



אוניברסיטת תל-אביב  TEL AVIV UNIVERSITY

מכון יוסף קסירר
למחקר בחשבונאות

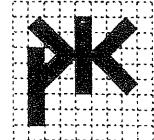
THE JOSEPH KASIERER
INSTITUTE FOR RESEARCH
IN ACCOUNTING



דצ' 1997



מכון יוסף קסירר
למחקר בחשבנות
THE JOSEPH KASIERER
INSTITUTE FOR RESEARCH
IN ACCOUNTING



אופציות למנהלים בישראל:
תמונה מצב והתיפול החשבוני

שeon בר יוסן
אליא טלמור

מאי 1999

אופציות למנהלים בישראל: תמונה מצב והתפקיד החשבונאי*

פרופ' שרון בר יוסף
החוג לחשבונאות
האוניברסיטה העברית

פרופ' אלי תלמור
הפקולטה לניהול
אוניברסיטת תל-אביב

מאי 1999

* המחברים מבקשים להודות לאיל סגל על תרומתו הרבה והמסורת באיסוף הנתונים למחקר זה. תודה מיוחדת גם לרוי' אריה גנס, רוי' דודו דב' דב' ודר' איל סולגניק על העורתייהם המועילות, פרופ' גיים וואלאס על דיונים בנושאים האמריקאים, ולמכון כסירר לחשבונאות באוניברסיטת תל-אביב עבור מימון המחקר.

אופציות למנהלים בישראל: תמונה מצב והטיפול החשבונאי

תוכן העניינים

עמוד

1	1. מבוא
3	2. סוגים הקצאות ניירות ערך לעובדים
תגמול מנהלים - הטיפול החשבונאי	
6	3.1 מבוא
7	3.2 הקצאות ניירות ערך כחטבה
10	3.3 תוכניות תגמול חלופיות
12	3.4 הדיווח החשבונאי לפי כללי SFAS 123
14	3.5 הדיווח החשבונאי על אופציות מנהלים
16	3.6 יישום תקן FASB 123 והבעיתיות במידת שווי האופציות דרישות הדיווח והגילוי על אופציות מנהלים בהתאם لتיקן הבינלאומי
18	3.7 3.8 המלצות שהושו למוסד לתקינה חשבונאית בישראל
19	3.9 הגילוי הנדרש בישראל ע"י המפקח על הבנקים
20	3.10 הלוואות החברה לתוכניות אופציות לעובדים
22	3.11 אופציות מניות של חברות לאחר ארגון מחדש
23	3.12 הספרות האקדמית
השלכות המס של הקצאת אופציות לעובדים	
26	4.1 כללי
26	4.2 מסלול סעיף 2(2) סעיף 3 ט'
27	4.3 מיסוי לפי סעיף 102
29	4.4 דרישות שלטונות המס והרישום החשבונאי
31	5. התקנות ניירות ערך לגילוי תגמול בכירים בישראל וב בחו"ל
ניתוח ההקצאות שבוצעו בישראל	
34	6.1 מדים החברות
34	6.2 מספר הניצעים בהקצאות
35	6.3 הקצאות לבני עניין
36	6.4 מבנה ההקצאות, תנאי חסימה ומימוש

38	שיעור ההטבה בהקצאות	6.5
45	הטבות אחרות	6.6
	תכניות האופציות בחברות הטכנולוגיה הישראלית	6.7
47	הנסחרות בארה"ב	

.7. הطבות מהון מנכ"ל מול ביצועי החברות 1992-1996

50	כללי	7.1
50	אופן חישוב ההטבה בפועל	7.2
52	המצאים הסטטיסטיים לגבי הנטבות מהון	7.3
57	השווות ההטבה בהון בישראל ובארה"ב	7.4
57	מידת הקשר בין ביצועים לתגמול בהטבות הון	7.5

.8. סיכום ומסקנות

61	אופי ומבנה הנקצאות	8.1
62	השווי הכלכלי בהטבות	8.2
63	אופן הדיווח	8.3

.9.ביבליוגרפיה

.10. נספחים

a.	השפעת היישום של כללי החשבונאות בארה"ב בנושא תוכניות אופציות לעובדים על הדוחות בישראל - מפעלי נייר אמריקאים ישראלים
66	
b.	ה גילוי על הנטבות מאופציות בתאגידים בנקאים בישראל
69	- בנק המזרחי
c.	ה גילוי באנגליה על השכר ותוכניות האופציות למנהלים Benson Group
71	
d.	ה גילוי בארה"ב על תוכניות אופציות ומניות מוגבלות למנהלים Woolworth
74	
e.	ה דיווח בארה"ב ל- SEC (Schedule 14A) על מרכיבי השכר ותוכניות האופציות למנהלים - Exxon
77	
f.	רשימת החברות הישראלית מהדגם אשר היקטו ניירות ערך למנהלים 1992-1996
80	
g.	מצבת תוכניות האופציות לעובדים - ניס מערכות
82	

1. מבוא

ההפרדה בין בעלי החברה ובין הנהלה יוצרת בעיות של ניגוד אינטרסים בין שני גופים אלו: מחד, בעלי החברה מעריכים סמכויות החלטה לנציגיהם – הנהלי החברה – בכך שאליהם קיבלו החלטות אשר ישיאו את ערכם. מאידך, הפעולות הנדרשות על ידי המנהלים לקידום מטרות הבעלים כרכות במאזן מצדים כמו גם בחשיפה למלא הסיכון העסקי, באשר אין יכולתם לפזר סיכון באופן ממשי. כמו כן עשוי להיות קונפליקט בין הביצועים בטוחה הקצר, ובין ערך החברה בטוחה הארוך. אחת הדרכים לצמצם את הקונפליקט בין הבעלים ומנהלים היא קשרת תגמול המנהלים לשואת המשקיעים בטוחה הבינוני והארוך. הדבר יכול להיעשות במספר אופנים, ביניהם הענקת הטבות ברכישת מנויות החברה או מתן אופציות לרכישת מנויותיה. אופני תגמול מנהלים מרכיבים אלו נפוצים מאוד בעולם המערבי, בעיקר בארצות הברית ובריטניה, ובשנים האחרונות בישראל.

תגמול מנהלים כרוך בהעברת מקורות כלכליים מהמשקיעים למנהלים (בדילול מנויות הבעליה). אירוע כלכלי זהה, כמו כל אירוע כלכלי אחר, חייב לבוא לידי ביטוי בדיווח החשבונאי, על-פי עקרון העלות ועקרון ההקבלה. שתי סוגיות אלו, עלות והקבלה,קובעות את גובה ההכרה בהוצאה ואת עיתוייה.¹ כפי שנדון בהמשך, חלוקות הדעות באשר לדין המדידה ולמועד ההכרה בהוצאה. בעבר הרחוק, כאשר חברות החלו להשתמש בכלים עובדיים בדרך כלל הטבות מהון, בעיתם המדידה הייתה קשה ביותר משום שלא הייתה קיימת דרך או שיטה לתמוך הטבות הון אלו וכן לא היה קיים מחיר שוק לנירות-ערך מהסוגים הקיימים היום. בעיתם מדידה זו הייתה מקור להתחרבות רצינית והציבה אתגר לקובעי מדיניות הדיווח החשבונאי. העקרונות החשבונאים המקובלים כפי שנוטחו כבר בשנת 1953 ב- (ARB) Accounting Research Bulletin מס. 43 קבעו הנחיות לטיפול החשבונאי שעקורנותיו הם :

א. עלות אופציות או הטבות הון תימדדנה בהתאם להפרש שבין מחיר השוק של נייר-ערך עליו חלות הטבות ומחירו מימוש נייר-ערך על-ידי מקבליה.

ב. מועד המדידה יעשה כאשר ידועים הנתונים למדידה הנדרשת ב- א'.

עקרונות מנהים אלו אומצו שוב בארצות-הברית על-ידי ה- APB (Accounting Principle Board) בגיליון דעת מס' 25 ועובדכו בשנת 1978 בהבחורות מס' 28 ומספר 38 של - Financial

Accounting Standard Board (FASB)

עם פיתוחם של מודלים אנליטיים לתמוך כלכלי של אופציות, בעיתם המדידה שניצבה בפני החשבונאים נפתרה לכואורה. למרות זאת חלפו כעשרים שנה מאז שפותחו מודלים להערכת אופציות

¹ בארצות-הברית ובריטניה, למשל, קיימת הסכמה מלאה זה זמן רב על הצורך בהכרה של עלויות התגמול מהטבות הון אלא שקיימת מחלוקת באשר לדין המדידה והchnerה בהוצאות אלו.

עד שה- FASB פרסם את תקן 123 SFAS הדן בנושא הטיפול החשבונאי הנדרש בעקבות מתן אופציות לעובדים. העיכוב הרב בהוצאת תקן זה נובע ממספר סיבות עיקרי עומדות, ככל-הנראה, אי רצון של חברות להכיר ולדוח על הוצאה גבואה יותר כתוצאה מהනפקת לעובדים, כפי שהוראות תקן 123 SFAS דורש, דבר שישפייע לשיליה על התוצאות התפעוליות המדוחות. התנגדותם של חברות, במיוחד של חברות בענף הה-יט, הייתה שדולה בקונגרס פעלה באינטנסיביות רבה להסרת יישום 123 FASB. בסיס ההתנגדות נובע, כאמור, בכך שעלות מתן אופציות לעובדים תוכר כחוצאה תקופתית (כחוצאות שכח) ובכך יריד הרווח הכספי של החברה. הדבר רלוונטי במיוחד לחברות צמיחה, באשר יכולתן לגייס הלואות למים הפעילות השוטפת מוגבלת מאד והן מעדיפות לכך שחלק מתגמול העובדים יתבצע באמצעות אופציות. עקב שכיחות השימוש באופציות בקרב חברות הטכנולוגיה, תהיה השפעת תקן 123 FASB על רווחי חברות אלה ניכרת. ראוי לציין שוב שבחינה כלכלית גרידא, אין השלכות של תקן 123 FASB על דוח תזרים מזומנים מפעילות שוטפת ומשום כך הערך הכלכלי של החברה (המבוסס על הערך הנוכחי של תזרים מזומנים מפעولات) לא נפגע כלל ועיקר בשל יישום או אי יישום כללי 123 FASB. ההתנגדות ליישום תקן זה נובעת מ恐惧 אמונה שערך החברה נקבע, לא על בסיס הערכה של תזרים מזומנים ולא כפונקציה ישירה של הרווח החשבונאי. אירוע זה היה אקט נדיר של התערבות הקונגרס האמריקאי בחתערות בנושאי רישום חשבונאי. כפועל יוצא ממהלכים אלו, נאלץ ה- FASB לסתור מדינישה נחרצת ליישום התקן וחתר לחברות להמשיך ולהשתמש באופןם כללי דיווח, כפי שהובאו ב- APB 25. בנוסף לאמור לעיל, קיימות בעיות אובייקטיביות ביישום מלא של דרישות תקן 123 SFAS הנובעות מamodelן הפרמטרים במודלי תמחור אופציות: אומדן אורך חי האופציה לעובדים, היעדר נזילות בגין החסימה ואומדן שונות מחיר מנויות הבסיס של האופציה. למרות שדרישות הדיווח הכספי בארצות-הברית התמתנו בעקבות הביקורת מהחברות והסטודנטיות האקדמית, דורשת הרשות לנירות ערך בארצות-הברית (SEC) דיווח מקיף על מהות הטבות ההון שהוענקו למנהלים.

לעומת זאת, בבריטניה דרישות הדיווח הכספי על הטבות הון למנהלים הן מפורטות מאוד. בישראל נושא הדיווח מעוגן בתקנות ני"ע אם כי ברמה כולנית בלבד.

עבדתנו מחולקת למספר פרקים. פרק 2 סוקר באופן כללי את סוג ההקצאות המקבילות של ניירות ערך לעובדים בחברות הישראלית. פרקים 3 ו- 5 דנים בדרישות הדיווח החשבונאי והגilio לרשות להטבות מנירות ערך. בנוסף לדיוון עקרוני בסוגיות השונות, כוללים פרקים אלו התיחסות השוואתית לתקנות בארה"ב, ישראל, אנגליה, כמו גם לתקן הבינלאומי החדש. פרק 4 מציג את השלכות המסתירים של חלוקת הטבות הון לעובדים. בפרק 6 מוצגת ניתוח פרטני של הקצאות ניירות ערך בהטבה בישראל בשנים 1992-1996 עברו 237 החברות התעשייתיות, מסחר ואחזקות שמנויותיהם נסחרו במשך שנתיים 1992 ועברו מדגמי חברות טכנולוגיה ישראליות הנחרחות בארה"ב. ניתוח נתונים מבנה ותנאי הקצאות, הפרמטרים הכלכליים בסיס שיעור ההטבה ומגוון הטבות האחרות. פרק 7 אומד את הטבות בפועל ומנתח אותן סטטיסטיות נגד ביצועי החברות אותן שנים. פרק 8 מסכם את עיקר הממצאים, ומפרט את הממלצות לגבי אופן הדיווח הרצוי.

2. **סוגי הקצאות ניירות ערך לעובדים**

ניתן לסוג את הקצאות ניירות הערך לעובדים לפי הקטגוריות הבאות:

א. חלק מהנפקה

ניירות ערך המוקצים לעובדי החברה כחלק מהנפקה של החברה לכל הציבור ההקצתה במקרה זה הינה של חבילות לעובדים המונפקות בהנחה, ולעתים בתנאים מועדפים אחרים (כגון על ידי העמדת הלואות מסובסדות). כפי שיפורט בהמשך, קובע APB#25 כללים וקריטריונים לפיהם מבחינים בין תוכניות אשר כוללות הטבה (מפצחות), לבין תוכניות המוגדרות כcallocה אשר אין כוללות הטבה (שאין מפצחות).

הנפקות לעובדים בישראל כוללות מנויות, אופציות או חבילות של מנויות ואופציות. כך למשל, לוותה הנפקת חברת אGIS לציבור (מחודש Mai 1992) בהנפקה לעובדים של מנויות ואופציות. החבילה כללה מנויות בהנחה משמעוותית מאוד (שער של 500 לעומת שער של 1100 למניות בהנפקה לציבור). האופציות בחבילה לעובדים תומחו בcheinם, ובשער מימוש הנמוד אף הוא באותו שיעור (קרי, שער 500). מספר הניצעים בהנפקה לעובדים של חברת אGIS היה 284 -- כולל עובדי החברה (אך לא כולל המנכ"ל, שהוא בעל המניות העיקרי).

דוגמה אחרת הינה הנפקת כימיילים לישראל בשנת 1992. מספר הניצעים אז בהנפקה לעובדים היה 5304. סך המניות שהוקצו היווה 1.3% מסך ההון (בדילול מלא) ובשווי כלכלי של 37 מיליון ש"ח. המניות הוקצו לעובדים ולהנלה בכ- 80% הנחה מהמחיר לציבור ביום ההקצתה. כמות המניות בהנחה שהוקצו למנכ"ל וליו"ר הדירקטוריון הייתה קטנה מאוד (לכל אחד מהשניים פחות מפרומיל מסך ההנפקה לעובדים).

הנפקת אליאנס לציבור (mai 1993) כללה גם הקצתה לעובדים של 670,000 כתבי אופציה ללא תמורתה. ההקצתה בוצעה לכל העובדים למעט מנכ"ל החברה. תנאי האופציות היו זהים לתנאי האופציות בהצעה לציבור. על פי התקציב, הערך הכלכלי של כל כתב אופציה היה 4.63 ש"ח (עפ"י נוסחת בלק ושולס והנחה הבורסה לאופן החישוב), ומכאן סך שווי האופציות לעובדים של 3.2 מיליון ש"ח.

ב. ניירות ערך לבכירים בלבד

אפיוני ההקצתה שונים לחלוטין כאשר ניירות ערך בהנחה מונפקים למנהלים שלא כחלק מהנפקה לציבור. מספר הניצעים בהנפקות אלו נמוך, ומונה לרוב רק את הנהלה הבכירה של החברה, ובמקרים רבים אף למנכ"ל בלבד. ניירות הערך המוקצים הינם בדרך כלל אופציות, ובאופן שכיח הרבה פחות מנויות בהנחה.

מטרת הקצאות אלו שונה באופן מהותי ממטרת הנפקות לעובדים כחלק מהනפקת מנויות החברה לציבור. במקורה האחרון המטרה הינה בעיקר שיתוף העובדים בשווי החברה, ככלומר, תגמול העובדים על רוחח וביטחוני העבר. לעומת זאת, בהקצאות למנהלים הכוונה הינה לתמוך למאץ וביצועים טובים בעתיד, וזאת על ידי קשרת תגמול המנהלים בתשואת המניות. ההבדל מהתבאה במספר ניצעים נמוך - רק הבכירים בארגון, הקצאה גדולה יחסית של ניירות ערך לכל ניצע, שיעור הנחה נמוך ותנאים קשיים יותר לגבי אופן המימוש.

ג. הקצאות בחברות טכנולוגיות בארה"ב

להשלמת התיאור, נתיחס בקצרה למודל שלישי, והוא המודל המקובל בקרב חברות רבות מבין חברות ההיבט הסחריות ב-NASDAQ. בחברות טכנולוגיות רבות מוקצות אחת לכמה שנים אופציונות לכל עובדי החברה, ללא קשר לגינויו הון מהציבור. המקובל הוא להקצות אופציות כאשר גיבוש הזכאות (vesting) נעשה במשך זמן לאורך מספר שנים. התפתחו נורמות מוגדרות במידה לגבי הקצאות האופציות, וציפיות העובדים בנושא הן בהתאם. האופציות המוקצות לעובדים הן דיפרנציאליות במספרן על-פי תפקידו של העובד ומיקומו היררכי. מקובלת הקצאה גדולה יותר לעובד עם הצליפות לחברה והקצאה תקופתית בשיעוריםՓחותים. מבנה טיפוסי להקצאה תקופתית הינו:

- * 10,000 אופציות לכל סמנכ"ל
- * 5000-2500 אופציות למנהלים בכירים אחרים (מנהל חטיבות מוצר, מנהלי אזרחי ואנשי שיוק בכירים)
- * 1000-500 לעובדים מקטיעים (מתכנתים, שיוק, סיוע טכני)
- * 250-100 לעובדים אדמיניסטרטיביים זוטרים.

תוכניות אלו אינן כוללות את המנכ"ל באשר תוכנית האופציות עברו נקבעת על ידי הדירקטוריון במסגרת חוזה עבודה, וכן לא הקצאות לחברי מועצת המנהלים. סך כל ההקצאות יכול להגיע ל- 10 אחוז משך המניות בשנים הראשונות לאחר הנפקת החברה לציבור ושיעורים נוספים אם כי פחותים בשנים אחר כך.

תוכניות האופציות בחברות הטכנולוגיות הסחריות בארה"ב רחבות בהרבה ושותפות מאוד באופיין מההקצאות בחברות הנסחרות בבורסת תל-אביב והמתוארות בסעיפים א' וב' לעיל. הסיבה לכך נעוצה בחשיבותה הקדינלית של ההון האנושי בחברות א' וב' לעיל. הסיבה לכך נעוצה בחשיבותה הקדינלית של ההון האנושי בחברות הטכנולוגיות. חברות אלו יכולות לנסוק או לדעוך בעיקר על פי איכויות הגורם האנושי. מערך התגמול באופן כללי, ואופציות באופן מיוחד, מהוות אלמנט מרכזי בתמוך העובדי המפתח בחברה. הענקת האופציות מחזקת את זהותם בין העובד לחברת, ומצמכת את הנטיה לנידחות האופיינית לעובדים מיומנים בענף

צומה. יתר על כן, עקב אי הודאות הטכנולוגית הרבה, הופכים העובדים לשותפים בסיכון ובסיכון אחד. הצורך בהעתקה גורפת של אופציות נובע גם מהऋיכים המיוחדים בחברות היי-טק. העובדים מדרשים יצירתיות ועבודה אינדיבידואלית מצד אחד, אך גם לשיתוף פעולה מלא עם שאר היחידות בארגון. אופציות מהוות מכשיריעיל להגברת המאמץ ליזמה ויצירתיות אך שלא על חשבון הקואפרטיביות. משום כך יש חשיבות רבה להקצת אופציות רחבה ביותר בחברות אלו.²

² ניתוח מקיף של מבנה התגמול בענף המחשבים בארה"ב מצוי בעבודתם של טלמורו - Wallace (1999).

3. **תגמול מנהליים - הטיפול החשבונאי**

3.1. **מבוא**

כללית הטיפול החשבונאי בכתביו אופציות בישראל נקבע בגילי דעת מס' 48 של לשכת רואי החשבון בישראל. בהתאם לכללים אלו:

בדו"חות הכספיים של החברה המניפה ייזקפו התקבולים מהנקפת כתבי האופציה לסעיף נפרד במסגרת הון וקרנות הון. כאשר כתבי האופציה ימומשו יתרות אליו הוו, ביחד עם תוספת המימוש, לחון מנויות ופרמיה על מנויות. במידה וכתבי האופציה לא ימומשו, יჩשבו התקבולים כפרמיה על מנויות. אולם אין בגילי דעת זו כל התיקשות לאופציות שהונפקו לעובדים תוך מתן הבעיות. אך אם הונפקו אופציות לציבור ולעובדים יש להפריד בדיווח בין האופציות שנמכרו לציבור לבין האופציות שהונפקו לעובדים.³

הטיפול החשבונאי בסוגיות הנוגעות לתגמול עובדים מצוי בעיקר בדרישות הדיווח האמריקאיות משומש בישראל אין עדין גילי דעת מפורש בנושא. גילי דעת מס' 26 מצין שככלל, ככל מקרה של דרישת דיווח ספציפית בישראל, יש לאמץ את התקן הבינלאומי, באם קיים, הדן בסוגיה. לאחרונה פורסם תיקון לתקן הבינלאומי 19 IAS אשר נכנס בתוקף מרושית 1999. תיקון זה קובע הנחיות לדיווח החשבונאי באופציות שהונפקו לעובדים ומנהלים. הנימוח שלහן יתייחס חן לתקן הבינלאומי והן לתקינה בארה"ב באשר היא מפורטת ביותר. הנושא נמצא כתע על המזוכה בועדה לתקינה חשבונאית. המלצות צוות החשיבה בנושא ידועו גם חן בהמשך.

בארה"ב הדיווח החשבונאי נובע משלושה מקורות עיקריים:

1. "Accounting for Stock Issued to Employees", Options of the Accounting Principles Board No.25 (1972).
2. "Accounting for Stock Appreciation Rights and Other Variable Stock Option or Award Plans", FASB Interpretation No.28 (1978).
3. "Accounting for Stock-Based Compensation", Financial Accounting Standard Board, Statement No. 123, (1995).

³ בעניין השלכות על חישוב הרווח למניה בגין הנפקות אופציות לעובדים, ראה 93-6 SOP.

3.2. הקצאות ניירות ערך כהטבה

בבסיס הטיפול החשבונאי האמריקאי מבחין בין שני סוגי של תוכניות הטבות המוענקות לעובדים:

א. **תכניתות מפצות (compensatory plans)** - אלו הן תוכניות המותווות למטרות פיצוי ותגמול עבורדים ושיעדן עידוד העובדים להגדלת רוחת הפirma. משום כך, נדרש להתחשב בכל עלות של תוכנית מעין זו כהוצאות שכר.

ב. **תכניתות בלתי מפצות (noncompensatory plans)** - אלו הן תוכניות שאין מטרתן העיקרית לפצות עובדים אלא לאפשר להנהלת החברה לגייס הון עצמי או להרחיב את בסיס הבעלות על החברה ע"י חלוקת מנויות בקרב עובדים, למשל, הנפקת מנויות שלא בתנאים עדיפים.

כדי שתכנית מסווג כבלתי מפוצה היא חייבת שיתקיים בה ארבעת המאפיינים המctrברים הבאים:

1. ההצעה צריכה להיות פתוחה לכל עובדי החברה במשךיה מלאה, אשר עובדים בתקופת העסקה מינימלית (למעט מנהלים, אשר ניתן לא לכללם בתוכנית).

2. הצעות זהות כאחוז משכרים ניתנות לכל העובדים הזכאים בחברה.

3. זמן מימוש סביר של האופציות המוצעות לעובדים או זכותם לרכוש את המניות המוצעות.

4. הנחות מחיר הרכישה של ניירות הערך לא תהינה גדולות מהסביר בהנפקות של ניירות ערךгалו לבני מניות אחרים (הנחה של עד 15% נחשבת כסבירה).

מכאן נובע שהනפקת ני"ע לעובדים במסגרת "תכנית בלתי מפצת" תחשב כהנפקת הון רגילה ומשום כך אינה כרוכה בהוצאות שכר כלשהן.

לצורך הדיון נגדיר עתה שני סוגי של תוכניות מפצות:

א. **תכנית מסוג "התבה קבועה" (fixed plan)** - בהתאם לתוכנית זו, קבועים מראש פרמטרי ההטבה של התכנית שבעיקרן מספר ניירות הערך המוצעות לעובד וכן מחיר הרכישה של ני"ע אלו ומהירות מימוש של האופציות.

ב. **תכנית מסוג "התבה משתנה" (variable plan)** - תוכנית מסוג זה קובעת מראש את מספר ניירות הערך לחן זכאי העובד, אך מחיר רכישת ניירות ערך אלו ומחיר המימוש של האופציות

בעתיד (בעיקר כאשר מהוים אלו מהווים פונקציה ישירה של מחירי ניירות ערך עתידיים שכמובן אינם ידועים בעת הענקת ההטבה).

כללי החשבונות לקבעת מדידת ההטבה של "תכניות מפותחות" מורכבים למדוי וכוללים בשלוש בעיות מדידה כדלקמן:

1. קביעת מועד מדידת ההטבה (measurement date).
2. דרך מדידת ההטבה.
3. עיתוי ואופן הצגת ההטבה בדוחות הכספיים.

קביעת מועד מדידת ההטבה

כללי החשבונות קובעים שיש לדוח על כל אירוע כלכלי בעת התהווותו. כלומר, את מדידת ההטבה יש לבצע כאשר מתקיימים לראשונה שני התנאים הבאים:

- א. ידוע מספר המניות שעובד וכיום ניתן לקבל.
- ב. ידוע מחיר מימוש האופציות או רכישת המניות.

מכיוון שמרבית תכניות התגמול הן מסווג "הטבה קבועה", מועד המדידה הוא תאריך הענקת התכנית לעובד. זאת, כאמור, משום שבתאריך הענקת התכנית ידועים שני הפרמטרים לעיל. כמובן שכאשר תכנית ההטבה היא מסווג "הטבה משתנה" תאריך המדידה ייוזע בעתיד כאשר יקבע מחיר הרכישה, המרה או המימוש.

מדידת סכום ההטבה לעובדים

עיקרונית, סכום ההטבה הנינטנת לעובד תחושב כהפרש שבין מחיר השוק של ניירות ערך שהוענקו לעובד ומחיר המימוש (או הרכישה) של ני"ע אלו. יש לציין שלמרות שמחיר מימוש אוופציות הוא ערך עתידי, לפי כללי APB25 אין מהוונים את המחיר הנוכחי אלא ערכו הנוכחי של המימוש נלקח לצורך חישוב. כלומר, ערך ההטבה המוכר לצורכי דיווח נמדד מהערך הכלכלי של ההטבה. במידה ואין מחיר שוק לני"ע אלו יש לחשב את האומדן הטוב ביותר לערך הנאות של החברה (fair value) וממנו לגזור את ערכם של ני"ע אלו. מכאן, כאשר מתקיימים התנאים של תכנית "הטבה קבועה" - גודל ההטבה יקבע ביום המדידה (הלא יום הענקת התכנית). אולם במידה ותכנית התגמול היא מסווג "הטבה משתנה" על החברה להעריך את עלות ההטבה עבור כל תקופה חשבונאית ממושך הענקת ההטבה ועד לתאריך המדידה וזאת על פי ערך השוק של ני"ע בסוף כל תקופה (כלומר, יש ליחסם את גישת *mark to market*).

