

אספות כלליות והצבעות המוסדיים

רועי אהרון, נועם מיכלסון, קונסטנטין קוסנקו, מרים שוורץ-זיו¹

1. תקציר מנהלים

במחקר זה אנו בוחנים את ההשפעה של אספות כלליות על המסחר, וכן את דפוסי ההצבעה של המוסדיים בישראל בשנת 2023. אנו מוצאים כי:

- אספות כלליות הן אירוע משמעותי בחיי חברה ציבורית: נפח המסחר העודף היומי הממוצע עומד על 24.9%-52.6% מיום האספה הכללית ועד עשרים ימי המסחר שלאחר האספה. נפח עודף זה נובע במיוחד מחברות המשתייכות למדד "היתר" (החברות הקטנות). המסחר העודף מעיד כי משקיעים שונים מפרשים באופן שונה את תוצאות ההצבעה, מה שמוביל למסחר מוגבר.
- המחקר בוחן את הצבעות המוסדיים באספות כלליות בשנת 2023. אנו מוצאים כי קיימת שונות מסויימת בהצבעות הגופים המוסדיים. אחוז התמיכה הממוצע של כל אחד מהמוסדיים הגדולים בנושאים שעומדים להצבעה נע בין 82% ל-92%.
- אחוז התמיכה של בעלי השליטה עומד על 98%. אחוז גבוה זה יכול לרמז על כך שחברות פועלות לעיתים קרובות בהתאם לעמדות של בעלי השליטה.
- המוסדיים נוטים במיוחד להצביע בעד מינוי ראשון של דח"צים (תמיכה ממוצעת של 97.34%), אך נוטים פחות להצביע בעד נושאים הנוגעים לשכר ומדיניות תגמול (תמיכה ממוצעת של 72.37%).
- המוסדיים הישראלים המצביעים עבור חברות ישראליות נוטים להתנגד יותר להצעות הנוגעות לדירקטורים ולשכר בהשוואה למוסדיים האמריקאים המצביעים עבור חברות אמריקאיות. לדוגמה, המוסדיים הישראלים מצביעים בעד 82% מהדירקטורים, בעוד שהאמריקאים מצביעים בעד 94% מהדירקטורים.
- בהצבעות עבור דירקטורים לבנקים, בהם מספר המועמדים גדול ממספר המקומות הפנויים בדירקטוריון, ישנם מוסדיים שלא נוקטים עמדה בנוגע לדירקטור המועדף ומצביעים בעד כל המועמדים, וכך מעבירים את ההכרעה למוסדיים האחרים שנוקטים עמדה.
- אחוזי התמיכה של המוסדיים גבוהים יותר עבור נשים המועמדות לכהן בדירקטוריונים בהשוואה לגברים: בממוצע, המוסדיים מצביעים בעד 90.75% מהמועמדות ו-85.1% מהמועמדים הגברים.

2. מסחר עודף סביב מועדי אספות כלליות

אספות כלליות הן אירוע משמעותי בחייה של חברה ציבורית.² במסגרת האספה הכללית בעלי המניות מתכנסים ומצביעים על מספר נושאים, ובכלל זה, מינוי לדירקטורים, שכר בכירים, אישור העסקת רואה חשבון וכיו"ב. בשל חשיבות ההחלטות המתקבלות באספות אלה, עשרות ואולי אף מאות מחקרים נערכו על דפוסי ההצבעה של בעלי המניות, ובפרט של גופים מוסדיים. עם זאת, מרבית המחקרים מתמקדים

¹ אנו מודים מאוד לארז ברק על שיחות ומשוב פורה ממנו לאורך כתיבת מחקר זה. רועי אהרון, נועם מיכלסון, וקונסטנטין קוסנקו הם מבנק ישראל, מרים שוורץ-זיו היא מהאוניברסיטה העברית. לשאלות ניתן לפנות למרים שוורץ-זיו במייל: Miriam.Schwartz@mail.huji.ac.il.

² חברה ציבורית חייבת לקיים לפחות פעם בשנה אספה כללית ("אספה שנתית"), ס' 60 לחוק החברות, תשנ"ט-1999.

באוכלוסיית החברות הציבוריות שרשומות למסחר בארצות הברית,³ (ראו לדוגמה סקירה של Brav, Malenko, and Malenko (2024)). קיים מחקר מצומצם בנושא על השוק הישראלי.⁴ בפרק זה של המסמך נבחן האם אספות כלליות אכן מהוות אירוע משמעותי שבמסגרתו מתגלה מידע חדש לשוק שמוביל לגידול בנפח המסחר. לדוגמה, Kandel and Pearson (1995) מראים כי קיים מסחר עודף סביב פרסום הדוחות הכספיים גם כאשר התשואה העודפת על השוק נותרת קרוב לאפס. באמצעות מתודולוגיה דומה, Li, Maug and Schwartz-Ziv (2022) מראים כי בארה"ב, קיים נפח מסחר עודף בחלוף שבין 20 ימי מסחר לפני האספה הכללית ועד 20 ימי מסחר לאחר האספה. ממצאים אלו מעידים על כך שאספות כלליות הן אירוע המגלם בחובו מידע משמעותי שמוביל למסחר עודף.

בהמשך לממצאים על מסחר עודף סביב אספות כלליות בארה"ב, אנו בוחנים האם קיימת תופעה דומה גם בישראל. כמו Li, Maug and Schwartz-Ziv (2022), אנו מגדירים את נפח המסחר העודף היומי כיחס שבין נפח המסחר היומי לנפח המסחר היומי הממוצע במהלך תקופת טרום-הצבעה פחות 1, כאשר תקופת טרום-הצבעה הינה [-22, -252] ימים סביב האספה הכללית. הניתוח בחלק זה כולל 5,699 אספות כלליות שהתקיימו בשנים 2016-2021. מועדי הישיבות של כל חברה התקבלו ממאגר הנתונים של חברת אנטרופי.

תרשים 1 מציג את המסחר העודף היומי במניות של החברות הציבוריות עבורן התקיימו האספות, בחלוף הזמן שבין 20 ימי מסחר לפני האספה הכללית ועד ל-20 ימי מסחר לאחר האספה הכללית.⁵ התרשים מציג נתונים נפרדים עבור החברות הכלולות במדד ת"א 35, מדד ת"א 90 ובמדד חברות היתר (חברות קטנות שאינן נכללות במדד ת"א 125). התרשים כולל אספות כלליות מהשנים 2016-2021, וסך הכל 418 אספות של חברות הכלולות במדד ת"א 35, 1,215 חברות הכלולות במדד ת"א 90, ו-3,178 אספות של חברות היתר.

