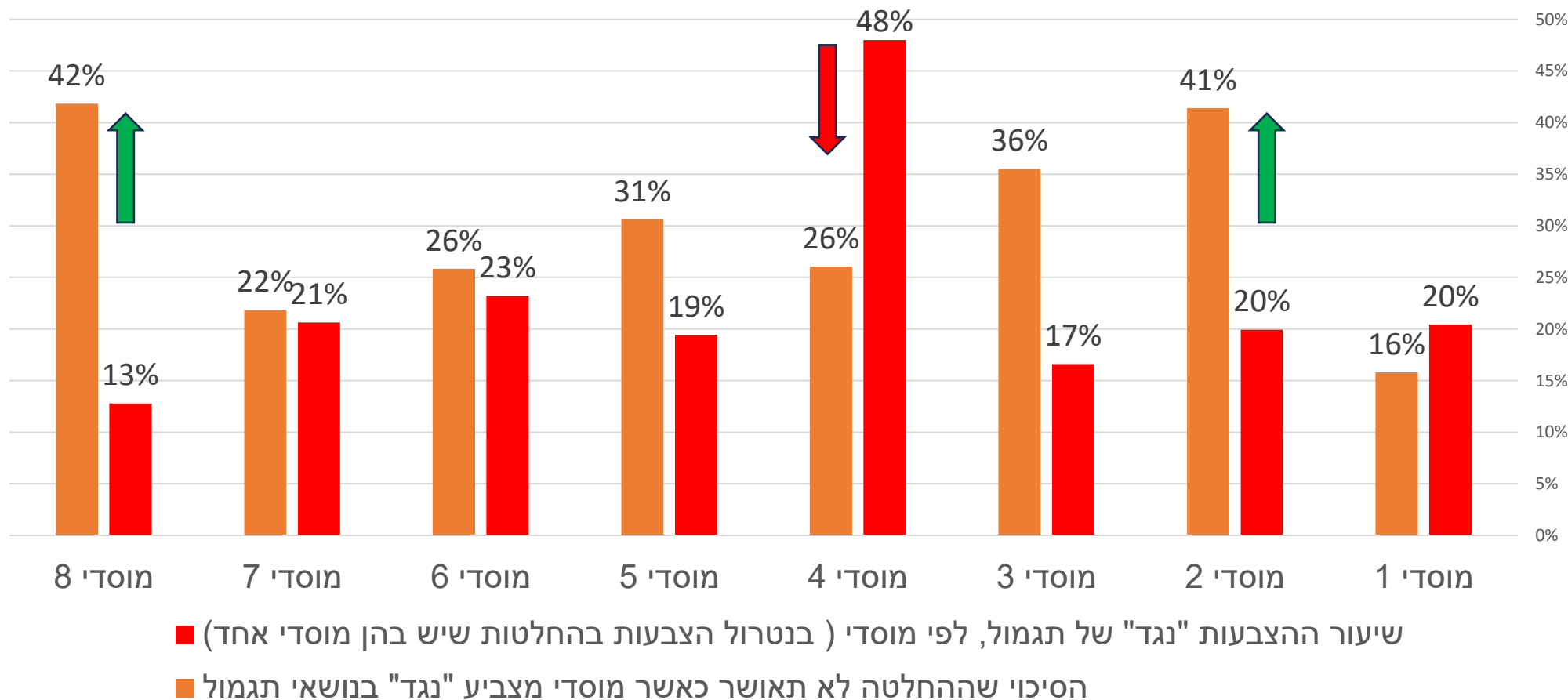


מדידת ההשפעה: אחרי שמוסדי מצביע נגד - מה הסיכוי שהחלטת התגמול לא תאושר?