עתוי ואופן הצגת הנטבה בדוחות הכספיים

למרות שבחינה עקרונית תכנית התגמול בוחן אנו דנים אינה שונה מהנפקת נייע בהנחה, הרי שמתוך הנטבה לעובד מהוועה התקובל נמוך יותר לחברת מאשר אילו הנפקה נייע אלו בשוק ההון. לפיכך, ראוי להפחית את ההון העצמי של החברה עקב מתן הנטבה לעובד. גודל הנטבה ייחס לכאן כי "הוצאות שכר נדחות" וסעיף זה יהווה פריט נגדי להון עצמי. לחייבין, לא רושמים את הנטבה הנדחתית, אלא רק את הזקיפה התקופתית⁴. לאחר קביעת גודל הנטבה (لتכנית מסווג "נטבה קבועה") יש להציג חלק ממנה כחוצהה התקופתית. ההפחתה תיקבע בהתאם להערכת הנהלה לתקופת ההנחה של החברה מתפקודה של העובד הנובע מתכנית תגמול זו (תקופה זו אינה שווה בהכרח לתקופת גיבוש הזכאות נייע שבתקנית vesting period) או משך התקופה שבה היא העובד זכאי למשך זכאותו). בתכנית מסווג "נטבה משתנה" בסוף כל תקופה ייחס גודל הנטבה עד ליום סיום תקופת הדיווח (בהתאם למחיר השוק של נייע הכלולים בתכנית התגמול) וסכום זה יופיע כפריט הון עצמי נגדי אך השינוי החל בירתרת חשבון זה יהווה את החוצהה התקופתית בגין תכניות התגמול. נציין שכאשר חלה ירידה במחיר נייע בין תחילת תקופת הדיווח ובסוף, החוצהה שתימدد תהיה שלילית וכך יש להתייחס אליה.

איבוד זכויות או ביטולן

כאשר עובד מסיים את עבודתו בחברה בטרם גובשה זכאותו לתגמול הרי שאינו זכאי לקבל את הנטבות העתידיות המגולמות בשווי הנטבה כפי שהוא נקבע ביום המדייה. משום שחלק זה של הנטבה לא יועבר לעובד זה בעתיד ויש לבטלו. ביטול זה יעשה בדרך כלל ע"י חיבור ההון העצמי (כמו חיבור "קרן הון אופציוני") וזכויות הסעיף הנגדי להון עצמי ("הוצאות שכר נדחות").

שינויים בתנאי תכנית התגמול

לעתים הנהלת החברה עשויה לשנות את תנאי תכנית התגמול לעובדים ע"י הארכת תקופת ההמרה, המימוש או הרכישה של תכנית קיימת ו/או לשנות את מחירי המימוש, או אחוז ההמרה או מחיר רכישה של נייע הכלולים בתכנית. במידה וחלים שינויים כאלה בתכנית תגמול משתנה מידת הנטבה שניתנה לעובדים. שינוי בגודל הנטבה חייב לבוא לידי ביטוי בדיווח הכספי, דהיינו יתרות ההון העצמי (למשלحن "קרן הון אופציוני" וחן "הוצאות שכר נדחות") צריכות לבטא שינויים אלו מיד עם ידיעת הנתונים החדשניים.

שילוב סוגי תכניות תגמול

לעתים תכנית תגמול לעובד עשויה לכלול שילוב של סוגי תכניות תגמול שונות. שילוב פשוט של תכניות כאלה אינו צריך להיות בעית דיווח מיוחדות מסוים שנדרש להתייחס אל תכנית כזו כבעל

⁴ העברות עדכניות לכללי הדיווח שנקבעו ב- APB25 הוציאו ע"י ה- FASB בסוף חודש מרץ 1999. החתומות היא סביר טוגיית קביעת החוצהה התקופתית; ככלומר הערכות העלות לחברת ולא דזוקא טוגיית קביעת התוצאות ההון של החברה.

מרכיבי תגמול שונים. בדרך זו ההטבה מכל תגמול תאמד בנפרד והארגון של כל המרכיבים תהווה את גודל ההטבה עלייה יש לדוחה בהתאם לכללים לעיל.

בעיה היכולה להיווצר הינה כאשר לעובד מוצעת אופציה של בחירת מרכיבים שונים המוצעים בתכנית התגמול. כמובן כאשר העובד יוכל לבחור בעתיד בין אלטרנטיבות של הטבה מתוך תפריט מוצע של הטבות. תכניות חלופה כאלו - *tandem plans* - מעולות בעיות חשבונאיות של מועד האמידה מחד וגודל ההטבה מאידך. מבחינה תיאורטיבית ניתן להתיחס לתכנית מעין זו כאל תכנית מסוג "הטבה משתנה", וזאת למגוון שיטות ולכל חלופה ידועים מספר ניירות הערך המוצעים ומחירים, יחס ההמרה מחירי המימוש או הרכישה. ניתן لكن לאמץ את הטיפול החשבוני המאפיין תכניות "הטבה משתנה". אלטרנטיבת דיווח הינה לחשב עבור כל חלופה את עלות ההטבה בעת מתן ההצעה לעובדים ולאמוד את הסתברות הבירה של כל חלופה. החלופה עם הסתברות הגבוהה ביותר לבחירת העובד תחשב בתכנית התגמול בה יבחר העובד. בכך, ניתן להחיל את כללי הטיפול החשבוני הנדרש מתכנית תגמול המאפיינת כ"הטבה קבועה".

3.3. **תכניות תגמול חלופיות**

עד כה דנו בתכניות תגמול לפיהן מוענקות הטבות לעובדים ברכישה או ברכישה פוטנציאלית של ניירות ערך של החברה. חלק זה של הדיוון נתיחס לסוגים נוספים של תכניות תגמול והטיפול החשבוני המתבקש בכל סוג של תגמול.

זכויות בגין צמיחה ערך המניות - (SAR)

תכנית תגמול זו דומה מאוד במאפייניה ומטרותיה, מבחינת החברה, לתוכנית המבוססת על מתן אופציות לעובד. בשני המקרים ההטבה שתינתן לעובד מבוססת על גידול במחיר השוק של מניות החברה, שזו בדרך כלל מטרת המשקיעים בחברה - מקסימיזציה של ערך מנויותיהם. מערך תגמול כזו מניח שהעובד ישתדל להגדיל את ערך ההטבה שלו באמצעות הגברת תשומתו ובעקבות לכך יעלה גם ערך השוק של החברה.

הבדלים בין מתן אופציות לתוכנית SAR הם:

1. לעיתים העובד נדרש לשלם בעת קבלת כתבי האופציה וכן נדרש תשלום נוספת למימוש לאופציה. בתכנית מסווג SAR לא קיימות דרישות כאלה.
2. העובד נדרש לממש את האופציות, כמובן לרכוש את מנויות החברה לפני יכול לממש את רוח ההון שנוצר בעקבות גידולי מחיר המניות. בתכנית מסווג SAR אין העובד צריך להזיר כספים בלבד ליהנות מההטבה.

.3. אין בתכנית SAR משום דילול זכויות ההצבעה הקיימות.

עקרונית, תכנית SAR קובעת מספר מנויות היפותטיות ש"ירוכשת" החברה במחיר שוק עבור עובד עם אימוצאה של תכנית התגמול. בסוף תקופת התגמול "מכורת" החברה (במחיר שוק) מנויות אלו ורווח החון שנוצר מועבר לעובד להטבה. ברור שכאשר מחירי מנויות החברה יורדים עלול להיווצר הפסד "מאחזקת" מנויות אלו. במקרים כאלו גודל הנטבה לעובד יהיה אפס. ככלمر העובד מוגן נגד ירידת מחירי מנויות, בניגוד, למשל, לתכנית תגמול המענייקה זכות לעובדים לרכוש מנויות בהנחה, בתחילת תקופת התגמול.

זכויות למניות מדומות - Phantom Stock Plans

עובדים להם מוצעות זכויות SAR הנאים רק מגידול במחירי המניות. אולם כאשר החברה משלם דיבידנדים בזמן לבני המניות, מחיר המניה יורד בדרך כלל בעקבות חלוקות אלו. אך העובדים (בעיקר מנהלים) ישתדלו למנוע חלוקת דיבידנדים בזמןן ובכך עלולים בעלי מנויות החברה להיות ניזוקים ממחאלות אלו. כדי לתקן עיות זה, מוצעות תכניות תגמול לעובדים הדומות במהותן לתוכניות מסווג SAR אך בתוספת תשלום דיבידנדים לעובד בעת חלוקת דיבידנדים (בסכום של דיבידנד למניה כפול מספר מניות הזכאות של העובד), אליו היו לעובד מניות בפועל בחברה.

תכניות מסווג "תגמול לפי ביצועים" - Performance Type Plans

תכניות תגמול המבוססות על מחירי שוק של מנויות החברה עלולות לגרום למפח נפש לעובדים הזכאים להטבה בעקבות הגדלת תרומותם לחברת. זאת מושם שמחירי מניות בשוק אינם קבועים אך ורק כתוצאה מהגדלת התפקודה של החברה (כמו הגדלת רווחה). גורמים חיצוניים רבים, עליהם אין לעובדי החברה כל שליטה, משפיעים על מחיר המניות ואלו יכולים כਮון להוריד את מחירי מנויות החברה ללא כל קשר לרוחותיהם. כדי למנוע זאת, קיימות תוכניות תגמול המבוססות על הביצועים בפועל של החברה, ואוטם ניתן לפחות מזוזה מרווח הכספי של החברה. בהתאם לתוכניות מסווג זה מוצבים יעדים ברורים לעובד לתנאי התגמול ולדרך המדידה של יעדים אלו באמצעות קרייטריונים ברורים. למשל, שיעור צמיחה מצטבר של רווח למניה על פני תקופה מוגדרת מראש. או שיעורי המשוערי התשואה על נכסיו החברה או הונה העצמי. התוכנית קובעת סכומים ואחווי זכאות (בזמןן או במניות) שיינתנו לעובד בתום התקופה והتلויים במידה הענקת התכנית במס' הרווח למניה לצמיחה יונק סך של 100,000 ש"ח לעובד בתום חמיש שנים מיום הענקת התכנית במס' הרווח למניה לצמיחה ששיעור שבין 12%-15%, באם שיעור הגידול יהיה 16%-20%. ישולם סכום של 125% מהסכום שנקבע. למעלה מ- 20% גידול יזכה את העובד במעטק של 140%. שיעור צמיחה של פחות מ- 10% לא יזכה את העובד כל בהטבה ובמידה ושיעור הצמיחה יהיה בין 12%-10% מקבל העובד 70% מהסכום שנקבע.

הטיפול החשבוני בכל מקרים אלו דומה לזה הנדרש מתוכניות מסווג "הטבה קבועה" (כמובן, באם הפרמטרים של כמהות ניירות הערך ומחירי העסקה ידועים בעת מתן הנטבה), ככלmr עם הענקת התכנית

התגמול יש לאמוד את ההטבה שנקבעה, לרשותה בטפרים ולדוחה עליה בדוחות הכספיים כאשר בכל תקופה חשבונאית יש להכיר ב"הוצאות שכר". במידה ואומדן עלות התכנית משתנים, יש לבצע תיקוני יתרות כנדרש.

3.4. הדיווח החשבוני לפי פליי SFAS 123

בחודש אוקטובר 1995 פרסמה FASB את תקן SFAS123 Accounting for Stock Based Compensation, הקובע הנחיות לטיפול החשבוני הנדרש בהנפקות אופציית לעובדים. התקן קובע שיטה למדידתרכיב ההטבה הכלול בהנפקות מסווג זה המבוססת על השווי הנאות למועד הענקה של ניירות הערך.

התקן SFAS 123 נועד להחליף את ה- APB25 בנושא הטיפול החשבוני בניירות הערך שהוקצו לעובדים, אולם לאפשר לחברות להמשיך ליישם את העקרונות שנקבעו ב- APB25. במקרה האחרון, נדרשות חברות לספק מידע על בסיס פרופורמה לגבי הרווח למניה אילו היו מיישמות את הוראות SFAS 123 לעניין רישום החוצאות בדוחות הכספיים. SFAS 123 מחייב لكن את כל חברות בנוגע לדרישות ה גילוי ובגעין רישום החוצאה לגבי הקצת ניירות ערך למי שאינם עובדים.

אופן מדידת ההטבה לפי SFAS 123

המדדיה תבוסס על השווי הנאות (fair value) של ניירות הערך במועד הענקתם (grant date). הערכת השווי תעשה בהתאם למספר האופציות שמצוות להיות ברוות זכאות (vesting) ; כלומר - אין לכלול הטבה לגבי אופציות שאין צפויות להיות ברוות זכאות, למשל איבוד זכות כתוצאה מההתפטרות, פיטוריין וכו', או אי עמידה בייעדי ביצוע. אך, בתקופות מאוחרות יותר, יש לתקן את עלות ההטבה הצפوية כדי לשקף את מספר האופציות בפועל לגבין תקדים הזכאות למימוש.

כאמור לעיל, לפי APB-25, המדידה תבוסס רק על הערך הפנימי (intrinsic value) שהוא העודף בין שווי השוק של המניה לבין מחיר (תוספת) המימוש של ניירות הערך במועד המדידה.

מועד מדידת ההטבה

השווי הנאות של ניר הערך יקבע במועד הענקה הן לגבי תוכנית "הטבה קבועה" והן לגבי תוכנית "תגמול לפי ביצועים" (Performance based stock option). עלות ההטבה תעשה על בסיס מספר ניירות הערך לגביים תקדים זכאות למימוש, והשווי הנאות שליהם במועד הענקתם.

אופן הערכת שווי האופציות

123 SFAS קובע שיש להשתמש במודלים כלכליים להערכת שווי האופציות, כגון: בלק ושולט או מודלים ביומפיים. במודלים אלה יש להביא בחשבון את הפרמטרים הבאים:

- * מחיר (תוספת) המימוש;
- * אורך חיים צפוי של האופציה;
- * שונות מחיר המניה (volatility);
- * תשואת הדיבידנד של המניה;
- * שער הריבית חסר הסיכון בתקופת חיי האופציה.

כאשר מדובר בחברה ציבורית יש לאמוד את הפרמטרים דלעיל. בחברה פרטיט לא ניתן לאמוד את שונות המניה וכן שווי האופציה יקבע בהתאם ל"ערך מינימום" (minimum value) המחשב על ידי הפקחת מחיר המניה של הערך הנוכחי של תוספת המימוש והדיבידנדים שיחולקו עד מועד המימוש.

הערכת תקופת חיי האופציה

הפרמטרים בהם יש להתחשב בעת הערכת תקופת החיים הצפויים הם:

- א. vesting period - תקופת הזמן בה מתחייב העובד להישאר קשור לחברה כדי שיהיה זכאי למימוש את האופציה. תקופת החיים הצפויים הינה לכל הפחות כאורך התקופה המינימלי לגיבוש הזכאות ולכל היתר כאורך התקופה עד למועד פקיעת האופציה. בנוסף משפיע משך הזמןLOCATIONS על נטיית העובדים למימוש מוקדם, שכן ככל שימוש זמן זה ארוך יותר, כך סביר יותר שמועד המימוש יהיה סמוך לאחר סיוםו.
- ב. ניסיון העבר מהנקודות קודמות.
- ג. שונות צפואה של שינוי מחיר המניה.
- ד. יחס ההמרה - ניתן להשתמש ביחס ההמרה כאומדן לנסיבות המימוש המוקדם של האופציה.

הערכת שונות מנת החברה

הפרמטרים בהם יש להתחשב בעת הערכת שונות צפואה הם:

- א. השונות ההיסטורית של המניה בתקופה האחרונה (לפני התענקה) ואשר תחושב לכל הפחות לאורך תקופת זמן כאורך תקופת החיים הצפוי של האופציה.
- ב. תקופת הזמן שהחברה נסחרת בבורסה. במידה ותקופה זו קצרה מתקופת החיים הצפוי של האופציה, תחושב השונות ההיסטורית לאורך התקופה הארוכה ביותר בה נסחרה המניה (לחברה שאינה ציבורית ניתן לאמץ שונות של חברות דומות).

- ג. יש להשתמש בדגימות בהפרשי זמן הולמים. בדרך כלל, תשואות שבועיות למשך תקופה ארוכה יתאימו לאמידת שנות היסטורית.
- ד. אין לשנות ולעדרן את השווי הנאות שהוערך במועד ההענקה כתוצאה משינויים בתקופת החיים של האופציה; שווי שוק המניה; שנות מחיר המניה; תשואת הדיבידנד של המניה; או שער הריבית חסר הסיכון בתקופת חיי האופציה.

עתוי זקיפת עלות ההטבה כהוצאה בדוחות הכספיים

את עלות זכויות ההטבה שהוענקו בגין שירותים עבר יש לקוף בעת ההענקה. עלות ההטבה של זכויות שהוענקו בגין שירותים עתידיים יש לקוף בדרך כלל לפי שיטת הקו ישיר, על פni התקופות בהן יסופקו השירותים המתייחדים (אולם לא מעבר ל- *(vesting period)*).

3.5. הדיווח החשבונאי על אופציות למנחים

תקנה SFAS-123 קובעת שהדוחות הכספיים של חברות, להן תוכניות להענקת ניירות ערך לעובדים, יכללו לפחות קשר לשיטה החשבונאית שנבחרה על ידי אותן חברות, את הגילויים הבאים:

תיאור התוכניות

תיאור התוכניות, כולל את התנאים הכלליים של הזכויות, הדרישות לגיבוש הזכאות, תקופת החיים המקסימלית של כתבי האופציה שהוענקו ומספר המניות שאושר לצורך הענקה של כתבי האופציה.

מידע הנדרש בגין כל שנה לגבייה מוצג דוח רוח והפסד

1. מספר ומוצע משקלל של מחירי (תוספות) המימוש של כתבי האופציה כדלקמן:
 - א. מספר האופציות הקיימות לתחילת שנה;
 - ב. מספר האופציות הקיימות בסוף השנה;
 - ג. מספר האופציות הניתנות למימוש בסוף השנה;
 - ד. מספר האופציות שהוענקו במהלך השנה;
 - ה. מספר האופציות שמומשו במהלך השנה;
 - ו. מספר האופציות שהזכו לחן אבדה במהלך השנה;
 - ז. מספר האופציות שפרקעו במהלך השנה.
2. ממוצע משקלל של השווי הנאות למועד ההענקה של כתבי אופציה שהוענקו במהלך השנה. אם מחירי המימוש חולק מכתבי האופציה אינם זהים לשווי השוק של המניה במועד ההענקה של כתבי האופציה, יש לכלול גליות של המוצע המשקלל של מחירי המימוש וממוצע משקלל של

השווי הנאות לכל כתבי האופציה, בנפרד לגבי כתבי אופציה שמחירים המימוש שלהם: זהים, גבוהים, או נמוכים, משווים השוק של המניה במועד ההעתקות של כתבי האופציה.

3. תיאור השיטה וההנחות המהוויות שנלקחו בחשבון במהלך השנה לצורך הערכת שווי כתבי האופציה. הערכת השווי תהשכ卜 בפרמטרים הבאים:

- א. תקופת החיים הצפואה של כתבי האופציה;
- ב. שונות מחיר המניה;
- ג. תשואת הדיבידנד הצפואה של המניה;
- ד. שער ריבית חסר הסיכון בתקופת החיים הצפואה של כתבי האופציה.

4. עלות ההטבה שנכללה בדוח רווח והפסד בהקשר לתוכניות.

5. שינויים מהותיים בתוכניות הקיימות.

בנוספ', חברות שבחרו להמשיך ולמדוד את מרכיב ההטבה הכלול בתוכניות לפי הכללים שנקבעו ב- APB-25, תצננה, בגין כל שנה לגבי מוצר דוח רווח והפסד, גם נתוני פרופורמה של רווח נקי ורווח למניה שהיו מתקבלים אילו השיטה שהוצעה ב SFAS-123 הייתה מיושמת לצורך מדידת מרכיב ההטבה.

מידע נדרש בגין כתבי אופציה הקיימים לתאריך המאוזן האחרון המדועת

תקן SFAS123 דרוש, כמו כן, את הגילויים הבאים:

1. טווח מחירי (תוספות) המימוש;
2. ממוצע משוקל של יתרת תקופת החיים של כתבי האופציה.

במספר אי' מובאת דוגמא השוואתית של יישום דרישות הגלוי באלה"ב בוגע להקצת אופציות לעובדים. הדוגמא נלקחה מהדו"חות הכספיים של חברת "נייר חדרה" לשנת 1995. ביאור 2(ו) בדו"ח זו בהשפעת היישום של כללי החשבונאות המקובלים באלה"ב, ובמיוחד בהתיחסות להוצאה בגין תוכנית האופציות לעובדים. עקרונית היה צורך לכלול גם את ההשפעה של יישום SAFS-123 על הרווח הנקי, למטרות המשך יישום כללי APB-25' (ראה ביאור 2(ג) הדן בנושא זה) ולקזו מהרווח הנקי (ראה ביאור 2(ה)).

3.6. יישום תקן 123 FASB והבעיות במדדת שווי האופציות

קביעת גודל ההטבה (B&S)

תקנת ה- FASB מציעה להשתמש במודלים מימוניים כמו זה של Black&Scholes (להלן B&S) כדי להעריך את שווי האופציה. שווי זה ירשם כהוצאה. ההוצאה תיזקף לאורך התקופה שבה מתגבשת זכאות העובד למימוש האופציה.

הकשיים בקביעת שווי ההטבה

הकשיים בקביעה כזו הם:

- * בעיות הנובעות מהמודל המימיוני של B&S.
- * בעיות נוספות הקשורות לגבי אופציות לעובדים.

A. בעיית המדייה במודל S

סטיית התקן מהויה פרמטר מרכזי בנוסחת B&S. פרמטר זה בעיתי לאמידה מכיוון שהנוסחה מותבسطת על סטיית התקן העתידית של תשואת המניה, אך ביכולתנו לאמוד רק את סטיית התקן ההיסטורית של תשואת המניה. בכך שהאמידה ההיסטורית תהיה רלוונטית, יש להניח סטציונריות את סטיית התקן. אולם מחקרים מוכחים כי סטיית התקן תליה לאורך תקופה המדגם ובקצב הדגימה. למשל נדגו טויות התקן מתשואות יומיות שבועיות, חודשיות, שנתיים ועוד על פני תקופות שונות (רביעון, שנה, מספר שנים) ונמצאו שינויים מהותיים ביותר בסטיית התקן שנאמדה.

בעיה נוספת ביחסם לנוסחת B&S היא הנחה של שער ריבית קבוע לכל אורך חיי האופציה. בפועל, שער הריבית חסר הסיכון הוא משתנה סטוכסטי מה שמשפיע על מודל ההערכתה של שווי האופציה.

B. קשיים ביחסם מודל S&B להערכת אופציות לעובדים

1. תקופת פקיעת האופציה - לאופציות נטחרות יש במוצע תשעה חודשים עד לפיקעה, לאופציות לעובדים יש במוצע כ- 5 שנים עד לפיקעה. במודל S&B מניחים הנחה לגבי סטיית התקן וטוענים שהיא נשארת קבועה לאורך חיי האופציה. הנחה זו יכולה להיות סבירה כאשר חיי אופציה הם לפחות מספר חודשים, אך קשה לקבל אותה כאשר האופציות מונפקות לפחות שנים.

2. פירעון מוקדם - לפי מודל S&B האופציה היא אירופאית, כלומר אין כדאיות במימוש האופציה לפני מועד הפיקעה. ההנחה בנוסחת היא שהמשקיע יכול להגן באופן מושלם

על השקעתו ע"י פוזיצית Short במניה ומכירת האופציה. מכיוון שהעובד לא יכול לשחרר באופציה, יכולתו להתגונן מפני סיכון קטן ולכן ייתכן שיממשה כדי להתגונן מחשיפת יתר לסיכון ייחודי לחברת. היות וקיים סיכון למימוש מוקדם, הנחת גודל ההטבה היא מופרצת, כך שהשווי שimdד כבר לא יהיה השווי הנוכחי.

תקופת חסימה - האופציות מונפקות בד"כ לעובדים לתקופה מסוימת, כאשר בתקופה זו אין העובד יכול למשן. במצב זה שווי האופציה בעניין העובד נמוך מהשווי לפי S&B מהסיבות הבאות:

- העובד לא יכול להתגונן מפני סיכון.
- העובד אינו יכול למשן את האופציה מוקדם ולכן היא שווה פחות.
- אם העובד מידע היכול להשפיע על רצונו למשן הוא אינו יכול למצות זאת.

ג. בעיות נוספות

1. בעיית עזיבה מוקדמת - לעיתים עזב העובד את עבודתו או מפטר. במקרה זה מאבד העובד את זכאותו לאופציות אשר לא הגיעו עדין לידי גיבוש, ולכן ערך האופציה צריך להיות מותאם כלפי מטה. התאמה זו נעשית ע"י הכפלת ערך האופציה באחד פרחות הסיכוי לעזיבה. ה- FASB מציע שהסיכום לעזיבה יאמד ע"פ ניסיון העבר בפירמה וזה מעורר מספר קשיים:

- לעיתים עזב העובד את עבודתו לאחר תום תקופת הזכאות אך לפני תום תקופת המימוש. במקרים מסווג זה נוטים עובדים רבים למשן את האופציות שבידיהם בעת או בסמוך למועד עזיבתם, ולכן יש ירידת ערך לאופציה לעומת השווייה התיאורטי.

- כאשר מחיר המניה עולה נוטים העובדים לעזוב פחות. במקרה כזה ההסתמכות על שיעור ההיסטורי תגרום להערכת יתר של האופציות.

- ככל שהזמן לתוכם תקופת הזכאות קרבת, כך ההסתברות לעזיבה קטנה, ולכן שיעור העזיבה בפועל הוא נמוך ממה שמשתתקף על פי הממוצע ההיסטורי.

2. בעיית מיסוי - האופציות ממושכות בעת המימוש, מה שיכל להשווות את מימוש האופציה.

3. בעיית ההשפעה על מבנה החון - כתבי האופציות מאפשרות לחברתagiis בעtid hon מנויות נוסף (אם כי בהטבה). הדבר בעל השפעה על שונות מחיר המניה.

3.7 דרישות הדיווח והגילוי על אופציות למנהלים בהתאם לתקן הבינלאומי

דרישות הדיווח והגילוי לגבי הטבות Maoptions לפי התקן הבינלאומי שונו ב- 1998 IAS 19 ואשר תחולתם מ- 1.1.99. בתקן בולט במיוחד סעיף 145: "תקן זה אינו קובע דרישות הכרה ומידה של תגמול מהבטות בדרך של hon עצמי". מצוין שלמרות שהמידע על ערכם של המכשירים הפיננסיים בתכניות אלו הינו מועיל למשתמשים בדוחות הכספיים, הרי בהיעדר חד משמעות בהערכת שווי אופציות אין התקן דורש חובת גילוי שכזה (ראה סעיף 152). בכך שומט תקן 19 IAS את הקרע מתחת לקביעת התקן עצמו שקיים נחיצות למשתמשים בדוחות הכספיים במידע האמור.

יחד עם זאת, דרוש התקן המעודכן מהחברה דיווח על הפרטים הבאים:

- א) טיבן ותנאי תכניות תגמול הכרוכות בהון עצמי.
- ב) מדיניות הטיפול החשבונאי ברישום התכניות.
- ג) הסכומים שהוכרו בדוחות הכספיים בשל תכניות תגמול הכרוכות בהון עצמי.
- ד) מספר ותנאי המכשירים הפיננסיים בתכניות התגמול של החברה לתחילת התקופה החשבונאית ולסופה, וכן מידת הזכאות (vesting) של העובדים למכשירים פיננסיים אלו בתחילת התקופה החשבונאית ובסופה.
- ה) מספר ותנאי המכשירים הפיננסיים שהונפקו ע"י החברה במשך התקופה למטרות תכניות תגמול הכרוכות בהון עצמי והערך הנאות של כל הטבה.
- ו) מספן, תאריכי הפיקעה ומהירות המימוש של אופציות למנויות הכלולות בתכניות תגמול שימושו במשך התקופה.
- ז) מספן של אופציות למנויות שהוחזקו ע"י תכניות תגמול או ע"י עובדים הזכאים לתכניות אלו אשר מועדן פקע במשך התקופה.
- ח) הסכום וה坦אים העיקריים של כל הלואאות או ערבות שהונפקו ע"י החברה לתכניות התגמול הינו.

כמו כן על החברה לגלות:

- ט) הערך הנאות, לתחילת התקופה החשבונאית ולסופה, של המכשירים הפיננסיים שאינם אופציות למנויות, לצורכי תגמול.
- ו) הערך הנאות ומועד הנפקתם של המכשירים הפיננסיים שאינם אופציות למנויות שהונפקו במשך התקופה ע"י החברה לעובדים או לתכניות תגמול הכרוכות בהון עצמי. במידה ואין זה עשוי לקבוע את הערך הנאות של מכשירים פיננסיים אלו, יש לציין עובדה זו.