תרשים 1 ממחיש כי בתקופה שקודמת לאספה הכללית אין מסחר עודף באופן מובהק באף אחת משלושת קבוצות החברות. לעומת זאת, בימים שלאחר האספה הכללית קיים מסחר עודף בעיקר במניות חברות "היתר". בהתאם לממצאים המוצגים בתרשים 1, המסחר העודף הממוצע עבור כלל החברות הכלולות בתרשים, בתקופה שמיום האספה הכללית (כולל) ועד ל-20 ימי מסחר לאחר מועד האספה הכללית עומד על 52.6%, ועבור חברת היתר (המהוות את מרבית החברות בשוק) על 71.3%. ברגרסיה בה כללנו את ימי המסחר הכלולים בתרשים 1, ואפקט קבוע (fixed effect) לכל אספה כללית, נמצא כי המסחר העודף היומי מוצע בימים שבין האסיפה הכללית ועד 20 ימי מסחר לאחר האספה, עומד על 24.9% עבור כלל החברות, ועל 32.7% עבור חברות היתר, בהשוואה ל-20 ימי המסחר שלפני האספה הכללית (שני מקדמי הרגרסיה האמורים מובהקים ברמת מובהקות של 1%).

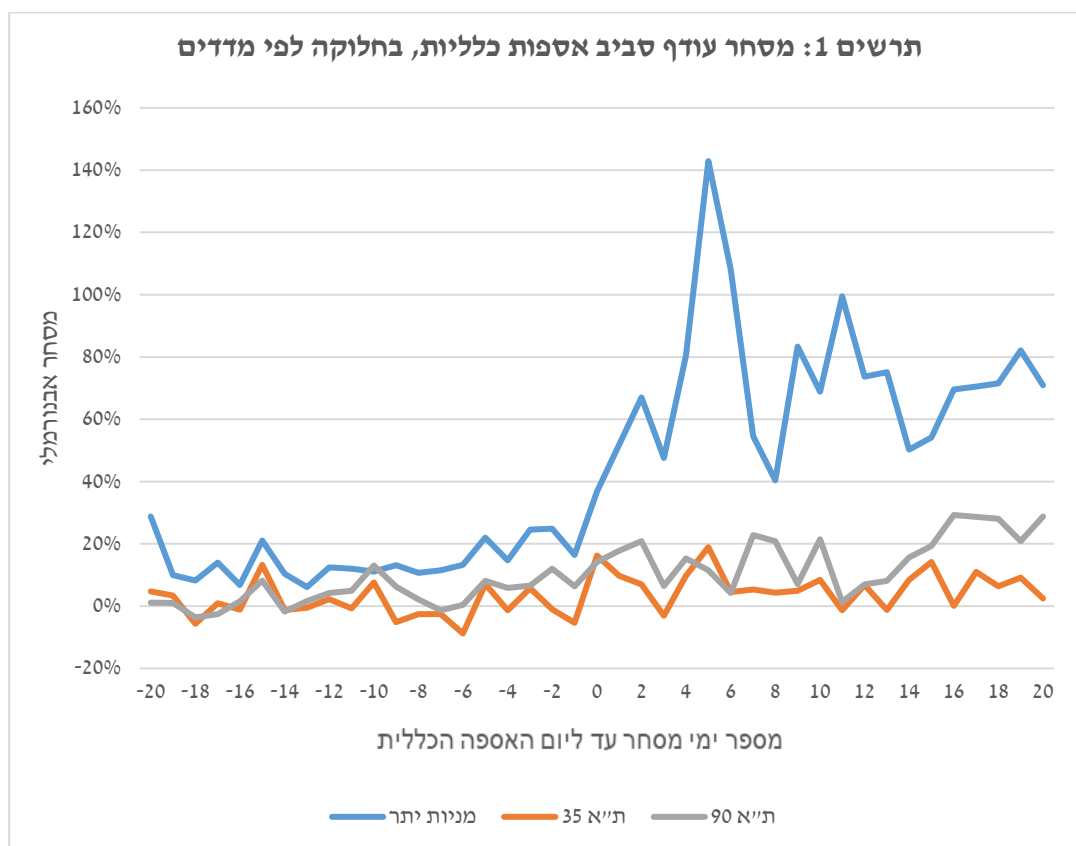
ייתכן וניתן להסביר את המסחר העודף המשמעותי דווקא בחברות היתר בכך שקיימת אסימטריה במידע במיוחד בקרב חברות היתר הקטנות שהכיסוי התקשורתי עבורן דל. חברות היתר זוכות לכיסוי מצומצם מצד אנליסטים והתקשורת. כפועל יוצא, היקף ואיכות המידע על חברות אלו נמוכים יחסית. כיון שהתוכן העיקרי/ היחיד באספה הכללית הוא הכרזת תוצאות ההצבעות (עליהן הן מחויבות לדווח גם בדיווח בתוך

³ לדוגמה, ראו את המחקרים של Iliiev and Lowry (2014), Heath, Macciocchi, Michaely, and Ringgenberg (2022).

⁴ אחת העבודות הבולטות בתחום בארץ היא עבודתה של Dressler (2020).

⁵ התוצאות נמצאו כמובהקות מבחינה כלכלית לאחר בחינה באמצעות רגרסיה, שהראתה אפקט גדול פי 6 של האספות הכלליות על מניות היתר לעומת מניות ת"א 35, ופי 3 לעומת מניות ת"א 90.

יום עסקים אחד לאחר האספה), ניתן להסיק מתרשים 1 כי תוצאות ההצבעה באספות הכלליות אכן משמעותיות ומספקות לשוק מידע חדש, שמוביל לעלייה משמעותית בהיקפי המסחר.



