

אוניברסיטת תל-אביב
הפקולטה לניהול
בית הספר למוסמכים במינהל עסקים
החוג לחשבונאות

סוגיות בשליטת חברות

מרצה: פרופ' חיים פלק
מתרגל: שחר שלוש

סמסטר א' תשס"ח
מועד ב'

יום ו' 29.2.08, שעה 08:30

שלוש שעות.

3 עמודים

מוותר השימוש בחומר עזר.

מועד הבחינה:

משך הבחינה:

מס' עמודים:

חומר עזר:

CC-2

בהצלחה !!

הוראות חשובות לצורך סריקת מחברת הבחינה:

- נא להמנע מכתובה בעט ירוק או בעפרון.
- נא לא לכתוב בתחום השוליים.

בתום הבחינה על התלמיד להקפיד ולמסור למשגיחה באופן אישי את גיליון ומחברות הבחינה, ולהמתין עד אשר תסמן המשגיחה את המסירה.

ענה/י על כל השאלות.

שאלה 1: (20%)

במחקר, שהשווה את איכות מערכת הממשל התאגידי בחברות מ-23 מדינות מפותחות עם איכות הממשל התאגידי בחברות דומות שמאוגדות בארצות אחרות, נמצא שרק ל-8% מהחברות שמחוץ לארצות הברית יש ממשל שאיכותו טובה מזו של החברות המקבילות בארצות הברית. לגבי חברות אלו, שרובן המכריע הינן חברות קנדיות ובריטיות, נמצא קשר חיובי בין גודל פער איכות הממשל לבין שווי החברות (נמדד ע"פ גודל ה-Tobin q).

נדרש:

מהם לדעתך המנומקת מאפייני המדינות (Country Characteristics) המסבירים את רמת האיכות הגבוהה של הממשל התאגידי בחברות הקנדיות והבריטיות לעומת רמת איכות הממשל של החברות המקבילות בארצות הברית?

שאלה 2: (25%)

לרוב החברות הציבוריות בארצות הברית ולחלק גדול של החברות בארץ יש דירקטוריונים רדומים (Staggered Boards). נטען שמבנה כזה של דירקטוריון גורם לירידה מהותית בשווי החברה ועל כן גורם נזק כלכלי לבעלי המניות. מאידך, ייתכן שקיומם של דירקטוריונים רדומים הוא תוצאה של רצונם של בעלי מניות בחברות ששוויין נמוך להגן על החברה מפני אפשרות של השתלטות עוינת. במקרה זה לא יהיה זה נכון לייחס לקיום דירקטוריון רדום גרימת נזק כלכלי לבעלי המניות.

נדרש:

א. מה הם לדעתך המנומקת המאפיינים של דירקטוריון רדום התומכים בדעה שדירקטוריון כזה הינו גורם לירידת ערך החברה?

ב. במחקר שפורסם לאחרונה דווח על ממצאים התומכים, לדעת החוקרים, בטענה שקיום דירקטוריון רדום בחברות גורם לירידת שווי החברה.

(1) הסבר/י מה הם הממצאים המדווחים כנ"ל.

(2) האם ניתן להבחין בין מקרים/תנאים שבהם עוצמת הקשר בין קיום דירקטוריון רדום לירידת שווי החברה גדולה יותר מאשר במקרים/מצבים אחרים? הסבר/י.

ג. מה היא גלולת רעל (Poison Pill)?

ד. מה ההבדל בין דירקטוריון רדום לבין גלולת רעל מבחינת הגנה בפני השתלטות עוינת?

שאלה 3: (20%)

במחקר שעסק בפקוח הדירקטוריון על פעילות המנכ"ל (CEO) מצאו החוקרים קשר שלילי בין אינטנסיביות הפקוח לבין (1) תקופת כהונתו של המנכ"ל. כמו כן נמצא ש-(2) השוק מגיב בחיוב (בעליה במחיר המניה) לחילופי מנכ"ל לאחר תקופת שרות ארוכה ובשלילה (ירידה במחיר המניה) לחילופי מנכ"ל לאחר תקופת שרות קצרה.

נדרש:

א. מה ההסברים לממצאים ב- (1), ו- (2)?

ב. מה ההשלכות (implications) של הממצאים לגבי ממשל החברה ויחסי מנכ"ל - דירקטוריון בהקשר למטרה של רווחת (welfare) בעלי המניות?