כאשר לחברה יותר מתכנית אחת לתגמול הכרוכה בהון עצמי, ניתן לבחור בין גילוי פרטני לכל תכנית בנפרד או להסתפק בדיווח ארגטיבי באופן שישמר את עיקרי מהות המידע. על הארגזיה להתבצע בדרך של מומצעים משוקלים או בדרך של טווח ערכיים צר (למשל דיווח ארגטיבי של מספר הקצאות בטוויח מהיר מימוש צר). גם לגבי ההקצאות שבוצעו בפועל, יכול הגילוי להיות בהקבצות. בכל מקרה נדרש לציין את משך הזמן לימיוש ומהירות המימוש. הקבוצה אפשרית הינה למשל לאופציות שחן "מחוץ לכסף" ואופציות שחן "בתוך הכלסף".

בנוספַּךְ לכך, קובע התקן שחברה צריכה לדוח על הפריטים לעיל כאשר מתבצעת:

- א) הקצאת הטבות תגמול מהון עצמי למנהלים בכירים.
- ב) הקצאת הטבות תגמול מהון עצמי בדרך של מכשירים פיננסיים המונפקים ע"י חברת האם.
- ג) תוכנית תגמול המתבצעת באמצעות צד שלישי.

לסיכום,דרישות התקן הבינלאומי אין כה מחייבות כמו הדרישות האמריקאיות. חברה למשה רשאית שלא לדוח כלל על עלות תכנית תגמול והשפעתה על רוח החברה אפילו לא בהתאם לדרישות ה- APB 25. התקן מתעלם במודע מביעית המדידה ומועד ההכרה בהוצאה בתכנית תגמול. למורת זאת, הדרישות החדשה של התקן המחייבת דיווח על תוכנית התגמול לעובדים בכלל ולמנהלים בפרט הין בעלות חשיבות מרובה.

3.8 המלצות שהוגשו למוסד לתקינה חשבונאית בישראל

צוות חסיבה שהקים המוסד לתקינה חשבונאית ב- 1998, לבחינת הסוגיה החשבונאית הנוגעת לעקרונות הטיפול החשבוני באופציות לעובדים, בוחן את הסוגיות אלה התייחסנו כבר בפרק 3.6 של עבודהינו והגיש המלצותנו.

דו"ח צוות החסיבה מתייחס אל המאפיינים הייחודיים של אופציות לעובדים, ובעיקר נושא אי הסחרירות, איסור מימוש עד מועד ה- vesting, ותלות באירועים עתידיים. הוצאות התייחסו לשולשה מודלים להערכת השווי ההונג של האופציות במועד הענקה: מודלblk ושולס, גישת הערך הפנימי (Intrinsic Value) וערך מינימום (מודל נאיבי). למורת יתרונו התיאורטי של מודלblk ושולס, לא ממליץ הוצאות על אימציו וזאת לאור הבעייתיות הרבה ביישום מודל זה לאופציות למנהלים כפי שפרטנו לעיל. מתוך כוונה לשמור את עקרונות האחדות והאובייקטיביות, ממליץ הוצאות על שימוש במודל הנאיבי לקביעת שווי האופציות המונפקות לעובדים, כלומר, מחיר המניה פחות הערך הנוכחי

של מחיר המימוש (העתידי). כמו כן, נקבע שיש לעדכן בדוחות הכספיים את הוצאות השכר מול קרן ההון.

את המלצות הוצאות ניתן לפצל לארבעה חלקים:

א. אופציות המוענקות לעובדים הן לפי תכנית משתנה (Variable Plan). במקרה זה מומלץ שהטיפול החשבוני יהיה תואם את המתכוונת בשיטה האמריקאית, קרי, לקבוע את שוויין ההוגן של האופציות ביום הענקה על פי מחיר המימוש ביום הענקה ולעדכן שוויין זה בדוחות הכספיים על פי השינוי במחירים המניה ובמחירים המימוש.

ב. כאשר האופציות המוענקות לעובדים הן לפי תכנית קבועה (Fixed plan) תוערך הנטבה לעובדים ביום הענקה לפי הערך שנקבע במודל הנאייבי, ובאותו מועד תרשמנה הוצאות שכר נגד קרן ההון. יום הענקה מוגדר כיום בו נקבעה המחויבות וההסכם ההדדי בין העובד למעביד לגבי הענקת תכנית האופציות. הוצאה השכר והקרן ההונית תזקפנה לאורך תקופת Vesting.

בכל נקודת עדכון בדוחות הכספיים יתחלק השינוי באומדן הלוות שנקבע על יתרת התקופה עד גמר ה-Vesting. הוצאות היה חלוק בסוגיה של משך תקופת העדכון (עדכון עד גמר תקופת המימוש או עדכון עד גמר ה-Vesting) ונקופה זו נותרה פתוחה.

ג. תכניות תגמול בהן זכאי העובד לאחר תקופת ה-Vesting שנקבעה למניות בהנחה יחסית למחיר השוק במועד המימוש. במקרה זה יזקף מלא סכום ההנחה (על פי מחיר המניה במועד הענקה) להוצאות שכר בחלוקת על תקופת ה-Vesting תוך עדכון תקופתי של ההנחה (על פי שינוי במחיר המניה - כאשר ההנחה היא יחסית למחיר המניה).

ד. הדוח ממליץ לפרט בبيانורים את חלק השכר הנובע מאופציות לעובדים. בדוח על תזרימי המזומנים, בנספח המפרט את התאמות הדרשות כדי להציג את תזרימי המזומנים מפעולות שוטפות, יש לבטא את השכר בשורה נפרדת.

נזכיר כי המלצות צוות החסיבה אין מתיחסות כלל לדרישות הדיווח על אופציות למנהלים כפי שנדרש בתקן הבינלאומי כפי שהובא בסעיף 3.7.

3.9 הגילוי הנדרש בישראל ע"י המפקח על הבנקים

בנק ישראל דורש גילויים נוספים על אלו של גילוי הדעת המחייבים בישראל (ראה התקן הבינלאומי מס' 19 הנידון בסעיף 3.7 להלן) ומעבר לדרישות הרשות לנירות ערך, הבורסה ושלטונות המס.

הוראות הדיווח לציבור של המפקח על הבנקים לגבי האגדים בנקאים בנושא זה תוקנו בסוף 1998.
הוראות דיווח אלו הן ברוח התקן האמריקאי 123, FASB, כפי שנידון בסעיף 3.4 להלן.

הוראות המפקח דורשות סעיף "MSCORROTH וחותמות נלוות" שבדיווח הכספי יכולול את כל מרכיבי עלות השכר כולל עלות ההטבה לעובדים בשל הנפקת מנויות, אופציות וזכויות בשל הצעת מכרז על ידי בעל שליטה בתאגיד בנקאי. ההוראות קובעות שלגביה הנפקות לעובדים שבחן לא נקבעו התנויות לגבי זכות שימוש ההטבה לעובדים הזכאים, תיחסב ההטבה כאילו ניתנה בגין שירותים בעבר. במקרה זה יזקף ערך ההטבה כהוצאה בתקופה הדיווח שבה הוענקו הזכויות. במידה והותנה הזכאות לשירותים עתידיים לעובד, לרבות התcheinיות לעבוד במשך תקופה מוגדרת, תיפרש הוצאה על פני התקופה מיום המדייה ועד להפיכת הזכאות לモוקנית (Vesting).

כאשר הזכאות לאופציות ולמנויות מותנית בשירותים עתידיים שאמור העובד לספק, לרבות התcheinיות לעבוד במשך תקופה מוגדרת, תיפרש ההוצאה על פני התקופה מיום המדייה ועד להפיכת הזכאות לモוקנית (Vesting).

הוראות המפקח על הבנקים באשר לקביעת יום המדייה עקביהם עם הוראות ה- 123, FASB, ככלומר:
כאשר מתקיימים שני התנאים:

א. בוצעה הנפקה או אושרה הזכאות להטבה.

ב. נקבעו מספר המניות שהעובד זכאי לקבל ומהירות ישולם העובד עדין.

ההוראות הנוגעות למדידת ההטבה מפורטות כדלקמן:

א. כאשר חבילת ההטבה כוללת רק ניירות ערך שלגביהם קיים שוק פעיל שבו ניתן לצטט מחיר שוק, יקבע ערך ההטבה כהפרש שבין המחיר שנדרש העובד לשלם ומהירות השוק של חבילת ההטבה.

ב. כאשר חבילת ההטבה כוללת ניירות ערך שלגביהם לא קיים שוק פעיל שבו ניתן לצטט מחיר שוק, יקבע ערך ההטבה כהפרש שבין המחיר שנדרש העובד לשלם לבין ה"שווי האנאי" של חבילת ההטבה.

ג. ההטבה תכלול גם זכיפות מס הנובעת מחבילת ההטבה.

המפקח על הבנקים דורש גילוי נוסף בביורו המפרט עלויות אלו. ככלומר, גילוי של מרכיבי התגמול כמו משכורות (כולל בונוס ותשומות אחרים לעובדים), הטבה עקב הנפקה לעובדים, הוצאות נלוות אחרות, וכן השלמה עתודות בגין הוצאות נלוות עקב שינויים בשכר לשנת החשבון.

דוגמה לגילוי כזה ביחס להטבה מאופציות למנכ"ל נמצאת בנספח ב' שנלקח מבואר מס' 16 לדוחות הכספיים של בנק המזרחי לשנת 1997.

3.10 הלוואות החברה לתוכנית אופציות לעובדים

מבחנים בין שלושה סוגים של הלוואות:

- א. הלוואה ישירה – הלוואה לתוכנית האופציות לעובדים (ESOP) ממלווה שאינו המעסיק. בד"כ להלוואות אלו קיימתUrבות המעסיק.
- ב. הלוואה בלתי ישירה – הלוואה של המעסיק לתוכנית האופציות לעובדים כאשר המעסיק מגייס את הלוואה ממוקור חיצוני.
- ג. הלוואות מעסיק – הלוואה המעסיק לתוכנית האופציות לעובדים באופן ישיר.

במקרים הללו של הלוואות לתוכנית האופציות לעובדים עלות הסוגיות החשובניות הבאות:

.1. כיצד תרשם הלוואה בחברה המלווה?

.2. כיצד יש להכיר ולדוח על הוצאות הריבית של הלוואות אלו?

ה- AICPA קבע בניר עמדה 93-6 (Employers' Accounting for Employee Stock Ownership) SOP 93-6

: (Plans) את הכללים הבאים:

- א. בהלוואה ישירה, על החברה לדוח על התcheinבות ה- ESOP לגורם החיצוני כהתcheinות. בנוסף לכך, הוצאות הריבית נרשומות בספרי החברה. גם התשלום שמבצעת תוכנית האופציות לעובדים להפחחת הלוואה תרשם ע"י החברה כהפחתה של התcheinות.
- ב. בהלוואה בלתי ישירה, על החברה לדוח על הלוואה ממוקור חיצוני כהתcheinות. אליה לחברה לדוח על נכס "חייבים לקבל" של תוכנית האופציות לעובדים ומושם לכך אינה יכולה להכיר בהכנסות מריבית מה haloואה לתוכנית האופציות.
- ג. הלוואה המעסיק (החברה), לתוכנית האופציות אינה מוכרת כ haloואה לגוף חיצוני ולכן אליה לחברה לרשות את haloואה לתוכנית האופציות במאזנה כ"שטרות לקבל". בהתאם לכך, החברה לא תכיר בהכנסות מריבית או בהוצאות ריבית בגין haloואה זו.

3.11 אופציות למניות של חברות לאחר ארגון מחדש

לעתים, כאשר חברת מותאגנת מחדש כמו בדרך של פיזולה (spinoff), משנים המBUSיקים את תנאי האופציות לרכישת מניות שהוענקו בעבר לעובדים. שינוי תנאים אלו יכול לכלול הפקחת מחיר המימוש, הגדלת מספר המניות שניתן לרכוש באמצעות האופציות שניתנו, תשלום בمزומנים לבני האופציות, והנקמת אופציות חדשות. הסוגיות החשובניות הנובעות מארגון מחדש של ההון העצמי הן:

1. האם נוצר מועד מדידה חדש לקביעת הוצאות התגמול במקרה של שינוי בתנאי היטהה קבועה לאחר ארגון מחדש?
2. אם נוצר מועד מדידה חדש, כיצד יש לרשום (אם בכלל) את הוצאות התגמול הנוסף?
3. הטיפול הנדרש אם הוגדרו בתכנית האופציות מראש ההתאמות בתנאי האופציות בגין הארגון מחדש.

כמו כן כאשר חל שינוי בערך הכלכלי של האופציות לאחר פיצול (למשל עקב שינוי ביחס מחיר ממושך לשוק) נוצר מועד מדידה חדש ולכן יתכן ותידרש הכרה בהוצאה נוספת נספת ביום השינוי בתנאי האופציות.

ה- AICPA קבע ב-9-90 EITF שכאשר ההסדרים הם כפי שמצוור בסוגיות (1) ו- (2) לא קיים מועד מדידה חדש ולכן אין צורך להכיר בהוצאות התגמול נוספות. באשר לסוגיה (3), במקרים בהם מתבצע תשלום לבני האופציות כפיזוי על ירידת ערךן הכלכלי בגין הארגון מחדש, יש להכיר בתשלום זהה כהוצאה מיידית. אם בנוסף לתשלום במזומנים משתנים גם תנאי היטהה קבועה באופציות, אין להכיר בהוצאה נוספת מעבר לתשלום שבוצע בזמן. לבסוף, כאשר משתנים את תנאי היטהה קבועה בכך לשמר את הערך הכלכלי של האופציות שלא באמצעות תשלום במזומנים, לא נוצר מועד מדידה חדש ולכן אין הכרה בהוצאה נוספת.

3.12 הספרות האקדמית

מספר מחקרים ניתנת השלכות יישומי ה- FASB 123 (1993) Rouse and Barton. סוקרים את הבעיות אליהן עשויות להיקלע חברות בשל אפשרות אפשרי של התקן הנוגע לאופציות לעובדים. חילוקי הדעות הן בשלוש סוגיות:

- א. האם הענקת אופציות לעובדים מחייבת הכרה בהוצאות?
- ב. אם התשובה לא' חיובית, כיצד יש להכיר בהוצאה זו?
- ג. متى יש לבצע את המדידה?

הבעיה העיקרית לדברי מחברי המאמר היא הקושי בהערכת אופציות לעובדים. קיימים מספר מודלים להערכת אופציות וקיים הצורך להחליט באם מודלים אלו מסוגלים לאמוד את הערך הנוכחי של האופציות בעלות ובאמינות סבירים.

בבמאמר (1991), בchner אספקטים של חוסר סימטריה בין חברות העולול להיווצר מיישום כללי הדיווח של SFAS 123. לדבריהם, דרישות ה-SFAS עלולות להשפיע מהותית על תוצאות עסקיות של חברות שאין משלמות דיבידנדים, בין אם מיישמים מודלים שונים להערכת אופציות או מועד מדייה שונים. כמו כן, קיימת השפעה מהותית על הוצאות כאשר תקופת השירות הצפואה של העובד מתקצרת (גמ' כאשר מיישמים שיטות הערכה המבוססות על מודלים אלטרנטיביים של תמהור אופציות). לטענותם, עיתוי המדייה הנוכחי והמתאים הוא מועד הענקת האופציות לעובדים והוא עדיף על כל עיתוי מדייה אחר.

במאמר (1995) בchner את סוגיית דרך השפעת אומדן שונות מחירי מנויות על ערך האופציות. מסקנתם היא שקביעת ערך האופציות לעובדים למטרת קביעת החוצאה התקופתית אינה מושפעת מהותית מדרך חישובי שונות מחירי מנויות אלטרנטיביים. בקביעתם זו הם משתמשים על שלוש שיטות אמידה. הם ממליצים שכאשר משתמשים בתנאים היסטוריים לחיזוי שונות חודשיות של מחירי המניה לחמש השנים הבאות, יש למסדר את שונות המוחירים של מנויות הבסיס לתקופה של חמישה שנים, כאשר השונות נמדדת ממחירי סגירה שבועיים או חודשיים. במידה ולא קיימים מחיריים היסטוריים של מנויות הבסיס עדיף לבסס את אומדן השונות על מחירי מניה של חברת דומה (לרוב, באותו ענף תעשייתי ובגודל נכסי דומה).

Marcus and Kulatilaka (1994) פיתחו מודל להערכת אופציות המביאות בחשבון מימוש מוקדם של אופציות על-ידי עובדים. המאמר מציבע על המסקנות הבאות:

א. ערך אופציות לעובדים נזוק בהרבה מערך המחושב לפי מודלים קונבנציונליים אפילו באם מערכיכים את האופציות הללו במחצית אורך תקופת החיים שלהם.

ב. ערך האופציות לעובדים רגish למשתנים שאינם מופיעים במודלים קונבנציונליים לתמהור אופציות.

ג. ערך האופציות לעובדים יורך כאשר שונות מחירי מנויות הבסיס גדלה.

ד. ערך האופציות לעובדים יכול להיות אף נזוק מהmoצע כ"ערך מינימלי" של האופציה.

בבסיסו עבדותם של Marcus and Kulatilaka (1994) עומדת גישת מיכסום תועלת כאשר הניצע אינו יכול לסתור באופציות ובכך למזער את חשיפתו לסיכון. מודלים אלו דורשים ידע על דרגת הרתעה מסיכון של המנהל, כמו גם על הון נכסיו ממוקורות אחרים. מעבר לקשיי האמידה בגין החסימה, עניין החסימה בעיתני באשר מביא למצב בו ערך האופציות לניצע שונה מעלותן לחברת המקצה.

בשפיעה על שווי ההטבה בגין האפשרות שהניצע יעוזב את החברה ובכך יפקעו האופציות טרם זכאות. Carpenter (1998). היא מראה שמודל שווי של אופציות אמריקאיות כאשר מועד המימוש הוא אקראי טוב באותה מידה כמו המודלים המורכבים יותר שצינו לעיל.

FASB (1994), הראו שערך האופציות המוחשב לפי דרישות ה- Hemmer, Matsunaga and Shevlin גבוהה מערכן הריאלי. המחקר מצבע על כך שמנהלים ממשים את האופציות שלהם לפני מועד פקיעתן בכך לפזר את הסיכון. חישוביהם מצבעים על הטיה של כ- 20 אחוז במוצע בשווי על פי מודל S&B לעומת השווי בפועל. במאמר נוסף משנת 1996, בחנו חוקרים אלו את מאפייני אופציות למנהלים על-פני זמן. המחקר מדוח על מתאם חיובי בין שנות התשואה על אופציות ואורך חי האופציות. לעיתים, כאשר חברות נוקטות מדיניות של ניטרול סיכון, המתאים בין שנות מחيري המניה ומימוש מוקדם של האופציות קטן.

Balsam (1994) בוחן את הקשר שבין הטיבות הון הנובעות ממטען אופציות לרכישת מנויות לעובדים בצד אלו הנובעות אפשרות רכישת מנויות בהנחה. מחקרו מצבע על כך שלמעשה הענקת SAR אקוילנטית להקצת אופציות וכן יש לתמוך הענקת SAR כמו תמחור אופציות לצורך קביעת עלות ההקציה.

ניתוח מפורט של הקשר בין התגמול מאופציות לביצועי החברה מצוי במאמרו של Hall (1998). הניתוח מתייחס לכך שתוכניות האופציות הן רבת שנתיות ובהשלכות ביצועי המניה הנוכחים על תנאי ההקצאות העתידיות. בנויגוד לממצאים קודמים בספרות, הראה מחקרו של Hall קשור גבוהה בין תגמול מאופציות לביצועי החברות.

4. השלכות המס בישראל של הקצאת אופציות לעובדים

4.1. כללי

בשעת הקצאת מנויות או אופציות לעובדים יש להתחשב בהשלכות המס. פקודת מס הכנסה בישראל מאפשרת בחירה בין שני מסלולי מיסוי:

א. מיסוי לפי סעיף 2(2) - כלומר הכנסה מעובדה או סעיף 3ט' - כלומר זכות לרכישת נכס במחair מוזל.

ב. מיסוי לפי סעיף 102.

בחינת הגילוי החשבונאי, לבחירת מסלול המיסוי השלכות דיווח מאד מוחתיות. במידה ובחירה החברה במיסוי לפי סעיף 102 היא יוצרת למעשה התחייבות עתידית. لكن דורשים שלטון המס גילוי נאות של התחייבות זו בדוחות הכספיים של חברות הבורסה במסלול מיסוי לפי סעיף 102.⁵

4.2. מסלול סעיף 2(2) סעיף 3ט'

מיסוי מנויות ואופציות בהטבה

במועד הענקת המניות או האופציות מכירים בהטבה כהכנסת עבודה רגילה לפי סעיף 2(2). כלומר, גובה הטבה יהיה הפרש שבין שווי המניות או האופציות בשוק לבין עלותם לעבוד. בשלב זה העובד נעשה לבעל מנויות או אופציות רגיל, וכן, במכירה דין דין רוח הון. במידה והמניות אין רשות למסחר בבורסה יהולו הכללים הרגילים של רוח הון, דהיינו שיLOB של סעיף 88 עם סעיף 94ב' כלומר חישוב "רווחים ראויים לחלוקת" מההואים סכום אינפלציוני נוסף מתוך רוח ההון, אשר מחויב במס בשיעור של 10% בלבד.

באם בעת הענקה קיבל העובד נייר ערך שתוארו ניתן לאמוד - ימוסה העובד לפי סעיף 2(2) (הכנסה מעובדה). במועד המימוש יש לעבוד זכות לרכישת נכס במחair מוזל מהמעביד והפער בין תוספת המימוש לשווי השוק של המניה מהויה, לפי סעיף 3ט', הכנסת עבודה אצל העובד וממוסה לפי סעיף 2(2). מכאן ואילך הופך העובד לבעל מנויות וחל רוח הון רגיל במכירה.

השלכות השימוש בסעיף 2(2) ובסעיף 3ט'

יש לזכור שמרת הענקת המניות או אופציות לעובדים נעשית בידיחזק את הקשר ומחויבות העובדים לחברת שימוש בסעיף 2(2) או בסעיף 3ט' מפחית מיעילות גישה זו בטוח ארוך מהטעמים הבאים:

⁵ ניתוח מפורט של שיקולי המס בתכנית תגמול לעובדים מצוי בפרק 2.4 של חוברת סומך-חיקין בנושא משנת 1993.

1. **מימוש המס** - העובד נאלץ לשלם מס כבר במועד ההעתקה. לכן, עשוי העובד למש מידי ולמכור את המניות או האופציות שבידיו על מנת לממן את תשלום המס. מימוש כזה מנתק את הקשר שנוצר בין העובד והחברה.

2. **הכרה בעליות** - בפקודת מס הכנסה אין הוראה מפורשת על דרך ההכרה בהכנסה בשלב ההעתקה ובאים זו תהויה בסיס עלות בשלב מכירת המניות או האופציות. כלומר, אין כללים ברורים על כפל מס, ובאים בעליות אלו תהיינה צמודות למדד.

3. **קייזו הפסדים** - כאשר העובד מוכר את המניה שנטקלה לאחר מימוש האופציה ונוצר לו הפסד הון, הוא לא יוכל לקיזו הפסד זה משכר העבודה בעתיד. זאת היות והפסדי הון ניתנים לקיזוז מרוחхи הון בלבד. כלומר, ניתן מצב שבו חל על העובד מס בעת קבלת האופציה ובעת מימושה למניה, אך בעת מכירת המניה נוצר לו הפסד שאינו מוכר לצורכי מס (בשיעור מס הכנסה השולי).

השלכות מיסוי נספנות הנובעת מישום סעיף 2(2) וסעיף 3 ט':

- לאחר והatteבה לעבוד נחשבת הכנסת עבודה, לפי סעיף 2(2), لكن חלק עליו גם חובת תשלום ביטוח לאומי ומס בריאות על סכום ההatteבה.
- לא נאמר במפורש בפקודה שהatteבה הרוינית אשר בגין חל מס על העובד תוכר כהוצאה למעביד.

4.3. מיסוי לפי סעיף 102

בהתאם לסעיף 102 לפקודת מס הכנסה, הכנסתו של העובד מהקצתה מניה או אופציה לרכישת מניה תהיה פטורה ממש בעקבות ההקצתה בהתקיים התנאים הבאים:

- ההקצתה בוצעה בתמורה ליתור של העובד על שכר.
- תעוזות המניות או אופציות לא נמסרו לעובד אלא הופקו בידי נאמן שאושר לכך כך ע"י נציג מס הכנסה לפחות תקופה של שנתיים לפחות.
- החברה והנאמן הודיעו לפקיד השומה על התוכנית 30 ימים לפני ביצועה.

בעת מכירת נייר הערך ע"י הנאמן או לחילופין בעת העברת נייר הערך על שם העובד (לאחר תקופת החסימה האמורה של שנתיים) ימושה העובד לפי סעיף 88 לפקודה (רווח הון). ה"עלות" לצורך חישוב רוחה ההון תהיה רק הסכום ששילם העובד בעת ההקצתה, ה"תמורה" תהיה שווי השוק של נייר הערך בעת מכירתו או העברתו לעובד. כמו כן לא יכול הפטור (לפי סעיף 97) במידה ומדובר במניות סחריות.

במידה והעובד מוכר את נייר הערך לאחר שהנאמן העבירו על שמו, יכול שוב סעיף 88 לפוקודה (רווח ההון) ובמקרה זה ה"תמורה" שנקבעה במועד העברת נייר הערך על שם העובד תהווה בסיסן עלות חדש לחישוב רווח ההון במועד המכירה.

רישום למסחר בבורסה

במידה ונרשם נייר הערך למסחר בבורסה, רשאי העובד לבקש מפקיד השומה שייחסב כאילו נמכרו ניירות הערך שלו. ה"תמורה" במקרה זה תהיה מחיר השוק הממוצע של נייר הערך בשלושת ימי המסחר הראשונים. במקרה זה יהיה רשאי העובד לדחות את תשלום המס עד למועד העברת נייר הערך על שמו/מכירתו נייר הערך. עד מועד זה יוכל חוב המס ריבית והפרשי הצמדה.

יש לשים לב - העובד אינו יכול לחזור בו מבקשת זו. כלומר, יש כאן אלמנט של הימור מצד העובד: רק במידה ושווי נייר הערך בבורסה עולה מעלה לגובה הריבית והפרשי ההצמדה אזו הרווחה העובד שבחר לבקש זאת.

ביטול למפרע

במידה והופר אחד התנאים לשימוש הסעיף 102 אשר נקבעו בכללים עיי' הנציג לאחר שבוצעה הקצתה תוכן שימוש במסלול זה (למשל אם הופסקה העסקת העובד בחברה תוכן תקופת השנתיים), אזו יחויב העובד לשלם תוכן 30 ימים ממועד ההפירה את הגובה מבין:

- א. המס שהוא חייב בו אילולא השתמש במסלול של 102, ובתוספת הפרשי הצמדה וריבית.
- ב. המס שהוא חל לפי סעיף 102 אילו נמכרו המניות במועד ההפירה.

יתריה על כן, במועד תוכן השנתיים ייבדק שוב חישוב המס לפי סעיף 102 נכוון לאותו תאריך, ואם סכום זה עולה על הסכום שחויב בו העובד במועד ההפירה (בתוספת ריבית והפרשי הצמדה) אזו יחויב העובד לשלם את ההפרש תוכן 7 ימים מתוכן השנתיים האמורות. כלומר, הפוקודה מטילה סנקציה חמורה על מנת למנוע שימוש בסעיף האמור למטרות שלא יועד אליהן.

יתרונות נוספים של יישום בסעיף 102 לעומת יישום סעיף 2(2) או סעיף 3ט'

השימוש בסעיף 102 מוגבר על ההשלכות השליליות שנבעו מישום סעיף 2(2) או סעיף 3ט' כדלקמן:

- א. אין צורך לממן מס משום שעיל העובד יוטל מס רק בעת מכירתו נייר הערך.

- ב. "תגמורה" המוחשבת בעת החיוב במס מהוות "בסיס עלות" (למשל בעת רישום למסחר בבורסה).
- ג. לאחר ונמצאים כל הזמן במסגרת פרק ה' לפקודת מס הכנסה (סעיף 102 נמצא בפרק ה' לפקודה הדן ברוחו הון) העובד זכאי לתאות עלויות (הצמדתו למדד).
- ד. לאחר והמס משולם רק בעת המכירה, נמנע מצב שבו שולם מס בשלב א' בעוד העובד יכול להפסיד בעת מימוש האופציה (מיושם אופציה על ידי הנאמן איןו מחייב במס לפי 3').
- ה. לאחר והכנסה לעובד לפי פרק ה' לפקודה היא רוח הון, לאוראה פטור העובד מביתוח לאומי ומס בריאות.
- ו. כללים 7 ו- 8 מתירים באופן מפורש למעביד לتبיע כחוצאה את רוח ההון הריאלי בו מתחייב העובד במועד בו שולם המס על ידיו או על ידי הנאמן. כך נפרטרה אי הבהירות שהייתה קיימת לפי סעיף 2(2) בוגע להתרת הסכום בו מוסה העובד כחוצאה למעביד.