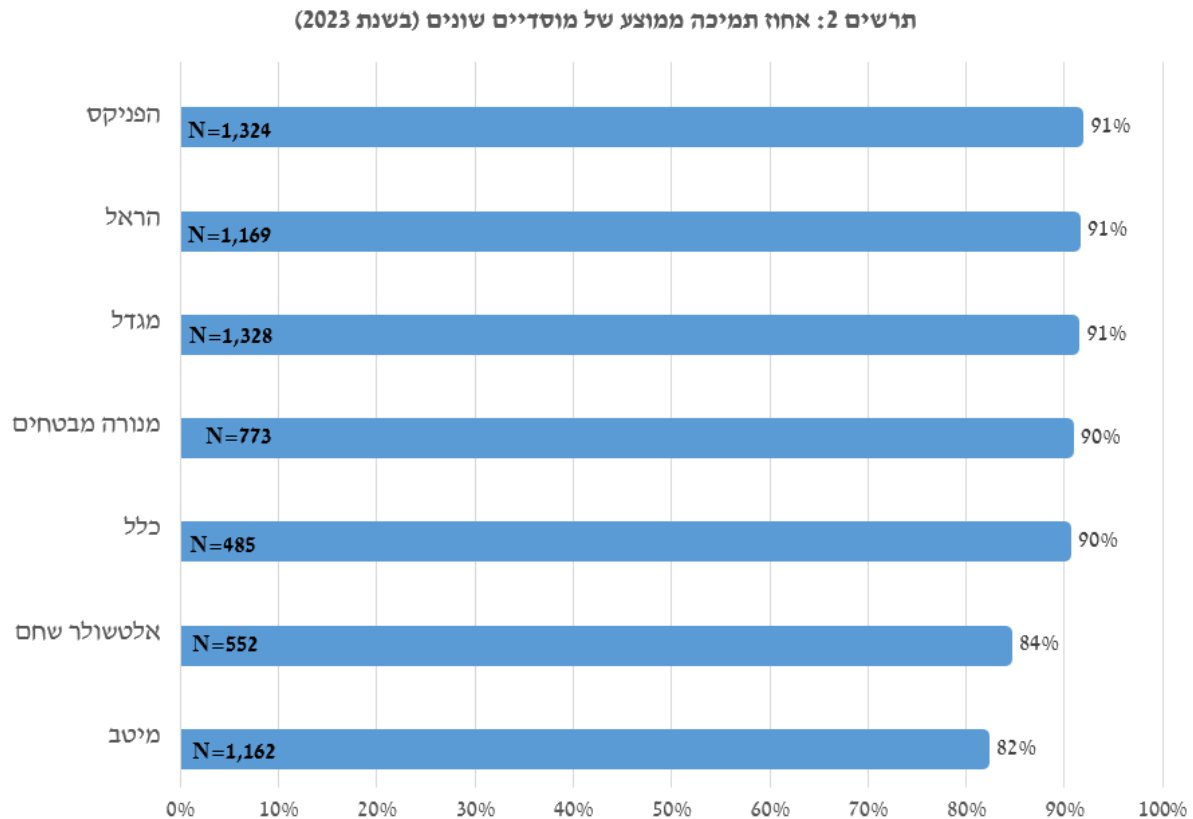
בניתוח שלא מוצג כאן, בחנו האם קיימת תשואה עודפת סביב האספות הכלליות. כמו בספרות הבוחנת נושא זה בארצות הברית (לדוגמא, ראו, Li, Maug and Schwartz-Ziv, 2022), גם בישראל לא נמצאה תשואה עודפת עקבית סביב האספות הכלליות. על פי ההסבר שמציעים Kandel and Pearson (1995), השילוב בין מסחר עודף לבין היעדר תשואה עודפת מעיד על כך כי המידע החדש שמגיע לשוק מתפרש באופן שונה, ואף מנוגד, על ידי משקיעים שונים. כך לדוגמה, משקיע אחד עשוי לראות באחוזי תמיכה גבוהים בהצעה הנוגעת לשכר המנכ"ל דבר חיובי, בעוד שמשקיע אחר עשוי לפרש זאת באופן שלילי. כתוצאה מכך, חלק מהמשקיעים רוכשים את המניה בעקבות המידע החדש, בעוד שאחרים מוכרים אותה. ברמה המצרפית, הבדלים בפרשנות תוצאות ההצבעה מאזנים זה את זה, כך שמחירי המניות נותרים יציבים.

3. הצבעות באספות כלליות

3.1 תאור הצבעות המוסדיים

גופים מוסדיים הם בעלי מניות מרכזיים בחברות הישראליות, ונדרשים על פי דין להצביע באספות הכלליות

של החברות בהן הם מחזיקים.⁶ בחלק זה נציג נתונים על האופן בו הגופים המוסדיים בישראל הצביעו באספות הכלליות במהלך שנת 2023. הנתונים נאספו מדיווחי החברות למערכת "מאיה", באמצעות גרידת נתונים (scraping). בשיטה זו הצלחנו לאסוף נתונים עבור כ- 67% מהחברות הציבוריות שמניותיהן נסחרו בבורסה בת"א בשנת 2023, וסך הכל 27,586 הצבעות.⁷ על סמך הצבעות אלו, תרשים 2 מציג את שיעור התמיכה הממוצעים של כל אחד מהגופים המוסדיים הגדולים (בהצבעות שהתקיימו בשנת 2023).⁸



תרשים 2 מציג את אחוז התמיכה הממוצע של גופים מוסדיים באספות כלליות בשנת 2023. התרשים גם מציג עבור כל קטגוריה של נושאים את מספר ההצעות/ נושאים עליהם נתבקשו בעלי המניות להצביע. לדוגמה, הפניקס הצביעו על 1,324 נושאים. בממוצע, 17 מוסדיים שונים הצביעו עבור כל נושא שעלה להצבעה. בממוצע, בכל ישיבה, בעלי המניות הצביעו על 4.85 נושאים. בסך הכל ישנם 114 גופים מוסדיים/ מנהלים שהצביעו במהלך שנת 2023.

תרשים 2 ממחיש כי קיימת שונות משמעותית בין המוסדיים בתמיכה שלהם בנושאים שעולים להצבעה באספה הכללית. לדוגמה, ל"הפניקס", "הראל" ו"מגדל" אחוזי תמיכה גבוהים העומדים בממוצע על כ-

⁶ חובת ההצבעה נקבעה ב"דו"ח ועדת חמדני, תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), תשס"ט-2009, https://www.nevo.co.il/law_html/law01/500_178.htm, ובתקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים), תשע"ו-2015, https://www.nevo.co.il/law_html/law01/501_286.htm.

