



Academic Ono College

The Business School Working Paper series

Working Paper No. 2008-1

בחינת הקשר בין איכות ממשל תאגידי לבין ביצועיהן של חברות שהשליטה בהן מרוכזת בידי קומץ בעלי שליטה

שמואל האוזר, גיתית גור-גרשגורן ולורין סמדר¹

מאי 2008

¹ העבודה מבוססת על עבודת התיזה לתואר שני של לורין סמדר.

בחינת הקשר בין איכות ממשל תאגידי לבין ביצועיהן של חברות שהשליטה בהן מרוכזת בידי קומץ בעלי שליטה

ת ק צ י ר

בעבודה זו אנו בוחנים את ההשפעה של מבנה שליטה ריכוזי על הקשר בין איכות הממשל התאגידי בחברות לבין ביצועיהן ושערי התשואה על מניותיהן. אנו מציעים מספר מדדים למדידת איכות הממשל התאגידי על בסיס מדגם נתונים ייחודי בשוק ההון הישראלי שמאפשר לבחון את הסוגיה בתנאי 'מעבדה' על חברות משני סוגים, חברות שהתאגדו בישראל ונסחרות בבורסה בת"א בלבד (קבוצת המדגם), וחברות הדומות לחברות בקבוצת המדגם שהתאגדו בישראל ורשומות למסחר גם בבורסות בארה"ב (קבוצת ביקורת). הייחוד של קבוצת הביקורת הוא שהחברות הדואליות הרשומות למסחר בארה"ב ובבורסה בתל אביב נהנות מחוק הרישום הכפול לפיו הן פטורות מדיווח על פי הדין הישראלי, וחיובות בדיווח, בישראל ובארה"ב, רק על פי הדין האמריקאי. הממצאים העיקריים הם אלה: (1) הציונים לגבי איכות הממשל התאגידי גבוהים יותר בחברות ישראליות דואליות מאשר בחברות ישראליות שמניותיהן רשומות למסחר בישראל בלבד; (2) הפער בין הביצועים של החברות הדואליות (Tobin's Q) ושיעורי התשואה על מניותיהן לבין אלה של החברות הישראליות הלא דואליות קשור באופן מובהק לפער באיכות הממשל התאגידי בין שתי הקבוצות הללו; (3) למבנה השליטה הריכוזי יש השפעה שלילית על הקשר בין ביצועי החברה לבין איכות הממשל התאגידי; ו- (4) בבניית מדד להערכת איכות הממשל התאגידי לא ניתן להסתפק בבחינה של מאפיינים בודדים דוגמת, מבנה שליטה, מבנה דירקטוריון, פיצוי מנהלים, אחריות מנהלים ודירקטורים, ומידת ההגנה על זכויות בעלי המניות, אלא במכלול של המאפיינים השונים; יחד עם זאת, המדד יכול להתבסס על מספר מצומצם אך מגוון של התכונות הללו המאפיינות את הממשל התאגידי.

בחירת הקשר בין איכות ממשל תאגידי לבין ביצועיהן של חברות שהשליטה בהן מרוכזת בידי קומץ בעלי שליטה

1. הקדמה

1.1 כללי

על פי Jensen and Meckling (1976), בעיית הסוכן (agency problem) נובעת מן ההפרדה בין הבעלות על החברה (בעלי המניות) לבין מנהליה. בעטייה של הפרדה זו נוצר פוטנציאל לניגוד אינטרסים שיכול להתקיים בין בעלי המניות למנהלי החברה בחברות בהן הבעלות מפוזרת בידי בעלי מניות רבים, ויכול להתקיים גם בין בעלי מניות המיעוט לבעלי השליטה בחברה, בחברות בהן הבעלות מרוכזת בידי מספר מועט של בעלי מניות המחזיקים שליטה בחברה. בישראל בה בלמעלה מ- 90% מהחברות הציבוריות קיים בעל שליטה המחזיק בלמעלה מ- 50% ממניות החברה, מתקיימת בעיית הסוכן בעיקר מהסוג השני.² ניגוד אינטרסים בין כל אלה והעדר היכולת של בעלי המניות ושל הרגולטטורים לפקח ביעילות על המנהלים ועל בעלי השליטה ללא עלויות גבוהות, עלולים להשפיע לרעה על ערכה של החברה בכלל, ועל בעלי המניות החיצוניים בפרט. על רקע זה התגבשה התפיסה בשוקי ההון בעולם, ולאחרונה גם בישראל, שפיתוח מנגנוני ממשל תאגידי יעילים ופיקוח עליהם עשויים לתרום למזעור פוטנציאל ניגוד האינטרסים, כאמור, ולצמצם מימדי בעיית הסוכן.

המושג "ממשל תאגידי" מוגדר כאוסף של מנגנונים המסייעים לספקי ההון להבטיח לעצמם קבלת תשואה על השקעתם. מנגנונים אלה אמורים להשפיע על מנהלי החברות לקבל החלטות שימקסמו את ערך החברה עבור בעלי המניות. אוסף המנגנונים כולל עקרונות רבים המתרכזים למספר נושאים מרכזיים ביניהם, מבנה הדירקטוריון, מבנה הבעלות, פיצוי מנהלים, אחריות מנהלים ודירקטורים, ומידת ההגנה על זכויות בעלי המניות הן על פי חוקי המדינה והן על פי תקנון החברה.

בשנים האחרונות סוגית הממשל התאגידי זוכה למקום מרכזי בדיון הציבורי בעיקר בעקבות שערוריית חשבונאיות וניהוליות שנתגלו בתאגידים ציבוריים עולמיים מובילים כגון Enron ו-WorldCom. בעקבות

² בחלק גדול מהחברות הקטנות בארה"ב וברוב החברות בשוקי ההון בעולם, במזרח הרחוק, דוגמת הונג קונג, טאיוון, תאילנד, סינגפור ועוד, ובאירופה, דוגמת, שוויץ, אוסטריה, פינלנד, נורבגיה, יוון ועוד, מבנה השליטה דומה דווקא למבנה השליטה של החברות הישראליות. מבחינה זו, עבודה זו רלבנטית לרוב שוקי ההון בעולם.

שערוריות אלה פורסם Sarbanes-Oxley Act בשנת 2002 בארה"ב שכולל אוסף של תקנות לממשל תאגידי, ובבריטניה, רשות ניירות ערך פרסמה את "הקוד המשולב: עקרונות ממשל תאגידי טוב והתנהלות טובה" (The combined code: principles of good governance and code of best practice). תכליתם של החוקים הללו היא קביעת עקרונות לניהולן התקין של חברות ציבוריות בכדי להגן על המשקיעים ולמזער את האפשרות של המנהלים ובעלי השליטה לנצלם.

בשל חשיבותם הכלכלית והרגולטורית, בעשור השנים האחרונות פורסמו מחקרים רבים שבדקו את הקשר בין איכות ממשל תאגידי בחברות לבין ביצועיהן. בחלק מהמחקרים, הממצאים מורים על קשר חיובי בין איכות הממשל התאגידי של חברות ציבוריות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה לבין ביצועיהן ובחלקם התוצאות אינן חד-משמעיות.³

בשונה ממרבית המחקרים שנעשו עד כה, תרומתה העיקרית של עבודה זו היא בשלושה מישורים. הראשון, עבודה זו עוסקת בבחינת ההשפעה של מבנה שליטה ריכוזי (ריכוז שליטה- מעל 50% ממניות החברה בידי בעלי עניין) על הקשר בין איכות הממשל התאגידי בחברות לבין ביצועיהן ושערי התשואה על מניותיהן. רוב המחקרים שעסקו בסוגיה בחנו את הקשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי חברות שמבנה השליטה בהן מפוזר. השני, לצורך בחינת הסוגיה העבודה עושה שימוש במדגם נתונים ייחודי של חברות ישראליות ומדגם חברות נוסף, כקבוצת ביקורת, של חברות ישראליות דואליות. מניותיהן של החברות הדואליות רשומות למסחר בארה"ב, בעיקר בנאסד"ק, ובבורסה בתל אביב והן נהנות מחוק הרישום הכפול לפיו הן פטורות מדיווח על פי הדין הישראלי, וחייבות בדיווח, בישראל ובארה"ב, רק על פי הדין האמריקאי. השוואה בין חברות ישראליות שמניותיהן רשומות למסחר רק בישראל לבין חברות ישראליות דומות שמניותיהן רשומות למסחר גם בארה"ב, מאפשרת לבחון את ההשפעה של מבנה השליטה הריכוזי על הקשר בין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועיהן של החברות בתנאי מעבדה, כאשר ממוצע האחזקות של בעלי עניין בחברות הדואליות שנדגמו הוא של כ- 42% בהשוואה לכ- 67% בחברות הישראליות הדומות.⁴ השלישי, מרבית המחקרים שבחנו את הסוגיה בחברות בעלות מבנה שליטה ריכוזי עשו זאת על בסיס מנגנונים בודדים שמאפיינים ממשל תאגידי דוגמת מבנה הדירקטוריון או שכר מנהלים.⁵ לעומתם, בעבודה זו נבנו מדדי איכות ממשל תאגידי הכוללים פרמטרים רבים ונבחנת ההשפעה של מבנה השליטה על הקשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי החברות. ייחודה של עבודה זו הוא, בין

³ ראה לדוגמה, Klapper and Love (2002), Gompers, Ishii and Metrick (2003), Black, Jang and Kim (2005) שם נמצא קשר חיובי בין איכות הממשל התאגידי לביצועי החברות, ולדוגמה מחקרים של Klein (1998), ושל Bhagat and Black (1999) שם לא נמצא קשר בין אחוז גבוה יותר של דירקטורים חיצוניים לבין ביצועי חברות.

⁴ ממוצע האחזקות של בעלי שליטה על פני כל החברות הרשומות למסחר בבורסה בתל אביב על פני שנים גם הוא כשל 67%.

⁵ ראה לדוגמה Hossain, Prevost and Rao (2001) שבחנו את השפעת אחוז הדירקטורים החיצוניים על ביצועי חברות בניו זילנד, וכן Mak and Yuanto (2002) שבחנו את השפעת גודל הדירקטוריון על ביצועי חברות במלזיה וסינגפור.

השאר, גם באיסוף הנתונים ובניית מדדים לבחינת איכות הממשל התאגידי הנשענים אך ורק על מידע ידוע לציבור. מרבית המחקרים שנעשו עד היום בנושא ממשל תאגידי מתבססים על מדדים שנאספו על ידי גופים שונים ביניהם IRRC (Investor Responsibility Research Center) ו-ISS (Institutional Shareholder Services), CLSA (Credit Lyonnais Securities Asia). רוב המדדים הללו נשענו על מידע שהחברות עצמן העבירו או שנאספו על ידי אנליסטים מומחים (כגון המדד שנבנה על ידי רשות ניירות ערך בקוריאה, והמדד שנבנה על ידי CLSA). רק חלק קטן מהם נבנה על ידי הגופים השונים מתוך המידע הגלוי לציבור כגון תקנון התאגדות, דוחות כספיים ועוד (כגון המדד שנבנה על ידי ה-IRRC או ה-ISS).

בהעדר גוף אשר אוסף, מרכז ומודד את איכות הממשל התאגידי בחברות הציבוריות בישראל, עבודה זו מבוססת על מספר מדדים שנבנו לצורך בחינת איכות הממשל התאגידי באמצעות מתן ציון לחברות על פי הפרמטרים שנבחרו להיכלל במדדים אלה. הנתונים נאספו מתוך המידע הגלוי לציבור. נבנו 8 מדדי איכות ממשל תאגידי שנבדלים זה מזה במספר הפרמטרים שהם כוללים. ארבעה מדדי משנה (להלן: $Index_A(I)$, $Index_B(BD)$, $Index_C(C)$, $Index_D(AC)$) המתמקדים כל אחד בנושא אחר הקשור לאיכות ממשל תאגידי. ($Index_A(I)$ – מדד פעילות בעלי עניין כאשר I מציין בעלי עניין כולל 8 פרמטרים. $Index_B(BD)$ – מדד דירקטוריון כאשר BD מציין דירקטוריון כולל 14 פרמטרים. $Index_C(C)$ – מדד תגמול כאשר C מציין תגמול כולל 3 פרמטרים. $Index_D(AC)$ – מדד פיקוח וביקורת כאשר AC מציין ועדת ביקורת כולל 10 פרמטרים. נוסף לארבעת מדדי המשנה נבנו שלושה מדדים עיקריים (להלן: $Index_1$, $Index_2$, $Index_3$) הכוללים פרמטרים מכל אחד ממדדי המשנה לעיל, שקשורים לממשל התאגידי. $Index_1$ נשען על מדגם הנתונים המלא וכולל 40 פרמטרים, $Index_2$ כולל 34 פרמטרים ו- $Index_3$ הינו מדד מצומצם הנשען על פרמטרים שניתן לאסוף בקלות רבה יחסית ומכיל 18 פרמטרים בלבד.⁶ מדד נוסף שעשינו בו שימוש מבוסס על המלצותיו של ארגון מעלה שעוסק בדירוג אחריות חברתית של החברות הרשומות למסחר בבורסה בתל-אביב ואשר לאחרונה החליט לכלול בדירוג של החברות הללו גם מספר פרמטרים המאפיינים את הממשל התאגידי שלהן. מדד 'מעלה' (להלן: $Index$ (מעלה)) נבנה בהתאם להצעה המתגבשת של ארגון מעלה.^{7,8}

⁶ $Index_2$ אינו כולל 6 פרמטרים שניתן לומר כי הם עלולים ליצור הטיה מסוימת בציון שיקבלו החברות. 5 פרמטרים לא נכללים במדד כיוון שהחברות הישראליות שנכללו במדגם אינם שמיישמות אותם (הם לא נכללים בדרישת חוק החברות) או שאינן מדווחות על כך שהן מיישמות אותם. כתוצאה, כאשר הם נכללים בחישוב המדד, הם עלולים להטות כלפי מעלה את הציון במדד לחברות הדואליות. נתון נוסף אינו נכלל במדד כיוון שקיים שינוי מסוים באופן הדיווח לגבי חברות הישראליות לעומת החברות הדואליות. פירוט נוסף יובא בסעיף 3.4. $Index_3$ נבנה על מנת לנסות ולבדוק האם משקיעים המתבססים על מידע פשוט ואינטואיטיבי במידה מסוימת. (חסר ההמשך של המשפט...)

⁷ נמצאה קורלציה גבוהה בין כל מדדי איכות הממשל התאגידי שנבנו.

⁸ מדד מעלה שנבנה לצורך העבודה אינו כולל את כל הפרמטרים שנכללים בהמלצת הארגון אלא רק את הפרמטרים מתוך מדד מעלה שנכללו כבר במדגם הנתונים המקורי שנאסף. המדד שנבנה אינו כולל את חמשת הפרמטרים הבאים: האם יו"ר הדירקטוריון ממלא תפקיד אחר בתאגיד ו/או עוסק בתפקידי ניהול לרבות השתתפות כחבר בישיבות הנהלה; האם ועדת הביקורת מקיימת דיון מוקדם

בשנת 1999 פרסם הארגון לשיתוף פעולה ופיתוח כלכלי (OECD) למדינות החברות בו עקרונות ממשל תאגידי ראוי לניהולן התקין של חברות ציבוריות. מדינות רבות אימצו קודי ממשל תאגידי לאור כללי ה-OECD, בהתאם לחוק המקומי. מרביתן בחרו ליישם את קודי הממשל התאגידי בגישה של "אמץ או הסבר". על פי שיטה זו, אימוץ עקרונות קוד הממשל התאגידי אינו מחייב, אך יחד עם זאת, החברות נדרשות לדווח לציבור במסגרת הדיווח השנתי האם אימצו את עקרונות הקוד ואם בחרו שלא לעשות זאת, עליהן להמציא לכך הסבר. בעוד שבמרבית המדינות אימוץ קוד הממשל התאגידי אינו מחייב, בארה"ב רבים מעקרונות הממשל התאגידי מעוגנים בחוק מחייב. באנגליה, לעומת זאת הבורסה מתירה מחיקה מהמסחר של חברות שלא ניתן לגביהן הסבר מדוע לא אימצו עקרונות של ממשל תאגידי ולכן רוב החברות אימצו את עיקרם של עקרונות הממשל התאגידי הנכללים בקוד.⁹

בישראל, חוק החברות החדש (1999) היה אחד הצעדים הראשונים החשובים בעיצובו של קוד ממשל תאגידי. למרות שחוק החברות הישראלי אינו מעגן חלק ניכר מעקרונות הממשל התאגידי הנכללים בקודי ממשל תאגידי במדינות רבות בעולם, ניתן לזהות בו עקרונות ממשל תאגידי מסוימים כגון הדרישה להפרדת מאיישי משרות יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה והדרישה למינוי ועדת ביקורת. על פי המודל שהתוותה ועדת ברק, חולקו הוראות חוק החברות החדש לשני סוגים. הראשון, חוק הוראות קוגנטיות - הוראות שנועדו לקבוע סטנדרט מינימום להתנהלות חברה ביחסיה הפנימיים וביחסיה עם בעלי המניות דוגמת סעיף 114 לחוק החברות הקובע שחובה על חברה ציבורית למנות ועדת ביקורת. השני, הוראות דיספוזיטיביות - הוראות שנועדו להמליץ על סטנדרט התנהגותי ראוי, שחברות יכולות ל אמצן, כאשר ברירת המחדל היא ההוראה המומלצת על פי החוק. דוגמא לכך הוא סעיף 69 לחוק החברות הקובע שחובה על חברה ציבורית לשלוח הזמנות לאסיפה הכללית 21 יום מראש, אלא אם נקבע בתקנון שלא תימסר הודעה, וסעיף 95 לחוק החברות הקובע כי יו"ר הדירקטוריון לא יכהן גם כמנכ"ל החברה למרות שבאסיפה הכללית החברה רשאית להחליט למנות את היו"ר למנכ"ל בניגוד להמלצת המחוקק.

בדוחות הכספיים ומעבירה המלצותיה לדירקטוריון לפני אישור הדוחות; האם נקבעה מדיניות מנחה לתגמול בכירים המדווחת בדוחות הדירקטוריון של החברה; האם נקבעו כללים המגדירים מהי עסקת תגמול חריגה הדורשת אישור דירקטוריון/או ועדת ביקורת; האם בדו"ח הדירקטוריון מוזכרת עמדת הדירקטוריון/או ההנהלה לגבי השלכות ויישום המלצת רשות ני"ע בנוגע לאופן גילוי אימוץ דו"ח גושן. (לפירוט בדבר הפרמטרים שנכללים במדד מעלה שנבנה ראה נספח ב').

⁹ במחקרו, Kouwenberg (2006) בוחן את הקשר שבין אימוץ מנגנוני ממשל תאגידי שאינם מחייבים לבין שווי חברות ומציין כי במרבית המדינות בהן אימצו קודי ממשל תאגידי שאינם מחייבים (כגון גרמניה, הולנד ויפן) מחקרים לא מצאו קשר בין איכות ממשל תאגידי בחברות שבחרו לאמץ עקרונות אלה לבין ביצועיהן. לעומת זאת מחקרים שנעשו בבריטניה נמצאו קשר חיובי בין ממשל תאגידי לבין ביצועי חברות. החוקר מסיק מתוך כך שכדי שקודי ממשל תאגידי יהיו ברי השפעה הם צריכים כוח רגולטורי.

על רקע ההתפתחויות הללו, מונתה בישראל ועדה ציבורית - ועדת גושן - על ידי רשות ניירות ערך שבחנה את הצורך בקיומו של קוד ממשל תאגידי בישראל והמליצה על דרכים ליישום. בדצמבר 2006 פורסמו מסקנות ועדת גושן שמביאות בחשבון את מאפייני שוק ההון הישראלי הריכוזי ועקרונות של ממשל תאגידי שאומצו במדינות שונות. בדומה למרבית מדינות העולם, הועדה המליצה כי יישום הקוד לא יהיה מחייב וייעשה באמצעות דרישות לגילוי נאות במסגרת הדיווח לציבור של החברות הציבוריות. בשונה ממרבית מדינות העולם, הועדה המליצה שהיישום ייעשה בשיטת "אמץ או גלה", ופוטרת את החברות מן הצורך במתן הסבר בנוגע לסיבת אי קיום קריטריון זה או אחר.

המלצות הועדה מתמקדות במספר נושאים: הרכב ועבודת הדירקטוריון; הרכב ועבודת ועדת הביקורת; אישור עסקאות עם בעלי שליטה; יצירת מנגנוני בקרה נוספים (אכיפה פנימית, כתבי הצבעה והצהרת מנהלים); דרישות מגופים מוסדיים וכינון בית משפט מתמחה לדיני חברות ודיני ניירות ערך. בין המלצות הועדה: (1) כל חברה ציבורית תמנה בנוסף לדירקטורים החיצוניים דירקטורים עצמאיים (מההנהלה ומבעלי השליטה) כך שמספרם הכולל של הדירקטורים החיצוניים והעצמאיים יהיה לפחות מחצית בחברה שאין בה "דבוקת שליטה" כהגדרתה בחוק החברות ולפחות שליש בחברה שיש בה "דבוקת שליטה" ("דבוקת שליטה" - מניות המקנות 25% או יותר מכלל זכויות ההצבעה באסיפה הכללית); (2) רוב חברי ועדת ביקורת יהיו דירקטורים עצמאיים; (3) על ועדת הביקורת לבחון את שלמות הגילוי בדוחות הכספיים.¹⁰

ביולי 2007 פרסמה רשות ניירות ערך מתכונת גילוי ליישום קוד ממשל תאגידי בחברות ציבוריות בהתאם להמלצות ועדת גושן וזאת עוד בטרם נקבע חיוב למתן גילוי שכזה. החלטת הרשות התקבלה לאחר שמספר חברות ציבוריות פנו לרשות בבקשה שתנחה אותן לגבי הגילוי המומלץ ביחס לאימוץ הוראות ממשל תאגידי מעבר לקבוע בחוק החברות וזו החליטה בתגובה לפרסם מתכונת גילוי אחידה שתאפשר לחברות אלו ולחברות נוספות שיבקשו לאמץ עקרונות ממשל תאגידי לעשות כן. במתכונת הגילוי שפורסמה מתבקשות החברות לציין לגבי כל המלצה האם אומצה או לא, והיכן עוגן האימוץ (בתקנון, בהחלטת דירקטוריון וכו').

