

בקדייטינג כתגמול לבכירים

אבשלום אדם ומרק שוורץ ©

גירסא מורחבת למאמר "המחיר הכבד של תיארוך לאחור" שפורסם בגלובס  
10/12/2006

המבוססת על טיוטת המאמר שהוצגה בכנס זה עתה

**Corporate Governance, Conflicts of Interest and the Ethics of  
Backdating Stock Options**, 14<sup>th</sup> Annual International Vincentian Business  
Ethics Conference, DePaul University, November 1-3, 2007

נכתב בשיתוף עם ד"ר מרק שוורץ  
המאמר בכתובה לקראת פירסום.

בשנים האחרונות, הנושא של תגמול מנהלים הגיע לרמות חדשות של משמעות מבחינת מועצות המנהלים, בעלי המניות ורשויות הפיקוח. בעבר הלא רחוק, הדאגה העיקרית היתה רמות מופרזות לכאורה של שכר בכירים, בייחוד בזמנים של ביצועים כספיים בינוניים של החברות עצמן. בימינו, הנושא העיקרי הנוגע לשכר בכירים הוא, על פניו, השימוש לרעה באופציות למניות. הענקת הזכות למנהלים לרכוש מאוחר יותר את מניות חברותיהם במחיר קבוע התבססה על ההנחה שהאינטרס של המנהלים יהיה צמוד לזה של החברות שלהם, כלומר מקסימיזציה של ערך המניות. ואילו כעת, רבים סבורים שהאופציות למניות הן אולי הבעיה, ולא הפתרון של חידת שיטת התגמול הטובה ביותר לבחירי החברות.

המחקר שנערך על ידי הפרופסור אריק לי מאוניברסיטת איובה בארה"ב חשף תופעה מעוררת פליאה. לי גילה שמחירי המניות נטו ליפול לפני תאריך חלוקת האופציות, ולעלות זמן קצר אחר כך. התופעה הזו רמזה שהמנהלים תארכו לאחור ("בקדייטינג") את האופציות שלהם ליום שבו מחיר המניה היה הנמוך ביותר, ובעשותם כך גרפו רווח נוסף של מיליוני דולר עם מימוש האופציות. המחקר של פרופסור לי, כפי שדווח ב"וול סטריט ג'ורנל", הוביל לחקירת תופעת הבקדייטינג ביותר מ-100 חברות בורסאיות בארה"ב. החברה הראשונה ש"הוצאה מהארון" על-ידי רשות ני"ע הפדרלית בארה"ב, ה-SEC, כלומר נתפסה בבקדייטינג, היתה חברת התוכנה הישראלית מרקטורי אינטראקטיב. השערורייה הישראלית השניה, שעודנה בחקירת ה-SEC, היא

המקרה של קומברס ושל מנכ"ל לשעבר, קובי אלכסנדר. אלכסנדר הפך למעשה ל"פליט", ובימים אלו הוא נהנה מהאקלים המדברי של נמיביה, הרחק מחקירת ה-SEC ומתהליכי התביעה נגדו.

מה שנשאר בפריפריה של הדיון על הבקדייטינג הוא מידת פגיעותם הפוטנציאלית של בעלי מניות בשוק להפחתת ה'בלתי הוגנת' בהון של החברה כתוצאה מן התיארוך מאחור הזה של האופציות. עלויות הבקדייטינג שביצעו הבכירים היו משמעותיות. עשרות חברות מחקו ביחד 5 מיליארד דולר מתוך רווחיהן כתוצאה מתשלומי הפיצויים למנהלים שהתפטרו ומהתביעות האזרחיות שהגישו נגדן בעלי מניות ורשויות הפיקוח. אם כן, איך יכלו הדירקטורים והמנהלים באותן חברות להצדיק מלכתחילה את הנוהג של הבקדייטינג? ייתכן שקיימות כמה רציונליזציות לתיארוך לאחור של הקצאות האופציות. הראשונה בהן, כמובן, היא שכולם עשו זאת. השניה היא שבמקומות רבים, ביניהם ארה"ב, הנוהג הזה אינו לא=חוקי בצורה מפורשת, בייחוד אם האופציות מגולמות כיאות בדו"חות הכספיים. שלישית, בקדייטינג עשוי להניב כמה הטבות לחברה מלבד משיכה ושמירה על טלנטים בכירים. למשל: אם האופציה אינה נרשמת כהוצאה, רוחי החברה יהיו גבוהים יותר והמס שישולם יהיה נמוך יותר. רביעית, האם מישהו באמת נפגע מבקדייטינג? האם התוצאות אינן זהות למקרה שבו מחולק למנהלים בכירים בונוס מיוחד? האם בקדייטינג לא שונה בבירור ממסחר בניצול מידע פנימי (insider trading), מאחר שערכי המניות כבר ידועים לכל המעורבים בדבר?

אך יש לכאורה בעייתיות אתית עם תיארוך לאחור של מועדי חלוקת אופציות, בעייתיות שהובילה לחקירות הנוכחיות ולהירתעות מן הנוהג הזה. הפוטנציאל להונאה, העדר השקיפות, ההשלכה השלילית בכוח על החברה אם מנהלים יכולים לווסת את רמת התגמול של עצמם, והיתרון הבלתי הוגן שקיבלו המנהלים בעיני האחרים, של היכולת לנצל את הפריבילגיה שלהם כדי ליהנות משינויים במחירי המניה - כל אלו מובילים בפוטנציה לחששות אתיים. העיתונות האמריקנית השוותה את הבקדייטינג למניפולציה של תוצאות מרוצי סוסים. אם חושבים על כך במונחים אלו, זה כמו להמר על סוס אחרי שהמרוץ הסתיים ואתה כבר יודע מה התוצאות שלו.

כתוצאה מכך, יש המרחיקים לכת וטוענים שבהתבסס על חובת הנאמנות של המנהלים כלפי בעלי המניות, עליהם פשוט לסרב לקבל תגמול נוסף במתבסס על בקדייטינג של תאריכים אופציות, ולא חשוב אם הנוהג הזה חוקי או לא. הדריקטוריון, שהאחריות האתית הסופית על התנהלות החברה היא שלו, יכול היה גם להבטיח שנוהג כזה יעבור מן העולם לו הוא היה נמנע מלעשות שימוש

בכלי פינאנסי זה. מבחינת המנהלים שרוצים שהצטייר בציבור כמובילי ההתנהלות התאגידית הנכונה וההתנהלות הנכונה של ההנהלות, ייתכן שהרעיון הטוב ביותר יהיה הימנעות מאופציות בכלל, והעדפת תגמול בצורת שכר נוסף, בונוסים ומניות בלתי חסומות (fully vested) של החברה. בעשותם כך, המנהלים עשויים להיתפס כממלאים את חובות הנאמנות לבעלי מניותיהם, ולהיות במצב טוב יותר להבטיח את הצלחתה הפיננסית של החברה לטווח הארוך.