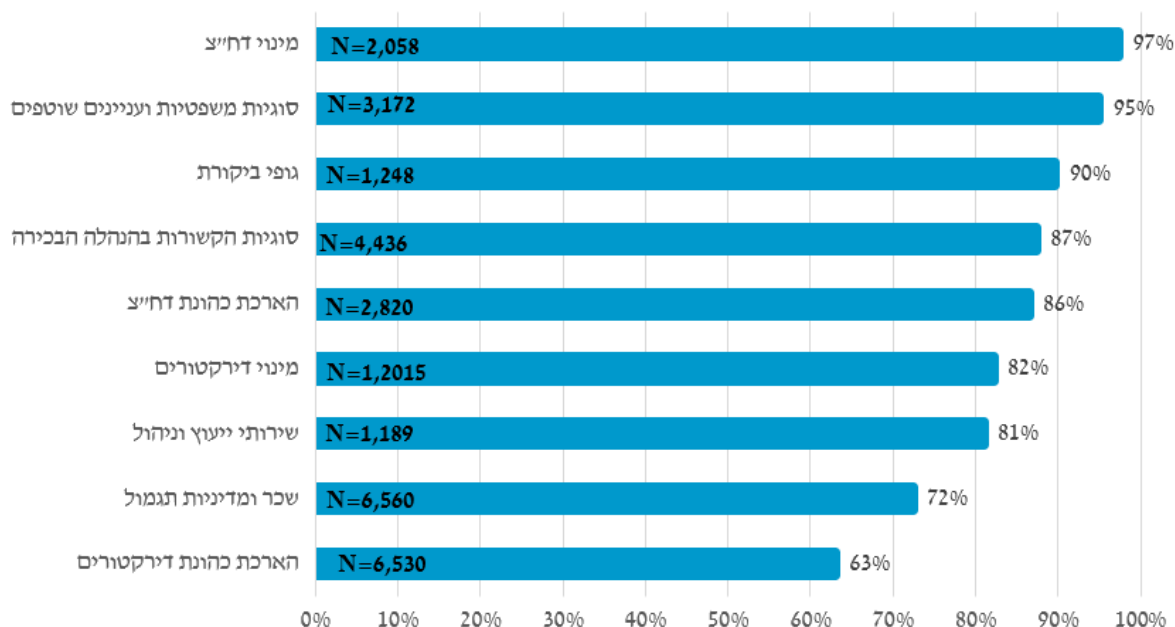
⁷ מספר זה חושב באופן הבא: נאספו מאתר "מאיה" נתונים עבור 331 חברות שנסחרו בשנת 2023. בשנת 2023 היו רשומות למסחר על פי נתוני הבורסה 537 חברות מניות ציבוריות, מתוכן 39 חברות דואליות, לגביהן לא קיימת חובת הדיווח ולכן הן לא נכללות במאגר ההצבעות. 331 חברות מהוות 67% מ- 537 חברות המניות הנסחרות.

⁸ אנו מתמקדים ב- 5 חברות הביטוח הגדולות, לצד בתי ההשקעות אלטשולר שחם ומיטב.

91%, בעוד שגופים כגון "אלטשולר שחם", ו"מיטב" מציגים אחוזי תמיכה ממוצעים נמוכים יותר, הנעים בין 82% ל-84%. נתונים אלה מדגישים את ההבדלים בגישות ההצבעה בין הגופים, ובפרט את הפערים במידת התמיכה שמביעים המוסדיים בהחלטות הנהלה באספות הכלליות. יחד עם זאת, חשוב לציין כי סביר שגופים המוסדיים מנהלים משא ומתן מקדים להצבעה, מה שיכול להוביל, בסופו של דבר, לשיעורי תמיכה גבוהים מצד המוסדיים, אך לא מבטא בהכרח את התנהגותם הפאסיבית.

תרשים 3 מציג את שיעור התמיכה הממוצע של הגופים המוסדיים בחלוקה לפי נושאים (עבור הצבעות שהתקיימו בשנת 2023). עבור כל נושא מצוין מספר ההצבעות שקוטלגו תחת הקטגוריה. לדוגמה, מאגר ההצבעות שבנינו כולל 2,058 הצבעות על מינוי דח"צים בשנת 2023.

תרשים 3: אחוז תמיכה ממוצע של המוסדיים בחלוקה לפי נושא ההצבעה (2023)



תרשים 3 מציג את שיעורי התמיכה (הממוצעים) בהצבעות לפי נושאי ההצבעה הבאים:

1. **מינוי דירקטור חיצוני (דח"צ)** – הקטגוריה כוללת הצבעות על מינוי דירקטורים חיצוניים בחברה לתקופה הראשונה (להבדיל מחידוש כהונה לתקופה שנייה ושלישית, סעיף 5 להלן).
2. **סוגיות משפטיות ועניינים שוטפים** – הקטגוריה כוללת הצבעות הנוגעות להליכים משפטיים כגון פירוק, הסדרי חוב, מיזוגים ורכישות, תביעות והליכי בוררות, התקשרות עם נותני שירותים בתחום המשפטי, והענקת כתבי שיפוי לבכירי החברה. זאת לצד הצבעות הנוגעות למכירה והשכרה של נכסים ריאליים המשמשים את החברה, הסכמי מתן שירותים שאינם שירותי ייעוץ וניהול, הסכמי כוח אדם, עניינים הנוגעים להוצאות השוטפות של החברה וכו'.
3. **גופי ביקורת** – הקטגוריה כוללת הצבעות הנוגעות למינוי או הארכת ההתקשרות של החברה עם משרדי ראיית החשבון לכהונה כמבקרים החיצוניים של החברה.
4. **סוגיות הקשורות בהנהלה הבכירה** – הקטגוריה כוללת הצבעות הנוגעות למינוי בכירים מחוץ לדירקטוריון החברה (כמו מנכ"ל או סמנכ"לים), וסוגיות הנוגעות לתנאי העסקתם.
5. **הארכת כהונת דירקטור חיצוני (דח"צ)** – הקטגוריה כוללת הצבעות על הארכת כהונתם של דירקטורים חיצוניים המכהנים בחברה לתקופת כהונה נוספת.

6. **מינוי דירקטורים** - הקטגוריה כוללת הצבעות על מינוי לראשונה של דירקטורים שאינם דח"צים (רגילים ובלתי תלויים).

7. **שירותי ייעוץ וניהול** - הקטגוריה כוללת הצבעות הנוגעות להתקשרות לראשונה או הארכת התקשרות קיימת עם גופים המעניקים שירותי ייעוץ וניהול חיצוניים לחברה.