בספטמבר 2007 פרסם ארגון מעלה, ארגון טיוטת פרק ממשל תאגידי שיתווסף לדירוג מעלה החל מיוני 2008. הפרק כולל שני חלקים: החלק הראשון, מבוסס על דו"ח וועדת גושן ועוסק בנושאי הליבה של הממשל התאגידי, הרכב ועבודת הדירקטוריון וועדת הביקורת ומתייחס למספר דגשים מתוך המלצות וועדת גושן אשר הוגדרו

¹⁰ לפירוט על המלצות וועדת גושן לעניין קוד ממשל תאגידי ראה נספח ג'

שניתן ליישם בטווח הקצר. החלק השני עוסק במחויבות הדירקטוריון לאחריות חברתית-סביבתית ובמידת מעורבותו בניהול ויישום מחויבות זו.¹¹

עבודה זו מאורגנת ב- 6 חלקים. בסעיף 2 נסקור את הספרות הרלבנטית למחקר זה. סעיף 3 מציג את מבנה הנתונים. סעיף 4 מציג את שיטת המחקר. בסעיף 5 נציג את הממצאים האמפיריים ובסעיף 6 נציג את המסקנות העיקריות של מחקר זה.

2. סקירת ספרות

2.1 כללי

מרבית המחקרים שנעשו עד היום בנושא, התמקדו במנגנון אחד מבין אוסף המנגנונים המגדירים את המושג ממשל תאגידי, בעיקר בדירקטוריון ובמבנה הבעלות בחברות בשווקים מפותחים כגון ארה"ב ואירופה שמבנה השליטה בהן מפוזר.¹² בשנים האחרונות החלו להתפרסם מחקרים הבוחנים אוסף של עקרונות הנכללים בממשל התאגידי ואת השפעתם על ביצועי חברות. רק חלק קטן מהמחקרים הללו התמקד במדינות מתפתחות ובשווקים מתעוררים. מחקרים אלה בחנו, בין השאר, את השפעת החוק באותן מדינות על איכות הממשל התאגידי של החברות הפועלות בהן.¹³

הספרות הקיימת בנושא ממשל תאגידי התפתחה בשני שלבים עיקריים. בשלב הראשון, הרוב המכריע של המחקרים עסקו בבחינת השפעתו של עקרון ממשל תאגידי יחיד על ביצועי חברות. את העבודות הללו ניתן לחלק לשני סוגים. הראשון, מרבית המחקרים שנעשו עד תחילת שנות ה-90 התמקדו במדינות מפותחות (בעיקר ארה"ב ובריטניה). השני, מאוחר יותר, כולל גם מחקרים שהתמקדו במדינות מתפתחות ובשווקים מתעוררים (כגון רוסיה, מלזיה, ניו-זילנד ועוד).¹⁴ בשלב השני, עם פרסומם של קודי ממשל תאגידי במדינות רבות בעולם, החלו

¹¹ לעניינו רלוונטי רק החלק הראשון של טיוטת הפרק לממשל תאגידי שפרסם ארגון מעלה ועל כן מדד מעלה שנבנה בעבודה מתייחס רק לקריטריונים שנכללים בחלק זה.

¹² לדוגמא, ראה, מחקרים של Morck, Shleifer, and Vishny (1988) וכן מחקרים של McConnell and Servaes (1990), החוקרים את השפעת אחוז ההחזקות בידי מנהלים ודירקטורים על שווי החברה ומחקרים של Barclay and Holderness (1991) ושל Mehran (1995) העוסקים בנושא השפעת החזקת בלוקים של מניות על תשואת המניות.

¹³ לדוגמא, מחקרים של Klapper and Love (2004) שבחנו את השפעת איכות ממשל תאגידי על ביצועי חברות ב- 14 שווקים מתעוררים.

¹⁴ ראה סקירתם של Hermalin and Weisbach (2003) המסכמים את ממצאי המחקרים שנעשו בארה"ב בנושא אפקטיביות הדירקטוריון בהגנה על בעלי המניות, מחקריהם של Vafeas and Theodorou (1998), ו-Dahya, McConnell, and Travlos (2002)

להתפרסם גם מחקרים הבוחנים את השפעתו של מדד איכות ממשל תאגידי הכולל מספר רב של פרמטרים (לרוב שונים ממחקר אחד למשנהו) על ביצועי חברות. רוב המחקרים הללו נעשו במדינות מפותחות (בעיקר ארה"ב ובריטניה), ובשנים האחרונות גם במדינות מתפתחות ובשווקים מתעוררים – שמבנה השליטה בהן הוא יותר ריכוזי.¹⁵

2.2 בחינת הקשר בין מנגנון ממשל תאגידי יחיד לבין ביצועי חברות

רוב המחקרים התמקדו במנגנון אחד מבין אוסף המנגנונים המגדירים את המושג ממשל תאגידי, בעיקר בדירקטוריון ובמבנה הבעלות בחברות. חלקם עוסק בבחינת הקשר בין ביצועי חברות לבין מספר הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון החברה. Hermalin and Weisbach (2003) מסכמים את הממצאים העיקריים שהתקבלו ממחקרים שנעשו בארה"ב: (1) לא קיים קשר בין מספרם של דירקטורים חיצוניים בדירקטוריון ביחס לדירקטורים אחרים לבין ביצועי החברה (שנמדד הן על פי מדדי רווחיות חשבונאיים והן על ידי Tobin's Q). (2) קיים קשר שלילי בין גודל הדירקטוריון לבין Tobin's Q.¹⁶ באירופה, מספר מדינות פרסמו קודים להתנהלות נאותה בשנים האחרונות שה משותף להם הוא, בין השאר, הדרישה למספר או לאחוז מסוים של דירקטורים חיצוניים בדירקטוריון. Dahya and McConnell (2005), שבחנו את הסוגיה הזו בבריטניה, מצאו דווקא שיפור משמעותי בביצועים של חברות שהגדילו את מספר הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון, ועליה בשערי המניות בתגובה להודעה על הוספת הדירקטורים החיצוניים.

בנוסף לדרישה למספר או לאחוז מסוים של דירקטורים חיצוניים בדירקטוריון, מרבית קודי הממשל התאגידי ממליצים גם על הפרדה בין תפקיד יו"ר הדירקטוריון לבין זה של מנכ"ל החברה. Brickley, Coles, and Jarrell (1997) בחנו את הסוגיה הזו בארה"ב, ו-Vafeas and Theodorou (1998) עשו זאת בבריטניה. הממצאים האמפיריים במחקרים אלה מצביעים על כך ש העדר ההפרדה בין משרות יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה, לא פוגעת בביצועי החברה.

למרות העדר תוצאות חד משמעיות ביחס לאופי הקשר שבין הגדלת מספר הדירקטורים החיצוניים לבין ביצועי חברות וביחס הפרדת משרות יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה לבין ביצועי החברות, במרבית קודי הממשל

שחקרו את הסוגיה בבריטניה, Kaplan and Minton (1994) ביפן Hossain, Prevost and Rao (2001) בניו זילנד ו-Mak and Yuanto (2002) בסינגפור ומלזיה.
¹⁵ לדוגמה Gompers, Ishii and Metrick (2003), Brown and Caylor (2006), Black, Jang and Kim (2005) ו-Klapper and Love (2004).
¹⁶ Tobin's Q הינו מדד לשווי חברה המחושב בד"כ על ידי סכימת שווי שוק החברה וההתחייבויות שלה בספרים, וחלוקה בסך המאזן של החברה.

התאגידי קיימת דרישה למינוי דירקטורים חיצוניים בשיעור מסוים מכלל הדירקטורים בחברה ודרישה להפרדת משרות יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה.

לעניין ריכוז השליטה בחברות בבריטניה, Denis and McConnell (2003) מציינים שבדומה לארה"ב הבעלות בחברות ברובה מפוזרת בידי בעלי מניות רבים, בעוד שבשאר מדינות העולם הבעלות בחברות היא ריכוזית יותר. לטענתם, תוצאות המחקרים שנעשו בעולם מעידים שהקשר בין מבנה השליטה לבין שווי חברות חזק יותר במדינות מחוץ לארה"ב וכן כי לבעלי השליטה ישנן הטבות הנובעות מעצם השליטה שאינן קיימות לשאר בעלי המניות, וכתוצאה מכך גורמים לירידה בשווי החברה. Hossain, Prevost and Rao (2001), לדוגמא, מצאו קשר חיובי בין הוספת דירקטורים חיצוניים לבין ביצועי חברות בניו-זילנד. Mak and Yuanto (2002) מצאו קשר שלילי בין גודל הדירקטוריון לבין Tobin's Q בסינגפור ומלזיה, ו-Eisenberg, Sundgren and Wells (1998) מצאו קשר שלילי בין גודל הדירקטוריון לרווחיות בחברות בינוניות בפינלנד.

אחד ההסברים האפשריים לכך שתוצאות המחקרים השונים לרוב אינן עקביות היא העובדה שהמחקרים הללו בחנו השפעה של מנגנון אחד או שניים לתיאור איכות הממשל תאגידי על ביצועי חברות שרוב מניותיהן מוחזקות בידי הציבור. דהיינו, אפשר שבשל מורכבותו של הקשר שבין איכות ממשל תאגידי לבין ביצועי חברות יש צורך במספר גדול יותר של פרמטרים כדי לתאר אספקטים שונים של הממשל התאגידי. זה נכון במיוחד בשווקים שמבנה השליטה בחברות הוא ריכוזי.

2.3 בחינת הקשר בין מדדים לבחינת איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי חברות

בשנים האחרונות פורסמו מספר מחקרים שעסקו בבחינת איכות הממשל התאגידי ובבחינת

הקשר בינו לבין ביצועי חברות. המחקרים הראשונים התמקדו בחברות במדינות מפותחות, בעיקר בארה"ב ובריטניה. לאחרונה פורסמו גם מחקרים הבוחנים את הקשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי חברות במדינות מתפתחות ובשווקים מתעוררים.

Gompers, Ishii and Metrick (2003), לדוגמא, בנו אינדקס לבחינת איכות הממשל התאגידי שמבוסס על 24 פרמטרים שנאספו על ידי IRRC (Investor Responsibility Research Center). המדגם כלל כ- 1500 חברות ונשען על נתונים משנות ה-90 בארה"ב. רוב הפרמטרים התמקדו בבחינת הזכויות של בעלי המניות בחברות או באיזון שבין כוחם של בעלי המניות לכוחם של המנהלים. הפרמטרים שנבחנו הם פרמטרים שחברות מאמצות לצורך הגנה מפני ניסיונות השתלטות. בין הפרמטרים שנבחנו היו, דירקטוריון מדורג (classified board), דרישה לרוב מיוחד (supermajority) וזכויות הצבעה מצטברות (cumulative voting). החוקרים מצאו שאסטרטגית השקעה שתכלול קניית מניות של חברות שדורגו הכי נמוך באינדקס ומכירה בחסר של מניות החברות שדורגו הכי גבוה באינדקס, תניב תשואה עודפת של 8.5% לשנה במשך תקופת המדגם. עוד נמצא שלחברות שדורגו נמוך (בהן יש לבעלי המניות כוח רב) יש שווי גבוה יותר ורווחים גבוהים יותר וכן כי שינוי של נקודה אחת באינדקס קשורה באופן שלילי לשינוי של 11.4% ב-Tobin's Q. על רקע הממצאים הללו, Core, Guay and Rusticus (2006) ביקשו לבחון האם קיים קשר סיבתי בין איכות ממשל תאגידי נמוכה לבין תשואות נמוכות. לטענתם, אם הקשר הינו קשר סיבתי אזי השוק יופתע לרעה מהביצועים הירודים של חברות עם איכות ממשל תאגידי נמוכה. הם מצאו כי חברות שדורגו גבוה באינדקס (חברות בהן למנהלים כוח רב) אכן הציגו ביצועים ירודים באופן מובהק, אך בחינת טעויות חיזוי של אנליסטים ותשואות המניות סביב פרסום הודעות רווח (שני משתנים שלדעת החוקרים מעידים על כך שהשוק מופתע מביצועי החברה) מעידים כי השוק כלל אינו מופתע מביצועים ירודים אלה. תוצאות מחקר זה אינן תומכות בהשערה שאיכות ממשל תאגידי נמוכה גורמת לתשואות נמוכות.

במחקר נוסף של Bebchuk, Cohen and Ferrell (2005) נבחנו אותם 24 פרמטרים שנאספו על ידי ה-IRRC. החוקרים בדקו אילו מבין 24 הפרמטרים הם אלה שאחראים לקשר שנמצא בין האינדקס לבין שווי החברות ותשואת המניות. החוקרים מצאו כי מבין 24 הפרמטרים 6 פרמטרים בלבד אחראים לאותו קשר. עוד נמצא,

שירידה באיכות הממשל התאגידי קשורה באופן מובהק לירידה ב-Tobin's Q, ולתשואות עודפות שליליות בשנים 1990-2003. נוסף על כך, החוקרים מוצאים כי ששת הפרמטרים שזיהו אחראים באופן בלעדי לקשר שזוהה בין כל 24 הקריטריונים לבין שווי החברה ותשואת המניות במחקרם של Gompers ועמיתיו (2003), ולא נמצאה שום עדות לקשר שלילי בין שאר 18 הפרמטרים לבין שווי החברה או תשואת המניות באותן השנים.¹⁷

דוגמא לעבודה נוספת שעשתה שימוש במדד לאיכות ממשל תאגידי היא זו של Brown and Caylor (2006) שבנו מדד לאיכות ממשל תאגידי המורכב מ-51 פרמטרים שנאספו על ידי ה-ISS שהוא גוף המספק מידע בנושא ממשל תאגידי למשקיעים מוסדיים בארה"ב. בעבודה זו נמצא קשר חיובי בין ציון החברות במדד איכות הממשל התאגידי לבין רווחיות, שווי החברה ותשלום דיבידנדים למשקיעים. בדומה למחקרם של Bebchuk ועמיתיו (2005), גם במחקר הזה החוקרים זיהו מספר מועט בלבד של פרמטרים (7 פרמטרים) מתוך סך הפרמטרים שנבחנו כפרמטרים מהם נובע הקשר החיובי, שניים מביניהם זוהו גם על ידי Bebchuk ועמיתיו (2005). ממצאי המחקר מחזקים את ממצאיהם של Bebchuk ועמיתיו (2005) לפיהם מספר מועט בלבד של פרמטרים הבוחנים איכות ממשל תאגידי אכן קשורים לביצועי חברות.

בהקשר לכך, Gillan, Hartzell and Starks (2003) טוענים כי החלטת פירמה לאמץ מנגנוני ממשל תאגידי אלו או אחרים היא תוצאה אנדוגנית של העלויות וההטבות שיגרמו לה כתוצאה מכך, ותלויה בין השאר ברמת המנוף הפיננסי שלה. עבודתם מתבססת על מידע לגבי מנגנוני ממשל תאגידי של 2300 חברות בארה"ב לאורך 4 שנים. הם בנו ארבעה מדדים לבחינת איכות הממשל התאגידי: מדד "דירקטוריון" (הכולל פרמטרים כגון אחוז הדירקטורים הבלתי תלויים, קיומה של ועדת ביקורת, ועדת תגמול), מדד "תקנון החברה" (הכולל פרמטרים כגון דירקטוריון מדורג, דרישת רוב מיוחד בהצבעות), מדד "החוק המדיני" (הכולל פרמטרים כגון חיוב להעלאת הצעת רכש עוינת להצבעת בעלי המניות, התאגדות במדינת דלאוור) ומדד כללי הכולל את כל שלושת המדדים שהוזכרו. החוקרים מצאו קשר שלילי בין רמת המנוף הפיננסי לבין איכות הממשל התאגידי. תוצאה זו מתיישבת עם ההנחה שמנוף פיננסי גבוה כופה משמעת על מנהלים ולכן מקטין את הצורך באמצעי פיקוח אחרים שבאים לידי ביטוי באימוץ מנגנוני ממשל תאגידי שונים, וכן עם ההנחה שחברות בעלות איכות ממשל תאגידי גבוה יותר נהנות מעלות גיוס הון עצמי נמוכה יותר ועל כן המנוף שלהן נמוך יותר.

¹⁷ שניים מבין ששת הפרמטרים שנמצאו כמשפיעים על ביצועי החברות על ידי Bebchuk ועמיתיו (2005) נכללים במדגם הנתונים שנאסף לצורך העבודה (דירקטוריון מדורג ודרישה לרוב מיוחד לאישור מיזוג), שאר 18 הפרמטרים שלא נמצאו כבעלי השפעה לא נכללים בנתונים שאספנו.

בעשור השנים האחרונות גדל מספרם של המחקרים המתמקדים בקשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי חברות מחוץ לארה"ב. בשונה מארה"ב בה רבים מעקרויות הממשל התאגידי מעוגנים בחוקים מחייבים, במרבית מדינות העולם קודי הממשל התאגידי אינם מחייבים ו על כן רמת ההיענות להם שונה בין המדינות השונות. בקנדה, לדוגמא, (2006) Anand, Milne and Purda בחנו את המידה שבה חברות קנדיות מאמצות מנגנוני ממשל תאגידי על אף שהם וולונטריים. בשנת 1995 פרסמה הבורסה של טורונטו (TSE) רשימה של פרמטרים להתנהלות טובה שחברות יכולות אך אינן מחויבות לאמץ. החוקרים מצאו כי חברות נוטות לאמץ מנגנוני ממשל תאגידי על אף שהן אינן מחויבות לאמצם וכי עם השנים גוברת הנטייה של החברות לאמץ יותר מנגנונים שישרו את איכות הממשל התאגידי שלהן. עוד נמצא כי חברות שבהן קיים בעל שליטה שמחזיק ברוב המניות, נוטות פחות לאמץ מנגנוני ממשל תאגידי וממוצע מדד הממשל התאגידי בחברות אלה היה הנמוך ביותר וכן נמצא קשר חיובי בין אימוץ מנגנוני ממשל תאגידי לבין הזדמנויות ההשקעה שעומדות בפני החברה. החוקרים מסיקים מהממצאים שהסיבה העיקרית שבעטיה חברות מאמצות מנגנוני ממשל תאגידי וולונטריים היא משיכת משקיעים פוטנציאליים. במחקר דומה, (1998) Wymeersch בחן את מבנה הדירקטוריון במדינות שונות באירופה וטען כי ההיענות לקודים להתנהלות טובה גבוהה יותר בבריטניה משאר מדינות אירופה. לעומת בריטניה, בשאר מדינות אירופה אחוז ההחזקה בידי בעלי השליטה גבוה יותר והם נוטים שלא לאמץ קודים אלה.

הסוגיה הזו נבחנה גם בשווקים מתעוררים. בקוריאה, לדוגמא, (2005) Black, Jang and Kim בנו מדד לבחינת איכות הממשל התאגידי שהתבסס על תוצאות סקר של הבורסה לניירות ערך של קוריאה מ-2001 ומכיל 38 שאלות בעלות תשובות בינאריות. החוקרים בחנו את הטענה שה קשר בין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי החברות הינו קשר סיבתי, כלומר ממשל תאגידי טוב יותר יגרור עלייה בשוויין של החברות. מאפייניו המיוחדים של החוק הקוריאני הם ש אפשרו לחוקרים לבנות מבחן שיוכיח את הקשר הסיבתי, מה שלא נעשה עד אז במחקרים אחרים. במחקר נמצא כי שינוי קיצוני באיכות הממשל התאגידי (מהציון הנמוך ביותר לגבוה ביותר) מביא לעלייה של 0.47 ב-TQ. בהנחה שחברה היא בעלת TQ ויחס חוב לנכסים השווה לממוצע הכללי של המדגם, עליה זו מתבטאת בעליה של כ- 160% במחירי המניות. בנוסף, נמצא כי בחברות שבהן 50% מהדירקטורים הם דירקטורים חיצוניים (אינם עובדים של החברה) TQ גבוה ב- 0.13 מה שמבטא עליה של כ- 40% במחירי המניות. לא נמצאה עדות משמעותית לכך שחברות בעלות ממשל תאגידי טוב יותר הינן רווחיות יותר או משלמות יותר דיווידנדים, אך נראה כי המשקיעים מיחחסים ערך גבוה יותר לרווחים ו לדיווידנדים בחברות בהן הממשל התאגידי טוב יותר, וכתוצאה מכך, חברות אלה נהנות מעלות גיוס הון נמוכה יותר.

בתאילנד, Kouwenberg (2006) בחן את הקשר שבין אימוץ מנגנוני ממשל תאגידי וולונטריים לבין שווי חברות על בסיס מדגם של 320 חברות הרשומות למסחר בבורסה בתאילנד בשנת 2003. הנתונים נאספו על ידי רשות ניירות ערך של תאילנד שפרסמה קוד לאיכות ממשל תאגידי בשנת 2002 הכולל 15 פרמטרים להתנהלות טובה. הקוד יושם בשיטת "אמץ או הסבר" הנהוגה במדינות רבות בעולם כגון בריטניה, ספרד פורטוגל ועוד. החוקר מצא כי עליה של סטית תקן אחת באיכות הממשל התאגידי קשורה לעליה של 10% ב-Tobin's Q בממוצע בשנים 2003 ועד 2005. הקשר הזה לא היה מובהק לפני פרסום הקוד ונמצא מובהק לאחר פרסום הקוד. לטענתו, הממצא הזה מעיד על קשר סיבתי בין אימוץ מנגנוני ממשל תאגידי לעלייה בשווי החברה.

