

## הדירקטוריון - פרופיל: תיאוריה, ראיות ומדיניות

### אסף אקשטיין\*

בשנים האחרונות החלו גורמים שונים העוסקים בתחום דיני התאגידים בארצות הברית (וגם במדינות נוספות) לבחון ברצינות כיצד פרופיל הדירקטוריון עשוי להשפיע על תפקוד הדירקטוריון, על טיב הממשל התאגידי בחברה ועל ביצועי החברה. במסגרת זו נבדקו מאפייני הדירקטורים המכהנים בחברות הגדולות בארצות הברית, בדגש על סיווג הדירקטורים המכהנים ושיעור הדירקטורים הבלתי תלויים, משך הכהונה של הדירקטורים, גילם, השיוך המגדרי שלהם וגודל הדירקטוריון שבו הם מכהנים. בישראל, היבטים אלה של "פרופיל" הדירקטוריון זכו להתייחסות מוגבלת, אם בכלל. מאמר זה מבקש להשלים את החסר.

חלקו הראשון של המאמר מציע סקירה של תובנות מרכזיות שהתגבשו בספרות האקדמית-תיאורטית בחו"ל בקשר למאפיינים הנזכרים וכן של מגמות עדכניות הקשורות למאפיינים אלה בחיי המעשה. חלקו השני של המאמר מציע תיאור של ממצאים של מחקר אמפירי שבוצע במסגרת המאמר, במטרה ללמוד על המאפיינים העדכניים של הדירקטוריונים בישראל. במסגרת המחקר נותחו מאפיינים של 928 הדירקטורים המכהנים במכלול החברות הכלולות במדד ת"א 125 נכון ליום 31 בדצמבר 2017. הממצאים מתייחסים לשיעור הדירקטורים המכהנים בחברות לפי סיווגם (שיעור הדירקטורים הרגילים, החיצוניים והבלתי תלויים), למשך הכהונה של הדירקטורים, לגילם של הדירקטורים ולגיוון הגילאים בדירקטוריון, למגדר שאליו הם משתייכים ולגודל הדירקטוריון שבו הם מכהנים. על-בסיס הסקירה התיאורטית והממצאים האמפיריים, חלקו השלישי של המאמר מציע דרכים לאסדרה של מבנה ומאפייני הדירקטוריון בחברות בישראל.

**מבוא. א. השוק הישראלי והרלוונטיות למבנה הדירקטוריון. ב. עצמאות הדירקטוריון. 1. סיווג הדירקטורים. (א) ארצות הברית. (ב) ישראל. (ג) דירקטורים בלתי תלויים במדינות עם בעלות ריכוזיות. 2. משך כהונה. ג. תמהיל הדירקטוריון. 1. גיל. 2. מגדר. 3. גודל הדירקטוריון. ד. ראיות אמפיריות. 1. מתודולוגיה. 2. סיווג הדירקטורים. (א) ארצות הברית. (ב) ישראל. 3. משך כהונה. (א) ארצות הברית. (ב) ישראל. 4. גיל. (א) ארצות הברית. (ב) ישראל. 5. מגדר. (א) ארצות הברית ומדינות נוספות. (ב) ישראל. 6. גודל הדירקטוריון. 7. סיכום הממצאים במבט השוואתי. ה. מדיניות. 1. עקרונות כלליים של אסדרה של דיני חברות. 2. דיון בצורך בשינוי ביחס למאפיינים השונים. 3. מדיניות בקשר למינוי דירקטורים. סיכום.**

\* מרצה בכיר, הפקולטה למשפטים, הקריה האקדמית אונו. על הערות ושיחות מועילות אני מודה לעידו באום, דוד האן, אסף חמדני, שרון חנס וגדעון פרחומובסקי. על עזרה מצוינת במחקר אני מודה ליניב שאמלי, ערן יעקובי ורועי ראם. ברצוני להודות גם לקתדרה לממשל תאגידי באוניברסיטת בר אילן ע"ש משפחת אקרמן על תמיכה במחקר. לבסוף, ברצוני להודות לדניאל בן דור ולנועה צוקר, עורכות כתב העת "משפטים", על עבודה מעולה שסייעה רבות להשביח את המאמר.

## מבוא

האורגן החשוב ביותר בחברה הוא הדירקטוריון. הדירקטוריון אחראי להתוויית המדיניות של החברה ולפיקוח על ההנהלה הביצועית (מעשית) שלה. בתוך כך, הדירקטוריון אמון על ביצוע פעולות מגוונות, הנחשבות לפעולות המשמעותיות ביותר בחיי החברה. בראש ובראשונה, הדירקטוריון מעצב את "כללי המשחק" באמצעות יוזמות שאותן הוא מציע לשינוי התקנון, בכפוף לאישור בעלי המניות של החברה. בנוסף, הדירקטוריון אחראי על מינוי מנהלה הכללי של החברה, קביעת המבנה הארגוני של החברה וקביעת מדיניות התגמול שלה, קבלת החלטות על חלוקת דיבידנד, בחינה של עסקאות הטעונות אישורים מיוחדים ועוד.<sup>1</sup>

לאור חשיבותו של הדירקטוריון התמקד השיח התאגידי, באופן מסורתי, בדרכים להבטיח תפקוד אופטימאלי, או למצער סביר, של הדירקטוריון. עיקר השיח, בחו"ל ובישראל, הן מצד הפסיקה והן מצד הספרות האקדמית, התמקד בהיקפן של חובות הנאמנות של הדירקטורים לחברה, באפשרות להפרתן, בביקורת השיפוטית ביחס לטענות להפרתן, בסנקציות המשפטיות ובסעדים בגין הפרתן של חובות הנאמנות.<sup>2</sup> כל אלה נדונו בהרחבה בהקשרים מגוונים של תפקוד הדירקטוריון, כמו בהקשר של אישור מיזוגים ורכישות,<sup>3</sup> אישור חבילות תגמול להנהלה הבכירה, אישור או הימנעות מאישור של חלוקת דיבידנדים,<sup>4</sup> אישור עסקאות של החברה עם בעלי עניין ובהקשר של היכולת של הדירקטוריון לבחון באופן עצמאי יוזמות של בעל השליטה ועסקאות שהוא צד להן.<sup>5</sup> כמו-כן, לאחרונה החל מתעורר דיון בביקורת השיפוטית על טענות למחדל של הדירקטוריון בפיקוח על ההנהלה הביצועית ועל עובדיה של החברה.<sup>6</sup>

תשומת לב פחותה ניתנה באופן מסורתי לדיון ב"פרופיל" של הדירקטוריון ובמאפיינים שלו שעשויים להשפיע על טיב הממשל התאגידי ועל הביצועים של החברה, בדגש על סיווג הדירקטורים המכהנים בדירקטוריון, משך הכהונה שלהם, גילם, המגדר שאליו הם משתייכים וגודל הדירקטוריון (מספר המושבים) שבו הם מכהנים. דיון תיאורטי במאפיינים הנזכרים החל להתפתח בארצות הברית בעיקר בשנים האחרונות. דיון זה מלווה בנתונים עדכניים המלמדים על המצב הקיים בארצות הברית בהתייחס למאפיינים הנזכרים. ביחס לחלק מהמאפיינים, קיימים אף מחקרים אמפיריים המנסים להתחקות אחר הקשר בין המאפיינים לבין תפקוד הדירקטוריון, טיב הממשל התאגידי וביצועי החברות. בישראל, הדיון במאפיינים המתוארים חסר

<sup>1</sup> על חשיבותו של הדירקטוריון ועל תפקידיו, ראו: אירית חביב-סגל, דיני חברות: לאחר חוק החברות החדש כרך א 38 – 44 (1999); ראו גם יחיאל בהט, **חברות: החוק החדש והדין לאחר תיקון 16** כרך ב 361 – 364 (2011).

<sup>2</sup> ראו, למשל, שרון חנס, "כלל שיקול-הדעת העסקי", **עיוני משפט** לא(2) 313 (2009); עמיר ליכט, "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה", **משפט ועסקים** יט 475 (2016).

<sup>3</sup> ראו, למשל, אסף חמדני ושרון חנס, "הגינות מלאה: עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים", **משפטים** 761 (2018). לסקירה של ההתפתחות של ההלכות בדלוואר בנוגע לתפקידי וחובות הדירקטוריון בהקשר של מיזוגים ורכישות, ראו גם:

James D. Cox & Randall S. Thomas, *Delaware's Retreat: Exploring Developing Fissures and Tectonic Shifts in Delaware Corporate Law*, 42 DEL. J. CORP. L. 323 (2018).

<sup>4</sup> ראו: תני"ג 15-07-18994 **דה לנגה נ' החברה לישראל בע"מ ואח'** (30.4.2017) (פסק הדין דן בחוקיות של מהלך שבמסגרתו בעל השליטה העניק לדירקטוריון תגמול שהיה מותנה בהצלחה של מהלך אחר); ע"א 7735/14 **אילן ורדניקוב נ' שאול אלוביץ'** (פורסם בנבו, 28.12.2016) (פסק הדין קבע את ההלכה לעניין סטנדרט הביקורת השיפוטית בקשר לחלוקת דיבידנדים סמוך לאחר רכישה ממונפת של השליטה בחברה). ראו גם: אסף אקשטיין, "אחריות דירקטורים בגין החלטה על חלוקה", נגיש בקישור [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3109945](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3109945).

<sup>5</sup> אסף אקשטיין ודוד האן, "שליטה: אחריות ללא סמכות?", נגיש בקישור [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3238052](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3238052).

<sup>6</sup> לסקירה של הפסיקה בחו"ל ובישראל, והפניות לספרות בחו"ל, ראו: אסף אקשטיין וגדעון פרחובסקי, "אחריות בגין מחדל בפיקוח", נגיש בקישור [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3000509](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3000509).

ומאמר זה מציע להשלים את החסר באמצעות קירוב העדשה אל מאפייני הדירקטורים המכהנים בחברות הכלולות במדד ת"א 125.

המאמר מספק ניתוח של נתונים עדכניים ביחס ל-928 דירקטורים המכהנים ב-125 החברות הכלולות במדד ת"א 125, נכון ליום 31 בדצמבר 2017. את הנתונים מחלק המאמר לשתי קבוצות. הקבוצה הראשונה כוללת נתונים הקשורים במישרין לעצמאות הדירקטוריון – סיווג הדירקטורים בדגש על שיעור הדירקטורים החיצוניים והבלתי תלויים,<sup>7</sup> וכן משך הכהונה של הדירקטורים שזוהה כמרכיב שעשוי להשפיע על עצמאות הדירקטוריון. הקבוצה השנייה כוללת נתונים המתייחסים לתמהיל הדירקטוריון – גיל הדירקטורים, המגדר שאליו הם משתייכים וגודל הדירקטוריון שבו הם מכהנים. הנתונים מוצגים במאמר בהשוואה לנתונים שנאספו בארצות הברית ביחס לדירקטורים המכהנים בחברות הציבוריות הרשומות למסחר שם.

בהתבסס על תובנות שהתגבשו בספרות התיאורטית והמחקרית, בעיקר בארצות הברית, וכן בהתבסס על השוואה של מאפייני הדירקטוריון בחברות הישראליות עם מאפייני הדירקטוריון בארצות הברית, המאמר מציע אסדרה של מבנה ומאפייני הדירקטוריון בישראל. האסדרה המוצעת תיגזר בעוצמתה והיקפה משלושה שיקולים מרכזיים שראוי לשקול ביחס לכל אחד מהמאפיינים: (1) קיומו של סטנדרט ברור ביחס למצב הרצוי, שאליו ראוי לשאוף; (2) קיומו של פער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי, וגודלו של הפער; (3) שקלול התועלות אל מול העלויות הכרוכות באסדרה אפשרית.