8. **שכר ומדיניות תגמול** - הקטגוריה כוללת הצבעות הנוגעות לעדכון מדיניות התגמול של החברה, ובפרט בהענקת אופציות, מניות והלוואות לבכירים, בונוסים שנתיים, ואישור שכר נושאי משרה.

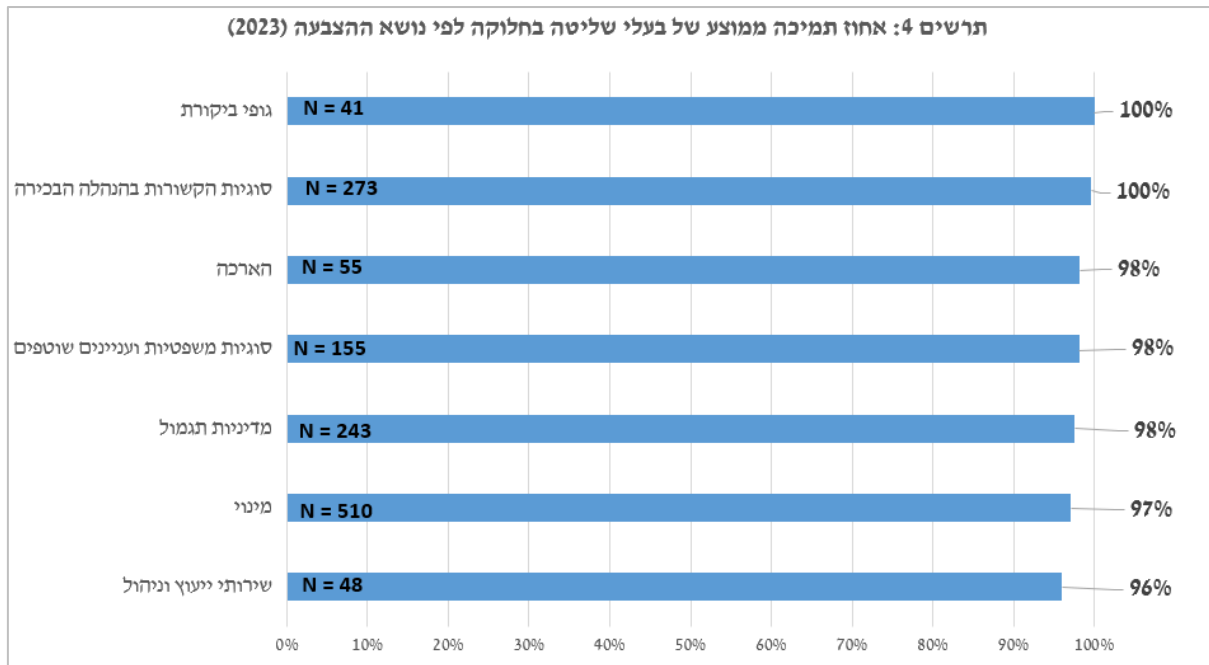
9. **הארכת כהונת דירקטורים** - הקטגוריה כוללת הצבעות על הארכת כהונתם של דירקטורים שאינם דח"צים (רגילים ובלתי תלויים) המכהנים בחברה לתקופת כהונה נוספת.

החלוקה לקטגוריות עבור כל הצבעה נעשתה באופן ידני עבור הצבעות לשנת 2022. ועל סמך אותו קטלוג, באמצעות למידת מכונה של ניתוח טקסטואלי, נעשה הקטלוג המתואר לעיל עבור שנת 2023. כפי שמוצג בתרשים 3, אחוז התמיכה הממוצע של המוסדיים בנושאים עליהם הם מצביעים באספות כלליות עומד על כ-86%. עם זאת, קיימת שונות משמעותית בין שיעורי התמיכה הממוצעים בין קטגוריות הצבעה שונות. כך, ישנן קטגוריות שבהן הגופים המוסדיים נוטים לתמוך כמעט תמיד בהצעות ההנהלה - לדוגמה בנושא מינוי דח"צים, ובנושא סוגיות משפטיות ועניינים שוטפים שבהם שיעורי התמיכה בהנהלה עמדו על 97%-95%, בהתאמה. לעומת זאת, בנושאים אחרים, כמו מדיניות התגמול לדוגמה, שיעור התמיכה הממוצע של המוסדיים היה נמוך יותר, ועמד על כ-72%. באופן דומה, בהצבעות על הארכת כהונת דירקטורים שאינם דח"צים, שיעור התמיכה הממוצע נמוך יחסית ועומד על -63% בלבד.⁹

3.2 הצבעות בעלי שליטה

תרשים 4 מציג את אחוז התמיכה הממוצע של בעלי מניות שאינם מוסדיים, אשר החזיקו לפחות 5% ממניות החברה שעבורן בעלי המניות הצביעו. למעשה, הגדרה זו מהווה קירוב להגדרה של "בעלי העניין" בחברה (כלומר, מי שמחזיק בלפחות 5% ממניות החברה). התרשים מציג את דפוסי ההצבעה של בעלי מניות אלו, תוך חלוקה לקטגוריות של נושאי ההצבעה כפי שהוצגו לעיל. אחוז התמיכה הממוצע של אותם בעלי מניות (עניין) עומד על 98.1%, וכפי שניתן לראות מתרשים 4, הוא נע בין 96% ל-100% בממוצע לכל אחת מקטגוריות הצבעה. אחוז גבוה זה מעיד על כך שכמעט תמיד, הנושאים שמובאים להצבעה הן על דעתם של בעלי העניין.

⁹ באתר "מאיה" המדווח את הצבעות החברות, נתוני הצבעה מדווחים רק עבור אספות כלליות בהן קיימת לפחות הצבעה אחת המכילה נושא הדורש רוב מיוחד, ולכן תיתכן הטייה מסויימת של הנתונים כלפי דיווח יתר של הצבעות "רגישות" שהן הנושאים שעבורם נדרש לקבל רוב מיוחד.