4.4 דרישות שלטונות המס והרישום החשבוני

שלטונות המס בישראל נוטים להנפקת אופציות לעובדים בגין הטבה שהוענקה להם. גם בקביעת גובה ההטבה נוקטות רשותי המס בגישה הכלכלית של השווי הנאות כפי שדורש SFAS 123.

עתויו רישום החוצאה בספרי החברה: כל עוד לא שולם המס בגין ההטבה ע"י העובד לא יוכר סכום ההטבה כחוצאה של המעביד. החשבונאות מאידך רושמת את סכום הטבה כחוצאה בספרי המעבד מיד עם הענקתה.

עניין הקבלה הנדרשת בין החברה לחברה להטבה כחוצאה לצורך מס, לבין היישום כחוצאה בספרים, הובא לראשונה לידי מבחן בעניין של חברת טמברט בשנת 1993. נזיבות מס הכנסה דרשה לפי סעיף 2(2), שהחברה תנקה מס מהעובדים עבור האופציות שקיבלו בעת הנפקת החברה בפברואר 1993. החברה ביצעה את הניכוי ודרשה להכיר באופציות שהוקטו כחוצאה לצורך מס. מס הכנסה קיבל את הטענה, אך דרש את רישום ההטבה כחוצאה בדו"חות רוח והפסד. החוצאה בגין ההטבה באופציות הסתכמה ב - 20.6 מיליון ש"ח, ונרשמה בדו"חות הכספיים לרבעון השלישי כפרט מיוחד. בפועל, נוסף להון העצמי של החברה ולתזרים המזומנים בגין הרישום 8.1 מיליון ש"ח.

כך גם בחברות אחרות אחר כך. למשל, במהלך הנפקה לציבור בחודש דצמבר 1993, הקצתה חברת לירז לכ- 70 עובדים בחברה מנויות וגילות, לא חסומות, במחair רכישה השווה לערךן הנוכחי (1 ש"ח).

לירז רשותה בדו"חותיה הכספיים לשנת 1994 את ההוצאה האמורה בסעיף מיוחד ממועד בדו"ח רווח והפסד בסך כ- 4.3 מיליון ש"ח, נגד רישום קרן הון. מסכום ההוצאה נוכתת השפעת המס בסך 1.5 מיליון ש"ח. ההשפעה הכוללת של הרישום על ההון העצמי של החברה ותזרירם המזומנים הייתה 1.5 מיליון ש"ח.

5. **תקנות ניירות ערך לגילוי תגמול בכיריים בישראל ובחו"ל**

כאמור, אין בישראל גילוי דעת המחייב גילוי מפורט של תגמול בכיריים בחברה, באופן כללי, והטבה באמצעות הנפקות הון, מכל סוג שהוא, בפרט. אולם "תקנות ניירות ערך" (1993) קובע בתקנה 44*א'* דרישות כלליות לגילוי הקצאות של ניירות ערך לעובדים. התקנה מחייבת פרסום פרטים על הקצאות, שיכללו:

- .1. סוג ניירות הערך שהוקצו ותנאי הקצאה.
- .2. מספר ניירות הערך שהוקצו לעובדים.
- .3. פירוט דרך חישוב שווי ניירות הערך וההנחה שבהקצאה זו.
- .4. התמורה שנטקבלה ו/או שתתקבל מהעובדים ואופן התשלומים.
- .5. שערי מנויות החברה סמוך להחלטת הקצאה לעובדים ובسمוך להקצאה עצמה.
- .6. פירוט ההלוואות שהעניקה החברה לעובדים למשמעותם ברכישת ניירות הערך שהוקצאו.
- .7. פירוט סכומי המס שחל על החברה במידה והחברה נושאת במסים עקב הקצת ניירות הערך (או מימוש) וכן את כל סכומי המס הצפויים לחול כתוצאה מהקצאה זו.
- .8. תנאים נוספים אחרים להקצאה.

כמו כן, סעיף 31.3.97 לפקודת החברות דורש דיווח נתוני עלות חמשות מקבלי השכר הגבוה בכל שנה (לא ציון זהותם של מקבלי שכר אלו).

גילוי תגמול בכיריים - בריטניה

דרישת הדיווח הנוכחית על תגמול מנהליים בכיריים בבריטניה שונה במידה רבה מהדרישות שהייתה נדרשת לפני 31.3.97. בהתאם לכלי הדיווח החדשם, חברות (למעט חברות קטנות) נדרשות לגילוי סכומי תגמול שונים של מנהליים:

- א. סה"כ שכר ששולם למנהלים בכיריים בגין שירותים שהעניקו לחברת, תוך פירוט הסכומים שנתקבלו כמשכורות, בונוס הנובע מתכנית תמריצים ארוכת טווח, ערך נטו של נכסים (שאינם מנויות או אופציות) שנתקבלו ע"י המנהלים בשל שירותים שהעניקו לחברת, שווי ההפרשות לפנסיה שביצעה החברה עבור המנהל וכן ערך כל התבות האחרות שהוענקו למנהל. חברות קטנות פטורות מפירוט המרכיבים הללו אך חייבות לדוח על סה"כ ההכנסות למנהל ממוקורות אלו.
- ב. מספר האופציות שהוענקו לכל מנהל בכיר, מחיר המימוש שלחן, וכן מועדיו הזוכאות להן ופיקיעתן. כמו כן יש לדוח על יתרת האופציות לסוגיהם השונים לתחילה ולבסוף שנה, מחיר המימוש שלחן ומועד זכאות והפקיעתה. לגבי אופציות שמומשו במשך השנה ידוח על מספרם, מחיר השוק ביום המימוש ומהירות המימוש שלחן, וכן ההכנסה ממימושן.

ג. הסבר מפורט של תכניות תגמול המנהליים השונות והמטרות להן הוקמה כל תכנית.

בנוספ' לכך, חלה חובה גילוי של מספר מנויות החברה המוחזקות ע"י כל מנהל (במיוחד או בעקיפין או בנאנותו המנהלית).

בנספח ג' מובאת דוגמת דיווח על תגמול המנהליים של חברת Benson Group

גילוי תגמול בכירים - ארה"ב

בדוחות השנתיים של חברות אמריקאיות נמצא התייחסות ארגטיבית לאופציות שהוענקו לעובדי החברה. הדיווח סוקר את תכניות התגמול ואת תנאין הן מבחינת החברה והן מבחינת העובדים. כמו כן מוצגת טבלה ובה מובאות:

- .1. יתרות תחילת השנה של אופציות מלאות בתחום מחيري המימוש שלהן.
- .2. מספר האופציות חדשות שהוענקו לעובדים במהלך השנה ותחום מחيري המימוש.
- .3. מספר האופציות שモמשו במשך השנה ותחום מחירי המימוש שלהן.
- .4. מספר האופציות שפקעו או שבוטלו במשך השנה ותחום מחירי המימוש שלהן.
- .5. יתרת האופציות לסוף השנה ותחום מחירות המימוש להן.
- .6. מספר האופציות הנינטות למימוש בסוף השנה ותחום מחירי המימוש שלהן.
- .7. מספר האופציות שניתנו להעניק בעתיד לעובדים מתכניות תגמול שהוחלט עליהם.

דוגמה לגילוי זה שנלקחה מהדוחות הכספיים של חברת Woolworth לשנת 1995 נמצאת בנספח ד'.

כמו כן כוללים הדוחות הכספיים את תואר תכניות תגמול על בסיס "מניות מוגבלות" (Restricted Stocks) שהוענקו לעובדים וכן מספר המניות הכלולות בתוכניות אלו. אולם אין בדוחים אלו פירוט שמי של העובדים הניצעים בהטבות המדווחות (ראה נספח ד').

בנוספ' לדרישות ה-SFAS 123, קיימות דרישות ה-SEC לדיווח פרטני של סוגיה האופציות שהוענקו לעובדים בכירים וכן תנאייהם. הדרישות מעוגנות ב- Regulation S-K בתיקנות 13 ו-14, סעיפים 402 ו-403. סעיף 402 דן בדוחות תגמול הבכירים וסעיף 403 דן בדוחות על החלטות של בעלי מניות מסוימים ושיעורי אחיזות מניות של המנהליים.

בהתאם לדרישות סעיף 402, החברה נדרשת לבדוק התקופתי (Schedule 14A) לפירוט של שכר, הטבות ואחיזות חמישת הבכירים בכל חברה. הפירוט הואשמי, וככלל את המנכ"ל (CEO), ובנוספ' את ארבעת הבכירים בחברה על פי דרג השכר פלוס בונוס (רק בכירים עם שכר ובונוס מעל \$100,000 נדרש להיכלל בדוחה).

ראשית, החברה נדרשת להציג בדו"ח התקופתי טבלת סיכום הכוללת את שם הבכיר ופרוט הטבות הכספיות לפי קטגוריות לכל אחת משלוש שנות הכספיים האחרונות. הטבלה כוללת שכר שנתי, בונוס שנתי ותקבוליים אחרים במשך השנה. כמו כן נדרש לציין את התגמול לטוווח ארוך ובו מפורטים ערך המניות המוגבלות שהוענקו בכל אחת מהשנתיים, מספר האופציות (או ה- SAR) שהוענקו וכן שווי "תכניות תגמול לטוווח ארוך" כל שנה. פירוט זה נעשה כאמור בנפרד לכל בכיר.

שנית, ה- SEC, מכוח סעיף 402, דורך הצגת טבלת אופציות ו- SAR שהוענקו למנכ"ל ולמנהלים הבכירים האחרים במשך שנת הדיווח. לגבי כל סוג אופציות שהוענקו במהלך שנה יש לפרט בטבלה:

- .1. שם מקבל האופציות (עמודה ראשונה)
- .2. מספר האופציות/SAR שהוענקו (עמודה שנייה)
- .3. אחוז האופציות שהוענקו למנהל מותך סה"כ האופציות שהוענקו לכל עובדי החברה (עמודה שלישית)
- .4. מחיר המימוש של כל סוג אופציה שהוענקה (טור רביעי)
- .5. תאריך פקיעת האופציות
- .6. שווי פוטנציאלי של כל סוג אופציה בהנחה:
 - .a. שמחיר המניה יעלה בשיעור שנתי של 5%
 - .b. שמחיר המניה יעלה בשיעור שנתי של 10%
- .7. או שווי אלטרנטיבי - 6 לעיל והוא הערך הנוכחי של האופציות שהוענקו בהתאם למודל תימחר כללי של אופציות המושם ליום הנפקת האופציות.

שלישית, דרישות סעיף 402 הן להציג בטלה המפרטת עבור כל מנהל:

- .1. מספר המניות שנתקבלו מימוש האופציות במשך שנת הדיווח.
- .2. שווי האופציות שמומשו.
- .3. יתרת האופציות או ה- SAR לסוף השנה שטרם מומשו כאשר נעשית אבחנה בין אופציות הניתנות למימוש ואלו שאינם ניתנות למימוש.
- .4. הערך הכללי של אופציות "הנמצאות בסוף" בסוף השנה, תוך אבחנה בין אופציות הניתנות למימוש ואלו שאינם ניתנות למימוש.

בנפקת ה' מובאת דוגמת דיווח בהתאם לסעיף 402 של חברת Exxon.

לגביו חברות זרות הנסחרות בארה"ב, נדרש גילוי במסגרת הדוח התקופתי Schedule F-20. למרות מקבילותו לטופס A 14 דרגת הפירוט בו נמוכה בהרבה, כפי שיפורט בהמשך.

6. ניתוח ההזדמנויות שבוצעו בישראל

6.1 מדגם החברות

על מנת לבסס את ניתוח התוכניות על מדגם רחוב, נבחנו הדיו"חות הכספיים והדו"חות התקופתיים של 237 חברות. מדגם זה כולל את החברות התעשייתיות, חברות המשחר וחברות ההחזקות שמנויותיהן נסחרו בבורסת תל אביב, בר齊יפות מסווג שנת 1992. הניתוח נערך לגבי תקופה של 5 שנים: 1992-1996. באופן טבעי התמקד המדגם בחברות הותיקות יחסית, ומשום כך אין הוא כולל את החברות שהונפקו בגל הגודל של שנות 1993 וראשית שנות 1994. מבין 237 החברות שנבדקו, נמצאו 67 חברות אשר היקזו בתקופה האמורה אופציונות למנהלים ועובדים, ו- 14 חברות אשר היקזו להם מנויות בהטבה. רשימת החברות מופיעה בסוף זו.

חלק ניכר מרשיימה זו הינו של חברות מקונצראן כל, ובמבחן פחותה יותר, קונצראן דסק"ש. גם מספר חברות אחרות שייך לקונצראנים (כגון החברות אורלייטי, תא"פ וכבליס). שאר החברות במדגם אשר חילקו אופציונות למנהלים מצבעו על מגוון עם יתרון לחברות אחיזקה גדולות (כגון כור, פועלם השקעות, אלקנו). מספר החברות הקטנות אשר חילקו אופציונות למנכ"ל הינו נמוך יחסית. יש לציין שלמרות שמרבית ההנפקות בבורסה לאחר שנות 1992 היו של חברות קטנות, מספרם בבורסה אף בסוף שנות 1992 לא היה מבוטל כל ועיקר. נמצא לפיכך שההשקעות בשימוש באופציונות בחברות בינוניות וקטנות היא נמוכה יחסית, ובין השאר נובעת מכך שתודעת התגמול באופציונות והנקנות לדילול האחיזקות לא השתרשה בקרובן.

להשלמת הניתוח נבחנו גם ההזדמנויות בחברות ישראליות הנסחרות בארה"ב. כאמור בפרק 2, שונות ההזדמנויות אלו במעטן מההזדמנויות של המניות הנסחרות בתל-אביב. המדגם כולל 12 חברות טכנולוגיה המפורטות אף הן בסוף זו.

6.2 מספר הניצעים בהזמנויות

כדי לאפיין את הניצעים בהזמנויות השונות נסקרו הדיו"חות הכספיים והדו"חות התקופתיים של החברות. על פי סעיף 123א' לפקודת החברות קיימת חובת דיווח שכר והטבות לנושאי משרה בכירה. דיווחן החברות בפועל בדו"ח התקופתי אינם אחידים. בחלק מה厰רים ישנה התייחסות מפורשת למרכיבי ההטבה מאופציונות ומנויות, אולם במקרים רבים התייחסות הינה לתשלומי שכר, בonus והטבות נלוות בלבד. גם במקרים לדו"חות הכספיים לא שוררת אחידות בדיווח. חברות רבות מסתפקות בניסוחים עמוסים וכולניים. כך למשל אין תמיד פירוט לכמה ניצעים הוקזו ניירות הערך ואין התייחסות מפורשת לנושאי התפקידים הבכירים.

טבלה מס' 1 מציגה את התפלגות מספר הניצעים בהזמנויות השונות. בכתלים מהחברות אין דיווח בדו"חות הכספיים לגבי מספר הניצעים. לגבי המקרים בהם יש דיווח מספרי, ב- 25 אחוז מההזרמות

ככל המנכ"ל בלבד, וב- 44 אחוז מהמקרים היה מספר הניצעים בין 2 ל- 10. רק במקצת המקרים חרג מספר הניצעים מצלמת החברה, וגם זאת לרוב בהקשר להנפקה לציבור.

טבלה מס' 1

התפלגות מספר הניצעים ב嗑ציותות ניירות ערך 1996-1992

ה嗑azziות מנויות	ה嗑azziות אופציות	מספר הניצעים
4	9	1
1	4	2
-	9	3-5
1	8	6-10
-	6	11-24
4	6	25+
4	25	אין דיווח
14	67	סה"כ חברות שהיקנו

6.3 הקazziות לבני עניין

טענה רווחת בישראל היא שבבעלי עניין מושכים משכורות והטבות אחרות מהחברות הציבוריות שבניהולם, בשיעור מופרז ביותר. מידת ההשפעה של היות המנכ"ל בעל עניין על רמת התגמול הכספי והקשר בין תגמול המנהלים לbijouterie החברות בישראל נבחנה כבר ע"י בר יוסף וטלמור (1997). המטריהicut הינה לבחון את שכיחות תוכניות ההטבה באופציות ומניות לפי מידת היוטו של הניצע בעל עניין. ראשית, כמו גם בעבודה הקודמת, נבדק ביחס לכל חברה, האם ניתן לראות במקבל השכר הגבוה ביותר כבעליים. כבעליים מוגדר כל אדם אשר נמנה על הקבוצה המייסדת, או שייך למשפחה השולטת, או בעצמו בעל מנויות מוחותי. הגדרה זו רחבה מההגדרה הפורמלית של בעל עניין (כל המחזיק במעלה מ- 5 אחוז מהחון או ההצעה בחברה), וזאת על מנת לכלול גם מקרים בהם למנכ"ל יכולת השפעה מהותית על הדירקטוריון שלא מתוקף אחוזי המניות היישרים המוחזקים או נשלטים על ידו, אלא למשל מתוקף אחיזות בני משפחה אחרים. לגבי כלל המדגם נמצא שהתפלגות מספר המנכ"לים בין ממונים (קרי, שכירים) ובבעליים הנדונות הינה כמעט שווה (125 מנהלים ממונים לעומת 112 מנהליים-בעליים). בבחינת תוכניות האופציות נמצא שרק 25 מתוך 67 החברות אשר הקצו אופציות

לעבדים נוהלו בעת החקצאה על ידי הבעלים. השאר השתיכו כאמור לكونצרנים הגדולים או שנשלטו על ידי בעלי עניין חיצוניים. מה שפתחה במיוחד הוא שב- 9 מתוך 25 החקצאות שנעשו בחברות בהן המנכ"ל היה בעל עניין, לא קיבל בעל העניין אופציות. במקרים האחרים כלל החקצאה אופציות רק לבעל העניין (מגור החזקות, יואל), או גם למנהלים נוספים (אך לרוב 2-3 מנהלים בלבד).⁶

תמונה דומה מתאפשרת בבדיקה החקצאות מנויות בהטבה. מתוך 14 החקצאות של מנויות בהטבה, לחברות שבמוגם, התבכעו 7 תוכניות בחברות בהן המנכ"ל היה בעל עניין. יחד עם זאת, בשני מקרים, לא הוקטו מנויות לבעל העניין ובשניים מהם קרים הייתה ההקצאה לכל העובדים. רק ב- 3 מקרים מתוך סך 112 החברות הוקטו לעצם בעלי העניין מנויות בהטבה (יואל, יסקל וקמור). לפחות לגבי מוגם 237 החברות הוותיקות, לא נמצא אישוש עובדתי לטענה שהקצאת אופציות ומניות בהטבה הינה כדי שכיח בידי בעלי עניין להגדלת שווי אחזקותיהם על חשבון שאר המשקיעים. נחפוץ הוא, במקרים לא מעטים נמנעו מנהלים בעלי עניין מהקצאות אופציות לעצם גם כאשר הווענקו אופציות למנהלים ועובדים אחרים בחברה.

6.4. מבנה החקצאות, תנאי חסימה ומימוש

החקצאת האופציות נעשית בשני אופנים מקובלים:

- החקצאה מיידית ולא חסימה
- החקצאה במנות עם חסימה

המודל השני הינו המקובל יותר בקרב תוכניות האופציות וקיים באופן מלא בכל החקצאות הקונצרנים. מבנה טיפוסי הינו החקצאת האופציות של חברת איטונג. משנת 1992 ואילך אישרה החברה שתי תוכניות אופציות לבעלים תפקדים בכיריהם. התוכנית הראשונה מחודש מאי 1992 והונקה בשתי מנות בשנים 1992 ו- 1993. כל מנה חסומה לשנתיים מיום הענקתה בפועל, וניתנת למימוש במשך שלוש שנים ממועד סיום החסימה. בהנחה של מימוש מלא, יקנו מנויות המימוש כ- 0.9% מהון החברה ומכוון ההצבעה בה.

שנתיים אחר כך, אישרה חברת איטונג החקצאה שנייה של אופציות למנהלים הבכירים. התוכנית הפעם כללה שלוש מנות: בשנת 1994, ובשנתיים 1995 ו- 1996. כל מנה חסומה לשוש שנים מיום הענקתה, וניתנת למימוש במשך שנתיים ממועד סיום החסימה. בהנחה של מימוש מלא, יקנו מנויות המימוש כ- 0.8 אחוז מהון החברה, ומכוון ההצבעה בה. כמו בחברות האחרות, מדווחת איטונג על קיומם הגבולות במימוש האופציות במקרה של ניתוק יחסית עובד מעביד,

⁶ הניטהח מתייחס רק לעצם החקצאה ולא לשוו בפועל ממימוש האופציות. בדיעבד, פקו רבות מן האופציות לא שווים כלכליים המפולת בבורסה בשנים 1994 – 1996.

רבותית תוכניות האופציות בקונצראן כל דומות לאלו של איטונג. תוכניות האופציות מאושרוות מדי שנתיים או שלוש וכוללות שתיים או שלוש Minutes, בהתאם. כל שנה חסומה לשנתיים או לשוש שנים מיום הענקתה, וניתנת לימייש במשך שלוש שנים (אם החסימה היא לשנתיים), או במשך שנתיים (אם החסימה היא לשוש שנים). הדילול בכל תוכנית בקונצראן כלל הוא לרוב עד 1% ולעתים גם הרבה פחות (כיתן).

מבנה ההקצתה בקונצראנים האחרים: דסק"ש, אפריקה ואלקו, דומה למדי. בכל הקונצראנים הללו כוללת כל הקצתה 3-2 Minutes, משך החסימה הינו שנתיים או שלוש, והזמן המותר לימייש לאחר השחרירות החסימה גם הוא בדרך כלל שנתיים או שלוש. על פי תוכנית האופציות בחברת טבע שאישר דירקטוריון החברה בחודש אפריל 1992, מוקצות מדי שנה אופציות למנהלים בכירים בחברה ובחברות הבנות. בכל אחת מההקצאות השנתיות משתחררת מחסימה באופן הדרגתי על פני שלוש שנים (קרי, גיבוש זכאות של שלישי בכל שנה). משך הזמן לימייש הינו עד 5 שנים (כולל תקופת החסימה).

שלא במסגרת הקונצראנים, אופי הקצאות למנהלים שונה לחלווטין. במקרים רבים אין משך זמן מינימלי הנדרש לצורך גיבוש הזכאות להקצתה, ואין גם כל חסימה. כפועל יוצאת ניתנות האופציות לבכירים לימייש מיידי. כך למשל, בחברת כתר בוצעו שתי הקצאות, האחת בנובמבר 1993, והשנייה ביולי 1994. בשתי הקצאות לא הייתה חסימה על האופציות למנכ"ל מעבר לחסימה עפ"י תנאי הבורסה. כליל הבורסה לחסימה לאופציות ולמניות בהטבה הינם חסימה מלאה במשך ארבעת החודשים הראשונים, ואילו במשך 8 החודשים הבאים ניתן למשך מדי חדש עד 12.5 אחוז (בשיעור מצטבר, כך שכל המגבילות מסווגות בעבר שנה ממועד ההקצתה). משך הזמן לימייש למנכ"ל בחברת כתר היה שנתיים וחצי בהקצתה הראשונה, ושנה ממועד הסרת חסימת הבורסה בהקצתה השנייה.⁷

אותם המקרים בהם העניקו בעלי העניין אופציות לעצם, התאפיינו לרובם גם בתנאים נוחים של תנאי מימוש וחסימה. כך למשל הקצת האופציות לגදון פלדמן בחברת פלדמן תעשיות התביעה ללא חסימה עם מימוש אפשרי במשך 5 שנים. גם כמות האופציות במקצת ההקצאות לבעלי עניין נתונה להיות גבוהה. בחברת איזומוט הגיע סך האופציות במימוש מלא אף לשיעור של 3% מכלל המניות.⁸

ניתוח תנאי החסימה של המניות בהטבה מצבע על חוסר איחדות. חלק מהחברות הסתפקו בתנאי החסימה המינימליים של הבורסה (סינטיך, יואל). תנאי החסימה בחברת אורלייט הם שליש לשוש שנים, שליש לארבע שנים ושליש לחמש שנים. גם בטבע ובכ"ל הייתה החסימה לשוש שנים ומעלה. כמו באופציות, גם במקרים הספרורים (3) של הקצתה מנויות בהטבה לבעלי עניין, היה שיעור ההקצתה

⁷ לגבי המנהלים הבכירים האחרים בחברת כתר, מתחילה תקופת המימוש במועד מאוחר יותר מאשר לגבי המנכ"ל (כל הקצתה משתחררת בשתי Minutes), אך גם משך הזמן לימייש ארוך יותר.

⁸ דילולים בשיעור גבוה אף יותר היו בהקצאות האופציות למנכ"לים-শכירים ועובדים בחברת תזריאן צרכיה ואן כימיקלים מחודש Mai 1996 (4% דילול בכל חברה). ההקצתה לעובדים בנייס ב-1996 הייתה בשיעור של כ-10%.

גובהה. כך למשל, הוקצו בשנת 1993 מניות למכ"ל חברת יסקל (שהוא בעל עניין בחברה). שיעור ההטבה הגיע ל- 94 אחוז (1 ש"ח למניה כאשר המחיר בבורסה באותה עת היה 17.81 ש"ח), והדילול בהקצתה היה 2.4%. שיעור ההטבה של מניות בהטבה לבני העניין בחברת קמור היה גבוה אף יותר (8%), אולם שיעור ההטבה היה נמוך (שער של 95% מהמחיר הממוצע ב- 90 ימי המסחר שקדמו).⁹

6.5. שיעור ההטבה בהקצאות

A. אחוז הנחה ואופן החישוב

מתוך בדיקת תנאי ההקצאות בישראל נמצא שמקובל בקרב החברות להנחתה במחיר המימוש של האופציה לעומת שער המניה בעת הענקה. מתוך עיון בדוחות התקופתיים ובບואריס לדוחות הכספיים עולה שرك בCumhacit המקרים מצוינות מדיניות הנחתה באופן מפורש. ברוב המקרים בהם יש התייחסות לדוחות, נקבעה הנחתה של 15% משער המניה, בעת או בסמוך למועד הענקה. שיעור הנחתה זה השתרש והפך לנורמה לפחות עדין נחשבת תכנית ההקצתה ללא מפץ.¹⁰

אין אחידות לגבי מירוח הזמן המשמש לחישוב ממוצע מחיר המניה לצורך חישוב מחיר המימוש. במקרה אחד, יכול מחיר המניה הקובלע לצורך חישוב הנחתה להיות המחיר ביום החלטה. מן הקצה השני, מחושב לעתים המחיר הקובלע על פי ממוצע המחיררים במהלך שלושת החודשים שקדמו למועד ההחלטה. להלן מספר דוגמאות למשך הזמן שנלקח לחישוב ממוצע מחירי המניה לצורך מחיר המימוש:

חברות ומועדי ההקצאות פרק זמן

שלושה חודשים	אר אס אל (אפריל 94)
חודשיים	אלקטורה (יולי 94), כל סחר (פברואר 92), קרגל (94,92)
חודש	אפריקה (אוקטובר 92), שופרסל (דצמבר 92), כל תעשיות (פברואר 92)
15 יום	נייר חדרה (הקצתה 1995)
יום ההחלטה	אלרון (ספטמבר 1993)

⁹ הצהרה גוטסקייה במילוי לגבי ידי הקצתה אופציות למנהלים בעלי עניין הינה של חברת דוראה (מחוץ למידוג הממחקר). בינוואר 1994 הקצתה החברה כתבי אופציה לבני השליטה עדי סביר וישראל סביר בהיקף של 12.5 אחוז מהוון המניות של החברה. מטרת ההנפקה נומקה כ'ימtan ומרץ לבני השליטה להעדי' ביצוע פרויקטים רוחניים באמצעות החברה על פni ביצועם באמצעות חברות אחרות ששליטות'. באותו עת, כבר החזיקו שני הניזעים יחד עם אחיהם רוני ב- 80 אחוז מניות החברה!! (בדיעבד, פקו האופציות ללא כל שווי).