במחקרו של Black (2001), על שוק ההון הרוסי, נבחן את הקשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין שווי חברות על רקע הטענה שאחת הסיבות שמחקרים שנעשו בארה"ב לא מצליחים למצוא קשר חזק בין איכות הממשל התאגידי לשווי חברות נעוצה בעובדה שאיכות הממשל התאגידי של חברות בארה"ב היא יחסית גבוהה מלכתחילה כיוון שהיא מעוגנת בחוקים ובנורמות מקובלות ועל כן למרביתן איכות ממשל תאגידי גבוהה. לעומת זאת, ברוסיה, בה המערכת החוקית להגנה על בעלי מניות חלשה ואין נורמות מקובלות באשר להתנהגות בעלי עניין, אפשר שהשונויות באיכות הממשל התאגידי בין החברות גדולה ולכן נמצא קשר חזק בין איכות הממשל התאגידי לשווי החברה. המחקר התבסס על דירוג ממשל תאגידי שבוצע על ידי בנק להשקעות ברוסיה (Warburg Brunswick) וכולל 18 פרמטרים. מדגם החברות כולל את 21 החברות הגדולות ברוסיה. במחקר נמצא בהתאם למצופה, קשר חיובי מובהק בין איכות הממשל התאגידי לבין שווי החברות. החוקר טוען כי למרות שהמדגם קטן, התוצאות מרמזות על כך שאיכות הממשל התאגידי הוא המשתנה הדומיננטי בהסברת שווי החברה בהתבסס על קורלציה בין שווי החברות לבין איכות הממשל התאגידי, בה התקבל מקדם מתאם גבוה מאוד ($r = 0.9$).

בעוד שמרבית המחקרים הללו התמקדו במדגם חברות במדינה אחת, Klapper and Love (2004) בחנו את איכות הממשל התאגידי ב-14 שווקים מתעוררים. לצורך כך הם השתמשו באינדקס איכות ממשל תאגידי שפורסם על ידי ה-CLSA (Credit Lyonnais Securities Asia) אשר מבוסס על 57 שאלות איכותיות שהתשובות להן בינאריות. השאלות מנוסחות כך שתשובה חיובית משמעה איכות ממשל תאגידי גבוהה יותר ומוסיפה נקודה לציון. מרבית השאלות (כ-70%) מבוססות על עובדות והשאר דורשות מידה מסוימת של שיפוט מצד המשיבים (אנליסטים מומחים). בין השאר, נשאלו השאלות הבאות: האם יו"ר הדירקטוריון הוא בלתי תלוי; האם קיימת ועדת מינויים; האם לחברה אתר אינטרנט בשפה האנגלית בו מתעדכן המידע באופן שוטף. החוקרים בחנו את השאלות הבאות: (1) האם יש הבדל באיכות הממשל התאגידי בין חברות באותה מדינה והאם יש קשר בין איכות הממשל התאגידי לבין חוקי מדינה בנוגע להגנה על זכויות בעלי המניות. (2) מה גורם לחברה לאמץ מנגנונים

להגברת איכות הממשל התאגידי. (3) האם יש קשר בין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי החברה ושווי השוק שלה. הממצאים העיקריים שלהם הם: הנטייה לאמץ יותר מנגנונים להגנה על זכויות בעלי המניות גדולה יותר אצל חברות בצמיחה עם צורך גבוה בגיוס הון חיצוני, חברות ששיעור הנכסים "הלא מוחשיים" גבוה יותר, כדי לאותת להם שהן מתכוונות למנוע ניצול עתידי של אותם נכסים, וחברות זרות שמניותיהן נסחרות בארה"ב. הממצא האחרון חשוב במיוחד לעניין המחקר הנוכחי בשל העובדה שחברות זרות שמניותיהן נסחרות בארה"ב מחוייבות לשפר את איכות הממשל התאגידי שלהן בהתאם לדין האמריקאי. בהקשר לכך אף ראוי להדגיש את הממצא שיש הבדל גדול בין איכות הממשל התאגידי במדינות שונות וכן כי ממוצע מדד איכות הממשל התאגידי במדינות בעלות מערכת חוקית חלשה נמוך ממדינות בעלות מערכת חוקית חזקה.¹⁸ החוקרים הראו כי ניתנת חשיבות גבוהה יותר לממשל תאגידי במדינות בעלות מערכת חוקית חלשה, מה שמעיד על כך שחברות יכולות לפצות במידה מסוימת על חוסר האפקטיביות של החוק על ידי ממשל תאגידי טוב יותר.

ניתן להציע, איפוא, שלושה הסברים עיקריים לממצאים השונים ולעיתים קרובות סותרים בספרות, ביחס לבחינת הקשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי חברות. הראשון, בהתחשב במורכבות הכרוכה באפיון הממשל התאגידי, שקשור לפרמטרים רבים שיכולים להשפיע על איכותו, אפשר שיש בסיס לטענה שיש לאמוד את איכות הממשל התאגידי על ידי מספר קריטריונים הנכללים במושג ממשל תאגידי ולא על ידי קריטריון בודד כגון מבנה הדירקטוריון או שכר מנהלים. השני, במדינות בהן קיימת מערכת חוקית חלשה, הקשר שבין איכות הממשל התאגידי לביצועי חברות עשוי להיות שונה מאשר במדינות מערביות עם מערכת חוקית איתנה יותר. השלישי, אפשר שיש משמעות למבנה השליטה הריכוזי בבחינת הקשר בין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי החברות (ראה גם Black (2001)).

על רקע כל אלה, בישראל, בה ריכוז השליטה בידי בעלי עניין גבוה, וחוק החברות אינו מעגן עקרונות ממשל תאגידי רבים הקיימים במדינות מפותחות, נצפה למצוא כי ממוצע איכות הממשל התאגידי בחברות המדגם (חברות ישראליות) יהיה נמוך מממוצע איכות הממשל התאגידי בחברות קבוצת הביקורת (חברות דואליות), כיוון שהאחרונות נאלצות לשפר את איכות הממשל התאגידי שלהן על מנת לעמוד בהוראות הדין האמריקאי וכדי להגדיל את סיכויי ההצלחה בגיוס הון חיצוני מן הציבור. נוסף על כך, נצפה למצוא קשר חיובי מובהק בין איכות

הממשל התאגידי בחברות לבין Tobin's Q.¹⁹

¹⁸ כפי שכבר טענו La Porta, Lopez, Shleifer and Vishny (1999) במחקרם, מערכת חוקית המגנה על בעלי המניות קשורה חיובית לאיכות ממשל תאגידי גבוהה יותר, לשוקי הון מפותחים, פיזור בעלות על מניות החברות ופיזור יעיל של הון בין החברות השונות.
¹⁹ בהתאם לתוצאות מחקריהם של Gompers ועמיתיו (2003), Bebchuk ועמיתיו (2005), Black ועמיתיו (2005) ועוד.

יחד עם זאת, בניגוד לתוצאות מחקרם של Gompers ועמיתיו (2003) ושל Bebchuk ועמיתיו (2005), אחת ההשערות בעבודה זו היא שיש קשר שלילי בין איכות הממשל התאגידי לבין תשואות עודפות. הרציונל הכלכלי בבסיס השערה זו הוא שמשקיעים בחברות בעלות איכות ממשל תאגידי ירודה יצפו לקבל תשואות גבוהות על השקעתם כדי לפצות על הסיכון העודף הנובע מהאיכות הירודה של הממשל התאגידי בהן ולפיכך ככל שאיכות הממשל התאגידי גבוהה יותר, התשואות הצפויות על המניות תהיינה נמוכות יותר, ולהיפך. בהקשר לכך, ככל שמבנה השליטה בחברה יותר ריכוזי ביצועי החברה יהיו נמוכים יותר ותשואות המניות צפויות להיות גבוהות יותר.

לבסוף, נציין שאחת המגבלות העיקריות בכל המחקרים הללו, אליבא ד-Larcker, Richardson and Tuna (2005) היא התוצאות סותרות לעיתים קרובות. החוקרים מסבירים כי התופעה נובעת ממספר סיבות. אחת מהן נוגעת לעובדה שמרבית המחקרים משתמשים בקובץ קטן של עקרונות ממשל תאגידי. סיבה אחרת קשורה לעובדה שהמחקרים השונים משתמשים במשתנים שונים למדידת איכות הממשל התאגידי ובהתחשב בהשפעה השונה שיש למשתנים הללו, בגודל המדגם, גודל חברות שנכללות בו ומספר מצומצם בלבד של מאפייני הממשל התאגידי בכל חברה, אין פלא שהתוצאות אינן בהכרח עקביות זו עם זו.²⁰ הנקודות הללו ייבחנו בעבודה זו.

²⁰ "Although prior work has provided some insight into the role of corporate governance, the results of similar studies are frequently contradictory and a consistent set of results is yet to emerge regarding the importance of corporate governance for understanding managerial behavior and organizational performance. There are at least seven features of prior research that make it difficult to draw substantive conclusions. First, most studies use a small set of convenient (easy to collect) indicators for corporate governance, rather than developing a more comprehensive set of governance variables. Second, each study tends to use a different set of governance variables which makes integration across studies extremely difficult. Third, there is very little analysis regarding the measurement properties for the selected indicators of corporate governance (e.g., assessments of reliability and construct validity are not commonly reported). Moreover, we do not have detailed insight into the number of dimensions (or constructs) that are necessary to provide a comprehensive assessment of corporate governance. Fourth, single indicators are used as measures for ill-defined and complex corporate governance constructs (e.g., percentage of external board members). Such single indicators are likely to have substantial measurement error for the construct of interest (e.g., board independence) which will bias the estimated coefficients in typical methodological approaches.³ Fifth, the sample size and specific firms included in the sample vary considerably across studies depending on the dependent variable examined and the source of the governance variables. These differences make it problematic to compare results across studies. Sixth, most studies focus on the statistical significance, as opposed to the incremental explanatory power, of the governance indicators. While statistical significance is necessary, it is also crucial to demonstrate explanatory power in order to draw substantive conclusions about corporate governance. Finally, the methodological approach used is typically restricted to some type of linear model where complex interactions among governance structures are not considered. Since empirical governance research is at an early stage in its evolution, it would be desirable to use more exploratory methods as a complement to traditional linear model approaches".

3. נתונים

המחקר הנוכחי מציע שלושה מדדים עיקריים המתבססים על ארבעה מדדי משנה של ממשל תאגידי ובכללם: פעילות בעלי עניין, הרכב דירקטוריון תגמול לנושאי משרה בחברה ופיקוח וביקורת. **כל אחד מהמאפיינים השונים, של כל מנגנון כזה, מקבל ציון ל איכות הממשל התאגידי בחברות.** הפרמטרים שנכללו במדדים מבוססים על הממצאים האמפיריים בספרות ועל החלטות של גופים רגולטורים בעולם, ביניהם רשות ניירות ערך בבריטניה ובארה"ב והמלצות ועדת גושן לעקרונות ממשל תאגידי בישראל.²¹ על בסיס מדדים אלה, ב מחקר זה אנחנו מבקשים לבחון את ההשפעה שיש למבנה שליטה ריכוזי על קשר בין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועיהן של החברות באמצעות מדגם נתונים ייחודי של חברות ישראליות ומדגם חברות נוסף, כקבוצת ביקורת, של חברות ישראליות דואליות – שהן חברות זרות בארה"ב שמתאימות את עצמן להוראות הדין האמריקאי. ייחודו של המדגם הוא שמניותיהן של החברות הדואליות רשומות למסחר בארה"ב, בעיקר בנאסד"ק ובבורסה בתל אביב והן נהנות מחוק הרישום הכפול לפיו הן פטורות מדיווח על פי הדין הישראלי, וחייבות בדיווח, בישראל ובארה"ב, רק על פי הדין האמריקאי.

הנתונים נאספו על מדגם של 94 חברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל-אביב. מחציתן (47 חברות ישראליות ומחציתן חברות דואליות הנסחרות גם בארה"ב. כל החברות הדואליות שנסחרו בישראל נכון למרץ 2006 נכללו במדגם (סה"כ 47 חברות), להלן קבוצת הביקורת. לכל אחת מן החברות הדואליות שנדגמו נמצאה חברה ישראלית הנסחרת באותו ענף, והדומה לה ככל שניתן במאפייני, שווי שוק וסך מאזן. באופן זה נבחרו 47 החברות הישראליות המהוות את קבוצת המדגם. ממדגם החברות המקורי הוצאו 8 צמדי חברות 3 מהן הוצאו מהמדגם כיוון שהמסחר במניותיהן החל רק במהלך שנת 2006 ולא היה קיים מספיק מידע לגביהן. 3 חברות נוספות הוצאו מהמדגם כיוון שבמהלך איסוף הנתונים מניותיהן נמחקו מהמסחר בבורסה ו- 2 חברות נוספות הוצאו מהמדגם כיוון שלא התאגדו בישראל (חברות זרות) ועל כן אינן כפופות לחוק החברות. המדגם הסופי כולל 78 חברות, מתוכן 39 חברות ישראליות (להלן: קבוצת המדגם) ו-39 חברות דואליות (להלן: קבוצת הביקורת).

הנתונים המתארים פרמטרים שונים של הממשל התאגידי בחברות ציבוריות בישראל מתייחסים לתקופה שמתחילה בחודש ינואר 2003 ועד לחודש אוגוסט 2006. הנתונים נאספו מתוך המידע הגלוי לציבור כלומר מתוך אתרי האינטרנט של החברות, פרסומי החברות באתר הבורסה, אתר הרשות לניירות ערך, אתר מאיה ואתר יפעת הון דיסק.

²¹ לפירוט בדבר המלצות ועדת גושן שנכללו במדגם הנתונים שנאסף ראה נספח ג'.

לוח 1 : תיאור סטטיסטי של הנתונים

פאנל א' של לוח 1 מציג נתוני ממוצע וסטית תקן של שווי שוק, סך מאזן, נפח מסחר ורווח נקי בחלוקה לקבוצת המדגם (להלן : חברות ישראליות) ולקבוצת הביקורת (להלן : חברות דואליות). שווי השוק נאסף מאתר הבורסה ומוצג כממוצע לחודשים ינואר עד מרץ 2006. סך המאזן נאסף מדוח הרבעון הראשון של החברות לשנת 2006 ונכון לחודש מרץ 2006. נפח המסחר של החברות הישראליות הוא נפח המסחר בבורסת ת"א, ונפח המסחר של החברות הדואליות כולל את נפח המסחר בת"א וזה שבארה"ב.²² נפח המסחר הוא הנפח היומי הממוצע לחודשים ינואר ועד מרץ 2006. הרווח הנקי נאסף מדוחות החברות לשנים 2003 ועד 2005 ומוצג כממוצע שנתי. פאנל ב' של הלוח מציג נתוני ממוצע וסטית תקן של ריכוז השליטה בידי בעלי העניין בחלוקה לקבוצת המדגם ולקבוצת הביקורת. העמודה האחרונה מציגה את פרופורציית ריכוז השליטה, כלומר את מספר החברות בהן ריכוז השליטה בידי בעלי עניין גבוה מ- 50%. לבדיקת ההשערה שלא קיים הבדל מובהק בין הממוצעים שנתקבלו בכל אחת מהקבוצות, נערך מבחן t למדגמים בלתי תלויים. המספרים בסוגריים מייצגים p-value. חברה דואלית אחת לא הציגה מאזן ברבעון הראשון של שנת 2006 ולכן מספר תצפיות סך המאזן הוא 38. הממצאים מוצגים בטבלאות להלן :

פאנל א'- גודל, נזילות ורווחיות			
סטית תקן	ממוצע	מס' תצפיות	
			<u>שווי שוק</u>
3750860	1205124	39	חברות ישראליות
23045435	5118234	39	חברות דואליות
	(0.299)		p-value
			<u>סך מאזן</u>
3031638	1503592	39	חברות ישראליות
13760914	3724960	38	חברות דואליות
	(0.328)		p-value
			<u>נפח מסחר</u>
12276293	3582549	39	חברות ישראליות
17027511	5918014	39	חברות דואליות
	(0.489)		p-value
			<u>רווח נקי</u>
190083	56622	39	חברות ישראליות
524571	106788	39	חברות דואליות
	(0.576)		p-value

פאנל ב'- ריכוז שליטה בידי בעלי עניין			
פרופורציית ריכוז שליטה	סטית תקן	ממוצע	
34/39=87.2%	14.6%	66.8%	חברות ישראליות
17/39=43.6%	22.3%	41.6%	חברות דואליות
		0.000	P-value

²² נפחי המסחר המדווחים בארה"ב חולקו לשניים בהתחשב בעובדה שהמסחר כולו מתנהל דרך עושי שוק הפועלים כמתווכים, קונים לחשבונם ומוכרים אח"כ מחשבונם האישי. (ראה האוזר וינקילוביץ 2007)

לוח 1 מציג תיאור סטטיסטי של הנתונים. החברות מחולקות לשתי קבוצות, קבוצת המדגם (להלן: חברות ישראליות) וקבוצת הביקורת (להלן: חברות דואליות). הנתונים בפאנל א' של לוח 1 מעידים על כך שלמרות שבממוצע, לחברות הישראליות שווי שוק, סך מאזן, נפח מסחר ורווח נקי נמוכים מאלה של החברות הדואליות, בממוצע אין הבדל סטטיסטי מובהק בין הקבוצות. הנתונים בפאנל ב' של הלוח מעידים על המאפיין החשוב בעבודה זו לפיו, ממוצע ריכוז השליטה בידי בעלי עניין בחברות הישראליות (כ- 67%) גבוה באופן מובהק מזה שבחברות הדואליות (כ- 42%, $P < 0.01$).

לגבי כל אחת מן החברות שנכללו במדגם נאספו הנתונים הבאים:

- מבנה ההחזקות בחברה במרץ 2006 בחלוקה לבעלי עניין, משקיעים מוסדיים וציבור.
- אחוז קניות ומכירות של מניות על ידי בעלי עניין בשבועיים הסובבים את תאריך פרסום הדוחות הכספיים (רבעוניים ושנתיים) בתקופה של ינואר 2003 ועד אוגוסט 2006.
- מספר אסיפות מיוחדות שכונסו, מספר הצבעות בדרישת שליט תומך מבעלי המניות הבלתי תלויים ומספר עסקאות בעלי עניין שהועלו להצבעה באסיפות, בתקופה של ינואר 2003 ועד אוגוסט 2006.
- סך התגמול ששולם לכל המנהלים והדירקטורים כקבוצה (בחברות הדואליות, מופיע ב- ITEM 6-B בדוח השנתי F-20 אותו מפרסמות החברות בחו"ל), וסך השכר וטובות ההנאה לבעלי עניין ולדירקטורים (בחברות הישראליות, מופיע בתקנה 22 בפרטים נוספים על התאגיד). נתון זה נאסף לכל אחת מהשנים 2003 ועד 2005.
- האחוז אותו מהווים הדירקטורים החיצוניים מסך הדירקטורים בחברה במרץ 2006.
- האם יו"ר הדירקטוריון אינו מכהן גם כמנכ"ל החברה נכון למרץ 2006.
- מאפיינים מבניים לגבי הדירקטוריון והתנהלות החברה המוגדרים בתקנון החברה ו/או מפורטים בדוח הכספי לשנת 2005: האם יש אפשרות למינוי דירקטורים חליפים; האם הדירקטוריון נפגש אחת לחודש; האם מספר הישיבות השנתיות המינימאל י קבוע בתקנון; האם רוב הדירקטורים הם בלתי תלויים בהנהלה ובחברה; האם הדירקטורים הבלתי תלויים מקיימים פגישות נפרדות ללא השתתפות חברי הדירקטוריון התלויים; האם הוקמה ועדת מינויים ומרבית החברים בה בלתי תלויים ויו"ר הועדה הוא בלתי תלוי או לחילופין, האם מועמדים לכהן כדירקטורים נבחרים על ידי רוב הדירקטורים הבלתי תלויים; האם הדירקטורים מגישים מועמדות לבחירה מחודשת כל שנה; האם הדירקטוריון הינו דירקטוריון מדורג (Classified board); האם הוקמה ועדת תגמולים אשר חברים בה דירקטורים בלתי תלויים; האם נדרש רוב מיוחד להחלפת דירקטור; האם נדרש רוב מיוחד לצורך אישור מיזוג; האם הוקמה ועדת ביקורת שחבריה בלתי תלויים והדירקטורים החיצוניים מהווים את רוב חברי הועדה; האם

יו"ר ועדת הביקורת הוא דירקטור חיצוני; האם לרוב חברי ועדת הביקורת יש מיומנות חשבונאית ופיננסית; האם ועדת הביקורת מתכנסת לפחות אחת לשלושה חודשים; האם ועדת הביקורת מפקחת על האובייקטיביות ואי התלות של מבקרי החברה; האם ועדת הביקורת נותנת חוות דעת על שכרו של רו"ח המבקר; האם ועדת הביקורת מקיימת פגישה שנתית אחת לפחות עם מבקרי החברה ללא נוכחות ההנהלה.

- האם יש לחברה אתר אינטרנט מעודכן בו מתפרסמות הודעות ותוצאות עסקיות.
- האם יש בחברה מחלקת קשרי משקיעים.
- האם מתפרסמת הצהרת מנהלים בה המנכ"ל ומנהל הכספים של החברה מצהירים על נכונות הדוחות הכספיים.
- האם החברה פרסמה קוד מחייב לאתיקה עסקית.
- האם החברה פרסמה קוד מחייב המפרט את תפקידיה והתחייבויותיה של ועדת הביקורת או לחילופין האם החברה פרסמה קוד מחייב בנושא ממשל תאגידי המפרט את עקרונות הממשל התאגידי אותם היא מיישמת.

