

מדידת איכותו של הממשל התאגידי בחברות עם מבנה בעלות ריכוזי בהתבסס על מאפייני הדירקטוריון

עודד כהן¹

תקציר

במאמר זה אני מציג מדד לבחינת איכות הממשל התאגידי המבוסס על מאפייני הדירקטוריון ומותאם לחברות עם מבנה בעלות ריכוזי. המדד כולל 30 רכיבים המעריכים את עצמות הדירקטוריון ואת כישורי הדירקטוריון. בנוסף, כולל המדד רכיב המעריך את הפער שבין זכויות השליטה של בעל השליטה בחברה לבין זכויותיו בהון שלה. למדד המוצע מספר יתרונות על פני מדדי ממשל תאגידי שהוצעו בעבודות קודמות: הוא מבוסס באופן בלעדי על נתונים המדווחים על ידי החברות מכוח החוק ואשר מידת המהימנות שלהם גבוהה מנתונים המדווחים באופן וולונטרי בהם נעשה שימוש בחלק מהעבודות הקודמות; הוא לא כולל רכיבים המודדים את מידת האחריות החברתית של החברה משום שממד זה לא משקף את מידת ההגנה על המשקיעים; הוא לא כולל רכיבים המודדים תוצאות של איכות הממשל התאגידי לרבות רכיבים העוסקים בהיקף הכספי או במספר העסקות עם בעלי השליטה שהחברה מבצעת וכן רכיבים המודדים את הצעדים המשמעותיים שבהם נוקטת החברה כנגד ההנהלה שלה; הוא מודד באופן נרחב את המיומנויות של הדירקטוריון; והרכיבים שלו מוגדרים היטב, כך שהם ניתנים לחישוב ללא צורך בהפעלת שיקול דעת סובייקטיבי. בהתבסס על המדד, חישובתי ציוני ממשל תאגידי עבור 120 חברות ציבוריות לא פיננסיות בשנים 2007 עד 2014 ואני מראה שהם משתפרים על פני שנות המדגם, הן הודות לתיקוני חקיקה שנכנסו לתוקף בתקופה זו והן עקב צעדים שנקטו החברות מרצונן החופשי.

1. מבוא

בעיית סוכן (Agency Problem) מתקיימת בחברה כאשר לאחד מבעלי העניין שלה יש תמריץ ויכולת להגדיל את התועלת שלו על חשבון בעלי העניין האחרים. לבעיית הסוכן יש השפעה שלילית על החברה, בעיקר משום שהמשקיעים, המודעים לתמריץ של הסוכן, מגלמים את הסיכון לכך שזכויותיהם ייפגעו במחיר ההון של החברה, כך

¹ עודד כהן, בנק ישראל, חטיבת המחקר – דוא"ל: Oded.Cohen@boi.org.il; ניב גרינשטיין, אסף חמדני, בני לאוטרבך, אמיר ליכט, מיכאל קאהן, ברצוני להודות לישי יפה, אילנית גביוס, יניב גרינשטיין, אסף חמדני, בני לאוטרבך, אמיר ליכט, מיכאל קאהן, רועי שטיין, לשופט-מעריך עלום השם ולמשתתפי הסמינר בבנק ישראל ובאוניברסיטה העברית בירושלים, על הערותיהם המועילות ועל הדיון העשיר בתובנות. הדעות המובעות במאמר זה הן של המחבר ואינן משקפות בהכרח את עמדותיו של בנק ישראל.

שהוא מתייקר. (Berle and Means, 1933; Jensen and Meckling, 1976) יתרה מכך, ככל שבעיה זו נפוצה בקרב חברות, היא עלולה גם לפגוע בהתפתחות של השווקים הפיננסיים במדינה, לעוות את הקצאת ההון ולהאט את הצמיחה הכלכלית (למשל, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 1997; Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 2000; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 2002). לאור ההשלכות הפוטנציאליות החמורות שלה, צמצומה של בעיית הסוכן היא אחת המטרות החשובות של המאסדרים הפיננסיים ברחבי העולם.

הספרות נוטה להבחין בין שני סוגים של בעיות סוכן. הראשון מאפיין חברות עם מבנה בעלות מבוזר, כפי שמקובל בעיקר בארה"ב והוא נובע מפערי הכוחות שבין המנהלים לבין בעלי המניות הרבים של החברה (Jensen and Meckling 1976). השני מאפיין חברות עם מבנה בעלות ריכוזי, בעיקר בשווקים שנמצאים מחוץ לארה"ב, והוא נובע מפערי הכוחות שבין בעל השליטה (CSH – Controlling Shareholder) לבין בעלי מניות המיעוט (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 1998; La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 1999).

בחברות עם מבנה בעלות מבוזר, אין לבעל מניות בודד תמריץ לפקח על ההנהלה, מכיוון שעלויות הפיקוח גדולות מחלקו הזניח יחסית ברווחי החברה. בהיעדר פיקוח יעיל, נוצר למנהלים תמריץ להגדיל את התועלת שלהם על חשבונם של בעלי המניות בחברה. לעומת זאת, בחברות עם מבנה בעלות ריכוזי, בעל השליטה, שמחזיק בזכויות משמעותיות ברווחי החברה, מתומרץ לפקח על ההנהלה. עם זאת, בעל השליטה עצמו אינו מפקח על ידי אף אחד מבעלי המניות ובכך הוא מתומרץ לפעול כדי להפיק מהחברה טובות הנאה פרטיות (Private Benefits of Control) על חשבון בעלי מניות המיעוט (Barclay and Holderness, 1989; Nenova, 2003; Dyck and Zingales, 2004; Barak and Lauterbach 2011; Blum, Hannes, Lauterbach and Yosef, 2021).

הפגיעה בזכויותיהם של בעלי המניות ממותנת על ידי ממשל תאגידי (CG) ברמת החברה ועל ידי חוקים ותקנות המגנים על משקיעים ברמת המדינה. בהתאם, Shleifer and Vishny (1997) מגדירים ממשל תאגידי כ"כלל הדרכים שבהן ספקי ההון של תאגידיים מבטיחים לעצמם החזר על השקעתם". נוכח החשיבות של צמצום בעיית הסוכן, נושא הממשל התאגידי משך את תשומת לבם של בעלי עניין, מאסדרים ואנשי אקדמיה (Becht, Bolton, and Röell, 2003).

מערכות ממשל תאגידי משתנות בין השווקים השונים בהתאם לבעיית הסוכן האופיינית לכל שוק (Enriques and Volpin, 2007; Bebchuk and Hamdani, 2009). לדוגמה, מנגנון טיפוסי שמרתיע מנהלים מלפגוע בזכויות של בעלי המניות בארה"ב הוא משמעת השוק (Market Discipline). בפרט, פגיעה בזכויות של בעלי

המניות בארה"ב, עלולה לגרום לירידה בשווי השוק של החברה, אשר בתורה עשויה להגדיל את ההסתברות להשתלטות על החברה ולהחלפת ההנהלה. לפיכך, בארה"ב, חברה עם ממשל תאגידי איכותי לא תפגע ביעילותו של מנגנון משמעת השוק על ידי אימוץ הוראות המגבילות את ההשתלטות על החברה כגון מנגנון של "דירקטוריון מדורג" (Staggered Board) או טקטיקות של "גלולות רעל" (Poison Pills) (Gompers, Ishii, and Metrick, 2003; Bebchuk and Cohen, 2005;)²(Bebchuk, Cohen, and Ferrell, 2009

לעומת זאת, חברה עם מבנה בעלות ריכוזי מתמודדת רק לעתים רחוקות עם איום של השתלטות, שכן בעל השליטה הוא זה שמחליט אם למכור את מניותיו. בהתאם לכך, איכות הממשל התאגידי בחברה מסוג זה לא משתקפת במידה שבה היא מאפשרת את פעילותו היעילה של מנגנון משמעת השוק, אלא במנגנונים אחרים שלה כגון היעילות של מנגנוני הביקורת והבקרה, איכות הגילוי, המידה שבה זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט נשמרות באספה הכללית והתמריץ של בעל השליטה לבצע מנהור (Tunneling)³ כפי שהוא מוערך על ידי הפער (Wedge) שבין שיעור השליטה שלו בחברה לבין זכויותו בתזרים המזומנים שהיא מניבה ("הפער בין שליטה לבעלות") (למשל, Black, Jang, and Kim, 2006; Black and Kim, 2012;)⁴(Ararat, Black, and Yurtoglu, 2014

ענף רחב בספרות של מימון החברות (Corporate Finance) עוסק במדידת איכותו של הממשל התאגידי. ראשית, מדידה כזו מאפשרת לאקדמאים לבחון שאלות מחקריות בולטות, כגון השפעת איכות הממשל התאגידי על ביצועי החברה⁴ (למשל, Gompers, Ishii, and Metrick, 2003) והקשר בין הממשל התאגידי ברמת החברה לבין הגנה על משקיעים ברמת המדינה (Klapper and Love, 2004; Durnev and Kim, 2005; Dahya, Dimitrov, and McConnell, 2008; Chen, Chen, and Wei, 2009; Bruno and Claessens, 2010; Renders, Gaeremynck, and Sercu, 2010; Fauver, Hung, Li, and Taboada, 2017; Homanen and Liang, 2018). שנית, מדידת האיכות של הממשל התאגידי עשויה להיות שימושית עבור המאסדרים הפיננסיים כבסיס לזיהוי ממדי ממשל תאגידי חלשים ועיצוב רפורמות

² ראוי לציין כי מנגנונים שמגבילים את משמעת השוק עשויים גם להועיל לבעלי המניות, שכן הם מתמרצים מנהלים לבצע השקעות ארוכות טווח ללא חשש שיוחלפו ובכך הם עשויים להשפיע לטובה על שווי השוק של החברה בטווח הארוך (Cremers, Litov, and Sepe, 2017).

³ מנהור היא פרקטיקה שבה בעל השליטה מנתב לרשותו נכסים של החברה בשיעור גבוה מחלקו היחסי בנכסים אלו זאת, תוך ניצול מעמדו ותוך פגיעה בזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט.

⁴ ביצועי חברה נמדדים על פי מדדים שונים, כולל ה-Tobin's Q (הסכום של שווי השוק של חברה והערך של התחייבויותיה כשהוא מחולק במאזן שלה), היחס שבין שווי השוק של חברה למאזן שלה (market to book), התשואה על הנכסים (ROA), התשואה על ההון (ROC) והצמיחה במכירות (למשל, Gompers, Ishii, and Metrick, 2003). ההנחה הבסיסית היא שמדדי הביצועים משקפים את החלק מהנכסים שנותר בתוך החברה ושלא נותבו לרשותו של בעל השליטה באמצעות מנהור. ככל שבעיית הסוכן בחברה חמורה פחות, כך היקף המנהור נמוך יותר וביצועי החברה צפויים להיות טובים יותר.

משפטיות שיחזקו אותם. שלישית, מדידת האיכות של הממשל התאגידי עוזרת לספקי הון לתמחר נכון יותר את עלויות הסוכן של החברה ולהקצות את ההון שלהם בצורה יעילה יותר.

הספרות מאמצת שתי גישות בסיסיות למדידת האיכות של הממשל התאגידי. הראשונה היא אמידה של איכות הממשל התאגידי באמצעות רכיב ספציפי, למשל, הערכה של עצמאות הדירקטוריון בהתבסס על שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים (למשל, Bhagat and Black, 2002; Choi, Park, and Yoo, 2007; Chan and Li, 2008; Duchin, Matsusaka, and Ozbas, 2010). היתרון העיקרי של גישה זו הוא הפשטות. עם זאת, איכות נמוכה של רכיב ממשל תאגידי מסוים עשויה להיות מפוצה על ידי איכות גבוהה של רכיב אחר. לדוגמה, שיעור נמוך של דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון עשוי להיות מפוצה על ידי כישוריהם הגבוהים. לפיכך, השימוש ברכיב בודד עלול שלא לשקף בצורה מהימנה את איכות הממשל התאגידי של החברה. הגישה השנייה, שהוצגה על ידי Gompers, Ishii and Metrick (2003), משתמשת במדד מקיף המשקלל רכיבים שונים הרלוונטיים להערכת איכות הממשל התאגידי לכדי ציון יחיד.

במאמר זה, אני בונה מדד של ממשל תאגידי⁵ - BCGI – Board Corporate Governance Index, המבוסס בעיקרו על מאפייני הדירקטוריון והמורכב מרכיבים בינאריים (כל רכיב מקבל '0' או '1'). רכיבי ה-BCGI משוקללים לכדי ציון ממשל תאגידי של חברה על בסיס ממוצע פשוט (Equally Weighted Average) שלהם. ה-BCGI מותאם לחברות עם מבנה בעלות ריכוזי ולכן מכוון למנגנונים שמטיבם משקפים את ניגודי העניינים שבין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט. באופן ספציפי, רכיביו של ה-BCGI מעריכים שלושה ממדים של איכות של הממשל התאגידי, שמתוכם שניים, עצמאות הדירקטוריון וכישורי הדירקטוריון, מעריכים את המוטיבציה ואת הכישורים שיש לדירקטוריון כדי לפקח על בעל השליטה⁶ והשלישי, הפער שבין השליטה לבעלות, מעריך את המוטיבציה של בעל השליטה לנתב לרשותו נכסים מהחברה על חשבון בעלי מניות המיעוט.

להתמקדות של ה-BCGI בדירקטוריון מספר סיבות. ראשית, הספרות שבוחנת את ההשפעה של רכיב ספציפי של הדירקטוריון על הביצועים של החברה, הניבה ממצאים לא חד משמעיים (Hermalin and Weisbach, 2001; Adams, 2010, 2017; Hermalin, and Weisbach, 2010). עם זאת, כפי שאני מראה בסקירת הספרות שלהלן, הממצאים במחקרים שמודדים את איכות הממשל התאגידי

⁵ כפי שנהוג במחקרים קודמים (למשל, Black, Jang, and Kim, 2006), המדד שפותח במאמר זה מכונה מדד ממשל תאגידי למרות שהוא מודד רק את המידה שבה בעלי המניות של החברה מוגנים ואינו מתייחס לבעלי עניין אחרים.

⁶ למעשה, לדירקטוריון שני תפקידים עיקריים: פיקוח על ההנהלה והעמדת ייעוץ אסטרטגי להנהלה (Adams and Ferreira, 2007). ממד הכישורים של ה-BCGI משקף לא רק את המידה שבה דירקטוריון מסוגלת לפקח על בעל השליטה, אלא גם את המידה שבה הוא מוכשר לפעול כיועץ האסטרטגי של ההנהלה.

באמצעות מדד מקיף, שכולל מספר רכיבים המעריכים את הדירקטוריון, מראים מתאם חיובי בין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי החברה. שנית, מדידת איכות הדירקטוריון עשויה לשקף באיזו מידה המנגנונים הנכללים בו - כגון ועדת ביקורת, ועדת דוחות כספיים וועדת תגמול - מפקחים על בעל השליטה. עם זאת, איכות הדירקטוריון עשויה להשפיע גם על יעילות הפיקוח שמתבצע על ידי מנגנונים אחרים של ממשל תאגידי שאינם חלק מהדירקטוריון, כגון הביקורת הפנימית והחיצונית. לפיכך, במדידת איכותו של הדירקטוריון משתקפת, באופן עקיף, גם איכותם של מנגנוני ממשל תאגידי אחרים שאינם פועלים במסגרתו. שליטת, כמו במדינות אחרות, גם בישראל, איכות הדירקטוריון נתונה, במידה רבה, לשיקול דעתה של החברה. דבר זה יוצר שונות בין חברות שונות באותה נקודת זמן, כמו גם שונות בין תצפיות של חברה בודדת על פני זמן. שונות זו עשויה להיות שימושית במחקר אקונומטרי במסגרתו נבחנת ההשפעה של איכות הממשל התאגידי של חברה על ביצועיה (ראו למשל אצל Cohen 2020a). רביעית, חברה ישראלית נדרשת על פי חוק לגילוי נרחב בנוגע לדירקטוריון שלה וכך נוצר בסיס נתונים נרחב שעשוי להיות שימושי במדידת איכות הממשל התאגידי של אותה חברה. חמישית, ספרות רחבה עוסקת בחשיבותם של הממדים השונים של הדירקטוריון (ראו סקירת הספרות אצל Adams, Hermalin and Weisbach, 2001; וכן ב- Adams, Hermalin and Weisbach, 2010). מחקרים אלה מספקים לא רק בסיס לזיהוי ממדי הדירקטוריון שנכון לכלול ב-BCGI, אלא גם אמת מידה לגבי האופן שבו ניתן למדוד אותם. בפרט, ניתן ללמוד ממחקרים אלו מהם הרכיבים הספציפיים שיש לכלול ב-BCGI כדי להעריך את האיכות של כל ממד של הדירקטוריון. כדי לאפשר בדיקות תוקף במחקרים עתידיים בהם נעשה שימוש ב-BCGI, אני מאמץ את הגישה שאומצה במחקרים קודמים (למשל, Lauterbach and Shahmoon, 2010), ומציג גרסאות חלופיות של ה-BCGI הכוללות רכיבים שמודדים את איכות הביקורת הפנימית ואת איכות הגילוי של החברה, וכן רכיב הבוחן את קיומה של מדיניות חלוקת דיבידנד בחברה. בהתבסס על ה-BCGI, אני מחשב ציוני ממשל תאגידי- עבור פאנל לא מאוזן של 120 חברות לא פיננסיות שנסחרות בבורסה של תל אביב ושנכללות במדד ת"א 100 או במדד יתר 50 לפחות בחלק מהשנים שבין 2007 ל-2014 (להלן "תקופת המדגם"). בהתבסס על חישובים אלה, אני מראה שהתוקף פנימי (Internal Validity) של ה-BCGI גבוה למדי. מדד האלפא של קרונבך שלו, (Cronbach's Alpha), נע בין 0.670 בשנת 2012 לבין 0.779 בשנת 2014, עדות לכך שכל הרכיבים שלו אכן מודדים את אותו משתנה בסיסי שאני מניח שהוא מידת ההגנה על המשקיעים. יתרה מכך, המתאם הממוצע הנמוך יחסית בין הרכיבים של ה-BCGI, בין 0.072 בשנת 2012 לבין 0.119 בשנת 2014, מצביע על החשיבות של כל רכיב במדידה של ממד ספציפי (ראו ניתוח דומה של מדדי האלפא קרונבך אצל Black, de Carvalho, Khanna,

ה-BCGI הוא חיובי וקטן, מה שמצביע על כך שכל ממד מייצג היבט אחר של איכות הממשל התאגידי. (Kim, and Yurtoglu, 2017). באופן דומה, המתאם הממוצע בין הממדים של

ממצא עקבי עם ההנחה לפיה ה-BCGI מתואם עם איכות ההגנה על המשקיעים בחברה עולה אצל Cohen (2020a). בפרט, החוקר מראה שציוני BCGI גבוהים יותר של חברה נמצאים במתאם חיובי עם ביצועים טובים יותר, כולל Tobin's Q גבוה יותר, תשואה על הנכסים (ROA) גבוהה יותר וכן צמיחה גבוהה יותר במכירות (Sales Growth). ממצאים אלו עקביים עם ממצאים ממחקרים קודמים שהציעו מדדים של ממשל תאגידי, למשל, Gomper, Ishii and Metrick (2003). בנוסף מראה החוקר, כי ציוני BCGI גבוהים יותר נמצאים במתאם עם מספר ושווי נמוכים יותר של עסקות עם בעלי שליטה, אשר ידועות בספרות כמנגנון למנהור.

ניתוח ציוני ה-BCGI של חברות ישראליות בתקופת המדגם מראה כי הם עולים באופן עקבי. עלייה זו, מיוחסת לשינויי חקיקה מתחום הממשל התאגידי שנכנסו לתוקף באותה תקופה וכן לשיפורים בממשל התאגידי שהחברות ביצעו מרצונן החופשי. השינויים הנובעים מהרפורמות החוקיות כוללים (א) הקמת ועדות דוחות כספיים וועדות תגמול; (ב) ירידה בשיעור הדירקטוריונים שבראשן עומד מנכ"ל החברה; (ג) ירידה בשיעור ועדות הביקורת עם דירקטורים שהם בעלי השליטה⁷ או דירקטורים שמכהנים בתפקידי ניהול שונים בחברה שנשלטת על ידי בעל השליטה (להלן "תלויים בבעל השליטה"); (ד) ועלייה בשיעור ועדות הביקורת שבהן רוב הדירקטורים הם בלתי תלויים.

לבסוף, אני מציג עדויות לשיפורים וולונטריים באיכות של הממשל התאגידי של החברות במהלך תקופת המדגם, המשתקפים בהגברת העצמאות והכישורים של חברי הדירקטוריון. בהתייחס לעצמאות הדירקטוריון, אני מראה ירידה בשיעור הממוצע של בעלי השליטה ושל מי שתלויים בבעלי השליטה בדירקטוריונים, עלייה בשיעור הממוצע של דירקטורים בלתי תלויים ודירקטורים חיצוניים בדירקטוריונים וירידה בשיעור הדירקטוריונים שבראשן עומד בעל השליטה. בנוגע לשיפור הכישורים של הדירקטוריונים, אני מראה עלייה בשיעור הממוצע של דירקטורים בלתי תלויים ודירקטורים חיצוניים שהם בעלי מומחיות פיננסית, מומחיות בענף שבו החברה פועלת או בעלי תואר MBA; עלייה בשיעור הממוצע של דירקטורים בלתי תלויים ודירקטורים חיצוניים בעלי מומחיות פיננסית או ענפית שמכהנים בוועדת הביקורת; וירידה בעומס המוטל על חבר דירקטוריון ממוצע, המשתקפת בירידה במספר המשרות בהן הוא נושא בחברות אחרות.

⁷ במאמר זה, קרובי משפחה של בעל השליטה נחשבים לבעלי שליטה.