באשר לשאלת קיומו של פער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי, בעוד המצב המצוי נותח במסגרת מאמר זה, המצב הרצוי נלמד בעיקר מהספרות המחקרית שהתמקדה בארצות הברית ובמדינות נוספות, וניסתה להתחקות אחר תרומתם האפשרית של מאפייני הדירקטוריון לביצועי החברה ולממשל התאגידי שלה. המצב הרצוי נלמד, במידה מסוימת, גם מהשוואה למצב הקיים בארצות הברית.

הן ההפניה לספרות המחקרית שבחנה את השוק האמריקני, והן ההפניה למצב הקיים בשוק האמריקני, נעשות תוך הכרה מפוכחת בהבדלים בין השוק הישראלי לבין השוק האמריקאי. כידוע, השוק האמריקאי מתאפיין בקיומן של חברות עם בעלות מבוזרת, כלומר בחברות הרשומות למסחר שם אין בדרך כלל בעל שליטה, בעוד השוק הישראלי מתאפיין בבעלות ריכוזית, ובחברות הנסחרות בישראל יש בעל שליטה, בדרך כלל עם שיעורי אחזקה גבוהים מאוד.<sup>8</sup> כפי שאראה, בהינתן ההבדל המתואר בין השווקים, קשה ללמוד על המצב הרצוי ביחס למאפייני של הדירקטוריון הקשור לשיעור הדירקטורים העצמאיים והבלתי תלויים; אולם, עדיין, ניתן ללמוד תובנות ביחס למאפיינים אחרים (משך כהונה, גיל, מגדר וגודל הדירקטוריון), משום שתובנות שהצטברו ביחס למאפיינים אלה, צפויות להיות מושפעות במידה מועטה מאוד, אם בכלל, ממבנה הבעלות המאפיין את החברות.

<sup>7</sup> יובהר כבר עתה, כי בהתאם להגדרת חוק החברות, דירקטור חיצוני (דח"צ) הוא גם דירקטור בלתי תלוי (דב"ת), אבל דירקטור בלתי תלוי הוא איננו בהכרח דירקטור חיצוני. לשם הנוחות, בהמשך המאמר, כאשר אתייחס לדין הישראלי, אבחין בין דירקטור חיצוני לבין דירקטור בלתי תלוי. זאת, למרות שכאמור, דירקטור חיצוני הוא גם דירקטור בלתי תלוי. כאשר אציין את המונח – דירקטור בלתי תלוי – הכוונה תהא לדירקטור בלתי תלוי שהוא איננו דירקטור חיצוני.

<sup>8</sup> אסף חמדני, ריכוזיות השליטה בישראל: היבטים משפטיים, **המכון הישראלי לדמוקרטיה**, מחקר מדיניות 78 – 18 – 20 (נובמבר 2009).

בהקשר זה יש לציין, כי המחקרים שאליהם אפנה בהמשך, שהתמקדו במאפיינים הללו, לא ביצעו הבחנה בין חברה עם בעלות ריכוזית לבין חברה עם בעלות מבוזרת. כך גם המשקיעים המוסדיים וחברות הייעוץ למוסדיים שהביעו עמדה ביחס למאפיינים הנזכרים. נראה, כי לא מדובר במקריות. כך, למשל, קשה לחשוב על הרלוונטיות של מבנה הבעלות בחברה, לעניין שאלת הצורך להגדיל את שיעור הנשים המכהנות בדירקטוריון; או לשאלת הכשירות לכהונה בדירקטוריון בגיל מבוגר מדי. אפשר אולי לחשוב על הרלוונטיות של מבנה הבעלות לשאלת משך הכהונה של הדירקטורים. כפי שאראה בהמשך, טענה שהופכת נפוצה ומקובלת היא, שכהונה ממושכת מדי עלולה לפגוע בעצמאות של הדירקטור. מחקרים שנעשו בהקשר זה מתייחסים לקיומו של קשר קרוב מדי בין הדירקטור שמכהן זמן רב מדי, לבין אורגניה של החברה, בדרך כלל בחברה אמריקנית טיפוסית, ללא גרעין שליטה. אולם, קשה להלום שקיומו של בעל שליטה בחברה, מיתר את הדיון בחשש שכהונה ממושכת של דירקטור הינה גורם שמהדק את הקשר בינו לבין האורגנים השונים, גם בחברה עם בעל שליטה. לבסוף, הדיון שאקיים בהמשך בגודל הדירקטוריון ילמדנו, שהמשתנה של מבנה הבעלות בחברה, עשוי להיות רלוונטי במידה מועטה, אם בכלל.

באשר להיבט של עצמאות הדירקטורים, כדי להתגבר על המגבלה הכרוכה בהשוואה לארצות הברית, ביחס להיבט של עצמאות הדירקטורים וסיווגם, אפנה למדינות המתאפיינות בבעלות ריכוזית; זאת, במטרה ללמוד על האסדרה של עצמאות הדירקטורים באותן מדינות, ועל תרומתם האפשרית של דירקטורים בלתי תלויים באותן מדינות, לערך החברות ולהחלטות משמעותיות המתקבלות בהן.

על בסיס הניתוח שמוצע במאמר ביחס לכל אחד מההיבטים הנדונים בו, ושנזכרו לעיל, המאמר ממליץ שלא לנקוט בהתערבות חקיקתית או אסדרתית כופה. חלף זאת, המאמר מציע אסדרה "רכה" של מבנה ומאפייני הדירקטוריון, שתמצא ביטוי באחת משלוש דרכים: **דרך ראשונה** של גילוי ביחס למצב הקיים; **דרך שנייה** של שימוש במודל של "אמץ או גלה" הממליץ על אימוצו של סטנדרט מסוים ומורה לחברה לגלות אם אימצה אותו, אם לאו; **דרך שלישית** של שימוש במודל של "אמץ או הסבר" הממליץ על אימוצו של סטנדרט מסוים ומורה לחברה לגלות אם אימצה אותו, ובמידה שלא, להסביר מדוע לא אימצה אותו ומהם המהלכים שבכוונתה לנקוט כדי להבטיח עמידה בסטנדרט.

בחירה באחת משלוש הדרכים תיעשה על בסיס שלושת השיקולים שנזכרו לעיל. ככל שלא קיים סטנדרט ברור, שאותו מוצע לאמץ, וזאת במצב שבו הספרות המחקרית לא הגיעה לממצאים ברורים ומכריעים (קונקלוסיביים) בקשר לתרומתו האפשרית של מאפיין מסוים לחברה, מוצע לעשות שימוש בדרך של גילוי ביחס למצב הקיים; ככל שקיים סטנדרט ברור אבל לא זוהה פער גדול, אם בכלל, בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי, מוצע לעשות שימוש בדרך של "אמץ או גלה"; וככל שקיים סטנדרט ברור וזוהה פער שדורש התערבות, מוצע לעשות שימוש בדרך של "אמץ או הסבר".

אציין כבר עתה, כי מודל של אסדרה רכה הוא המודל הנוהג במרבית המדינות המתקדמות בעולם. כפי שאראה בהמשך, רוב המדינות המתקדמות בעולם אימצו מודל של "אמץ או הסבר".<sup>9</sup> בהתאם למודל זה – מכוח חוק, אסדרה או קוד ממשל תאגידי וולונטרי – נקבע הסדר מסוים (בקשר לרף מינימום של דירקטורים בלתי

<sup>9</sup> ראו להלן ה"ש 167.

תלויים למשל), ואם חברה בוחרת שלא לאמצו, עליה להסביר מדוע, והאם בכוונתה לפעול כדי לאמץ בעתיד את אותו הסדר. כאמור, מאמר זה מציע להיעזר באסדרה "רכה" כדי להסדיר את מבנה הדירקטוריון, תוך שימוש בעוצמה שונה של אסדרה זו – החל מעוצמה נמוכה שמסתפקת בגילוי, עובר לעוצמה בינונית שמוצאת ביטוי במודל של "אמץ או גלה", וכלה בעוצמה גבוהה יותר שמוצאת ביטוי במודל של "אמץ או הסבר". ההצעה מבוססת בעיקר על ממצאי המחקר האמפירי שבוצע במסגרת המאמר, בשילוב עם הממצאים של המחקרים האמפיריים שבוצעו בחו"ל, תוך התחשבות במודלים של האסדרה הנוהגים בחו"ל.

באשר לשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בחברות הישראליות, המאמר ממליץ להיצמד לשיעור שעליו ממליץ חוק החברות – שיעור של שליש ומחצית דירקטורים בלתי תלויים, בחברות עם דבוקת שליטה וללא דבוקת שליטה, בהתאמה. הניתוח שמציע המאמר מגלה שבחברות הכלולות במדד ת"א 125 מכהנים דירקטורים בלתי תלויים בשיעור גבוה מהשיעור שעליו ממליץ חוק החברות כאמור. על כן, ועל בסיס דיון שאקיים במאמר (בפרק ב' ובפרק ה.2) ביחס למאפיין של שיעור הבלתי תלויים, מוצע לנקוט באסדרה בדרך של אמץ או גלה בנוגע לשאלה – האם החברה עומדת ברף המוצע בחוק החברות. באשר למשך הכהונה המאמר ממליץ להגביל את הכהונה של דירקטורים רגילים,<sup>10</sup> לפרק זמן של 10 שנים, וזאת בהתבסס על הידע שנצבר בספרות המחקרית בחו"ל ובניסיון שנצבר בפרקטיקה התאגידית בארצות הברית. בהינתן שהניתוח שבוצע במאמר לא מלמד על פער גדול ביחס למאפיין זה בין המצב המצוי לרצוי, המאמר מציע לעשות שימוש במודל אסדרתי של אמץ או גלה. באשר לגיל הדירקטורים, עד כה הספרות המחקרית לא הצביעה על גיל אופטימאלי של דירקטורים, ולכן ביחס למאפיין זה מציע המאמר להסתפק בגילוי ביחס לגיל הדירקטורים, במתכונת הנוהגת כיום מכוח תקנות ניירות-ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן: "תקנות הדיווח השוטף").

באשר לגיוון המגדרי, הניתוח שבוצע במאמר מצביע על כהונת נשים בדירקטוריונים של החברות הכלולות במדד ת"א 125, בשיעור ממוצע של 21.5%. ביחס למאפיין זה ישנו מקום לשיפור, שיוביל לעמידה ברף של 40% של כהונת נשים. זאת, למרות שמדובר בשיעור דומה לשיעור הכהונה של נשים בדירקטוריונים של חברות הרשומות למסחר בארצות הברית ובמדינות מתקדמות נוספות. המאמר מציע לעודד שיעורי כהונה גבוהים יותר של נשים, באמצעות קביעת רף מומלץ של 40 אחוזים, ותוך שימוש במודל אסדרתי של אמץ או הסבר. במטרה להבטיח גילוי איכותי ומספק ביחס להסבר הנדרש במקרים של אי עמידה ברף הנזכר, המאמר מציע להכפיף את איכותו של הגילוי לפיקוח של רשות ניירות ערך הישראלית. בנוסף, המאמר מבקש לעודד לא רק גיוון רשמי, ומעבר לגידול בשיעור (המספרי) של הנשים שמכהנות, המאמר מבקש לעודד גיוון מגדרי מהותי. זאת, באמצעות הוראה שתחייב חברות לגלות האם אישה מכהנת בתפקידים משמעותיים בדירקטוריון: כיו"ר ועדת ביקורת, יו"ר ועדת תגמול או יו"ר ועדת מאזן.