הנתונים שנאספו חולקו לארבע קבוצות עיקריות: פעילות בעלי עניין; מבנה ופעולות הדירקטוריון; תגמול מנהלים ודירקטורים; פיקוח וביקורת.

כל הנתונים נאספו מתוך המידע הגלוי לציבור כלומר מאתרי האינטרנט השונים. ביניהם, אתר מאיה של הבורסה לניירות ערך, משם נאספו נתוני מבנה ההחזקות, מספר האסיפות המיוחדות, מספר עסקאות בעלי עניין, **לפרט.** הנתונים לגבי אחוז קניות ומכירות של מניות על ידי בעלי העניין בחברה סביב פרסום הדוחות נאספו מאתר יפעת הון דיסק. מתוך התקנון ומסמך ההתאגדות של החברות נאספו הנתונים בנוגע למבנה ופעילות הדירקטוריון וועדותיו, ואופן התנהלות החברה. נתונים נוספים נאספו מתוך הדוח השנתי לשנת 2005 שהחברות פרסמו במרץ 2006, כגון מספר הדירקטורים המכהנים ועוד, וכן מתוך אתרי הבית של החברות שנדגמו.

למעט הנתונים לגבי אחוז קניות ומכירות, מספר אסיפות מיוחדות שכונסו, מספר הצבעות בדרישת שליש תומך מבעלי המניות הבלתי תלויים ומספר עסקאות בעלי עניין שהועלו להצבעה באסיפות, שנאספו לגבי התקופה של ינואר 2003 ועד אוגוסט 2006, ותגמול דירקטורים ובעלי עניין שנאסף לכל אחת מהשנים 2003 ועד 2005 שאר

הנתונים נכונים לחודש מרץ 2006.²³ נוסף על כך, לגבי כל אחת מהחברות נאספו גם נתונים מאזניים ותוצאתיים מינואר 2003 ועד מרץ 2006 מתוך הדוחות הכספיים. בין השאר נאספו נתוני רווח נקי, סך מאזן, הון עצמי וסך התחייבויות. כמו כן, עבור כל אחת מן החברות נאספו תשואות חודשיות של המניות מינואר 2003 ועד אוגוסט 2006 מתוך אתר הבורסה לניירות ערך ונתוני נפח המסחר היומי מינואר 2003 ועד אוגוסט 2006 מתוך אתר הבורסה לניירות ערך ואתר הנאסד"ק.

4. שיטה

כדי לבחון באיזו מידה יש למבנה שליטה ריכוזי בחברות השפעה על הקשר בין איכות הממשל התאגידי שלהן לבין ביצועיהן ושערי התשואה על מניותיהן, אנחנו מעלים את ההשערה שאיכות הממשל התאגידי של החברות שהתאגדו בישראל ונסחרות רק בישראל אינו שונה מהותית מזה של החברות הדואליות שהתאגדו בישראל, ונסחרות הן בישראל והן בארה"ב, כיוון שמרות החוקים של שתי המדינות מוטלת על החברות הללו. ההשערה האלטרנטיבית היא שלמרות היותן חברות ישראליות, איכות הממשל התאגידי של החברות הדואליות יהיה גבוה יותר בשל החשיבות הגדולה יותר שמייחסים המשקיעים האמריקאיים והרגולאטוריים בארה"ב לממשל התאגידי וקוד תאגידי בכלל, ולריכוז השליטה בפרט.²⁴

הבדיקה נעשית בארבעה שלבים. בשלב הראשון, נבחרו עקרונות ממשל תאגידי מקובלים שיבדקו עבור כל אחת מן החברות. בשלב השני, נדגמו החברות שנכללות במחקר ונאספו הנתונים עבור כל אחת מהן. בשלב השלישי, על בסיס הנתונים שנאספו, נבנו מדדים כמותיים לבחינת איכות הממשל התאגידי בחברות. בשלב הרביעי נערכו מבחנים סטטיסטיים לבחינת הקשר שבין המדדים השונים שנבנו וכן בין מדדים אלה לבין ביצועי החברות ושערי התשואה על מניותיהן.

4.1 בחירת עקרונות הממשל התאגידי

עקרונות הממשל התאגידי שנכללו בעבודה זו מתבססים, בין השאר, על הקוד המשולב להתנהלות ראויה של חברות בבריטניה, על העקרונות המחייבים בבורסות ארה"ב, על עקרונות שנבדקו במחקרים קודמים כגון מחקרם

²³ לדוגמה, נתוני מבנה החזקות נאספו במרץ 2006, הנתונים שנאספו מהדוחות הכספיים לשנת 2005 שפורסמו במרץ 2006 כגון מספר הדירקטורים המכהנים, מעודכנים ליום פרסום הדוח (לפי הצהרת החברות), והנתונים שנאספו מתוך התקנון ומסמכי ההתאגדות של החברות נכונים כל עוד לא התקבלה החלטה לשנותם ולכן נכונים לחודש מרץ 2006.

²⁴ ראה Klapper and Love (2004), שמצאו שחברות שהתאגדו במדינות מתעוררות ונסחרות גם בארה"ב משפרות את איכות הממשל התאגידי שלהן.

של Gompers ועמיתיו (2003) ושל Klapper and Love (2004), ועל בסיס חלק מה עקרונות המומלצים על ידי ועדת גושן. בנוסף, נכללו בעבודה מספר פרמטרים שלמיטב ידיעתנו לא נבדקו במחקרים בעבר כגון מספר אסיפות מיוחדות שכונסו בחברה ומספר עסקאות בעלי עניין שהועלו להצבעה באסיפות החברה. לצורך בניית המדדים נאספו סך הכול 40 פרמטרים לכל אחת מן החברות שנכללו במדגם. בסיס הנתונים כולל את אלה:

1. פעילות בעלי עניין: אחוז ההחזקות בידי בעלי עניין; אחוז ההחזקות בידי משקיעים מוסדיים; אחוז קניות ומכירות של מניות על ידי בעלי עניין סביב פרסום הדוחות; מספר עסקאות עם בעלי עניין.
2. מבנה ופעולות הדירקטוריון: היחס בין הדירקטורים החיצוניים לסך חברי הדירקטוריון; האם קיימת ועדת מינויים הממליצה על מינוי חברי הדירקטוריון והאם רוב החברים בה בלתי תלויים בחברה; האם יו"ר הדירקטוריון הוא גם מנכ"ל החברה.
3. תגמול מנהלים ודירקטורים: סך התגמול ששולם לכל המנהלים והדירקטורים כקבוצה (בחברות הדואליות); סך השכר וטובות ההנאה לבעלי עניין ולדירקטורים (בחברות הישראליות); האם קיימת ועדת תגמולים אשר חבריה בלתי תלויים.
4. פיקוח וביקורת: האם נדרש רוב מיוחד להחלפת דירקטור; האם נדרש רוב מיוחד במיזוגים; האם רוב חברי ועדת הביקורת נחשבים בלתי תלויים; האם ועדת הביקורת מתכנסת לפחות פעם ברבעון; האם בחברה קיים קוד לאתיקה עסקית.

4.2 דגימת החברות ואיסוף הנתונים

בשלב השני, בחרנו 78 חברות מתוך 39 חברות ישראליות (להלן: קבוצת המדגם) ו-39 חברות דואליות (להלן: קבוצת הביקורת) שניתן היה להשיג נתונים מלאים לגביהן בשנים 2003-2006. לכל אחת מן החברות הדואליות שנדגמו נמצאה חברה ישראלית הנסחרת באותו ענף, והדומה לה ככל שניתן במאפייני, שווי שוק וסקטור פיננסי. איסוף הנתונים התבצע מתוך המידע הגלוי לציבור, כלומר מאתרי האינטרנט השונים, אתר מאיה של הבורסה לניירות ערך, אתר יפעת הון דיסק, התקנון ומסמך ההתאגדות של החברות, הדוחות השנתיים שפורסמו ואתרי הבית של החברות שנדגמו.

בדומה למחקרם של Gompers ועמיתיו (2003), מחקרם של Klapper and Love (2004) וכן מחקרם של Black ועמיתיו (2005), למרבית הפרמטרים שנבחנו הוצמדו ערכים בינאריים. הנתונים נאספו כך שחברה שמיישמת פרמטר שמשפר את איכות הממשל התאגידי קיבלה נקודה אחת ואם אינה מיישמת אותו קיבלה 0. למספר

פרמטרים הוצמדו ערכים כמותיים בהם החברות קיבלו ציון שנע בין 0 לבין 4.²⁵ המדדים נבנו כך שככל שהציון הסופי גבוה יותר, כך איכות הממשל התאגידי בחברה טובה יותר. הציון הסופי בכל אחד מהמדדים שנבנו נע בין 0 לבין 100.

במקרים בהם לא ניתן היה למצוא דיווח של חברה לגבי פרמטר מסוים, אותה החברה קיבלה ציון אפס. הנחת העבודה הייתה כי אם חברה מיישמת פרמטר שמשפר את איכות הממשל התאגידי שלה היא תדאג לפרסם זאת לציבור המשקיעים, ובהעדר התייחסות כזו, אנו מניחים שהחברה אינה מיישמת את הפרמטר הספציפי.

בנוסף לפרמטרים שנאספו לצורך בניית מדדי איכות הממשל התאגידי, חושב גם מדד ביצוע *Tobin's Q*, ותשואה עודפת של המניות.²⁶

4.3 בניית מדדים לבחינת איכות הממשל התאגידי

על בסיס הנתונים שנאספו, נבנו 3 מדדים עיקריים לבחינת איכות הממשל התאגידי בחברות הציבוריות בישראל (להלן: $Index_1$, $Index_2$, $Index_3$), ארבעה מדדי משנה (להלן: $Index_A(I)$, $Index_B(BD)$, $Index_C(C)$, $Index_D(AC)$) המתמקדים כל אחד בתת נושא הקשור לאיכות ממשל תאגידי.²⁷ כן נבנה מדד נוסף (להלן:

מעלה) $Index$). המדדים העיקריים שנבנו כוללים פרמטרים המקיפים את כלל הנושאים הקשורים לממשל

התאגידי, כאשר $Index_1$ נשען על מדגם הנתונים המלא וכולל 40 פרמטרים, $Index_2$ כולל 34 פרמטרים ו- $Index_3$ הינו מדד מצומצם הנשען על פרמטרים שניתן לאסוף בקלות רבה יחסית ומכיל 18 פרמטרים בלבד.²⁸ ארבעת

מדדי המשנה מתמקדים כל אחד בתת נושא הקשור לאיכות הממשל התאגידי כאשר $-Index_A(I)$ הינו מדד פעילות

בעלי עניין כאשר I מציין בעלי עניין (Insiders). המדד כולל 8 פרמטרים הקשורים כולם לרמת פעילות בעלי

העניין בחברה. $Index_B(BD)$ - הינו מדד דירקטוריון כאשר BD מציין דירקטוריון (Board of Directors). המדד

²⁵ הציון נע בתחום 0-2 בחלק מן הפרמטרים ובתחום 0-4 בחלק אחר של פרמטרים, כאשר הציון גבוה יותר ככל שהפרמטר בחברה טוב יותר. לדוגמה, השאלה האם יו"ר הדירקטוריון אינו מכהן גם כמנכ"ל החברה קיבלה ערך בינארי (אינו מכהן בשני התפקידים = 1, מכהן בשני התפקידים = 0). אך נתוני אחוז קניות ומכירות של מניות על ידי בעלי עניין הם נתונים כמותיים של האחוז שנמכר/ נקנה סביב פרסום הדוחות, ולכן פרמטר זה קיבל ערך כמותי בין 0-4. בסעיף 4.3 יוסבר באופן נרחב כיצד בוצע תהליך מתן הציון לפרמטרים הכמותיים.

²⁶ *Tobin's Q* חושב על ידי סכימת שווי השוק של החברה והתחייבויות שלה בספרים ביחס לסך המאזן שלה (ראה Klapper and Love (2004)), המנוף הפיננסי חושב על ידי היחס שבין התחייבויות החברה לזמן ארוך לבין סך המאזן שלה והתשואה העודפת חושבה על פי מודל השוק.

²⁷ מדדים אלו נבנו כדי לנסות ולזהות האם קבוצת משתנים אחת משפיעה יותר מקבוצת משתנים אחרת, או במילים אחרות, אילו משתנים חשובים יותר במדידת איכות הממשל התאגידי.

²⁸ $Index_2$ אינו כולל 6 פרמטרים שניתן לומר כי הם עלולים ליצור הטיה מסוימת בציון איכות הממשל התאגידי לטובת החברות הדואליות (בהמשך יפורטו הפרמטרים שאינם נכללים במדד זה). $Index_3$ נבנה על מנת לנסות ולבדוק האם משקיעים המתבססים על מידע פשוט ואינטואיטיבי במידה מסוימת, יגיעו למסקנות שונות באשר לאיכות הממשל התאגידי בחברות מאשר משקיעים המתבססים על מידע מורכב ומעמיק יותר.

כולל 14 פרמטרים הקשורים כולם למבנה ואופן תפקוד הדירקטוריון. $Index_C(C)$ - הינו מדד תגמול כאשר C מציין תגמול (Compensation). מדד זה כולל 3 פרמטרים הקשורים כולם לאופן תגמול מנהלים ודירקטורים. $Index_D(AC)$ - הינו מדד פיקוח וביקורת כאשר AC מציין ועדת ביקורת (Audit committee). המדד כולל 10 פרמטרים הקשורים כולם לרמת הפיקוח על הנעשה בחברה וועדת הביקורת.²⁹ לבסוף, $Index$ (מעלה) נבנה על בסיס פרק הממשל התאגידי שפורסם על ידי ארגון מעלה, במקור המדד אמור לכלול 12 פרמטרים אך כיוון שחלקם אינם נכללים במדגם הנתונים הנוכחי שנאסף לצורך העבודה, המדד נשען על 7 פרמטרים בלבד.

בהסתמך על מחקרם של Black, Jang and Kim (2005) וכן מחקרם של Klapper and Love (2004) המדדים חושבו על ידי סכימה של הציונים שנתקבלו בפרמטרים השונים כפי שיתואר בהמשך, כך שכל שהציון הסופי שהתקבל גבוה יותר איכות הממשל התאגידי בחברה טובה יותר.

בכל פרמטר שהוצמד לו ציון בינארי (0 או 1), החברה קיבלה נקודה אחת אם היא מיישמת עקרון שמשפר את איכות הממשל התאגידי שלה, אחרת קיבלה 0. לכל פרמטר כמותי (לדוגמא, אחוז ההחזקות בידי בעלי עניין ומשקיעים מוסדיים בחברה) חושב ממוצע (להלן: X) וסטית תקן (להלן: σ) של נתוני כל החברות. הציון שהוצמד לכל חברה חושב על ידי מרחקה מן הממוצע הכללי. הציון בפרמטרים אלה נע בין 0-2 (בפרמטרים כמותיים בהם סטית התקן בין החברות הייתה נמוכה) ועד ל- 0-4 (בפרמטרים כמותיים בהם סטית התקן בין החברות הייתה גבוהה). הפונקציות נבנו כך שחברה קיבלה ציון גבוה יותר ככל שהנתון שלה בפרמטר הכמותי הספציפי ביחס לממוצע מעיד על איכות ממשל תאגידי גבוהה יותר.³⁰

לצורך בניית המדדים נאספו סך הכול 40 פרמטרים המחולקים לחמש תתי קבוצות:

- A - 8 פרמטרים שקשורים לרמת פעילות בעלי העניין בחברה.
- B - 14 פרמטרים הקשורים למבנה הדירקטוריון, תפקידיו וסמכויותיו.
- C - 3 פרמטרים הקשורים לתגמול דירקטורים ובעלי עניין.
- D - 10 פרמטרים הקשורים למידת הפיקוח של בעלי המניות על החברה ולועדת הביקורת.
- E - 5 פרמטרים נוספים (הנוגעים לתפקידי ועדת הביקורת ופרסום הצהרת מנהלים).

²⁹ בכל אחד ממדדי המשנה נכללים פרמטרים שונים. אין פרמטר שנכלל ביותר ממדד משנה אחד.
³⁰ גם כאשר המדדים נבנו כך שכל הפרמטרים קיבלו ערכים בינאריים בלבד (0/1), התוצאות שהתקבלו היו זהות.

בכל אחד מהפרמטרים שיפורטו להלן, X הינו הנתון הממוצע של כל 78 החברות, σ היא סטיית התקן של נתוני כל 78 החברות, ו- A הינו הנתון של כל חברה בודדת. כפי שצוין לעיל, הציון שהוצמד לכל חברה חושב על ידי מרחקה מן הממוצע הכללי.

אופן בניית המדדים והרכבם:

$Index_A(I)$. מדד פעילות בעלי עניין

מדד זה כולל סה"כ 8 פרמטרים הקשורים כולם לרמת פעילות בעלי העניין בחברה.

הפרמטרים הנכללים במדד זה הם:

A.1. אחוז ההחזקות בידי בעלי עניין בחברה.

$$(1) \quad grade_{-} A_1 = \begin{cases} 3 & \text{if } A < 25\% \\ 2 & \text{if } 25\% \leq A < 50\% \\ 1 & \text{if } 50\% \leq A < 75\% \\ 0 & \text{if } A \geq 75\% \end{cases}$$

אחוז ההחזקות בידי בעלי עניין הוא אחוז ההחזקות בחודש מרץ 2006. הציון בפרמטר נע בין 0 ל-3, כך שככל שאחוז ההחזקות בידי בעלי עניין גבוה יותר, הציון אותו קיבלה החברה בפרמטר נמוך יותר.³¹

A.2. אחוז ההחזקות בידי משקיעים מוסדיים בחברה.

$$(2) \quad grade_{-} A_2 = \begin{cases} 4 & \text{if } A \geq X + 2 * \sigma \\ 3 & \text{if } A \geq X + \sigma \\ 2 & \text{if } A > X \\ 1 & \text{if } 0 < A \leq X \\ 0 & \text{if } A = 0 \end{cases}$$

אחוז ההחזקות בידי משקיעים מוסדיים הוא אחוז ההחזקות בחודש מרץ 2006. הציון בפרמטר נע בין 0 ל-4, כך שככל שאחוז ההחזקות בידי משקיעים מוסדיים ביחס לממוצע גבוה יותר, הציון אותו קיבלה החברה בפרמטר גבוה יותר.³²

³¹ הפרמטר נבנה כך מתוך ההנחה שככל שאחוז ההחזקות בידי בעלי העניין גבוה יותר איכות הממשל התאגידי בחברה נמוכה יותר (ראה Klapper and Love (2002)).

³² הפרמטר נבנה כך מתוך ההנחה שככל שאחוז ההחזקות בידי משקיעים מוסדיים גבוה יותר רמת הפיקוח וההתעניינות בנעשה בחברה תהיה גבוהה יותר ואיכות הממשל התאגידי בחברה תהיה גבוהה יותר.

A.3. אחוז קניות ומכירות של מניות על ידי בעלי עניין בשבועיים שלפני תאריך פרסום הדוחות הכספיים.³³

$$grade_A_3 = \begin{cases} 4 & \text{if } A = 0 \\ 3 & \text{if } A \leq X \\ 2 & \text{if } A > X \\ 1 & \text{if } A \geq X + \sigma \\ 0 & \text{if } A \geq X + 2 * \sigma \end{cases} \quad (3)$$

אחוז הקניות והמכירות מחושב כממוצע שנתי לשנים 2003 עד 2006, הדוחות הכספיים הם דוחות רבעוניים ושנתיים. הציון בפרמטר נע בין 0 ל-4, כך שככל שאחוז קניות ומכירות על ידי בעלי עניין לפני פרסום הדוחות ביחס לממוצע גבוה יותר (מה שיכול להעיד על שימוש במידע פנים), הציון אותו קיבלה החברה בפרמטר נמוך יותר.

A.4. אחוז קניות ומכירות של מניות על ידי בעלי עניין בשבועיים שלאחר תאריך פרסום הדוחות הכספיים.³⁴

$$grade_A_4 = \begin{cases} 4 & \text{if } A = 0 \\ 3 & \text{if } A \leq X \\ 2 & \text{if } A > X \\ 1 & \text{if } A \geq X + \sigma \\ 0 & \text{if } A \geq X + 2 * \sigma \end{cases} \quad (4)$$

אחוז הקניות והמכירות מחושב כממוצע שנתי לשנים 2003 עד 2006, הדוחות הכספיים הם דוחות רבעוניים ושנתיים. הציון בפרמטר נע בין 0 ל-4, כך שככל שאחוז קניות ומכירות על ידי בעלי עניין לאחר פרסום הדוחות ביחס לממוצע גבוה יותר (מה שיכול להעיד על שימוש במידע פנים), הציון אותו קיבלה החברה בפרמטר נמוך יותר.

A.5. מספר הפעולות (קנייה/מכירה) שבוצעו על ידי בעלי עניין שונים סביב פרסום הדוחות הכספיים.³⁵

$$(5) \quad grade_A_5 = \begin{cases} 4 & \text{if } A = 0 \\ 3 & \text{if } A \leq X \\ 2 & \text{if } A > X \\ 1 & \text{if } A \geq X + \sigma \\ 0 & \text{if } A \geq X + 2 * \sigma \end{cases}$$

³³ הפרמטר נאסף באופן הבא: לכל אחת מהשנים נאסף האחוז המצטבר של קניות ושל מכירות של מניות על ידי בעלי עניין בחברה שבועיים לפני פרסום הדוחות הכספיים, ולאחר מכן חושב ממוצע שנתי לכל חברה.