בנטרול הצבעות שיש בהן מוסדי אחד

בנושאי תגמול – מוסדי 2 ו 8 משפיעים הרבה יותר מאחרים על קבלת ההחלטות (אף שמתנגדים פחות מהמוצע)



בנטרול הצבעות שיש בהן מוסדי אחד

בעיית נציג בחברות עם וללא גרעין שליטה

- השוק בישראל התאפיין בעבר בחברות עם מבנה בעלות ריכוזי (עם שליטה)
- פערי מידע וכח בין בעלי מניות: בין בעל השליטה לבעלי מניות מיעוט
- החשש שבעלי השליטה יתעלו לעצמם יותר מחלקם היחסי ברווחי החברה.
- בעיית נציג אופקית:

בעל השליטה ↔ ציבור בעלי מניות

בעיית נציג בחברות עם וללא גרעין שליטה

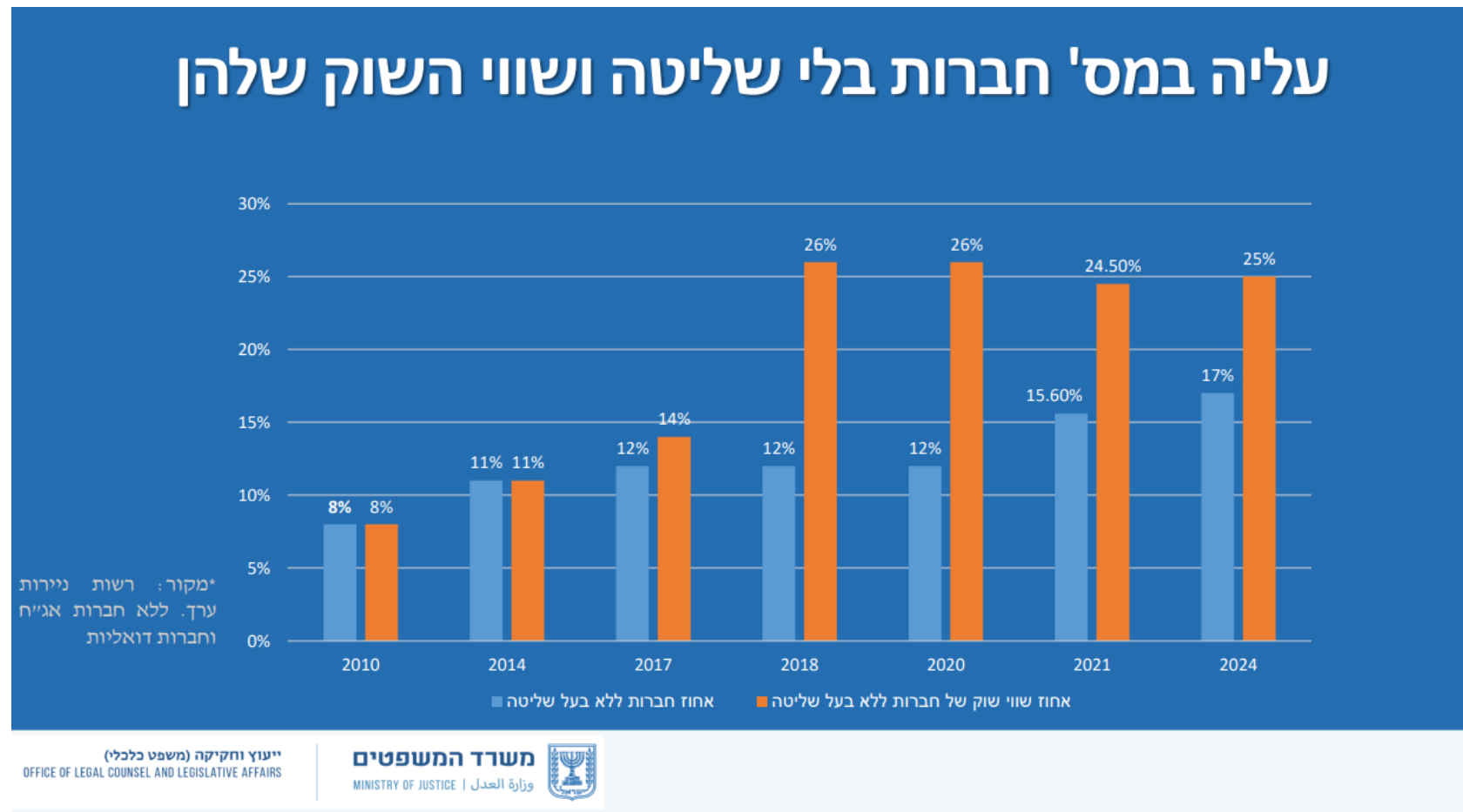
- בחברות עם מבנה בעלות מבוזר (ללא שליטה)
 - בהיעדר בעל שליטה המעורב בענייני החברה – מתחזק כוחם של המנהלים (גם אל מול הדירקטוריון)
 - פוטנציאל לניגוד אינטרסים (תועלת למנהלים על חשבון בעלי המניות) בענייני תגמול, עסקאות, המשכיות העסקה
- בעיית נציג אנכית:

ציבור בעלי המניות

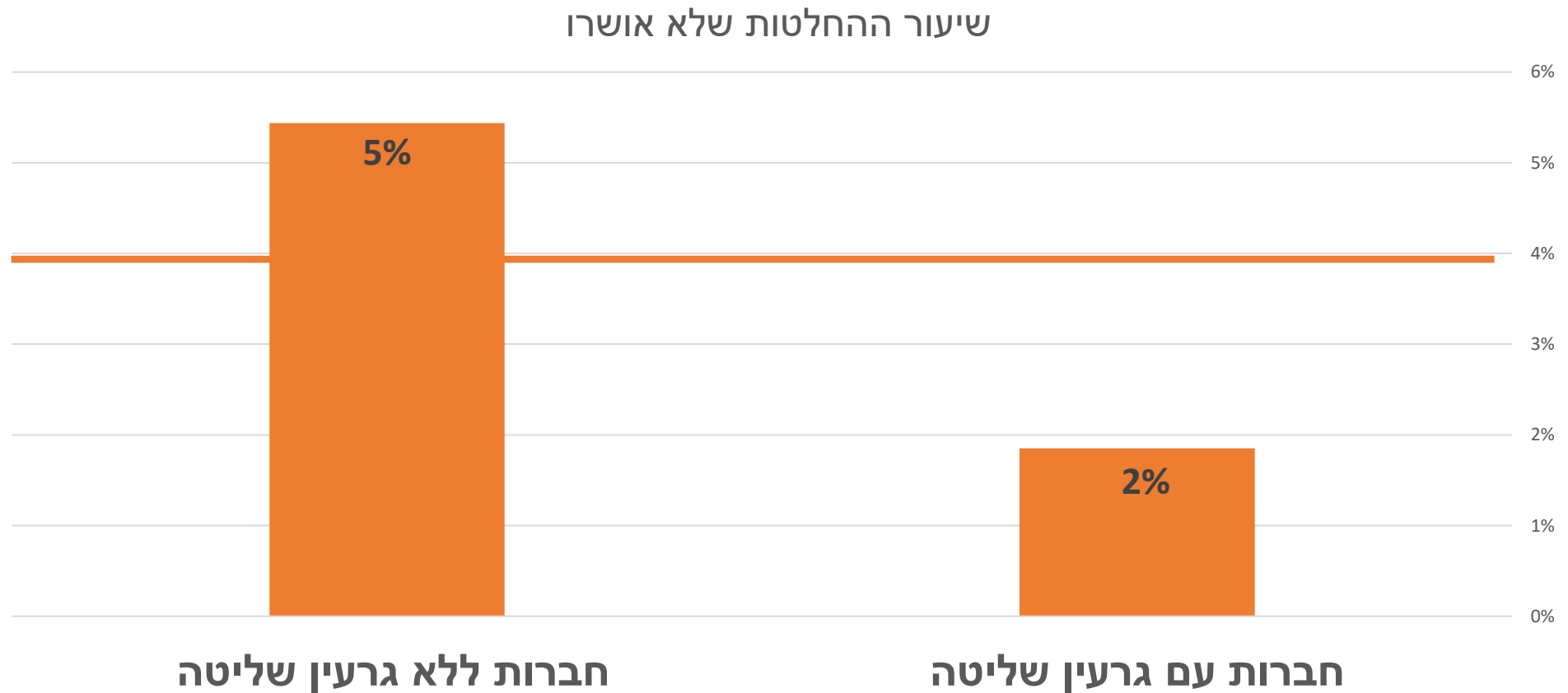


מנהלי החברה

חברות ללא גרעין שליטה מהוות כ 25% במונחי שווי שוק



בחברות ללא גרעין שליטה - הסיכוי שהחלטה כלשהי לא תאושר גבוה יותר בכלל ההחלטות – לגרעין השליטה יש כח, המוסדיים חלשים יותר

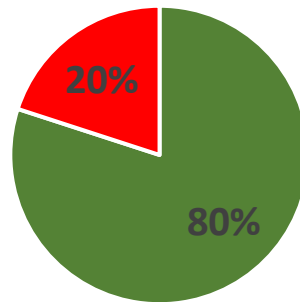


רמז: לא כך לגבי תגמול

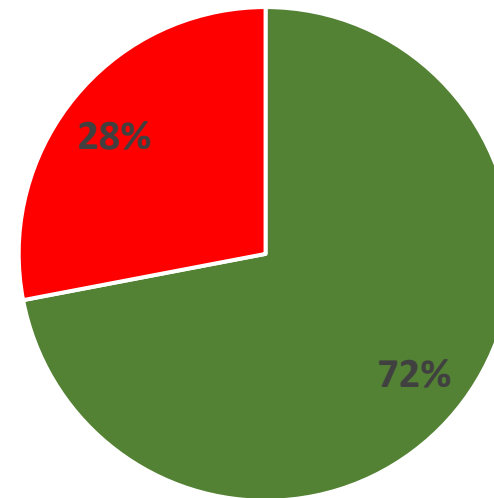
בחברות ללא גרעין שליטה, בהצבעות בנושאי תגמול – המוסדיים מתנגדים יותר