התרומה של מאמר זה היא בכך שהוא מציע מדד ממשל תאגידי לו מספר יתרונות על פני המדדים הקיימים בספרות. ראשית, ה-BCGI מבוסס על נתונים שמפרסמות החברות על פי חוק ולכן הם מהימנים יותר מנתונים שהחברות מגלות באופן וולונטרי אשר שימשו בבניית מדדים בחלק מהמחקרים הקודמים. יתרה מכך, הנתונים על בסיסם מחושב המדד מפורסמים לציבור וכך יכול כל משתמש פוטנציאלי לחשב ציוני ממשל תאגידי על בסיס המדד בקלות יחסית. שנית, בניגוד למדדים אחרים של ממשל תאגידי, ה-BCGI מכיל רק רכיבים מוגדרים היטב ובכך הוא מייחד את הצורך בשימוש בשיקול דעת בחישובו. שלישית, ה-BCGI מכיל רק את הרכיבים המשקפים את ההגנה על המשקיעים ברמת החברה. הוא לא מכיל רכיבים שמודדים תוצאות הנובעות מאיכות הממשל התאגידי של החברה או כאלו המשקפים את מידת האחריות החברתית שלה. רביעית, בניגוד למדדים רבים של ממשל תאגידי, ה-BCGI כולל מספר רכיבים שמשמשים להערכת הכישורים של חברי דירקטוריון. לבסוף, ה-BCGI מחושב על בסיס מדגם נתוני פאנל זאת, בשונה מחלק מהמחקרים הקודמים שהתבססו על מדגמי חתך רוחב. מדגם נתוני פאנל מאפשר למתן את החשש של אנדוגניות כאשר משתמשים באיכות הממשל התאגידי כמשתנה מסביר לביצועי החברה (Himmelberg, Hubbard, and Palia, 1999).

המאמר מאורגן באופן הבא. סעיף 2 מציג את ה-BCGI; סעיף 3 מתאר את המדגם ואת הנתונים; סעיף 4 מציג את התוקף הפנימי של ה-BCGI; סעיף 5 משווה את ה-BCGI למדדים שהוצעו במחקרים קודמים; סעיף 6 מונה את המאפיינים של הדירקטוריון הטיפוסי במדגם; סעיף 7 מציג את ההתפתחות של ציוני BCGI במהלך תקופת המדגם; סעיף 8 חותם את המאמר עם סיכום ומסקנות.

2. מדד ממשל תאגידי המבוסס על מאפייני הדירקטוריון

כאמור לעיל, ה-BCGI מתמקד בשני ממדים של מאפייני הדירקטוריון: עצמאות הדירקטוריון וכישורי הדירקטוריון. בנוסף, כולל ה-BCGI רכיב המעריך את הפער שבין שליטה לבעלות. על בסיס הממצאים במחקרים קודמים, אני משער שהפגיעה בזכויותיהם של בעלי מניות בחברה פוחתת עם העלייה בעצמאות הדירקטוריון, בכישורי הדירקטוריון וכן עם הירידה בפער שבין השליטה לבעלות. מחקרים קודמים מדדו את עצמאות הדירקטוריון בכך שבחנו האם ההרכב שלו יוצר ניגוד עניינים שמפחית את התמריץ של הדירקטורים לפקח כראוי על ההנהלה (בקרב החברות בארה"ב) או על בעל השליטה (בחברות הפועלות במדינות אחרות). מקובל בספרות להניח כי דירקטוריון נחשב לעצמאי יותר ככל ששיעור הדירקטורים הבלתי תלויים שמכהנים בו ובוועדותיו גבוה יותר וכן במידה שהיו"ר שלו לא מכהן במקביל גם כמנכ"ל החברה.

הממצאים במחקרים הבוחנים את ההשפעה של עצמאות הדירקטוריון על עלויות הסוכן, כפי שמתקפת בביצועי החברה, אינם חד משמעיים (Hermalin and Weisbach, 2001; Adams, Hermalin, and Weisbach, 2010, and Adams, 2017). חלק מהמחקרים מוצאים מתאם חיובי בין שיעור הדח"צים והדירקטורים הבלתי תלויים לבין הביצועים של החברה (למשל, (Choi, Park and Yoo, 2007), בעוד שאחרים אינם מוצאים מתאם כזה (למשל, Bhagat and Black, 2002; Zhang, 2005); מחקרים אחרים טוענים כי המתאם מותנה בגודל החברה (Chhaochharia and Grinstein, 2007a) או בגישה שיש לדח"צים ולדירקטורים הבלתי תלויים למידע הפנימי של החברה (למשל, Duchin, Matsusaka, and Ozbas, 2010); מספר מאמרים מראים שבנסיבות מסוימות עצמאות הדירקטוריון עלולה להשפיע לשלילה על הביצועים, מאחר שהיא פוגעת בתפקיד הדירקטוריון כגוף המייעץ להנהלה (למשל, Adams and Ferreira, 2007; Adams, 2016). (Ragunathan, and Tumarkin, 2016). באופן דומה, גם הספרות הבוחנת את הקשר שבין הפרדת תפקידי יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה לבין ביצועי החברה אינה חד משמעית – בחלק מהמחקרים נמצא מתאם שלילי בין המשתנים (למשל Rechner and Dalton, 1991), בעוד שבאחרים – הוא נמצא חיובי (למשל Brickley, Coles, and Jarrell, 1997; Yang and Zhao, 2014).

סיבה אפשרית לכך שהממצאים בדבר המתאם שבין עצמאות הדירקטוריון לביצועי החברה אינם חד משמעיים, היא הטיה הנוצרת ממשתנה שהושמט (Omitted Variable) בעת מדידת עצמאות הדירקטוריון על ידי רכיב בודד. בפרט, רמה נמוכה של רכיב מסוים שמשמש למדידת עצמאות הדירקטוריון, עשויה להיות מתואמת עם רמה גבוהה של רכיב אחר המושמט מהרגרסיה אשר משפיע לטובה על הביצועים. מחקרים רבים מנסים למתן את החשש ממשתנה מושמט על ידי מדידת מספר היבטים של עצמאות הדירקטוריון, למשל, באמצעות מדד שמכיל מספר רכיבים המעריכים את ממד העצמאות. למעשה, רוב מדדי הממשל התאגידי שפותחו במאמרים הקודמים, כוללים מספר רכיבים שמעריכים את עצמאות הדירקטוריון. מחקרים אלו מוצאים מתאם חיובי בין הציונים שמחושבים על סמך אותם מדדים לבין הביצועים של החברה. (למשל Klapper and Love, 2004; Agrawal and Chadha, 2005; Durnev and Kim, 2005; Black, Jang, and Kim, 2006; Bruno and Claessens, 2010; Lauterbach and Shahmoon, 2010). בהתאם למחקרים קודמים, ה-BCGI כולל מספר רכיבים למדידת עצמאות הדירקטוריון כדלקמן: (א) שיעור הדירקטורים שמכהנים בדירקטוריון שהם בעלי השליטה או תלויים בבעל השליטה; (ב) האם בעלי השליטה או מי שתלויים בבעל

הממד השלישי שמתואם עם הביצועים הוא המידה שבה בעל השליטה מתומרץ למשך טובות הנאה פרטיות מהחברה על חשבון בעלי מניות המיעוט. בהתאם למחקרים קודמים אני עושה שימוש בפער שבין השליטה לבעלות כמשתנה המשקף את עוצמת התמריץ האמור (למשל, Bebhuk, Kraakman, and Triatnis, 2000; Claessens, Djankov, and Lang, 2000). על מנת לחשב את הפער שבין השליטה לבעלות, אני מזהה את בעל השליטה האולטימטיבי של החברה על ידי מפוי שרשרת מבנה הבעלות שלה.¹² לאחר מכן, אני מחשב את הזכויות של בעל השליטה האולטימטיבי בתזרים המזומנים של החברה על ידי הכפלת זכויותיו בהון לאורך שרשרת מבנה הבעלות של החברה. הפער שבין השליטה לבעלות מחושב כהפרש שבין 100% לבין הזכויות של בעל השליטה האולטימטיבי בתזרים המזומנים שמניבה החברה.¹³

תקופת המדגם, במיוחד בשנים 2010 עד 2012, התאפיינה במספר רפורמות חוקיות שנועדו לשפר את איכות הממשל התאגידי של חברות, לרבות דרישה משנת 2010 להקים ועדת דוחות כספיים (להלן "רפורמה בוועדות הדוחות הכספיים"); תיקון 16 לחוק החברות הישראלי משנת 2011 (להלן "תיקון 16") שמחייב חברות להגביר את העצמאות של הדירקטוריון ושל ועדת הביקורת; ותיקון 20 לחוק החברות הישראלי משנת 2012 (להלן "תיקון 20") שמחייב חברות להקים ועדת תגמול. בלוח 1 אני מציג את ההוראות העיקריות הנכללות בכל אחת מהרפורמות הללו. בעקבות שינויי החקיקה בתחום הממשל התאגידי, מספר רכיבים שנכללים ב-BCGI חדלו להיות כאלו שנתונים לשיקול דעתה של החברה והחלו להיות נדרשים על פי חוק. רכיבים אלו עשויים להיות שימושיים במדידת המתאם שבין איכות הממשל התאגידי לבין תוצאות החברות ברגרסיות של חתך רוחב המתייחסות לשנים שקדמו לכניסתן לתוקף של שינויי החקיקה. רכיבים אלו עשויים להיות שימושיים גם ברגרסיות בעלות אפקטים קבועים לחברה (Firm Fixed Effects) לתקופה שהחלה

¹² במונח "בעל שליטה אולטימטיבי" אני מתכוון לבעל מניות שמחזיק לפחות 25 אחוז ממניות החברה. מספר בעלי מניות אשר קיים ביניהם הסכם שליטה וסכום אחזקותיהם מסתכם ב-25 אחוז, נחשבים לבעל שליטה אולטימטיבי יחיד.

¹³ נציין כי איכות הממשל התאגידי נקבעת על ידי החברה עצמה. בפרט, החברה עשויה לקבוע את איכות הממשל התאגידי בשיווי משקל עם הביצועים שלה. לחילופין, איכות הממשל התאגידי והביצועים של החברה עשויים להיות מושפעים ממשנתה מושמט (Hermalin and Weisbach, 1998). מסיבות אלה, פירוש המתאם שבין איכות הממשל התאגידי לבין הביצועים כקשר סיבתי, צריך להיעשות בזהירות יתר. השימוש בנתוני פאנל במאמר זה, כמו במעט מאוד מחקרים קודמים (למשל, Ararat, Black, ו-Yurtoglu, 2014), בשילוב עם השתנות של ציוני ה-BCGI על פני זמן, מאפשרים להשתמש ברגרסיות בעלות אפקט קבוע לחברה ובכך להפחית את בעיית האנדוגניות בבחינת הקשר שבין ציוני ה-BCGI לביצועי החברה. מחקרים אחרים מנצלים שינויי חקיקה אקסוגניים מתחום הממשל התאגידי ומשתמשים בהם כמשתנה עזר – Instrumental Variable (Black Jang and Kim, 2006; Ahern and Dittmar, 2012); כפלטפורמה ליישום שיטת ניתוח אירוע – Event Study (Chhaochharia and Grinstein, 2007a); כערך סף לשימוש ברגרסיה עם אי-רציפות – Regression Discontinuity (Black and Kim, 2012); או כטיפול אקסוגני במסגרת ניתוח הפרש ההפרשים (Fauver, Hung, Li and Taboada, 2017) Difference-in-Differences.

לפני שינויי החקיקה והסתיימה לאחר כניסתן לתוקף (ראו לדוגמא אצל Cohen (2020a) ו-Cohen (2020b)). ברגרסיה כזו נהיה מעוניינים בהשפעה שיש לכל שינוי באיכות הממשל התאגידי על ביצועי החברה, בין אם שינוי זה התרחש באופן וולונטרי ובין אם כתוצאה משינוי חקיקה. עם זאת, רכיבים אלה לא יהיו שימושיים ברגרסיות המסבירות את ביצועי החברה לאחר ששינויי החקיקה נכנסו לתוקף. לפיכך, בחישוב ציוני ה-BCGI עבור ניתוח שמתמקד בשנים שלאחר שינויי החקיקה, לא נכלול את הרכיבים הבאים: עבור התקופה שלאחר שנת 2009, לא יכלול הרכיב שבוחן האם יש לחברה ועדת דוחות כספיים; לגבי התקופה שלאחר שנת 2010, לא נכללים הרכיבים שבוחנים האם יו"ר הדירקטוריון הוא גם מנכ"ל החברה¹⁴ והרכיב שבוחן האם בעל השליטה או מי שתלוי בבעל השליטה מכהן בוועדת הביקורת; עבור התקופה שלאחר שנת 2011, לא נכלל הרכיב שבודק האם יש לחברה ועדת תגמול. כך, נקבל כי ה-BCGI עבור השנים שקדמו לשנת 2010, מכיל 31 רכיבים, ה-BCGI עבור השנים שלאחר שנת 2009 מכיל 30 רכיבים, ה-BCGI עבור השנים שלאחר שנת 2010 מכיל 28 רכיבים וה-BCGI עבור השנים שלאחר שנת 2011 מכיל 27 רכיבים.

רכיבים בינאריים הנכללים ב-BCGI כגון, הרכיב הבוחן האם יו"ר הדירקטוריון הוא בעל השליטה, מקבלים, בהתאמה, את הערכים 1 ו-0, עבור תשובה שלילית ותשובה חיובית. הציון של רכיבים רציפים: כאלה שהערכים שלהם יכולים לנוע בין 0 לבין 1 (למעט הרכיב המודד את הפער שבין שליטה לבעלות), מנורמל ל-1 או 0 בהתבסס על ערכי החציון שלהם כערכי סף¹⁵. הציון של הרכיב המודד את הפער שבין שליטה לבעלות הוא הזכויות של בעל השליטה בתזרים המזומנים של החברה - זכויות שגולות ביחס ישיר לירידה בפער שבין שליטה לבעלות. ציון ה-BCGI של החברה מחושב כממוצע פשוט של רכיבי ה-BCGI. לוח 2 מציג את הרכיבים שכלולים ב-BCGI ואת השיטה שלפיה חושב הציון של כל רכיב.

חלק מהרכיבים שכלולים ב-BCGI הם משתנים איכותיים. על מנת להבטיח את יכולת ההשוואה של הרכיבים הללו בין חברות שונות ועל פני שנים שונות נדרש לחשב אותם על פי אמות מידה אובייקטיביות ואחידות. בפרט, דירקטור מוגדר כ"מומחה פיננסי" אם מתקיים תנאי אחד מהתנאים הבאים: לדירקטור יש תואר שלישי (Ph.D.) בפיננסים או בכלכלה; הדירקטור הוא רואה חשבון; הדירקטור מחזיק או מילא תפקיד פיננסי בכיר; או הדירקטור מנהל או ניהל מוסד פיננסי. "דירקטור עם מומחיות ענפית" מוגדר כמי שיש לו השכלה רשמית או ניסיון מעשי אשר נוגע לענף

¹⁴ תיקון 16 קובע כי כהונה של מנכ"ל החברה גם כיו"ר הדירקטוריון שלה צריכה להיות מאושרת באספה הכללית ולזכות בתמיכתו של הרוב בקרב בעלי מניות המיעוט; יש לחדש את האישור כל שלוש שנים.

¹⁵ לדוגמה, הציון של הרכיב "שיעור בעלי השליטה בדירקטוריון" הוא 0, היה וערכו נמצא מעל לחציון ו-1 אם אחרת.

בו פועלת החברה¹⁶. מידת העומס של דירקטור מוערכת באמצעות מספר התפקידים שהוא ממלא בחברות אחרות.

למטרות בדיקות תוקף במחקרים עתידיים, אני מציע להשתמש בארבע גרסות חלופיות נוספות של ה-BCGI. בשתי הגרסאות הראשונות ננקטות גישות חלופיות לשקלול רכיבי המדד לכדי ציון ממשל תאגידי. בגרסה הראשונה, השקלול מבוצע בשני שלבים: חישוב ציון לכל ממד של ה-BCGI כממוצע פשוט של רכיביו, וחישוב ציון ה-BCGI כממוצע פשוט של ציוני הממדים. בגרסה השנייה, השקלול של הרכיבים מבוצע תוך שימוש בגישת Principal Component Analysis (PCA). בגרסה השלישית של ה-BCGI אני מחליף את הרכיבים הנוגעים לדירקטורים חיצוניים ברכיבים הנוגעים לדירקטורים בלתי תלויים. הרציונל הוא שהשיעור הממוצע של הדירקטורים הבלתי תלויים בדירקטוריונים של החברות הישראליות עלה ברציפות במהלך תקופת המדגם ולכן התמקדות בדירקטורים חיצוניים עלולה לגרום לחישוב שגוי של ממד העצמאות של הדירקטוריון¹⁷.

בגרסה הרביעית של ה-BCGI, אני מאמץ את הגישה שהוצעה במאמרים קודמים, במיוחד בנייר של (Lauterbach and Shahmoon, 2010), ומוסיף ל-BCGI חמישה רכיבים שאינם מודדים את איכות הדירקטוריון. שלושה מהרכיבים הללו מודדים את עצמאותו של המבקר הפנימי והם כוללים משתנה דמי שמקבל את הערך 1 כאשר המבקר הפנימי אינו עובד של החברה אלא מספק שירותי מיקור חוץ, ו-0 אם אחרת; משתנה דמי שמקבל את הערך 1 אם ועדת הביקורת היא זו שמפקחת על המבקר הפנימי, ו-0 אם אחרת; ומשתנה דמי שמקבל את הערך 1 אם בעל השליטה איננו מי שמפקח על המבקר הפנימי, ו-0 אם אחרת. הרכיב הרביעי הוא משתנה דמי שמקבל את הערך 1 אם החברה פרסמה את הדוחות הכספיים שלה מוקדם מהתאריך שנדרש בחוק. הרכיב החמישי הוא משתנה דמי שמקבל את הערך 1 אם החברה אימצה מדיניות דיבידנד, ו-0 אם אחרת¹⁸.

¹⁶ דירקטור בחברת אחזקות נחשב כמומחה בענף אם יש לו מומחיות פיננסית.

¹⁷ באופן עקרוני, מידת אי התלות של דירקטורים בלתי תלויים ודירקטורים חיצוניים, דומה. עם זאת, בניגוד לדירקטורים חיצוניים, פיטורי דירקטור בלתי תלוי אינם כפופים לאישור רוב בעלי מניות המיעוט. לכן, אני רואה בדירקטורים הבלתי תלויים כעצמאיים פחות מאשר הדירקטורים החיצוניים (ראו גם ב- Bebhuk and Hamdani, 2016).

¹⁸ הרכיבים אימוץ מדיניות דיבידנד, כמו גם פרסום דוחות כספיים במועד, הם תוצאות של איכות הממשל התאגידי וככאלה הן לא נכללים ב-BCGI. אף על פי כן, בעקבות (Lauterbach and Shahmoon, 2010), אני כולל רכיבים אלה בגרסה החלופית של BCGI למטרות בדיקות תוקף במחקרים עתידיים.

3. מדגם ונתונים

המדגם המנותח במאמר זה הוא פאנל של חברות ציבוריות לא פיננסיות בישראל. אני מתחיל עם קבוצה של 248 חברות שנסחרו במדד ת"א 100 או במדד יתר 50 לפחות בחלק מהשנים שבין 2007 ל-2014.

אני מוציא מקבוצה זו את החברות הבאות: 32 חברות פיננסיות; 65 חברות דואליות שנסחרות גם בבורסות בארה"ב, בהן הדרישות החוקיות בנושא הממשל התאגידי שונות באופן מהותי מאלה שנהוגות בישראל (45 חברות בקבוצה זו מאופיינות במבנה בעלות מבוזר); חמש חברות בעלות מבנה בעלות מבוזר, שכן ה-BCGI אינו מיועד למדוד את האיכות של הממשל התאגידי בחברות מסוג זה; 15 שותפויות; שבע חברות שהפכו לציבוריות לאחר שנת 2010, עבורן איני יכול לחשב את ציוני ה-BCGI לפני כניסתם לתוקף של שינויי החקיקה בתחום הממשל התאגידי, וארבע חברות שלא ניתן לחשב את ציוני ה-BCGI שלהן בגלל מחסור בנתונים. בסך הכול, המדגם כולל 120 חברות, מתוכן 35 אחוז (41 חברות) הן מענף הנדל"ן, 25 אחוז (30 חברות) מענף התעשייה, 17 אחוז (21 חברות) מענף המסחר, 14 אחוז (17 חברות) מענף הטכנולוגיה, ותשעה אחוזים (11 חברות) הן חברות מענף האחזקות וההשקעות. ההתפלגות של כלל החברות הציבוריות בישראל בין הענפים השונים היא 31 אחוז בענף הנדל"ן, 15 אחוז בענף התעשייה, 16 אחוז בענף המסחר, 26 אחוז בענף הטכנולוגיה ו-12 אחוז בענף האחזקות וההשקעות.

המדגם אינו מאוזן, שכן בתקופת המדגם הפכו שש חברות לציבוריות ו-28 חברות הפכו לפרטיות. תהליך בניית המדגמים עבור כל שנה משנות המחקר מפורט בלוח 3. מסד הנתונים שמשמש לחישוב ציוני ה-BCGI נאסף באופן ידני. המקור העיקרי שלו הוא הדוחות השנתיים שמפרסמות החברות, הזמינים לציבור באתר מאיה (MAYA). במיוחד רלוונטי פרק ד' של דוחות אלה, שכותרתו "פרטים נוספים על התאגיד", המכיל מידע על הממשל התאגידי של החברה, לרבות שמות הדירקטורים שמועסקים בחברה; רמת ההשכלה של הדירקטורים, היסטוריית התעסוקה שלהם ופירוט הקשרים המשפחתיים שיש להם עם דירקטורים או מנהלים אחרים בחברה; הוועדות שבהן מכהנים הדירקטורים; רשימת החברות הנוספות שבדירקטוריונים שלהן מכהנים הדירקטורים; סיווג הדירקטור כדירקטור חיצוני או כדירקטור בלתי תלוי; וכן פרטים על מבנה הבעלות של החברה.

4. התוקף הפנימי של ה-BCGI

בחלק זה אני מאמץ את הגישה שהוצגה אצל Black, de Carvalho, Khanna, Kim and Yurtoglu (2017), ובוחר את התוקף הפנימי של ה-BCGI על ידי שימוש באלפא קרונבך המוגדר כ:

$$\alpha = \frac{n * r}{1 + (n - 1) * r}$$

כאשר n הוא מספר הרכיבים ב-BCGI ו- r הוא המתאם הממוצע בין רכיבים אלה. האלפא קרונבך מקבלת ערכים שבין 0 ל-1. ערך גבוה של האלפא קרונבך עשוי ללמד שהרכיבים הכלולים במדד מודדים את אותו משתנה אשר במקרה של מדד לאיכות הממשל התאגידי הוא אמור להיות איכות ההגנה על המשקיעים. התוצאות שמוצגות בלוח 4 מראות שהערכים השנתיים של האלפא קרונבך נעים בין 0.670 בשנת 2012 ל-0.779 בשנת 2014 והממוצע שלהם הוא 0.720.