³⁴ הפרמטר נאסף באופן הבא: לכל אחת מהשנים נאסף האחוז המצטבר של קניות ושל מכירות של מניות על ידי בעלי עניין בחברה שבועיים לאחר פרסום הדוחות הכספיים ולאחר מכן חושב ממוצע שנתי לכל חברה.

³⁵ הפרמטר נאסף באופן הבא: בשבועיים שסבבו את תאריך פרסום הדוחות הכספיים נאספו מספר פעולות הקנייה והמכירה על ידי בעלי עניין שונים. כלומר, אם לדוגמה שלושה בעלי עניין שונים ביצעו פעולות של קניה או מכירה סביב תאריך פרסום דוח מסוים, נספרו שלוש פעולות. אם לעומת זאת רק בעל עניין אחד קנה/מכר מניות נספרה פעולה אחת. כמו כן, אם אותו בעל עניין ביצע מספר פעולות קניה או מכירה סביב תאריך פרסום אותו דוח נספרה פעולה אחת. לאחר מכן חושב ממוצע שנתי לכל חברה.

מספר פעולות קנייה ומכירה סביב פרסום הדוחות הכספיים (שבועיים לפני ושבועיים אחרי דוחות רבעוניים ושנתיים) מחושב כממוצע שנתי לשנים 2003 עד 2006. הציון בפרמטר נע בין 0 ל-4, כך שככל שמספר פעולות קניה ומכירה על ידי בעלי עניין סביב פרסום הדוחות ביחס לממוצע גבוה יותר, הציון אותו קיבלה החברה בפרמטר נמוך יותר.

A.6. מספר אסיפות מיוחדות שכונסו בחברה.³⁶

$$grade_A_6 = \begin{cases} 1 & \text{if } A \leq X \\ 0 & \text{if } A > X \end{cases} \quad (6)$$

מספר אסיפות מיוחדות מחושב כממוצע שנתי לשנים 2003 ועד 2006. הציון בפרמטר הוא 0 או 1, כך שאם מספר האסיפות המיוחדות שכונסו גבוה מהממוצע הכללי, הציון אותו קיבלה החברה בפרמטר הוא 0 ואם נמוך מהממוצע החברה קיבלה ציון 1.

A.7. מספר הצבעות בדרישת שליש תומך מבעלי המניות הבלתי תלויים.³⁷

$$(7) \quad grade_A_7 = \begin{cases} 4 & \text{if } A \leq X \\ 3 & \text{if } A > X \\ 2 & \text{if } A \geq X + \sigma \\ 1 & \text{if } A \geq X + 2 * \sigma \\ 0 & \text{if } A > X + 3 * \sigma \end{cases}$$

מספר ההצבעות מחושב כממוצע שנתי לשנים 2003 ועד 2006. הציון בפרמטר נע בין 0 ל-4, כך שככל שמספר ההצבעות בדרישת שליש תומך ביחס לממוצע גבוה יותר, הציון אותו קיבלה החברה בפרמטר נמוך יותר.³⁸

A.8. מספר עסקאות בעלי עניין שהועלו להצבעה באסיפות החברה.

$$grade_A_8 = \begin{cases} 4 & \text{if } A \leq X \\ 3 & \text{if } A > X \\ 2 & \text{if } A \geq X + \sigma \\ 1 & \text{if } A \geq X + 2 * \sigma \\ 0 & \text{if } A > X + 3 * \sigma \end{cases} \quad (8)$$

מספר עסקאות בעלי עניין מחושב כממוצע שנתי לשנים 2003 ועד 2006. הציון בפרמטר נע בין 0 ל-4, כך שככל שמספר עסקאות עם בעלי העניין שהועלו להצבעה ביחס לממוצע גבוה יותר, הציון אותו קיבלה החברה בפרמטר נמוך יותר.³⁹

³⁶ ההנחה היא כי אסיפות מיוחדות מכונסות בד"כ על מנת להעביר החלטות בנושאים רגישים ודחופים יותר כגון אישור עסקאות עם בעלי עניין, עסקאות חריגות וכו' ולכן חברה שמכנסת יותר אסיפות מיוחדות נחשבת כבעלת איכות ממשל תאגידי נמוכה יותר.
³⁷ ההנחה היא שהצבעות בדרישת שליש תומך הן הצבעות על נושאים רגישים שהחוק דורש אישור מיוחד כדי להעבירן כגון מינוי יו"ר למנכ"ל, אישור עסקאות עם בעלי עניין וכו'. לכן חברה שבה מספר ההצבעות הללו גבוה יותר נחשבת כבעלת איכות ממשל תאגידי נמוכה יותר.
³⁸ הפרמטר נאסף באופן הבא: לכל אחת מן השנים נאספו מספר ההצבעות (מתוך כל האסיפות שכונסו, רגילות ומיוחדות) שדורשות את אישור שליש מבעלי המניות הבלתי תלויים, לאחר מכן חושב ממוצע שנתי לכל חברה.

$$index_A(I) = \left\{ \frac{\sum_{i=1}^8 A_i}{Max_Score} \right\} * 100 \quad (9)$$

כאשר I מציון בעלי עניין (Insiders)

$Max_Score = 28$ (הציון המקסימאלי שניתן לקבל מסיכום הנקודות). המדד יכול לקבל ערכים בין 0 ל-100.

$Index_B(BD)$ מדד דירקטוריון

מדד זה כולל סה"כ 14 פרמטרים הקשורים כולם למבנה הדירקטוריון, תפקידיו וסמכויותיו.

הפרמטרים הנכללים במדד זה הם:

B.1. האחוז אותו מהווים הדירקטורים החיצוניים מסך הדירקטורים בחברה.

$$grade_B_1 = \begin{cases} 2 & \text{if } A \geq X + \sigma \\ 1 & \text{if } A \geq X \\ 0 & \text{if } A < X \end{cases} \quad (10)$$

אחוז הדירקטורים החיצוניים מתוך סך הדירקטורים נאסף מהדוחות השנתיים לשנת 2005 שפורסמו במרץ 2006 ומעודכנים לחודש זה (לפי הצהרת החברות בדוחות). הציון בפרמטר נע בין 0 ל-2, כך שככל שאחוז הדירקטורים החיצוניים מתוך סך הדירקטורים ביחס לממוצע גבוה יותר, הציון אותו קיבלה החברה בפרמטר גבוה יותר. ⁴¹

B.2. האם רוב חברי הדירקטוריון הם בלתי תלויים.

$$grade_B_2 = \begin{cases} 1 & \text{if } \text{yes} \\ 0 & \text{if } \text{other} \end{cases} \quad (11)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. חברה שבה רוב הדירקטורים הם בלתי תלויים קיבלה ציון 1, אחרת, קיבלה ציון

³⁹ מתוך מספר ההצבעות בדרישת השליש התומך נספרו אך ורק הצבעות שניתן לזהות בהן עסקאות עם בעלי עניין. כלומר, הצבעות לאישור מינוי של דירקטורים חיצוניים, הצבעות לאישור ביטוח אחריות דירקטורים ונושאי משרה והצבעות לאישור שכר דירקטורים שאינו חורג מהמקובל, לא נחשבו כעסקאות עם בעלי עניין למרות שבהצבעה עליהם נדרש אישור שלישי מבעלי המניות הבלתי תלויים. נספרו כל שאר ההצבעות שכן ניתן לזהות בהן עסקאות עם בעלי עניין (כגון אישור עסקה עם חברת בת או עם בעל שליטה). לאחר מכן חושב ממוצע שנתי לכל חברה.

⁴⁰ למיטב ידיעתנו, פרמטרים A_3 - A_8 לא נבדקו במחקרים אחרים, כל שאר הפרמטרים נבדקו במחקרים שנעשו בעבר.

⁴¹ כמקובל בספרות וברוב קודי הממשל התאגידי בעולם, ככל שמספר הדירקטורים החיצוניים בחברה גבוה יותר, איכות הממשל התאגידי גבוהה יותר.

B.3. האם קיימת ועדת מינויים.

$$grade_B_3 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (12)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. חברה שבה קיימת ועדת מינויים קיבלה ציון 1, אחרת, החברה קיבלה 0.

B.4. האם רוב חברי ועדת המינויים הם בלתי תלויים.

$$grade_B_4 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (13)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. חברה שבה רוב חברי הועדה בלתי תלויים קיבלה ציון 1, אחרת, החברה קיבלה 0.

B.5. האם יו"ר ועדת המינויים בלתי תלוי.

$$grade_B_5 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (14)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. חברה שבה יו"ר הועדה בלתי תלוי קיבלה ציון 1, אחרת, החברה קיבלה 0.

B.6. האם מועמד לכהן בדירקטוריון נבחר בהצבעת רוב החברים הבלתי תלויים.

$$grade_B_6 = \begin{cases} 3 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (15)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 3. במקום משוואות 12-14, אם בחברה לא קיימת ועדת מינויים אך מינוי של חבר

דירקטוריון מאושר קודם כל על ידי רוב הדירקטורים הבלתי תלויים החברה קיבלה ציון 3, אחרת קיבלה 0.⁴³

B.7. האם חברי הדירקטוריון מגישים עצמם לבחירה מחודשת על ידי בעלי המניות כל שנה.

$$grade_B_7 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (16)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. חברה שבה מפורט בתקנון שחברי הדירקטוריון מציעים עצמם לבחירה כל שנה

קיבלה ציון 1, אחרת קיבלה 0.

B.8. האם דירקטוריון החברה הוא דירקטוריון מדורג (classified board).

$$grade_B_8 = \begin{cases} 1 & \text{if } no \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (17)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם לא החברה קיבלה ציון 1, אם כן החברה קיבלה 0.⁴⁴

⁴² הפרמטר נאסף באופן הבא: עבור חברות ישראליות, מתוך תקנה 26 בה מפרטת החברה את שמות חברי הדירקטוריון האם הוא דירקטור חיצוני, האם הוא עובד של החברה או חברת בת וכו', אם הדירקטור אינו עובד בחברה או בחברת בת שלה, ואינו קרוב משפחה של בעל עניין אחר בתאגיד, הוא נחשב בלתי תלוי. עבור החברות הדואליות, מתוך ITEM 6 בו החברה מפרטת את שמות חברי הדירקטוריון והיסטוריה קצרה של כל אחד מהם, וכן מחויבת לציין האם רוב חברי הדירקטוריון הם בלתי תלויים או לא.
⁴³ פרמטר זה בעצם מחליף את משוואות 12-14 ולכן חברה שמיישמת אותו מקבלת ציון 3. כמוכן שחברה שיש בה ועדת מינויים מקבלת בפרמטר זה 0 ולא יכולה לקבל ציון כפול עבור אותו קריטריון.

B.9. האם ועדות מינויים ו/או תגמולים וביקורת מורכבות מאותם אנשים.⁴⁵

$$grade_B_9 = \begin{cases} 1 & \text{if } no \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (18)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם יש ועדות מינויים ותגמולים, אך מאישים את הועדות הללו ו/או את ועדת הביקורת אותם דירקטורים, החברה קיבלה ציון 0. אם אין ועדת מינויים או תגמולים החברה קיבלה ציון 0. אם יש ועדת מינויים ותגמולים ומאיישים אותן ואת ועדת הביקורת אנשים שונים, החברה קיבלה ציון 1.

B.10. האם מאיישים את משרות יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה אנשים שונים.⁴⁶

$$grade_B_{10} = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (19)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.

B.11. האם קיימת אפשרות למינוי של דירקטורים חליפים לדירקטוריון החברה.

$$grade_B_{11} = \begin{cases} 1 & \text{if } no \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (20)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. רק חברה שהצהירה במפורש בתקנון שלה שהיא אוסרת על מינוי של דירקטורים חליפים קיבלה ציון 1, החברות שצינו שהן מתירות זאת או שלא התייחסו בתקנון לאפשרות מינוי דירקטורים חליפים קיבלו 0.⁴⁷

B.12. האם הדירקטוריון נפגש אחת לחודש.

$$grade_B_{12} = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (21)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. חברה שהצהירה במפורש בתקנון שלה שהדירקטוריון נפגש אחת לחודש, או שהיא פרסמה בדוח הכספי שהדירקטוריון התכנס לפחות 12 פעמים בשנה, קיבלה ציון 1, חברות שצינו בתקנון שהדירקטוריון מחויב להתכנס פחות מ- 12 פעמים בשנה או שניתן לזהות פחות מ- 12 פגישות בדוח הכספי וכן חברות שלא ציינו כלום בנושא קיבלו 0.

⁴⁴ קיומו של דירקטוריון מדורג בחברה מקטין את יכולתם של בעלי המניות להחליף את הדירקטוריון באם הם אינם מרוצים מתפקודו ולכן נהוג בספרות להתייחס לדירקטוריון מדורג כפרמטר שלילי באיכות ממשל תאגידי. (ראה Gompers et al, (2003) Bebhuk et al, (2005) Brown and Caylor (2006) ועוד).

⁴⁵ חברה שבה יש ועדת מינויים אך חברה הם אותם דירקטורים החברים בוועדות התגמולים (אם קיימת) ו/או ביקורת, קיבלה 0 מתוך ההנחה שחברי דירקטוריון שהם גם מכהנים ב- 2 או אפילו 3 ועדות נוספות אינם יכולים לבצע את תפקידם בכל אחת מהוועדות הללו על הצד הטוב ביותר ולטובת בעלי המניות.

⁴⁶ כמקובל בספרות המקצועית כאשר יו"ר דירקטוריון מכהן גם כמנכ"ל החברה הדבר נחשב כפרמטר שלילי המקטין את איכות הממשל התאגידי. (ראה Brickley, Coles, and Jarrell (1997), ו-Dahya, McConnell, and Travlos (1998) Vafeas and Theodorou (2002))
⁴⁷ כיוון שחוק החברות מתיר מינוי דירקטורים חליפים, סביר שחברות שלא התייחסו בתקנון שלהן לאפשרות זו מתירות מינוי שכזה ולכן חברות אלה קיבלו 0 בפרמטר זה.

$$grade_B_{13} = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (22)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. חברה שהצהירה בתקנון שלה שהדירקטוריון מחויב להיפגש לפחות X מספר פעמים בשנה קיבלה ציון 1, חברות שציינו שהדירקטוריון יכול להיפגש כמה פעמים שיראה לנכון ולא קבעו מספר מינימאלי וכן חברות שלא ציינו שום דבר בנושא קיבלו 0.

B.14. האם מתקיימות פגישות נפרדות של חברי הדירקטוריון הבלתי תלויים ללא נוכחות ההנהלה או

הדירקטורים התלויים.

$$grade_B_{14} = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (23)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. חברה שציינה במפורש בתקנון שלה או בדוח הכספי כי היא מחויבת לקיום פגישות שכאלה, קיבלה ציון 1, אחרת 0.⁴⁸

הציון הסופי במדד זה מתקבל מהנוסחה הבאה:⁴⁹

$$index_B(BD) = \left\{ \frac{\sum_{i=1}^{14} B_i}{Max_Score} \right\} * 100 \quad (24)$$

כאשר BD מציין דירקטוריון (Board of Directors)

$Max_Score=14$ (הציון המקסימאלי שניתן לקבל מסיכום הנקודות). המדד יכול לקבל ערכים בין 0 ל-100.

⁴⁸ כיום רוב קודי הממשל התאגידי דורשים קיומן של פגישות אלה ומתייחסים אליהן כפרמטר שמשפר את איכות הממשל התאגידי בחברות.

⁴⁹ למיטב ידיעתנו למעט פרמטר B_{11} כל שאר הפרמטרים הנכללים במדד זה נבדקו במחקרים אחרים ו/או נכללים בקודי ממשל תאגידי שונים.

מדד תגמול $Index_C(C)$

מדד זה כולל סה"כ 3 פרמטרים הקשורים לתגמול דירקטורים ובעלי עניין.

הפרמטרים הנכללים במדד זה הם:

C.1. תגמול לדירקטורים ולמנהלים הבכירים ו/או לבעלי העניין בחברה.⁵⁰

$$grade_C_1 = \begin{cases} 4 & \text{if } A \leq X - \sigma \\ 3 & \text{if } A > X - \sigma \\ 2 & \text{if } A \geq X \\ 1 & \text{if } A \geq X + \sigma \\ 0 & \text{if } A > X + 2 * \sigma \end{cases} \quad (25)$$

התגמול מחושב כממוצע שנתי לשנים 2003 ועד 2005. הציון בפרמטר נע בין 0 ל-4, כך שככל שהתגמול הממוצע בחברה ביחס לממוצע כל החברות גבוה יותר, הציון אותו קיבלה החברה בפרמטר נמוך יותר.

C.2. האם קיימת ועדת תגמולים.

$$grade_C_2 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (26)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.

C.3. האם ועדת התגמולים מורכבת מהדירקטורים הבלתי תלויים.

$$grade_C_3 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (27)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.

הציון הסופי במדד זה מתקבל מהנוסחה הבאה:⁵¹

$$index_C(C) = \left\{ \frac{\sum_{i=1}^3 C_i}{Max_Score} \right\} * 100 \quad (28)$$

כאשר C מציין תגמול (Compensation)

$Max_Score=6$ (הציון המקסימאלי שניתן לקבל מסיכום הנקודות). המדד יכול לקבל ערכים בין 0 ל-100.

⁵⁰ הפרמטר נאסף באופן הבא: בחברות הישראליות, נאסף נתון לגבי ממוצע שנתי של סך השכר וטובות ההנאה לבעלי עניין ולדירקטורים לאורך השנים 2003-2005 (מופיע בתקנה 22, בפרטים נוספים על התאגיד). בחברות הדואליות, נאסף נתון לגבי ממוצע שנתי של סך התגמול ששולם לכל המנהלים הבכירים והדירקטורים כקבוצה לאורך השנים 2003-2005 (מופיע ב- ITEM 6-B בדוח השנתי 20-F אותו מפרסמות החברות בחו"ל).

⁵¹ למיטב ידיעתנו כל הפרמטרים הנכללים במדד זה נבדקו במחקרים אחרים ו/או נכללים בקודי ממשל תאגידי שונים.

$Index_D(AC)$ מדד פיקוח וביקורת

מדד זה כולל סה"כ 10 פרמטרים הקשורים כולם למידת הפיקוח של בעלי המניות על החברה ולוועדת הביקורת.

הפרמטרים הנכללים במדד זה הם:

D.1. האם יש לחברה אתר אינטרנט מעודכן בו מתפרסמות הודעות ותוצאות עסקיות.

$$grade_D_1 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (29)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.⁵²

D.2. האם יש בחברה מחלקת קשרי משקיעים.

$$grade_D_2 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (30)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם ניתן לזהות באתר החברה או בפרסומיה אפשרות ליצירת קשר עם מחלקת

קשרי משקיעים החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.⁵³

D.3. האם הוקמה ועדת ביקורת שחבריה בלתי תלויים.

$$grade_D_3 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (31)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.

D.4. האם רוב חברי ועדת הביקורת הם דירקטורים חיצוניים.

$$grade_D_4 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (32)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.

D.5. האם נדרש רוב מיוחד באסיפה הכללית לצורך החלפת דירקטור לפני תום כהונתו.

$$grade_D_5 = \begin{cases} 0 & \text{if } yes \\ 1 & \text{if } other \end{cases} \quad (33)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 0, אחרת החברה קיבלה 1.⁵⁴

⁵² נהוג להתייחס לחברה שלה אתר אינטרנט מעודכן בו היא מדווחת לציבור על הנעשה בה באופן שוטף כבעלת איכות ממשל תאגידי גבוהה יותר (ראה Klapper and Love (2004)).

⁵³ נהוג להתייחס לחברה שיש בה מחלקת קשרי משקיעים כחברה בעלת איכות ממשל תאגידי גבוהה יותר כיוון שהיא פותחת לציבור המשקיעים שלה ערוץ תקשורת ישיר ובכך מגבירה את השקיפות שלה (ראה Klapper and Love (2004)).

⁵⁴ דרישת רוב מיוחד (בד"כ 75% מבעלי המניות) לצורך החלפת דירקטור נתפסת כצעד המעכב את אפשרותם של בעלי מניות המיעוט לנקוט צעדים כנגד דירקטוריון שאינו פועל לרווחתם.

D.6. האם נדרש רוב מיוחד באסיפה הכללית לצורך אישור מיזוג.

$$grade_D_6 = \begin{cases} 0 & \text{if } yes \\ 1 & \text{if } other \end{cases} \quad (34)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 0, אחרת החברה קיבלה 1.⁵⁵

D.7. האם יו"ר ועדת הביקורת הוא דירקטור חיצוני.

$$grade_D_7 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (35)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0, אם החברה לא מציינת מיהו יו"ר הועדה- נתון חסר.

D.8. האם לרוב חברי ועדת ביקורת יש מיומנות חשבונאית ופיננסית.

$$grade_D_8 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (36)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.

D.9. האם ועדת ביקורת מתכנסת לפחות אחת לשלושה חודשים.

$$grade_D_9 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (37)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם החברה מפרסמת בתקנון ועדת הביקורת או בדוח הכספי כי הועדה מחויבת להיפגש לפחות אחת לרבעון או שהחברה פרסמה בדוח הכספי את מספר הפעמים בשנה בו הועדה התכנסה בפועל (לפחות 4), החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.