ביחס לגודל הדירקטוריון, על-בסיס הניסיון שנצבר בספרות המחקרית, המאמר מציע לקבוע רף מקסימאלי מומלץ של 9 מושבים ולהחיל ביחס אליו שימוש במודל אסדרתי של אמץ או גלה. רף זה יחול ביחס לחברות שהן אינן גופים פיננסיים (בנקים או חברות ביטוח). זאת, בהתחשב בכך שככלל גופים פיננסיים נדרשים לביצוע משימות מורכבות יותר שדורשות תשומות זמן ומאמצים רבים יותר בהשוואה לחברות רגילות, ובהתאמה

<sup>10</sup> חוק החברות מגביל ממילא את הכהונה של דירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים. ראו להלן ה"ש 214.

עשויים להידרש למספר מושבים גדול יותר בדירקטוריון. מעניין לציין בהקשר זה, שכללל, דירקטוריונים של חברות פיננסיות, גדולים יותר בהשוואה לדירקטוריונים של חברות אחרות.

לבסוף, המאמר מציע לחייב את החברות הציבוריות הרשומות למסחר בישראל באימוץ של מדיניות בקשר למבנה הדירקטוריון ולמינוי דירקטורים. מלאכת הרכבת הדירקטוריון הינה מלאכה מורכבת המחייבת איזון בין שיקולים שונים. חברות נבדלות אלה מאלה בצרכים, בדרך הפעולה ובסביבה שבה הן פועלות. כתוצאה מכך, לחברות השונות נדרשת התאמה של המאפיינים השונים שיידונו במאמר זה. הרכבת הדירקטוריון ראוי לה שתביא בחשבון גם שיקולים לטווח רחוק לצד שיקולים לטווח קצר. בתוך כך יש להבטיח התנהלות הרמונית בדירקטוריון שתאפשר קבלת החלטות יעילה לטובת החברה. בהתחשב בחשיבות העצומה שיש למבנה הדירקטוריון, ובמורכבות המאפיינת את הרכבתו, מוצע לחייב את החברות לאמץ מדיניות בקשר להרכבת הדירקטוריון.

המאמר יתקדם בהתאם לסדר הבא: **פרק א** יציע סקירה של התובנות שהתגבשו בדיני החברות – במישור התיאורטי והמעשי – ביחס לעצמאות הדירקטוריון, בדגש על סיווג הדירקטורים ושיעור הדירקטורים הבלתי תלויים המכהנים ועל משך הכהונה של הדירקטורים המכהנים. **פרק ב** יציע סקירה של התובנות שהתגבשו ביחס למאפיינים חשובים נוספים הקשורים לתמהיל הדירקטוריון – גיל הדירקטורים המכהנים, הגיוון המגדרי בדירקטוריון וגודל הדירקטוריון. **פרק ג** יפרט ממצאים של מחקר אמפירי שבוצע במסגרת המאמר ביחס למאפיינים של דירקטורים המכהנים במכלול החברות הכלולות במדד ת"א 125 נכון ליום 31 בדצמבר 2017 – סיווג הדירקטורים ושיעור הדירקטורים החיצוניים והבלתי תלויים; משך הכהונה הממוצע; גילם הממוצע של הדירקטורים וגיוון הגילאים בדירקטוריון; המגדר שאליו משתייכים הדירקטורים וגודל הדירקטוריון שבו הם מכהנים. פירוט הממצאים יאפשר נקודת מבט עדכנית על הדירקטוריונים בישראל. **פרק ד** יקיים דיון במדיניות האסדרה הרצויה בקשר למאפיינים הנדונים בפרקים א-ג.

## א. עצמאות הדירקטוריון

נושא עצמאותם של הדירקטורים, מצוי בלב השיח על הממשל התאגידי מזה שנים, וישנה הסכמה רחבה, כי עצמאות הדירקטוריון מהווה רכיב מרכזי בהבטחת ממשל תאגידי תקין בחברה.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> ראו, למשל, רשות ניירות ערך, דו"ח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל 7 (2006) ("יאהד הנושאים המהותיים בעקרונות ממשל תאגידי שאומצו במדינות שונות הנו עצמאות דירקטוריון החברה"). ראו, בנוסף: David A. Katz, *Director Tenure Remains a Focus of Investors and Activists*, HARVARD L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (August 1, 2016) ("director independence" remains the linchpin of good corporate governance.") בהקשר זה יש לציין את סעיף 106 לחוק החברות שמעגן את החובה המפורשת החלה על הדירקטור להפעיל שיקול דעת עצמאי בדירקטוריון, שאחרת הוא חשוף להפרת חובת אמונים. במסגרת תיקון מס' 16 לחוק החברות (שהחל את דרכו כתיקון 12, הוסיף

עצמאות הדירקטוריון מוגדרת באופן כללי כיכולת של הדירקטורים המכהנים בדירקטוריון לקבל החלטה בקשר לעניין מסוים, על-בסיס טיבו האמיתי של אותו עניין, טיבו הפנימי (אינטרנסי), כדאיותו ותורמתו לחברה.<sup>12</sup> העצמאות נבחנת בדרך-כלל באמצעות מבחן כללי הבוחן קיומם של קשרים מהותיים בין הדירקטור לבין ההנהלה הביצועית ובאמצעות כללים פרטניים (bright-line rules) הכוללים מבחנים ספציפיים.<sup>13</sup> מעבר לדיון המסורתי בעקרונות ובכללים להבטחת עצמאות הדירקטוריון, בשנים האחרונות החל מתעורר דיון במרכיב נוסף, הוא משך הכהונה של הדירקטורים המכהנים בדירקטוריון, ובהשפעתו האפשרית על עצמאות הדירקטוריון. פרק זה של המאמר יקיים דיון בסיווג הדירקטורים בהתאם לעקרונות ולכללים הקיימים ובמשך הכהונה כגורם בעל פוטנציאל להשפעה על עצמאות הדירקטורים.

לפני שאתקדם לדיון המוצע בפרק גופו, אציין, שפרק זה, כמו גם הפרק שאחריו, מפנה לדין הקיים, ולבחנת המצב הקיים בארצות הברית. זאת, בניסיון ללמוד מהניסיון הרב שנצבר שם. אולם, באשר לדיון בעצמאות הדירקטורים, ולסיווגם של הדירקטורים – כדירקטורים רגילים, בלתי תלויים או חיצוניים – ובאשר לשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים המכהנים, ראוי להכיר בדבר קיומו של הבדל מהותי בין השוק הישראלי לבין השוק האמריקני.

השוק הישראלי נחשב לשוק ריכוזי. חברות שרשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב מתאפיינות בכך ששיעור ניכר ממניותיהן מוחזק בידי בעל שליטה. היבט זה של ריכוזיות השליטה בישראל זכה להתייחסות רבה ולטיפול. כך, למשל, הנושא זכה להתייחסות רחבה של חוקרים מהאקדמיה שבדקו מהו הערך של השליטה בישראל, והאם התמורה המשולמת עבור השליטה בצורה של "פרמיה" (ההפרש שבין המחיר המשולם עבור מניות החברה, לבין מחיר השוק של המניות) היא מוגזמת.<sup>14</sup> בנוסף, נבחנו דרכים להתמודדות עם כוחם של בעלי השליטה בחברות הציבוריות בישראל, ונבחן התפקיד שאמורים למלא משקיעים מוסדיים בהתמודדות עם מבנה הבעלות הריכוזי, בחברות ציבוריות שבהן הם משקיעים את כספם של הלקוחות, העמיתים והחוסכים.<sup>15</sup> לבסוף, על מבנה הבעלות בישראל עמדה גם הוועדה לצמצום הריכוזיות שמסקנותיה והמלצותיה הובילו לחקיקת החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, תשע"ד-2013.

המחוקק וקבע, כי "עקרון עצמאות שיקול הדעת של הדירקטור הוא עקרון יסודי בדני חברות. עיקרון זה בא לידי ביטוי, בדיון הקיים, בחובת הזהירות ובחובת האמונים המוטלות על דירקטורים, באיסור החל על דירקטור להיות צד להסכמי הצבעה (סעיפים 252, 254 ו-106 לחוק) ובחלוקת הסמכויות בין האורגנים השונים בחברה והאפשרות של האסיפה הכללית ליטול סמכויות של הדירקטוריון רק לעניין מסוים או לפרק זמן מסוים (סעיף 50 לחוק). מוצע, בדומה לקבוע בסעיף 173 לחוק החברות האנגלי ובמסמך העקרונות של ה-OECD, לקבוע באופן מפורש, בסעיף 106 לחוק, כי דירקטור, בכשירותו ככזה, חייב להפעיל שיקול דעת עצמאי בעת ההצבעה בדירקטוריון ובוועדותיו ולא לפעול לפי הנחיותיו של אדם אחר... בהמשך לכך מוצע לקבוע כי מי שלא מונה לדירקטור בהתאם להוראות הדין, לא יהא רשאי לפעול ככזה ואם הורה לדירקטור לפעול בהתאם להוראותיו יחולו עליו החובות והאחריות החלות על דירקטורים לפי כל דין." [דברי הסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע – 2010 (10.3.2010), בעמ' 566]. להתייחסות לסעיף 106 לחוק החברות, ראו גם פסק דינו של בית המשפט העליון בע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ' (28.12.2016), בפסקה 47. ראו גם ע"פ 3506/13 דוד הבי נ' מדינת ישראל (12.1.2016), בפסקאות 200 – 201 (פרשת פלד-גבעוני).

<sup>12</sup> ראו: In re Oracle Corporation Derivative Litigation, C.A. No. 2017-0337-SG (Del. Ch. Mar. 19, 2018), at \*46-47: "Independence means that a director's decision is based on the corporate merits of the subject before the board rather than extraneous considerations or influences." A plaintiff may establish that a director lacks independence by alleging with particularity that the director 'is sufficiently loyal to, beholden to, or otherwise influenced by an interested party to undermine the director's ability to judge the matter on its merits.' (פסק הדין מפנה לפסקי דין מוקדמים יותר של בתי המשפט בדלואר).

<sup>13</sup> ראו להלן פרק א.1.

<sup>14</sup> שרון חנס ואילון בלום, "אין כמעט פרמיית שליטה בעסקאות במשק", אתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל-אביב (3.3.2015).

<sup>15</sup> אסף חמדני, ריכוזיות השליטה בישראל: היבטים משפטיים, **המכון הישראלי לדמוקרטיה**, מחקר מדיניות 78 – 19 (נובמבר 2009). דב סולומון, "אדישות רציונאלית של בעלי מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו?" **עיוני משפט** לט 317 (2016).

בהתאם לדו"ח עדכני שפרסמה חברת הייעוץ אנטרופי בחודש מרץ 2019, "כיום 87% מבין החברות הציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל-אביב, הינן חברות בעלות גרעין שליטה".<sup>16</sup> אמנם, ניתן לזהות מגמה של עלייה בשיעור החברות ללא גרעין שליטה בשוק הישראלי,<sup>17</sup> אבל עדיין, כאמור, השוק הישראלי נשלט בידי קבוצות של בעלי שליטה.

מאפייני השוק הישראלי חשובים במיוחד כרקע לדיון המוצע בפרק זה של המאמר. שהרי, בהיררכיה של החברה, הדירקטוריון ממוקם בתווך שבין בעלי המניות לבין ההנהלה הביצועית (מעשית) של החברה. מכאן, שמבנה הבעלות בחברה צפוי להשפיע על הדינאמיקה בין האורגנים השונים וביניהם הדירקטוריון, על תפקידו של הדירקטוריון, ועל הבעיות שעמן הוא אמור להתמודד.