ערכה של האלפא קרונבך נוטה לעלות באופן מיכאני עם עלייה במספר רכיבי המדד. כדי לבחון עד כמה הערך של האלפא קרונבך שקבלנו משקף את המידה שבה רכיבי ה-BCGI מודדים את אותו משתנה ועד כמה הוא נובע מההשפעה המיכאנית של מספר הרכיבים במדד, אני משתמש בתור אמת מידה במדד של הממשל התאגידי שנבנה על ידי Black, Jang and Kim (2006) עבור דרום קוריאה המכיל 27 רכיבים - מספר קרוב למספר הרכיבים שכלולים ב-BCGI. בפועל, האלפא קרונבך שחושבה עבור המדד הדרום קוריאי הוא 0.76 (ראו ב- Black, de Carvalho, Khanna, Kim, and Yurtoglu, 2017) - קרוב לערך הממוצע שמחושב עבור ה-BCGI.

ערך גבוה מדי של האלפא קרונבך עשוי לרמז שהרכיבים במדד אינם מובחנים מספיק ושהם מודדים את אותו היבט של הגנת משקיעים. המידה שבה רכיבים שונים מודדים את אותו היבט של הגנת משקיעים נבחנת באמצעות המתאם שבין רכיבי המדד השונים. ערך גבוה של אלפא קרונבך בשילוב עם מתאם נמוך בין הרכיבים במדד, עשוי לרמז על כך שרכיבי המדד מודדים את אותו משתנה בסיס ויחד עם זאת כל אחד מהם תורם למדד בכך שהוא מודד היבט אחר של משתנה זה. המתאם בין רכיבי ה-BCGI נע בין 0.072 בשנת 2012 לבין 0.119 בשנת 2014. בדומה לערכי האלפא קרונבך, המתאם בין רכיבי ה-BCGI, דומה לזה שחושב עבור מדד הממשל התאגידי שפותח על ידי Black, Jang, and Kim (2006), שהוא 0.100 (ראו ב- Black, de Carvalho, Khanna, Kim, and Yurtoglu, 2017).

לוחות 5.1 עד 5.8 מציגים את המתאם בין הציונים של כל ממדי ה-BCGI עבור כל אחת מהשנים שנדגמו. מתאמים חיוביים עשויים ללמד כי ממדי ה-BCGI מודדים את אותו משתנה הבסיס שהוא הגנת משקיעים. מתאמים חיוביים ומובהקים סטטיסטית מתגלים בין ממד העצמאות וממד הכישורים בכל אחת מהשנים הנדגמות.

הגודל המתון של המתאמים הללו, בין 0.376 בשנת 2011 לבין 0.171 בשנת 2010, מצביע על כך שכל ממד משקף היבט אחר של איכות הממשל התאגידי, כפי שרצוי שיהיה. לעומת זאת, לא נצפים מתאמים מובהקים בין הפער שבין שליטה לבעלות לבין כישורי הדירקטוריון. התוצאות ביחס למתאמים שבין הפער שבין שליטה לבעלות לבין הממד של עצמאות הדירקטוריון הן מעורבות: המתאמים חיוביים ומובהקים בין השנים 2007 ל-2009, חסרי מובהקות סטטיסטית בין השנים 2010 ל-2013, ושוב מובהקים סטטיסטית בשנת 2014. באופן כללי, המתאמים המובהקים בין ציוני הממדים של ה-BCGI הם לרוב חיוביים.

5. השוואה בין ה-BCGI לבין מדדי ממשל תאגידי שפותחו במחקרים קודמים

סעיף זה משווה את ה-BCGI לקבוצה של 12 מדדי ממשל תאגידי שהוצעו במאמרים קודמים (להלן "קבוצת ההשוואה"). אני מתמקד במדדים המותאמים לשווקים שנמצאים מחוץ לארה"ב ושנועדו למדוד בעיית סוכן מסוג דומה לזו שנפוצה בישראל.

בלוח 6 מתוארים בקצרה המדדים מקבוצת ההשוואה וממנה עולים שני דפוסים בולטים. ראשית, המדדים שונים במספר הרכיבים שהם מכילים זאת, משלוש סיבות אפשריות. ראשית, מדד המכוון למדוד את איכות הממשל התאגידי של חברות במדינה מסוימת לא יכול רכיב שהשונות שלו בין החברות באותה מדינה, נמוכה. עם זאת, רכיב זה עשוי להיכלל בממד שפותח עבור מדינה אחרת בה הערך שלו משתנה במידה מספקת בין החברות. שנית, השונות בין מדינות בזמינות של הנתונים הרלוונטיים לחישוב איכות הממשל התאגידי, משתקפת גם היא בשונות בזהות ומספר הרכיבים שכל מדד כולל. שלישיית, היעדרו של מודל המגדיר במדויק את הרכיבים שיש לכלול בממד ממשל תאגידי הופך במידה רבה את ההחלטות בדבר זהות ומספר הרכיבים הללו לנתונות לשיקול דעתו של החוקר ומוביל לשונות בין מדדים שמפתחים חוקרים שונים.

עוד עולה מלוח 6 כי בתשעה מהמחקרים הנכללים בקבוצת ההשוואה שקלול רכיבי הממד לכדי ציון ממשל תאגידי של חברה, נעשה על בסיס ממוצע פשוט או תוך שימוש בגישת PCA בעוד שרק בשלוש מהעבודות יושמה שיטה שלפיה משקלו של כל רכיב נקבע על פי שיקול דעתו של החוקר¹⁹. ניתן לייחס את השכיחות של גישת

¹⁹ Klapper and Love (2004) משתמשים בשיטת שקלול במסגרת מיוחס משקל של 10 אחוז לממד של האחריות החברתית ומשקל של 15 אחוז לממדים האחרים; Kouwenberg (2006) and Cheung, Connelly; Limpaphayom and Zhou (2007) מייחסים משקל שונה לכל ממד בהתאם לחשיבותו בהגנה על בעלי מניות המיעוט.

הממוצע הפשוט להיעדר אמות מידה תיאורטיות להקצאת משקולות מתאימים לכל אחד מרכיבי המדד.

בלוח 7 אני מנתח את המאפיינים של המדגמים ששימשו לחישוב ציוני הממשל התאגידי במאמרים שבקבוצת ההשוואה. שלוש נקודות העולות מלוח זה ראויות לציון מיוחד.

ראשית, תשע מהעבודות שנכללות בקבוצת ההשוואה מבוססות על מדגמי חתך רוחב (עמודה 4). מאפיין המגביל את השימוש באסטרטגיות אקונומטריות קלאסיות (למשל, רגרסיות בעלות אפקט קבוע לחברה או רגרסיות של הפרש ההפרשים - Difference-in-Differences) שנועדו להפחית בעיות אנדרוגניות בעת שימוש בציון הממשל התאגידי כמשתנה מסביר לביצועי החברה.

שנית, מחצית מהמאמרים בקבוצת ההשוואה מסתמכים על נתונים שמסרו החברות באופן וולונטרי – לרבות כאלו שנאספו משאלונים שהופצו לחברות או לאנליסטים המסקרים אותן (עמודה מס' 5). רמת המהימנות של נתונים כאלו נמוכה יותר מזו של נתונים שמגלות החברות על פי חוק בדו"חות הכספיים שלהן. בראש ובראשונה, נתונים אלו לא מבוקרים על ידי מבקר חיצוני. יתרה מזאת, החברה לא חשופה לעיצום כספי בגין מסירת נתונים שגויים באופן וולונטרי ולכן אין לה תמריץ להשקיע את המאמץ הדרוש על מנת להבטיח שהנתונים הללו מדויקים. בנוסף, נתונים שנחשפו מרצון חופשי עלולים לסבול מהטיה שיטתית, למשל, כאשר חברות עם איכות נמוכה של ממשל תאגידי מדווחות על נתונים שמשקפים את שאיפות הממשל התאגידי שלהן ולא את רמת הממשל התאגידי האמיתית. הטיה שיטתית עלולה גם להיווצר כאשר האנליסטים שמייצרים את הנתונים מעדיפים סוג מסוים של חברות על פני אחרות או כאשר לחברות יש מאפיין בלתי נצפה שמתואם עם הנטייה שלהם להסכים ולגלות נתונים מרצונן החופשי.

דפוס שלישי ראוי לציון, עולה מעמודה 6 של לוח 7. חמישה מהמדדים בקבוצת ההשוואה כוללים רכיבים סובייקטיביים, ושיעורם ביחס לכל רכיבי המדד נע בין 3 אחוז במדד המוצע על ידי Black, Jang, and Kim (2006) לבין 28 אחוז במדד של Klapper and Love (2004). מענה על שאלות סובייקטיביות דורש שיקול דעת ולכן הכללתם של רכיבים סובייקטיביים במדד עלולה להקשות על היכולת להשוות בין ציוני הממשל התאגידי של חברות שונות באותה נקודת זמן כמו גם על היכולת להשוות בין הציונים של אותה חברה על פני זמן.

בלוח 8, אני מנתח את ממדי הממשל התאגידי המוערכים על ידי המדדים השונים. השוואה בין ממדים של ממשל תאגידי במדדים שונים אינה מובנת מאליה. בפרט, קיימת שונות בממדים הנכללים בכל מדד ממשל תאגידי ובזהות ומספר הרכיבים המעריכים כל ממד. על מנת לאפשר השוואות בין המדדים בקבוצת ההשוואה, אני מגדיר ממדים "חדשים" (כלומר נוספים על אלו שה-BCGI מודד) וממין את הרכיבים של כל מדד לפי הממד החדש הספציפי שהם מעריכים. לשם כך אני מבחין

בין רכיבים שנועדו למדוד את איכות ההגנה על המשקיעים (להלן "רכיבי ממשל תאגידי") לבין שאר הרכיבים ("הרכיבים האחרים"). לאחר מכן אני מסווג כל אחד מרכיבי הממשל התאגידי במדד נתון לאחד מהממדים החדשים הבאים: "ביקורת ובקרה", "גילוי", "זכויות בעלי מניות המיעוט" ו"מבנה הבעלות". באופן דומה, אני ממיין כל אחד מהרכיבים האחרים, לפי הממד החדש שהוא מעריך, כולל "תוצאה" ו"אחריות חברתית ואתיקה תאגידי". הממד החדש "תוצאה" כולל רכיבים שאינם נוגעים למנגנוני ההגנה על המשקיעים של החברה אלא הם התוצאה המתואמת עם האיכות של מנגנונים כאלה²⁰. הממד החדש שנקרא "אחריות חברתית ואתיקה תאגידי" כולל רכיבים שמודדים את מידת האחריות החברתית והסביבתית, היקף התרומות שהפירמה תורמת וכדומה. לרכיבים אלה אין השפעה על איכות ההגנה על בעלי מניות המיעוט.

בעמודה 2 של לוח 8, אני מציג את שיעור הרכיבים האחרים בכל אחד מהמדדים²¹. יש לציין כי כל אחד מהמדדים בקבוצת ההשוואה מכיל רכיבים אחרים ושיעוריהם נעים בין 40 אחוז במדד של Klapper and Love (2004) לבין שלושה אחוזים במדד של Black, Jang and Kim (2006) וכן במדד של Beiner, Drobetz, Schmid and Zimmermann (2006).

בעמודות 3 עד 4 של לוח 8, אני מציג את שיעור הרכיבים בכל אחד מהמדדים שמעריכים את הממדים החדשים שאינם ממדי ממשל תאגידי. מהנתונים עולה כי מחצית מהמדדים בקבוצת ההשוואה כוללים רכיבים שמעריכים הן את ממד ה"תוצאה" והן את ממד ה"אחריות החברתית והאתיקה התאגידי".

בעמודות 6 עד 9 של לוח 8, אני מציג את שיעור הרכיבים שמעריכים כל אחד מהממדים החדשים של הממשל התאגידי בכל אחד מהמדדים. ניתן לראות כי הממד "ביקורת ובקרה" מוערך על ידי המספר הגבוה ביותר של רכיבים בתשעה מדדים, בעוד שהממד "גילוי" נמדד במספר הגבוה ביותר של רכיבים בשלושה מדדים.

לאחר מכן אני מחלק את הממד "ביקורת ובקרה" לשלושה תתי ממדים. הראשון, ממד ה"עצמאות", המעריך עד כמה מנגנוני ה"ביקורת והבקרה", כגון הדייקטוריון וועדותיו, אינן תלויים בבעל השליטה. השני, ממד ה"כישורים", המעריך עד כמה

²⁰ דוגמה טיפוסית לרכיבים שמעריכים את ממד ה"תוצאה" היא מדידת המספר והשווי הכספי של עסקאות עם בעלי שליטה. אני מצפה שעלייה באיכות הממשל התאגידי של חברה תהיה מתואמת עם ירידה בהיקף המנהור ודרך זה בהיקף הפגיעה בזכויות של בעלי מניות המיעוט. במידה שעסקות עם בעלי שליטה מהוות מנגנון מרכזי למנהור (למשל, Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 2000; Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 2008; Black, Kim, Jang, and Park 2015; Fried, Kamar, and Yafeh, 2019), אני צופה שעלייה באיכות של הממשל התאגידי תהיה מתואמת עם ירידה בעסקות עם בעלי שליטה. מכאן שהרכיבים שמודדים את היקף העסקות עם בעלי שליטה הם תוצאה של איכות הממשל התאגידי וכאלו לא אמורים להיכלל בממד. דוגמות נוספות כוללות רכיבים שמודדים את מחיר ההון של החברה, את החלטות ההשקעה של החברה ופעולות משמעותיות שהחברה נוקטת בהם כנגד ההנהלה.

²¹ הרכיבים האחרים נדונים במאמר זה רק לטובת ביצוע ההשוואה למחקרים קודמים.

לאנשים שפועלים במנגנוני ה"ביקורת ובקרה", למשל, דירקטורים, יש את הכישורים המתאימים על מנת לפקח על בעל השליטה. הממד השלישי, ממד ה"פעילות הכללית", הבוחן את תדירות פעילותם של מנגנוני ה"ביקורת והבקרה" (למשל, מספר הפעמים שהדירקטוריון התכנס בכל רבעון). בלוח 9, אני מציג את שיעור הרכיבים בכל אחד מהמדדים שמעריכים כל אחד משלושת תתי-המדדים שהוזכרו לעיל. ניתן לראות שבכל אחד מהמדדים תת-ממד ה"עצמאות" מוערך על ידי המספר הגבוה ביותר של רכיבים. עוד ניתן לראות שרוב המדדים מכילים שיעור זניח של רכיבים שמודדים את תת-ממד ה"כישורים" זאת, חרף ראיות אמפיריות שמעידות על המתאם שלו עם ביצועי החברה (למשל, Ahern and DeFond, Hann, and Hu, 2005; Dittmar, 2012; Dass, Kini, Nanda, Onal, and Wang, 2013; Wang, Xie, and Zhu, 2015).

לסיכום חלק זה, ההשוואה של ה-BCGI עם המדדים בקבוצת ההשוואה מעלה שיש למדד המוצע בנייר זה מספר יתרונות. ראשית, הוא מחושב על סמך נתונים שהחברות חייבות לגלות על פי חוק ולכן הוא מהימן יותר. שנית, כל הרכיבים הכלולים ב-BCGI מוגדרים היטב, ולכן הציונים שלו ניתנים להשוואה בין חברות ועל פני זמן. שלישית, ה-BCGI מכיל רק רכיבים לגביהם ניתן להניח כי הם מתואמים עם איכות ההגנה על המשקיעים. רביעית, בניגוד למדדים אחרים, ה-BCGI מכיל שיעור ניכר של רכיבים (43 אחוז), שמודדים את ממד הכישורים של חברי הדירקטוריון. לבסוף, ה-BCGI מחושב ממדגם של נתוני פאנל, שמאפשר לצמצם בעיות אנדוגניות.

6. המאפיינים של הדירקטוריון הטיפוסי

לוח 10 מציג את המאפיינים של הדירקטוריון הטיפוסי במדגם שלי במהלך השנים 2007 עד 2014. נראה כי הדירקטוריון הטיפוסי מורכב משמונה דירקטורים וגילם הממוצע הוא 57. דירקטור שמכהן בדירקטוריון הטיפוסי מחזיק בממוצע (חציוני) 9 (10) משרות כדירקטור או מנהל בחברות אחרות; עם זאת, מידת העומס על הדירקטורים החיצוניים ועל אלה הבלתי תלויים נמוכה יותר: ממוצע (חציוני) של 6 (5) תפקידים בחברות אחרות.

לוח 10 מציג כמה מאפיינים של עצמאות הדירקטוריון הטיפוסי. ראשית, ב-70 אחוז מהחברות יו"ר הדירקטוריון הוא בעל השליטה. עם זאת, רק בשבעה אחוז מהחברות היו"ר הוא גם המנכ"ל. כפי שניתן לצפות בחברות עם מבנה בעלות ריכוזי, חלק ניכר מהדירקטוריון הטיפוסי, 48 אחוז בממוצע, הם בעלי שליטה או כאלו התלויים בבעל השליטה; ביתר פירוט, מתוך 48 האחוזים, 31 אחוז הם בעלי השליטה ו-17 אחוז הם תלויים בבעל השליטה. לצד הייצוג הבולט של בעלי השליטה

בדירקטוריון, שיעור לא מבוטל מהדירקטורים, 18 אחוז, הם בעלי מניות בחברה שאינם בעלי השליטה. בנוסף, חלק לא מבוטל מהדירקטוריון הטיפוסי, 12 אחוז בממוצע, הם דירקטורים שנמנים על הנהלת החברה; מתוכם, תשעה אחוזים הם בעלי השליטה ושלושה אחוזים אינם בעלי השליטה. עם זאת, שיעור הדירקטורים שנמנים על הנהלת החברה ומכהנים בדירקטוריון החיצוני הוא אפס אחוזים נתון המעיד על כך שהתפלגות של משתנה זה מוטה שמאלה (Positive Skewness). לבסוף, השיעור הממוצע של דירקטורים חיצוניים (בלתי תלויים) שמכהנים בדירקטוריון הטיפוסי הוא 28 אחוז²² (אחוז).

המאפיינים בלוח 10 עשויים גם להצביע על המידה שבה הדירקטוריון הטיפוסי מוכשר לפקח על בעלי השליטה. בפרט, כמעט מחצית מהדירקטורים בדירקטוריון הטיפוסי הם מומחים פיננסיים, לשני שלישים יש מומחיות ענפית ולכמעט שלישי יש תואר ה-MBA. השיעורים הממוצעים של הדירקטורים החיצוניים (הבלתי תלויים) בעלי מומחיות פיננסית או תואר MBA מתוך הדירקטוריון נמוכים יותר והם עומדים על 17 אחוז²³, 11 אחוז ותשעה אחוזים (21 אחוז, 15 אחוז ו-13 אחוז) בהתאמה.

הספרות מחשיבה את וועדת הביקורת כמנגנון פיקוח מרכזי ומדגישה את החשיבות של עצמאותה ושל כישוריה (למשל, Chan, and Li, 2008). ניתן לראות בלוח 10 כי, בממוצע, כמעט שני שלישים (78 אחוז) מהדירקטורים שמכהנים בוועדת הביקורת של הדירקטוריון הטיפוסי הם דירקטורים חיצוניים (בלתי תלויים). בנוסף, השיעור הממוצע של הדירקטורים החיצוניים (הבלתי תלויים) בעלי מומחיות פיננסית או ענפית שמכהנים בוועדת הביקורת הוא 39 אחוז ו-27 אחוז (47 אחוז ו-32 אחוז), בהתאמה. למרות זאת, נראה כי בשיעור לא מבוטל מוועדות הביקורת במדגם שלי, 27 אחוז, משרתים בעלי השליטה או דירקטורים התלויים בבעלי השליטה.

לבסוף, לרוב החברות במדגם שלי - 79 אחוז, יש ועדת דוחות כספיים, אבל רק ל-41 אחוז יש ועדת תגמול²⁴.

²² הממצא מצביע על כך שמספר הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון הטיפוסי הוא שניים (~28 אחוז משמורת הדירקטורים בדירקטוריון בגודל ממוצע), שהוא המספר המדויק של דירקטורים חיצוניים שנדרש בחוק החברות הישראלי.

²³ הממצא מצביע על כך שמספר הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות פיננסית בדירקטוריון גדול בממוצע מהמספר המזערי (אחד) שנדרש בחוק החברות הישראלי.

²⁴ איכות הממשל התאגידי עשויה להיות מתואמת עם המאפיינים של החברה. זיהוי ההשפעה של מאפייני החברה על איכות הממשל התאגידי שלה מחייב התגברות על בעיית אנדוגניות. סוג זה של ניתוח חורג מתחומו של המאמר הנוכחי, שהוא בעיקרו תיאורי. עם זאת, אציין כי השוואה בין חברות בעלות מאפיינים שונים מעלה שציוני ה-BCGI הממוצעים של חברות גדולות יותר - במונחי הערך בספרים ושווי השוק, גבוהים מהציונים של החברות הקטנות יותר. בנוסף, הניתוח מראה שלחברות הוותיקות יותר יש ציון BCGI גבוה יותר. ההפרש בין ציוני ה-BCGI של חברות עם מינוף גבוה לבין אלו עם מינוף נמוך איננו מובהק - לא מבחינה סטטיסטית ולא מבחינה כלכלית.

המשתנים השונים בדירקטוריון הטיפוסי, המוצגים בלוח 10, מחושבים כממוצעים (חציונים) במדגם. הניתוח לעיל אינו משקף את השונות בציוני ה-BCGI בין חברות באותה נקודת זמן ולא את השונות במאפיינים של הדירקטוריון באותה חברה על פני זמן. נקודות אלו נדונות בסעיפים הבאים.

7. ההתפתחות של ציוני BCGI במהלך תקופת המדגם

כפי שצוין לעיל, מדגם של נתוני פאנל מאפשר שימוש ברגרסיות בעלות אפקט קבוע לחברה ובכך יש לו יתרון אקונומטרי מהותי על פני מדגם הבנוי בתצורה של חתך רוחב. אחת הסיבות לכך שבניתוח ההשפעה של איכות הממשל התאגידי על ביצועי החברות במחקרים קודמים נעשה שימוש מועט במדגם נתוני פאנל עם שילוב של אפקט קבוע לחברה, היא שונות קטנה יחסית של ציוני הממשל התאגידי על פני זמן. שונות כזו היא הכרחית על מנת שמדגם נתוני פאנל יהיה שימושי מבחינה אקונומטרית. בסעיף זה, אני מראה שציוני ה-BCGI משתנים על פני זמן. ראשית, באיור 1.1, אני מראה כי ציוני ה-BCGI הממוצעים עולים בעקביות במהלך שנות המדגם. כך, הציון הממוצע בשנת 2007 עמד על 38 והוא הגיע ל-67 בשנת 2014.