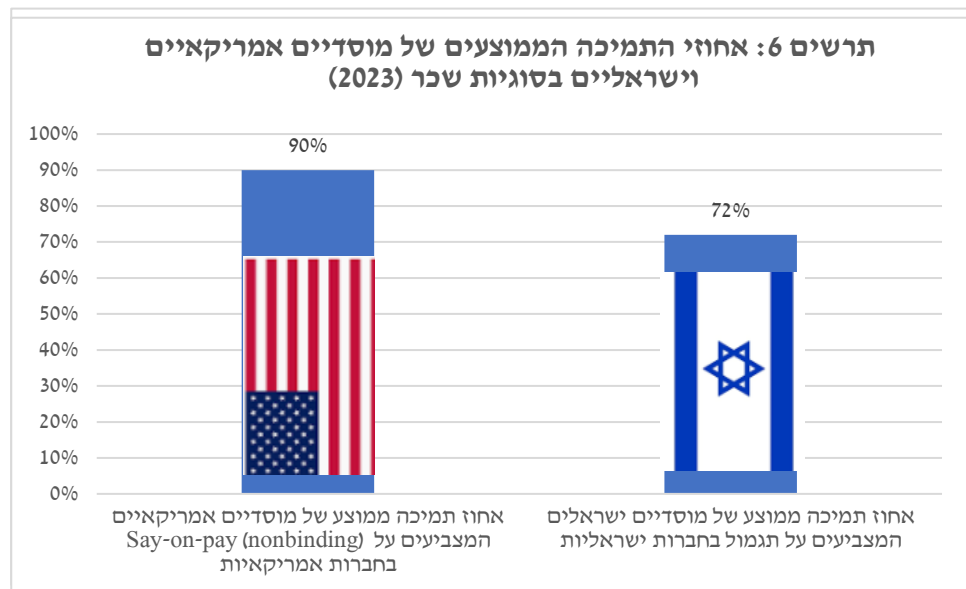


3.3 הצבעות המוסדיים בישראל השואה להצבעות המוסדיים בארה"ב

תרשימים 5 ו-6 בוחנים את שיעורי התמיכה של גופים מוסדיים ישראלים בהשוואה למוסדיים אמריקאיים בשנת 2023.¹⁰ תרשים 5 מתמקד במינוי דירקטורים, ואילו תרשים 6 עוסק בסוגיות שכר. המקבילה האמריקאית הנבחנת בתרשים 6 היא הצבעת ה-Say on Pay, שבה בעלי המניות מצביעים על השכר ששולם לבכירים בתקופה הקודמת. הצבעה זו מאפשרת לבעלי המניות לספק פידבק למנהלים בנוגע לשאלה האם השכר שהמנהלים קיבלו היה ראוי בעיני בעלי המניות. בתרשימים 5 ו-6, העמודה הימנית מציגה את שיעור התמיכה של מוסדיים ישראלים בהצעות ההנהלה בחברות ישראליות, בעוד שהעמודה השמאלית מציגה את אותו נתון עבור מוסדיים אמריקאיים בהצבעות על חברות אמריקאיות.

שני התרשימים מראים כי מוסדיים ישראלים נוטים להתנגד להצעות ההנהלה בשיעור גבוה יותר בהשוואה למקביליהם האמריקאיים: תרשים 5 מציג כי המוסדיים הישראלים תמכו ב-82% מהמועמדים לדירקטוריון, לעומת 94% בקרב המוסדיים האמריקאיים. תרשים 6 מצביע על כך שהמוסדיים הישראלים תמכו ב-72% מהצעות השכר שעלו באספה הכללית, בעוד שהמוסדיים האמריקאיים תמכו ב-90% מהן. נתונים אלו מעידים כי, בהשוואה למוסדיים האמריקאיים, המוסדיים הישראלים נוטים יותר להשתמש בהצעות באספות כלליות ככלי לביטוי התנגדות כלפי פעולות החברות.

¹⁰ הנתונים עבור המוסדיים האמריקאיים נלקחו ממקור זה https://corpgov.law.harvard.edu/2024/01/22/navigating-esg-fatigue-in-shareholder-voting/?utm_source=chatgpt.com



3.4 הצבעות המוסדיים כאשר המועמדים לדירקטוריון מתחרים זה בזה

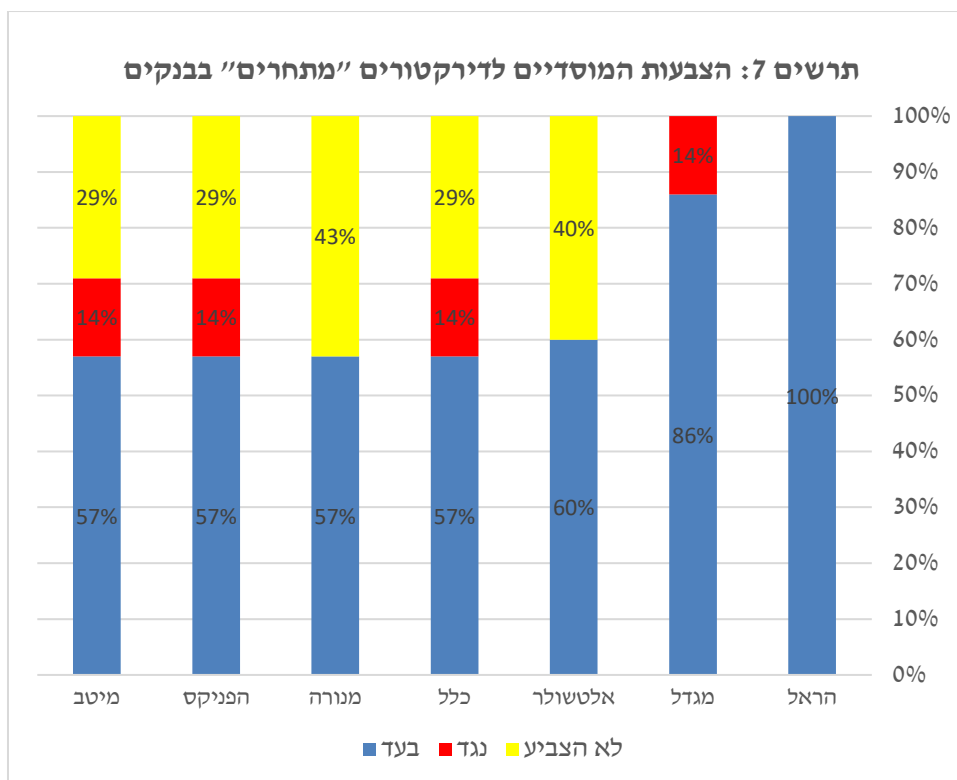
על מנת לבחון אילו גופים מוסדיים מפגינים רמה גבוהה יותר של אקטיביזם בהחלטותיהם, בחרנו להתמקד במינוי דירקטורים לבנקים כמקרה בוחן משום שבגופים אלו מספר המועמדים לדירקטוריון עולה לרוב על מספר המקומות הפנויים. כתוצאה מכך, בהצבעות אלו המוסדיים נדרשים לבחור באופן פעיל את המועמדים המועדפים עליהם מבין מספר אלטרנטיבות, ולא להסתפק בהחלטה בינארית פשוטה של הצבעה "בעד" או "נגד", כפי שהם יכולים לעשות בהצבעות אחרות. הניתוח כולל את שבעת הדירקטורים שהיו מועמדים לכהן כדח"צים שהתמודדו על ארבעה מקומות בדירקטוריונים של הבנקים ללא גרעין שליטה