קיימת שונות רבה בין הבעיות והמתחים המאפיינים חברות עם בעלות ריכוזית לבין הבעיות המאפיינות חברות עם בעלות מבוזרת. כידוע, חברה עם בעלות ריכוזית חשופה לבעיית הנציג שבין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט, כאשר החשש הוא שבעל השליטה ינצל את מעמדו בחברה ואת כוחו כדי להסיט את משאביה לכיסו הפרטי. לעומת זאת, חברה עם בעלות מבוזרת חשופה לחשש שמנהלי החברה הם אלה שיסיטו (יתעלו) את משאבי החברה לטובתם האישית, יחמקו ממשימות המוטלות עליהם ולא יפעלו בצורה אופטימאלית כדי למקסם את ערך החברה עבור בעלי מניותיה.<sup>18</sup> בחברה ללא בעל שליטה, עם בעלות מבוזרת, הניהול השוטף מופקד בידי מנהלים שאמורים ליהנות ממומחיות ומיכולת גבוהה לניהול החברה, אבל החשש הוא שאותם מנהלים ינצלו את מעמדם בחברה ויפגעו בחברה ובעלי מניותיה. דירקטוריון בחברה עם בעלות מבוזרת, נדרש לפקח על ההנהלה כדי להבטיח את טובתם של בעלי המניות.<sup>19</sup> בחברה עם בעל שליטה, קטן הצורך של הדירקטוריון לפקח על ההנהלה הביצועית, שהרי ההנהלה היא, שבעל השליטה, שכספו מושקע בחברה, ימלא תפקיד זה, אפילו באופן פאסיבי, גם אם אין לו תפקיד מוגדר בחברה.<sup>20</sup> בחברה עם בעל שליטה, תפקיד מרכזי שמסור לדירקטוריון הוא אישור עסקאות שבהן לבעל השליטה יש עניין אישי, ופיקוח על מהלכים שעלולים לגרום להסתטת משאבי החברה לכיסו של בעל השליטה, בדרך שפוגעת בבעלי מניות המיעוט של החברה.<sup>21</sup> אם

<sup>16</sup> אנטרופי, "נייר עמדה בנושא: ממשל תאגידי מאוזן בחברות ללא גרעין שליטה" 5 (מרץ 2019).

<sup>17</sup> שם, שם ("בשנים האחרונות התרבו מספרן של חברות ללא גרעין שליטה, מסיבות שונות, והן הפכו לקבוצה שמשקלה בשוק הישראלי אינו מבוטל עוד. למעשה בשלוש השנים האחרונות גדל מספרן של החברות ללא גרעין שליטה ב- 50% והוא עומד כיום על 64 חברות (כאשר מתוך 22 החברות שנוספו לקבוצה זו בשלוש השנים האחרונות, 9 מהן הן חברות חדשות שהנפיקו את מניותיהן בבורסה לראשונה.")

<sup>18</sup> לדיון בהבדל בין הבעיות השונות, המכונות בעיות הנציג, ראו: זוהר גושן, "בעיית הנציג כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים", ספר זיכרון לגואלטירו פרוקצ'יה 239 (תשנ"ז).

<sup>19</sup> ראו, למשל: Stephen M. Bainbridge & M. Todd Henderson, *Boards-R-US: Reconceptualizing Corporate Boards*, 66 STAN. L. REV. 1051, 1053 (2014) ("Corporate boards of directors are one of the most important institutions in our capitalist system. This is because state law requires boards to **mediate the relations** between ownership and control of the corporation... To optimize the tradeoff between management efficiency and opportunism, shareholders elect boards of directors to supervise management of firm by corporate officers."). הדגשה הוספה

<sup>20</sup> אסף חמדני, **ריכוזיות השליטה בישראל: היבטים משפטיים**, המכון הישראלי לדמוקרטיה, מחקר מדיניות 78 (2009), בעמ' 37 ("קיומו של בעל שליטה מקטין את הצורך בעיצוב מנגנוני שוק או אמצעים משפטיים לשם פיקוח על ההנהלה. בעל שליטה יכול – באמצעות הסמכות למנות דירקטורים – לפקח על ההנהלה, ויש לו גם תמריץ לעשות כן... במילים אחרות, קיומו של בעל מניות דומיננטי מממן במידה רבה את החשש מפני ניגוד עניינים בין ההנהלה של התאגיד לבין בעלי מניותיו"). ראו גם: Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641, 1651 ("[A] controlling shareholder may police the management of public corporations better than the standard panoply of market-oriented techniques employed when shareholding are widely held.")

<sup>21</sup> ראו: John Armour, Luca Enriques, Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 49, 65 (Reinier Kraakman et al. eds., 3<sup>rd</sup> ed., 2017) ("In EU jurisdictions with concentrated ownership



לסכם את הדברים האמורים בנקודה זו, כאשר עסקינן בממשל תאגידי בכלל, ובמבנה הדירקטוריון בפרט, ראוי להיזהר מאימוץ של סט עקרונות וכללים אחיד, עבור חברות עם מבני בעלות שונים.<sup>22</sup>

ההבדלים בין מבנה החברות בארצות הברית לבין מבנה החברות בישראל, משליכים על היכולת ללמוד מהמצב הקיים בארצות הברית – ביחס למאפיין של סיווג הדירקטורים. אולם, בהתחשב בכך שדיני החברות בארצות הברית מהווים מקור השראה חשוב לדיני החברות בישראל, ובמדינות מתקדמות רבות בעולם, על אף הקושי ללמוד תובנות ביחס למאפיין של שיעור הדירקטורים העצמאיים והבלתי תלויים, אנצל את הבמה בפרק זה, כדי לתאר את המצב הנוהג בארצות הברית, גם ביחס למאפיין זה. כמו-כן, כדי לספק תמונה השוואתית טובה של המצב הקיים, ביחס לשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בחו"ל, אייחד חלק נפרד במאמר, לסקירה של נתונים שנאספו ביחס למדינות שמתאפיינות במבנה בעלות ריכוזי, בדומה לישראל.

## 1. סיווג הדירקטורים

### (א) ארצות הברית

**סיווג דירקטורים כבלתי תלויים.** בארצות הברית, ההגדרות לסיווגם של הדירקטורים, הגדרת התפקיד שלהם והשיעור הדרוש של דירקטורים בלתי תלויים המכהנים בדירקטוריון, מוסדרים הן בכללי הבורסות הגדולות – הבורסה של ניו יורק והנאסד"ק – והן בחקיקה הפדראלית. את ההגדרות לסיווגם של הדירקטורים בארצות הברית מקובל לחלק להגדרה סובייקטיבית ולהגדרה אובייקטיבית.

בהתאם לכללי הבורסה של ניו-יורק, במישור הסובייקטיבי, דירקטור בלתי תלוי הוא דירקטור שדירקטוריון החברה קבע באופן מפורש שהוא אינו בעל "קשרים מהותיים" ("material relationship") עם החברה.<sup>23</sup> במישור האובייקטיבי, דירקטור (או מועמד לכהונה כדירקטור) לא ייחשב לבלתי תלוי, בין השאר, אם במהלך שלוש השנים שקדמו למינוי היה עובד החברה או בן משפחה מדרגה ראשונה שלו (להלן: "בן משפחה") מכהן או כיהן בשלוש השנים שקדמו למינוי כנושא משרה ("officer") כהגדרתו בחוק ניירות ערך

structures and Brazil, truly independent directors are more likely to be seen as champions of minority shareholders or non-shareholder constituencies.").

<sup>22</sup> ראו: Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PA. L. REV. 1263 (2009).

<sup>23</sup> NYSE, LISTED COMPANY MANUAL, § 303A.02(a)(i). כללי הבורסה של ניו יורק מגדירים קשרים מהותיים כך: "Material relationships can include commercial, industrial, banking, consulting, legal, accounting, charitable and familial relationships, among others. However, as the concern is independence from management, the Exchange does not view ownership of even a significant amount of stock, by itself, as a bar to an independence finding." § 303A.02(a).

האמריקאי של 1934; אם הדירקטור או בן משפחה שלו קיבלו במהלך תקופה של 12 חודשים בתוך שלוש השנים שקדמו למינוי יותר מ-120,000 דולר במישרין מהחברה; אם הדירקטור מכהן כעת כשותף או עובד של פירמה שמשתמשת כמבקר הפנים או המבקר החיצוני של החברה או שיש לדירקטור בן משפחה שמכהן כשותף או עובד בפירמה כזו; הדירקטור או בן משפחה שלו הינם עובדים של פירמה כזו ועובדים באופן אישי על הביקורת (audit) בחברה; הדירקטור או בן משפחה שלו היו במהלך שלוש השנים שקדמו למינוי שותף או עובד של פירמה כזו ועבדו באופן אישי על הביקורת בחברה; הדירקטור או בן משפחה שלו מכהנים כנושאי משרה בחברה אחרת שבמהלך שלוש השנים שקדמו למינוי נתנה או קיבלה מהחברה תשלום עבור רכוש או שירותים בשווי שעולה על מיליון דולר.<sup>24</sup>

בהתאם לכללי הנאסד"ק, דירקטור בלתי תלוי הוא אדם שאיננו נושא משרה או עובד בחברה והוא איננו אינדיבידואל אחר שיש לו קשרים עם החברה שלדעת הדירקטוריון יפריעו להפעלתו של שיקול דעת עצמאי במסגרת מילוי האחריות המוטלת על דירקטור בחברה.<sup>25</sup> אותו אדם לא יוכל להיחשב דירקטור בלתי תלוי, בין השאר, אם במהלך שלוש השנים שקדמו למינוי היה עובד החברה; אדם שהוא או בן משפחה שלו קיבלו במהלך תקופה של 12 חודשים בתוך שלוש השנים שקדמו למינוי, יותר מ-120,000 דולר במישרין מהחברה; אדם שהוא בן משפחה של מי שבמהלך שלוש השנים שקדמו למינוי כיהן בחברה כנושא משרה; אדם שהוא או בן משפחה שלו משמשים שותפים, בעלי שליטה או נושאי משרה בגוף שהחברה נתנה לו או קיבלה ממנו רכוש או שירותים בסכום העולה על 200,000 דולר.<sup>26</sup>

ברמה הפדראלית, רשות ניירות ערך האמריקנית, היא ה-Securities and Exchange Commission (SEC), אימצה בעקבות דרישה ב-Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX),<sup>27</sup> את Exchange Act Rule 10A-3 הקובע דרישות מינימום לעצמאות של חברי ועדת הביקורת בחברה.<sup>28</sup> בורסת ניו יורק והנאסד"ק אימצו שתיהן את הדרישות הללו בכללי הרישום שלהן.

**שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים.** המסגרת החוקית והאסדרתית בארצות הברית קובעת לא רק את ההגדרות לסיווגם של דירקטורים אלא גם את החובה בדבר שיעור מינימאלי של דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון של חברה ציבורית. ברמה הפדראלית, ה-SOX דורש ששיעור הדירקטורים בחברות ללא בעל שליטה (widely held companies)<sup>29</sup> יעמוד על מחצית ויותר.<sup>30</sup> שיעור גבוה שכזה נקבע כאמור ב-SOX, שחקיקתו הושפעה במידה רבה משערוריות פיננסיות משמעותיות שפקדו את השוק האמריקאי בראשית שנות

<sup>24</sup> 303A.02(b) §. כללי הבורסה של ניו-יורק מגדירים בן משפחה מדרגה ראשונה ("immediate family member") באופן הבא: "An 'immediate family member' includes a person's spouse, parents, children, siblings, mothers and fathers-in-law, sons and daughters-in-law, brothers and sisters-in-law, and anyone (other than domestic employees) who shares such person's home."