שאלה 4: (35%)

יש הסבורים ש"שומרי הסף" – רואי החשבון, עורכי הדין, אנליסטים וחתמים - שותפים לאחריות באי מניעת הכישלונות/סקנדלים בחברות ציבוריות. ברם, נטען שאין מקום להכללה שכן "שומרי סף" אלה נבדלים או שונים בהקשר לפונקציות שהם ממלאים, הכישורים הנחוצים למילוי תפקידם, ואופי היחסים עם וחובותיהם לחברות או ללקוחותיהם. בהקשר זה מוצע להבחין, בין היתר, בין "שומרי סף" "בלתי תלויים" ו"תלויים".

נדרש:

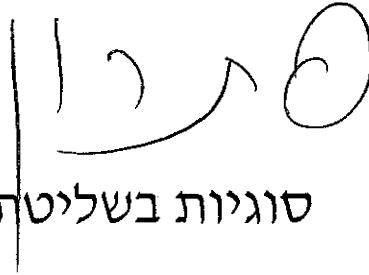
א. סווג את "שומרי הסף" המנויים לעיל כ"בלתי תלויים" וכ"תלויים", והסבר מה הן הפונקציות הייחודיות של כל אחד מארבעת "שומרי הסף".

ב. מה התכונות והכישורים הדרושים למילוי כל אחת מהפונקציות ב- (א)

ג. מה ההשלכות של ההבחנות לעיל לגבי צפיות לתרומת "שומרי הסף" לאיכות הממשל התאגידי?

ב ה צ ל ח ה

אוניברסיטת תל-אביב
הפקולטה לניהול
בית הספר למוסמכים במינהל עסקים
החוג לחשבונאות



סוגיות בשליטת חברות

מרצה: פרופ' חיים פלק
מתרגל: שחר שלוש

סמסטר א' תשס"ח
מועד ב'

יום ו' 29.2.08, שעה 08:30

מועד הבחינה:

שלוש שעות.

משך הבחינה:

3 עמודים

מס' עמודים:

מותר השימוש בחומר עזר.

חומר עזר:

בהצלחה !!

הוראות חשובות לצורך סריקת מחברת הבחינה:

- נא להמנע מכתיבה בעט ירוק או בעפרון.
- נא לא לכתוב בתחום השוליים.

בתום הבחינה על התלמיד להקפיד ולמסור למשגיחה באופן אישי את גיליון ומחברות הבחינה, ולהמתין עד אשר תסמן המשגיחה את המסירה.

תשובות

שאלה 1:

במרבית המדינות, נתחים משמעותיים מהחברות מוחזקים ע"י בעלי שליטה המשיגים רווחים פרטיים (Private Benefits) מהשליטה. בידי בעלי שליטה אלו היכולת להכריע האם לחברה תהיה מערכת ממשל תאגידי טובה יותר מלחברה אמריקאית מקבילה, או לא. על ידי שיפור הממשל התאגידי בעלי השליטה מפסידים מהרווחים הפרטיים, אולם, הם גם מאפשרים לחברה לגייס מימון בתנאים טובים וזולים יותר. יחס העלות לתמורה (Tradeoff) ליישום מערכת ממשל תאגידי משתנה בין המדינות השונות לפי מאפיינים שונים של מדינות אלו:

- במדינות עם שווקי הון מפותחים התמורה לממשל תאגידי טוב – הגישה לשווקי הון אלו והשגת מקורות מימון דרכם – משמעותית יותר מאשר במדינות בהן שווקי ההון אינם מציעים אלטרנטיבה טובה לגיוס הון.
- במדינות בהן זכויות המשקיעים מבוססות יותר (Common Law Countries), עסקאות בעלי עניין, והפקת רווחים פרטיים על חשבון בעלי המניות שבמיעוט פחות אפשריים.

מכאן, שסביר להניח שמדינות בהן לחברות מערכת ממשל תאגידי טובה יותר יתאפיינו בזכויות מבוססות יותר להגנת המשקיעים ובשווקי הון מפותחים יותר.