D.10. האם החברה פרסמה קוד מחייב לאתיקה עסקית.

$$grade_D_{10} = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (38)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.⁵⁶

הציון הסופי במדד זה מתקבל מהנוסחה הבאה:⁵⁷

⁵⁵ דרישת רוב מיוחד (בד"כ 75% מבעלי המניות) לצורך אישור מיזוג נתפסת כפרמטר בו משתמשים מנהלים כדי לעכב את אפשרותם של בעלי המניות להעביר החלטה שעלולה להרע את מצבם של מנהלי החברה, (ראה Gompers et al (2003), Bebchuk et al (2005)).
⁵⁶ (ראה Klapper and Love (2002)).
⁵⁷ למיטב ידיעתנו כל הפרמטרים הנכללים במדד זה נבדקו במחקרים אחרים ו/או נכללים בקודי ממשל תאגידי שונים.

$$index_D(AC) = \left\{ \frac{\sum_{i=1}^{10} D_i}{Max_Score} \right\} * 100 \quad (39)$$

כאשר AC מציין ועדת ביקורת (Audit committee)

$Max_Score=10$ (הציון המקסימאלי שניתן לקבל מסיכום הנקודות). המדד יכול לקבל ערכים בין 0 ל-100.

E. נתונים נוספים (הנוגעים לתפקידי ועדת הביקורת ופרסום הצהרת מנהלים).⁵⁸

E.1. האם ועדת ביקורת מפקחת על האובייקטיביות ואי התלות של מבקרי החברה.

$$grade_E_1 = \begin{cases} 1 & \text{if yes} \\ 0 & \text{if other} \end{cases} \quad (40)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. חברה שמפרסמת בתקנון ועדת הביקורת או בדוח הכספי שאחד מתפקידי הועדה הוא לפקח על מבקרי החברה, קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.⁵⁹

E.2. האם ועדת ביקורת נותנת חוות דעת על שכרו של רואה החשבון המבקר.

$$grade_E_2 = \begin{cases} 1 & \text{if yes} \\ 0 & \text{if other} \end{cases} \quad (41)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. חברה שמפרסמת בתקנון ועדת הביקורת או בדוח הכספי שאחד מתפקידי הועדה הוא לתת חוות דעת על שכר המבקר קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.⁶⁰

E.3. האם ועדת ביקורת מקיימת פגישה שנתית אחת לפחות עם מבקרי החברה ללא נוכחות ההנהלה.

$$grade_E_3 = \begin{cases} 1 & \text{if yes} \\ 0 & \text{if other} \end{cases} \quad (42)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.

⁵⁸ הפרמטרים הנוספים נכללים אך ורק במדד 1 (הכולל את כל מדגם הנתונים) ואינם נכללים בכל שאר המדדים האחרים שנבנו. שאלה פרמטרים אלה אינם נכללים בדרישת חוק החברות בארץ ולכן חברות ישראליות לא נטות ליישם אותם (כל החברות הישראליות שנכללו במדגם לא מיישמות או לא מדווחות על יישום הפרמטרים הללו). מסיבה זו כאשר הם נכללים בחישוב המדד, הם עלולים להטות כלפי מעלה את הציון של החברות הדואליות.

⁵⁹ זהו אחד התפקידים המחייבים ועדת ביקורת בחברות דואליות, בעוד שבחוק החברות אין זה תפקיד מחייב.
⁶⁰ זהו אחד התפקידים המחייבים ועדת ביקורת בחברות דואליות, בעוד שבחוק החברות אין זה תפקיד מחייב.

הכספיים.

$$grade_E_9 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (43)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.

E.5. האם החברה פרסמה קוד מחייב המפרט את תפקידיה והתחייבויותי ה של ועדת הביקורת או לחילופין האם

החברה פרסמה קוד מחייב בנושא ממשל תאגידי המפרט את עקרונות הממשל התאגידי אותם היא מיישמת.

$$grade_E_5 = \begin{cases} 1 & \text{if } yes \\ 0 & \text{if } other \end{cases} \quad (44)$$

הציון בפרמטר זה הוא 0 או 1. אם כן החברה קיבלה ציון 1, אחרת החברה קיבלה 0.

מדד 1

מדד 1 כולל את כל הפרמטרים שנאספו (סה"כ 40 פרמטרים).

הציון הסופי במדד זה מתקבל מהנוסחה הבאה:

$$index_1 = \left\{ \frac{\sum_{i=1}^8 A_i + \sum_{i=1}^{14} B_i + \sum_{i=1}^3 C_i + \sum_{i=1}^{10} D_i + \sum_{i=1}^5 E_i}{Max_Score} \right\} * 100 \quad (45)$$

$Max_Score=64$ (הציון המקסימאלי שניתן לקבל מסיכום הנקודות). המדד יכול לקבל ערכים בין 0 ל-100.

מדד 2

מדד 2 כולל סה"כ 34 פרמטרים, כלומר הוא אינו כולל 6 פרמטרים שניתן לומר כי הם עלולים ליצור הטיה

מסוימת.⁶¹ הציון הסופי במדד זה מתקבל מהנוסחה הבאה:

⁶¹ לא נמצאו הבדלים מובהקים בין מדד 1 (הכולל את כל מדגם הנתונים) לבין מדד 2 (שאינו כולל 6 פרמטרים שעלולים ליצור הטיה לטובת החברות הדואליות). לכן ניתן להסיק כי ששת הפרמטרים הללו לא יוצרים הטיה מהותית למרות שהחברות הישראליות לא נוטות ליישם אותם.

$$index_1 = \left\{ \frac{\sum_{i=1}^8 A_i + \sum_{i=1}^{14} B_i + \sum_{i=2}^3 C_i + \sum_{i=1}^{10} D_i}{Max_Score} \right\} * 100 \quad (46)$$

$Max_Score=55$ (הציון המקסימאלי שניתן לקבל מסיכום הנקודות). המדד יכול לקבל ערכים בין 0 ל-100.

הנתונים הנוספים (E_{1-5}) אינם נכללים במדד זה כיוון שהחברות הישראליות שנכללו במדגם אינם שמיישמות אותם (הם לא נכללים בדרישת חוק החברות) או שאינן מדווחות על כך שהן מיישמות אותם. כתוצאה, כאשר הם נכללים בחישוב המדד, הם עלולים להטות כלפי מעלה את הציון במדד לחברות הדואליות ולכן הם הוצאו ממדד זה. נתון C_1 אינו נכלל במדד כיוון שקיים שינוי מסוים באופן הדיווח לגבי התגמול בחברות הישראליות לעומת החברות הדואליות, וכדי להימנע מאפשרות של הטיה הנובעת מהשוני באופן הדיווח נתון זה אינו נכלל במדד זה.⁶²

מדד 3

מדד זה כולל סה"כ 18 פרמטרים. המדד נבנה כך שהוא מכיל רק את הפרמטרים שלהערכתנו ניתן לאסוף בקלות רבה יחסית.⁶³ הציון הסופי במדד זה מתקבל מהנוסחה הבאה:

$$index_3 = \left\{ \frac{\sum_{i=1}^2 A_i + \sum_{i=1}^{10} B_i + \sum_{i=2}^3 C_i + \sum_{i=1}^4 D_i}{Max_Score} \right\} * 100$$

$Max_Score=23$ (הציון המקסימאלי שניתן לקבל מסיכום הנקודות). המדד יכול לקבל ערכים בין 0 ל-100.

מדד מעלה

מדד מעלה שנבנה לצורך העבודה אינו כולל את כל הפרמטרים שנכללים בהמלצת הארגון אלא רק את הפרמטרים מתוך מדד מעלה שנכללו כבר במדגם הנתונים המקורי שנאסף. המדד כולל 7 פרמטרים, 3 פרמטרים שנכללים גם במדד הדירקטוריון, פרמטר אחד שנכלל במדד תגמול ו- 3 פרמטרים נוספים שנכללים במדד פיקוח וביקורת.

⁶² בחברות הישראליות, נאסף נתון לגבי ממוצע שנתי של סך השכר וטובות ההנאה לבעלי עניין ולדירקטורים לאורך השנים 2003-2005 (מופיע בתקנה 22, בפרטים נוספים על התאגיד). בחברות הדואליות, נאסף נתון לגבי ממוצע שנתי של סך התגמול ששולם לכל המנהלים הבכירים והדירקטורים כקבוצה לאורך השנים 2003-2005 (מופיע ב-ITEM 6-B בדוח השנתי 20-F אותו מפרסמות החברות בחו"ל).
⁶³ מדד 3 נבנה בכדי לנסות לבדוק האם משקיעים שיבססו את החלטתם לגבי איכות ממשל תאגידי של חברות על בסיס מדגם נתונים פשוט יחסית ואינטואיטיבי יגיעו למסקנות שונות לעומת משקיעים שיעשו זאת על סמך מדגם נתונים רחב ומעמיק יותר.

הציון שניתן לכל פרמטר אינו זהה לציונים המפורטים לעיל אלא ניתן בהתאם להמלצת ארגון מעלה ומפורט
 בנספח ב'. הפרמטרים שנכללים במדד זה הם: B1, B2, B10, C2, D4, D7, D8. המדד יכול לקבל ערכים בין 0 ל-
 100.

4.4 בחינת המתאם בין מדדי הממשל התאגידי

טרם שנבחן אמפירית את הקשר בין מדדי הממשל התאגידי לבין ביצועי החברות, בחנו את המתאם בין המדדים
 השונים שנבנו. לוח 2 להלן מציג את תוצאות הקורלציות בין כל המדדים שנבנו.

לוח 2: קורלציות בין המדדים

לוח 2 מציג קורלציות בין כל המדדים שנבנו. $Index_1, Index_2, Index_3$, מייצגים את שלושת המדדים העיקריים,
 מדד 1, מדד 2 ומדד 3 בהתאמה. $Index_A(I)$ מייצג את מדד פעילות בעלי עניין, $Index_B(BD)$ מייצג את מדד
 הדירקטוריון, $Index_C(C)$ מייצג את מדד התגמול, $Index_D(AC)$ מייצג את מדד פיקוח וביקורת ו- $Index$ (מעלה)
 מייצג את מדד מעלה. המספרים בטבלה מייצגים את מתאם פירסון, המספרים בסוגריים מייצגים p-values
 לבחינת השערה חד כיוונית שמקדם המתאם בין המדדים השונים יהיה חיובי.

$Index_D(AC)$	$Index_C(C)$	$Index_B(BD)$	$Index_A(I)$	$Index_3$	$Index_2$	$Index_1$	
						-	$Index_1$
					-	0.960 (0.000)	$Index_2$
				-	0.757 (0.000)	0.742 (0.000)	$Index_3$
			-	0.351 (0.001)	0.790 (0.000)	0.726 (0.000)	$Index_A(I)$
		-	0.109 (0.171)	0.685 (0.000)	0.561 (0.000)	0.530 (0.000)	$Index_B(BD)$
	-	0.290 (0.005)	0.157 (0.085)	0.449 (0.000)	0.361 (0.001)	0.514 (0.000)	$Index_C(C)$
-	0.173 (0.065)	0.207 (0.034)	0.233 (0.020)	0.530 (0.000)	0.613 (0.000)	0.635 (0.000)	$Index_D(AC)$
0.272 (0.008)	0.306 (0.003)	0.614 (0.000)	-0.029 (0.401)	0.521 (0.000)	0.352 (0.002)	0.277 (0.014)	$Index$ (מעלה)

מלוח 2 עולים הממצאים הבאים. קיימת קורלציה חיובית מובהקת וחזקה ($P=0.000$) בין כל שלושת המדדים
 העיקריים לבין עצמם וכן בינם לבין כל מדדי המשנה ($P<0.05$)⁶⁴. לא נמצא קשר מובהק בין מדד הדירקטוריון
 למדד פעילות בעלי עניין ($P>0.1$), וכן לא נמצא קשר מובהק בין מדד מעלה למדד פעילות בעלי עניין ($P>0.1$).
 כצפוי, הקורלציה שנמצאה בין שלושת המדדים העיקריים ובינם לבין מדדי המשנה גבוהה לרוב מזו שנמצאה בין

⁶⁴ גם כאשר כל המדדים (למעט מדד מעלה) נבנו בערכים בינאריים בלבד התוצאות היו זהות.

מדדי המשנה לבין עצמם בהתחשב בעובדה שחלק מן הפרמטרים הנכללים במדדי המשנה השונים נכללים גם במדדים העיקריים בעוד שמדד משנה אחד אינו כולל אף פרמטר שנכלל במדד משנה אחר. יחד עם זאת, בין מרבית מדדי המשנה לבין עצמם התקבלו קורלציות מובהקות וכן למעט הקשר (הלא מובהק) בין מדד מעלה לבין מדד פעילות בעלי עניין, כל הקורלציות בין המדדים מעידות על קשר חיובי. ממצא זה מחזק את ההנחה שמנגנוני איכות ממשל תאגידי מסוגים שונים קשורים ביניהם וכי שיפור באיכות ממשל תאגידי נעשה בדרך כלל במספר מישורים, כלומר, חברה שקיבלה ציון גבוה במדד הדירקטוריון סביר שתקבל ציון גבוה גם במדד תגמול, פיקוח וביקורת ופעילות בעלי עניין.

בסעיף 5 להלן נציג את הממצאים האמפיריים ביחס להשפעה של מבנה השליטה הריכוזי על קשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי חברות ותשואות מניותיהן.

5. ממצאים אמפיריים

לוח 3 להלן מציג את הממצאים העיקריים באשר לקיומם של הבדלים מובהקים בין מדדי איכות הממשל התאגידי בין קבוצת המדגם (להלן: חברות ישראליות), לבין קבוצת הביקורת (להלן: חברות דואליות). הנתון הבולט שעולה מלוח זה הוא, שבכל מדדי איכות הממשל התאגידי שנבנו למעט מדד מעלה, קיבלו החברות שמניותיהן רשומות למסחר בישראל בלבד (בעלות מבנה שליטה יותר ריכוזי) ציונים נמוכים באופן מובהק מן הציונים שקיבלו החברות הדואליות.⁶⁵

לוח 3: מדדי איכות ממשל תאגידי בקבוצות המדגם והביקורת

פאנל א' של הלוח מציג את נתוני ממוצע, חציון וסטית התקן של ציוני שלושת המדדים העיקריים בחלוקה לקבוצת המדגם (להלן: חברות ישראליות) ולקבוצת הביקורת (להלן: חברות דואליות). $Index_1$, $Index_2$, $Index_3$, מייצגים את שלושת המדדים העיקריים, מדד 1, מדד 2 ומדד 3 בהתאמה. פאנל ב' של הלוח מציג את נתוני ממוצע, חציון וסטית התקן של ציוני ארבעת מדדי המשנה ומדד מעלה בחלוקה לקבוצת המדגם ולקבוצת הביקורת. $Index_A(I)$ מייצג את מדד פעילות בעלי עניין, $Index_B(BD)$ מייצג את מדד הדירקטוריון, $Index_C(C)$ מייצג את מדד התגמול, $Index_D(AC)$ מייצג את מדד פיקוח וביקורת ו- $Index(מעלה)$ מייצג את מדד מעלה. בעמודה האחרונה של כל טבלה מוצגת הפרופורציה של מספר החברות הדואליות שקיבלו ציון גבוה יותר מהחברה הישראלית הדומה להן באותו מדד. לבדיקת ההשערה שממוצעי (חציון) הציונים במדדים השונים בחברות הדואליות יהיה גבוה באופן מובהק מזה של החברות הישראליות נערך מבחן t (Kruskal-Wallis) למדגמים בלתי תלויים בהשערה חד כיוונית. המספרים בסוגריים מייצגים p-values, תוצאות מודגשות מעידות על מובהקות ברמה של 10% לפחות. הממצאים מוצגים בטבלאות להלן:

פאנל א' - מדדים עיקריים					
מס' תצפיות	ממוצע	חציון	סטיית תקן	פרופורציה של חברות דואליות בעלות ציון גבוה יותר	
<u>$Index_1$</u>					
39	44.39	45.31	6.22	34/39=87.18%	חברות ישראליות
39	59.33	60.94	9.11		חברות דואליות
	(0.000)	(0.000)			p-value
<u>$Index_2$</u>					
39	47.27	49.09	7.10	31/39=79.49%	חברות ישראליות
39	58.23	60.00	9.99		חברות דואליות
	(0.000)	(0.000)			p-value
<u>$Index_3$</u>					
39	33.78	34.78	11.95	30/39=76.92%	חברות ישראליות
39	51.62	52.17	17.74		חברות דואליות
	(0.000)	(0.000)			p-value

⁶⁵ גם כאשר כל המדדים (למעט מדד מעלה) נבנו בערכים בינאריים בלבד התוצאות היו זהות.

פאנל ב' - מדדי משנה

פרופורציה של חברות דואליות בעלות ציון גבוה יותר	סטיית תקן	חציון	ממוצע	מס' תצפיות	
22/39=56.41%	11.85	60.71	59.98	39	<u>Index_A(I)</u> חברות ישראליות
	13.29	71.43	67.40	39	חברות דואליות
		(0.006)	(0.005)		p-value
23/39=58.97%	10.662	28.571	30.952	39	<u>Index_B(BD)</u> חברות ישראליות
	16.963	35.714	37.912	39	חברות דואליות
		(0.112)	(0.0185)		p-value
23/39=58.97%	18.68	50.00	41.88	39	<u>Index_C(C)</u> חברות ישראליות
	18.13	66.67	60.68	39	חברות דואליות
		(0.000)	(0.000)		p-value
27/39=69.23%	15.47	50.00	47.69	39	<u>Index_D(AC)</u> חברות ישראליות
	16.21	70.00	67.18	39	חברות דואליות
		(0.000)	(0.000)		p-value
18/39=46.15%	18.725	38.710	41.274	39	<u>Index (מעלה)</u> חברות ישראליות
	20.596	38.710	41.439	39	חברות דואליות
		(0.837)	(0.500)		p-value

ממצא זה מתיישב עם ממצאי מחקרם של Klapper and Love (2004) שחברות זרות שנסחרות בארה"ב משפרות את איכות הממשל התאגידי שלהן בעקבות רישומן. בניגוד לכל המדדים, במדד מעלה, הממוצע והחציון של החברות הישראליות זהים לאלה של החברות הדואליות. ייתכן שהסיבה לכך נעוצה בעובדה שמדד מתבסס על מספר מועט של פרמטרים (7), המתמקדים בשני נושאים עיקריים, מבנה הדירקטוריון (3 פרמטרים) פיקוח וביקורת (3 פרמטרים) וכן כולל פרמטר אחד נוסף בנושא תגמול. בשל מורכבותו של הקשר שבין ממשל תאגידי לביצועי חברות יש צורך במספר גדול יותר של פרמטרים המקיפים את כלל הנושאים הקשורים למושג ממשל תאגידי בכדי לזהות הבדלים באיכות הממשל התאגידי בין חברות שונות וכן לזהות את הקשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועיהן. הסבר אחר אפשרי לממצא זה יכול שקשור לקריטריונים שנכללים במדד מעלה (כפי שנעשה בעבודה זו) שיתכן ואינם מאפיינים נכון את איכות הממשל התאגידי ולכן לא נמצאו הבדלים בין החברות הישראליות לחברות הדואליות.

לוח 4: Tobin's Q, תשואה עודפת ומנוף פיננסי

לוח 4 מציג נתוני ממוצע, חציון וסטטית תקן של מדד הביצוע (Tobin's Q), של התשואה העודפת ושל המנוף הפיננסי בחלוקה לקבוצת המדגם (להלן: חברות ישראליות) וקבוצת הביקורת (להלן: חברות דואליות). Tobin's Q חושב על ידי סכימת שווי השוק של החברה וההתחייבויות שלה בספרים ביחס לסך המאזן, ומוצג פעם אחת נכון למרץ 2006 (מדוח הרבעון הראשון לשנת 2006). התשואה העודפת הממוצעת מינואר עד אוגוסט 2006 חושבה על פי מודל השוק. המנוף הפיננסי מוצג לחודש מרץ 2006 וחושב על ידי היחס שבין התחייבויות החברה לבין סך המאזן שלה מדוח הרבעון הראשון לשנת 2006. בעמודה האחרונה של הלוח מוצגת הפרופורציה של מספר החברות הדואליות בהן הנתון הספציפי גבוה יותר מהחברה הישראלית הדומה להן, כך שלדוגמה ה-TQ במרץ 2006 היה גבוה יותר ב-28 מתוך 38 החברות הדואליות שנבדקו לעומת החברה הישראלית הדומה שהוצמדה להן. לבדיקת ההשערה שיש הבדל מובהק בין ממוצעי (חציון) המשתנים השונים שנתקבלו בכל אחת מהקבוצות, נערך מבחן t (Kruskal-Wallis) למדגמים בלתי תלויים בהשערה חד כיוונית. המספרים בסוגריים מייצגים p-value, תוצאות מודגשות מעידות על מובהקות ברמה של 10% לפחות. חברה דואלית אחת לא הציגה מאזן ברבעון הראשון של שנת 2006 ולכן מספר תצפיות ה-TQ 2006 והמנוף הפיננסי הוא 38. שתי חברות החלו להיסחר בישראל בסוף שנת 2005 ולכן לא ניתן היה לאמוד לגביהן את התשואה העודפת על פי מודל השוק, על כן מספר תצפיות התשואה העודפת הוא 38 בכל אחת מהקבוצות.