<sup>25</sup> NASDAQ LISTING RULE 5605(a)(2)

<sup>26</sup> שם, שם.

<sup>27</sup> SOX § 301

<sup>28</sup> 17 CFR 240.10a-3

<sup>29</sup> בהתאם להגדרות של הבורסה של ניו-יורק ושל הנאסד"ק, חברה עם בעל שליטה ("controlled company") היא חברה שבה יותר מ-50% מזכויות ההצבעה מצויות בידי אינדיבידואל מסוים, קבוצה מסוימת או חברה אחרת.

<sup>30</sup> 15 U.S.C. § 7211(e)(6)(2012)

ה-2000. באותו זמן ממש, ביקש מי שכיהן כיושב ראש ה-SEC, מהבורסה של ניו יורק ומהנאסד"ק, וכן מהבורסות האחרות הפועלות בארצות הברית, לבחון את כללי הרישום שלהן בקשר להיבטים של ממשל תאגידי.<sup>31</sup> הבורסות נענו לקריאה, בחנו את כללי הרישום ובשנת 2003 שינו אותם.<sup>32</sup>

השינויים כללו גם דרישה דומה לזו המעוגנת ב-SOX, של רוב של דירקטורים בלתי תלויים, הן לפי כללי הרישום של הבורסה של ניו-יורק<sup>33</sup> והן לפי כללי הרישום של הנאסד"ק.<sup>34</sup> לפי כללי הרישום של הבורסות, עם גרעין שליטה של למעלה מ-50% מזכויות ההצבעה, זכויות לפטור מעמידה בדרישה הנזכרת של כהונה של לפחות מחצית דירקטורים בלתי תלויים.<sup>35</sup>

(ב) ישראל

**דירקטורים חיצוניים.** ההגדרה המשמשת לסיווגם של דירקטורים בחברות בישראל מעוגנת בחוק החברות תשנ"ט – 1999 (להלן: "חוק החברות"). סעיף 240 לחוק החברות מפרט את תנאי הכשירות למינוי של דירקטור חיצוני וקובע כי לא ימונה כדירקטור חיצוני יחיד שבין השאר הוא קרוב של בעל השליטה וכן מי שיש לו או לקרובו במועד המינוי או בשנתיים שקדמו למינוי "זיקה" לחברה, לבעל השליטה בחברה או לקרובו. זיקה מוגדרת בחוק החברות כ"קיום יחסי עבודה, קיום קשרים עסקיים או מקצועיים דרך כלל או שליטה, וכן כהונה כנושא משרה."<sup>36</sup> באשר לשיעור הכהונה של דירקטורים חיצוניים, חוק החברות קובע כי בחברה ציבורית או בחברת אג"ח יכהנו לפחות שני דירקטורים חיצוניים.<sup>37</sup>

**דירקטורים בלתי תלויים.** בעקבות דו"ח ועדת גושן,<sup>38</sup> אומץ בשנת 2011 תיקון מס' 16 לחוק החברות במסגרתו נוספה לחוק ההגדרה של דירקטור בלתי תלוי.<sup>39</sup> סעיף 1 לחוק החברות קובע כי "דירקטור בלתי תלוי" הוא דירקטור שמתקיימים לגביו תנאי הכשירות למינוי דירקטור חיצוני. כלומר, תנאי הכשירות הנדרשים מדירקטור בלתי תלוי זהים לאלה הנדרשים מדירקטור חיצוני; עם זאת יש לציין כי מינויו ופיטוריו של דירקטור בלתי תלוי הם כשל דירקטור רגיל.

בעוד חברה ציבורית חייבת למנות לפחות שני דירקטורים חיצוניים, היא איננה חייבת למנות דירקטורים בלתי תלויים.<sup>40</sup> במסגרת תיקון 16 נוספו לחוק הוראות ממשל תאגידי המומלצות לאימוץ על-ידי חברות ציבוריות וחברות אג"ח. בין ההוראות ניתן למצוא הוראה על מינוי דירקטורים בלתי תלויים – בשיעור של

<sup>31</sup> ראו: Securities and Exchange Commission, NASD and NYSE Rulemaking: Relating to Corporate Governance (November 4, 2003), [https://www.sec.gov/rules/sro/34-48745.htm#P52\\_17027](https://www.sec.gov/rules/sro/34-48745.htm#P52_17027)

<sup>32</sup> שם, שם.

<sup>33</sup> NYSE, LISTED COMPANY MANUAL, § 303A.01. עובר לשינוי, כללי הרישום של הבורסה של ניו יורק דרשו כהונה של שלושה דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון. ראו: NYSE, New York Stock Exchange Corporate Accountability and Listing Standards Committee 6 (June 6, 2002) [להלן: "המלצות על שינוי כללי הרישום בבורסה של ניו יורק"].

<sup>34</sup> NASDAQ LISTING RULE 5605(b)(1)

<sup>35</sup> NASDAQ LISTING RULE 5605(c)(2); NYSE, LISTED COMPANY MANUAL § 303A.00

<sup>36</sup> סעיף 240(ב) לחוק החברות. לפרשנות המונח "זיקה" ראו: רשות ניירות ערך, "עמדת סגל משפטית מספר 101-17: 'זיקה' של דירקטור חיצוני לחברה" (10 ביוני 2013).

<sup>37</sup> סעיף 219(ג) לחוק החברות.

<sup>38</sup> רשות ניירות ערך, דו"ח הוועדה: לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל (12 בדצמבר 2006).

<sup>39</sup> חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011.

<sup>40</sup> סעיף 249 לחוק החברות קובע כי החברה רשאית לסווג דירקטור כדירקטור בלתי תלוי.

מחצית לפחות בחברה ללא בעל שליטה ובשיעור של שליש לפחות בחברה עם בעל שליטה. מדובר, כאמור, בהוראה רצונית בחוק החברות.<sup>41</sup> חברות ציבוריות מחויבות לגלות בדו"חות התקופתיים שלהם אם אימצו בתקנון הוראה בדבר שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים, אם תוקן התקנון באופן המבטל הוראה זו ואם בפועל אירעה סטייה משיעור הדירקטורים שנקבע בתקנון במידה שנקבע.<sup>42</sup>

#### (ג) דירקטורים בלתי תלויים במדינות עם בעלות ריכוזית

תפקידו המדויק של הדירקטוריון נגזר ממבנה הבעלות בחברה שבה הוא פועל. כאשר מדובר בחברה ללא גרעין שליטה, הדירקטוריון משמש כמתווך בין בעלי המניות לבין ההנהלה, הוא אמור לפקח על ההנהלה, ובדרך זו להבטיח את האינטרסים של בעלי המניות. אולם, כאשר מדובר בחברה עם בעל שליטה, בעל השליטה הוא זה שבכוחו למלא בצורה טובה את תפקיד הפיקוח על ההנהלה הביצועית. אם כן, שאלה שמתעוררת מאליה בחלק זה של המאמר, היא מה תפקיד הדירקטורים הבלתי תלויים והחיצוניים בחברה עם בעל שליטה. בהינתן שהמסה הקריטית של הכתיבה האקדמית ושל הפסיקה בתחום דיני החברות, מקורה בארצות הברית ובאנגליה, שמתאפיינות כזכור בחברות עם בעלות מבוזרת, הן הספרות והן הפסיקה הקדישו תשומת לב פחותה לשאלה זו.

התייחסות שבכל זאת נעשתה לשאלת תפקידם של הדירקטורים הבלתי תלויים בחברה עם בעל שליטה, מסבירה, שתפקידם מתמצה באישור מהלכים שבהם לבעל השליטה יש עניין אישי,<sup>43</sup> ובייעוץ אסטרטגי להנהלה הביצועית של החברה ולבעל השליטה שלה.<sup>44</sup>

שאלה קשורה שרלוונטית בהקשר זה היא, מהי האסדרה הנוהגת ביחס לשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים, במדינות שמתאפיינות בבעלות ריכוזית, כמו צרפת, גרמניה, איטליה, ספרד ומדינות נוספות.<sup>45</sup> בפתח הדברים מעניין לציין, שהאסדרה הנוהגת ברוב מדינות ה-OECD דורשת או ממליצה על מספר או שיעור מינימלי של דירקטורים בלתי תלויים.<sup>46</sup> דו"ח של ה-OECD שהתפרסם אך לאחרונה, מגלה כי מתוך המדינות שנבחנו בדו"ח, 6 מדינות קבעו דרישה נוקשה ומחייבת לרף מינימאלי של לפחות מחצית דירקטורים בלתי תלויים; ב-19 מדינות אומץ קוד ממשל תאגידי שממליץ על רף מינימאלי של לפחות מחצית בלתי תלויים אבל נוקט במודל

<sup>41</sup> סעיף 1 לתוספת הראשונה לחוק החברות שכוללת הוראות ממשל תאגידי מומלצות.

<sup>42</sup> תקנה 10(ב)(9א) לתקנות הדיווח השוטף.

<sup>43</sup> ראוי להזכיר בנקודה זו, שבשונה מישראל, בארצות הברית עסקאות מעין אלה אינן כפופות לאישור מחייב של הדירקטוריון, ובכלל זה של הדירקטורים הבלתי תלויים. אולם, אישור העסקה מראש, על ידי ועדה שמורכבת מדירקטורים בלתי תלויים, עשוי להקנות לחברה "זכות" במסגרת בחינה שיפוטית אפשרית של העסקה בעתיד, שמוצאת ביטוי בבחינה שיפוטית מקלה יותר של העסקה. הלכת MFW שנקבעה בבית המשפט העליון של דלוואר בשנת 2014 קובעת שאם העסקה תאושר מראש על ידי ועדה מיוחדת המורכבת מדירקטורים בלתי תלויים, ובנוסף תאושר על ידי רוב מקרב המיעוט באסיפה הכללית של בעלי המניות, שאז העסקה תהיה כפופה לביקורת עתידית אפשרית, בהתאם לסטנדרט של שיקול הדעת העסקי, חלף סטנדרט של הגינות מלאה (שהו הסטנדרט המקובל בעת בחינה של עסקאות שבהן לבעל שליטה יש עניין אישי). ראו: Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 642-645 (Del. 2014). לדיון ראו גם: אסף חמדני ושרון חנס, "הגינות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים", משפטים 761, 802 – 805 (2018).

<sup>44</sup> ראו: Vikramaditya S. Khanna & Shaun J. Mathew, *The Role of Independent Directors in Controlled Firms in India*: 44 (2010). Preliminary Interview Evidence, NAT'L L. SCH. OF INDIA REV. 35, 44 – 45 (2010). (ראו גם את ההפניות הנעשות שם. מאמר זה משלב סקירה של הספרות עם ראיונות שנערכו בהודו, שבמחצית מהחברות הנסחרות בה יש בעל שליטה).

<sup>45</sup> ראו: Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN. 471 (1999).