שאלה 2:

א. דירקטוריון רדום (Staggered Board) הינו כלי המסכל השתלטות חיצונית על ידי כך שהוא מונע את החלפתו של רוב הדירקטוריון באסיפת בחירות שנתית אחת – הגורם המנסה להשתלט על החברה מבין כי על מנת ליצור לעצמו רוב בדירקטוריון עליו לעבור לפחות שתי אסיפות בחירות, כדי שניתן להחליף את מרבית חברי הדירקטוריון. כך, אילוצים אלו מקטינים את האטרקטיביות, והסיכוי, להשתלטות חיצונית על החברה. נפרט כעת, מאפיינים של הדירקטוריון הרדום התומכים בדעה כי הוא מוביל לירידת ערך החברה:

- להגנה בפני החלפה עשויה להיות השפעה על האופן שבו הדירקטורים "מנהלים" את החברה, ולכן גם על הרווחיות העתידית של החברה. הגנה זו מחלישה את איום ההחלפה העומד בפני הדירקטורים ולכן היא מחזקת את התמריץ של הדירקטורים להשתמט מתפקידם ולברוח מאחריותם. כמו כן, ההגנה בפני החלפה גם מחזקת את התמריץ של הדירקטורים להפקת רווחים פרטיים (Private Benefits) על חשבון בעלי המניות.
- הגנה בפני החלפה עשויה לשרת הנהלה הדואגת לאינטרס האישי של חבריה, ככלי לחסימת הצעות רכש אשר היו מטיבות עם בעלי המניות. כמו כן, הגנה בפני

החלפה מרפה את ידיהם של רוכשים פוטנציאליים להציע הצעות רכש שכאלו מלכתחילה.

- הגנה מהחלפה עשויה להגדיל את כוח המיקוח של ההנהלה ולאפשר להם לחלץ פרמיית שליטה גבוהה יותר. כמובן שמאפיין זה הינו חיובי מנקודת ראותם של בעלי המניות, אלא שלהנהלה בדרך כלל יש כוח מיקוח משמעותי גם ללא הגנה בפני החלפתה, וסביר כי את תוספת כוח המיקוח היא תנצל לחילוץ תשלומים צדדיים לחברי ההנהלה ולא להשגת פרמיה גבוהה יותר עבור בעלי המניות.

ב.

(1) מתחילת שנות התשעים בעלי מניות בחברות ציבוריות קיימות בארצות הברית סירבו בדרך כלל לאשר תקנות לביסוס דירקטוריון רדום. כתוצאה מכך, הימצאותו של דירקטוריון רדום בסוף תקופת המחקר, בחברות אשר הוקמו לפני שנות התשעים תלויה רבות בשאלה – האם היה להן דירקטוריון רדום ב-1990. תוך התמקדות בחברות אשר הפכו לציבוריות לפני 1990, ובקרה לערך החברות ב-1990, החוקרים מצאו קורלציה שלילית בין ערך השוק של החברה בשנים 1995-2002, לבין הימצאות דירקטוריון רדום בחברה ב-1990. ממצא זה עקבי עם הטענה כי לדירקטוריון רדום השפעה שלילית על ערך החברה.

(2) עוצמת הקשר בין קיום דירקטוריון רדום לירידת ערך החברה תלויה במקור האסמכתא לקיום הדירקטוריון הרדום. במידה וקיומו של הדירקטוריון הרדום מעוגן במסמכי יסוד של החברה, או בחוק אשר בעלי המניות אינם יכולים לשנות, עוצמתו של הקשר חזקה יותר מאשר במקרים שבהם עיגון קיומו של הדירקטוריון נעשה בהסכמת בעלי המניות.

ג. גולת רעל היא תקנה המקנה זכויות למחזיקי מניות מסוימים של חברה המהווה מטרה להשתלטות למנוע או להקשות על ההשתלטות. למשל, זכויות כאלו יכולות לאפשר למחזיקים בהן לרכוש בהנחה משמעותית מניות של חברת המטרה ובכך לדלל את שווי הון החברה למניה ולהגדיל את שעור כוח ההצבעה של אלה המתנגדים להשתלטות. בדרך כלל זכויות אלו ניתנות כאשר הרוכש מגיע לאחזקה של אחוז מסוים מחברת המטרה (בדרך כלל 10%-15%). זכויות אלו אינן מוקנות לרוכש, כך שהדילול באחזקותיו ובכוח ההצבעה שלו הופך את ההשתלטות על חברת המטרה ליקרה מדי.

ד. בעוד שדירקטוריון רדום (Staggered Board) מסכל את החלפת הדירקטוריון בשיטה של Stand alone Proxy – (כמפורט בסעיף א'), הוא אינו יכול למנוע השתלטות חיצונית על החברה בשיטה הישירה של רכישת בלוק שליטה. זאת, מאחר וללא השימוש בגולת רעל אין לו את היכולת לדלל את אחזקותיו של המציע החיצוני.