¹⁰ מקרה ייחודי שמנצא של הקצתה אופציות בפרמייה הינו בחברת שמן. בחודש מרץ 1996 הקצתה החברה 20,000 אופציות במחיר ממוצע של 118 ש"ח. מחיר המניה באותה עת היה 80.49 ש"ח. ההקצתה בוצעה לפיכך ב- 46 אחוז פרמייה. יחד עם זאת, שווי ההטבה של פי B&S בעת ההקצתה היה 18.2 ש"ח לכל כתוב אופציה.

משך הזמן הנלכק לצורך חישוב מחיר המימוש עשוי להיות בעל משמעות רבה לגבי גודל ההטבה בפועל. בתנאי שוק עולה, עשוי המחיר המוצע של המניה להיות נזוק באחזים ניכרים מהמחיר בסוף תקופת המדייה, מה שמסתכם באחזוי הנחה לא מבוטלים נוספים.

יתר על כן, ממועד חישוב המחיר ועד הקצאה בפועל חולפים לעיתים מספר חודשים. למשל, בתאריך 9.2.92, ביצהה כלל תעשיות הקצאות אופציות לבכירים. מחיר המימוש היה ממוצע שער המניה בדצמבר 1991 בנייכוי 15 אחוז. בפועל שער המימוש לאחר ההנחה היה 777, בעוד ששער המניה באותו יום היה 1,102.1. שיעור ההנחה בפועל הסתכם אפוא ב- 30 אחוז.

משך זמן רב יותר חלף במהלך הקצאת האופציות לבכירים בחברת אפריקה ישראל. החלטת הדירקטוריון בדבר הקצאה הייתה בתאריך 28.10.92, והקצאה הראשונה בוצעה בחודש נובמבר 1992. שער המימוש של האופציות נקבע ל- 123,861 לעומת שער של 156,155 למנה (0.1 ע.ג.) ביום הענקה. שיעור ההנחה בפועל היה לפחות 36.5 אחוז. סך הכל הוקטו ממנו הריאוניה של התוכנית 14,574 אופציות, מתוכן 5,100 למכ"ל. סכום ההטבה המיידי הסתכם אפוא ב- 1,040,000 ש"ח, מתוךו 363,000 ש"ח למכ"ל.

משך הזמן הארוך יחסית מעט חישוב המחיר ועד הקצאה בפועל יכול כموון לפעול גם בכיוון השני. כך למשל שער מנויות כל אלקטرونיקה ביום הקצאת האופציות בחודש אפריל 1992 היה 23,558. למרות 15% הנחה, היה שיעור המימוש של הקצאה 2,4251, כ- 3% מעל המחיר בבורסה. החפרש בפועל בהקצתה החברה שנתיים מאוחר יותר היה גדול עוד יותר. שער המימוש נקבע ל- 46,500. אולם עקב המפולות בבורסה בחודש פברואר 1994, היה שער המניה בעת הקצאה בפועל 39,000, כלומר, כ- 16 אחוז פרמיה. יחד עם זאת, מקדים מסווג זה הם יוצאי דופן. במקצת המקדים היה הגובה המוחזר של ההנחה מעלה 15 אחוז, גם ללא התחשבות באופן החישוב כמפורט לעיל. כך למשל, הייתה ההנחה המוחזרת בהקצתה חברת אלקטירה בחודש אוקטובר 1994 בשיעור של 20 אחוז (לא לבעל עניין). ואילו הקצאת האופציות למכ"ל ובעל העניין בחברת מגור אחזקות נקבעה בהנחה של 30 אחוז. בפועל הייתה ההנחה בעת הקצאה 55 אחוז. האופציות הוענקו ללא תמורה ולא חסימה ובמועד הקצאת האופציות מומשו כולם. שווי ההטבה למכ"ל ובעל העניין הסתכם ב- 1.24 מיליון ש"ח (שנכללו כהוצאה בדו"ח התוצאות).

ב. השווי הכללי של ההטבה

הדיון לעיל נסב על שווי האופציות למימוש מיידי ביום הקצאה (שווי נאיבי). שווי זה אינו לוקח בחשבון את פוטנציאל הערך הגלום באופציה לאורך זמן. למשל, לאופציות אשר בהוויה אין מחוץ לכף יש שווי כלכלי הנובע מכ' שינוי סבירות סטטיסטית שבמהלך חיי האופציה עולה שער המניה מעל שער המימוש. נסחת بذلك ושולש מאפשרת תרגום כמותי של אפשרות זו לשווי כלכלי. הנוסחה מחשבת את שווי האופציות על פי 6 פרמטרים: מחיר המניה בעת

הчисוב, מחרhir המימוש של האופציה, משך הזמן למימוש, תנודתיות שער המניה (במנחי סטיית תקן לשואה), שער הריבית חסר סיכון ושער הדיבידנד השנתי. בעיקרונו, יש לבצע תיקון בנוסחה המקורית עבור כתבי אופציה, וזאת מושם שהתשולם הכספי המתבצע בעת מימוש האופציה מוזרם לקופת החברה. עבור דילולים בהיקפים נמוכים אין חשיבות ממשית לביצוע תיקון זה. כמו כן יש לבצע התאמת בגין אי הסחריות (ראה פרק 3.10 לעיל).

בהתחשב במשך הזמן הארוך עד המימוש של כתבי אופציות ובתנודתיות הרבה של המניות בישראל, עשוי השווי הכלכלי של האופציות לפיblk ושולט להיות גדול מהשווי הנאיivi פי כמה וכמה. לשם המשחה נחשב את השווי הכלכלי של אופציות המונפקות ל- 5 שנים, בחברה ללא דיבידנדים. אנו נבחן ארבעה מקרים:

סטיות תקן שנתיות של 140% - 50% בהתאם.
מחיר מימוש השווה למחיר המניה ומחרhir מימוש בהנחה של 15% מחרhir המניה בעת ההענקה.
היות ומחיר המימוש בהקצאות בישראל צמוד למדד יוקר המניה, יש להשתמש בנוסחה בשער ריבית ריאלי חסר סיכון. נניח שער ריבית ריאלי על אג"ח ממשלי צמוד של 4%.
המקדים בטבלה מצינים את שווי האופציות ביחס לכל 100 ש"ח שווי שוק למניות אשר בסיס האופציות המוקצחות:

מחיר מUsageId	לא הנחה	15% הנחה	שווי נאיivi	שוויblk ושולט
$\sigma=0.5$	$\sigma=0.4$			
0.48	0.41	0	לא הנחה	
0.527	0.465	0.15	15% הנחה	

כך למשל, השווי הכלכלי לפיblk ושולט של 20,000 אופציות המוקצחים ללא הנחה, כשיעור המניה 6,000 נקודות, ולפי סטיית תקן של 40%, הינו 492,000 ש"ח ($6000/100 \times 0.41 \times 20,000$), בעוד שהשווי הנאיivi הוא אפס.

אוףן החישוב של הערך הכלכלי על פי נוסחתblk ושולט להכלל בתשkieף ההקצתה ובדוח'ה המידי. בעת החישוב יש להתייחס להנחות הבורסה לגבי שער הריבית וסטיית התקן הרלוונטיים. כך למשל חושב הערך הכלכלי של הקצתה האופציות למנהלים בחברת שופרסל מחודש Mai 1995 באופן הבא:

- שער סגירה בבורסה של מנויות החברה במועד בו אושרה התוכנית על ידי הדירקטוריון-
0.75 ש"ח.
- סטיית תקן שבועית - 6.11%, המוחשבת על פי התשואות השבועיות של המניה במשך
תקופה של חצי שנה החל מחודש אוקטובר 1994 ועד סוף מרץ 1995. (התרגום לסתית
תקן שנתי היה $44\% = \sqrt{52} = 6.11$).
- שיעור הווון שנתי לככבי האופציה של 4%.

כתב האופציה ימושם ביום האחרון של תקופת המימוש (שלוש שנים לאחר תום תקופת
החסימה).

על סמך פרמטרים אלו דוחה החברה שהערך הכלכלי של כל כתב אופציה החסום לשנתיים
($T=5$) היה ביום הקenzaה כ- 25.64 ואילו הערך הכלכלי של כתב אופציה החסום לארבע שנים
($T=7$) היה כ- 29.13 ש"ח.

يؤخذ שבבאיורים לדוחות הכספיים בהם מפורטים תנאי האופציות אין בכך כלל אזכור של
שווי ההטבה על פיblk ושולס. לשם השוואה נזכיר, שעל פי כללי הדיווח בארא"ב (הדו"ח
התקופתי Schedule 14A) יש מספר אפשרויות לחישוב וגילוי שווי ההטבה. בנוסף למודלblk
ושולס ניתן להציג את שווי ההטבה על פי שיעורי צמיחה שנתיים שונים, כגון 5 ו- 10 אחוז.

ג. הורדת מחיר המימוש (repricing)

למרות שתואר האופציות המופיע בדוחות המיידים מתיחס למחיר מימוש הנוכחי, בפועל
נשמר מחיר זה באופן מוחלט רק לגבי המנה אשר הוקצתה מיידית. מחיר המימוש לגבי מנות
עתידיות הינו לרוב מtauואם בין אם לממד המחיר או לשער הדולר.¹¹ אולם ברובו המקרים
בשנתיים האחרונות שונה מחיר המימוש לאחר הקenzaה דזוקא לפני מטה. הדבר נבע ממעבר
הבורסה בשנים 1994-1996, אשר גורר נפילת דרסטית בשערו מרבית המניות. כפועל יוצא הפכו
האופציות המוקצחות למשוללות שווי כלכלי. כך למשל היה שער מנת כל מחשבים בבורסה
49,346 נק' בעת הקenzaה הראשונה של תוכנית האופציות מיום 27.2.94. שער המימוש
של האופציות בmana זו נקבע ל- 47,467. בעת הקenzaה השנייה, שנה מאוחר יותר, היה
שער המניה 9,029. על מנת לשמור את אפקטיביות האופציות החדשות, הורד שער המימוש
של המניה השנייה ל- 8,276 נק'.

מבחן כלכלית, עניין השינוי בדיעבד של מחיר המימוש הינו בעל פנים לכך ולכאן. הנושא
רלוונטי מאד בהקצתות המתבצעות על פני מספר מנות. לפני שנדון בשאלת מבחן עקרונית,

¹¹ שער מימוש דולרי הונגה חלק ניכר מהקצתות 1996 (างן, מכתשים, ניסים ומקפל).

נבחן את העובדות בשיטה. מתוך סך 67 החברות במדוג אשר ביצעו הקצאות אופציות, היו 17 מקרים של חברות אשר ביצעו את ההקצאה במנות ואשר חלקה ירידת שערים של מנויותיהן בבורסה בין המנות של אותה תוכנית הקצאה (ראה דוגמת כלל מחשבים לעיל). כפועל יוצא, 15 מתוך 17 החברות ביצעו התאמה של מחיר המימוש בעת הקצתה המניה השנייה (או השלישייה). בכל המקרים הללו יושם שיעור ההנחה (למשל 15 אחוז) על מחיר המניה בבורסה בעת הקצתה המנה הספציפית, ללא קשר לרמת המחיר (הגבוהה יותר) בעת ההכרזה המקורית של ההקצאה. רק בשתי חברות, לכיש (ספטמבר 93 לSEPTEMBER 95) ואפריקה ישראל (נובמבר 93 לנובמבר 95), לא לוותה ירידת מחיר המניה בבורסה בהתאם למחיר המימוש לאופציות. יחד עם זאת, בשני המקרים היה מחיר המימוש נמוך בעשרות אחוזים ממחיר המניה גם לאחר ירידת המחיר (25% ניכוון בהקצתה בלבד, ו- 60% ניכוון בהקצתה באפריקה ישראל).

שינויי מחיר מימוש לאופציות שהוקטו שכיה גם בארה"ב מסיבות דומות. חברות אשר שעיריהן צנחו באופן תולול בוצעו בשנים האחרונות repricing של מחירי המימוש וזאת כחלופה להנפקת אופציות חדשות לעובדים במיחרי מימוש ריאליסטיים יותר. ניתוח מפורט של פרקטיקת ה-repricing בארה"ב מצוי במאמריהם של Change, Kumar and Todd (1997) ושל Brenner, Sundaram and Yeramack (1998). ההיבטים החשובניים של הסוגיה נスクרים ב-EITF 87-33 על פיו אין צורך בשינויים לגבי תגמולים בגין הבעיות כספיות שכבר נרשמו. מובן מאליו שהמדדידה מאותה נקודת זמן ואילך תתייחס כבר למחיר המימוש העדכני.

בסעיפים 21-22 להצעה לחברות כלילי הדיווח לפי ה- APB25 (מרץ 1999) דין ה- FASB בסוגיה דומה הנקראת look-back options. אלו הן הצעות רכש למנויות שניתנו לעובדים שהונקבע מחיר המימוש כפונקציה של מחיר שוק של המניה ברת הענקת ההטבה או כפונקציה של מחירה בעת מימוש ההטבה, הזמן מזמן השניים. במקרה דין קבע ה- FASB שתכנית רכישת מנויות מסווג כזה תחשב כ"תכנית בלתי מפוצה".

לעומת זאת, באנגליה האפשרות ל-repricing הינה בגדר טאבו. ניסיון חריג שנעשה לפני מספר שנים היה של חברת הפרוסום סאצ'י את סאצ'י. עקב נפילת מחיר המניה הייתה כוונה להתחאים מחדש את מחיר המימוש של האופציה למנהליהם. הניסיון נתקבל בזעם רב בסיטי של לונדון, והחברה משכה את הצעתה.

כאמור, ניתן למצוא פנים לשני הצדדים בעניין הצדוק ל-repricing במקרה של נפילת משמעותית ולאורך זמן רב במחיר המניה. מצד אחד, אין הרבה טעם בהמצאותן של אופציות לעובדים כאשר מחיר המימוש גבוהה פי 2 או 3 ממחיר הבורסה. באותה עת הסיכוי ששער

המנייה עולה במאות אחוזים הינו זעום ומשום כך מאבדות אופציית אלו את ערכן כגורם לתמרוץ העובד וקשרו לחברה. מצד שני, כל הרעיון בסיס התגמול באמצעות אופציות הינו החתניתה ביביעו של החברה מتوز שותפות אמיתית לזהות אינטנסיבית עם בעלי המניות. מילא אופציות הן מכשיר תגמול שני במחלוקת בכך שמתוגמלות במקרה של עליית מחירים אך אין קונסוט במקרה של כשלון ונפילת מחירים שבקבותיו. על אחת כמה וכמה אם מצופה שתתבצע תמחור מחדש של שער המימוש לאופציות במקרה של חוסר הצלחה. מבחינת 'ראש' זכינו, 'זנב' אולי גם זכינו, כי את המנה הבאה נקבע כבר בשער נמוך יותר (וכגיל, ב- 15 אחוז הנוכח). למחרת לציין שאין נוסחת בלק ושולט לוקחת בחשבון את האפשרות ל- repricing. העיונות בולט במיוחד במקרים בהם נפילת המחיר ועמה הורדת מחיר המימוש לוותה אחר כך בעלייה מחירי המניה לרמה הקודמת. התקופה הנוכחית מספקת דוגמאות למכביר.

עבור אותם מצבים של ירידות מחירים דרסטיות, יש לשקלל קיום מגנון repricing חליפי אשר ישמר את אלמנט התמרוץ של האופציה אך מבלי לעקר לחולtin את עניין האחירות והנשיאה בתוצאות במקרה של חוסר הצלחה. ניתן לחשב למשל על מגנון לפיו תבוצע התאמת השער רק בגובה ירידת מודד מחירי המניות הכללי ולא במלוא שיעור ירידת מחירי המניה הספציפית. הדבר יבטיח שההגנה תישמר רק במקרים מסוימים של ירידת שעירים כללית בבורסה כמו בעת מפולת המניות בבורסת תל אביב בשנת 1994. מידך, במקרה של ביצועים כושלים לחברת ספציפית, לא תתבצע התאמת מחירים לאופציה.

שיעור הטבה קבוע

ד.

בעוד שברבית החברות נקבע מחיר המימוש של המנה בעת הקצתה, קיימות מספר חברות אשר נוקטות במדיניות מחיר מימוש אחרת. מדובר בעיקר בחברות אשר הונפקו לאחר שנת 1992, וכן ברובן לא מופיעות במדד החברות המקורי שלו.

בחברות ספקטורוניקס, איזימוט ובdish השקעות הוקטו אופציות למנהלים שהינים בעלי עניין במחיר מימוש בהנחה קבועה מהמחיר המניה בעת המימוש. מדובר בכך באחוזי הטבה מובטחים: 20% בספקטורוניקס ו- 5% בשתי החברות האחרות. בנוסף, מעניק מגנון זה תוספת שווי לא מבוטלת בגין האפשרות לזמן את מועד המימוש לעת בה מחיר המניה ייחסב נמוך, וזאת מבלי כל חשש להשפעה על השער דרך רכישות בבורסה.

מקרה>Kiyoniy עוד יותר הינה הקצתה של אופציות למנהלים בכירים בחברת רב בריח אשר בוצעה בשלבי שנת 1993. על פי תוכנית הקצתה, ניתן היה למש כל שנה 20% מהкцииות הכוללת של האופציות כאשר מחיר המימוש הינו 30% מתחת למומצע שער המניה של החברה בבורסה בחודש הקלנדיי הקודם לחודש המימוש, אך לא יותר מאשר מחיר המימוש של המנה הראשונה כשהוא צמוד למועד חודש אוקטובר 1992. אסטרטגייה לפיה ייעשו

המיושם בשבועות הסמוכים לאחר עלות הזכות בשער המניה תבטיח לניצעים (כולל בעל עניין) שיעור הנחה ודאי גבוה משמועות מ- 30 אחוז, וזאת ללא כל קשר לביצוע המניה על פni שאר השנה.

ובן שאין בהקצאות אופציות שכאלו משום כל תמרץ למאץ. מדובר בהטבה גרידא אשר כמעט ואינה תלויות בביצוע המניה.

אופציות מותנה

.ה.

במקרים ספורים קיימת התניןיה בהחלטת החברה על הקצת האופציות לבכירים. התניןיה באוטם מקרים היא שהמנota תוקצינה בפועל בכפוף לתוצאות הכספיות של החברה (למשל, בהקצת מאכפל לשולחה בכירים ובעלי עניין מיולי 1996). היהות ואין התייחסות מפורשת יותר לקריטריונים שיישמו בעת קבלת ההחלטה, קשה להעריך את ממשועות האופרטיבית של התניןיה זו.

התניןיה מסווג אחר אומצה לאחרונה בחברת ניס. בהודעה מחודש יוני 1998 דווחה החברה על הקצת אופציות לעובד בכיר. מועד המימוש מותנה ברווחיות. 40% מהכמות המוקצת יהיו ניתנים למימוש בתום השנה בה הרוחה למנניה יעמוד על 1.75 דולר, 30% מהכמות יהיו ניתנים למימוש בתום השנה בה הרוחה למנניה יעמוד על 2.3 דולר, ובלבז ששיעור הרוחה התפעולי בכל אחת מהשנתיים הללו לא יפתחת מ- 10%. בחישוב הרוחה למנניה לא יובאו בחשבון הਪחתות או תוספות חד פעמיות הנובעות מרכישות, מיזוגים וכיו"ב.

זכויות מסווג SAR

.1.

בתאריך 3.12.96 בוצעה הקצת 142,000 אופציות המהוות 1.5% מההון ל- 9 בכירים בחברת עליית. שיעור הנחה בהקצתה היה 11%. הייחודה בהקצת אופציות זו הוא שההמרה בפועל לא תבוצע למניות. עם ההחלטה על מימוש האופציה, יתורגם ההפרש בין מחיר המימוש לבין שער המניה בבורסה באותה עת לכף זמן אשר יועבר לניצע. לתוכנית הטבה זאת מסווג Stock Appreciation Right (SAR) יתרון ניכר בכך שאיננה מצריכה מהחברה הנפקת מנויות ודילול האחוזות. כמו כן, חוסך מגנון זה מהניצע את הצורך למכור את המניות בבורסה בעת המימוש, מהלך שעלול להיות יקר ולא ודאי, במיוחד לגבי מנויות עם סחרירות נמוכה.

שיעור ההטבה בהקצת מנויות

.2.

שיעור ההטבה בהקצת מנויות שונה מהותית בין החברות. ניתן לסווג את 14 החברות מהمدגם אשר הקצו מנויות בהטבה לשולש קבוצות:

1. ללא הנחה - מדובר בהקצאות לב בעלי עניין בהנחה של עד 5 אחוז משער המניה. במקרים אלו ניתן להתייחס אףו להקצאות כאלו הנפקות פרטיות.

. הקצאת מניות בהנחה משמעותית - אלו הון הקצאות למנהלים אשר אינם בעלי עניין כמו גם לכל עובדי החברה בהנפקות ראשונות לציבור, כאשר ההנחה היא כאמור משמעותית. שיעור ההנחה בהנפקה לכל עובדי אלביט בשנת 1994 היה 33 אחוז. בחברת אגיס מחודש Mai 1992 הגיעו ההנחה ל- 55 אחוז, 40% ההנחה בהנפקת טבע מחודש אפריל 1992, ועוד.

. הקצאת מניות כמעט ללא תמורה בחברות לירז', כימיקלים לישראל, יסקל, מג'ור, פריקלאס ואורלייט. שיעור התטבה הנמוך ביותר בקבוצה זו היה באורלייט (70 אחוז). שיעור התטבה המרבי היה למנכ"ל ולבעל העניין במגוון החזקות ולעובדים בלירז' (98 אחוז בכל אחד מהAKERIM).

6.6 הטבות אחרות

A. הקצאות בחברות אחרות

מלבד הקצאה למנהלים של ניירות ערך בחתבה בחברה, היקזו 7 חברות בשנים 1992-1996 ניירות ערך בחברות הקשורות, מהן שלוש בكونצרן כלל:

שם החברה	מועד הקצאות	הניסיונות	ההקצאות בחברה
מג'ם	96	מנכ"ל	כל תעשיות
תא"	95,94,92 94	4 בכירים בכל פעם מנכ"ל	תא"ת TVG (בת)
כל תעשיות	94,92	בכירים	כל ישראל
כל סחר	94,92	בכירים	כל ישראל
דיסקונט השקעות	93,92	מנכ"ל	סאטקס
מר.	96	3 בכירים	MTS (בת)
ציקлон	94	מנכ"ל	Aerotrans (בת)

בכל שבע החברות הייתה הקצאת האופציות בחברות הקשורות בנוסף להקצאות שבוצעו בחברה עצמה.

ההקצאות בכל תעשיות וכל סחר נעשו ב- 2-3 מנות שנתיות בכל פעם, קרי עד 1996. הביאוורים לדוחות הכספיים מצינינס שההקצאות בוצעו למנכ"ל ולעובדים בכירים. בחברות אלו ובחברת מג'ם בוצעו הקצאות האופציות בחברות האם. עניין ההקצאות בחברת האם מעלה שאלת עקרונית. להיות ומילא הוקזו לבכירים גם אופציות בחברות עליהן הם מופקדים, לא מוחור כל צרכו מודיע נדרשה החברה גם להקצת אופציות בחברות האם. כך למשל אמנים ייתכן שמחيري מנויות כל סחר לא יבטאו באופן נכוון את כישורי המנהלים שם. אך הרי קיימים לשם כך מנוגני תגמול והערכות ביצועים נוספים, כגון הערכה סובייקטיבית

של הממוניים. תמורה אם הענקת אופציות בחברת האם, כלל ישראל, תבטא נכון את הקשר בין ביצועים לתגמול לגבי מנכ"ל כל שחר. יחד עם זאת אם המנכ"ל חבר בהנהלת חברת האם ותורם משמעותית בדרך זו, יש אולי היגיון כלכלי במהלך.

המצב הפוך לגבי הקצאות בחברות האחרות. באربع חברות אלו בוצעו הקצאות למנהלים גם של אופציות בחברות בנות, כמו סייטקס במקורה של דסק"ש, ותאת טכנולוגיות ו-TVG הנסחרת ב-NASDAQ בחברת תאגיד. ההגיון העסקי בהקצת אופציות בחברות בנות נהייר יותר. יש בכך נראה משותם בייטוי לאמונה שלמנכ"ל אחריות ישירה גם לגבי חברת הבת והקצת אופציות בה מבטאת תרומות ישירות אשר לא באות בחברה לידי בייטוי בשערי מנינית חברת האם. יש לציין, שגם נוהל זה בעיתוי, אם כי במידה פחותה מאשר הנוהל הראשוני. כך למשל, מביא נוהל זה למדידה ופיקוח קבועים בגין ביצועי חברת הבת - פעמי אחד במישרין באמצעות האופציות על מניניותו, ופעמי שנייה באמצעות כל חבילת התמරוץ (למשל אופציות ובונוסים) בחברת האם עצמה. מנגנון תמרוץ קבוע שכזה עלול לגרום עיבות בהקצת משבתין המנכ"ל אשר יREDIS יותר תשומת לב לחברת הבת בה היא מתומרצ' ישירות, על חשבון תשומתו בחברות הבנות האחרות.

הלוואות

.ב.

במקרים מסוימים מעמידות חברות הלוואות בתנאים נוחים לעובדים לצורך רכישת מנויות בהטבה. הדבר נכון בעיקר בהנפקות ראשונות לציבור של אותן חברות.

העמדת הלוואות על ידי החברה לצורך IMPLEMENTATION אופציות אינה דבר שכיח. בחודש Mai 1995 הקצתה חברת שופרסל אופציות ל- 35 בכירים בחברה ובחברות בנות. על פי תוכנית האופציות, כל ניצע שמשמש את כתבי האופציה זכאי לקבל הלוואה מהחברה לצורך המימוש. תנאי הלוואה הינם על פי סעיף 3 (ט) לפקוות מס הכנסת, ולפרעון ב- 3 תלולמים שווים. אין התייחסות נוספת לכיסוי הכספי של שופרסל לגבי שאר תנאי הלוואה או שווי מרכיב החטבה הכלולה. בהקצת המניות בחברת ת. מר בשנת 1996, הוצע לעובדים מימון בתנאים נוחים במיוחד, הלוואות ללא ריבית והצמדה.

מקרה קיצוני של הטבה בהלוואה היא הקצת המניות למנכ"ל עלית בסוף שנת 1996 בהנחה של כ- 11 אחוז. השווי הבורסאי של המניות שהוקצו היה באותה עת 1.83 מיליון ש"ח. לצורך מימון רכישת המניות ותשלום המשנו מהן, העמידה החברה למנכ"ל הלוואה (צמודה ובריבית של 2%). יחד עם זאת, המניות המוקצחות משמשות כ"משכון" לעדי להבטחת החזר הלוואה". כפועל יוצא, אין למנכ"ל סיכון רב מדי במקרה של ירידת ערך המניה. יתר על כן, במקרה של עזיבה מוקדמת, כפי שקרה בפועל, נותר המנכ"ל עם מלאה ההטבה. מנגד, הקצת אופציות במנות מאפשרת תקופת vesting, ובכך מונעת את העיוות שבקצת המניות.

6.7

תבנית האופציות בחברות הטכנולוגיות הישראלית הנסחרות בארץ"ב

להשלמת ניתוח תמונת המצב לגבי הקצאות אופציות בישראל, נבחן גם את הנעשה בחברות הישראלית הנסחרות בארץ"ב (ברובן חברות טכנולוגיה הנסחרות "מעבר לדלפק" NASDAQ). כמפורט בפרק 2, לתכניות האופציות בחברות אלו מאפיינים שונים מאשר לתכניות האופציות בחברות הנסחרות רק בבורסת תל-אביב.

לצורך הניתנות נבחר מדגם של 12 חברות טכנולוגיות ישראליות הנסחרות בלעדית בארץ"ב. מרבית החברות במדגם זה הן ותיקות וגדלות יחסית אך נכללות בו גם מספר חברות צעירות (למשל, גלייליאו), פירוט החברות מופיע בסוף ו'. הגילוי הנדרש לגבי הקצאות בחברות אלו מצוי בדוח התקופתי F-20 המוגש ל- SEC על-ידי החברות הזורות. כאמור, טופס זה הינו המקביל לטופס A14 הנדרש מהחברות המקומיות, אם כי לא נדרש בו אותה חובת גילוי פרטנית לגבי תגמול הבכירים הנדרש מסעיף 402 של K-S Regulation. בפועל, רמת הפירוט בטופס F-20 הינה במידה רבה ולונטרית. חברות בודדות סיגלו לעצמן נוהל גילוי פרטני של התגמול לכל בכיר בנפרד (למשל, חברת Tower). אולם ברוב החברות, הגילוי לגבי הבכירים הוא תמציתי וכולני – חן מבחינת היעדר פירוט למרכיבים, וחן מבחינת היעדר פירוט התגמול לכל בכיר בנפרד. יתר על כן, גם לגבי תכניות האופציות, אין במקרים אחדים גילוי על החלק שיועד להנהלה משך כל הקצאה שהקצתה החברה לעומת החלק שהוקצה לשאר העובדים.