<sup>46</sup> ראו: OECD, *Corporate Governance Factbook 2019* (2019), <http://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf>, at 14. ("OECD-2019")

אסדרתי לא מחייב של "אמץ או הסבר", ולפיו אם חברה בוחרת שלא לעמוד ברף זה, עליה להסביר ולנמק מדוע; ו-17 מדינות קבעו דרישה לרף מינימלי של בין שניים לשלושה דירקטורים בלתי תלויים או רף מינימלי של לפחות 30% בלתי תלויים (באותן מדינות יש שילוב של רף מינימלי מחייב ושל המלצה לא מחייבת לעמידה ברף גבוה יותר של בלתי תלויים).<sup>47</sup>

ניתוח של דברי האסדרה במדינות אלה מראה, למשל, שהקוד הצרפתי ממליץ על שיעור של לפחות מחצית בלתי תלויים בחברות ללא בעל שליטה ושיעור של לפחות שליש בחברות עם בעלות מבוזרת; הקוד בגרמניה ובאיטליה ממליץ על שיעור "הולם" ("adequate number") ומותיר לדירקטוריונים של חברות שיקול דעת לקבוע בעצמם את שיעור הדירקטורים;<sup>48</sup> הקוד בספרד דורש כהונה של דירקטורים חיצוניים בשיעור של לפחות שליש ובכל מקרה דורש שמספר הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון לא יפחת משניים;<sup>49</sup> וכללי הרישום של הבורסה בהודו (בסעיף 49; clause 49) קובעים, כי בדירקטוריון של חברה, יכהנו דירקטורים בלתי תלויים בשיעור של לפחות מחצית, אם יו"ר הדירקטוריון הוא דירקטור תלוי, ובשיעור של לפחות שליש אם יו"ר הדירקטוריון הוא בלתי תלוי.<sup>50</sup>

לבסוף, לא ניתן לחתום את הדיון בעצמאות הדירקטורים מבלי לבחון את ההשפעה של שיעורים גבוהים של דירקטורים בלתי תלויים, על ערך החברות בשווקים שמתאפיינים בחברות עם בעלות ריכוזית, בדומה לישראל. מחקרים שבחנו את הערך של דירקטורים בלתי תלויים לחברות עם בעלות ריכוזית, הגיעו לממצאים לא קונקלוסיביים. כך, למשל, בקוראיה נמצא יחס ישר בין שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים לבין ערך החברה;<sup>51</sup> בהודו נמצא קשר חלש, אם בכלל, בין שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים לבין ערך החברה;<sup>52</sup> בספרד לא נמצאה השפעה של שיעור גבוה יותר של דירקטורים בלתי תלויים על ערך החברה;<sup>53</sup> ובברזיל אף נמצא יחס הפוך בין שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים לבין ערך החברה.<sup>54</sup>

## 2. משך כהונה

<sup>47</sup> שם, בעמ' 116.

<sup>48</sup> ראו: Armour et al., *The Basic Governance Structure*, לעיל ח"ש 21, בעמ' 63 – 64 (מפנה ל- French Corporate Governance Principle 3.P.1, Italian Corporate Governance Code; Recommendation 5.4.2 German Corporate Governance Code; Principle 9.2 Governance Code).

הקוד באיטליה דורש מינוי של לפחות שני דירקטורים בלתי תלויים, ובמקרים מסוימים, דורש שיעור של לפחות שליש בלתי תלויים. ראו: Guido Ferrarini & Marilena Filippelli, *Independent Directors and Controlling Shareholders Around the World*, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 269, 279 & n. 18 (Jennifer G. Hill & Randall S. Thomas eds., 2015).

<sup>49</sup> Ferrarini & Filippelli, שם.

<sup>50</sup> ראו: Sumaira Jan & Mohi-ud-Din Sangmi, *The Role of Board of Directors in Corporate Governance*, 2(5) IMPERIAL J. OF INTERDISCIPLINARY RESEARCH, 707, 711-712 (2016).

<sup>51</sup> ראו: Bernard S. Black, Hasung Jang & Woonchan Kim, *Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values?* Evidence from Korea, 22 J.L. ECON. & ORG. 366, 411 (2006). (החוקרים מצאו שבחברות עם שיעור של 50% דירקטורים חיצוניים, שער המניה גבוה בכ- 40%).

<sup>52</sup> ראו: N. Balasubramanian, Bernard S. Black & Vikramaditya Khanna, *Firm-Level Corporate Governance in Emerging Markets: A Case Study of India*, 11(4) EMERGING MARKETS REVIEW 319 (2010).

<sup>53</sup> ראו: Pascual-Fuster, Bartolomé and Crespi-Cladera, Rafel, *Optimal Board Independence with Gray Independent Directors* (April 3, 2017), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2536746](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2536746), at 29.

<sup>54</sup> ראו: Bernard S. Black, Antonio Gledson de Carvalho & Erica Gorga, *Does One Size Fit All in Corporate Governance? Evidence from Brazil (and other BRIK Countries)* (Dec. 2018).

כהונה של דירקטורים נמשכת בדרך כלל מספר שנים ולעיתים, שנים ארוכות. משך הכהונה של דירקטורים מהווה כיום עניין מרכזי בשיח התאגידי. משקיעים גדולים בחברות ציבוריות בארצות הברית מתייחסים יותר ויותר למצבים שבהם דירקטורים מכהנים פרק זמן ממושך ומביעים חשש כי כהונה ממושכת עלולה לפגוע בעצמאותם של הדירקטורים.<sup>55</sup> חשש זה אף הוביל מספר משקיעים מוסדיים לעדכן את מדיניות ההצבעה שלהם בחברות ולכלול בה התייחסות למשך כהונה של דירקטורים.<sup>56</sup> לדוגמה, קרן הפנסיה המוכרת של קליפורניה (CalPERS), מבקשת מחברות שבהן היא משקיעה לשנות את הסיווג של דירקטורים המוגדרים כבלתי-תלויים ולסווגם כדירקטורים רגילים, או להסביר מדוע אותן חברות לא עושות כן, אם משך הכהונה של אותם דירקטורים חצה רף של 12 שנות כהונה.<sup>57</sup>

בדומה, גם חברות הייעוץ למשקיעים מוסדיים בארצות הברית החלו להתייחס, כעניין של מדיניות, למשך כהונה של דירקטורים. כך, לדוגמה, חברת הייעוץ הגדולה בארצות הברית – ה-Institutional Shareholder Service (ISS), רואה בכהונה ממושכת של דירקטור המסווג כבלתי תלוי, גורם בעל פוטנציאל לפגיעה בעצמאותו. מעניין לראות, כי בראשית שנת 2018 ה-ISS הביעה התנגדותה להרכב דירקטוריון חברת UPS בשל כך שהממוצע של משך הכהונה של 41.7% מהחברים בו עמד על למעלה מ-9 שנים; בנוסף, 5 מתוך 13 הדירקטורים בחברה כיהנו למשך פרק זמן הגבוה מהממוצע בארצות הברית שעומד על 8.2 שנים. עובדות אלה, בהתאם למדיניות של ה-ISS, עלולות לפגוע בעצמאותו של הדירקטוריון.<sup>58</sup>

גם הספרות האקדמית התאגידית בחו"ל החלה לעסוק בנושא, כשכהונה ממושכת זוהתה כגורם שעלול לייצר מערכת יחסים קרובה מדי בין הדירקטורים - בינם לבין עצמם - ועלול להחריף קיומה של הטיה מבנית (structural bias) ולהוביל למצב שבו דירקטורים "יישרו קו" בינם לבין עצמם.<sup>59</sup> כהונה ממושכת אף עלולה לייצר קרבה גדולה מדי בין הדירקטורים לבין ההנהלה הביצועית, וכתוצאה מכך להקשות על הדירקטורים לפקח על ההנהלה.<sup>60</sup>

לעומת אלה שטוענים נגד כהונה ארוכה של דירקטורים, יש כאלה שטוענים שכהונה ממושכת של דירקטורים מסייעת לחברה, בהינתן שהדירקטורים נדרשים לפרק זמן לא קצר כדי ללמוד על החברה ולהכיר אותה מקרוב וככל שהדירקטורים מכהנים זמן רב יותר, כך הם עשויים להביא לביטוי את ניסיונם.<sup>61</sup> בתגובה לטענה זו, יש הטוענים כי היחס בין משך הכהונה לבין התועלת שניתן להפיק מהניסיון של הדירקטור המכהן

<sup>55</sup> ראו: Yaron Nili, *The New Insiders: Rethinking Independent Directors' Tenure*, 68 HASTINGS L.J. 97, 100 (2016).  
<sup>56</sup> שם, בעמוד 100. ראו גם SpencerStuart, *2017 Stuart Spencer U.S. Board Index* 5 (2017) (מתאר כיצד משקיעים של חברות החלו לבחון את עצמאותם של דירקטורים, בין השאר בהתחשב במשך הכהונה שלהם). לבסוף, ראו: Theo Francis & Joann S. Lublin, *Big Investors Question Corporate Board Tenures*, THE WALL STREET JOURNAL (March 23, 2016).

<sup>57</sup> ראו: CalPERS, *Governance & Sustainability Principles* 16 (June 2018).  
<sup>58</sup> Anders Keitz, *UPS's Long-Tenured Board Members Are a Red Flag for Investors*, THE STREET (Feb. 20, 2018).

<sup>59</sup> Nili, לעיל ה"ש 55, בעמ' 118. לדיון בהטיה המבנית וביחס אליה מצד בתי-המשפט בארצות-הברית בשנים האחרונות ראו: Julian Velasco, *Structural Bias and the Need for Substantive Review*, 82 WASH U. L. Q. 821 (2004).

<sup>60</sup> ראו: Nikos Vafeas, *Length of Board Tenure and Outside Director Independence*, 30 J. BUS. FIN. & ACC. 1043 (2003).

<sup>61</sup> ראו, למשל, David A. Katz, *Director Tenure Remains a Focus of Investors and Activists*, HARVARD L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (August 1, 2016).

הוא איננו יחס לינארי; בחלוף פרק הזמן הראשון של ההיכרות עם החברה, התרומה של שנות הכהונה לניסיון הולכת וקטנה; במקביל, היכולת של הדירקטור לפעול באופן עצמאי קטנה אף היא.<sup>62</sup>

ואכן, מחקר אמפירי שהתפרסם לאחרונה הצביע על כך שקיים יחס של "U הפוכה" בין משך הכהונה של הדירקטורים לבין ביצועי החברה, כלומר בתחילה נדרשים הדירקטורים לתקופת למידה; במהלך תקופת הלמידה ישנו יחס ישר בין משך הכהונה של הדירקטורים לבין ביצועי החברה; אולם, בנקודה מסוימת היחס מתהפך והופך ליחס שלילי בין משך הכהונה לבין ביצועי החברה.<sup>63</sup> החוקרים מצאו שהטובין Q (שמבטא את היחס בין שווי הנכסים של החברה לבין העלות הכרוכה בהחלפתם של הנכסים, ומהווה אמת מידה לביצועי החברה) המקסימאלי של החברות הושג כאשר משך הכהונה של הדירקטורים עמד על 10 שנים.<sup>64</sup> זאת, כאשר עלייה מהירה יחסית בטובין Q זוהתה כאשר הדירקטורים כיהנו בשנים הראשונות, עד לשנה ה-8; לאחר מכן זוהתה עלייה מתונה יותר עד לשנה ה-10 שמהווה למעשה נקודת מפנה שהחל ממנה זוהתה ירידה מדודה יחסית בטובין Q; כאשר החל מהשנה ה-11 ועד לשנה ה-20 נמדדה ירידה מהירה יותר בטובין Q.<sup>65</sup>