בשנת 2023, משום שרק עבורם הבנקים נדרשים לדווח כיצד המוסדיים הצביעו.¹¹

הצבעות המוסדיים עבור דירקטורים אלו מדווחות בתרשים 7. התרשים כולל שלוש קטגוריות הצבעה: בעד (כחול), נגד (אדום) ולא הצביעו (צהוב). המוסדיים יכולים גם להצביע "נמנע", אך בפועל בתצפיות המדווחות בתרשים 7 אף אחד מהמוסדיים לא בחר באופציה זו.¹² הנתונים מצביעים על הבדלים ברורים בדפוסי ההצבעה בין הגופים המוסדיים השונים. בעוד שגופים כמו "מנורה", "הפניקס", "מיטב" ו"אלטשולר שחם" בחרו בפועל להצביע רק "בעד" ארבע מתוך שבעת הדירקטורים שהיו מועמדים, "מגדל" הצביע בעד המועמדים ב-86% מהמקרים, כלומר עבור ששה מתוך שבעת המועמדים, ואילו "הראל" הצביע בעד כל המועמדים. המשמעות היא ש"הראל", ובמידה מסוימת גם "מגדל", נמנעו מהתערבות בהחלטה אילו דירקטורים מומלץ לבחור לבנקים ואלו לא, והשאירו בפועל את ההכרעה בידי בעלי המניות שלא הצביעו "בעד" כל המועמדים לכהן כדירקטורים.

¹¹ בהתאם לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל-1970, סעיף 336, חברות, ובכלל זה בנקים, מחויבות לפרט כיצד הצביעו המוסדיים רק עבור דח"צים. הבנקים, נדרשים לדווח כיצד המוסדיים הצביעו רק עבור דח"צים שמונו לפי חוק החברות ולא עבור דח"צים שמונו בהתאם לניהול בנקאי תקין, 301.

¹² מאחר והמוסדיים מחוייבים להצביע בעד או נגד בכל נושא שעולה על סדר היום, נקבע כי בהצבעה על המועמד העודף ניתן להימנע או לא לסמן הצבעה.



3.5 הצבעות המוסדיים ומינוי דירקטוריות בהשוואה לדירקטורים

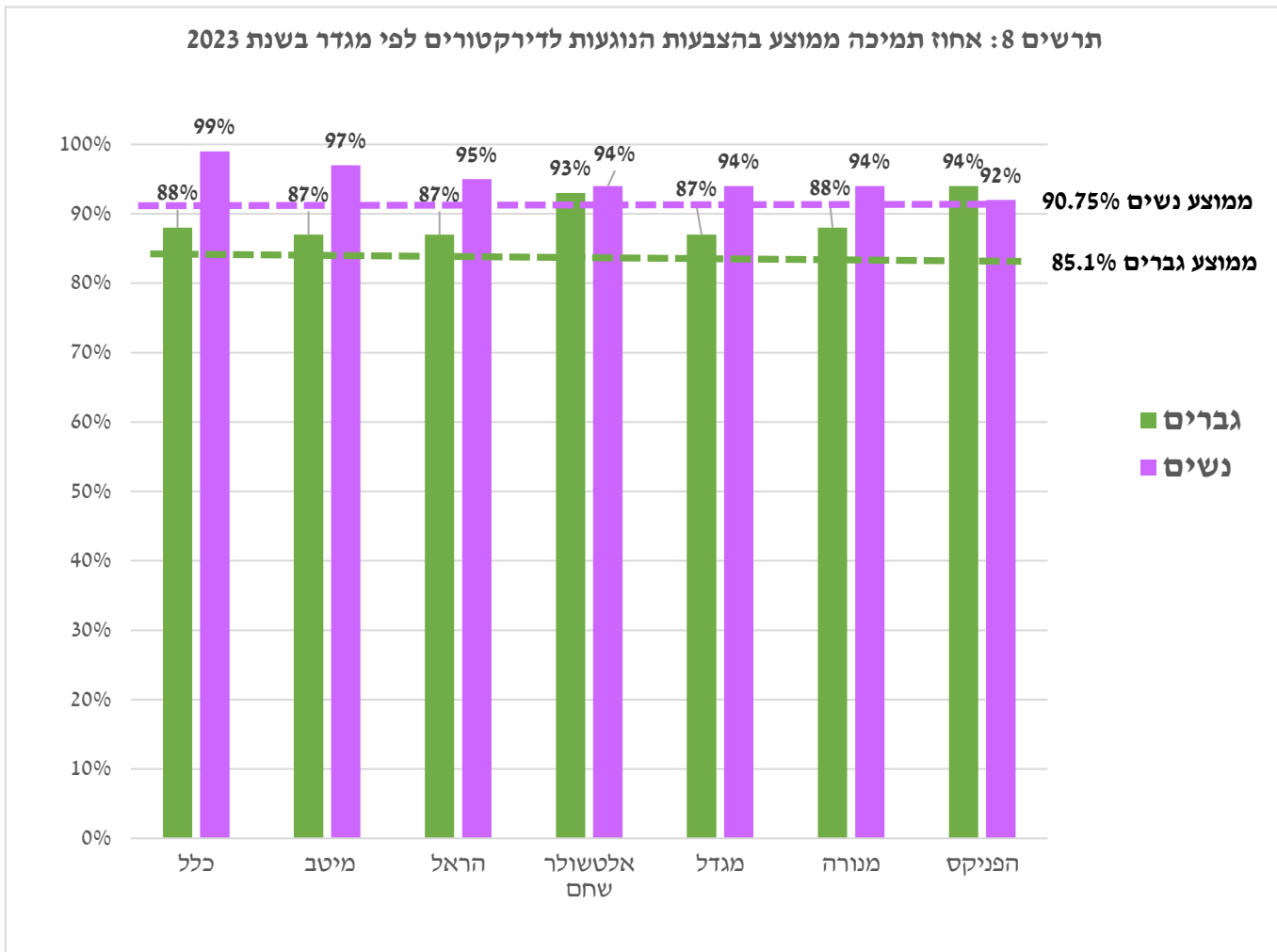
תרשים 8 מתמקד בשאלה אם מוסדיים תומכים יותר במועמדים לדירקטוריון ממין מסוים. התרשים מציג את אחוז התמיכה של כל אחד מהמוסדיים הגדולים לדירקטוריות ולדירקטוריות שעמדו להצבעה בשנת 2023. כפי שתרשים 8 מציג, הדירקטוריות קבלו תמיכה גבוהה יותר מהמוסדיים בהשוואה לתמיכה שקבלו הדירקטורים: אחוזי התמיכה הממוצע של המוסדיים עבור דירקטוריות עמד על 90.75%, ואילו עבור דירקטורים רק על 85.1%.