המאפיין המרכזי של תכניות האופציות בחברות הישראלית הנסחרות בארץ"ב הינו שההקצאות ניעדות לכל עובדי החברה (כולל דירקטוריון החברה וה הנהלה הענקת אופציות על פי צרכי החברה במהלך שנים. תכנית זו מאפשרת לדירקטוריון החברה וה הנהלה הענקת אופציות על פי צרכי החברה במהלך שנים (גיוס עובדים חדשים, קידום עובדים ותיקים, שינויי ארגוניים וכו'). בחברות הותיקות, אותן שנים (גיוס עובדים חדשים, קידום עובדים ותיקים, שינויי ארגוניים וכו'). בחברות הותיקות, מטופשות בדרך כלל תכניות אופציות נוספות. כמו למשל חברת אלאלין לאמץ תכנית אופציות מוגבלת בהיקפה, אך מידיו שנה מציעה החברה תכנית אופציות נוספת. גם חברת טכኖמטיקס מצטיינת בריבוי תכניות אולם במקרה דנן הסיבה הינה רכישות של חברות אחרות שביצעה טכנומטיקס וקליטתה עובדייה. מצב דומה שורר גם בחברת אורבוטק, בגין המיזוג הגדול בשנת 1995.

כפועל יוצא לכך שתכניות האופציות בחברות הישראלית הנסחרות בארץ"ב ניעדות לכל העובדים ולא רק להנהלה הבכירה, הרי גם שיעור הדילול בו מתאפיינות תכניות אלו הינו גבוה יחסית. לגבי מרבית החברות שנדגמו נמצא ששיעור הדילול בהן אף עולה על 15 אחוז. שיעור הדילול המקסימלי

שנמצא היה בחברת צ'יק פוינט, 36 אחוז. מותוק זה, נIRON לדוח לסוף שנת 1996, כבר הוקצטו בפועל כ- 16 אחוז (קרי, תוך כנסה מעות ההנפקה הראשונה לציבור).

בכל התכניות שנבחנו מתגבשת הזכאות בשיעורין, תוך פרק זמן הנע בין 3 ל- 5 שנים. משך הזמן לימוש האופציית נמדד ממועד ההקצתה והינו לרוב בין 8 ל- 10 שנים, או בעת הפסקת התעסוקה. בחברות בוודאות משך הזמן לימוש נמוך יותר ולעתים אף דיפרנציאלי בין התכניות השונות באוטה חברה. מקרים אלו נבעו ככלים כפועל יוצאה של מוצבים בהם החברה אימצה תכניות אופציות לעובדים של חברה נרכשת (טכኖמיטיקס ואורבוטק).

לגביו שעור הטבה בתכניות האופציות, קיימים שני מוצבים שכיחים. בחלק מהחברות קובעת תכנית האופציות שהשער בו תבוצע ההקצתה לא יכול מלאה המחיר בבורסה באותה עת, ואילו במקרים אחרים מຕאפשרת הנחה של 15 אחוז ממחיר המניה בעת הענקה. מעניין לציין שבחלק ניכר מהחברות אין מדיניות הטבה אחידה בין התכניות. בחברת ECI למשל, מຕאפשרת הטבה של עד 20 אחוז לעובדים בישראל, אך אין הטבה בתכנית האמריקאית וזאת משיקולי-מס (סעיף 422 לפקודת מס הכנסה האמריקאי). מחייבים דיפרנציאליים קיימים בתכניות של חברות גלילאו ו- DSSD. בשתי החברות נקבע שעור הטבה מרבי של 15 אחוז בהקצתה אופציות לעובדים. יחד עם זאת כאשר ההקצתה היא לבני עניין המחזיקים לפחות 10 אחוז מסק המניות המונפקות, נקבע מחיר מינימלי להקצתה של 110% מהמחיר בבורסה באותה עת.

אלמנט אפשרי אחר להטבה הינו מנת הלוואה בעת שימוש האופציות. כמו לגבי החברות בבורסת תל-אביב, לא נמצא הדבר שכיח בדגמים שנבחנו. תכנית האופציות בחברת צ'יק פוינט מאפשרת לעובדים לקבלת הלוואות מהחברה לצורךימון מחיר המימוש (הדויה התקופתי מציין גם את האפשרות שהיעדר חסימה יכול העובד למכור את המניה ביום שימוש האופציה ובכך לבצע עסקת מימון ללא השקעה כלל).

דגם החברות הישראלית הנבחרת באלה"ב נבחן גם בקשר לתכניות של הקצתה מניות לעובדים. ב- 2 מותוק 12 החברות נמצאו תכניות כאלה. הריאונה הינה של חברת טואר מחודש דצמבר 1993. עפ"י התכנית מתגבשת הזכאות למשך 4 שנים בשיעור שנתי של 25 אחוז. התכנית מוגבלת למנהלים בכירים ועובדיה מפתחה בחברה. ההקצתה מתבצעת בשיעור השווה לממחיר המניה בבורסה באותה עת כאשר החברה מעמידה הלוואות על מלא הסכום. על פי דיווח החברה מימנה החברה בפועל כ- 99 אחוז מסק עלות הרכישות של הזכאים. היקף התכנית הינו 2.7 אחוז מסק ההון הנפרע של החברה.

תכנית הקצתה המניות השנייה שנמצאה היא בחברת צ'יק פוינט. התכנית שונה במידה מסוימת של חברת טואר בכמה אСПקטים. ראשית, התכנית בנוייה מתקופות עוקבות בנות ששח חודשים כל אחת החל מראשית שנת 1997. שנית, התכנית מיועדת לכל עובדי החברה. כמהות המניות המוקצתית לעובד מוגבלת בכל תקופה למקסימום של 1,250 מניות אך לא יותר מ- 15 אחוז ממשכורתו בתקופה.

אספקט שלישי בתכנית הינו שיעור הטעבה, באשר המחיר בהקצאה נקבע ל- 85 אחוז ממחיר המניה. מרכיב הטעבה אחר נובע ממנגנון חישוב ההנחה לפיו המחיר הקובלע לחישוב השער נקבע לנמוך מבין מחיר המניה בתחילת תקופת הזכאות של ששת החודשים או ביום הרכישה בפועל במהלך ששת החודשים. בהתחשב בתנודתיות הגבואה של מנויות הטכנולוגיה יש בהגנת שער זו פרמייה משמעותית.

7. הטבות מהן למנכ"ל מול ביצועי החברות 1992-1996

7.1 כלל

הפרק הקודם התמקד בסוגיות מבנה הקצאות לבכירים. ההתייחסות לשווי ההטבות הייתה בעת הענקה (ex ante) על בסיס פרמטרים כלכליים כגון התנהלה במהירות המימוש, משך הזמן למימוש, תנאי הצמדה וצדומה. בפרק זה ננסה לאמוד את המצב post ex, קרי, מה היה שווי ההטבה בפועל בתקופה האמורה. כמו כן נשווה את גודל ההטבה לעומת משתנים אחרים כגון רוחניות החברה.

בဟדר מידע מספק, מתייחסת ניתוח שווי ההטבה בהקצאות ניירות ערך למנכ"לים בלבד. אף לגבי המנכ"ל, במקצת ההקצאות אין מידע לגבי כמות ניירות הערך אשר הוקצו בכל תוכנית. מתוך 81 חברות מהמידגס אשר הקצו ניירות ערך למנהליהם בשנים 1992-1996, קיימים מידע מפורט על הקצאות למנכ"לים ב 48 חברות (שמות החברות מפורטים בטבלה מס' 5). הבדיקה מתבצעת בנפרד לכל אחת מהשנים, כמו גם לכל התקופה.

7.2 אופן חישוב ההטבה בפועל

בניגוד למודלים הכלכליים התיאורטיים כגון D&B, אשר מחשבים את שווי ההטבה ex ante, הכוונה כאן הינה לכמת את שווי ההטבה המותממת ולהקצתה באופן נכון על פני שונות חיי האופציה. הנחות הבסיס שנלקחו בחישוב ההטבה מאופცיות למנכ"ל הן:

- א. כל הטבה כושבה מតאריך התוכנית עבור כל המנות שבתוכנית, בין אלו שהוקצו בפועל ובין אלו שנתקבלו החלטה להקצתן בעתיד על פי תנאים נקובים.
- ב. מימוש האופציות הינו במועד האחרון האפשרי: תאריך פקיעת האופציה, או סיום כהונת המנכ"ל (לפי המוקדם שביניהם). במקרים הספורים בהם דוח על מימוש אופציות, נלקחה אינפורמציה זו בחשבון.
- ג. בכל שנה כושבה ההטבה עבור המנכ"ל שכיהן באותה עת.
- ד. בכל מקרה של repricing בוצע תיקון במחיר המימוש עבור אותן מנות.

בבסיס ההנחה שיש להתחשב בשווי כל ההקצתה, ללא קשר לתנאים ל- vesting, עומדת המחשבה שבחינת תמרוץ המנכ"ל, מה שבעיקר קבוע הוא סך הנקודות שהחברה תחייב לגבייה, והמופיעה בתוכנית ההקצתה. כך למשל, אם תוכנית האופציות בסטרוסט שהוכרזה באפריל 1992, ככל שהיא

עינוי את הטעבה הגלומה בהקזאה השלימה כבר מיום החקלהה. מננות : אחת מיידית, ואחת שתיכניס לתוךן שנה מאוחר יותר, הרי באופן ממש רואה המנכ"ל לנגד

הנחה מרכזית שנייה בחישוב היא, שככל האופציות ממומשות במועד האחרון האפשרי (אלא אם כן ישנו מידע מפורש המעיד אחרת). הסיבה העיקרית לכך היא התפיסה הכלכלית לפיה מביא הדבר למכוסום השווי. בנוסף, במקרים הספציפי, ניתן רוב האופציות בסיכון למועד המפולת בבורסה או במחלכה כך שambilא לא הייתה אפשרות לימוש האופציות קודם המפולת (עקב החסימות), ולאחר מכן המפולת (בהעדר שווי כלכלי). ואילו לגבי שנות המדגם האחרונות, השווי הכלכלי נלקח בחשבון באופן מלא. במאמר מוסגר נוסף, שלפחות לגבי המניות שנסחרו בבורס, הייתה בעיית סחרירות רצינית, וכיים ספק רב אם ניתן היה ממש את האחזקות שמהתקצאות אף אילו רצוי הניצעים בכך, לא ירידת שמעותית במדד המניות.

באותם מקרים שבهم הווענקו אופציונות לחברות הקשורות, נלקחו גם הטבות אלו בחשבון במידת האפשר. כך למשל היה דיווח מלא על כמות ותנאי האופציות של כלל ישראלי שהוענקו למנכ"לים של כל תעשייתן וככל שחר. במקרים אלו חושבה ההטבה באופן מלא והוסף להטבה כל שנה מההקצאות לחברת עצמה. בשאר המקרים שהוזכרו בהם בוצעו הקצאות לחברות בנות או חברות האם לא הייתה אינפורמציה על גודל ההקצתה או תנאייה שאיפשרו בידיינו את כימות ההטבה (ובמקרה אחד בוצעה ההקצתה לחברת לא סתירה).

בבואהו להעריך את ערך ההטבות מנכ"ל כל שנה, חושב השווי בנפרד לכל תוכנית וכל מנתה ואז סוכם במספר מכרפי עבור אותה שנה. דבר זה מעשה שני טעמים. ראשית, החקפה על חישוב פרטני אפשרה להתחשב באוטם מקרים בהם שווה מחיר המימוש של מנות מאחרות עקב ירידות המחייבים בבורסה. שנית, נמצא במקרים רבים ששווי ההטבה לימיוש של מנתה אחת (המוקדמת בדרך כלל) היה אפס, בעוד שמנות שהוקצו במועד מאוחר יותר במחיר הנמוך יותר היו בעלות שווי חיובי. להיות ולאפשרויות לא יכול להיות ערך שלילי, אין ירידת שווי להקצתה אחת מתוצאות בהכרח נגד שנייה השווי ב מנתה האחורית. בכל המקרים של ירידת מחיר המניה ועמן ירידת שווי האופציות, היה צורך לוודא עבור כל מנתה בנפרד שאין גודל הירידה גבוה ממרכיב השווי החיווי המctrבר של מנתה בשנים הקרובות. ככלומר, במקרה של ירידת השווי האפשרית בכל מנתה היא גבוהה סך הרוחם המתואם בגין אותן אופציות בו "זיכינו" את המנכ"ל בשנים הקרובות.

ב-31.12.96 בשל מרכיב הבדיקה בהקצאה. לגבי יתרת השנים חושבה התהבה על פי השינוי בשער המנייה בין ראשית השנה וסופה. כל הערכים תואמו למדע על מנת לשקף את השווי הריאלי בשנים השונות.

שווי ההטבה מאופציות יהיה שלילי באופן שניים בהן חלה ירידה בשער המנייה בבורסה בין ראשית השנה לסופה (אלא אם נמסר על מימוש בפועל במהלך השנה). יחד עם זאת, כאמור, כך השווי בגין הักษאה יכול להיות לפחות מתחת לזו. במקרה מסתיים חישוב ההטבה עם פקיעת האופציות.

הדבר שונה בהקצת מנויות, שם החישוב פשוט יותר. שווי ההטבה לשנת ההקצתה הינו הפרש המחיר המתואם של המנייה בהקצתה ושער המנייה בסוף השנה. שנים לאחר כך נגור השווי מרווח השינוי המתואם במחיר המנייה. חישוב ההטבה והמנויות מסוימים ביום שבו נסתיימה תקופת החסימה. באשר למשק, האחזקות במניות הינו רצוני מאותה נקודת זמן. שינוי ערך מאוחרים יותר דין כדין שינוי בשווי אחזקות הווין, ואין להתייחס אליהם ככל הטבה מעובדה. למעשה לצין, שבניגוד לאופציות, הרי במקרה של הקצתה מנויות בהנחה יכול השווי המכרי של ההטבה להיות שלילי.

פרט טכני אחרון, הן בחישוב שווי האופציות והן לגבי המניות, נלקחו בחשבון מנויות הטבה ו נעשו התיאומים הנדרשים בגיןם על פי תקנות הבורסהណדון.

7.3 **המצאים הסטטיסטיים לגבי ההטבות מהוں**

טבלה מס' 2 מפרטת את סך ההטבות מאופציות ובמנויות למנכ"לים של 48 חברות בכל אחת מהשנים 1992-1996. כל הערכות הכספיים מתואימים לסוף שנת 1996. ההטבות מחושבות בנפרד לכל שנה: מאופציות, מנויות, וסה"כ הטבות מהוון. כן מופיע טור עם שכר המנכ"ל בכל אחת מהשנים.

לכל אחד מהמשתנים מדוח החציוון, סטיית התקן, ערכיו הקיצון באותה שנה, וכן מספר התცיפות. מניתות טורים אלו בולטות ההטבה מאופציות אשר הסתכמה בשיעור חציווני של 1.3 מיליון ש"ח ו- 800,000 ש"ח בשנים 1992 ו- 1993 בהתאמה. ואילו בשנת 1994 התהפקה המגמה עקב המפולת. חציוון ההטבה מאופציות הינו אפס בשנים אחר כך, וזאת ממש שלגביה מרבית ההקצאות המוקדמות היה מחיר ממוצע גבוה מהמנייה בבורסה באותה עת. יחד עם זאת, עקב ה- *repricing* של התוכניות השונות וההקצאות החדשנות, הייתה ההטבה מאופציות חיובית בחברות רבות. נתון זה משתקף בסטיית התקן הגבוהה של ההטבות מאופציות.

מנגד, חציוון השכר של החברות הינו יציב הרבה יותר. למעט בשנת המשבר של 1994, עלה השכר החציווני בשיעור מתון בכל שנה. הגידול הריאלי בשכר ובבונוסים בחברות הסתכם בשיעור שנתי של 2.1 אחוז בממוצע על פני התקופה.

טבלה מס' 2

**הטבות מהוں למנכ"לים בחברות תעשייתיות ישראליות 1992-1996
(באלפי ש"ח מתואימות לסוף 1996)**

נקי	כמה מהוں כהוז מרוח מהשכר	כמה מהוון כהוז מהוון מהשכר	סה"כ הטבות מהוון	הטבות ממניות	הטבות מאופציות	שכר		
			17	3	14	37	מס' חברות	1992
3.13	131.75	684	220	1,359	825	חץין		
7.61	116.40	1,741	2,209	1,715	575	סתיית תקן		
	364.26	5,739	3,935	5,739	2,593	מכסימים		
		7	7	10	364	מינימום		
			23	5	20	44	מס' חברות	1993
3.63	75.96	752	1,423	809	867	חץין		
91.55	562.37	4,018	3,544	3,270	780	סתיית תקן		
	2,153.91	15,012	8,253	12,023	4,383	מכסימים		
		-10	21	-10	109	מינימום		
			31	5	28	46	מס' חברות	1994
0	- 42.81	-376	-1,981	-440	728	חץין		
53.52	588.55	4,175	3,995	3,323	577	סתיית תקן		
	116.77	644	375	644	3,007	מכסימים		
		-18,080	-9,620	-14,046	256	מינימום		
			35	6	31	43	מס' חברות	1995
0	0	0	-340	0	894	חץין		
22.19	193.59	4,305	958	4,461	654	סתיית תקן		
	919.80	23,372	1,294	23,372	2,541	מכסימים		
		-3,377	-1,315	-3,377	416	מינימום		
			39	0	36	40	מס' חברות	1996
0	0	0	-111	0	897	חץין		
8.93	113.94	2,598	353	2,705	628	סתיית תקן		
	161.16	2,464	132	2,464	2,965	מכסימים		
		-15,802	-563	-15,802	444	מינימום		

שני הטורים האחרונים מודדים את סך ההטבות מהון באופן מונרמלי כאחוז מהשכר וכאחוז מהרווחה הנקי של החברה. כך למשל הגיע חציון ההטבות מהון בשנת 1994 לשיעור של 76 אחוז מהשכר.¹² כאמור, קיימת תנודתיות גבוהה מאוד בשיעור ההטבות מהון כפונקציה של מצב שוק המניות. בשנים האחרונות במדד המניה, עשוי מרכיב ההטבה להגיע לשיעורים גבוהים. וההיפך בשנים שונות, אז נשחק שווי ההטבה שנცברה בשנים קודמו.

שיעור ההטבות מהון כאחוז הנקי של החברה: בעוד שבחציון ההטבות השנתיות נע בטוחה של בין אפס לבין 3.6 אחוז, בולטת העובדה, שתוחום העריכים הוא רחב במיוחד. כך למשל, עמד שיעור ההטבה החציוני על 3.5 פעמיים מהרווחה בשנת 1993. אין ספק, שהשפעת חברות הקטנות במקרה זה הייתה גדולה במיוחד.

לגביה מניות, היה שווי ההטבה לרוב חיובי בשנים 1992-1993, ושלילי בשנים הבאות. כמו כן לעיל, אין חסם תחתון על גובה ההפסד במקרה של ירידת ערך מניות שהוקצו.

על מנת לבחון נקודה זו ביותר עמוק, ביצעונו חלוקה של חברות במדד לשתי תת קבוצות, על פי גודלן. טבלה מס' 3 מדגישה על חציון המשתנים שהוצעו בטבלה מס' 2, אולם בנפרד לשתי תת הקבוצות. בעת בחינת הנתונים יש לזכור, שמספר החברות המדוחשות בכל תת קבוצה משתנה משנה לשנה, ולכן שינויים לאורך זמן אינם מעידים בהכרח על מגמותות כליליות. כך למשל, העובדה שיש ירידה בשכר החציוני של חברות הגדולות נובעת בעיקר ממספר החברות המדוחשות בכל שורה.

טבלה מס' 3 מציגה באופן בולט על כך, שבממוצע ההטבה מניות ערך משמעותיות בחברות הגדולות הרבה יותר מאשר בקטנות יותר. הדבר נכון הן באופן מוחלט (בשקלים), והן כאחוז מהשכר. יחד עם זאת, ההטבה מניריות ערך גדולה יותר בחברות הקטנות, כאשר היא נמדדת באופן יחסית להרווחה הנקי של החברה. בשנים הגאות בבורסה (1992-1993), הגיע חציון שיעור ההטבה מניריות ערך למינכ"ל אף לכ- 5 אחוז מערך הרווחה הנקי של החברה.

התפלגות ההטבות למינכ"ל מאופציות וממניות על פי היוטו בעל עניין או שכיר נבחנת בטבלה מס' 4. פאנל אי כולל את 36 חברות בהן אין המינכ"ל בעל עניין. פאנל בי מתיחס ליתרת 12 חברות בהן המינכ"ל הוגדר כבעל עניין. יש לציין, שגודל חברות שונה גם הוא בין שתי תת הקבוצות. לא מפתיע לכן, שבחציון השכר עבור המינכ"לים השכירים גבוה יותר מאשר עבור המינכ"לים שהם בעלי עניין. באותו מקרים בהם היקצה בעל העניין אופציות לעצמו (פאנל בי), היה הערך המוחלט של ההטבה גבוהה משמעותית מהמקרים בהם נועשתה הקצתה למינכ"ל שכיר. כך למשל היה חציון ההטבות לבניין בשנת 1993 פי 14.6 מאשר חציון שווי ההטבות למינכ"לים שכירים באותה שנה (6.4 מיליון ש"ח

¹² יש להציג, שאין מדובר בחישוב של חציון ההטבות מהון חלקו השכר, אלא של חציון היחס הטבות מהון/שכר.

טבלה מס' 3

**הטבות מהון למנכ"לים בחברות תעשייתיות בישראל לשנים 1992-1996
מסווגות לפי גודל החברות
(באלפי ש"ח מתואימים לסוף 1996)**

פannel א': חברות גדלות (ערכיהם חציווניים)

שכר	טבות מאופציות	טבות ממניות	סה"כ	טבות מהון	טבות מהון	טבות מהון מרווח נכוי	טבות מהון מרווח נכוי מהשכר
1,081	2,164	3,935	2,293	232.52	2.83		
1,010	1,221	1,423	1,321	147.84	2.2		
1,029	-831	-1,981*	-830	-74.16	-0.25		
1,068	0	754**	0	0	0		
999	-1	132*	0	0	0		
1992							
1993							
1994							
1995							
1996							

פannel ב': חברות קטנות (ערכיהם חציווניים)

שכר	טבות מאופציות	טבות ממניות	סה"כ	טבות מהון	טבות מהון	טבות מהון מרווח נכוי	טבות מהון מרווח נכוי מהשכר
646	607	113**	413	53.45	5.29		
803	386	2,580	269	54.23	4.82		
673	-370	-1,674	-306	-40.66	0.18		
673	0	-846	0	0	0		
808	0	-338	0	0	0		
1992							
1993							
1994							
1995							
1996							

* חברת אחת

** שתי חברות

טבלה מס' 4

**הטבות מהון למנכ"לים בתעשייהiot בישראל לשנת 1992-1996
מסווגות לפי אופי השתייכות המנכ"ל
(באלפי ש"ח מתואימים לסוף 1996)**

פאנל א': חברות בהן המנכ"ל שכיר (ערכיהם ח齊וניים)

שכיר	הטבות מאופציות	הטבות ממניות	סה"כ הטבות	מהון	הטבות מחשך	כאחוז נקי	הטבות מהון	כאחוז מרווה נקי
847	646	220	608	82.06	2.44			
868	502	832	440	58.36	1.40			
878	-376	-1,112	-373	-40.39	-0.53			
1,068	0	-299	0	0	0			
1,103	-1.40	10,354*	0	0	0			
1992								
1993								
1994								
1995								
1996								

פאנל ב': חברות בהן המנכ"ל בעל עניין (ערכיהם ח齊וניים)

שכיר	הטבות מאופציות	הטבות ממניות	סה"כ הטבות	מהון	הטבות מחשך	כאחוז נקי	הטבות מהון	כאחוז מרווה נקי
665	2,311	0	2,311	291.22	21.07			
846	6,432	8,253**	6,432	551.41	27.90			
682	-3,697	-9,620**	-3,697	-718.02	22.75			
645	0	-593*	0	0	0			
702	0	-564*	0	0	0.17			
1992								
1993								
1994								
1995								
1996								

2 חברות בלבד
חברה אחת *

**

לעומת 440 אלף ש"ח). שוב, בולטת העובדה, שמספר המקרים בהם הcketו בעלי עניין ניירות ערך לעצםם היו נמוך, אולם שווי ההטבות באוטם מקרים גבוה מאוד הן באופן מוחלט, ואף יותר מכך, יחסית לרווח הנקי של החברה (רי' בטורו האחרון).

7.4

השוואת ההטבה בהון בישראל ובארה"ב

מעניין להתייחס לגודל ההטבה בהון בישראל גם ביחס למצב השורר בארץות אחרות. במחקרו משנת 1995 בוחן Yermack את ההטבה מאופציות למדגש חברות אמריקאיות בתקופה 1990-1991. נמצא, שהתגמול מאופציות היהו בממוצע ממחצית מגודל התגמול בשכר ובונוס. בובאו להשוות לניטונים הישראלים, מן הרואיו להתמקד בחברות הישראליות הגדולות, ובמקרים בהם המנכ"ל אינו מוגדר כבעל עניין. עברו תות קבוצות אלו במדד הישראלי, חציוו גודל ההטבה מהון כאחزو מהשכר לכל השנים הם 60% בחברות הגדולות ו- 25% כשהמנכ"ל שכיר. נראה לפיכך, שינוי התאמה בסדרי הגודל היחסיים של ההטבה מהון למנכ"לים בשתי המדינות. אין בכך כמובן בכך לטעון שהמצב הקשור לתגמול המנהלים בישראל הוא שפיר. בעבודתנו לאחרונה (בר' יוסף וטלבמור (1998)) הצבענו על כך, שהיחס בין תפוקה לשכר בארה"ב הוא פי 7.5 מהיחס בישראל. גם ביחס לאנגליה, שכר המנכ"ל הישראלי גדול משכר עמיתו הבריטי (במונחים דולריים), בעוד שההתפוקה היחסית שלו נמוכה יותר.

7.5

מידת הקשר בין ביצועים לתגמול בהטבות הון

כאמור, המטרה בהקצת ניירות ערך בהטבה לבכירים הינה לכרוך את תגמולם בביצועי החברות עליהם הם מופקדים. מתוך הדרישה, תגמול במניות ואופציות תלוי באופן הדוק בביצועי אותן מניות. יחד עם זאת, אין המתאים מלא. ראשית, השווי הכלכלי של אופציות חסום כלפי מטה במקרה של ירידת מחיר המניה. שנית, בגין ההנחה בעת ההקציה ישנו מרכיב הטבה שהינו נפרד מביצועי המניה, כמובן שגם שער המניה לא יעלה, יהיה שווי התגמול חיובי ובדרך כלל ממשמעותי בגודלו.

הנימוחה יתמקדד בבחינת הקשר בין רוחניות החברה לבין התגמול בהטבות הון. בעיה המתעוררת בניתוח היא בגין התנודתיות הרבה בשוק המניות, אשר גורמת לשינויים דרמטיים בתגמול מאופציות ומניות גם ללא שינויים ממשמעותיים ברוחניות השופפת של החברות. הדבר נכון במיוחד לגבי השנים 1996-1994.

על מנת להתמודד עם קשי זה, חושבו ההטבות מהון ורוחניות החברות באופן מצרי לשנים 1992-1996. טבלה מס' 5 מציגה עבור כל חברת סך הטבות ההון למנכ"ל ואת הרוחה הנקי לחמש השנים האמוראות. הטור הבא מציג את התשואה המצרפית על נכסים לאורך התקופה, קרי, סך רווח גני בחמש השנים ואילך מחולק בסך נכסים. הטור האחרון מציג את השינוי ברוחה משנת 1992 ועד לשנת 1996.