שאלה 3:

א. קשר (1):

תוצאות המחקר (Ryan et al) מצביעות על כך כי הדירקטורים לומדים על יכולות המנכ"ל במשך זמן שירותו בתפקיד, על ידי בחינת ביצועיו. כמו כן, המנכ"ל מנהל משא ומתן עם הדירקטוריון בכדי להפחית את עול הפיקוח ולהגביר את עצמאותו. הכלי העיקרי העומד לרשותו של המנכ"ל במשא ומתן זה הינם ביצועי העבר שלו – יתרון זה מתחזק ככל שהוא נמדד על פני תקופה ארוכה יותר. מכאן שיכולותיו של המנכ"ל להשיג מהדירקטוריון יותר אוטונומיה ולהפחית את הפיקוח הינן ביחס ישר לתקופת שירותו בתפקיד. הדירקטוריון מפקח באופן אינטנסיבי יותר על מנכ"לים חדשים והוא גם פחות סובלני בבואו להחליט אם לסיים את העסקתם. לעומת זאת, מנכ"לים וותיקים מפוקחים פחות, והדירקטוריון נותן משקל רב לביצועי עבר בהחליטו אם להשאירם בתפקיד.

באופן עקבי עם העובדה כי הדירקטוריון מפקח יותר כאשר יש לו פחות "היסטוריה של איתותים" לגבי ביצועי המנכ"ל, נמצא כי תכיפות פגישות הדירקטוריון גבוהה יותר כאשר המנכ"ל החדש (עד שנה בתפקיד) הגיע מחוץ לחברה, מאשר למנכ"ל חדש אשר קודם מתוך החברה.

קשר (2):

התיאוריה והמציאות מצביעות על כך כי עם עליית הוותק של המנכ"ל כך גדלה השפעתו על הדירקטוריון. ולכן, החלפתו של מנכ"ל המכהן תקופה ארוכה בתפקידו, מהווה איתות חיובי לכך שהדירקטוריון דואג לאינטרסים של בעלי המניות.

לעומת זאת, החלפתו של מנכ"ל המכהן תקופה קצרה בתפקידו, מהווה איתות שלילי לגבי יכולותיו ולגבי גורל החברה.

ב. תוצאות המחקר מצביעות על קיומו של שיווי משקל אופטימלי, שבו הדירקטוריונים לוקחים בחשבון את התועלות ואת העלויות הנובעות מהפיקוח בבואם לקבוע את האינטנסיביות של הבקרה על המנכ"ל. הדירקטוריונים מפקחים בכדי להשיג אינפורמציה המשמשת אותם בהחליטם על המשך העסקת המנכ"ל או על פיטוריו. הממצאים מצביעים על שיווי משקל (המושג בדרך של משא ומתן) שבו מנכ"לים וותיקים מצליחים להשיג השפעה מסוימת על הדירקטוריון – השפעה זו היא חלק מהעלות של שמירת מנהל מוכשר בחברה.

אין בכל האמור לעיל בכדי לרמוז כי לקובעי המדיניות אין את היכולת להוביל לשיווי משקל חדש, בו רווחתם של בעלי המניות גבוהה יותר. המידה שבה מאמצים לשנות את הממשל התאגידי יצליחו לייצר מנגנון שישירת את בעלי המניות טוב יותר נשארת כשאלה העומדת בעינה.

שאלה 4:

א. שומר סף הינו אדם או חברה המספקים שירותי אימות או אישור, או לוקחים חלק בפעילויות הפיקוח בכדי למנוע פעולות בלתי חוקיות או לא נאותות בשוק ההון. את שומרי הסף ניתן לחלק לכאלה התלויים בלקוחותיהם לבין אלו אשר בלתי תלויים בלקוחותיהם.

שומרי סף בלתי תלויים:

רואה החשבון – החוק דורש כי מידע פיננסי הנמסר על ידי חברה ציבורית יעבור ביקורת של רואה חשבון בלתי תלוי. על ידי מתן האישור לציבור כי הדוחות הכספיים אכן מתארים את הסטאטוס הפיננסי של החברה, ממלא רואה החשבון אחריות ציבורית העולה על יחסי עובד – מעביד. רואה החשבון אינו יכול להיות חסידו וסניגורו של הלקוח. בכדי למלא את תפקיד "כלב השמירה הציבורי" עליו לשמר עצמאות וחוסר תלות מוחלטת מהלקוח. כמו כן, עליו לפעול באופן שיהיה ראוי לאמון הציבור. תקנות סרבנס אוקסלי דורשות כי תהיה רוטציה של רואה החשבון המבקר (אך עדיין מותר כי הלקוח יישאר באותה הפירמה המבקרת) לפחות אחת לשבע שנים. זאת מאחר ויחסים ארוכי טווח בין רואה החשבון המבקר לבין החברה המבוקרת עלולים להביא לפגיעה באי תלותו של רואה החשבון.