מחקר נוסף שהתפרסם אף הוא לאחרונה, מצא ממצאים דומים בדבר יחס של "U הפוכה", אולם נקודת המפנה שזוהתה באותו מחקר הייתה נקודה המבטאת משך כהונה של 9 שנים (לעומת נקודת מפנה של 10 שנים שזוהתה, כמוסבר לעיל, במחקר הקודם). לפי המחקר, בשלב הראשון, ערך החברה (שנמדד במחקר באמצעות היחס שבין ערך השוק לבין הערך בספרים [Market to Book Value]) לכהונה של הדירקטורים גדל ככל שכהונת הדירקטורים נמשכה. זאת, עד לנקודה של כהונה בת 9 שנים, שלאחריה זוהתה ירידה בערך החברה.<sup>66</sup>

במישור של קביעת המדיניות, עד כה לא אומצו בארצות הברית, במסגרת חקיקה או אסדרה, הוראות המגבילות במישרין משך כהונה של דירקטורים, כל עוד לא מדובר בדירקטורים חיצוניים.<sup>67</sup> בחלק מהמקרים חברות קובעות בעצמן מגבלה על משך כהונה של דירקטורים, אם כי מדובר במקרים בודדים. מחקר שפרסמה חברת המחקר והייעוץ Spencer Stuart ומתייחס לשנת 2017, מראה כי 24 חברות בלבד מתוך 500 החברות (כ-5%) שבמדד S&P 500 קבעו מדיניות של הגבלת משך כהונה של דירקטורים שאינם מכהנים גם כעובדים בכירים בחברה (non-executive directors); לרוב מדובר היה במגבלה של עד 15 שנות כהונה.<sup>68</sup>

<sup>62</sup> ראו, למשל, Scott G. Johnson, Karen Schnatterly & Aaron D. Hill, *Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics*, 39(1) J. OF MANAGEMENT 232 (2013) ("A potential explanation for the mixed results is that tenure has a nonlinear effect, and some studies in fact find an inverted-U relationship between director tenure and both corporate reputation... and strategic change"). ראו גם Nili, לעיל ה"ש 55, בעמ' 124.

<sup>63</sup> ראו: Sterling Huang & Gilles Hilary, *Zombie Board: Board Tenure and Firm Performance*, 56 J. ACCOUN. RES. (2018).

<sup>64</sup> שם, שם.

<sup>65</sup> שם, בעמ' 15.

<sup>66</sup> Joshua Livnat, Gavin Smith, Kate Suslava & Martin Tarlie, *Do Directors Have a Use-By Date? Examining the Impact of Board Tenure on Firm Performance* (Feb. 2019).

<sup>67</sup> לביקורת על "התעלמות" החקיקה והאסדרה בארצות הברית מההשפעה האפשרית של משך כהונה על עצמאות הדירקטורים, ראו: Nili, לעיל ה"ש 55, בעמ' 117. ככל שידוע לי, הוראות שכאלה לא אומצו גם במדינות אחרות, מחוץ לארצות הברית.

<sup>68</sup> SpencerStuart, לעיל ה"ש 56, בעמ' 5.

## ב. תמהיל הדירקטוריון

לצד הדיון המסורתי בעצמאות הדירקטוריון, במהלך השנים האחרונות הדיון בתמהיל הרכב הדירקטוריון תופס אף הוא מקום מרכזי בשיח התאגידי. באופן טבעי, כך מקובל לחשוב, אנשים שמגיעים מרקע שונה ונושאים עמם מטען מגוון של ניסיון חיים, צפויים לגשת ולטפל בסוגיות מסוימות בדרכים שונות. הרכב רב-גוני של הדירקטוריון, כך נטען, נושא עמו יתרונות חשובים. דירקטוריון מגוון עשוי ליהנות מהשקפות מגוונות של הדירקטורים ובהתאמה ליהנות מדרגה גבוהה של יצירתיות.<sup>69</sup> גיוון של הדירקטוריון עשוי גם לשפר את טיב הליכי קבלת ההחלטות בחברה באמצעות עידוד של בחינה והערכה של השערות חלופיות שעומדות בבסיס דרכי פעולה חלופיות אפשריות ובהתאמה, לשפר את ההחלטות המתקבלות בדירקטוריון ובחברה.<sup>70</sup> לבסוף, גיוון הדירקטוריון עשוי לשמש גם להעברת אות (סיגנל) חיובי לעובדי החברה, לבעלי המניות ולצרכנים של החברה.<sup>71</sup> היתרונות האמורים בדבר גיוון בדירקטוריון עשויים למצוא ביטוי בביצועים שמציגה החברה ובהתנהלות שלה.

עם זאת, גיוון צריך וייעשה באופן מידתי. הליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון תלוי במידה רבה בהרמוניה שבין חברי הדירקטוריון, באמון ובשיתוף הפעולה ביניהם וביכולת שלהם לקבל החלטה כקבוצה.<sup>72</sup> אין הכוונה לדרגה גבוהה מדי של לכידות (cohesion) העלולה להוביל להחלטות הנגועות בהטיה קשה של חשיבה קבוצתית (Groupthink Bias).<sup>73</sup> אין הכוונה לפגיעה בשיקול הדעת העצמאי שמחויבים הדירקטורים להפעיל בדרך לקבלת ההחלטות בדירקטוריון.<sup>74</sup> אולם, עדיין, נדרשת מידה רבה של שיתוף פעולה ביניהם. דרגה גבוהה מדי ומאולצת של גיוון בדירקטוריון עלולה להעמיד בסיכון אפשרות לשיתוף פעולה שהינו תנאי הכרחי כאמור.

בנקודה זו ראוי לציין, כי על מנת להגשים את המטרות הנזכרות, גיוון הדירקטוריון ראוי לו שיהיה גיוון אמיתי ו"עמוק" ("deep-level diversity") (להלן: "גיוון עמוק") הלוך בחשבון מאפיינים פסיכולוגיים לרבות אישיותם של הדירקטורים, את הערכים והגישות השונות של הדירקטורים וכן הבדלים בין הדירקטורים בכל הקשור לרקע שלהם (למשל השכלה, שיוך וניסיון בתעשייה מסוימת) ולא רק גיוון "על פני השטח" ("surface-level diversity") (להלן: "גיוון על פני השטח") המתמקד במאפיינים דמוגרפיים "יבשים" כגון גיל, מין וגזע. פרק זה יציע דיון קצר בשלושה היבטים הממלאים תפקיד מרכזי בשנים האחרונות בשיח על תמהיל הדירקטוריון: גיל הדירקטורים המכהנים, המגדר שאליו הם משתייכים וגודל הדירקטוריון.

<sup>69</sup> ראו, למשל, Daniel Ferreira, *Board Diversity*, in CORPORATE GOVERNANCE: A SYNTHESIS OF THEORY, RESEARCH, AND PRACTICE 225, 227 (H. Kent Baker & Ronald Anderson eds., 2011).

<sup>70</sup> ראו: Mariateresa Torchia, Andrea Calabro & Michele Morner, *Board of Directors' Diversity, Creativity, and Cognitive Conflict*, 45(1) INTERNATIONAL STUDIES OF MANAGEMENT & ORGANIZATION 6, 8 (2015). ראו גם, Ferreira, *Board Diversity*, לעיל ה"ש 69, בעמ' 227 וההפניה לספרות הנעשית שם.

<sup>71</sup> ראו, למשל: Laura Tyson, *The Tyson Report on the Recruitment and Development of Nonexecutive Directors*, UK DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY 7 (2003).

<sup>72</sup> ראו, למשל: Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 U. PA. L. REV. 1271, 1312 (2017) ("An effective board requires an environment that facilitates cooperation among board members and fosters trust between the board as a whole and corporate insiders").

<sup>73</sup> לדיון באפשרות זו ראו: Marleen A. O'Connor, *The Enron Board: The Perils of Groupthink*, 71 U. CIN. L. REV. 1233 (2003).

<sup>74</sup> סעיף 106 לחוק החברות.



## 1. גיל

הדרישה לגיוון ביחס לגיל הדירקטורים המכהנים מבוססת על הנחת המוצא לפיה דירקטורים בגילאים שונים מביאים עמם ניסיון חיים שונה והשקפה מגוונת. עם זאת יש לציין, כי בהקשר של השפעת גיל הדירקטורים על ביצועי החברה, כמעט ולא נעשו מחקרים אמפיריים ולכן קשה לגזור ממצא מובהק ממעט המחקרים שבוצעו. בכל זאת, בשל העניין שמעורר הנושא, ראוי להפנות למחקרים בולטים מהשנים האחרונות.

מחקר שהתפרסם לאחרונה של חברת Equilar, בדק את ההשפעה של גיוס דירקטורים צעירים יותר לדירקטוריונים של חברות ציבוריות ומצא כי להפיכתם של הדירקטוריונים ל"צעירים יותר" אין בהכרח השפעה על ביצועי החברות.<sup>75</sup> מחקר אחר שהתפרסם בשנת 2007 מצא השפעה חיובית של גיוון גילאים בדירקטוריון על ביצועי החברה.<sup>76</sup> סקר שפרסמה חברת PwC בשנת 2017, מצא שבקרב המשתתפים בסקר, ההיבט של גיל הדירקטורים נתפס בעיניהם כהיבט חשוב כאשר עסקינן בגיוון הדירקטוריון. כך, כ-37% מהנשאלים השיבו, כי היבט זה הינו בעל חשיבות "רבה", וכ-54% השיבו כי היבט זה הינו בעל חשיבות "במידת מה".<sup>77</sup>

## 2. מגדר

אחד הנושאים האקטואליים ביותר בדיני החברות קשור לכהונה של נשים בדירקטוריונים של חברות ולתרומה שבדבר.<sup>78</sup> הטיעון המסורתי בעד שילוב נשים בדירקטוריונים מתבסס על טעמים של צדק, שוויון הזדמנויות ויחס שווה בין נשים לגברים. טיעון זה הופך יותר ויותר רלוונטי בשנים האחרונות, והוא מהווה חלק ממגמה רחבה יותר של עידוד כהונת נשים בתפקידים בכירים בשוק העבודה, בחברות ממשלתיות ואף בחברות מסחריות ציבוריות. בהקשר זה, כנקודת פתיחה משמעותית ניתן להצביע על בג"ץ **שדולת הנשים** (המוכר גם בשם – "בג"ץ הדירקטוריונים").<sup>79</sup> בהמשך, ההכרה בחשיבות של שילוב נשים בדירקטוריונים מצאה ביטוי בהתעניינות גוברת והולכת של כנסת ישראל בנושא של ייצוג הולם של נשים בדירקטוריונים של חברות

<sup>75</sup> ראו: Elizabeth Carroll, Equilar Inc., *How Director Age Influences Corporate Performance*, HARVARD L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Jan. 4, 2018). (מפנה למחקר שבדק את ההשפעה של הגיל החצוי של הדירקטורים על התשואה למשקיעים על-פני שלוש שנים ומצא השפעה מזערית ששואפת לאפס).

<sup>76</sup> ראו: Michael L. McIntyre, Steven A. Murphy & Paul Mitchell, *The Top Team: Examining Board Composition and Firm Performance*, 7 CORPORATE GOVERNANCE: THE INTERNATIONAL JOURNAL OF EFFECTIVE BOARD PERFORMANCE 547 (2007).

בהתחשב בחסר המחקרי הקיים בהקשר של ההשפעה האפשרית של גיל הדירקטורים על ביצועי החברות שבהן הם מכהנים, מעניין להפנות למחקר בולט שהתפרסם בשנת 2016, התמקד במנכ"לים של חברות ציבוריות, ומצא כי גילאי המנכ"לים מצויים ביחס הפוך לביצועי החברות, כלומר ככל שהמנכ"לים מבוגרים יותר, כך ביצועי החברות טובים פחות. ראו: Brandon N. Cline & Adam S. Yore, *Silverback CEOs: Age, Experience, and Firm Value*, 35 J. EMPIRICAL FIN. 169 (2016).