פרופורציה של חברות דואליות בעלות ציון גבוה יותר	סטיית תקן	חציון	ממוצע	מס' תצפיות	TQ
28/38=73.68%	0.889	1.277	1.574	39	חברות ישראליות
	0.930	1.673	1.905	38	חברות דואליות
		(0.026)	(0.0575)		p-value
<u>תשואה עודפת</u>					
15/38=39.47%	0.073	0.032	0.03	38	חברות ישראליות
	0.047	0.005	0.003	38	חברות דואליות
		(0.013)	0.054		p-value
<u>מנוף פיננסי</u>					
9/38=23.68%	0.193	0.667	0.634	39	חברות ישראליות
	0.301	0.373	0.444	38	חברות דואליות
		(0.000)	(0.001)		p-value

לוח 4 אנו בוחנים האם קיימים הבדלים מובהקים בין קבוצת המדגם לקבוצת הביקורת במדד הביצוע (Tobin's Q), בתשואה העודפת ובמנוף הפיננסי. ההשערה היא שהפער בין ביצועי החברות בקבוצת המדגם לקבוצת הביקורת - Tobin's Q – מתואם חיובית עם הפער באיכות הממשל התאגידי בין שתי הקבוצות הללו. לעומת זאת, קיים קשר שלילי בין שיעורי התשואה על המניות לבין איכות הממשל התאגידי. דהיינו, התשואה העודפת בחברות הישראליות צפויה להיות גבוהה באופן מובהק מזו של החברות הדואליות, כדי לפצות על הסיכון הנובע מאיכות ממשל תאגידי נמוך בישראל.

הממצאים האמפיריים מעידים על הבדל מובהק בין ממוצעי Tobin's Q בין שתי קבוצות המדגם. ממוצע TQ בחברות הדואליות (1.905) היה גבוה באופן מובהק מזה של החברות הישראליות (1.574), ($P < 0.1$). הממצא הזה

נתמך גם בממצא שב- 28 מתוך 38 החברות הדואליות שעבורן קיים נתון זה ה- TQ היה גבוה יותר מה- TQ של החברה הישראלית הדומה שהוצמדה לה.⁶⁶ הבדל מובהק נמצא גם בין ממוצע של 3% תשואה עודפת בחברות הישראליות לבין ממוצע של 0.3% תשואה עודפת בחברות הדואליות, ($P < 0.1$). גם ממצא זה נתמך בעובדה שרק ב- 15 מתוך 38 החברות הדואליות התשואה העודפת הייתה גבוהה יותר מן התשואה העודפת של החברה הישראלית הדומה שהוצמדה לה. בכל הנתונים שנבדקו תוצאות מבחני החציונים הראו תוצאות דומות לתוצאות מבחני הממוצעים. עוד נמצא שיש הבדל מובהק בין המנוף הפיננסי בין שתי הקבוצות.

בשלב זה, בחנו את ההשפעה של מבנה השליטה הריכוזי על הקשר בין איכות הממשל התאגידי של החברות לבין ביצועיהן ותשואות מניותיהן באמצעות משוואות רגרסיות ליניאריות פשוטות בהן המשתנים התלויים הם מדד הביצוע (TQ) והתשואה העודפת והמשתנים הבלתי תלויים הם מדדי איכות הממשל התאגידי. התוצאות מוצגות בלוח 5 להלן:

מפאנל א' של לוח 5 עולה כי בהתאם למצופה קיים קשר חיובי בין הפער באיכות הממשל התאגידי לבין הפער ב-TQ בין החברות הדואליות לחברות הישראליות הדומות. הקשר הוא קשר מובהק בין שלושת המדדים העיקריים שנבנו וכן במדד פיקוח וביקורת. מפאנל ב' של הלוח עולה כי בהתאם למצופה קיים קשר שלילי בין הפער באיכות הממשל התאגידי לבין הפער בתשואה העודפת בין החברות הדואליות לחברות הישראליות הדומות. בחברות הישראליות התשואה העודפת גבוהה יותר ובאה לפצות על הגידול בסיכון הנובע מאיכות נמוכה יותר של ממשל תאגידי.⁶⁷ תוצאותיהן של כל הרגרסיות הללו לא השתנו גם כאשר הוספנו לכל אחת מהן את משתני הבקרה – גודל, נזילות ומנוף פיננסי.

⁶⁶ למרות שלא התקבל הבדל מובהק (במבחן פרמטרי) בין ממוצעי ה- TQ כאשר הוא מוצג כממוצע שנתי לשנים 2003 ועד 2005, ממוצע TQ היה גבוה בחברות הדואליות בהשוואה לחברות הישראליות לאורך כל השנים ובלמעלה מ- 70% מהחברות שנבדקו ממוצע ה- TQ בחברות הדואליות היה גבוה מממוצע ה- TQ של החברה הישראלית הדומה שהוצמדה לה.
⁶⁷ גם כאשר כל המדדים (למעט מדד מעלה) נבנו בערכים בינאריים בלבד התוצאות היו זהות.

לוח 5 : גרסיות ליניאריות

לוח 5 מציג גרסיות ליניאריות. פאנל א' של הלוח מציג גרסיות ליניאריות לפי המשוואה הבאה :
 $\Delta TQ = \alpha + \beta(\Delta index_i) + \varepsilon_i$. המשתנה התלוי הוא TQ במרץ 2006, $index_i$ מייצג את מדדי איכות הממשל התאגידי השונים ו- Δ מייצג את הפער במשתנים הללו בין החברות הדואליות לחברות הישראליות. פאנל ב' של הלוח מציג גרסיות ליניאריות לפי המשוואה הבאה : $\Delta CAR = \alpha + \beta(\Delta index_i) + \varepsilon_i$. המשתנה התלוי הוא התשואה העודפת מינואר ועד אוגוסט 2006, $index_i$ מייצג את מדדי איכות הממשל התאגידי השונים ו- Δ מייצג את הפער במשתנים הללו בין החברות הדואליות לחברות הישראליות. $Index_1, Index_2, Index_3$, מייצגים את שלושת המדדים העיקריים, מדד 1, מדד 2 ומדד 3 בהתאמה. $Index_A(I)$ מייצג את מדד פעילות בעלי עניין, $Index_B(BD)$ מייצג את מדד הדירקטוריון, $Index_C(C)$ מייצג את מדד התגמול, $Index_D(AC)$ מייצג את מדד פיקוח וביקורת ו- $Index(מעלה)$ מייצג את מדד מעלה. המספרים המוצגים בטבלאות הם מקדמי הרגרסיה.

פאנל א': משתנה תלוי = Tobin's Q								
(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
0.280	0.022	0.255	0.232	0.172	-0.060	-0.103	-0.230	constant
							0.034 (0.066)	$Index_1$
						0.035 (0.037)		$Index_2$
					0.019 (0.044)			$Index_3$
				0.015 (0.196)				$Index_A(I)$
			0.007 (0.462)					$Index_B(BD)$
		0.001 (0.865)						$Index_C(C)$
	0.013 (0.096)							$Index_D(AC)$
0.008 (0.219)								$Index(מעלה)$
0.041	0.073	0.001	0.015	0.045	0.105	0.113	0.088	(R ²)

פאנל ב': משתנה תלוי = תשואה עודפת (CAR)								
(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
-0.027	-0.021	-0.024	-0.022	-0.015	-0.007	0.001	0.015	constant
							-0.003 (0.042)	$Index_1$
						-0.003 (0.038)		$Index_2$
					-0.001 (0.119)			$Index_3$
				-0.002 (0.059)				$Index_A(I)$
			-0.001 (0.349)					$Index_B(BD)$
		0.000 (0.825)						$Index_C(C)$
	0.000 (0.625)							$Index_D(AC)$
0.000 (0.599)								$Index(מעלה)$
0.008	0.007	0.001	0.024	0.093	0.064	0.111	0.108	(R ²)

ממצא חשוב נוסף הוא שהקשר בין מדדי איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי החברות (שנמדד על ידי (TQ מובהק יותר בשלושת המדדים העיקריים לעומת מדדי המשנה. בשלושת מדדים אלה אנחנו מוצאים שאחוז השונות המוסברת על ידי מודל הרגרסיה הוא הגבוה ביותר מבין כל 8 המדדים. התוצאה הזו מעידה, בין השאר, על החשיבות של מדד כולל לאיכות ממשל תאגידי, לעומת מדד משנה הבוחר קריטריון ממשל תאגידי בודד (כגון דירקטוריון או תגמול), לצורך בחינת הקשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי חברות. נדגיש שעל אף היות מדד 3 המצומצם מבין שלושת המדדים העיקריים וכולל את הנתונים הפשוטים לאיסוף מדד זה אינו פחות מובהק משני המדדים האחרים. הממצאים הללו עקביים עם טענתם של Bebachuk ועמיתיו (2005) ושל Brown and Caylor (2006) שניתן להשתמש רק בחלק מן הפרמטרים מבין שלל הפרמטרים הנכללים בממשל התאגידי אם הם מכילים בתוכם גם מגוון של מאפיינים המתארים את איכות הממשל התאגידי. דהיינו, האפשרות להשתמש במדד המבוסס על מספר מצומצם של פרמטרים אינה מייצגת את הצורך לבנות מדד שמקיף את כל תתי הנושאים הנכללים במושג ממשל תאגידי.

5. סיכום ומסקנות

בעבודה זו אנו בוחנים את ההשפעה של מבנה שליטה ריכוזי על הקשר בין איכות הממשל התאגידי בחברות לבין ביצועיהן ושערי התשואה על מניותיהן. אנו עושים שימוש במדגם נתונים ייחודי בשוק ההון הישראלי שמאפשר לבחון את הסוגיה בתנאי מעבדה על בסיס חברות משני סוגים, חברות שהתאגדו בישראל ונסחרות בבורסה בת"א בלבד (קבוצת המדגם), וחברות הדומות לחברות בקבוצת המדגם שהתאגדו בישראל ורשומות למסחר גם בבורסות בארה"ב, בעיקר ב- נאסד"ק (קבוצת ביקורת). הייחוד של קבוצת הביקורת הוא שמניותיהן של החברות הדואליות הרשומות למסחר בארה"ב ובבורסה בתל אביב נהנות מחוק הרישום הכפול לפיו הן פטורות מדיווח על פי הדין הישראלי, וחייבות בדיווח, בישראל ובארה"ב, רק על פי הדין האמריקאי. מאפיין חשוב בעבודה זו הוא ריכוז השליטה בידי קומץ בעלי עניין בחברות.

השערת המחקר העיקרית היא שלמבנה השליטה הריכוזי יש השפעה שלילית על הקשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין ביצועי החברה. הממצאים העיקריים הם אלה: (1) הציונים לגבי איכות הממשל התאגידי גבוהים יותר בחברות ישראליות דואליות מאשר בחברות ישראליות שמניותיהן רשומות למסחר בישראל בלבד; (2) שיעורי התשואה על המניות על פני זמן גבוהים יותר אצל החברות הישראליות (עם הציונים הנמוכים בממשל

תאגידי) כדי לפצות על הסיכון העודף הנובע מאיכות הירודה של הממשל התאגידי בהן; (3) למבנה השליטה הריכוזי יש השפעה שלילית על הקשר בין ביצועי החברה לבין איכות הממשל התאגידי; ו- (4) לצורך הערכת איכות הממשל התאגידי יש צורך בבניית מדד שכולל פרמטרים מנושאים שונים הנכללים תחת המושג הממשל התאגידי, אך המדד יכול להתבסס על מספר מצומצם של פרמטרים מכל נושא.

הממצאים האמפיריים מעידים על כך שאיכות הממשל התאגידי של חברות שמניותיהן נסחרות בארה"ב (חברות דואליות) גבוה באופן מובהק מאיכות הממשל התאגידי של חברות ישראליות דומות ושביצועי החברות הדואליות טובים מאלה של חברות ישראליות דומות. הבדל מובהק נמצא בכל המדדים שנבנו למעט מדד מעלה. כמו כן, מצאנו ששיעורי התשואה על מניותיהן של החברות הישראליות (קבוצת המדגם) גבוה באופן מובהק מזה של החברות הדואליות (קבוצת הביקורת). ממצא זה מתיישב עם ההנחה שמשקיעים בחברות בעלות איכות ממשל תאגידי ירודה דורשים פיצוי בתשואה גבוהה יותר עבור תוספת הסיכון שכרוך בהשקעה.

העבודה מבוססת על בניית 8 מדדים לאומדן איכות הממשל התאגידי. ארבעה מהם הם מדד משנה שקשורים לפעילות בעלי עניין, לפעילות הדירקטוריון, לתגמול לנושאי משרה ולדירקטורים ולפיקוח וביקורת. שלושה מהם הם מדדים עיקריים שמשמשים במדדי המשנה, אך נבדלים בהיקף המידע (מספר הפרמטרים) הכלול בהם. מדד אחד כולל את כל הפרמטרים (40), המדד השני כולל מספר מצומצם יותר של פרמטרים (34) ומדד שלישי הוא המצומצם ביותר (18) וכולל רק את הפרמטרים שהינם הפשוטים ביותר לאיסוף. מצאנו, שמדדי המשנה אינם אינפורמטיביים דיים ולכן לא ניתן להסתפק בכל אחד מהם בנפרד. מצאנו גם ששלושת המדדים העיקריים מתואמים מאוד ביניהם ושניתן להסתפק גם במדד השלישי, המדד המצומצם ביותר אם הם כוללים פרמטרים מכל אחד מארבעת מדדי המשנה. המדדים הללו נמצאו אינפורמטיביים למרות שהם נשענים אך ורק על נתונים גלויים לציבור ולא כפי שמקובל בעבודות מחקר אחרות גם על פרמטרים שאינם ידועים לציבור. בהקשר לכך, המדד השמיני הוא מדד שמבוסס על מדד 'מעלה' (באופן חלקי) אשר לא נמצא אינפורמטיבי דיו לגבי ביצועי החברה.

על בסיס הממצאים בעבודה זו וממצאים נוספים של Wymeersch (1998) ושל Anand, Milne and Purda (2006) נראה שהנטייה של חברות שמבנה השליטה בהן ריכוזי לאמץ מנגנוני ממשל תאגידי וולונטריים פחותה מזו של חברות שמבנה השליטה בהן פחות ריכוזי. מבחינה זו, אפשר להניח שאם קוד הממשל התאגידי בישראל, כפי שהומלץ על ידי ועדת גושן, לא יהיה מחייב, למרבית החברות הציבוריות תהיה נטייה לא למהר לאמץ את ההמלצות.

6. רשימה ביבליוגרפית

האזור שמואל וריטה ינקילוביץ "בחירת התועלת לחברות מרישום כפול של מניות למסחר ב- NASDAQ ובבורסה בתל אביב", 2007.

Anand, A., F. Milne and L. Purda., 2006 "Voluntary Adoption of Corporate Governance Mechanisms." Working Paper Series.

Barclay, M. J. and C.G. Holderness., 1991 "Negotiated Block Trades and Corporate Control." *Journal of Finance*.

Bebchuk, L., A. Cohen and A. Ferrell., 2005 "What Matters in Corporate Governance?" Discussion Paper, Harvard Business School.

Bhagat, S. and B. Black., 1999 "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance." *Business Lawyer*.

Black, B., 2001 "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms." *Emerging Markets Review, vol.2*.

Black, B.S., H. Jang and W. Kim., 2005 "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea." *Journal of Law, Economics and Organization*.

Brickley, J., J. Coles and G. Jarrell., 1997 "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board." *Journal of Corporate Finance*.

Brown, L.D. and M.L. Caylor., 2006 "Corporate Governance and Firm Valuation." *Journal of Accounting and Public Policy*.

Core, J.H., W.R. Guay and T.O. Rusticus., 2006 "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations." *Journal of Finance*.

Dahya, J. and J.J. McConnell., 2005 "Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation." Working Paper Series.

Dahya, J., J.J. McConnell and N. Travlos., 2002 "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover." *Journal of Finance*.

Denis, D.K. and J.J. McConnell., 2003 "International Corporate Governance." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Eisenberg, T., S. Sundgren and M.T. Wells., 1998 "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms." *Journal of Financial Economics*.

Gillan, S.L., J.C. Hartzell and L.T. Starks., 2003 "Explaining Corporate Governance: Boards, Bylaws, and Charter Provisions." Working Paper Series.

Gompers, P.A., J.L. Ishii and A. Metrick., 2003 "Corporate Governance and Equity Prices." *Quarterly Journal of Economics*.

Hermalin, B.E. and M.S. Weisbach., 2003 "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature." *Economic Policy Review*.

Hossain, M., A. Prevost and R. Rao., 2001 "Corporate governance in New Zealand: The Effect of the 1993 Companies Act on the Relation between Board Composition and Firm Performance." *Pacific Basin Finance Journal*.

Jensen, M. and W. Meckling., 1976 "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*.

Kaplan, S. and B. Minton., 1994 "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers." *Journal of Financial Economics*.

Klapper, L.F. and I. Love., 2004 "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets." *Journal of corporate finance*.

Klein, A., 1998 "Firm Performance and Board Committee Structure." *Journal of Law and Economics*.

Kouwenberg, R., 2006 "Does Voluntary Corporate Governance Code Adoption Increase Firm Value in Emerging Markets? Evidence from Thailand." Working Paper Series.

La Porta, R., F. Lopez., A. Shleifer and R. Vishny., 1999 "Investor Protection and Corporate Governance." Working Paper Series.

Larcker, D.F., S.A. Richardson and I. Tuna., 2005 "How Important is Corporate Governance?" Working Paper Series.

Mak, Y.T. and K. Yuanto., 2005 "Size Really Matters: Further Evidence on Negative Relationship between Board Size and Firm Value." *Pacific-Basin Finance Journal*.

McConnell, J.J. and H. Servaes., 1990 "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value." *Journal of Financial Economics*.

Mehran, H., 1995 "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance." *Journal of Financial Economics*.

Morck, R., A. Shleifer and R.W. Vishny., 1988 "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics*.

"The Combined Code: principles of good governance and code of best practice." 2005, Financial Services Authority, <http://www.fsa.gov.uk/pages/index.shtml>.

Vafeas, N. and E. Theodorou., 1998 "The Association between Board Structure and Firm Performance in the U.K." *British Accounting Review*.

Wymeersch, E., 1998 "A Status Report on Corporate Governance Rules and Practices in Some Continental European States." *In Comparative Corporate Governance. The State of the Art and Emerging Research*, Oxford: Clarendon Press.

7. נספחים

נספח א'

הבדלים עיקריים בין החוק המחייב חברות זרות הנסחרות בבורסות בארה"ב לבין חוק החברות הישראלי

לצורך עבודה זו נציין את ההבדלים העיקריים הרלוונטיים בין דרישות ה- SEC המחייבות חברות זרות הנסחרות בארה"ב (בנאסד"ק וב- NYSE) לבין חוק החברות המחייב חברות ישראליות.

ראשית נציין כי לאחר רישום למסחר כחברה דואלית, חובות הדיווח השוטף החלות על חברה ישראלית הן:

- הדו"חות הכספיים וכל ההודעות והדיווחים האחרים המוגשים בחו"ל, מוגשים בישראל במתכונת זהה בדיוק (אין חובת תרגום לעברית).
- דו"חות כספיים מוגשים על פי לוח הזמנים הנהוג בחו"ל. דיווחים שיש להגיש מיידית בחו"ל, מוגשים בישראל על פי לוח הזמנים הקבוע בתקנות בישראל.
- יש להגיש בישראל העתק מדיווחים על שינויים בהחזקות בעלי עניין, שקיבלה החברה מהמחזיקים בניירות הערך שלה.

דרישות ה- SEC וחוקי המסחר בבורסות בארה"ב המחייבים חברות זרות הנסחרות שם קובעים כי חברות זרות (שלא התאגדו בארה"ב) שנסחרות בבורסות בארה"ב פטורות ממרבית סעיפי החוק המחייבים חברות מקומיות ויכולות להמשיך ולנהוג בהתאם לחוק המקומי במדינת ההתאגדות (להלן: ישראל), למעט בסעיפים הבאים:

- חברה זרה מחויבת להקים ועדת ביקורת המקיימת את התנאים הבאים: (1) ועדת הביקורת חייבת להיות מורכבת מלפחות 3 דירקטורים בלתי תלויים. (2) החברה חייבת לציין כי אימצה פרוטוקול כתוב למדיניות וועדת הביקורת הכולל: היקף אחריות, דרכים לביצוע, כולל מבנה הוועדה תהליכים ואיוש; פיקוח על המבקרים החיצוניים; ביקורת על הדוחות הכספיים.
- חברה זרה מחויבת בגילוי האופן בו עקרונות הממשל התאגידי אותם היא מיישמת שונים מהעקרונות המקובלים בחוק הרישום למסחר בארה"ב.

חברות ישראליות שנסחרות בארה"ב פטורות אם כן ממרבית עקרונות הממשל התאגידי למעט הקמת ועדת הביקורת ומילוי תפקידיה. למרות זאת, מרבית החברות הישראליות בוחרות שלא לנצל את הפטור שניתן להן בחוק וליישם את מרבית עקרונות הממשל התאגידי הקיימים בחוק בארה"ב.

נספח ב'

מדד מעלה

בספטמבר 2007 פרסם ארגון מעלה, ארגון גג מקצועי של עסקים המחוללים שינוי בתחום אחריות תאגידית, טיוטת פרק ממשל תאגידי שיתווסף לדירוג מעלה החל משנת 2008. הפרק כולל שני חלקים: החלק הראשון, מבוסס על דו"ח וועדת גושן ועוסק בנושאי הליבה של הממשל התאגידי- הרכב ועבודת הדירקטוריון וועדת הביקורת ומתייחס למספר דגשים מתוך וועדת גושן אשר הוגדרו כמרכזיים אך גם כשימיים כבר בטווח הקצר. החלק השני עוסק במחויבות הדירקטוריון לאחריות חברתית-סביבתית ובמידת מעורבותו בניהול ויישום מחויבות זו. לענייניו רלוונטי הפרק הראשון בלבד. פרק זה עתיד לקבל משקל של 10% מהדירוג הסופי במדד מעלה. מתוך הנתונים שאספנו נעשה ניסיון לבנות את המדד הני"ל לפי חלוקת הנקודות המוצעת ע"י הארגון.