אנליסטים – האנליסט אמור לחקור את החברה ולהעריך את ערכה כהשקעה. עליו לסקור את המידע ולהציג מבט ישיר ואמיתי על החברה למשקיעים ולמשקיעים הפוטנציאליים. כמו רואה החשבון, על האנליסט לנתח את העובדות באופן אובייקטיבי ולא להוות סניגור ללקוח. על האנליסט לגלות על ניגודי אינטרסים העשויים לצוץ במהלך עבודתו. בית המשפט העליון (בארה"ב) ציין כי תפקידו של האנליסט במקרים רבים הוא לחשוף עובדות שליליות שהחברה מעוניינת להסתיר. המציאות מצביעה על כך כי ככל שאנליסט מסקר חברה מסוימת כך עולה הסבירות שהוא יסקר אותה באופן חיובי. לכן, גם במקרה של האנליסט יחסים ארוכי טווח עם החברה נראים באופן שלילי. בשנים האחרונות ההשקפה על האנליסטים כבלתי תלויים נמצאת תחת ביקורת קשה. נטען כי האנליסטים איבדו את עצמאותם והפכו לנספחים של החברות המסוקרות, בבנקי ההשקעות המעסיקים אותם. ביקורות אלו מתזקות את העובדה כי הנורמה בעבור האנליסטים היא אי – תלות, שהרי אם לא כך היה ביקורות אלו לא היו מתעוררות כלל.

שומרי סף תלויים:

עורכי דין – עורך הדין אינו אמור להיות נטול פניות. עורך הדין נדרש לקדם את האינטרסים והמטרות החוקיות של לקוחו. על עורך הדין מוטלת חובה של תמיכה נלהבת בלקוח. היחסים בין עורך הדין ללקוח הם מעין "שותפות בלתי פורמלית". הם עובדים יחד בכדי להשיג מטרה משותפת, למרות שבסופו של דבר, הלקוח ולא עורך הדין מקבל את ההחלטות. למרות כל האמור לעיל, חובת הנאמנות של עורך הדין ללקוח אינה בלתי מוגבלת. על עורך הדין לנווט עצמו על קו התפר שבין נאמנותו ללקוח לבין היותו שומר סף. על עורך הדין אסור ליעץ ללקוח לבצע מעשה

לא חוקי, או לסייע ללקוח בביצוע מעשה שהוא יודע שהוא פלילי או הונאתי. לעורך הדין מותר לפרוש מייצוג לקוח כאשר האחרון מתעקש לנקוט בפעולות אשר עורך הדין רואה כמעוררות סלידה. שינויים, שנעשו לאחרונה בלשכת עורכי הדין האמריקאית, המרחיבים את הנסיבות בהן יכול עורך הדין להפר את סודיות הלקוח מדגימים את מורכבות תפקידו של הלקוח.

חתמים – עובדת היותו של החתם שומר סף תלוי עשויה להפגיע, מאחר והוא המשתתף היחיד (בנושאים בהם לא מעורב רואה החשבון) שיש לו את הרקע והידע לביצוע בחינה להגנת המשקיעים. כמו כן, החוק לניירות ערך האמריקאי מציין את החתם כנאשם פוטנציאלי לתביעה במקרה של הצהרה מטעה. על החתם לבצע בדיקת דיו דיליגנס בעצמו ולא להסתמך על הערכות ההנהלה. לכן, ישנו היגיון מסוים בהסתכלות על החתם כ"שומר סף בלתי תלוי". אולם, עצמאותו של החתם אינה כעצמאותו של רואה החשבון. החברה המנפיקה מתקשרת עם החתם על מנת שיקדם את הפצת ניירות הערך שלה. בהקשר זה, תפקידו של החתם כיועץ לחברה המנפיקה, מקדים את ההנפקה עצמה. במקרים רבים, החתם המנהל מספק ייעוץ על מספר נושאים הנוגעים להנפקה כגון סוג וכמות ניירות הערך, תזמון ההנפקה, וצעדים שבהם המנפיק יכול להפוך עצמו לאטרקטיבי יותר. כתוצאה מייעוץ זה, בתי משפט החלו לראות ביחסי החתם – מנפיק כיחסי אמון. בנוסף, לעתים קרובות יש לחתם אינטרס (ישיר או עקיף) בהנפקה. חלק מהחתמים משקיעים ישירות בלקוחותיהם (דבר האסור על רואה החשבון), וחתמים רבים מועסקים על בסיס best effort – שבו, החתם מקבל את העמלה רק במקרה שבו נמכר לפחות חלק מסוים מניירות הערך.