יתרה מכך, הסטטיסטיקה התיאורית המוצגת בלוח 11 אינה מציגה עדות לירידה בסטיות התקן של ציוני ה-BCGI השנתיים על פני זמן. כלומר, מגמת העלייה של ציוני ה-BCGI הממוצעים אינה נובעת משיפורים גדולים יותר באיכות הממשל התאגידי בקרב החברות המנוהלות בצורה גרועה במהלך תקופת המדגם וכתוצאה מכך התכנסות של ציוני ה-BCGI שלהן לאלה של החברות המנוהלות היטב. במקום זאת, נראה כי מגמה זו משקפת תזוזה של התפלגות ציוני ה-BCGI כולה על פני זמן. העלייה בציוני ה-BCGI נובעת משני גורמים. ראשית, במהלך תקופת המדגם חלו שינויים משמעותיים בדרישות החוק הישראלי לגבי הממשל התאגידי של חברות, שהשפיעו על רכיבי BCGI מסוימים וגרמו לציונים לעלות. הסיבה השנייה היא שיפור וולונטרי של איכות הממשל התאגידי על ידי חברות בישראל. בהמשך, אני מנתח בפירוט את ההשפעה של כל אחד מהגורמים הללו על ציוני ה-BCGI.

א. ההשפעה של שינויי החקיקה בתחום הממשל התאגידי על ציוני ה-BCGI

איור 1.1 מציג את ציוני ה-BCGI הממוצעים בכל שנה וממנו עולה כי שינויים מובהקים בציונים אלה התרחשו רק בשנים 2010 עד 2013 – השנים בהן נכנסו לתוקף שינויי החקיקה שדרשו מחברות לשפר את הממשל התאגידי שלהן. כלומר, נראה כי ציוני ה-BCGI רגישים מאוד לסוג זה של רפורמות.

על מנת לאמוד בצורה מדויקת יותר את השפעת שינויי החקיקה על ציוני ה-BCGI, אני מחשב עבור כל חברה בכל שנה את ציוני ועדת הדוחות הכספיים, ועדת הביקורת וועדת התגמול כממוצע פשוט של רכיבי ה-BCGI שמעריכים בהתאמה את איכותן של ועדת הדוחות הכספיים, ועדת הביקורת וועדת התגמול. בנוסף, אני מחשב את הממוצע הפשוט של רכיבי ה-BCGI הנותרים, אלה שנוגעים לדירקטוריון בכללותו ולא לוועדה ספציפית (להלן "מליאת הדירקטוריון"). מכיוון ששינויי החקיקה התמקדו בעיקר בוועדות הדירקטוריון, אני מצפה שהן ישתקפו בעלייה של ציוני הוועדות הללו.

באיורים 1.2 עד 1.5 אני מציג את התפתחות הציונים הממוצעים של ועדת הדוחות הכספיים, ועדת הביקורת, ועדת התגמול ומליאת הדירקטוריון במהלך השנים שנדגמו. ניתן לראות כי הציונים של כל אחת מוועדות הדירקטוריון עלו משמעותית בשנה שלאחר הכניסה לתוקף של הרפורמה הרלוונטית לאותה וועדה. בפרט, חלה עלייה מובהקת סטטיסטית בציונים הממוצעים של הוועדות כדלקמן: ועדת דוחות כספיים, מציון של 29 בשנת 2009 לציון של 81 בשנת 2010, עם מובהקות סטטיסטית של 1 אחוז; ועדת ביקורת, מציון של 69 בשנת 2010 לציון של 76 בשנת 2011, עם מובהקות סטטיסטית בשיעור של 10 אחוז; ועדת תגמול, מציון של 9 בשנת 2011 לציון של 70 בשנת 2012, עם מובהקות סטטיסטית בשיעור של 1 אחוז. גם הציון של מליאת הדירקטוריון עלה מ-56 בשנת 2010 ל-58 בשנת 2011, אך עלייה זו אינה מובהקת סטטיסטית.

ההשפעה הכלכלית של כל שינוי חקיקה על ציוני ה-BCGI תלויה בשיעור החברות שאימצו אותה לפני שהיא נכנסה לתוקף (להלן "אימוץ מוקדם"). במקרה הנדון, רק שיעור קטן מהחברות אימצו באופן מוקדם את ההוראות שכלולות ברפורמה הנוגעת לוועדות הדוחות הכספיים (בתוקף משנת 2010) ובתיקון 20 (בתוקף משנת 2012): רק ל-51 אחוז מהחברות הייתה ועדת דוחות כספיים פעילה בשנת 2009; ורק ל-17 אחוז מהחברות הייתה ועדת תגמול פעילה בשנת 2011. מסיבה זו, ההשפעה של רפורמות אלה על ציוני ועדת הדוחות הכספיים וועדת התגמול, ובכך על ציוני ה-BCGI, היא משמעותית מבחינה כלכלית וסטטיסטית.

לעומת זאת, ההוראות בתיקון 16 שמטרתן לשפר את עצמאות הדירקטוריון, אומצו באופן מוקדם על ידי שיעור גבוה יותר מהחברות. לכן, השפעתה של רפורמה זו על ציוני ועדת הביקורת ועל ציוני מליאת הדירקטוריון היא פחות משמעותית מבחינה כלכלית וסטטיסטית.²⁵

²⁵ ההשפעה החזקה של שינויי החקיקה על ציוני ה-BCGI של החברות שאימצו באיחור את רפורמות הממשל התאגידי שמחייבות חברות להקים ועדה של דוחות כספיים וכן ועדת תגמול, נובעת גם ממאפייני השיטה המשמשת לחישוב ציונים אלו. למשל, בחברה ללא ועדת תגמול יוענק הערך 0 לא רק לרכיב שבוודק אם יש לה ועדת תגמול, אלא גם לרכיבים שמודדים את עצמאותה וכישוריה של ועדה זו. לפני 2012, הרכיבים המודדים את איכותה של ועדת התגמול בקרב חברות רבות קבלו את הערך 0 רק משום שלא הייתה להם ועדה כזו. עם

על מנת להמחיש דינמיקה זו, איורים 2.1 עד 2.3 מציגים את שיעור החברות במדגם שאימצו שלוש הוראות ספציפיות של תיקון 16 בכל אחת מהשנים הנדגמות: איור 2.1 מציג את שיעור החברות שבהן יו"ר הדירקטוריון אינו המנכ"ל ואיורים 2.2 עד 2.3 מציגים, בהתאמה, את שיעור ועדות הביקורת שבהן רוב הדירקטורים הם בלתי תלויים; ואת שיעור ועדות הביקורת שאינן כוללות בעל השליטה או את מי שתלוי בבעל השליטה.

האיורים מצביעים על מגמת עלייה בשיעור החברות שאימצו את שלוש ההוראות עוד לפני כניסת תיקון 16 לתוקף. בפרט, שיעור החברות שאימצו את שתי ההוראות הראשונות בשנת 2009, לפני כניסת תיקון 16 לתוקף, גבוה למדי: שיעור הדירקטוריונים שבהם היו"ר אינו המנכ"ל הוא 90 אחוז ושיעור ועדות הביקורת שבהן רוב הדירקטורים הם בלתי תלויים הוא 84 אחוז. שיעור ועדות הביקורת שאינן כוללות את בעל השליטה או את מי שתלויים בבעל השליטה אינו מבוטל ועומד על 60 אחוז. העובדה שחלק משינויי החקיקה אומצו מוקדם על ידי חלק מהחברות עשויה להיות שימושית במחקר עתידי הבוחן את ההשפעה של שינויי החקיקה בתחום הממשל התאגידי על הביצועים של החברה (ראו Choi, Fisch, Kahan, and Rock, 2016).

לסיכום חלק זה, ההשוואה של ציוני ה-BCGI הממוצעים מראה שלשינויי החקיקה הייתה השפעה על ציוני ה-BCGI. עם זאת, ההשפעות של הרפורמה בוועדות הדוחות הכספיים ושל תיקון 20 היו גדולות מההשפעה של תיקון 16, שכן האחרונה אומצה מוקדם על ידי שיעור גדול יותר מהחברות.²⁶

ב. ההשפעה של שיפורים וולונטריים בממשל התאגידי על ציוני ה-BCGI

שינויי החקיקה בתחום הממשל התאגידי השפיעו על כל החברות בו זמנית. לפיכך, הייתי מצפה לשינוי משמעותי בציוני ה-BCGI הממוצעים בשנה שלאחר כניסת כל רפורמה לתוקף. לעומת זאת שיפורים וולונטריים בממשל התאגידי בשנה נתונה מבוצעים רק על ידי חלק קטן מהחברות, ולפיכך, ההשפעה שלהם על ההתפתחות של ציוני ה-BCGI השנתיים הממוצעים צפויה להיות חלשה יותר. במלים אחרות, העלייה השנתית בממוצע ציוני ה-BCGI הנובעת משיפורים וולונטריים צפויה להיות חסרת משמעות מבחינה סטטיסטית. עם זאת, ככל שמגמת השיפורים הוולונטריים

זאת, משנת 2012 ואילך, הקמת ועדת תגמול הפכה לדרישה חוקית וכתוצאה מכך עלה מאוד הציון הממוצע של רכיבי ה-BCGI שמורדים את עצמאותה ואת כישוריה של ועדת התגמול.

²⁶ שינויים בציוני הוועדות עשויים להתרחש לא רק עקב שינויי חקיקה בתחום הממשל התאגידי, אלא גם עקב מגמה כללית של עלייה באיכות הממשל התאגידי במהלך תקופת המדגם. כדי לצמצם את החשש הזה, אני משתמש בציון של מליאת הדירקטוריון, שההשפעה הישירה של שינויי החקיקה בתחום הממשל התאגידי לגביו הייתה זעירה, כמייצג את המגמה הכללית של הגידול באיכות הממשל התאגידי, ומפחית אותו מהניקוד של כל ועדה וועדה. אני מוצא שגם לאחר ניכוי כזה, השינויים המשמעותיים בציוני הוועדות חלו סביב שינויי החקיקה בתחום הממשל התאגידי.

שמבצעות חברות בממשל התאגידי שלהן נמשכת בעקביות על פני שנות המדגם, היא צפויה להשתקף בהפרש משמעותי בציוני ה-BCGI הממוצעים בין תחילת תקופת המדגם לסופה. בחלק זה, אני בוחן האם ובאיזו מידה חברות בישראל שיפרו את הממשל התאגידי שלהן באופן וולונטרי.

איורים 1.6 עד 1.10 מראים כי ביחס לציונים שנרשמו בשנת 2007, הציונים הממוצעים של וועדות הדירקטוריון, כמו גם של מליאת הדירקטוריון, עלו באופן מובהק סטטיסטית בשנת 2014. הציון של מליאת הדירקטוריון לא הושפע ישירות מהרפורמות ברמת החברה²⁷, אך עלה באופן מובהק סטטיסטית מ-52 בשנת 2007 ל-57 בשנת 2014 (איור 1.10). משמעותו של ממצא זה היא שהעלייה על פני זמן בציוני ה-BCGI מונעת לא רק משינויי החקיקה אלא גם משיפורים בממשל התאגידי שיושמו על ידי החברות באופן וולונטרי.

בשלב הבא, אני מראה כיצד השיפורים הוולונטריים בממשל התאגידי השתקפו ברכיבים שלא הושפעו משינויי החקיקה אשר מודדים את עצמאות הדירקטוריון ואת כישורי הדירקטוריון. הערך הממוצע של רכיבי הממשל התאגידי שמודדים את עצמאות הדירקטוריון בכל שנה משנות המדגם, מוצג באיורים 3.1 עד 3.5. השוואה בין הציון הממוצע בתחילת המדגם – כלומר שנת 2007 לסופו בשנת 2014, מוצגת באיורים 3.6 עד 3.10. ביתר פירוט, איורים 3.1 ו-3.6 מתייחסים לשיעור הדירקטורים החיצוניים שמכהנים בדירקטוריון; האיורים 3.2 ו-3.7 – מתייחסים לדירקטורים הבלתי תלויים שמכהנים בדירקטוריון; האיורים 3.3 ו-3.8 – מתייחסים לדירקטוריונים שבהם היו"ר אינו בעל השליטה; האיורים 3.4 ו-3.9 – מתייחסים לבעלי השליטה או למי שתלויים בבעל השליטה שמכהנים בדירקטוריון; והאיורים 3.5 ו-3.10 – מתייחסים לדירקטורים שהם גם בעלי שליטה וגם מועסקים על ידי החברה.

מהאיורים עולה כי השיפור ברכיבים הללו אינו מובהק סטטיסטית כאשר הוא נמדד משנה לשנה. עם זאת, השוואה של הציונים בשנת 2014 לעומת שנת 2007 מעלה כי בכלל הרכיבים לעיל חל שיפור וכי הוא מובהק סטטיסטית. בפרט, עולה כי שיעור הדירקטורים החיצוניים שמכהנים בדירקטוריון היה גבוה בשנת 2014 בארבע נקודות אחוז יחסית לזה ששרר בשנת 2007; שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים עלה ב-13 נקודות אחוז; שיעור הדירקטוריונים שבהם בעל השליטה לא מכהן כיושב הראש גדל ב-16 נקודות אחוז²⁸; שיעור הדירקטורים שהם בעלי השליטה או שהם תלויים בבעל

²⁷ הוראת תיקון 16 שמגבילה את יו"ר הדירקטוריון מלכהן גם כמנכ"ל היא רלוונטית בחישוב הציון של מליאת הדירקטוריון. עם זאת, כאמור לעיל, 90 אחוז מהחברות עמדו בהוראה זו כבר בשנת 2009, שנתיים לפני כניסתה לתוקף. לפיכך, איני רואה בחקיקה של הוראה זו גורם שהשפיע על הציון של מליאת הדירקטוריון.

²⁸ Fried, Kamar and Yafeh (2019) מראים כי הנטייה של בעל השליטה לפרוש מתפקידי ניהול עלתה לאחר כניסת תיקון 16 לתוקף. בהתאם לכך, ניתן לייחס חלק מהעלייה, שהתרחשה לאחר שנת 2011, בשיעור של הדירקטוריונים שבהם בעל השליטה אינו היו"ר, גם לתיקון 16.

השליטה בדירקטוריון ירד בשש נקודות אחוז. עוד עולה כי הירידה בשיעור בעלי השליטה שמכהנים בדירקטוריון נבעה בעיקר מירידה של חמש נקודות אחוז בשיעור הדירקטורים שהם בעלי השליטה שמועסקים בחברה ושמכהנים בדירקטוריון שלה. ככלל, הממצאים הללו מלמדים כי, במהלך תקופת המדגם, שיפורים וולונטריים בממשל התאגידי הובילו להגברת העצמאות של הדירקטוריונים.

בשלב הבא, אני מציג את השינוי ברכיבים שמודדים את כישורי הדירקטוריון. אני מבצע את הבחינה בנפרד עבור שלוש קבוצות: דירקטורים חיצוניים, דירקטורים בלתי תלויים וכלל הדירקטורים שמכהנים בדירקטוריון. עבור כל אחת מהקבוצות הללו אני מחשב את השיעור הממוצע של דירקטורים שהם מומחים פיננסים, בעלי מומחיות ענפית או בעלי תואר MBA.

התוצאות שמוצגות באיורים 4.1 עד 4.9, המבוססות על השוואה של הערכים הממוצעים לאורך שנות המדגם, לא מלמדות על שיפור משמעותי בערכי הרכיבים המודדים את כישורי הדירקטוריון. עם זאת, כפי שמוצג באיור 4.10, השוואה של המצב בשנת 2014 יחסית לזה ששרר בשנת 2007, מראה עלייה מובהקת בשיעור הדירקטורים החיצוניים שהם בעלי מומחיות, בדירקטוריון: כל אחד מהשיעורים של הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות פיננסית, מומחיות ענפית, ותואר MBA עלה - בארבע נקודות אחוז. שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בעלי אותה מומחיות עלה עוד יותר בשיעורים של 11, 9 ו-10 נקודות אחוז בהתאמה (איור 4.11). כפי שמוצג באיור 4.12, הנתונים הללו משתקפים בעלייה מובהקת בשיעור הדירקטורים שהם מומחים פיננסים ובעלי תואר MBA: בשיעורים של ארבע ושבע נקודות אחוז, בהתאמה. עם זאת, לא ניכר שינוי בשיעור הדירקטורים בעלי מומחיות ענפית - ממצא המצביע על כך שככל הנראה דירקטורים שאינם בלתי תלויים אך הם בעלי מומחיות ענפית הוחלפו בדירקטורים בלתי תלויים בעלי כישורים שווי ערך.

השינוי ברכיבים המעריכים את הכישורים של הדירקטורים המכהנים בוועדות הביקורת בהתבסס על השוואה של הממוצעים השנתיים על פני שנות המדגם, מוצג באיורים 5.1 עד 5.4 והשיעורים המבוססים על השוואה בין שנת 2007 לשנת 2014 מוצגים באיורים 5.5 עד 5.6. מהאיורים עולה כי יחסית לשנת 2007 שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות פיננסית וענפית שמכהנים בוועדות הביקורת עלה באופן מובהק בשנת 2014 בשיעורים של חמש ושש נקודות אחוז בהתאמה (איור 5.5); הנתונים המקבילים עבור הדירקטורים הבלתי תלויים הם 16 ו-13 נקודות אחוז, בהתאמה (איור 5.6).

לבסוף, אני בוחן האם חל שינוי במידת העומס המוטל על דירקטורים בחברה. בפרט, האיורים 6.1 עד 6.4 מציגים את מספר התפקידים הממוצע שמחזיקים הדירקטורים בחברות אחרות. מספר זה ירד משמעותית מ-11 בשנת 2007 לתשע

בשנת 2014 (איור 6.4). יחד עם זאת, מספר זה לא השתנה באופן משמעותי בקרב הדירקטורים החיצוניים או הדירקטורים הבלתי תלויים²⁹.

8. מסקנות

במאמר זה, אני מציג מדד של ממשל תאגידי המבוסס על מאפייני הדירקטוריון והמותאם לחברות עם מבנה בעלות ריכוזי. בהתבסס על מדד זה, אני מראה שבמהלך שנות המדגם, איכות הממשל התאגידי של החברות הישראליות השתפרה הן מבחינת הממד של עצמאות הדירקטוריון והן מבחינת הממד של כישורי הדירקטוריון. עוד אני מראה שהשינויים שעומדים בבסיס השיפור הזה מונעים על ידי שינויי חקיקה מתחום הממשל התאגידי שנכנסו לתוקף במהלך התקופה הנבדקת וכן מצעדים שיושמו באופן וולונטרי על ידי החברות. הממצאים בנייר זה עקביים עם אלו של Chhaochharia and Grinstein (2007b) שבוחנים את ההתפתחויות באיכות הממשל התאגידי בקרב חברות אמריקאיות.

המדד המוצע במאמר זה עשוי להיות כלי שימושי למדידת איכות הממשל התאגידי בחברות עם מבנה בעלות ריכוזי בארץ ובחו"ל. בפרט, ה-BCGI ושינויי החקיקה בתחום הממשל התאגידי שנכנסו לתוקף בישראל בשנים האחרונות יכולים לשמש במחקר עתידי על מנת לקדם את ההבנה שלנו בשתי השאלות הבאות.

השאלה הראשונה היא, האם איכות הממשל התאגידי משפיעה על ביצועי החברה. מאמרים קודמים הראו מתאם חיובי בין שני המשתנים הללו. עם זאת, קיימת אנדוגניות בין איכות הממשל התאגידי לבין המשתנה המוסבר – ביצועי החברה. במסגרת מחקר עתידי, ניתן יהיה לנצל את שינויי החקיקה בתחום הממשל התאגידי כמעין ניסוי טבעי על מנת ללמוד אם ממשל תאגידי באיכות גבוהה גורם לביצועי החברה להשתפר. בהקשר זה, ניתן יהיה להתייחס לחברות ששיפרו את הממשל התאגידי שלהן על פי המתכונת שנקבעה בשינויי החקיקה עוד טרם כניסתם של שינויים אלו לתוקף, כקבוצת ביקורת ולשאר החברות כקבוצת טיפול.

השאלה השנייה שניתן לבחון באמצעות ה-BCGI היא היחס בין הממשל התאגידי ברמת החברה להגנה על משקיעים ברמת המדינה: תחליפים או משלימים? מספר מאמרים קודמים שבוחנים את השאלה, מציגים ממצאים אשר אינם חד משמעיים (Klapper and Love, 2004; Durnev and Kim, 2005; Dahya, Dimitrov, and

²⁹ שיפור בערכים הממוצעים של רכיבי הממשל התאגידי עשוי להתרחש לא רק משום שחברות שינו את האיכות הממשל התאגידי שלהן על פני זמן, אלא גם משום שהרכב המדגם משתנה באופן שיטתי לאורך השנים, כאשר חברות ציבוריות עם ממשל תאגידי גרוע הפכו לפרטיות. כדי לנטרל את ההשפעה של שינוי שיטתי בהרכב המדגם על פני זמן, אני חוזר על הניתוח בסעיף 7 עם תת מדגם מאוזן הכולל חברות שנתרו ציבוריות במהלך כל תקופת המדגם. התוצאות נשארות זהות מבחינה איכותית, כך שכל רכיב של ממשל תאגידי שמציג שיפור בניתוח עם הפאנל הלא מאוזן, מראה עלייה משמעותית דומה בניתוח עם הרכב המדגם המאוזן.