ציון מדד מעלה	ניסוח נתונים קיימים	דרישת מדד מעלה
שאלת סף ללא ניקוד	לא קיים	1. עמידה בהוראות החוק בהקשר ממשל תאגידי
2.5 נקודות לתשובה מלאה	B.1. האחוז אותו מהווים הדירקטורים החיצוניים מסך הדירקטורים בחברה נכון למרץ 2006	2. אחוז דירקטורים חיצוניים/עצמאיים. שליש ומעלה ניקוד מלא, יותר מ-2 פחות משליש חצי ניקוד
2.5 נקודות לתשובה חיובית לפחות ב-2 שאלות נקודה אחת לתשובה חיובית אחת	B.10. האם מאיישים את משרות יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה אנשים שונים. B.2. האם רוב חברי הדירקטוריון הם בלתי תלויים. לא קיים	3. הפרדה בין תפקידי הנהלה ודירקטוריון: שלושה סעיפים- 3.א. האם בתפקידי יו"ר ומנכ"ל מכהנים יחידים שונים שאינם קרובי משפחה 3.ב. האם כל חברי הדירקטוריון אינם כפופים למנכ"ל 3.ג. האם יו"ר הדירקטוריון ממלא תפקיד אחר בתאגיד ו/או עוסק בתפקידי ניהול לרבות השתתפות כחבר בישיבות הנהלה.
0.75 נקודות לכל תשובה חיובית.	D.7. האם יו"ר ועדת הביקורת הוא דירקטור חיצוני. D.4. האם רוב חברי הועדה הם דירקטורים חיצוניים. D.8. האם לרוב חברי הועדה יש מיומנות חשבונאית ופיננסית. לא קיים	4. הרכב ועבודת הדירקטוריון: 4.א. האם יו"ר ועדת ביקורת הוא דירקטור חיצוני/עצמאי 4.ב. האם רוב חברי ועדת הביקורת הם דירקטורים חיצוניים/עצמאיים 4.ג. האם רוב חברי ועדת הביקורת הם בעלי מיומנות חשבונאית ופיננסית 4.ד. האם ועדת הביקורת מקיימת דיון מוקדם בדוחות הכספיים ומעבירה המלצותיה לדירקטוריון לפני אישור הדוחות.
0.5 נקודות לכל תשובה חיובית	C.2. האם קיימת ועדת תגמולים.	5. תגמול דירקטורים ובכירים 5.א. האם נקבעה מדיניות מנחה לתגמול בכירים המדווחת בדוחות הדירקטוריון של החברה 5.ב. האם מונתה ועדת תגמול המפקחת או ממליצה לדירקטוריון על מדיניות בנושא ו/או על חבילות

	לא קיים	התגמול הספציפיות. 5.ג. האם נקבעו כללים המגדירים מהי עסקת תגמול חריגה הדורשת אישור דירקטוריון ו/או ועדת ביקורת
0.5 נקודות	לא קיים	6. האם בדו"ח הדירקטוריון מוזכרת עמדת הדירקטוריון ו/או ההנהלה לגבי השלכות ויישום המלצת רשות ני"ע בנוגע לאופן גילוי אימוץ דו"ח גושן

הציון המקסימאלי במדד מעלה על פרק א' של דירוג ממשל תאגידי הוא 10 נקודות. כיוון שישנם מספר אלמנטים

חסרים בנתונים שלנו הציון המקסימאלי אליו ניתן להגיע הוא 7.75 נקודות.

נספח ב'

כפי שצוין, מדד מעלה מתבסס על המלצות ועדת גושן ומתייחס למספר דגשים מתוך וועדת גושן אשר הוגדרו כמרכזיים אך גם כשיימים כבר בטווח הקצר. הטבלה הבאה מציגה את כל הסעיפים המופיעים בהמלצות ועדת גושן בהשוואה לסעיפים שנבדקו בעבודה (אם קיימים כאלה). חשוב לציין כי מרבית הסעיפים בהמלצות ועדת גושן נכללו במדגם הנתונים הראשוני אך מפאת אי התייחסות של מרבית (כל) החברות לסעיפים מסוימים הם הוצאו מהמדגם ולכן אינם נכללים במדגם הנתונים הסופי בו נעשה שימוש בעבודה.

ניסוח עקרונות דומים שנאספו	המלצות ועדת גושן
<p>B.1 : אחוז הדירקטורים החיצוניים ממספר חברי הדירקטוריון. B.5 : האם רוב הדירקטורים הם בלתי תלויים.</p>	<p>מספרם הכולל של הדירקטורים החיצוניים והדירקטורים העצמאיים בחברה הינו: 1. בחברה שאין בה בעל מניות או קבוצת בעלי מניות המחזיקים בדבוקת שליטה (כהגדרתה בחוק החברות), לפחות מחצית מסך כל הדירקטורים; 2. בחברה שיש בה בעל מניות או קבוצת בעלי מניות המחזיקים בדבוקת שליטה (כהגדרתה בחוק החברות), לפחות שליש מסך כל הדירקטורים.</p>
<p>B.5 : האם רוב הדירקטורים הם בלתי תלויים.</p>	<p>נושאי משרה הכפופים למנכ"ל לא מכהנים כדירקטורים.</p>
<p>לא קיים</p>	<p>הדירקטוריון ידון ויחליט בין השאר בנושאים הבאים: • אישור תכנית העבודה השנתית ואופן המעקב אחר ביצועה. • אישור התקציב הכולל של התאגיד, ומעקב שוטף אחר הביצוע בפועל של תכנית התקציב. • ביצוע ומימוש השקעות מעל סכום מסוים שיקבע על-ידי הדירקטוריון • כל עניין אחר בעל חשיבות מהותית לפעילות התאגיד או לפיקוח ולבקרה על ניהולו.</p>
<p>B.6 : האם מתקיימות פגישות נפרדות של חברי הדירקטוריון הבלתי תלויים ללא נוכחות ההנהלה או הדירקטורים התלויים.</p>	<p>החברה תערוך מעת לעת (על פי לוח זמנים שנתי מוגדר וידוע) ישיבות של חברי דירקטוריון כאשר ההנהלה, לרבות המנכ"ל ולרבות דירקטורים המכהנים בנוסף בתפקידי ניהול (הועדה כאמור אינה ממליצה על כפל תפקידים זה), אינם נוכחים.</p>
<p>B.14 : האם מאיישים את משרות יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה אנשים שונים.</p>	<p>על יחידים שונים שאינם קרובי משפחה (כהגדרת מונח זה בחוק החברות) לכהן בתפקיד יו"ר הדירקטוריון ובתפקיד המנכ"ל. יש להגדיר, לתעד בכתב, ולאשר בדירקטוריון את הפרדת הסמכויות בין המנכ"ל ליו"ר הדירקטוריון</p>
<p>לא קיים</p>	<p>יו"ר הדירקטוריון לא יהא בעל תפקיד אחר בתאגיד או בתאגיד בשליטתו ולא יעסוק בניהול שוטף שלו, לרבות השתתפות כחבר בישיבות ההנהלה. אין מניעה כי יו"ר הדירקטוריון יוזמן כמשקיף לישיבות פרטניות במקרים מיוחדים.</p>
<p>לא קיים</p>	<p>יו"ר הדירקטוריון ויתר חבריו בדירקטוריון יימנעו מלתת הוראות למנהלים הכפופים למנכ"ל.</p>
<p>לא קיים</p>	<p>כל דירקטור יצהיר כי יש לו הכישורים והזמן הנדרשים למילוי תפקידו, וכן כי יש לו כשירות מקצועית ו/או מומחיות חשבונאית ופיננסית מקום בו עתיד להתמנות כבעל כשירות כאמור (בין אם על פי תקנות החברות לעניין מומחיות חשבונאית ופיננסית ובין אם על פי המלצות הועדה כאמור להלן). החברה</p>

	תפרסם הצהרת דירקטור במגנ"א יחד עם פרסום דו"ח בדבר האסיפה הכללית
לא קיים	קודם למינוי דירקטור תמציא החברה לבעלי המניות את קו"ח של המיועד (כישורים, כהונותיו ועיסוקיו), וכן כל מידע הנדרש להם לצורך החלטתם.
B.11. האם חברי הדירקטוריון מגישים עצמם לבחירה מחודשת על ידי בעלי המניות כל שנה.	בכל אסיפה כללית שנתית של בעלי המניות יועמדו לבחירה לפחות שליש מהדירקטורים שאינם דירקטורים חיצוניים. הדירקטורים שיעמדו לבחירה בכל שנה יהיו מבין הדירקטורים שלא עמדו לבחירה בתקופה הארוכה ביותר לפני האסיפה הכללית השנתית.
לא קיים	יו"ר הדירקטוריון יפעל לכך שחברי הדירקטוריון יקבלו מידע הנדרש למילוי תפקידם במועד הראוי, וכי מידע זה יהא מדויק וברור. יו"ר הדירקטוריון יודא כי לדירקטורים ניתנת האפשרות לעדכן ידיעותיהם ומידת היכרותם את עסקי החברה, כנדרש למילוי תפקידם.
D.5. האם הוקמה ועדת ביקורת שחבריה בלתי תלויים. D.6. האם רוב חברי הועדה הם דירקטורים חיצוניים.	רוב חברי ועדת הביקורת יהיו דירקטורים עצמאיים (לרבות דירקטורים חיצוניים).
לא קיים	הקוורום לדיון בוועדת הביקורת יהיה רוב של הדירקטורים העצמאיים מבין המשתתפים בישיבה ובלבד שנכח דח"צ אחד לפחות.
D.8. האם לרוב חברי ועדת הביקורת יש מיומנות חשבונאית ופיננסית.	רוב חברי ועדת הביקורת יהיו בעלי יכולת לקרוא ולהבין דוחות כספיים כשמביניהם לפחות אחד יהיה דח"צ.
לא קיים	חברי ועדת הביקורת לא ייטלו חלק פעיל בעריכת הדוחות הכספיים של החברה
לא קיים	המלצות ועדת הביקורת תובאנה בפני הדירקטוריון, והדירקטוריון יהיה חייב לדון בהן טרם אישור הדוחות הכספיים. המלצות אלה יוגשו לדירקטוריון זמן סביר לפני אישור הדוחות הכספיים.
לא קיים	כאשר תדון ועדת הביקורת בדוחות הכספיים של החברה, ליו"ר הדירקטוריון של החברה תהיה זכות להשתתף בדיונים כמשקיף.
לא קיים	רואה החשבון המבקר של החברה יוזמן לכל ישיבה של הדירקטוריון וועדת הביקורת בה יידונו הדוחות הכספיים של החברה.
לא קיים	המבקר הפנימי של החברה יקבל הודעות על קיום ישיבות ועדת הביקורת, ויהיה רשאי להשתתף בהן.
לא קיים	ועדת הביקורת תמליץ לדירקטוריון על נוהל שיסייע בפיקוח על נאותות הדוחות הכספיים של החברה ובבחינה כללית של מערך הבקרה הפנימית וניהול הסיכונים בחברה.
לא קיים	ועדת הביקורת תסקור את ההערכות והאומדנים המשמעותיים שנעשו בקשר עם הדוחות הכספיים.
E.1. האם הועדה מפקחת על האובייקטיביות ואי התלות של מבקרי החברה.	ועדת הביקורת תסייע לדירקטוריון בבחינת הבקורות הפנימיות הקשורות בדיווח הכספי ובסקירה ובבחינה כללית של מערך הבקרה הפנימית וניהול הסיכונים בחברה. כמו כן תסייע ועדת הביקורת לדירקטוריון לפקח על האפקטיביות של פעולת המבקר הפנימי בחברה.
E.2. האם הועדה נותנת חוות דעת על שכרו של רו"ח המבקר.	ועדת הביקורת תגבש המלצות עבור הדירקטוריון בקשר עם מינויו של רואה החשבון המבקר, שכר טרחתו ותנאי ההתקשרות עימו, לקראת אישור ההתקשרות באסיפה הכללית.
E.1. האם הועדה מפקחת על האובייקטיביות ואי התלות של מבקרי החברה.	ועדת הביקורת תפקח ותבחן את אי תלותו של רואה החשבון המבקר, האובייקטיביות שלו וכן אפקטיביות עבודת הביקורת, תוך התחשבות בהוראות הדין ובכללים מקצועיים, על מנת לגבש

	המלצות לדירקטוריון החברה בנושא.
לא קיים	ועדת הביקורת תפתח ותיישם מדיניות להתקשרות עם רואה החשבון המבקר למתן שירותים נלווים, תוך התחשבות בהוראות הדין, נהלים מקצועיים וכללי אתיקה לעניין. כמו כן תדווח לדירקטוריון על כשלים בנושא וכן תמליץ על נקיטת צעדים בהתאם.
D.9. האם הועדה מתכנסת לפחות אחת לשלושה חודשים.	ועדת הביקורת תתכנס לפי צרכי החברה ובהתאם לדרוש למילוי תפקידה, אך לפחות אחת לשלושה חודשים, בזיקה למועדים הקשורים בדיווח ובביקורת. יו"ר הוועדה, ובהיקף מצומצם יותר גם שאר חבריה, יעמדו בקשר שוטף עם אנשי המפתח הקשורים לנושא הממשל התאגידי, לרבות יו"ר הדירקטוריון, המנכ"ל, מנהל הכספים, היועץ המשפטי, מזכיר החברה, רואה החשבון המבקר והמבקר הפנימי.
לא קיים	לרשות הועדה יעמוד זמן מספק שיאפשר לה לקיים דיון מעמיק וממצה ככל שנדרש. הועדת תדווח לדירקטוריון באורח שוטף על החלטותיה או המלצותיה, תוך קיום מרווח זמן מספק שיאפשר לוועדה לעבד את מסקנותיה לפי הצורך.
E.3. האם הועדה מקיימת פגישה שנתית אחת לפחות עם מבקרי החברה ללא נוכחות ההנהלה.	הועדה תקיים לפחות פגישה אחת שנתית עם המבקר הפנימי ורואה החשבון המבקר, שלא בנוכחות ההנהלה (לרבות המנכ"ל), לשם דיון בסוגיות ונושאים הנוגעים לתפקידה ולנושאים העולים מהביקורת.
לא קיים	יו"ר הועדה יודא כי בידי הועדה מקורות מספקים לביצוע תפקידה, וכי הועדה תקבל את המידע והמסמכים הדרושים לה במועד שיאפשר הקדשת תשומת לב נאותה לסוגיות הנדונות.
לא קיים	החברה תערוך תוכנית הכשרה לחברים חדשים בוועדה, אשר תתייחס, בין היתר, לתפקידה של הועדה, מסגרת עבודתה, מחויבות הזמנים הנדרשת מחבריה, וכן תכלול סקירה של עסקי החברה, תוך זיהוי הסיכונים והמאפיינים העסקיים והפיננסיים העיקריים. בנוסף, יכול שהתוכנית תכלול הכרות עם חלק מעובדי החברה.
לא קיים	החברה תדאג להכשרה מתמשכת מתאימה לחברי ועדת הביקורת על בסיס תקופתי, וזאת בנוסף להכשרה שתינתן לכלל הדירקטורים בחברה. ההכשרה תתייחס, בין היתר, לדרישות הדיווח החלות על החברה על פי כל דין, להבנה של עקרונות הדיווח החשבונאי ודיני תאגידים, וכן התפתחויות בתחומים אלו. תוכנית ההכשרה וההכשרה השוטפת יכול שיערכו במגוון דרכים, לרבות קורסים מקצועיים וכנסים, סמינרים פנימיים של החברה ותדרכים על ידי יועצים חיצוניים.
לא קיים	תפקידי ועדת הביקורת (מעבר לקבוע בחוק) יוגדרו על ידי הדירקטוריון, וכמו כן חובות הדיווח של הועדה לדירקטוריון.
לא קיים	הועדה תבחן אחת לשנה את סמכויותיה והאפקטיביות של פעולתה ותמליץ לדירקטוריון על שינויים נחוצים.
לא קיים	הדירקטוריון יבחן אחת לשנה את האפקטיביות של ועדת הביקורת. במקרה של חילוקי דעות בין הדירקטוריון לוועדה, יוקדש זמן נאות לליבון המחלוקת ולפתרונה. במקרה שהמחלוקת אינה ניתנת לפיתרון, לוועדה תהיה שמורה הזכות לדווח על הנושא לבעלי המניות כחלק מהדיווח על פעולותיה במסגרת הדוח התקופתי.
לא קיים	ועדת הביקורת תסייע לדירקטוריון לבחון את הסוגיות המהותיות בדיווח הכספי ואת ההערכות שנעשו ושיקול הדעת שהופעל במסגרת הכנת הדוחות הכספיים, הדוחות הפנימיים ודיווחים רשמיים אחרים.

לא קיים	<p>ההנהלה תהיה אחראית להכין, להשלים ולהבטיח נכונותם של הדוחות הכספיים, בפרט והגילוי הנדרש ביתר דיווחי החברה, בכלל, בהתאם לכללים הנוגעים לדיווח כספי והוראות הדין. כאמור, חברי הועדה לא יהיו רשאים לקחת חלק פעיל בעריכת הדוחות הכספיים של החברה.</p> <p>עם זאת, הועדה תדון במדיניות החשבונאית שיושמה, והשינויים שהיו בה בכל אומדן או הערכה משמעותיים שנעשו. ההנהלה תיידע את ועדת הביקורת בדבר השיטות ששימשו לרישום עסקאות לא רגילות, היכן שקיימות מספר אלטרנטיבות לטיפול החשבונאי. בהתחשב בעמדת רואה החשבון המבקר תבחן ועדת הביקורת אם החברה יישמה מדיניות חשבונאית נאותה, והשתמשה באומדנים והערכות נאותים.</p>
לא קיים	<p>ועדת הביקורת תבחן שלמות הגילוי בדוחות הכספיים של החברה וכן תשקול אם ניתן גילוי נאות בהתאם לנסיבות. הועדה תדווח לדירקטוריון על כל מקרה בו תהיה היא סבורה כי קיימת בעיה בדיווח הכספי של החברה.</p>
לא קיים	<p>ועדת הביקורת תסקור מידע נלווה הנכלל בדוחות הכספיים, לרבות מידע הנוגע למצב הכספי והתפעולי, וכן מידע הנוגע לממשל התאגידי בקשר עם הביקורת וניהול הסיכונים בחברה. באופן דומה, היכן שדרוש אישור הדירקטוריון לדיווח הכולל מידע כספי, במידת האפשר תסקור הועדה קודם לכן דיווחים אלו.</p>
לא קיים	<p>ועדת הביקורת תסייע לדירקטוריון לסקור ולבחון את הבקורות הפנימיות הקשורות בדיווח הכספי, וכן את כלל מערך הבקרה הפנימית וניהול הסיכונים, במידה והאחרונים לא יטופלו על ידי הדירקטוריון כולו או ועדה מוועדותיו.</p>
לא קיים	<p>הנהלת החברה תהיה אחראית לזיהוי, הערכה, ניהול ופיקוח אחר סיכונים, וכן על פיתוח, הפעלה ופיקוח על מערך הבקרה הפנימית, ודיווח על פעולות אלו לדירקטוריון. למעט אם הדבר נעשה על ידי הדירקטוריון, על ועדת הביקורת יהיה לקבל דיווחים מההנהלה באשר לאפקטיביות של המערכות שכווננו, ולתוצאות בדיקות שנעשו על ידי מבקר הפנים ורואה החשבון המבקר.</p>
לא קיים	<p>ועדת הביקורת תבחן אם לאמץ הסדרים לפיהם עובדי החברה יוכלו להעלות ב בטחה הסתייגויות ותלונות באשר לכשלים אפשריים בדיווח הכספי או בנושאים אחרים. ועדת הביקורת תפעל כדי להבטיח כי קיימים נהלים לבדיקה וחקירה של עניינים אלו והיא תדאג לטיפול בהם. קיומם של הסדרים כאמור יובא לידיעת עובדי החברה באופן תקופתי.</p>
לא קיים	<p>ועדת הביקורת תסקור ותאשר כל התייחסות בדוח התקופתי הנוגעת לנושא הבקרה הפנימית וניהול הסיכונים, למעט אם הדבר מטופל על ידי הדירקטוריון כולו או ועדה מוועדותיו.</p>
E.1. האם הועדה מפקחת על האובייקטיביות ואי התלות של מבקרי החברה.	<p>ועדת הביקורת תבקר ותבחן את האפקטיביות של פעולת מבקר הפנים בחברה. הועדה תבטיח כי לרשות מבקר הפנים עומדים הכלים, המקורות והגישה למידע הנחוצים למילוי תפקידו בהתאם לסטנדרטים המקצועיים הרלוונטיים.</p>
לא קיים	<p>ועדת הביקורת תבחן קיומן של בקורות שנועדו לאיתורן והבאתן של עסקאות עם בעלי עניין לאישור ולדיווח בהתאם לנדרש בדין ועל פי החלטות החברה.</p>
לא קיים	<p>אישור עסקאות חריגות (כהגדרתן בחוק החברות) שלבעלי שליטה יש בהן עניין אישי, ובפרט תגמול בעלי שליטה וקרוביהם בכל דרך שהיא (לרבות באמצעות הקצאת ניירות ערך, וכדומה), ידרוש את אישור אסיפת בעלי המניות של החברה כאשר במניין קולות הרוב באסיפה יכללו רוב מכלל קולות בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה, המשתתפים באסיפה (כאשר הנמנעים אינם נלקחים</p>

	בחשבון), להלן: "הרוב המיוחד"
E.4. האם מתפרסמת הצהרת מנהלים בה המנכ"ל ומנהל הכספים של החברה מצהירים על נכונות הדוחות הכספיים.	המנהל הכללי ונושא המשרה הבכיר בתחום הכספים של החברה יחתמו על הצהרת המנהלים באופן אישי ובנפרד, והחברה תצרף אותן כחלק בלתי נפרד מדוחותיה הכספיים התקופתיים והרבעוניים.