ב. התכונות והכישורים הנדרשים:

עורכי הדין – שותפים למטרות הלקוח ולכן הם תלויים בו. עורכי הדין מוגבלים על ידי המערכת החוקית, אך הם יועצים ללקוח וצריכים לדעת את תכונותיו, מטרותיו, והאסטרטגיה שלו. הם מייצגים את הלקוח כלפי צד שלישי. הם צריכים לדווח על מעשים פליליים של הלקוח, אך צריכים גם לשמור על הסודיות של הלקוח. בבואם לתת חוות דעת משפטית הם בלתי תלויים, ואין להם מחויבות כלפי צד שלישי, פרט למקרים שידוע להם שיעשה שימוש בחוות הדעת ע"י צד שלישי. הם חייבים בקיום של Duty of Care ועל כן, בפן זה, אין להם יחסי עובד – מעביד עם הלקוח, ואינם תלויים בו.

חתמים – צריכים ידע ורקע מתאים לביצוע חקירות להגנת המשקיע. עליהם לבצע חקירות אלו בעצמם, ולא להסתמך על אחרים. החתם יכול להיתבע על חוות דעת מטעה – יש לו אחריות נגזרת על חוות הדעת שלו. לחתם יש התחייבות כלפי הלקוח בתחום הפצת והצעת המניות. הוא עשוי גם לתת לו ייעוץ בתחום זה ולכן אינו בלתי תלוי.

קהל היעד (Audience) של החתם ושל עורך הדין הינו הלקוח. לעומתם רואה החשבון והאנליסט מדווחים לקבוצות הטרזוגניות ולכן אינם יודעים את מטרות הקהל שלהם. מכאן, שרואה החשבון והאנליסט צריכים לדווח באופן מדויק ללא הטיות וללא התחשבות במטרות הלקוח. עליהם להיות מומחים בשטחם ולערוך את בדיקותיהם בעצמם. רואה החשבון מתמקד בתהליך קבלת

ההחלטות, לעומת החתם ועורך הדין אשר מתמקדים בתוצאה. רואה החשבון והאנליסט אינם מונעים מהמוטיבציה של הלקוח. המאמר מבחין בין אחריותיות (Accountability) לבין מחויבות (Commitment). רואה החשבון והאנליסט ניחנים ב-Accountability – הם צריכים להצדיק את דיווחיהם ולהיות בלתי תלויים ואובייקטיביים. לעומת זאת, עורך הדין והחתם צריכים למלא את ציפיות הלקוח ולכן הם ניחנים ב-Commitment ולא ב-Accountability.

ג. ראשית, יש להכיר בכך כי התלות של שומרי הסף התלויים איננה מתקיימת בכל קשת הפעולות שלהם. לגבי שומרי הסף התלויים ישנן שתי אפשרויות:

1. להתחשב פחות בדיווחים של שומרי הסף התלויים (זוהי אפשרות מוכוונת שוק).
2. להגביר את האחריות החוקית של התלויים (זוהי אפשרות מוכוונת רגולציה).

בנוסף, יש להבהיר מושגים מעורפלים כ-Standard of Care, מהותיות (Materiality), הבחנה בין סטנדרטים להוראות (סטנדרט משאיר יותר מקום לשיקול דעת). כמו כן, יש לכפות קודים של התנהגות על החתמים ועל האנליסטים, ולהגביר את פיקוח ה-SEC וה-PCAB. יש להגביר את הוראות ה-SEC על ניגודי העניינים העלולים לצוץ אצל האנליסטים. כמו כן, על האנליסטים להפריד בין מחלקות המחקר למחלקות הייעוץ וההפצה, ולגלות את יחס המלצות הקנייה להמלצות המכירה. יש להנהיג רישום של עורכי הדין הרשאים להופיע בפני ה-SEC, ולחייב עורכי דין בהצהרה שאין להם יחסים בלתי פיננסיים עם החברה.