McConnell, 2008; Chen, Chen, and Wei, 2009; Bruno and Claessens, 2010; Renders, Gaeremynck, and Sercu, 2010; Fauver, Hung, Li, and Taboada, 2017; Homanen and Liang, 2018). מחקרים אלה משווים את המתאם בין הממשל התאגידי של חברה לבין ביצועיה במדינות שונות ובודקים האם מתאם זה חזק יותר במדינות שמאופיינות בהגנה טובה יותר על משקיעים ברמת המדינה (כפי שניתן לצפות אם שתי המערכות הללו משלימות) או הופך חלש יותר במדינות אלו (כפי שניתן לצפות ממערכות תחליפיות). עם זאת, איכות הממשל התאגידי ברמת החברה במדינות עם הגנת משקיעים חזקה, נוטה להיות גבוהה יותר (ראו למשל, Doidge, Karoly, and Stulz, 2007). ככל שהשפעה השולית של הממשל התאגידי של החברה על ביצועיה פוחתת עם עלייה באיכותו, נצפה שהמתאם בין המשתנים במדינות עם הגנת משקיעים חזקה יהיה נמוך יותר זאת, גם אם הממשל התאגידי ברמת החברה והגנת המדינה אינם תחליפיים. יתרה מזאת, מרבית המאמרים שבוחנו את הקשר בין הממשל התאגידי ברמת החברה לבין זה ברמת המדינה אינם משתמשים באפקטים קבועים; רק חלק מהם משתמשים באפקטים קבועים לגבי המדינה; ולמיטב ידיעתי, אף אחד מהם לא משתמש באפקטים קבועים גם לחברה וגם למדינה. כלומר, המאמרים הללו אינם מצליחים לשלוט בהטרוגניות הבלתי נצפית של חברות ושל מדינות.

Cohen (2020a) מנצל רפורמות שהגבירו את ההגנה על המשקיעים ברמת המדינה בישראל על מנת לבחון על פני זמן את יחסי הגומלין בין הממשל התאגידי ברמת החברה לבין ההגנה על המשקיעים ברמת המדינה. באופן ספציפי, החוקר בודק האם המתאם בין איכות הממשל התאגידי של חברה לבין ביצועיה נחלש לאחר כניסתן לתוקף של רפורמות ברמת המדינה בישראל. הניתוח מתבצע תוך בחינת ההשתנות של המתאם בין המשתנים בתוך אותה מדינה על פני זמן. מסגרת זו מאפשרת לחוקר לשלול הסברים חלופיים להיחלשות ההשפעה של איכות הממשל התאגידי של חברה על ביצועיה, בסביבה של הגנה גבוהה ואיכותית על משקיעים ברמת המדינה. בנוסף, ניתוח התופעה באותה מדינה על פני זמן מאפשר להפחית בעיות אנדוגניות שנובעות מהטרוגניות בלתי נצפית בין מדינות שונות. יתרה מכך, ההשתנות הלא מבוטלת של ציוני BCGI בקרב חברות בישראל על פני זמן, אפשרה להשתמש ברגרסיות בעלות אפקט קבוע לחברה ובכך להפחית בעיות אנדוגניות שנובעות מהטרוגניות בלתי נצפית ברמת החברה.

שאלה מחקר נוספת, כזו שהמגוון התרבותי בישראל עשוי להוות בסיס לבחינתה, היא האפקט של רב תרבותיות (Multicultural) בדירקטוריון של חברה על ביצועיה. עם זאת, לבחינת שאלה זו נדרש איסוף נתונים נוסף.

9. הפניות

- Agrawal, Anup, and Sahiba Chadha (2005), "Corporate governance and accounting scandals," *The Journal of Law and Economics* 48(2): 371–406.
- Adams, Renée B. (2017), "Boards and the directors who sit on them," Chapter 6 of *Handbook of the Economics of Corporate Governance*, edited by B. E. Hermalin and M. S. Weisbach, Elsevier.
- Adams, Renée B., Benjamin E. Hermalin, and Michael S. Weisbach (2010), "The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey," *Journal of Economic Literature* 48(1): 58–107.
- Adams, Renée B., and Daniel Ferreira (2007), "A theory of friendly boards," *The Journal of Finance* 62(1): 217–250.
- Adams, Renée B., Vanitha Rangunathan, and Robert Tumarkin (2016), "Death by committees: An analysis of delegation in corporate boards," Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract_id=2736027.
- Ahern, Kenneth R., and Amy K. Dittmar (2012), "The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation," *The Quarterly Journal of Economics* 127(1): 137–197.
- Ammann, Manuel, David Oesch, and Markus M. Schmid (2011), "Corporate governance and firm value: International evidence," *Journal of Empirical Finance* 18(1): 36–55.
- Ararat, Melsa, Bernard S. Black, and B. Burcin Yurtoglu (2014), "Corporate governance, business groups, and market value: Time-series evidence from Turkey," *Northwestern Law & Econ Research Paper* 13-19.
- Balasubramanian, Bala, Bernard S. Black, and Vikramaditya Khanna (2010), "The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India," *Emerging Markets Review* 11(4): 319–340.

- Bauer, Rob, Nadja Guenster, and Rogér Otten (2004), "Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance," *Journal of Asset Management* 5(2): 91–104.
- Barak, Ronen and Beni Lauterbach, (2011), "Estimating the private benefits of control from partial control transfers: Methodology and evidence," *International Journal of Corporate Governance* 2(3–4): 183–200.
- Barclay, Michael J. and Clifford G. Holderness (1989), "Private benefits from control of public corporations," *Journal of Financial Economics* 25(2): 371–395.
- Bebchuk, Lucian A. and Alma Cohen (2005), "The costs of entrenched boards," *Journal of Financial Economics*, 78(2): 409–433.
- Bebchuk, Lucian A., Alma Cohen, and Allen Ferrell (2009), "What matters in corporate governance?" *Review of Financial Studies* 22(2): 783–827.
- Bebchuk, Lucian A., and Assaf Hamdani (2009), "The elusive quest for global governance standards," *University of Pennsylvania Law Review* 165: 1263–1317.
- Bebchuk, Lucian A., and Assaf Hamdani (2016), "Independent directors and controlling shareholders," *University of Pennsylvania Law Review* 157: 1271–1315.
- Bebchuk, Lucian A., Reinier Kraakman, and George Triantis (2000), "Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash flow rights." In Randall K. Morck (ed.). *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 295–318.
- Becht, Marco, Patrick Bolton, and Ailsa Röell (2003), "Corporate governance and control." In George M. Constantinides, Milton Harris, and René M. Stulz (eds.). *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 1, Part A. Amsterdam: Elsevier, pp. 1–109.
- Beiner, Stefan, Wolfgang Drobetz, Markus M. Schmid, and Heinz Zimmermann (2006), "An integrated framework of corporate governance and firm valuation," *European Financial Management* 12(2): 249–283.

- Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means (1933), *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, pp. 782–785.
- Bhagat, Sanjai and Bernard S. Black (2002), "The non-correlation between board independence and long-term firm performance," *Journal of Corporation Law* 27, 231–274.
- Black, Bernard S., Antonio Gledson de Carvalho, and Erica Gorga (2010), "Corporate governance in Brazil," *Emerging Markets Review* 11(1): 21–38.
- Black, Bernard S., Antonio Gledson de Carvalho, Vikramaditya Khanna, Woochan Kim, and Burcin Yurtoglu (2017), "Corporate governance indexes and construct validity," *Corporate Governance: An International Review* 25(6): 397–410.
- Black, Bernard S., Hasung Jang, and Woochan Kim (2006), "Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea," *Journal of Law Economics and Organization* 22(2): 366–413.
- Black, Bernard S. and Woochan Kim (2012), "The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data," *Journal of Financial Economics* 104(1): 203–226.
- Black, Bernard S., Woochan Kim, Hausang Jang, and Kyung-Suh Park (2015), "How corporate governance affects firm value: Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea," *Journal of Banking and Finance* 51: 131–150.
- Blum, Eylon., Sharon Hanes, Beni Lauterbach, and Revital Yosef (forthcoming 2021), "The value of control in Israel following extensive corporate governance reforms," *Hebrew University Law Review*
- Brickley, James A., Jeffrey L. Coles, and Gregg Jarrell (1997), "Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board," *Journal of Corporate Finance* 3(3): 189–220.
- Bruno, Valentina and Stijn Claessens (2010), "Corporate governance and regulation: Can there be too much of a good thing?," *Journal of Financial Intermediation* 19(4): 461–482.

- Carvalho da Silva, André Luiz, and Ricardo Pereira Câmara Leal (2005), "Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil," *Revista Brasileira de Finanças* 3(1): 1–18.
- Cashman, George D., Stuart L. Gillan, and Chulhee Jun (2012), "Going overboard? On busy directors and firm value," *Journal of Banking & Finance* 36(12): 3248–3259.
- Chan, Kam C. and Joanne Li (2008), "Audit committee and firm value: Evidence on outside top executives as expert independent directors," *Corporate Governance: An International Review* 16(1): 16–31.
- Chen, Kevin C. W., Zhihong Chen, and K. C. John Wei (2009), "Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital," *Journal of Corporate Finance* 15(3): 273–289.
- Cheung, Yan Leung, J. Thomas Connelly, Piman Limpaphayom, and Lynda Zhou (2007), "Do investors really value corporate governance? Evidence from the Hong Kong market," *Journal of International Financial Management & Accounting* 18(2): 86–122.
- Chhaochharia, Vidhi and Yaniv Grinstein (2007a), "Corporate governance and firm value: The impact of the 2002 governance rules," *The Journal of Finance* 62(4): 1789–1825.
- Chhaochharia, Vidhi and Yaniv Grinstein (2007b), "The changing structure of US corporate boards: 1997–2003," *Corporate Governance: An International Review* 15(6): 1215–1223.
- Choi, Jongmoo Jay, Sae Woon Park, and Sean Sehyun Yoo (2007), "The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42(4): 941–962.
- Choi, Stephen J. Jill Fisch, Marcel Kahan, and Edward b. Rock (2016), "Does majority voting improve board accountability," *The University of Chicago Law review* 83(3): 1119–1180.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Larry H. P. Lang (2000), "The separation of ownership and control in East Asian corporations," *Journal of Financial Economics* 58(1): 81–112.
- Cohen, Oded (2020a), "Firm-level and country-level corporate governance: Does one substitute or complement the other?," *Bank of Israel Discussion Paper*.

- Cohen, Oded (2020b), "Does investor protection regulation induce poorly governed firms to go private?," *Bank of Israel Discussion Paper*.
- Cohen, Jeffrey R., Hoitash Udi, Krishnamoorthy Ganesh, and Wright Arnold M. (2013), "The effect of audit committee industry expertise on monitoring the financial reporting process," *The Accounting Review* 89(1): 243–273.
- Cremers, KJ Martijn, Lubomir P. Litov, and Simone M. Sepe (2017), "Staggered boards and long-term firm value, revisited," *Journal of Financial Economics* 126(2): 422–444.
- Dahya, Jay, Orlin Dimitrov, and John J. McConnell (2008), "Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis," *Journal of Financial Economics* 87(1): 73–100.
- Dass, Nishant, Omesh Kini, Vikram Nanda, Bunyamin Onal, Jun Wang (2013), "Board Expertise: Do Directors from Related Industries Help Bridge the Information Gap," *The Review of Financial Studies* 27(5): 1533-1592.
- DeFond, L. Mark, Rebecca N. Hann, and Xuesong Hu (2005), "Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors," *Journal of Accounting Research* 43(2): 153–193.
- Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer (2008), "The law and economics of self-dealing," *Journal of Financial Economics* 88(3): 430–465.
- Doidge, Craig, G. Andrew Karolyi, and René M. Stulz (2007), "Why do countries matter so much for corporate governance?," *Journal of Financial Economics* 86(1): 1–39.
- Duchin, Ran, John G. Matsusaka, and Oguzhan Ozbas (2010), "When are outside directors effective," *Journal of Financial Economics* 96(2): 195–214.
- Durnev, Art and E. Han Kim (2005), "To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation," *The Journal of Finance* 60(3): 1461–1493.
- Dyck, Alexander and Luigi Zingales (2004), "Private benefits of control: An international comparison," *The Journal of Finance* 59(2): 537–600.

- Enriques, Luca, and Paolo Volpin (2007), "Corporate governance reforms in continental Europe," *Journal of Economic Perspectives* 21(1): 117–140.
- Fauver, Larry, Mingyi Hung, Xi Li and Alvaro G. Taboada (2017), "Board reforms and firm value: Worldwide evidence," *Journal of Financial Economics* 125(1): 120–142.
- Ferris, Stephen P., Murali Jagannathan, and Adam C. Pritchard (2003), "Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments," *The Journal of Finance* 58(3): 1087–1111.
- Fich, Eliezer M., and Anil Shivdasani (2006), "Are busy boards effective monitors?," *The Journal of Finance* 61(2): 689–724.
- Field Laura, Michelle Lowry, and Anahit Mkrtchyan (2013), "Are busy boards detrimental," *Journal of Financial Economics* 109(1): 63–82.
- Fried, Jesse M., Ehud Kamar, and Yishay Yafeh (2019), "The effect of minority veto rights on controller tunneling." Forthcoming in the *Journal of Financial Economics*.
- Garay, Urbi and Maximiliano González (2008), "Corporate governance and firm value: The case of Venezuela," *Corporate Governance: An International Review* 16(3): 194–209.
- Gompers, Paul A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick (2003), "Corporate governance and equity prices," *The Quarterly Journal of Economics* 118(1): 107–156.
- Hermalin, Benjamin E., and Michael S. Weisbach (2001), "Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature," National Bureau of Economic Research Paper 8161.
- Himmelberg, Charles P., R. Glenn Hubbard, and Darius Palia (1999), "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance," *Journal of Financial Economics* 53(3): 353–384.
- Homanen Mikael and Hao Liang (2018), "Universal corporate governance," Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3302216.

- Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics* 3(4): 305–360.
- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer (2000), "Tunneling," *American Economic Review* 90(2): 22–27.
- Klapper, Leora F. and Inessa Love (2004), "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets," *Journal of Corporate Finance* 10(5): 703–728.
- Kouwenberg, Roy (2006), "Does voluntary corporate governance code adoption increase firm value in emerging markets? Evidence from Thailand." DOI: 10.2139/ssrn.958580.
- Kuznecovs, Mihails and Sarmistha Pal (2012), "Does corporate governance reform necessarily boost firm performance? Recent evidence from Russia," IZA Working Paper 11-06.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1997), "Legal determinants of external finance," *The Journal of Finance* 52(3): 1131–1150.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1998), "Law and finance," *Journal of Political Economy* 106(6): 1113–1155.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer (1999), "Corporate ownership around the world," *The Journal of Finance* 54(2): 471–517.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (2000), "Investor protection and corporate governance," *Journal of Financial Economics* 58(1): 3–27.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (2002), "Investor protection and corporate valuation," *Journal of Finance* 57(3): 1147–1170.
- Lauterbach, Beni and Menashe Shahmoon (2010), "How does the quality of corporate governance affect the market value of business firms in Israel?," *Israel Economic Review* 8(2): 35–65.

- Nenove, Tatiana (2003), "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis," *Journal of Financial Economics* 68(3): 325–351.
- Rechner, Paula L., and Dan R. Dalton (1991), "CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis," *Strategic Management Journal* 12(2): 155–160.
- Renders, Annelies, Ann Gaeremynck, and Piet Sercu (2010), "Corporate-governance ratings and company performance: A cross-European study," *Corporate Governance: An International Review* 18(2): 87–106.
- Shleifer, Andrey and Robert W. Vishny (1997), "A survey of corporate governance," *The Journal of Finance* 52(2): 737–783.
- Wang, Cong, Fei Xie, and Min Zhu (2015), "Industry expertise of independent directors and board monitoring," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50(5): 929–962.
- Yang, Tina, and Shan Zhao (2014), "CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment," *Journal of Banking & Finance* 49: 534–552.
- Zhang, Ivy Xiyang (2005), "Economic consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002," *Journal of Accounting and Economics* 4(1–2): 74–115.

לוח 1

רפורמות בממשל תאגידי בישראל בשנים 2007 עד 2014

ההוראות	שנה	הרפורמה
הרפורמה מחייבת חברות ציבוריות להקים ועדת דוחות כספיים. ועדת הדוחות הכספיים אחראית לייעץ לדירקטוריון בנושאים מהותיים הקשורים לעריכת הדוחות הכספיים, לרבות המדיניות החשבונאית שאומצה על ידי החברה; שלמות הדיווח; סבירות ההערכות ששמשו בעת עריכת הדוחות הכספיים; סבירות ההנחות שבבסיס הערכות השווי של הנכסים או של ההתחייבויות; ותפקידי הביקורת הפנימית הרלוונטיים לעניין עריכת הדוחות הכספיים.	2010	רפורמה בוועדת הדוחות הכספיים
הרפורמה כוללת הוראות לשיפור עצמאות הדירקטוריון וועדת הביקורת על ידי הגבלת היו"ר מלכהן כמנכ"ל החברה; דרישה מיו"ר ועדת הביקורת להיות דירקטור חיצוני; דרישה מכל הדירקטורים החיצוניים לכהן בוועדת הביקורת; דרישה מרוב הדירקטורים שמכהנים בוועדת הביקורת להיות בלתי תלויים; ואיסור על דירקטורים שאינם בלתי תלויים בבעל השליטה לכהן בוועדת הביקורת ³⁰ .	2011	תיקון 16 לחוק החברות
הרפורמה מחייבת את החברה להקים ועדת תגמול. ועדת התגמול אחראית להמליץ לדירקטוריון על מדיניות תגמול ולפקח על יישומה ³¹ .	2012	תיקון 20 לחוק החברות

³⁰ מלבד ממשל תאגידי ברמת החברה, הרפורמה כוללת הוראות נוספות למניעת מנהור, למשל, היא קובעת שלצורך אישור עסקות עם בעלי שליטה באספה הכללית נדרשת תמיכה של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט. ³¹ במסגרת הרפורמה נקבע גם כי לצורך אישור התגמול של חברי ההנהלה הבכירים שאינם נמנים על בעלי השליטה באספה הכללית, נדרשת תמיכה של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט. ההצבעה נעשית על פי גישת "on Pay" כך שוועדת התגמול והדירקטוריון יוכלו לאשר את התגמול המוצע גם במקרה שהוא לא אושר באספה הכללית.

לוח 2

מדד הממשל התאגידי המבוסס על מאפייני הדירקטוריון

ממד	רכיב	חישוב הציון
ממד עצמאות הדירקטוריון	שיעור בעלי השליטה שמכהנים בדירקטוריון ³²	"0" אם גבוה מהערך החציוני, "1" אם אחרת
	שיעור הדירקטורים החיצוניים שמכהנים בדירקטוריון	"1" אם גבוה מהערך החציוני, "0" אם אחרת
	יור"ד הדירקטוריון אינו בעל השליטה	"1" אם נכון, "0" אם אחרת
	יור"ד הדירקטוריון אינו מנכ"ל החברה	"1" אם נכון, "0" אם אחרת
	בעל השליטה אינו חבר בהנהלה הבכירה של החברה	"1" אם נכון, "0" אם אחרת
	שיעור הדירקטורים החיצוניים שמכהנים בוועדת הביקורת	"1" אם גבוה מהערך החציוני, "0" אם אחרת
	בעל השליטה אינו מכהן בוועדת הביקורת ³¹	"1" אם נכון, "0" אם אחרת
	קיימת ועדת דוחות כספיים	"1" אם נכון, "0" אם אחרת
	שיעור הדירקטורים החיצוניים שמכהנים בוועדת הדוחות הכספיים	"1" אם גבוה מהערך החציוני, "0" אם אחרת
	בעל השליטה אינו מכהן בוועדת הדוחות הכספיים ³¹	"1" אם נכון, "0" אם אחרת
	קיימת ועדת תגמול	"1" אם נכון, "0" אם אחרת
	שיעור הדירקטורים החיצוניים שמכהנים בוועדת התגמול	"1" אם גבוה מהערך החציוני, "0" אם אחרת
	בעל השליטה אינו מכהן בוועדת התגמול ³¹	"1" אם נכון, "0" אם אחרת
	אין חבר הנהלה בכירה שמכהן בוועדת התגמול	"1" אם נכון, "0" אם אחרת
ממד כישורי הדירקטוריון	קיימת ועדת מינויים	"1" אם נכון, "0" אם אחרת
	קיימת ועדת ממשל תאגידי	"1" אם נכון, "0" אם אחרת
	שיעור הדירקטורים בעלי מומחיות פיננסית שמכהנים בדירקטוריון	"1" אם גבוה מהערך החציוני, "0" אם אחרת
	שיעור הדירקטורים בעלי מומחיות ענפית שמכהנים בדירקטוריון	"1" אם גבוה מהערך החציוני, "0" אם אחרת
	שיעור הדירקטורים בעלי תואר MBA שמכהנים בדירקטוריון	"1" אם גבוה מהערך החציוני, "0" אם אחרת
	מידת העומס על הדירקטורים	"0" אם גבוה מהערך החציוני, "1" אם אחרת
	שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות פיננסית שמכהנים בדירקטוריון	"1" אם גבוה מהערך החציוני, "0" אם אחרת
	שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות ענפית שמכהנים בדירקטוריון	"1" אם גבוה מהערך החציוני, "0" אם אחרת
	שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי תואר MBA שמכהנים בדירקטוריון	"1" אם גבוה מהערך החציוני, "0" אם אחרת
	מידת העומס של הדירקטורים החיצוניים	"0" אם גבוה מהערך החציוני, "1" אם אחרת
שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות פיננסית שמכהנים בוועדת הביקורת	"1" אם גבוה מהערך החציוני, "0" אם אחרת	

³² בחישוב רכיב זה עבור חברה ספציפית, אני מחשיב את הדירקטורים המועסקים בחברה אחרת אשר נשלטת על ידי בעל השליטה כבעלי שליטה.

שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות ענפית שמכהנים בוועדת הביקורת	"1" אם גבוה מהערך החיצוני, "0" אם אחרת	
שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות פיננסית שמכהנים בוועדת הדוחות הכספיים	"1" אם גבוה מהערך החיצוני, "0" אם אחרת	
שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות ענפית שמכהנים בוועדת הדוחות הכספיים	"1" אם גבוה מהערך החיצוני, "0" אם אחרת	
שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות פיננסית שמכהנים בוועדת התגמול	"1" אם גבוה מהערך החיצוני, "0" אם אחרת	
שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות ענפית שמכהנים בוועדת התגמול	"1" אם גבוה מהערך החיצוני, "0" אם אחרת	
הפער בין שליטה לבעלות	זכויות בעלות	מבנה הבעלות

לוח זה מתאר את רכיבי ה-BCGI. המדד מכיל 31 רכיבים המעריכים שלושה ממדים של איכות הממשל התאגידי: עצמאות הדירקטוריון, כישורי הדירקטוריון והפער שבין שליטה לבעלות. לכל הרכיבים, למעט הפער שבין שליטה לבעלות, נקבע ערך של 0 או 1. הפער שבין שליטה לבעלות מחושב כהפרש שבין 100% לבין שיעור הזכויות של בעל השליטה בתזרימי המזומנים שמניבה החברה המחושב כמכפלת הזכויות הללו לאורך שרשרת הבעלות עד לבעלים האולטימטיבי. הציון של הפער שבין שליטה לבעלות הוא הזכויות של בעל השליטה הסופי בתזרימי המזומנים שמניבה החברה. ציון ה-BCGI עבור חברה ספציפית, מחושב כממוצע פשוט של ציוני הרכיבים הנכללים במדד. דירקטור בעל מומחיות פיננסית מוגדר כאחד מאלה: דירקטור בעל תואר שלישי (Ph.D.) בפיננסים, רואה חשבון, דירקטור אשר מחזיק או שמילא תפקיד פיננסי בכיר או דירקטור אשר מנהל או שניהל מוסד פיננסי. דירקטור עם מומחיות ענפית מוגדר כדירקטור בעל השכלה פורמלית או ניסיון מעשי הרלוונטיים לענף בו פועלת החברה. מידת העומס של דירקטור נמדדת כמספר התפקידים שהוא ממלא בחברות אחרות. בעל השליטה הוא בעל מניות אשר מחזיק בשיעור של לפחות 25 אחוז ממניות החברה. מספר בעלי מניות שקיים ביניהם הסכם שליטה וסכום אחזקותיהם מסתכם בשיעור של 25 אחוז ומעלה, נחשבים כבעל שליטה יחיד.

לוח 3 מדגמים שנתיים

מדגם ראשוני	מספר החברות שהפכו ציבוריות לאחר שנה t	מספר החברות שהפכו לפרטיות עד שנה t	מדגם סופי	
120	6	0	114	2007
120	5	0	115	2008
120	4	1	115	2009
120	0	2	118	2010
120	0	12	108	2011
120	0	18	102	2012
120	0	26	94	2013
120	0	28	92	2014

לוח זה מציג את המדגמים השנתיים שבהן נעשה שימוש במחקר זה. אני מתחיל עם קבוצה של 248 חברות ישראליות שנסחרו במדד ת"א 100 או במדד יתר 50, לפחות בחלק מהשנים מ-2007 עד 2014. אני מוציא מהמדגם 32 חברות פיננסיות, 65 חברות דואליות, חמש חברות שמאופיינות במבנה בעלות מבוזר, 15 שותפויות, שבע חברות שהפכו ציבוריות לאחר שנת 2010, עבורן איני יכול לחשב את ציוני ה-BCGI לפני שינויי החקיקה בתחום הממשל התאגידי וכן ארבע חברות שלא היו מספיק נתונים לגביהן כדי לחשב את ציוני ה-BCGI שלהן. המדגם ראשוני שהתקבל כולל 120 חברות. עבור כל אחת משנות המדגם, הורדתי מהמדגם הראשוני חברות שהפכו ציבוריות רק לאחר שנת המדגם הנתונה וכן חברות שהפכו לפרטיות עד שנת המדגם הנתונה.

לוח 4

מדד האלפא של קרונבך עבור ה-BCGI

מתאם ממוצע	מדד האלפא של קרונבך	
0.088	0.716	2007
0.078	0.687	2008
0.090	0.712	2009
0.090	0.728	2010
0.094	0.729	2011
0.072	0.670	2012
0.101	0.745	2013
0.119	0.779	2014

לוח זה מציג את מדד האלפא של קרונבך שחושב עבור ה-BCGI ואת המתאם הממוצע בין רכיבי ה-BCGI בכל אחת משנות המדגם. מדד האלפא של קרונבך מוגדר כ- $\alpha = (n*r)/(1+(n-1)*r)$ כאשר n הוא מספר הרכיבים ב-BCGI ו-r הוא המתאם הממוצע בין רכיבים אלה. ה-BCGI הוא מדד הממשל התאגידי המוצע במאמר זה.

לוח 5.1. מתאמים בין הציונים של ממדי ה-BCGI בשנת 2007

ממד מבונה הבעלות	ממד הכישורים	ממד העצמאות	
		1.000	ממד העצמאות
	1.000	0.335***	ממד הכישורים
1.000	0.111	0.162*	מבנה הבעלות

לוח 5.2. מתאמים בין הציונים של ממדי ה-BCGI בשנת 2008

ממד מבונה הבעלות	ממד הכישורים	ממד העצמאות	
		1.000	ממד העצמאות
	1.000	0.253*	ממד הכישורים
1.000	0.062	0.226**	מבנה הבעלות

לוח 5.3. מתאמים בין הציונים של ממדי ה-BCGI בשנת 2009

ממד מבונה הבעלות	ממד הכישורים	ממד העצמאות	
		1.000	ממד העצמאות
	1.000	0.249***	ממד הכישורים
1.000	0.049	0.171*	מבנה הבעלות

לוח 5.4. מתאמים בין הציונים של ממדי ה-BCGI בשנת 2010

ממד מבונה הבעלות	ממד הכישורים	ממד העצמאות	
		1.000	ממד העצמאות
	1.000	0.171*	ממד הכישורים
1.000	-0.025	0.110	מבנה הבעלות

לוח 5.5. מתאמים בין הציונים של ממדי ה-BCGI בשנת 2011

ממד מבונה הבעלות	ממד הכישורים	ממד העצמאות	
		1.000	ממד העצמאות
	1.000	0.376***	ממד הכישורים
1.000	0.013	0.098	מבנה הבעלות

לוח 5.6. מתאמים בין הציונים של ממדי ה-BCGI בשנת 2012

ממד מבונה הבעלות	ממד הכישורים	ממד העצמאות	
		1.000	ממד העצמאות
	1.000	0.322***	ממד הכישורים
1.000	-0.037	-0.017	מבנה הבעלות

לוח 5.7. מתאמים בין הציונים של ממדי ה-BCGI בשנת 2013

ממד מבנה הבעלות	ממד הכישורים	ממד העצמאות	
		1.000	ממד העצמאות
	1.000	0.375***	ממד הכישורים
1.000	0.020	0.080	מבנה הבעלות

לוח 5.8. מתאמים בין הציונים של ממדי ה-BCGI בשנת 2014

ממד מבנה הבעלות	ממד הכישורים	ממד העצמאות	
		1.000	ממד העצמאות
	1.000	0.326***	ממד הכישורים
1.000	-0.022	0.206**	מבנה הבעלות

לוח 6

תיאור כללי של מדדי הממשל התאגידי³³

(6) קיצור	מדד			(2) מדינה	(1) מאמר
	(5) אופן השיקול של הרכיבים לציון ממשל תאגידי	(4) ממדים	(3) רכיבים		
K.L.	משוקלל לפי שיקול דעת	7	57	24 שווייץ מתעוררים	Klapper and Love (2004) ³³
C.L.	משוקלל כמוצע פשוט	4	24	ברזיל	Carvalho and Leal (2005)
B.D.S.Z.	משוקלל כמוצע פשוט	5	38	שווייץ	Beiner, Drobetz, Schmid, and Zimmerman (2006)
B.J.K.	משוקלל כמוצע פשוט	5	39	דרום קוריאה	Black, Jang, and Kim (2006)
K.O.	משוקלל לפי שיקול דעת	15	27	תאילנד	Kouwenberg (2006)
C.C.L.Z.	משוקלל לפי שיקול דעת	5	86	הונג קונג	Cheung, Connelly, Limpaphayom, and Zhou (2007)
G.M.G.	משוקלל כמוצע פשוט	4	17	ונצואלה	Garay, Maximiliano, and González (2008)
B.B.K.	משוקלל כמוצע פשוט	9	49	הודו	Balasubramanian, Black, and Khanna (2010)
L.S.	משוקלל כמוצע פשוט	4	19	ישראל	Lauterbach and Shahmon (2010)
B.C.G.	משוקלל כמוצע פשוט	7	41	ברזיל	Black, de Carvalho, and Gorga (2010)
A.O.M.S.	משוקלל כמוצע פשוט ;	6	64	23 מדינות מפותחות	Ammann, Oesch, and Schmid (2011)
A.B.Y.	PCA	5	46	טורקיה	Ararat, Black, and Yurtoglu (2014)
C.G.I.	משוקלל כמוצע פשוט ; PCA	3	31	ישראל	Cohen (2020) (present paper)

לוח זה מציג פרטים כלליים על ה-BCGI ועל מדדים אחרים של ממשל תאגידי הכלולים בקבוצת ההשוואה. ה-BCGI הוא מדד הממשל התאגידי המוצע במאמר זה. קבוצת ההשוואה מכילה 12 מדדים של ממשל תאגידי שהוצעו במאמרים קודמים

³³ אני לא כולל בקבוצת ההשוואה מאמרים המבוססים על מדד הממשל התאגידי של Deminor Rating (למשל, Bauer, Gunster, and Otten, 2004; Renders, Gaeremynck, and Seracu, 2010) מכיוון שמאמרים אלה אינם מתארים את הרכב המדד שבו הם משתמשים. באופן דומה, אני לא כולל מאמרים שמודדים רק ממד אחד של הממשל התאגידי (למשל, Kuznecovs and Pal, 2012).

³³ המדד מבוסס על נתונים שנאספו על ידי Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA). מאמרים נוספים שמתמשים במדדים שמבוססים על נתוני CLSA הם Durnev and Kim (2005), Doidge, Karolyi, and Stulz (2007), and Chen, Chen, and Wei (2009).

לוח 7
מאפייני המדגמים של מדדי הממשל התאגידי

(6) רכיבים סובייקטיביים	(5) גילוי נתונים וולונטרי	(4) מדגם פאנל	(3) מספר התצפיות	(2) התקופה	(1) המאמר
28%	כן	לא	374 חברות	1999	K.L.
0%	לא	כן	240 חברות	1998, 2000, 2002	C.L.
13%	כן	לא	120 חברות	2002	B.D.S.Z.
3%	כן	לא	515 חברות	2001	B.J.K.
26%	לא	לא	320 חברות	2002	K.O.
22%	לא	לא	168 חברות	2002	C.C.L.Z.
0%	לא	לא	33 חברות	2004	G.M.G.
0%	כן	לא	296 חברות	2005	B.B.K.
0%	לא	לא	173 חברות	2005	L.S.
0%	כן	לא	66 חברות	2004	B.C.G.
0%	כן	כן	6,663 שנות חברה	2003–2007	A.O.M.S.
0%	לא	כן	196 חברות; 1,126 שנות חברה	2006–2012	A.B.Y.
0%	לא	כן	810 שנות חברה	2007–2014	C.G.I.

לוח זה מתאר את מאפייני המדגמים שמשמשים לחישוב ציוני הממשל התאגידי במאמר הנוכחי ובמאמרים הקודמים שנכללו בקבוצת ההשוואה. עמודות 2 עד 4 מציגות את תקופת המדגם בכל אחד מהמאמרים, את מספר התצפיות וסוג המדגם (פאנל או חתך רוחב), בהתאמה. בעמודה 5 מדווח האם הנתונים שמשמשים לחישוב ציוני הממשל התאגידי הם כאלו המדווחים על ידי החברה באופן וולונטרי כגון נתונים שנאספו מסקרים שהופצו לחברות או נתונים שהכותבים השיגו מאנליסטים, או שמדובר בנתונים שהחברות מחויבות לדווח על פי חוק. עמודה 6 מציגה את שיעור הרכיבים הסובייקטיביים בכל אחד מהמדדים. ה-BCGI הוא מדד הממשל התאגידי המוצע במאמר זה. קבוצת ההשוואה מכילה 12 מדדים של ממשל תאגידי שהוצעו במאמרים קודמים.

לוח 8

הממדים שמוערכים על ידי מדדי הממשל התאגידי

הממדים של הממשל התאגידי								(1)
(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	המאמר
מבנה בעלות	זכויות בעלי מניות המיעוט	גילוי	ביקורת ובקרה	סה"כ ממדי תאגידי	אחריות חברתית תאגידית (CSR) ואתיקה	ממדי תוצאה	סה"כ ממדים שלא מעריכים את איכות ההגנה על המשקיעים	
4%	5%	19%	32%	60%	12%	28%	40%	K.L.
25%	13%	21%	33%	92%	0%	8%	8%	C.L.
3%	18%	44%	32%	97%	0%	3%	3%	B.D.S.Z.
3%	9%	8%	77%	97%	0%	3%	3%	B.J.K.
0%	22%	26%	45%	93%	7%	0%	7%	K.O.
7%	15%	35%	30%	87%	6%	7%	13%	C.C.L.Z.
24%	12%	23%	35%	94%	0%	6%	6%	G.M.G.
0%	2%	18%	64%	84%	2%	14%	16%	B.B.K.
0%	5%	10%	60%	75%	10%	15%	25%	L.S.
15%	2%	27%	51%	95%	2%	3%	5%	B.C.G.
16%	9%	3%	33%	61%	9%	30%	39%	A.O.M.S.
9%	4%	54%	29%	96%	4%	0%	4%	A.B.Y.
4%	0%	0%	96%	100%	0%	0%	0%	C.G.I.

בלוח זה, אני מנתח את ממדי הממשל התאגידי שמעריכים ה-BCGI והמדדים האחרים בקבוצת ההשוואה. עמודות 2 עד 4 מציגות את שיעור הרכיבים שאינם מעריכים את איכות ההגנה על המשקיעים בכל אחד מהמדדים ועמודות 5 עד 9 מציגות את שיעור הרכיבים שמודדים את איכות ההגנה על המשקיעים. בפרט, עמודה 2 מציגה את השיעור הכולל של הרכיבים שאינם מודדים את איכות ההגנה על משקיעים; עמודה 3 מציגה את שיעור הרכיבים שמודדים תוצאות הנובעות מאיכות הממשל התאגידי; עמודה 4 מציגה את שיעור הרכיבים המעריכים את מידת האחריות החברתית והאתיקה התאגידית בחברה; עמודה 5 מציגה את השיעור הכולל של הרכיבים שמודדים את איכות ההגנה על המשקיעים בכל אחד מהמדדים; עמודה 6 מדווחת על שיעור הרכיבים שמודדים את איכות הביקורת והבקרה; עמודה 7 מציגה את שיעור הרכיבים שמודדים את איכות הדיווח הכספי של החברה; עמודה 8 מציגה את שיעור הרכיבים שמודדים את זכויות בעלי מניות המיעוט; ועמודה 9 מציגה את שיעור הרכיבים שנוגעים למבנה הבעלות. ה-BCGI הוא מדד הממשל התאגידי המוצע במאמר זה. קבוצת ההשוואה מכילה 12 מדדי ממשל תאגידי שהוצעו במאמרים קודמים.

לוח 9 ממדי הביקורת והבקרה

(4) הפעילות הכללית	(3) ממד הכישורים	(2) ממד העצמאות	(1) המאמר
7%	0%	25%	K.L.
8%	0%	25%	C.L
13%	0%	20%	B.D.S.Z.
13%	3%	62%	B.J.K.
11%	0%	33%	K.O.
5%	1%	24%	C.C.L.Z.
6%	0%	30%	G.M.G.
18%	0%	45%	B.B.K.
10%	10%	40%	L.S.
15%	0%	37%	B.C.G.
6%	0%	27%	A.O.M.S.
2%	0%	27%	A.B.Y.
0%	43%	57%	C.G.I.

בלוח זה אני מנתח את הרכיבים הנכללים ב-BCGI ובשאר המדדים בקבוצת ההשוואה שמעריכים את איכות מנגנוני הביקורת והבקרה בחברה. עמודה 2 מציגה את שיעור הרכיבים שמודדים את ממד העצמאות של מי שמכהנים במנגנוני הביקורת והבקרה; עמודה 3 מציגה את שיעור הרכיבים שמודדים את כישוריהם של מי שמכהנים במנגנוני הביקורת והבקרה; ועמודה 4 מציגה את שיעור הרכיבים שמודדים את המידה שבה מנגנוני הביקורת והבקרה פעילים. ה-BCGI הוא מדד הממשל התאגידי המוצע במאמר זה. קבוצת ההשוואה מכילה 12 מדדים של ממשל תאגידי שהוצעו במאמרים קודמים.

לוח 10 המאפיינים של הדירקטוריון הטיפוסי

ממוצע	חציון	הנמוך ביותר	הגבוה ביותר	סטיית התקן	
8.1	8.0	4.0	16.0	2.3	גודל
57.0	57.3	41.3	69.8	5.1	גיל
8.6	10	1.4	28.1	5.1	מידת העומס של הדירקטוריון
5.7	5.3	0	23.5	3.2	מידת העומס של הדירקטורים החיצוניים
5.8	5.3	0	23.5	3.2	מידת העומס של הדירקטורים הבלתי תלויים
30.7	0	#	#	#	שיעור החברות שבהן יו"ר הדירקטוריון אינו בעל השליטה
93.2	0	#	#	#	שיעור החברות שבהן יו"ר הדירקטוריון אינו מנכ"ל החברה
47.5	50	10	90.0	15.1	שיעור בעלי השליטה והתלויים בבעלי השליטה שמכהנים בדירקטוריון
31.0	28.6	0.0	90.0	18.2	שיעור בעלי השליטה שמכהנים בדירקטוריון
16.5	14.3	0.0	71.4	15.2	שיעור התלויים בבעל השליטה שמכהנים בדירקטוריון
17.5	0	#	#	#	שיעור החברות שבעל מניות שאינו בעל השליטה מכהן בדירקטוריון שלהן
12.0	0.0	0.0	71.4	15.4	שיעור חברי ההנהלה הבכירה שמכהנים בדירקטוריון
8.7	0.0	0.0	66.7	13.9	שיעור חברי ההנהלה הבכירה שהם בעלי שליטה שמכהנים בדירקטוריון
3.3	0.0	0.0	40.0	7.0	שיעור חברי ההנהלה הבכירה שהם בעלי מניות שאינם נמנים על בעלי השליטה שמכהנים בדירקטוריון
27.5	25.0	7.1	50.0	8.2	שיעור הדירקטורים החיצוניים שמכהנים בדירקטוריון
35.4	33.3	12.5	83.3	12.5	שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים שמכהנים בדירקטוריון
45.3	42.9	0.0	100	19.6	שיעור המומחים הפיננסיים שמכהנים בדירקטוריון
69.8	71.4	0.0	100	17.9	שיעור הדירקטורים בעלי מומחיות ענפית שמכהנים בדירקטוריון
30.4	28.6	0.0	80.0	17.6	שיעור הדירקטורים בעלי תואר MBA שמכהנים בדירקטוריון
16.6	14.3	0.0	60.0	10.3	שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות פיננסית שמכהנים בדירקטוריון
11.3	11.1	0.0	75.0	11.0	שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות ענפית שמכהנים בדירקטוריון
9.4	9.1	0.0	60.0	10.5	שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי תואר MBA שמכהנים בדירקטוריון
21.2	20.0	0.0	75.0	13.2	שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בעלי מומחיות פיננסית שמכהנים בדירקטוריון

13.8	75.0	0.0	14.3	14.9	שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בעלי מומחיות ענפית שמכהנים בדירקטוריון
12.3	60.0	0.0	12.5	12.6	שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בעלי תואר MBA שמכהנים בדירקטוריון
10.3	100	33.3	66.7	64.6	שיעור הדירקטורים החיצוניים שמכהנים בוועדת הביקורת
17.8	100	33.3	66.7	78.3	שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים שמכהנים בוועדת הביקורת
21.1	100	0.0	33.3	38.9	שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות פיננסית שמכהנים בוועדת הביקורת
25.0	100	0.0	33.3	26.6	שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי מומחיות ענפית שמכהנים בוועדת הביקורת
24.7	100	0.0	33.3	47.1	שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בעלי מומחיות פיננסית שמכהנים בוועדת הביקורת
29.0	100	0.0	33.3	32.4	שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בעלי מומחיות ענפית שמכהנים בוועדת הביקורת
#	#	#	0.0	26.9	שיעור החברות שבוועדת הביקורת שלהן מכהנים בעלי השליטה או מי שתלויים בבעלי השליטה
40.7	100	0.0	100	79.0	שיעור החברות שבהן קיימת ועדת דוחות כספיים
49.1	100	0.0	0.0	40.5	שיעור החברות שבהן קיימת ועדת תגמול

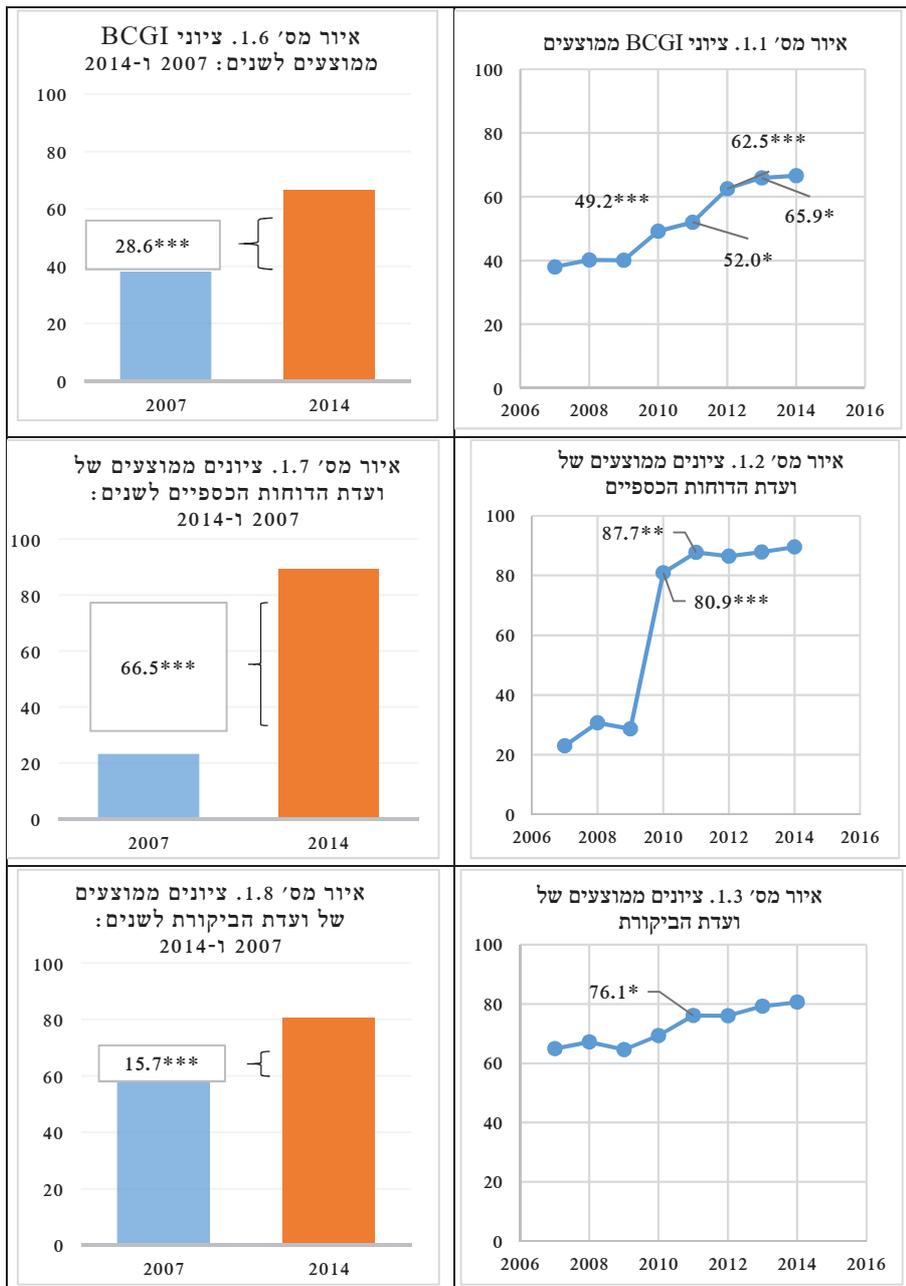
לוח זה מציג את הערכים הממוצעים של מאפייני הדירקטוריון הטיפוסי במדגם שלי במהלך השנים 2007 עד 2014. גודל הוא מספר הדירקטורים שמכהנים בדירקטוריון. גיל הוא גילם של הדירקטורים שמכהנים בדירקטוריון. מידת העומס של דירקטור נמדדת כמספר התפקידים שהוא ממלא בחברות אחרות. דירקטור בעל מומחיות פיננסית מוגדר כאחד מאלה: דירקטור בעל תואר שלישי (Ph.D.) בפיננסים, רואה חשבון, דירקטור אשר מחזיק או שמילא תפקיד פיננסי בכיר או דירקטור שמנהל או שניהל מוסד פיננסי. דירקטור בעל מומחיות בענף מוגדר כדירקטור בעל השכלה פורמלית או ניסיון מעשי הרלוונטי לענף בו פועלת החברה. בעל השליטה הוא בעל מניות אשר מחזיק לפחות בשיעור של 25 אחוז ממניות החברה. מספר בעלי מניות שקיים ביניהם הסכם שליטה וסכום אחזקותיהם מסתכם בשיעור של 25 אחוז ומעלה, נחשבים כבעל שליטה יחיד. תלויים בבעלי השליטה הם דירקטורים המועסקים בחברות אחרות אשר נשלטות על ידי בעל השליטה.