שיעור התמיכה וההתנגדות בהצבעות תגמול - בחברות
ללא שליטה

שיעור התמיכה וההתנגדות בהצבעות
תגמול - בחברות עם שליטה



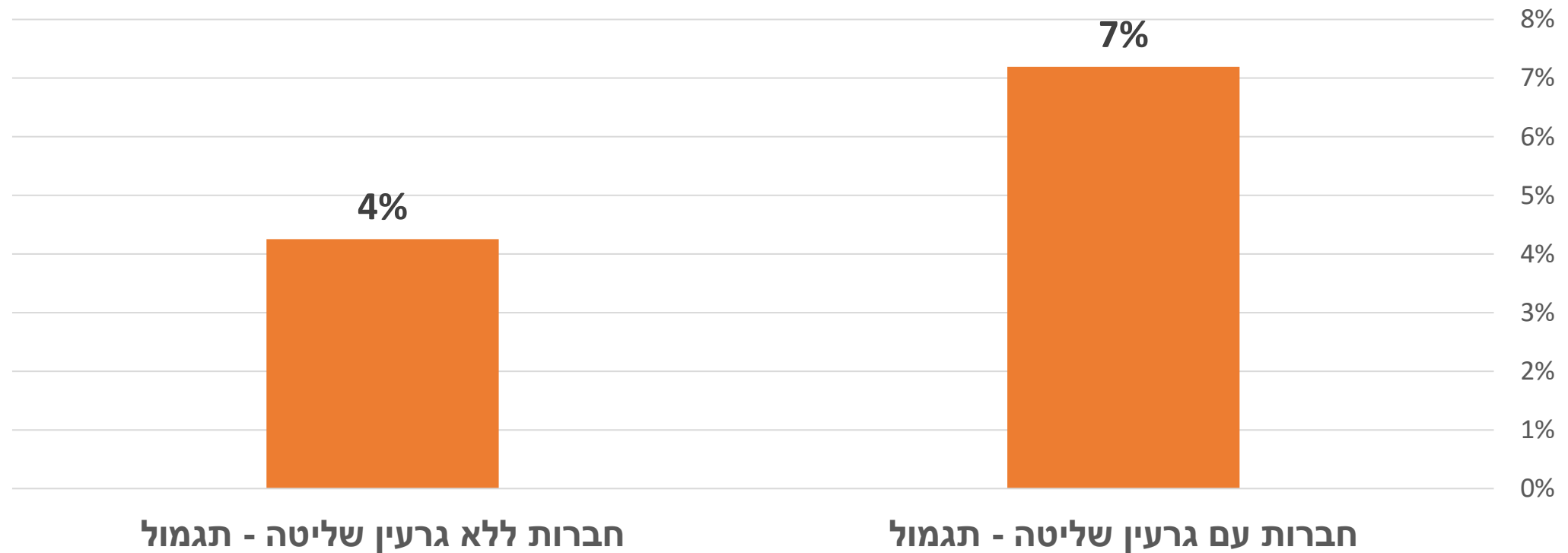