למרות אחוזי התמיכה הגבוהים של המוסדיים במועמדות לדירקטוריון, רק 27% מהדירקטורים הם נשים (לפי נתוני איגוד הדירקטורים).¹³ טבלה 1 מציגה נתונים שיכולים לשפוך אור מדוע תופעה זו מתרחשת. על סמך נתוני ההצבעות לשנת 2023 שאספנו, חישבנו את מספר המועמדות והמועמדים שהוצעו לכהונה בדירקטוריונים. הטבלה מפרטת נתונים נפרדים לכל מגדר, תוך הבחנה בין דירקטורים חיצוניים (דח"צים) לאלו שאינם דח"צים, וכן בין מינויים חדשים למי שכהונתם הוארכה. טבלה 1 מראה כי בכל קטגוריה, נשים מהוות מיעוט, כאשר סך הכול שיעור המועמדות עומד על 31%. בהתאם, אחוז הנשים המכהנות בדירקטוריונים עומד על אחוז דומה, כאמור, 27%.

טבלה 1 גם מצביעה על כך שבהתאם לדרישה הרגולטורית שתכהן לפחות דח"צית אחת,¹⁴ מתוך המועמדים לכהן כדח"צים בפעם הראשונה, 46% הן נשים, ובקרב דח"צים המועמדים לחידוש כהונה, 42% הן נשים. לעומת זאת, בקרב הדירקטורים שאינם דח"צים, רק 33% מכלל המועמדים לכהן כדירקטורים בפעם

¹³ <https://www.themarket.com/markets/2025-01-06/ty-article/premium/00000194-378c-d9c2-a79e-37ccf04f0000>
¹⁴ ראה חוק החברות, התשנ"ט-1999, סעיף 239ד', בו נקבע כי "בחברה שבמועד מינוי דירקטור חיצוני כל חברי הדירקטוריון שלה שאינם בעלי השליטה בחברה או קרוביהם הם בני מין אחד, יהיה הדירקטור החיצוני הממונה בן המין השני."

הראשונה הינן נשים, ורק 21% מקרב הדירקטורים המועמדים לחידוש כהונה הינן נשים. יצוין כי לצורך אישור מינוי דח"צים המועמדים לכהונה ראשונה, נדרש לקבל אישור אספה גם ברוב רגיל וגם ברוב מקרב המיעוט (בעלי מניות שאינם בעלי עניין אישי, בדרך כלל אלו המוסדיים, המהווים את המיעוט המשתתף בהצבעה). כך יוצא, שעל מנת להתמנות לקדנציה הראשונה, דח"צים חדשים נדרשים לקבלת את תמיכת בעל השליטה (כמו דירקטורים שאינם דח"צים), ובנוסף גם את תמיכתם של מרבית המוסדיים (שלא כמו דירקטורים שאינם דח"צים). לצורך חידוש כהונת דח"צים לכהונות השנייה והשלישית, נדרש רוב מקרב המיעוט בלבד ואין צורך ברוב רגיל.¹⁵ האחוז הנמוך של נשים מקרב המועמדים לכהן כדירקטור. ית שאינו. דח"צ. ית (21%-33%) מעיד על כך שבהצבעות בהן התמיכה של בעל השליטה היא כמעט תנאי הכרחי להבחר, ולכן גם השפעתו על מינוי הדירקטורים. ית גדולה, אחוז הנשים במיוחד נמוך.



טבלה 1: התפלגות המועמדות והמעמדים לכהן בדירקטוריונים בשנת 2023

	הארכה	מינוי	
--	-------	-------	--

¹⁵ ראה חוק החברות, התשנ"ט-1999, סעיף 239 (ב)(1).

אחוז מסך הכל	סך הכל	אחוז מהארכות	סה"כ הארכה	דח"צ	לא דח"צ	אחוז מהמינויים	סה"כ מינוי	דח"צ	לא דח"צ	
31%	754	26%	444	177	267	42%	310	234	76	נקבה
69%	1,690	74%	1,257	241	1,016	58%	433	280	153	זכר
100%	2,444	100%	1,701	418	1,283	100%	743	514	229	סך הכל
31%	31%	26%	26%	42%	21%	42%	42%	46%	33%	אחוז נשים מסה"כ

ביבליוגרפיה:

Brav, A. Malenko, A., and Malenko, N. (2024). Shareholder voting – survey of the literature, in progress.

Dressler, E. (2020). Voice and power: Do institutional shareholders make use of their voting power?. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101716.

Heath, D., Macciocchi, D., Michaely, R., and Ringgenberg, M. C. (2022). Do index funds monitor? *The Review of Financial Studies*, 35(1), 91-131.

Iliev, P., and Lowry, M. (2015). Are mutual funds active voters?. *The Review of Financial Studies*, 28(2), 446-485.

Kandel, E., and Pearson, N. D. (1995). Differential interpretation of public signals and trade in speculative markets. *Journal of Political Economy*, 103(4), 831-872.

Li, S. Z., Maug, E., and Schwartz-Ziv, M. (2022). When shareholders disagree: Trading after shareholder meetings. *The Review of Financial Studies*, 35(4), 1813-1867.