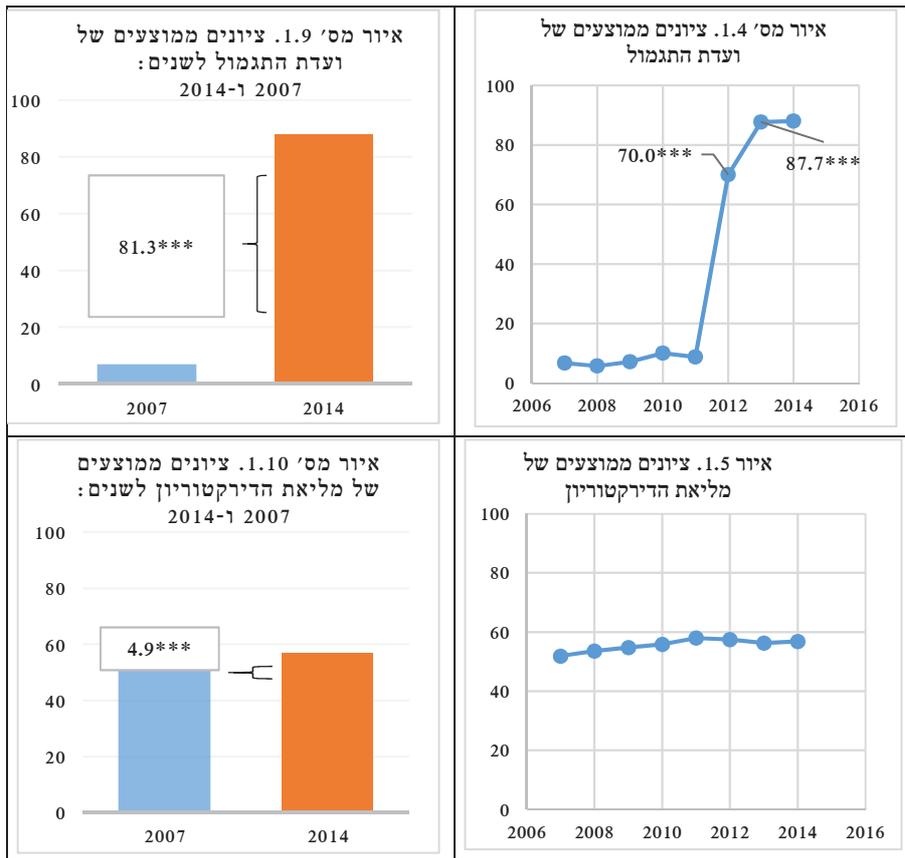
לוח 11
סטטיסטיקה תיאורית של ציוני ה-BCGI

(7) מקסימום	(6) מינימום	(5) סטיית התקן	(4) חציון	(3) ממוצע	(2) מספר חברות	(1)
70.1	13.0	12.1	38.0	38.0	114	2007
69.9	13.3	11.3	38.5	40.2	115	2008
69.6	16.3	11.9	40.6	40.1	115	2009
73.4	15.4	11.1	50.4	49.2***	118	2010
72.4	18.9	11.1	55.0	52.0*	108	2011
88.6	19.8	13.1	63.2	62.5***	102	2012
84.8	26.9	11.8	68.0	65.9*	94	2013
84.8	26.9	11.8	69.7	66.6	92	2014

לוח זה מציג סטטיסטיקה תיאורית של ציוני ה-BCGI עבור כל אחת משנות המדגם. ציון BCGI ממוצע בשנה t השונה מהציון בשנה t-1 באופן מובהק סטטיסטית ברמה של 1 אחוז, 5 אחוז ו-10 אחוז מסומן ב-***, **, *, בהתאמה. ציון BCGI ממוצע השונה באופן מובהק סטטיסטית ברמה של 5 אחוז ו-1 אחוז מוצג בהדגשה. ה-BCGI הוא מדד הממשל התאגידי המוצע במאמר זה.

איורים 1.1 עד 1.10 ההתפתחות ציוני ה-BCGI

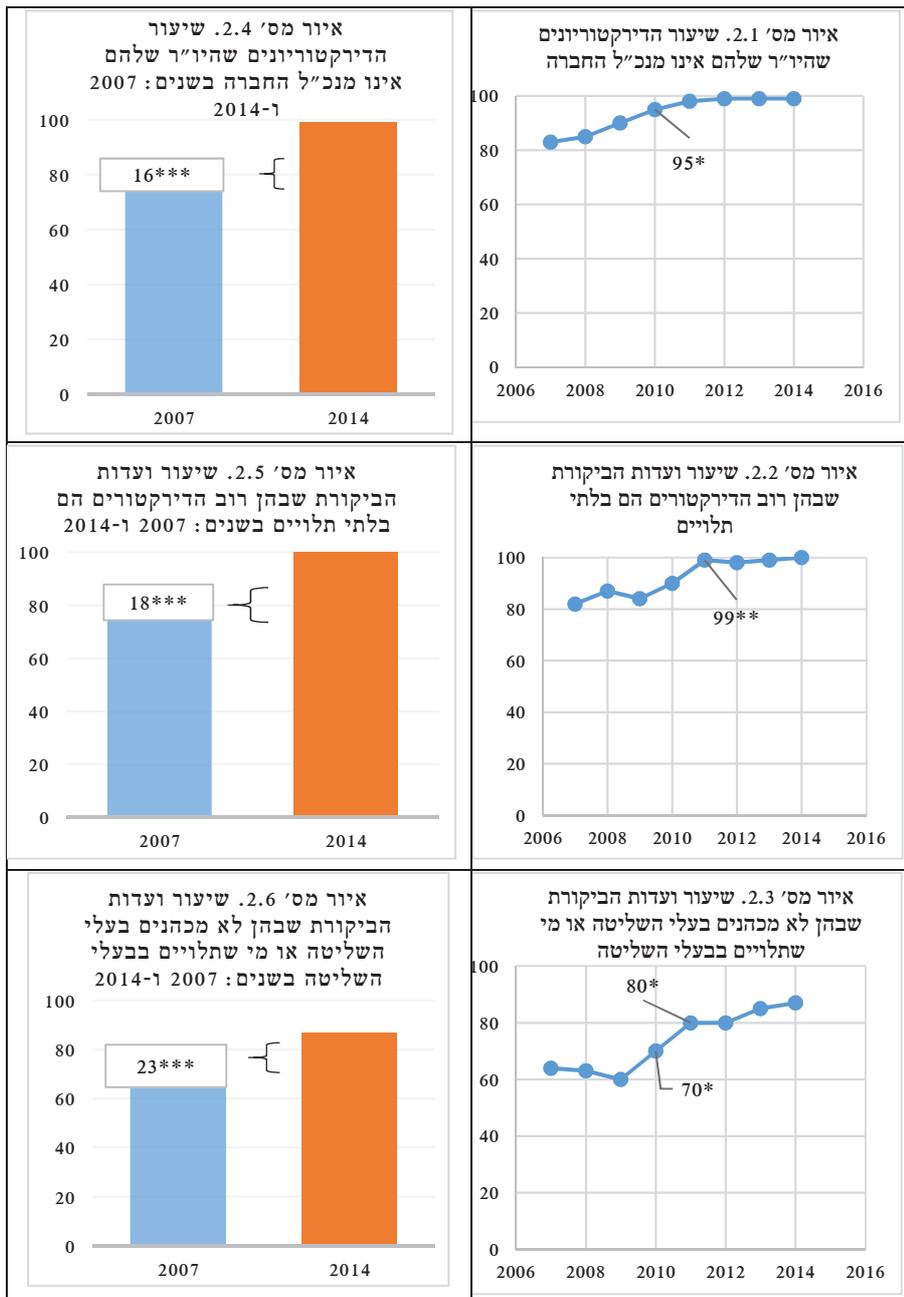




האיורים 1.1 עד 1.5 מציגים את הציונים הממוצעים השנתיים של ה-BCGI ושל כמה מנגנוני ממשל תאגידי. איור 1.1 מציג את ציוני ה-BCGI הממוצעים; האיורים 1.2 עד 1.4 מציגים את הציונים הממוצעים של ועדת הדוחות הכספיים, ועדת הביקורת וועדת התגמול, המחושבים, בהתאמה, כממוצע פשוט של רכיבי ה-BCGI שמודדים את איכות ועדת הדוחות הכספיים, ועדת הביקורת וועדת התגמול; איור 1.5 מציג את הציון של מליאת הדירקטוריון המחושב כממוצע פשוט של רכיבי ה-BCGI המעריכים את הדירקטוריון בכללותו ולא מעריכים וועדה ספציפית הפועלת בו; האיורים 1.6 עד 1.10 מציגים את ההפרשים בין הציונים הממוצעים בשנת 2014 לבין הציונים הממוצעים בשנת 2007. רמות מובהקות סטטיסטית של 1 אחוז, 5 אחוז ו-10 אחוז מסומנות ב-***, **, * בהתאמה. ה-BCGI הוא מדד הממשל התאגידי המוצע במאמר זה.

איורים 2.1 עד 2.6

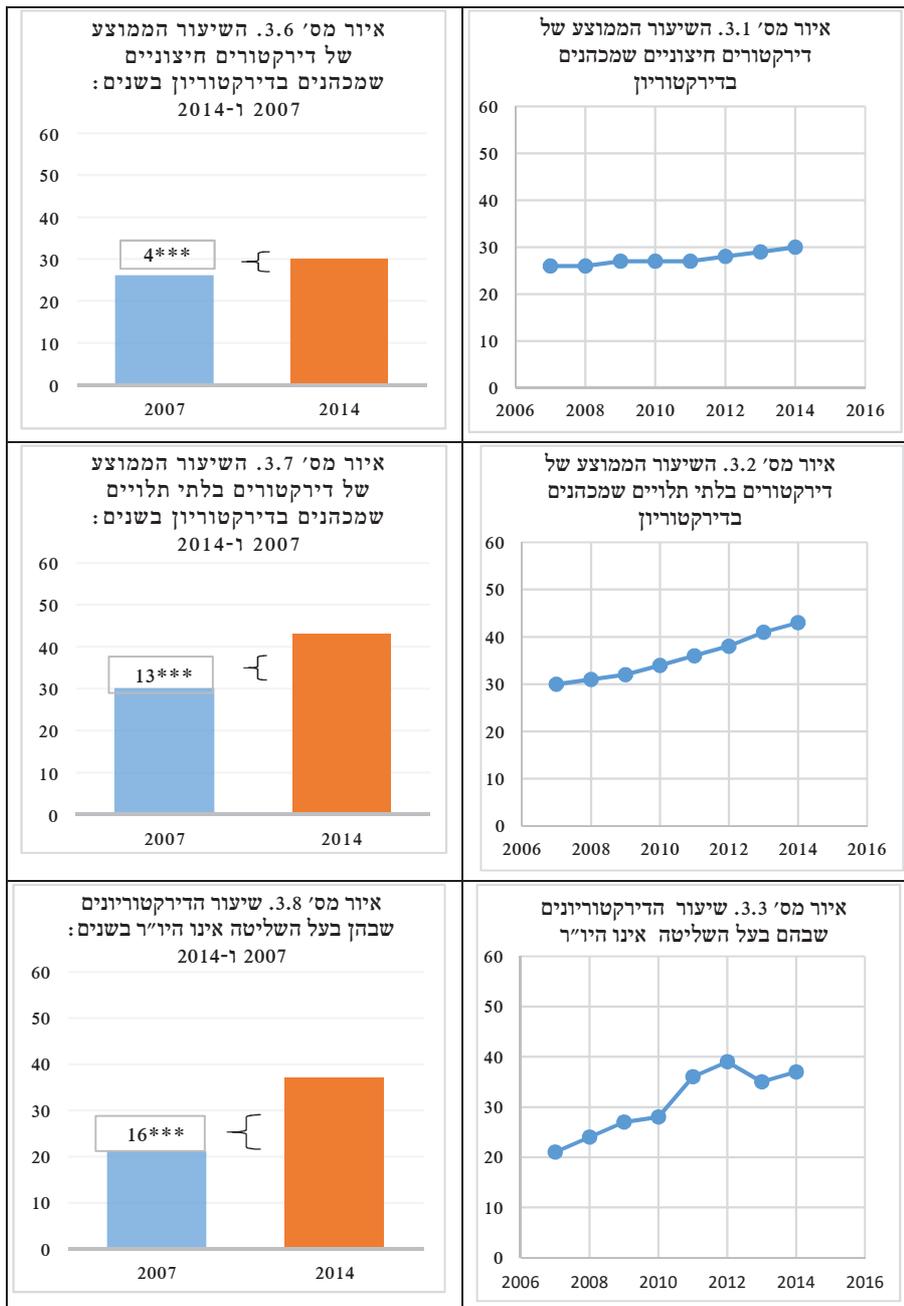
ההתפתחות של הרכיבים שהושפעו משינויי החקיקה בתחום הממשל התאגידי

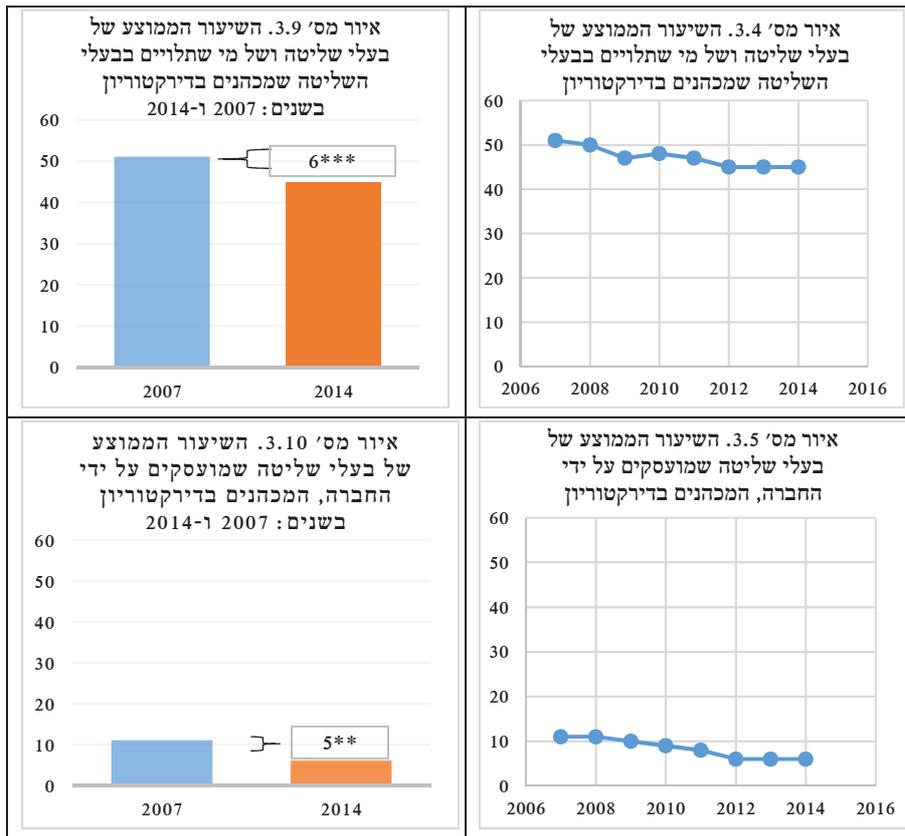


איוורים 2.1 עד 2.3 מציגים את אחוז החברות שיישמו הוראות ספציפיות של תיקון 16 לחוק החברות שנכנס לתוקף בשנת 2011. איור 2.1 מציג את שיעור החברות שיושב ראש שלהן אינו מנכ"ל החברה. איור 2.2 מציג את שיעור החברות שבהן רוב הדירקטורים שמכהנים בוועדת הביקורת הם בלתי תלויים. איור 2.3 מציג את שיעור החברות שבעל השליטה שלהם או מי שתלויים בבעל השליטה, לא מכהנים בוועדת הביקורת שלהן. איורים 2.4 עד 2.6 מציגים את ההפרש בין הערכים בשנת 2014 לערכים בשנת 2007. אני מחשיב דירקטור כתלוי בבעל השליטה, אם הוא מועסק על ידי חברה אחרת אשר נמצאת בשליטתו של בעל השליטה. רמות מובהקות סטטיסטית של 1 אחוז, 5 אחוז ו-10 אחוז מסומנות ב-*, **, ***, בהתאמה. ה-BCGI הוא מדד הממשל התאגידי המוצע במאמר זה.