■ בעד ■ נגד



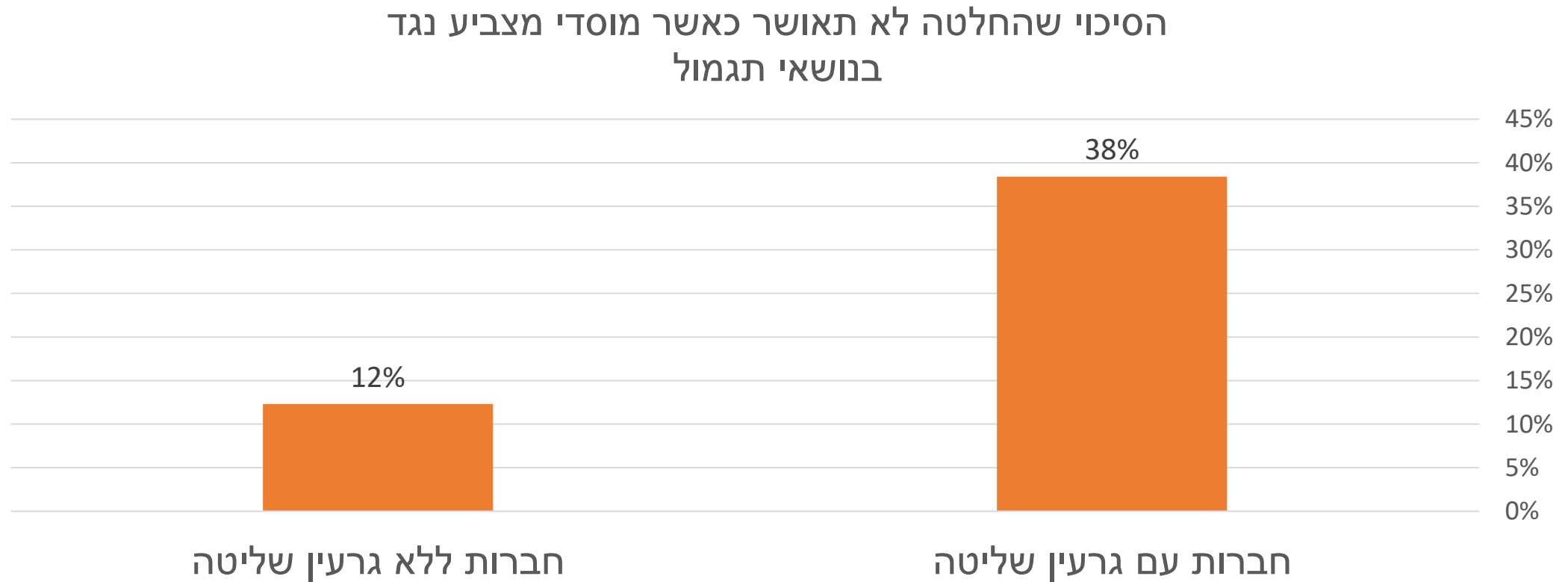
■ בעד ■ נגד

בחברות ללא גרעין שליטה – הסיכוי שהחלטת תגמול לא תאושר נמוך יותר. כוחם של המוסדיים קטן