טבלה מס' 5

סך הטבות הון למנכ"לים וביצועים מצטברים של חברות לשנים 1992-1996 (באלפי ש"ח מתואימים לסוף 1996)

שם החברה	סכום הטבות הון למנכ"ל	סה"כ רווח נקי	שיעור תשואה 5 שנתי על נכסים	שינוי ברווח נקי (96-92)
טבע	12,417	1,071,282	7.71	144,950
כור	7,570	2,837,699	5.23	18,096
אפריקה	3,321	437,020	1.12	-69,727
אגן	2,464	297,955	9.45	49,650
כתר	1,680	41,201	12.98	75
כל ישראל	1,554	1,040,820	1.33	-143,122
מכתשים	1,255	334,905	4.85	106,455
כל סחר	1,195	90,723	1.62	-22,699
רפָּק	1,001	36,057	9.13	9,028
דס"י"ש	954	967,248	6.18	-121,033
אופיס	893	44,319	11.2	2,851
שופרסל	854	426,611	5.2	35,973
מאקפל	720	1,855	0.20	3,028
כל תעשיות	697	1,140,886	4.31	-273,764
אברות	597	206	0.12	7,088
לכיש	564	7,388	4.92	1,546
כל אלקטرونיקה	432	439,275	12.27	-21,799
לייז	410	29,477	5.22	2,848
מג"ם	398	13,361	4.10	-7,071
סינטיך	346	4,649	2.58	1,439
אלקטרה	256	105,006	5.53	18,280
כבלי ציון	240	40,503	2.44	-4,960
אורלייט	219	22,362	6.24	2,124
עלית	207	134,005	1.77	-38,109
סנפרוסט	179	-82,774	-6.98	-88,052
מגור אחזקות	122	27,831	7.01	-3,092
פריקלאס	28	83,730	6.12	3,608
ازימוט	23	-16,081	-6.58	-8,932
אטונג	17	192,579	6.98	-11,687
גילטэк	11	-6,143	-1.73	-6,662
ליידר	5	31,521	10.90	-8,422
קופל	4	-15,505	-4.34	298
כיתן	3	145,894	4.53	-8,418
פועלים השקעות	0	199,695	3.37	-9,299
נייר חדרה	0	241,327	5.75	87,946
אורמת	0	26,691	1.18	33,686
חד	0	29,885	4.23	-8,953
כבלים	0	186,361	7.70	12,952
כל מחשבים	0	-5,635	-1.78	-5,635
פוסידון	0	-28,335	-14.02	-11,213
פלדמן ג	0	-2,032	-0.31	-10,128
רוזבאד	0	-12,230	-4.90	-14,987
רשי	0	-44,297	-7.81	-10,864
פולגות	0	58,503	2.23	-16,141
אלקו תעשיות	-20	254,266	6.09	12,857
קמור	-434	11,963	1.94	-1,182
אלבייט	-506	477,044	3.53	-50,673
יואל	-2677	-32,908	-2.42	-44,534

החברות מדורגות בטבלה בסדר יורך על פי ההזדבות מנויות ערך למנכ"ל. באופן טבעי, ההזדבות מהוں נבותות יותר בكونצראנים הגדולים בהם גם סך הרווח לרוב גודל יותר. יחד עם זאת, אין הדבר ניכר לגבי שיעור התשואה החמש שנתי והשינוי ברווח.

המצב שונה לגבי חברות המופיעות בתחום הטבלה. חברות אלו היו הזרבות מהוں למנכ"ל אפסיות, ואף שליליות (בגין ירידת שווי המניות בהזבה מתחת למחיר ההקצתה). שיעור התשואה הרוב שנתי על נכסים היה שלילי בחלק ניכר מ לחברות אלו. יתר על כן, כפי שמשתתקף בטור האחרון, בתשע מתוך עשר חברות שמתחרית דרגה הזרבות, יורך הרווח השנתי לאורך התקופה.

בדיקה פורמלית יותר של מידת הקשר האמור בוצעה באמצעות רגרסיה. הרצנו שתי רגרסיות על נתוני טבלה מס' 5. בראשונה נבחן הקשר בין הזרבות מאופציית ומניות בחמש השנים נגד רווחיות חברות המציגות באותו תקופה. נתקבל:

$$\text{סה"כ הרווח הנקי } X \cdot 0.003 + 82.382 = \text{הזרבות מהוון}$$

$$R^2 = 0.205 \quad N = 48$$

כלומר, על כל רווח נקי של מיליון ש"ח, קיבל המנכ"ל בממוצע הזרבות הוו של 3,000 ש"ח. מידת ההסתברות של הקשר היא 20 אחוז. יש להוסיף ולציין, שהקשר המוצג אינו משקף רק את ביצועי המנכ"ל אלא גם מתואם עם גודל החברה.

נטול חלקו של אספקט זה קיים ברגרסיה הבאה, בה נבחן הקשר בין הזרבות הוו לבין השינוי ברווחיות במהלך התקופה 1992-1996:

$$\text{סה"כ הרווח הנקי } X \cdot 0.011 + 879.2 = \text{הזרבות מהוון}$$

$$R^2 = 0.097 \quad N = 48$$

על כל גידול של מיליון ש"ח ברווח הנקי לעומת שנת הבסיס, קיבל המנכ"ל בממוצע 1100 ש"ח בהזרבות הוו. מידת ההסתברות של הקשר הפעם היא 10 אחוז. קיימים שני גורמים מרכזיים מדוע אין זה שיעור נמוך:

א. התנודתיות החיריפה של שוק המניות באותה שנים, פי כמה וכמה מהשינויים ברווחיות חברות.

- ב. מדיניות התגמול בחברות נקבעת לפי גורמים נוספים, כגון נורמות ענפיות, סיכון ועוד, אשר לא באים לידי ביטוי ברגסיה.
- ג. הנוהג הנפוץ של repricing המציגים אף הוא את הקשר בין תגמול וביצוע.

8. סיכום ומסקנות

ניתוח ההקצאות בפועל שבוצעו בישראל בשנים 1992-1996, ואופן החתמיות לגביון בדוחות התוצאות מביא למסקנות הבאות:

8.1. אופי ומבנה ההקצאות

- א. הקצת ניירות ערך בהטבה עדין לא השתרשה בקרב חברות הסתיירות בבורסת תל-אביב כמכשיר מסיבי לתגמול מנהלים (למעט בكونצראנים כלל ודסק"ש). רק 81 מתוך 237 חברות שבמיצגים היקזו ניירות ערך לעובדים בכירים באותה שנים (כולל חלק מהמקרים במועד הנפקות לציבור).
- ב. מספר הניצעים בהקצאות הוא נמוך מאוד. ב- 35% מהמקרים בהם מדווח מספר הניצעים הוקצו ניירות ערך ל-1-2 אנשים בלבד.
- ג. הקצת אופציות נפוצה הרבה מאשר הקצת מנויות בהטבה. הקצת אופציות שכיחה בעיקר בكونצראנים ובחברות הגודלות למנהלים שכירים, ופחות בחברות הקטנות. בעיקר בكونצראנים מקובלות תוכניות אופציות בנות שנתיים-שלוש כאשר ההקציה מתבצעת במנות כל שנה.
- ד. תנאי החסימה והIMPLEMENTATION שונים באופן ניכר בין החברות השונות. בكونצראנים נפוץ פרק זמן של 2-3 שנים לחסימה, ופרק זמן דומה אחר כך לאפשרות המימוש.
- ה. שיעור ההנחה המקובל הוא של 15 אחוז מחיר המניה ביום החלטה על ההקציה. בגין אופן החישוב, יכול השיעור בפועל ביום ההקציה להגיע גם להרבה יותר.
- ו. תופעה שכיחה ביותר היא התאמת מחיר המימוש כלפי מטה במנות שעדיין לא חולקו, בהתאם להנתנות המניה בבורסה. נהוג זה ממחיש את הבעיתיות בתכניות האופציות במתכונתן הנוכחיות.
- ז. הטבות כגון שיעור הטבה קבוע, הקצת אופציות לחברות הקשורות, ולהלוואות מסובסדות אין שכיחות. כל ההטבות הללו בעיתיות מבחינה עקרונית, ועלולות לעוזת את אופן קבלת החלטות של המנכ"ל.
- ח. אופציות מוותנות בביצועים וזכויות מסווג SAR גם הן אינן שכיחות, אולם אלו עשויים לשמש מכשירי תגמול ייעילים ביותר.
- ט. תוכניות האופציות לחברות הטכנולוגיה הישראלית הנstorות בארה"ב מאופיינות בכך שנעדנו לכל עובדי החברה ולא דזוקא למנהלים בכירים. כפועל יוצא, שיעור הדילול של ההון העצמי גבוה. תוכניות האופציות עצמן עושות להיות דיפרנציאליות אף לעובדים באותה חברת. למשל בין עובדים בישראל לאלו בארה"ב, או חממת תנאים למנהלים לעומת עובדים אחרים.

8.2. השווי הכלכלי בהטבה

- א. מספר ההקצאות לבניין היה נמוך יחסית, אף כאשר החברה מנהלת על ידי בעל עניין. אין לפיכך ביסוס עובדתי לטענה שהקצת ניירות ערך בהטבה הינה כל' שכיה בידי בעלי עניין לעושק המיעוט. יחד עם זאת, באופן מקדים בהם הוקצו ניירות ערך בהטבה לבניין העניין, היה שיעור ההטבה לרוב גובה, ותנאי החסימה והמיימוש נוחים. גם שווי ההטבה בפועל לניצעים בעלי עניין הסתכם בסכום רב - הן באופן מוחלט, וכן יותר מכך באופן יחסית לרוח הנקי של החברה.
- ב. שווי ההטבה מנויירות ערך בערכיהם כספיים גבוה יותר בחברות גדולות, אולם לא ביחס לרוח הנקי.
- ג. יחס ההטבות מהון כאחزو מהשכר בחברות בישראל הינו באותו סדר גודל כמו בשוק האמריקאי. (יחד עם זאת, התפוקה ביחס לשכר והטבות ההון נמוכה בישראל לעומת ארה"ב ואנגליה).
- ד. קיים קשר חיובי בין הרוחניות לטוח ארוך בין הטבות מהון על פני אותה תקופה (חמש שנים). יחס דומה קיים גם בין השינוי ברוחניות על פני חמש השנים להטבות מהון בתקופה. מצד שני, אין קשר ממשוני בין שיעור התשואה על ההון ובין רמת ההטבות מהון.

8.3. אופן הדיווח

- א. אין בגילוי הדעת דרישות מפורטות דיין לגבי אופן ומהות הדיווח. בפועל, אין נהג דיווח אחד בדו"חות הכספיים, והפירוט בתוכנותו הנוכחית דל במקרים רבים. ישנו צורך אמיתי בהמשך התקינה החשבונאית שהופסקה בנושא, אונ', לחילופין, בדרישות רשות ניירות הערך לגבי תוכנות ופירוט המידע בדו"ח התקופתי לבורסה. יש גם לשקל פירוט שמי, בניגוד נהוג השורר כו"ט.
- ב. חברות רבות לא מציניות לכמה עובדים הוקצו ניירות הערך בהנחה, והאם בכלל זה למכ"ל ולהמשת הבכירים. למروת שלכאורה נדרש הדבר מחייב הדיווח הנוכחית, הניסוחים בפועל הם עמודים וככלים מאד (למשל בנוסח "הकצתה לנושאי משרה בכירים").
- ג. יש לשקל הבחנה בדיווח בין ניצעים בעלי עניין לבין ניצעים אחרים. כו"ם נבעל המידע בתוך סך הכמות שהוקצו לכל הניצעים ללא כל התייחסות ספציפית.
- ד. לא תמיד מפורט אופן החזמה של מחיר המימוש. כמו כן, גם מדיניות ה- repricing אינה תמיד ברורה.

ה. בהקצאות רבות אין כל אפשרות לכימות שווי הנטבה - למשל כשיש הטבות בחברות בנות לא סחריות, כאשר אין מדיניות מפורשת לגבי אופן ההחלטה בהקצאות מותנות, הנוהל במקרה של עזיבת העובד וכו'.

1. המידע לגבי מימושים במהלך התקופה החשבונאית כמו גם יתרת האופציות שהוונקו ולא מומשו אייננו מצין. בפועל יוצא, אין כמעט כל אפשרות להעריך באופן עצמאי את הדילול העתידי האפשרי. רק חברות בודדות מספקות מידע מפורט, כגון דוח' מצבה לכל שנה לגבי מספרי האופציות שהוונקו, הומרו ובוטלו, ומהירות המימוש של כל סוג. נספח ז' מציג את הפירוט בנדון בבעיות לדוח'חות הכספיים של חברת ניס.

2. חובת הגליי הנדרשת מהחברות הישראלית הנשחרות רק באלה"ב פרטנית. בפועל, חברות בודדות סיגלו לעצמן נוהל גיליי פרטני של התגמול לכל בכיר בנפרד. בשאר החברות שנבדקו הגליי לגבי הבכירים הינו תמציתי וכולני.

ביבליוגרפיה

בר יוסף שסון, ואלי תלמור, "ביצועים מול שליטה: מה מניע את שכר המנהלים הבכירים בישראל?"
הרבuzzו לכלכלה, כרך 44 מס' 2, יוני 1997, עמ' 171-192.

בר יוסף שסון, ואלי תלמור, "תגמול מנהלים וביצועי החברות: השוואת רב-לאומית וגישות חדשות",
רואה החשבון, כרך מ'ז מס. 2, אפריל 1998, עמ' 149-159.

סומך – חייקין, תבנית תגמול לעובדים: היבטים כלכליים, חוקיים, מיסויים וחשבונאיים, 1993.

Accounting Principles Board (APB), "Accounting for Stock Issued to Employees," APB Opinion No. 25, 1972, New York, NY.

Accounting Research Bulletins (ARB) No.43, "Compensation Involved in Stock Options and Stock Purchase Plans," 1953, Chapter 13, AICPA, New York.

AICPA, EIFT, "Changes to Fixed Employee Stock Option Plans as a Result of Equity Restructuring". Issue No. 90-9.

AICPA, EITF, "Stock Compensation Issues Related to Market Decline", Issue No. 87-33.

AICPA, Statement of Position (SOP), "Employer's Accounting for Employee Stock Ownership Plans", 93-6, November 1993.

Alford A. W., and J. R. Boatsman, "Predicting Long-Term Stock Return Volatility: Implications for Accounting and Valuation of Equity Derivatives," Accounting Review 70, October 1995, pp.599-618.

Balsam S., "Extending the Method of Accounting for Stock Appreciation Rights to Employees Stock Options," Accounting Horizons 8, December 1994, pp. 52-60.

Brenner M., R. Sundaram and D. Yermarck, "Altering the Terms of Executive Stock Options" working paper, New York University, February 1998.

Carpenter, J. N., "The Exercise and Valuation of Executive Stock Options," Journal of Financial Economics 48, 1998, pp. 127-158.

Chance D.M., R. Kumar and R.B. Todd, "The 'Repricing' of Executive Stock Options", working paper, Virginia Tech University, March 1997.

Cuny, C. J. and P. Jorion, "Valuing Executive Stock Options with an Endogenous departure Decision," Journal of Accounting Economics 20, 1995, pp. 193-205.

Financial Accounting Standard Board (FASB), "Accounting for Stock Appreciation Rights and Other Variable Stock Option or Award Plans," Interpretation No.28, 1978, Norwalk, CT.

_____, "Determining the Measurement Date for Stock Options, Purchase and Award Plans Involving Junior Stock," Interpretation No. 38, 1984, Norwalk, CT.

_____, "Accounting for Stock Based Compensation," Statement of Financial Accounting Standards No. 123, 1995, Norwalk, CT.

_____, Standard Board, "Accounting for Certain Transactions Involving Stock Compensation – An Interpretation of APB Opinion No. 25", Exposure Draft No. 195-B, March 31, 1999.

Foster, T. W., P. R. Koogler and D. Vickery, "Valuation of Executive Stock Options and FASB Proposal," Accounting Review 66, July 1991, pp. 595-610.

Hall, B. J., "The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options" working paper, Harvard University, July 1998.

Hemmer T., S. Matsunaga and T. Shevlin, "Estimating the 'Fair-Value' of Employee Stock Options," Accounting Horizons 8, December 1994, pp. 52-60.

_____, "The Influence of Risk Diversification on the Early Exercise of Employee Stock Options by Executive Officers," Journal of Accounting and Economics 21, February 1996, 45-68.

Huddart, S., "Employee Stock Options," Journal of Accounting Economics 18, 1994, pp. 207-231.

International Standards Committee, "Retirement Benefit Coats", IAS 19, Revised 1998.

Jennergren, L. and B. Naslund, "A Comment on: Valuation of Executive Stock Options and the FASB Proposal," Accounting Review 68, 1993, pp. 179-183.

Marcus, A. and N. Kulatilaka, "Valuing Employee Stock Options," Financial Analysts Journal 50, November-December 1994, 46-56.

Rouse R. W., and D. N. Barton, "Stock Compensation Accounting" Journal of Accountancy 175, June 1993, 67-70.

Rubinstein, M. "On the Accounting Valuation of Employee Stock Options," Journal of Derivatives 3, 1995, pp. 8-24.

Talmor, E. and J. S. Wallace, "Computer Industry Executives: An Analysis of the New Barons' Compensation", Information Systems Research 9, December 1999, pp. 398-414.

Yermack, D. "Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?" Journal of Financial Economics 39, 1995, pp. 237-269.

נספח א

השפעת היישום של כללי החשבונאות באלה"ב בנושא תוכניות
אופציות לעובדים על הדו"חות בישראל

מפעלי נייר אמריקאים-ישראלים

ביאור 2 לדו"חות הכספיים לשנת 1995

מפעלי נייר אמריקאים - ישראלים בע"מ - דוח ליום 31.12.95
עמוד 21

באיור 2 - כללי החשבונאות המקובלות בארץ"ב:

עד כמה שADB נוגע לדוחות כספיים אלה, כללי החשבונאות המקובלות בישראל הינם זהים, למעשה, לאלה המקובלות בארץ"ב, למעט בנסיבות המפורטים להלן:

A. מすべן הפעולות של החברה

הדווחות הכספיים של החברה, העורכים ב-ש"ח המותאמים על בסיס השינויים נאנו החליפין של הדולר (ראה ביאור רב), שימשו גם, עד ובולט 31 בדצמבר 1993, לצורכי דיווחם לפני כללי החשבונאות המקובלות בארץ"ב (בהתאם לתורהות תקן 52 של החוצה לבכלי חשבונאות בארץ"ב - FASB) לגבי עסקים הפעילים בסביבה כלכלית הייפר-אינפלציונית.

לאור התוצאות הניכרות בשיעורי האינפלציה בישראל החליטה החברה ליישם, לצורך דיווח, החל משנת 1994, לפי כללי החשבונאות המקובלות בארץ"ב, את הכללים שנקבעו בארץ"ב לגבי משקימים שאינם נחכמים עוד סיביה הייפר-אינפלציונית.

לפי כלליים אלה: (1) מすべן הפעולות (הすべן בו מושגות עיקרי ההכנסות ומוצאות עיקרי החיצאות) של החברה הינו ה-ש"ח; (2) יתרות הפתיחה לשנת 1994 הינו היתרונות שנככלוamazon החברה ל-31 בדצמבר 1993 (ולא הוצעו מחדש); (3) עסוקות שבוצעו החל מ-1 בינואר 1994 נכללות בחשבונאות על בסיס סכום המקורי ב-ש"ח.

בהתשגב בכך שלא שילו שינויים מהותיים בשער החליפין של הדולר במהלך שנת 1994, המצביע הכספי ותוצאות הפעולות של החברה, כפי שהם מוצגים בדוחות כספיים אלה, אינם שונים באופן מהותי מלבד שהיו מתקבפים על פי כללי החשבונאות המקובלות בארץ"ב, כאמור לעיל.

באשר להשפעה של יישום כלליים אלה בשנת 1995 - ראה ו' להלן.

B. הטיפול החשבוני: במשדי הבנה נרחבים

בהתאם לכללי המקבילים בארץ"ב לגבי הטיפול החשבוני, ממשדי הבנה נרחבים על פי תקן 109 של ה-FASB, נדרש לזכור מסוים נדרשים גם בגין הפרשיות מסוימות ברכוש קבוע (קרקע ומבנים); לפי כללי החשבונאות המקובלות בישראל, הפרשים באמצעות אינם מובאים בחשבון בחישוב המוצרים הנרחבים.

באשר להשפעה של יישום כלליים אלה, ראה ו' להלן.

C. תכניות אופציוניות לעובדים

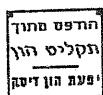
בהתאם לכללי המקבילים בארץ"ב לגבי הטיפול החשבוני בתכניות אופציות לעובדים על פי תקן 25 של ה-APB, נדרש לזכור את הפרש בין מחיר השוק של המניה ביום הענקה לבין תוספת המימוש שנקבעה בתכנית - כפי שהוא ידוע בעת הענקה - לדוח רווח והפסד על פci התקופה ממועד הענקה ועד למועד בו תעליה לעובד הזכות למימוש האופציות. הפרש האמור נזקף במקביל לקרן הון.

בדוחות הכספיים לפי כללי החשבונאות המקובלות בישראל לא ניתן ביטוי בדוח רווח והפסד להשפעה הנובעת מתכנית האופציות.

השפעה של יישום כלליי החשבונאות המקובלות בארץ"ב כאמור לעיל מובהקת ב-ו' להלן.

בחודש אוקטובר 1995 פורסם תקן 123 של ה-FASB המאפשר לחברות להמשיך למודול את ההכנה תוך שימוש בשיטת הערך הפנימי בהתאם לתקן 25 של ה-APB בתואר לעיל. חברות שמלחילות להמשיך לשיטת תקן 25 של ה-APB צריכות לפחות אחד דרישות הגילו, של תקן 123 של ה-FASB המבוסס על שיטת השוו הנאות במוגדר בתקן.

צורך יישום כלליי החשבונאות המקובלות בארץ"ב החליטה החברה להמשיך לשיטת את הכללים של תקן 25 של ה-APB. דרישות הגילו' בהתאם לתקן 123 של ה-FASB יבלטו בדוחות הכספיים החל מ-1996, כפי שמאפשר התקן.



מפעלי נייר אמריקאים - ישראלים בע"מ - דוח ליום 31.12.95
עמוד 22

ד. הצגת ניירות ערך סחרים

לפי כללי החשבונאות המקובלים בישראל ניירות הערך הסחרים מוצגים לפי סעדי השוק ביום המאוזן, באשר הם נזויים בערכם נזקים לדוח רווח והפסד (ראה גם ביאור נו'). טיפול בחשבונאי זה זהה לטיפול החשבונאי - מהאפשר חחל משנת 1995 - על פי הכללים המקבילים באלה"ב (בהתאם לקביעות תקן 115 של ה-FASB) לגבי ניירות ערך למסחר (trading).

לפי כללי החשבונאות המקובלים באלה"ב סוגו ניירות הערך הסחרים שנמנת ב-1994 עם בניית תקן 115 של ה-FASB לתוקף, כמינים למכירה (available for sale). בשניים המדווקחות השפעת ההבדלים בין הטיפול בניהרות הערך לצמיינים למכירה לבני הבילים בישראל אינה מהותית.

ה. רווח נקי למניה

בחישוב הרווח הנקי למנהיה על פי כללי החשבונאות המקובלים באלה"ב לא הובאו בחשבו אופציות (שahn שווות ערך למניות), מאחר שהשפעתן אינה מהותית. באשר לננות הרווח למנהיה על פי כללי החשבונאות המקובלים באלה"ב, ראה ו' להלן.

ג. השפעת היישום של כללי החשבונאות המקובלים באלה"ב

השפעה של יישום הכללים לעיל על הדוחות הכספיים המאוחדרים היא כדלקמן:

שנה שנסתיימה ב-31 בדצמבר			
1995	1994	1993	
אלפי ש"ח מוחמים, פרט			
לנתוני הרווח למנהיה			
33,133	34,677	68,667	
404			
* (7,120)	(2,238)	1,314	
(828)			
26,013	32,439	69,557	

רווח נקי, במדד זה ברוחות רווח והפסד
והאוחדים
השפעה הטיפול בסעיפים הבאים בהתאם לכללי
הحسابונאות המקובלים באלה"ב:
מדד הפעולות
מסים נדחים
חכניות אופציות לעובדים**
רווח נקי לפי כללי החשבונאות המקובלים
באלה"ב

רווח נקי למניה:
לפי כללי החשבונאות המקובלים בישראל -
רווח נקי ל-1 ש"ח ערך נקוב של מנויות:
בסיסי

בהתנה של דילול מלא

לפי כללי החשבונאות המקובלים באלה"ב -
* כולל 6,900,000 ש"ח מוחמים בגין שניים
שקדמו ל-1993.

**מתיחס ל-27 עובדים.

כיאור 3 - הדוחות הכספיים המאוחדרים:

א. חברה בת שאוחדה בעבר ואינה נכללת באיחוד לשנת 1995

הדוחות הכספיים המאוחדרים אינם כולם, החל מ-4.4.1, את הדוחות הכספיים של כ.ד. שערכות אריווה בע"מ (להלן - "כ.ד."), זאת - בעקבות הסכם עם חברת כלולה - ברמל מערוכת מילימ"ג בע"מ (להלן - "ברמל"), לפיו "ברמל" תנוהל ותחזק את המידיניות הפיננסית והפעולית של כ.ד.; בהתאם לכך נכללת "כ.ד." בדוחות הכספיים לשנת 1995 במסגרת ההשעות בתברות כלולות.

נספח ב

ה גילוי על הטבות מאופציות בתאגידים בנקאים בישראל

בנק המזרחי המאוחד בע"מ

מתוך ביאור 16 לדוחות הכספיים לשנת 1997

בادر 16 - זכויות עובדים - המשך

ב. בחודש אוקטובר 1991 אתר ריקטורין הבנק, לאחר שתתקבל לכך אישור ועדת הביקידה, תוכנית לפיה יקצח הבנק למנגנון חכלי בהקצתה פרטיה, ללא מחרז דמייה, ל-3,361,352 אינצ'ות הנิตנות למועד (בכוזר לרחתאות) במספר זהה של מנזהת הבנק, אשר מרווח (אם יומשכו בפזואה) 1.5% מהן חתימות המשתק וונגדו של הבנה. כל האופציות ייקטו במועד אחד שיחול בסופו לאחר קבלת אישור חתימתה הכללית של בעלי הצעות של הבנק להקצתה הפרטית ובכוזר לקלת שאר תארחות הנדרשים למעש הרקצתה ייקרא להן - "הטיעד הקובע".

בתכנית נקבעו התנאים להקצתה האופציית ולכינושן וכן נקבעו התקומות למימוש האופציה כלהלן:

מחצית מכמות האופציות תהיה ניתנת לטמייש עד תיב 26 ריש מהמועד הדובע, והחצי השני תהא ניתנת למיטוש החל ממועד הקובע או סיום 1 בינוואר 1992. המאוחר מבין השווים, ועד תיב 26 חודש מהמועד שבו החלה דקופת הממוש ובסכום שנירחס מחלוקת זו יתקיימו וחשי עובד-מעביד בין המנגנון הכללי לכך הבנק בvais 1 בינוואר 1992.

מחיד המימייש של כל אופציה נקבע ל-5.7 שקלים חדשים צמוד למזרע המוחירים לצרכן של חודש אוגוסט 1991. התכנית בוגרת לאישור האסיפה הכללית של בעלי מנזהת הבנק שוחטעד לפניותה יינתן בזמן לחשת חישוח המזרע בגיןות העד של חנוך בבורסה.

על פי חכנית, אם לא יוקצו האופציין עד ליום 30 ביולי 2000, תפקע התכנית. על פי רסכט התעסוקה של המנכלה הכללי, אם ההקצתה הפיצית לא תבוצע, יהיה המנכלה הכללי וכואג, לאחר פקירת זרכנות, לחייב מהבנק פיצוי הולך שייקבע על-ידי פסק מסטן, עקב אי ביצוע הרקצתה.

החטחה הגליגת בהקצתה האופציית הייל החשובה על בסיס אומדן לשווי השיפ של המניה וואת פאהרו ולא מתקיים מסחר במניות הבנק בבורסה. הסבה זו הגמלה ב-5,800 אלפי שקלים רישיים תזרט הרל מטעדי אישיר התכנית (הבעון הדבוני של 7/1991) ועד למועד בו מתקיים לראשונה החלטת לקבלת החלטות האמורות בהתאם לכך נבלדו בשנת חמשון הצעות בנק התכנית האמורה בסך 505,6 אלפי שקלים חדשים.