איורים 3.1 עד 3.10

ההתפתחות של הרכיבי הממשל התאגידי אשר מודדים את עצמאות הדירקטוריון

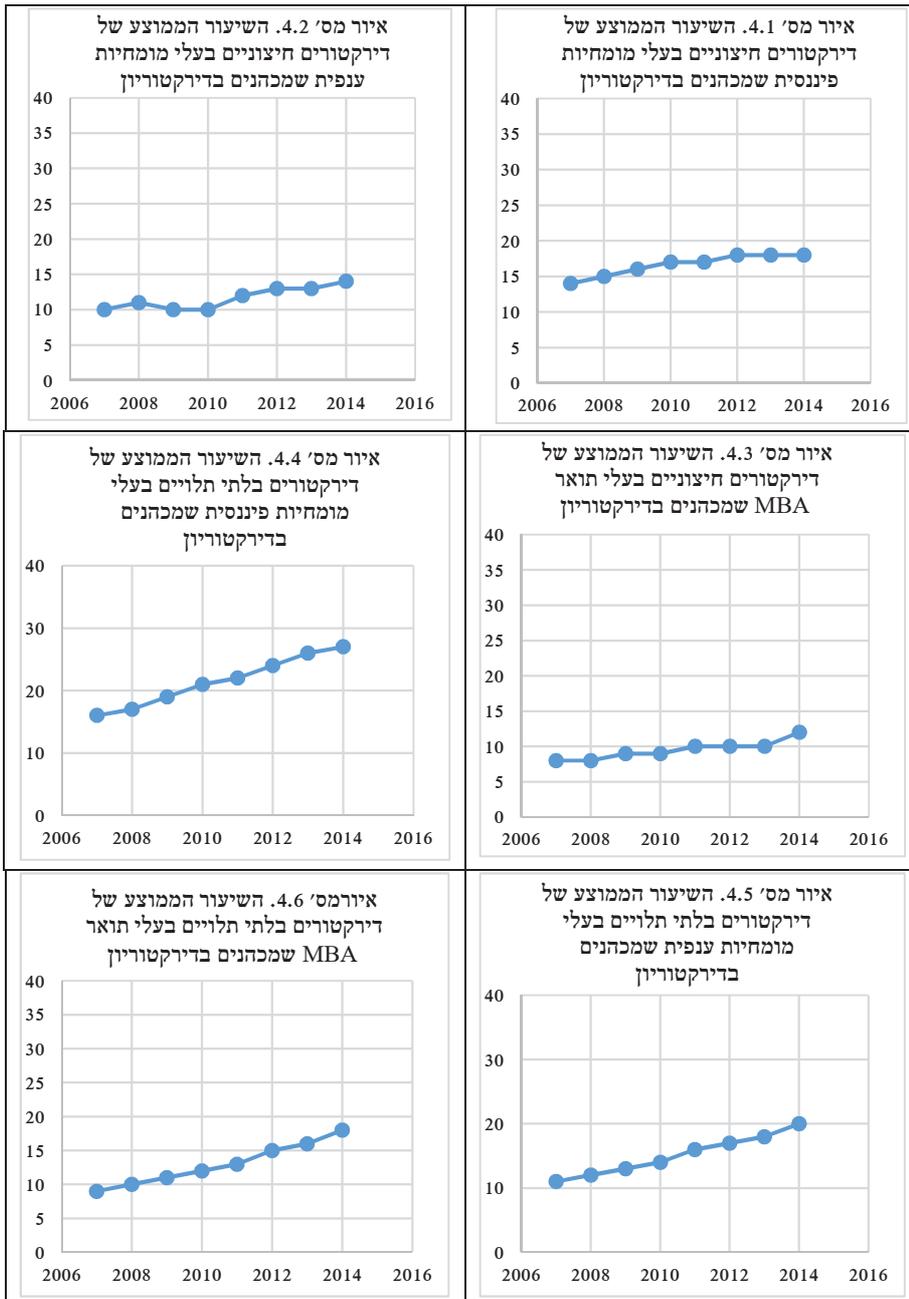


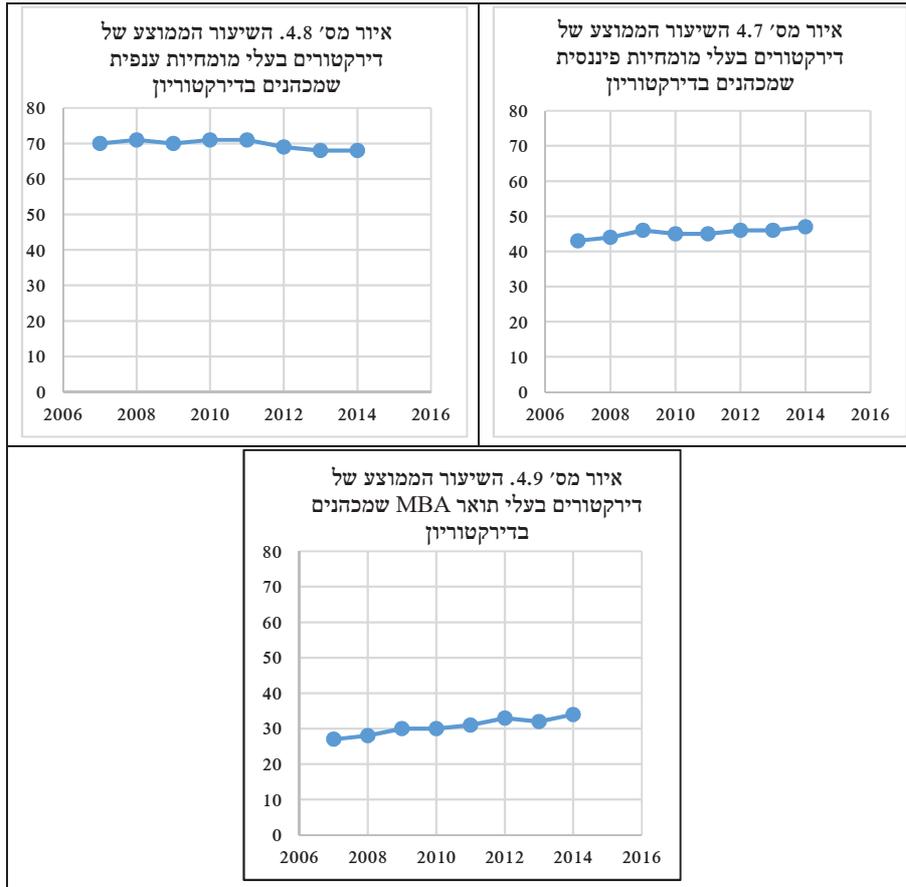


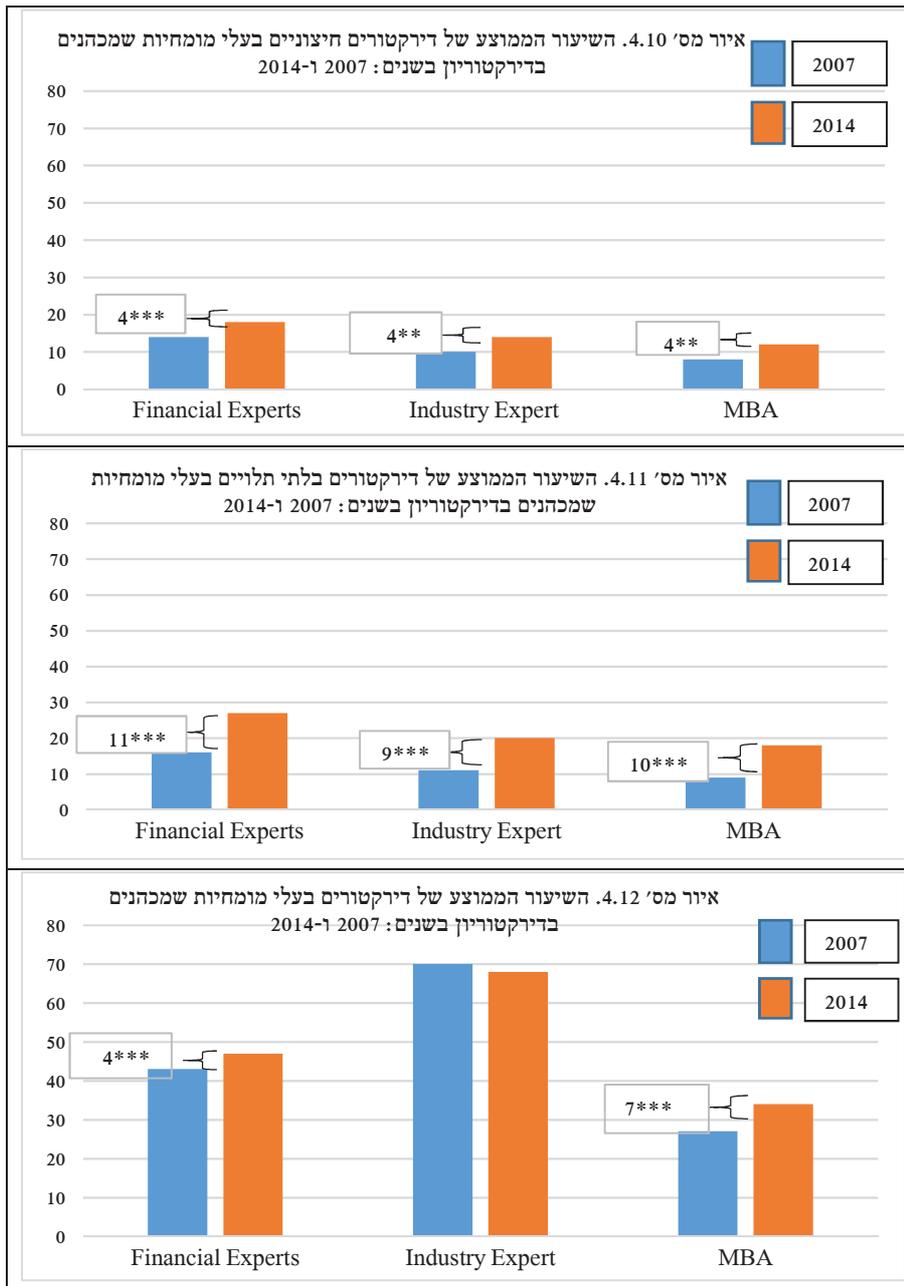
איורים 3.1 עד 3.10 מציגים רכיבים, שאינם מושפעים משינויי החקיקה בתחום הממשל התאגידי שנכנסו לתוקף במהלך שנות המדגם ואשר מודדים את עצמאות הדירקטוריון. איורים 3.1 עד 3.5 מציגים את הערכים הממוצעים השנתיים של הרכיבים הללו. איור 3.1 מציג את השיעור הממוצע של דירקטורים חיצוניים בדירקטוריון; האיור 3.2 מציג את השיעור הממוצע של דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון; איור 3.3 מציג את שיעור החברות שבהן יו"ר הדירקטוריון אינו בעל השליטה; איור 3.4 מציג את השיעור הממוצע של בעלי השליטה ודירקטורים התלויים בבעל השליטה שמכהנים בדירקטוריון; איור 3.5 מציג את השיעור הממוצע של בעלי השליטה שמכהנים בדירקטוריון ומועסקים על ידי החברה. האיורים 3.6 עד 3.10 מציגים את ההפרש שבין הערכים בשנת 2014 לבין הערכים בשנת 2007. אני מחשיב דירקטור כתלוי בבעל השליטה, אם הוא מועסק על ידי חברה אחרת אשר נמצאת בשליטתו של בעל השליטה. רמות מובהקות סטטיסטית של 1 אחוז, 5 אחוז ו-10 אחוז מסומנות ב-***, **, * בהתאמה. ה-BCGI הוא מדד הממשל התאגידי המוצע במאמר זה.

איורים מס' 4.1 עד 4.12

ההתפתחות של רכיבי הממשל התאגידי אשר מודדים את כישורי הדירקטוריון



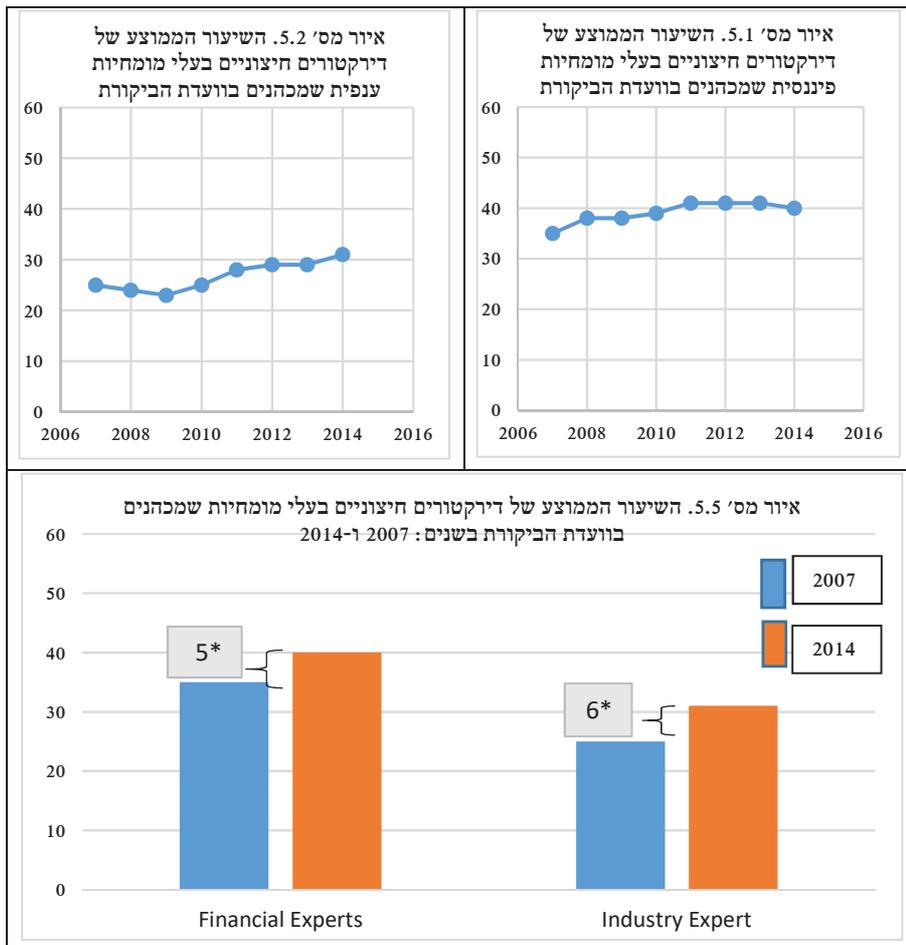


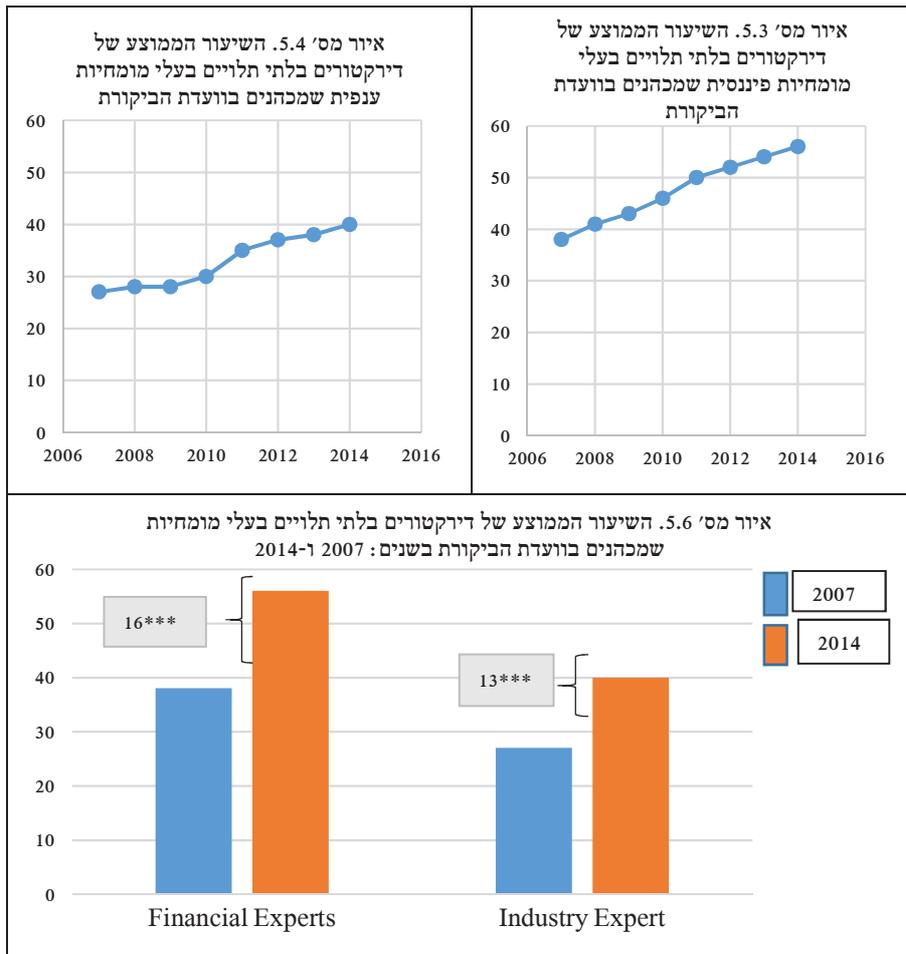


איורים 4.1 עד 4.12 מציגים את הרכיבים שמודדים את כישורי הדירקטוריון. איורים 4.1 עד 4.9 מציגים את הערך השנתי של רכיבים אלה. איורים 4.1 עד 4.3 מציגים את השיעור הממוצע של דירקטורים חיצוניים בעלי מומחיות פיננסית, בעלי מומחיות ענפית או בעלי תואר MBA, בהתאמה, שמכהנים בדירקטוריון. איורים 4.4 עד 4.6 מציגים את השיעור הממוצע של דירקטורים בלתי תלויים בעלי מומחיות פיננסית, בעלי מומחיות ענפית או בעלי תואר MBA, בהתאמה, שמכהנים בדירקטוריון. איורים 4.7 עד 4.9 מציגים את השיעור הממוצע של דירקטורים בעלי מומחיות פיננסית, בעלי מומחיות ענפית או בעלי תואר MBA, בהתאמה, שמכהנים בדירקטוריון. איורים 4.10 עד 4.12 מציגים את ההפרש בין הערכים בשנת 2014 לבין הערכים בשנת 2007. דירקטור בעל מומחיות פיננסית מוגדר כאחד מאלה: דירקטור בעל תואר שלישי (Ph.D.) בפנינסים, רואה חשבון, דירקטור אשר ממלא או מילא תפקיד פיננסי בכיר, או דירקטור שמנהל או שניהל מוסד פיננסי. דירקטור בעל מומחיות ענפית מוגדר כדירקטור בעל השכלה פורמלית או ניסיון מעשי הרלוונטי לענף בו פועלת החברה. רמות מובהקות סטטיסטית של 1 אחוז, 5 אחוז ו-10 אחוז מסומנות ב-***, **, * , בהתאמה. ה-BCGI הוא מדד הממשל התאגידי המוצע במאמר זה.

5.6–5.1 איורים

ההתפתחות של הרכיבים אשר מודדים את הכישורים של ועדת הביקורת

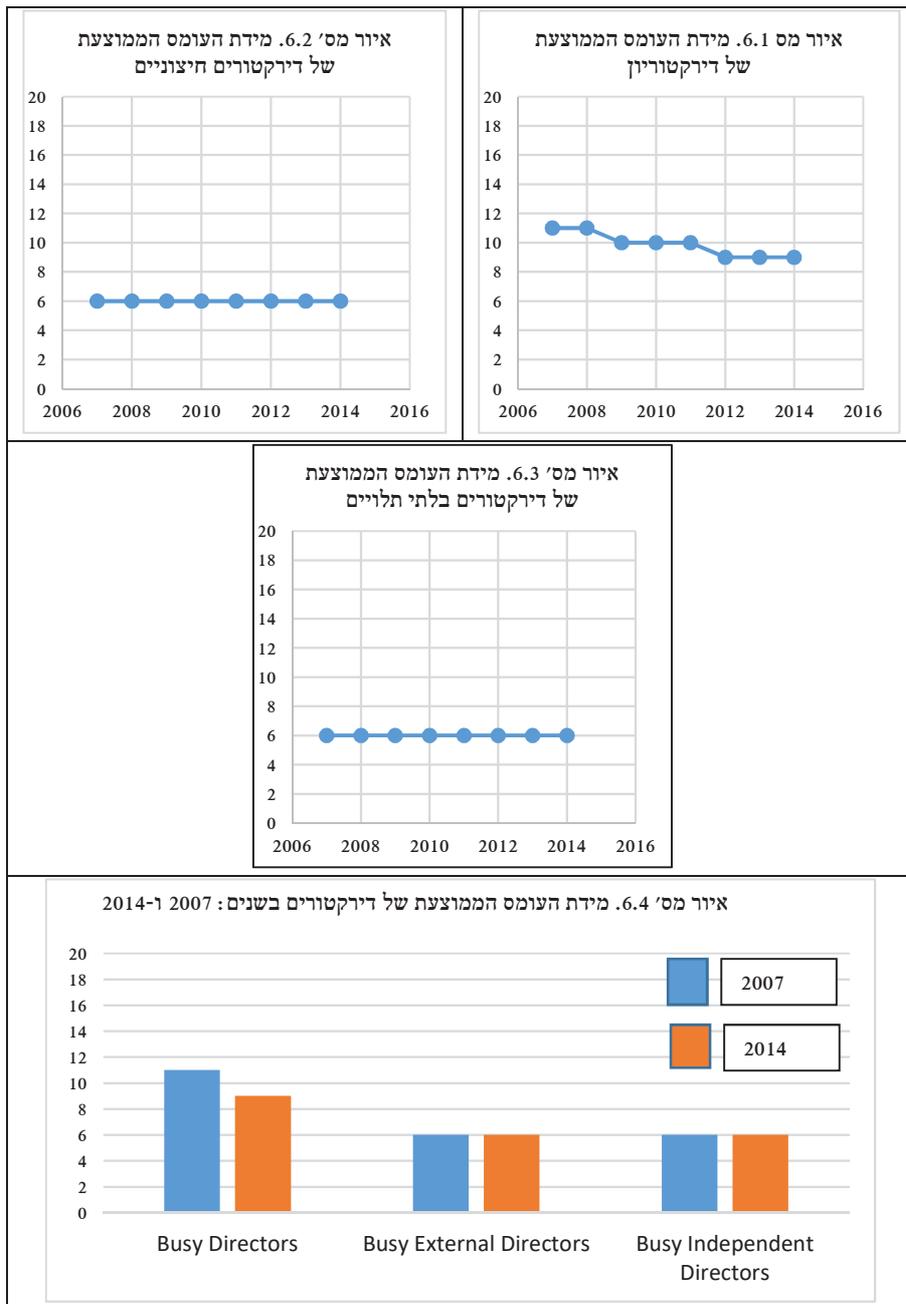




איורים 5.1 עד 5.6 מציגים רכיבים אשר מודדים את הכישורים של ועדת הביקורת. איורים 5.1 עד 5.4 מציגים את הערך השנתי של הרכיבים הללו. איורים 5.1 עד 5.2 מציגים את השיעור הממוצע של דירקטורים חיצוניים בעלי מומחיות פיננסית ושל דירקטורים חיצוניים בעלי מומחיות ענפית, בהתאמה, שמכהנים בוועדת הביקורת. איורים 5.3 עד 5.4 מציגים את השיעור הממוצע של דירקטורים בלתי תלויים בעלי מומחיות פיננסית ושל דירקטורים בלתי תלויים בעלי מומחיות ענפית, בהתאמה, שמכהנים בוועדת הביקורת. איורים 5.5 עד 5.6 מציגים את ההפרש שבין הערכים בשנת 2014 לבין הערכים בשנת 2007. דירקטור בעל מומחיות פיננסית מוגדר כאחד מאלה: דירקטור בעל תואר שלישי (Ph.D.) בפנינסים, רואה חשבון, דירקטור אשר ממלא או שמילא תפקיד פיננסי בכיר, או דירקטור שמנהל או שניהל מוסד פיננסי. דירקטור בעל מומחיות ענפית מוגדר כדירקטור בעל השכלה פורמלית או ניסיון מעשי הרלוונטי לענף בו פועלת החברה. רמות מובהקות סטטיסטית של 1 אחוז, 5 אחוז ו-10 אחוז מסומנות ב-***, **, * , בהתאמה. ה-BCGI הוא מדד הממשל התאגידי המוצע במאמר זה.

איורים מס' 6.1–6.4

ההתפתחות של הרכיבים אשר מודדים את מידת העומס המוטל על דירקטורים



איורים 6.1 עד 6.4 מציגים רכיבים אשר מודדים את מידת העומס המוטל על הדירקטורים. האיורים 6.1 עד 6.3 מציגים את הערך השנתי של הרכיבים הללו. איור 6.1 מציג את מידת העומס הממוצעת של הדירקטורים בדירקטוריון, איור 6.2 מציג את מידת העומס הממוצעת המוטלת על הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון ואיור 6.3 מציג את מידת העומס הממוצעת המוטלת על הדירקטורים הבלתי תלויים בדירקטוריון. איור 6.4 מציג את ההפרש שבין הערכים בשנת 2014 לבין הערכים בשנת 2007. מידת העומס מוגדרת כמספר התפקידים שאותם ממלא הדירקטור בחברות אחרות. רמות מובהקות סטטיסטית של 1 אחוז, 5 אחוז ו-10 אחוז מסומנות ב-*, **, ***. בהתאמה. ה-BCGI הוא מדד הממשל התאגידי המוצע במאמר זה.