שיעור ההחלטות שלא אושרו בנושאי תגמול בחברות עם ובלי גרעין שליטה



בחברות ללא גרעין שליטה - הסיכוי שהחלטה לא תאושר כאשר מוסדי מצביע נגד בנושא תגמול הוא שליש (הסתברות מותנה)



האם מעלים הצעות מאוזנות ומקיימים דיון עם המוסדיים?
המוסדיים חלשים מול המנהלים?

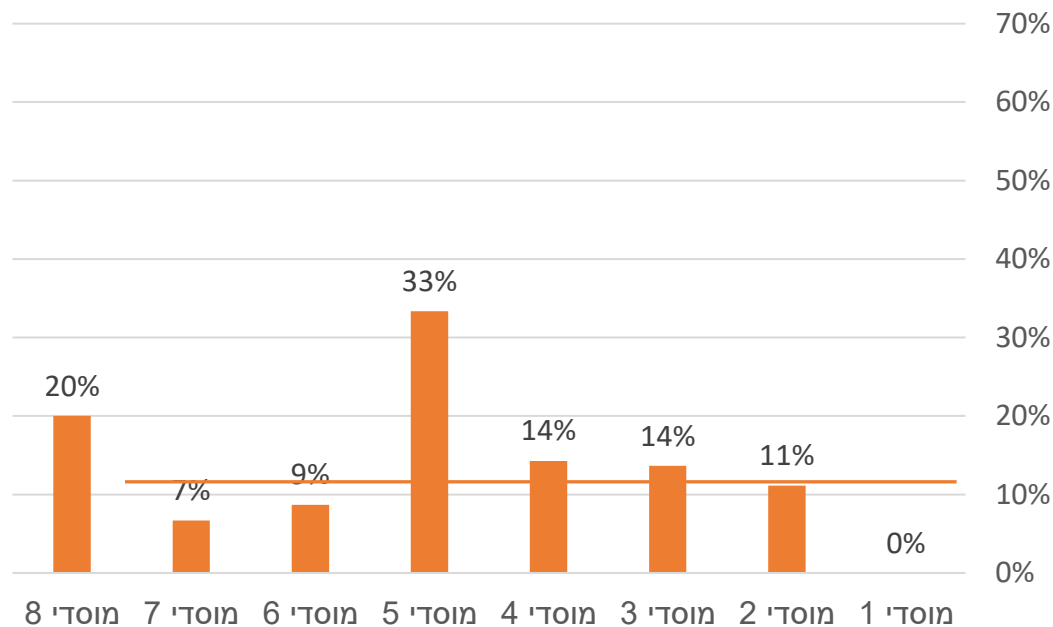
המוסדיים חזקים מול בעלי השליטה?

בנושאי תגמול - מוסדיים משפיעים פחות בחברות ללא שליטה

המנהלים יותר חזקים בחברות ללא שליטה ומצליחים להעביר החלטות תגמול יותר בקלות, גם אם מוסדי מתנגד ההחלטה מאושרת