ג. לשכונה עובדים בכיריים אחרים נקבעו בעבר זכויות פרישה מוחזק. עובדים אלה ובאים בהניעות ליל פרישת, אך, בנסיבות של פיטורין או רתפותה, למנסה ולטענק הסתגלות במקרים מסוים ביטורין, כמו כן, יהיו זכאים בעת פרישתם לקבל מהקומות את הסכומים שונים מערכם בציירוף פרייתיהם. שניים מעוכדים אלה זכאים בעת פרישתם, בין הלק משברים ובמקרים פנסיה, לקבל סכומים בשיעורים מקובלים, שהזקדו ענורם בתכנית ביטתה מנהלים.

בנסיבות שנחתמו עט שוויים מהעובדות האmortיס נקבע, כי המועד המוקדם ביותר בו ייחיו זכאים שני: זכאים אנגה לסכום הנייה המירמל, חחול בתום עסוק שנתיים ממועד תחילת של ההוצאות (ב-2 בדני 1996) ול%;">, בתספיף העותודה הטעבת מכך תפס במלחן תקופה זו.

נערך עותודה בזע כיית הרירה שכ-דועבדים הייל, על פי חישוב אקטוארי התמסכם עף דראמת ה הנהלה באשר למועד פרישתם ובהתחשב בפרישת תוספת העותודה כמי שמודר לעיל.

העתודה התמסה שיכרר הופresa ואעד תזרוש בתכח של פרישה מידות של עובדים אלו, מהתכנית ליום חמאתון לכך 2,163 אלפי שקלים חדשים. בסוף העותודה העודף בתכח שעיבודים אלר יפירושו בפועל הפרישה המאוחד ביזה האפשרו על פי הנסיבות שנותמש עימם, ססטכם ליום חמאתון נס"ז 59,6 אלפי שקלים דרישים.

נספח ג

הגילוי באנגליה על השכר ותובניות האופציות למנהלים

Benson Group Plc

ביאור 7 לדיו"חות הכספיים לשנת 1996

Benson Group plc

NOTES TO THE ACCOUNTS

continued

6. Employees

	1996 Number	1995 Number
The average number of persons employed by the Group by category was:		
Manufacture	721	677
Sales and service	96	73
Administration	64	109
	<u>881</u>	<u>859</u>
	1996 £000	1995 £000
Employee costs:		
Wages and salaries	12,064	10,664
Social security charges	1,061	909
Pension costs	54	50
	<u>13,179</u>	<u>11,623</u>

7. Directors

(a) Remuneration

	1996 £000	1995 £000
Fees	28	8
Emoluments - salary and benefits	293	297
Pension costs in respect of executive directors	16	-
Compensation for loss of office	150	-
	<u>487</u>	<u>305</u>
Current chairman's remuneration since 19 December 1995	35	-
Former chairman and highest paid director to 19 December 1995	<u>60</u>	<u>96</u>

	Salaries and fees £000	Benefits £000	Loss of office £000	Total 1996 £000	Total 1995 £000	Pension contributions	
						1996 £000	1995 £000
Executive directors							
D M Rhead	33	2	-	35	-	3	-
N F Luckett	33	1	-	34	-	-	-
J J Owens	43	5	-	48	-	4	-
	<u>109</u>	<u>8</u>	<u>-</u>	<u>117</u>	<u>-</u>	<u>7</u>	<u>-</u>
Non-executive							
B W Baker	3	-	-	3	-	-	-
Former directors							
J R M Phillips	55	5	45	105	96	3	-
J N D Pritchard	37	3	-	40	81	-	-
N R Johnson	21	2	65	88	62	-	-
R Green	42	6	-	48	58	3	-
T D Patten	6	-	-	6	5	-	-
J F Watkins	22	2	40	64	-	3	-
J V T Wheeler	-	-	-	-	3	-	-
	<u>183</u>	<u>18</u>	<u>150</u>	<u>351</u>	<u>305</u>	<u>9</u>	<u>-</u>
	<u>295</u>	<u>26</u>	<u>150</u>	<u>471</u>	<u>305</u>	<u>16</u>	<u>-</u>

Benson Group plc

NOTES TO THE ACCOUNTS

continued

7. Directors (*continued*)

Between 19 December 1995 and 31 March 1996, Mr N F Luckett received fees for his services as a non-executive director. From 31 March 1996 onwards, Mr N F Luckett's remuneration is by way of salary, following his appointment as executive Deputy Chairman.

Benefits in kind comprise principally the use of a company car and private medical insurance.

		1996 Number	1995 Number
Directors emoluments excluding pension contributions fall into the following bands:			
£0– £5,000		1	1
£5,001– £10,000		1	2
£20,001– £25,000		2	—
£30,001– £35,000		1	—
£35,001– £40,000		1	—
£40,001– £45,000		1	—
£45,001– £50,000		2	—
£55,001– £60,000		—	1
£60,001– £65,000		1	1
£80,001– £85,000		—	1
£95,001– £100,000		—	1

(b) Interests in shares

The present directors had the following interests in 25p ordinary shares of the Company at 31 May 1996:

		1996 Number	Date appointed Number
D M Rhead		150,000	25,000
N F Luckett		200,000	25,000
J J Owens		40,000	4,000
B W Baker		<u>62,500</u>	<u>Nil</u>

(c) Share options

The present directors had the following interests in share options (issued for nil consideration) of the Company at 31 May 1996:

	Date granted	Number of ordinary shares	Exercise price (pence)	Date exercisable	Expiry date
1986 Approved scheme					
J J Owens	3 October 1995	30,000	42.5	3 October 1998	2 October 2005
1996 Approved scheme					
D M Rhead	14 May 1996	62,500	48	14 May 1999	13 May 2006
N F Luckett	14 May 1996	62,500	48	14 May 1999	13 May 2006
J J Owens	14 May 1996	30,000	48	14 May 1999	13 May 2006
1996 Unapproved scheme					
D M Rhead	14 May 1996	137,500	48	14 May 1999	13 May 2003
N F Luckett	14 May 1996	137,500	48	14 May 1999	13 May 2003

Further details of the above three schemes are shown in note 25 to the accounts.

נספח ד

ה גילוי באורה"ב על תוכניות אופציות ומניות מוגבלות למנהלים

Woolworth Corporation

ביאורים 18-19 לדו"חות הכספיים לשנת 1995

For measurement purposes, a 10 percent increase in the cost of covered health-care benefits was assumed for 1995; the rate was assumed to decline gradually to 5 percent in 2008, and remain at that level thereafter. A 1 percent increase in the health-care cost trend rate would increase the accumulated post-retirement benefit obligation at January 29, 1995, by \$14 million, and the 1995 annual expense by \$1 million.

Post-retirement medical and life insurance expense was \$10 million in 1995, \$14 million in 1994, and \$17 million in 1993. Substantially all of the expense represents interest on the accumulated benefit obligation; service cost was not material. The cash cost to provide retiree medical and life insurance benefits was \$7 million in 1995 and \$8 million in both 1994 and 1993.

401(k) Plan

In January 1996, the Company established the Woolworth Corporation Savings Plan under Section 401(k) of the Internal Revenue code. This savings plan allows eligible employees to contribute 1 percent to 15 percent of their income on a pre-tax basis to this savings plan. The Company matches 25 percent of the first 4 percent of the employees' contribution. Such matching Company contributions are vested incrementally over 7 years. The charge to operations for the Company's matching contribution was not material in 1995.

18 EMPLOYEE STOCK PLANS

The Company has a 1986 Stock Option Plan and a 1995 Stock Option and Award Plan. Under both option plans, options to purchase shares of common stock may be granted to officers and key employees at the market price on the date of grant. Under the 1995 plan, the Company may grant officers and other key employees, including those at subsidiaries,

stock appreciation rights (SARs), restricted stock, or other stock based awards. The number of shares reserved for issuance as restricted stock cannot exceed 1,500,000 shares. Generally, one-half of each option is exercisable beginning one year from the date of grant, with the remaining half becoming exercisable two years from the date of grant. The options terminate up to 10 years from the date of grant. The expiration dates of options outstanding at January 27, 1996, ranged from February 12, 1996, to November 7, 2005.

Under the Company's 1985 and 1994 stock purchase plans, participating employees may contribute up to 10 percent of their annual compensation to acquire shares of common stock at 85 percent of the lower market price on one of two specified dates in each plan year. Of the eight million shares of common stock authorized for purchase under the 1985 plan, participating employees have purchased a total of 6,136,946 shares, of which 518,105 shares were purchased by 3,864 participants during the year ended January 27, 1996. Shares will be eligible for purchase under the 1994 plan after June 1, 1996.

When common stock is issued under the Company's employee stock plans, the proceeds from options exercised or shares purchased are credited to common stock to the extent of the par value of the shares issued, and the excess is credited to additional paid-in capital. When Treasury common stock is issued, the difference between the average cost of Treasury stock used and the proceeds from options exercised or shares awarded or purchased is charged or credited, as appropriate, to either additional paid-in capital or retained earnings. The tax benefits relating to amounts deductible for federal income tax purposes which are not included in income for financial reporting purposes have been credited to additional paid-in capital.

The information set forth in the following table covers options granted under the Company's stock option plans:

	1995		1994		1993	
	Number of Shares	Range of Prices per Share	Number of Shares	Range of Prices per Share	Number of Shares	Range of Prices per Share
<i>(in thousands, except prices per share)</i>						
Options outstanding at beginning of year	6,183	\$ 11 - 34	4,725	\$ 8 - 34	3,980	\$ 8 - 34
Granted	1,288	14 - 16	1,747	14 - 25	906	29 - 30
Exercised	2	11	29	8 - 20	37	8 - 28
Expired or canceled	.556	11 - 34	260	8 - 34	124	8 - 34
Options outstanding at end of year	6,913	14 - 34	6,183	11 - 34	4,725	8 - 34
Options exercisable at end of year	5,026	14 - 34	4,079	11 - 34	3,405	8 - 34
Options available for future grant at end of year	6,087		831		2,331	

19 RESTRICTED STOCK

In 1994, 200,000 restricted shares of common stock were granted to an officer of the Company. The market value of the shares at the date of grant amounted to \$3 million and is recorded within shareholders' equity in the accompanying Consolidated Financial Statements. The market value is being amortized as compensation expense over the related vesting period. Such expense totaled \$1.4 million in 1995.

20 PREFERRED STOCK

At January 27, 1996, the 97,326 outstanding shares of \$2.20 Series A Convertible Preferred Stock had a liquidation value of \$45.00 per share, or \$4.4 million. The stock is cumulative, voting and convertible at any time at the option of the holder, at the rate of 5.68 shares of common stock for each share of preferred stock, subject to anti-dilution provisions. A total of 552,812 shares of common stock has been reserved for the conversion. At the option of the Company, the preferred stock is redeemable at liquidation value, subject to a holder's right to convert such shares into shares of common stock prior to the date fixed for redemption.

21 SHAREHOLDER INFORMATION

Woolworth Corporation common stock is listed on the New York, Toronto, Amsterdam, Basel, Zurich, Geneva and Lausanne stock exchanges, and, in addition, is traded on the Boston, Cincinnati, Chicago, Philadelphia and Pacific stock exchanges. The Company's preferred stock is listed on the New York Stock Exchange and traded on the New York, Cincinnati and Chicago stock exchanges. The New York Stock Exchange ticker symbol for the Company's common stock is "Z."

At January 27, 1996, 46,960 shareholders of record owned 133,050,513 common shares, and 1,334 shareholders of record owned 97,326 preferred shares.

22 SHAREHOLDER RIGHTS PLAN

The Company has issued one-half of a preferred stock purchase right for each outstanding share of common stock. Each right entitles a shareholder to purchase one one-hundredth of a share of Series B Participating Preferred Stock at an exercise price of \$200, subject to adjustment. Generally, the rights

become exercisable only if a person or group acquires 20 percent or more of the Company's outstanding voting stock or announces a tender offer for 20 percent or more of the Company's outstanding voting stock, other than pursuant to an offer for all outstanding shares of the Company which the Board of Directors determines to be fair to, and otherwise in the best interests of, the Company and its shareholders. The Company will be able to redeem the rights at \$.05 per right at any time during the period prior to the 10th business day following the date a person or group acquires 20 percent or more of the Company's voting stock.

Upon exercise of the right, each holder of a right will be entitled to receive common stock (or, in certain circumstances, cash, property or other securities of the Company) having a value equal to two times the exercise price of the right. The rights, which cannot vote and which cannot be transferred separately from shares of common stock to which they are presently attached, expire April 14, 1998, unless earlier redeemed.

23 MARKET PRICES

	1995			1994		
	High	Low	Close	High	Low	Close
Common Stock						
Quarter						
1st Q	19½	14½	16	26½	12½	16½
2nd Q	16½	14½	15½	17½	14½	15½
3rd Q	16½	12½	14½	18½	13½	15½
4th Q	15½	9½	11½	17	13½	15½
Preferred Stock						
Quarter						
1st Q	106	85	98½	133½	90	90
2nd Q	89	80	89	110	84	90
3rd Q	94	76	94	103	88	98
4th Q	86	62	63½	94½	79	85

נספח ה

**הדיוח בארה"ב ל- SEC (Schedule 14A) על מרכיבי השכר ותוכניות
האופציות למנהלים**

Exxon Corporation

מתוך הדוח התקופתי לשנת 1998

Proxy Statement 1998 Exxon Corporation

EXECUTIVE COMPENSATION TABLES

These tables show the compensation of Exxon's Chairman and the four other most highly paid executives. Share data reflect the two-for-one stock split in March 1997. See the BCC report beginning on page 10 for an explanation of our compensation philosophy.

Summary Compensation Table

Name and Principal Position	Year	Annual Compensation			Long Term Compensation			
		Salary (\$)	Bonus (\$)	Other Annual Compensation (\$)	Awards		Payouts	
					Restricted Stock Award(s) (\$)(a)	Options (=)	LTIP Payouts (\$)(b)	All Other Compensation (\$)(c)
J. R. Raymond Chairman and CEO	1997	1,750,000	1,500,000	26,472	6,087,500	425,000	850,000	105,000
	1996	1,550,000	1,250,000	19,977	943,125	450,000	525,000	93,000
	1995	1,400,000	1,000,000	93,486	775,000	450,000	798,000	102,816
R. Dahan Senior Vice President and Director	1997	780,001	500,000	4,488	608,750	200,000	297,500	60,173
	1996	685,000	385,000	3,590	330,094	220,000	150,000	53,019
	1995	570,000	300,000	7,620	271,250	180,000	219,000	41,906
H. J. Longwell Senior Vice President and Director	1997	780,001	500,000	5,725	608,750	200,000	297,500	60,173
	1996	685,000	385,000	6,129	330,094	220,000	150,000	53,019
	1995	610,000	300,000	49,316	271,250	180,000	225,000	44,746
R. E. Wilhelm Senior Vice President and Director	1997	807,001	500,000	7,192	608,750	200,000	348,500	62,174
	1996	745,000	415,000	6,461	330,094	220,000	210,000	57,497
	1995	705,000	350,000	6,811	271,250	220,000	357,000	52,116
R. B. Nesbitt Vice President: Pres. Exxon Chemical Co.	1997	648,000	300,000	8,411	-0-	130,000	217,600	55,820
	1996	595,000	265,000	10,170	235,781	140,000	132,000	51,366
	1995	560,000	220,000	8,208	193,750	120,000	219,000	46,276

(a) Number of restricted shares times the market price of Exxon stock on the day of grant. As of December 31, 1997, the total number and value of restricted shares held by these executives were: Mr. Raymond: 180,000 shares (\$11,025,000); Mr. Dahan: 36,000 shares (\$2,205,000); Mr. Longwell: 36,000 shares (\$2,205,000); Mr. Wilhelm: 38,000 shares (\$2,327,500); and Mr. Nesbitt: 18,000 shares (\$1,102,500). The values given do not reflect the fact that the shares are restricted. The executives receive the same cash dividends on restricted shares as holders of regular common stock, but cannot sell the shares during the restricted period. See page 12 for more information on these shares, which we call Career Shares.

(b) Settlements of Earnings Bonus Units. See page 16 for more details.

(c) 1997 values represent matching credits under Exxon's thrift plans (Mr. Raymond: \$105,000; Mr. Dahan: \$48,379; Mr. Longwell: \$48,379; Mr. Wilhelm: \$49,972; and Mr. Nesbitt: \$40,424) and costs of supplemental life insurance (Mr. Dahan: \$11,794; Mr. Longwell: \$11,794; Mr. Wilhelm: \$12,202; and Mr. Nesbitt: \$15,396).

Proxy Statement 1998 Exxon Corporation

Option Grants in Last Fiscal Year

Name	Individual Grants (a)				Potential Realizable Value at Assumed Annual Rates of Stock Price Appreciation for Option Term (b)	
	Number of Securities Underlying Options Granted	% of Total Options Granted to Employees in Fiscal Year	Exercise or Base Price (\$/Sh)	Expiration Date	If Stock At \$100.02 5% (\$)	If Stock At \$159.27 10% (\$)
All Shareholders' Stock Appreciation	N/A	N/A	N/A	N/A	94.7 billion	239.9 billion
L. R. Raymond	425,000	3.9%	61.41	11/25/07	16,412,676	41,592,943
R. Dahan	200,000	1.8%	61.41	11/25/07	7,723,612	19,573,150
H. J. Longwell	200,000	1.8%	61.41	11/25/07	7,723,612	19,573,150
R. E. Wilhelm	200,000	1.8%	61.41	11/25/07	7,723,612	19,573,150
R. B. Nesbitt	130,000	1.2%	61.41	11/25/07	5,020,348	12,722,547

(a) The exercise price of options is the market price of Exxon stock on the grant date. Options granted to senior executives become exercisable after one year of continuous employment or on death. The maximum option term is 10 years after grant or five years after death, if earlier. Options may be forfeited in cases of detrimental activity or early termination of employment. We did not grant any stock appreciation rights to senior executives last year.

(b) These columns show the gains option holders and all shareholders could realize if Exxon stock appreciates at a 5% or 10% rate. These growth rates are arbitrary assumptions specified by the SEC, not Exxon's predictions.

Aggregated Option/SAR Exercises in Last Fiscal Year and FY-End Option/SAR Values

Name	Number of Shares Underlying Options/SARs Exercised (#)	Value Realized (\$)	Number of Securities Underlying Unexercised Options/SARs at FY-End (#)		Value of Unexercised, In-The-Money Options/SARs at FY-End (\$)*	
			Exercisable	Unexercisable	Exercisable	Unexercisable
L. R. Raymond	360,670	12,335,407	2,628,212	425,000	70,738,944	-0-
R. Dahan	96,658	2,399,369	653,550	200,000	14,722,992	-0-
H. J. Longwell	50,418	1,593,976	924,232	200,000	23,570,167	-0-
R. E. Wilhelm	102,770	3,138,632	1,213,230	200,000	31,837,732	-0-
R. B. Nesbitt	146,000	3,756,038	480,000	130,000	11,311,251	-0-

* The difference between the option exercise price and the market price of Exxon stock at year-end. The actual gain, if any, an executive realizes will depend on the market price of Exxon stock at the time of exercise. "In-the-money" means the market price of the stock is greater than the exercise price of the option on the date specified.

נספח 1

I. מדגם החברות הנסחרות בבורסת תל-אביב אשר היקצו ניירות ערך למנהליהם

1996-1992

A. תוכניות אופציונות

אברות	כבליט	פועלים השקעות
אגיס	קור	פיקה
אנג	כיתן	פלדמן
אורדן	כלל אלקטרוניקה	צמיחה
אורלייט	כלל ישראל	ציקלון
אורמת	כלל מחשבים	קו-מנהה
ازימוט	כלל סחר	קופל
אייטונג	כלל תעשיות	קליל
אליאנס	כתר	קורגל
אלקו תעשיות	לביש	רב בריח
אלקטורה	ליידר	רוגוזין
אלרון	לייז	רוזבאד
אסם	מאק פל	رسل
אפריקה ישראל	מגור החוקות	רפק
ברן	מג"ם	רשף
גילתק	מכתשים	שופרסל
דיסקונט השקעות	נייס	שמן
ח. מר	נייר חדרה	תא"פ
חד מתכת	סנפרוסט	תאט
טבע	ספקטוריינקס	תדאה
יעאל	עלית	תדיראן צריכה
יצוא	פולגת	
כבי ציון	פוסידון	

ב. תוכניות מנויות

מגור החזקות	טבע	אגיס
פריקלאס	יואל	אופיס
סינטק	יסקל	אורלייט
קמור	כיאל	אלביט
	לייז	ח. מר

II. מדגם החברות הישראלית הנסחרות בארה"ב

א. תוכניות אופציות

טלדטה	גילייאו	אורובוט
צ'יק פוינט	די.אס.אס.אי.	אורביט
תציגאן תקשורת	טאואר	אי. סי. אי.
	טכנומטיקס	אלדין

ב. תוכניות מנויות

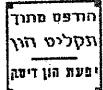
טאואר
צ'יק פוינט

נספח ז

מצבת תוכנית האופציות לעובדים

נייס מערכות בע"מ

מתוך ביאור 16 לדוחות הכספיים לשנת 1996



ב"ס מערכות בע"מ - דוח ליום 31.12.96

35 תמודע

נישן מערכות בע"מ והחברות המאוחזנות שלה

כארוּיט לְזַוְּחוֹת הַכִּסְפָּיִים

להלן תמצית על תוכנית האופציות לעובדים של החברה לשונה שעתידי ימה ביתן זו כוצמכו

מספר האפסציות בתחילת ש"ח	תמונה בעית শ'হ	מספר האפסציות শ'হ	1994			1995			1996		
			תמונה בעית শ'হ	מספר האפסיאות শ'হ	תמונה בעית শ'হ	תמונה בעית শ'হ	מספר האפסיאות শ'হ	תמונה בעית শ'হ	מספר האפסיאות শ'হ	תמונה בעית শ'হ	מספר האפסיאות শ'হ
9 7	1	101,500	9-13	1	119,550	9-28	1	146,500			
13	1	70,500	28	1	71,000	31-69	31-69	519,000			הונצקו
	1	(48,000)	-	1	(36,025)	-	1	(37,750)			רומו
	1	(4,500)	-	1	(8,025)	-	1	(5,000)			בוטלו
<u>9-13</u>	<u>1</u>	<u>119,550</u>	<u>9-28</u>	<u>1</u>	<u>146,500</u>	<u>9-69</u>	<u>1</u>	<u>622,750</u>			אפסיות לסוף התקופה

סדרת פירסומים**סדרת מחקרים יישומיים בחשבונאות**

<u>תשנ"ב</u>	נ"ב 1
	היבטים שחובנאים וכלכליים בהנפקות חכילה ונחנקות לעובדים / פרופ' מנחם ברוט / פרופ' יצחק סוארני, אוקטובר 1991.
נ"ב 2	תהליך קבלת החלטות על ידי מנקר החשיבות בעסקים בהם קיימת אי-ודאות לנכון המשך קיומם בעסק חרי / פרופ' דן גבעולי / רוחח צבי יוכמן, מרץ 1992.
נ"ב 3	יטלויות - בחינה תאורטית ואמפירית של עקרונות המדידה והדיווח / ד"ר יוסי אהרוןוי / רוחח איליל סולגניק, יוני 1992.
נ"ב 4	ישום "שיטת תורות המומגנים" לחישוב הוצאות המימון הריאליות - השלמה "החוליה החסורה" בדוחיות הסותאמים לאינפלציה / ד"ר אהוד סט, ספטמבר 1992.
נ"ב 5	ניתוח נומטרטי של כלל הדוחות הכספי נסקרים של מכשורות פיננסיות עתידיות / ד"ר יוסי בכר / פרופ' נחום מלמד, דצמבר 1992.
<u>תשנ"ג</u>	נ"ג 1
	שינויים שחובנאים / פרופ' יצחק סוארני / רוחח וויטל אברם, פברואר 1993.
נ"ג 2	חווי קשיים ניסויים של חזרות טורניות על פי נזונים שחובנאים מתחאים ונטוגניים / ד"ר אליאוף / רוחח דניאל וורק, מרץ 1993.
נ"ג 3	פיתוח כלים תומכי החלטה לתימורו והמהרתו בסביבת הייצור המודרנית / ד"ר יורם עדן / ד"ר בעו دون / ד"ר ישעיה ספקטור, דצמבר 1993.
נ"ג 4	הטיפול החשובני ברכישת נכסים וחירות בתמורה להפקת מניות / פרופ' ניסים ארניה / רוחח שלם ברוט, דצמבר 1993.
נ"ג 5	דיווח כספי בחרקי שוק / ד"ר יוסי בכר / פרופ' נחום מלמד, דצמבר 1993.
<u>תשנ"ד</u>	נ"ד 1
	מידע ולונטרי בשוק ההון הישראלי / פרופ' ברוך לב / רוחח בן זלברמן, מרן קשנין, יולי 1994.
נ"ד 2	הטיפול החשובני במנזרים / רוחח ניר זיכלנסקי / רוחח דורון דבי, אוקטובר 1994.
נ"ד 3	חשבונאות פנסיה והטבות לעובדים לאחר פרישתם / פרופ' אליל אמרו / פרופ' זיו, נובמבר 1994.
נ"ד 4	ההשפעות של גורמי סיכון והקלחת רוחחים על שייעורי הפרושות לחובות מסויפים של הבנקים המסחריים בישראל / רוחח שליה לפישן, נובמבר 1994
נ"ד 5	הכללת מדדי ביצוע (יעילות אינט') בדוחיות כספיים תקופתיים של מלכירות (בת חולים) רוחח חיס אשחים, דצמבר 1994.
<u>תשנ"ה</u>	נ"ה 1
	היבטים אסטרטגיים וטקטיים בתחום החומרה וקבלת החלטות בסביבה מוגבלת משאבים, ד"ר יורם עדן / פרופ' בעו רונן, פברואר 1995.
נ"ה 2	עקרון המוראות בדוחות הפיננסי היבטים תאוטיים אטפרום, ד"ר יוסי אהרוןוי / ד"ר עמיהוד דותן / ד"ר איליל סולגניק, נובמבר 1995.
נ"ה 3	הטיפול החשובני במכירת הלוואות / רוחח שליה לפישן, נובמבר 1995.
נ"ה 4	סוגיות בחוזקות מנתה חברה על דזה או על ידי חברה בת שלה, פרופ' יצחק סוארני / רוחח אורי כהן, דצמבר 1995.
נ"ה 5	ירידת ערך נכסים, רוחח דורון דבי / רוחח ניר זיכלנסקי, דצמבר 1995.
<u>תשנ"ו</u>	נ"ו 1
	היבטים כלכליים, שחובנאים ומשפטים בתהליכי החומרה וקבלת החלטות בסביבה מוגבלת משאבים, פרופ' יצחק סוארני / רוחח משה ברק (בן לולו) / רוחח נחום שויצקי, יולי 1996.
נ"ו 2	היבטים של עסקאות מכירה בחסר פרופ' דן גלאי / רוחח וויטל אברם, אוגוסט 1996.
נ"ו 3	הקשר שבין שיפור תעופולי לבן חשיפה שחובנאית / ד"ר יורם עדן.
נ"ו 4	פרופ' בושו רון / דצמבר 1996.
נ"ו 5	עיוון חדש בחשבונאות על בסיס השווי המאזני / רוחח אורי כהן. פרופ' יצחק סוארני / ד"ר איליל סולגניק / דצמבר 1996.
<u>תשנ"ז-תשנ"ח</u>	נ"ז-נ"ח 1
	ראיה משחקת של תיזווח תלכסיין. פרופ' ניסים ארניה / רוחח אחדו ימפור / מרץ 1998.
נ"ז-נ"ח 2	מדד רוחאות שחובנאיים ותשוואות על מנתות בשוק החון בישראל: בחינה אמפירית. פרופ' אמרוי ברען / ד"ר שמואל חאהר / ד"ר איליל סולגניק / מרבי שבטר / מרץ 1998.
נ"ז-נ"ח 3	הטיפול החשובני בעלות פרטום / פרופ' יוסי אהרוןוי / רוחח ניר יהודה / דצמבר 1998.
נ"ז-נ"ח 4	ביקורת בחזרות באמצעות הדמ"ץ, חזוח"ץ (דיזקטור חזונו) ואחריותם המוחות לדוחות הכספיים של חברות / פרופ' יוסף גروس / דצמבר 1998.
נ"ז-נ"ח 5	היבטים בחלות דיבנד בזומן / פרופ' דן גבעולי / פרופ' יצחק סוארני רוחח משה ברקן / דצמבר 1998.
<u>תשנ"ט</u>	נ"ט 1
	אופציונות למנהלים בישראל: תमונות מצב והטיפול בחשבונאי. פרופ' שעון בר יוסף / פרופ' אליל טלמור / מאי 1999