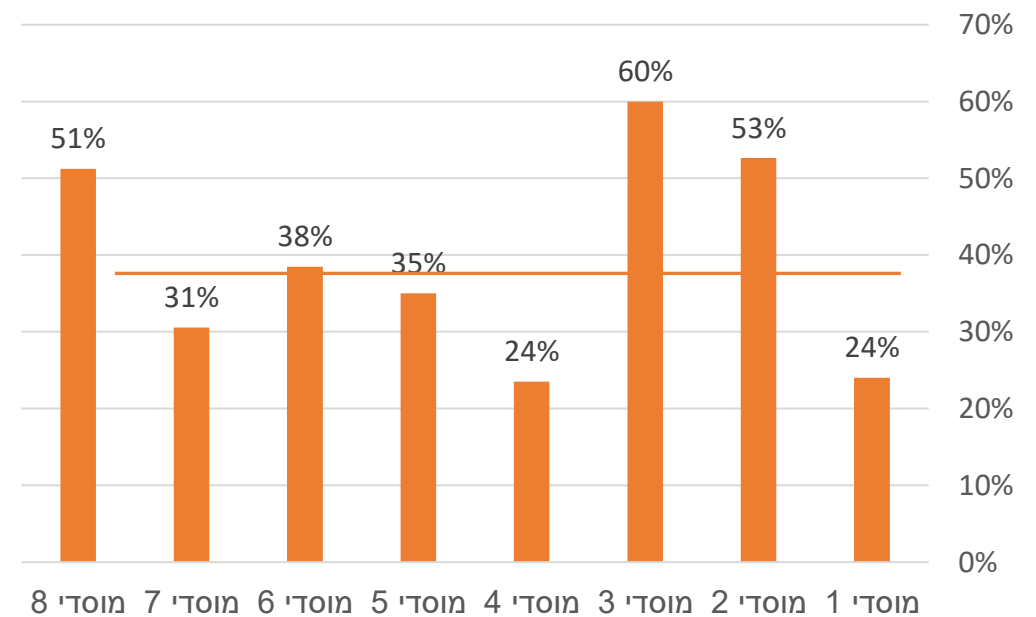
בחברות ללא גרעין שליטה -

הסיכוי שהחלטה לא תאושר כאשר מוסדי מצביע נגד בנושאי תגמול



בחברות עם גרעין שליטה -

הסיכוי שהחלטה לא תאושר כאשר מוסדי מצביע נגד בנושאי תגמול



למה זה קורה? תיקון 20 לחוק החברות מחזק את המוסדיים בחברות עם שליטה

- נכנס לתוקפו בדצמבר 2012 - קובע הוראות ביחס לשכר הבכירים ואופני קבלת ההחלטות בנוגע לשכרם בחברות ציבוריות עם שליטה
- בחברות עם בעלי שליטה, תובא החלטת הדירקטוריון לאישור האסיפה הכללית בתנאים של רוב מיוחד - רוב של בעלי המניות שאינם בעלי השליטה
- סייג - אוברולינג
- צמצום כוחם של בעלי השליטה בכל הקשור להחלטות תגמול
- מחזק את בעלי מניות המיעוט

תיקון 37 לחוק החברות - לחזק את המוסדיים בחברות ללא שליטה

בחוק החברות בנוסח הקיים - דגש לטיפול בבעיית הנציג האופקית (בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט):

■ חובת מינוי דח"צים, עסקאות עם בעל שליטה, ועדות בלתי תלויות ועוד...

בעקבות הגידול בהיקף החברות ללא שליטה- תיקון 37 מתמקד בממשל תאגידי בחברות ללא גרעין שליטה:

תיקון 37 לחוק החברות

- תיקונים ביחס לחברות ללא גרעין שליטה
 - הרכב הדירקטוריון (רוב דב"תים, ללא חובת דח"צים)
 - הרחבת איסור זיקה של דב"ת
 - מינוי דירקטורים באמצעות ועדת מינויים של הדירקטוריון
 - ועוד..
- תיקונים ביחס לכלל החברות (עם או בלי גרעין שליטה)
 - הגדרת שליטה, אישורים מחמירים לעסקות של החברה עם דירקטור ועוד..

סיכום

- מוסדיים מצליחים להשפיע יותר בנושאי תגמול בחברות עם שליטה
- בחברות ללא שליטה המנהלים יותר חזקים, מצליחים להעביר החלטות תגמול יותר בקלות, גם אם מוסדי מתנגד ההחלטה מאושרת
- המוסדיים חלשים בהחלטות תגמול בחברות ללא שליטה