<sup>77</sup> ראו: PwC, *The Governance Divide: Boards and Investors in a Shifting World* (2017), at 9. למען שלמות התמונה יש לציין, כי בסקר שפרסמה חברת PwC בשנת 2019, שיעור המשיבים שראו בגיוון בגילאי הדירקטורים גורם שיש בו כדי לקדם גיוון דעות, קטן משיעור של 91% בשנת 2017 לשיעור של 76% בשנת 2017. ראו: PwC, *The Collegiality Conundrum: Finding Balance in the Boardroom* (2019), at 17.

<sup>78</sup> Yaron Nili, *Beyond the Numbers: Substantive Gender Diversity in Boardrooms*, 94 INDIANA L.J. (forthcoming 2019).

<sup>79</sup> בג"ץ 453/94 **שדולת הנשים בישראל נגד ממשלת ישראל ואח'**, פ"ד מח(5) 501 (בית המשפט העליון הורה על צו מוחלט המבטל את המינויים שנעשו, והמחייב את השרים הנוגעים בדבר לפתוח מחדש את הליך המינוי של דירקטורים ברשות הנמלים והרכבות וכן בחברת בתי הזיקוק לנפט בע"מ, תוך קיום מצוות סעיף 18א(ב) לחוק החברות הממשלתיות (שקובע כי "עוד להשגת ביטוי הולם לייצוג כאמור, ימנו השרים, ככל שניתן בנסיבות הענין, דירקטורים בני המין שאינו מיוצג באופן הולם באותה עת בדירקטוריון החברה"). בתוך כך, השופט מצא (שכתב את פסק הדין שניתן בדעת רוב) קבע, כי "חוסנה המוסרי של חברה שוחרת שוויון יכול להיבחן בהיקף האמצעים והאמצעים החיוביים שכונה היא לנקוט ולהשקיע בשבירת סטאטוס-קוו וביצירת מציאות חדשה ושוויונית." שם, בעמ' 526 – 527.

ממשלתיות וציבוריות.<sup>80</sup> לבסוף, בשנים האחרונות, ישנה גם התעניינות בשילוב נשים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות, מצד רשות ניירות ערך הישראלית,<sup>81</sup> לרבות הצהרה של יו"ר רשות ניירות ערך הקודם ולפיה יש לחתור לקידום שילוב נשים בשיעור של כ- 40% בדירקטוריונים של חברות ציבוריות.<sup>82</sup> כאמור, מדובר במגמה המבטאת התעניינות רחבה בשנים האחרונות בשילוב נשים בשוק העבודה ובשירות המדינה בפרט.<sup>83</sup>

מעבר לכך, בשנים האחרונות הולכים וגוברים הקולות ולפיהם מלבד הטעמים החברתיים והמוסריים לגיוון הדירקטוריון, ישנם טעמים הקשורים בשיפור ביצועי החברה. אותם קולות נתמכים במחקרים שבוצעו לאורך השנים שסיפקו ראיות להשפעה חיובית של גיוון מגדרי על טיב הממשל התאגידי ועל ביצועי החברות המתאפיינות בגיוון מגדרי בדירקטוריון.

כך, למשל, מחקר שביצעה חברת הייעוץ למשקיעים המובילה בארה"ב, ה- Institutional Shareholder Services (ISS) והתפרסם לאחרונה הראה כי חברות עם דירקטוריונים מגוונים יותר זוכות לדירוג גבוה יותר במדד הביצועים המשלב ביצועי איכות סביבה, ממשל תאגידי ושיקולים חברתיים (Environmental, Social and Governance (ESG)).<sup>84</sup> מחקר אחר שפרסמה חברת המחקר Catalyst בשנת 2011 הראה כי חברות הכלולות ברשימת ה- Fortune 500 שבהן שיעור הנשים בדירקטוריונים הוא הגבוה ביותר (129 חברות עם שיעור כהונה ממוצע של 25%) השיגו בשנים 2004 - 2008 ביצועים פיננסיים טובים יותר מהחברות הכלולות שבהן שיעור הנשים הוא הנמוך ביותר (133 חברות עם שיעור כהונה של 4% בממוצע).<sup>85</sup> המחקר הצביע על הבדלים של 16% בתשואה למכירות (Return on Sales) ושל 26% בתשואה על ההון המושקע (Return on Invested Capital); הבדל לא משמעותי מבחינה סטטיסטית נמצא בקשר לתשואה על ההון (Return on Equity).<sup>86</sup> לממצאים אלה ראוי להתייחס לטעמי במידה של זהירות וזאת משום שההשוואה בוצעה בין קבוצות השונות זו מזו באופן קיצוני – בין קבוצת חברות ש"נהנות" משיעור כהונה ממוצע של 25% לבין קבוצת חברות ש"סובלות"

<sup>80</sup> ראו, למשל: אורלי אלמגור-לוטן, "ייצוג הולם של נשים בדירקטוריונים של חברות ממשלתיות וציבוריות", הכנסת, מרכז המחקר והמידע, 16.5.2010; הכנסת, מרכז המחקר והמידע, "נשים בישראל: סוגיות מרכזיות", מוגש לוועדה לקידום מעמד האישה ולשוויון מגדרי (31.5.2015), נגיש בקישור <https://main.knesset.gov.il/Activity/Info/MMMSummaries19/Women.pdf>.

<sup>81</sup> המחלקה הכלכלית של רשות ניירות ערך, "נשים בדירקטוריונים" (14.3.2011), [http://www.isa.gov.il/GeneralResearch/3304/Documents/IsaFile\\_5625.pdf](http://www.isa.gov.il/GeneralResearch/3304/Documents/IsaFile_5625.pdf).

<sup>82</sup> רשות ניירות ערך, מדברי יו"ר רשות ניירות ערך, פרופ' שמואל האוזר, בכנס הדירקטוריות שהתקיים היום בכנסת (23.1.2017): "יש לפעול כפי שפעלו באירופה ולאמץ את החלטת הפרלמנט האירופי גם בישראל: לקדם העלאת שיעור נשים בדירקטוריונים בחקיקה לפיה בחברות ציבוריות עם פחות מ-40% נשים בדירקטוריון (לא כולל תפקידים אקזקטיביים), החברות תידרשנה לתהליך בחירה שנותן עדיפות לנשים כאשר מצויים מספר מועמדים בעלי כישורים שווים. אני סבור כי זה פתרון מאוזן וראוי, שעשוי לקדם את המטרה הכל כך חשובה הזו בדרך מאוזנת. פיתרון נוסף אפשרי הוא לחייב את הדירקטוריון לקבוע מדיניות או יעד בנוגע לשיעור הנשים בדירקטוריון החברה. גם שר האוצר ציין בפניי שהוא רואה חשיבות לקדם את מעמדן של הנשים בחברות ציבוריות בהקדם".

<sup>83</sup> נציבות שירות המדינה, **דוח הוועדה לקידום נשים בשירות המדינה** (יוני 2014); משרד מבקר המדינה, **דוח ביקורת: ייצוג נשים בתפקידים הבכירים בשירות הציבורי** (מרץ 2014), נגיש בקישור

[https://www.mevaker.gov.il/he/Reports/Report\\_238/0c441ed0-1696-4528-9815-ab319274f8ab/nashim-new.pdf](https://www.mevaker.gov.il/he/Reports/Report_238/0c441ed0-1696-4528-9815-ab319274f8ab/nashim-new.pdf)

<sup>84</sup> ראו: Cristina Banahan & Gabriel Hasson, *ISS Corporate Solutions, Across the Board Improvements: Gender Diversity and ESG Performance*, HARVARD L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (September 6, 2018).

<sup>85</sup> ראו: Nancy M. Carter & Harvey M. Wagner, *The Bottom Line: Corporate Performance and Women's Representation on Boards (2004-2008)* (Catalyst 2011).

<sup>86</sup> שם, שם.

משיעור כהונה של 4%. מחקרים נוספים מצאו אף הם קשר מובהק בין כהונה של נשים בדירקטוריון לבין שיפור בערך החברה.<sup>87</sup>

לבסוף, מעבר לבחינת ההשפעה של כהונת נשים על ביצועי החברות, מחקרים שהתפרסמו בשנים האחרונות בחנו את ההשפעה של כהונת נשים בדירקטוריון, על החלטות מסוגים שונים המתקבלות בחברה. כך, למשל, מחקר אחד בדק ומצא שחברות עם שיעורים גבוהים יותר של נשים בדירקטוריונים, מתמקדות יותר בנושאים הקשורים לאחריות חברתית-תאגידית (corporate social responsibility).<sup>88</sup> מחקר אחר מצא שלכהונת נשים בדירקטוריון יש השפעה חיובית על העסקת נשים בתפקידים בכירים בחברה.<sup>89</sup> מחקר נוסף מצא, כי שיעורים גבוהים יותר של נשים המכהנות בדירקטוריונים של חברות, מובילים לחלוקות של דיבידנדים בשיעורים גבוהים יותר באותן חברות.<sup>90</sup>

למען שלימות התמונה, מחקרים אחרים שנעשו לאורך השנים, הצביעו על השפעה לא משמעותית (אם בכלל) של שילוב נשים בדירקטוריונים של חברות, על ביצועי אותן החברות. כך, למשל, מחקר שפורסם בשנת 2009 על-ידי Renee B. Adams ו-Daniel Ferreira (אדאמס ופריירה) וזכה לתהודה רבה מצא השפעה חיובית של כהונת נשים בדירקטוריון על איכות הממשל התאגידי של החברה.<sup>91</sup> עם זאת, אדאמס ופריירה לא מצאו קשר חיובי מובהק בין שיעור גבוה של נשים בדירקטוריון לבין שיפור בביצועים של החברה והם הצביעו על נסיבות שבהן שיעור גבוה של נשים מכהנות עלול להשיא את התשואה למניה לעומת נסיבות שבהן שיעור גבוה של נשים מכהנות עלול דווקא לפגוע בתשואה למניה.<sup>92</sup> מחקרים אחרים שבוצעו גם הם לא מצאו קשר משמעותי בין שילוב נשים לבין הביצועים הפיננסיים של החברות.<sup>93</sup>

<sup>87</sup> ראו, למשל, David A. Carter, Betty J. Simkins & W. Gary Simpson, *Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value*, 38 THE FINANCIAL REVIEW 33 (2003).

ראו גם: Lois Joy, *Advancing Women Leaders: The Connection Between Women Board Directors and Women Corporate Officers* (Catalyst, 2008). (המחקר מצא מתאם חיובי (קורלציה) בין שיעור הנשים המכהנות בדירקטוריון לבין שיעור הנשים המתמנות לתפקידים בכירים בחברה; ממצא זה עשוי להצביע על כך שנשים המכהנות בדירקטוריון צפויות לקדם מינוי של נשים לתפקידים בכירים בחברה).

<sup>88</sup> ראו: Amama Shaukat, Yan Qiu & Grzegorz Trojanowski, *Board Attributes, Corporate Social Responsibility Strategy, and Corporate Environmental and Social Performance*, 135 J. BUS. ETHICS 569 (2016).

<sup>89</sup> ראו: David A. Matsa & Amalia R. Miller, *Chipping Away at the Glass Ceiling: Gender Spillovers in Corporate Leadership*, 101 AM. ECON. REV. 635 (2011). אבל, השוו עם מאמר אחר שבדק ולא מצא השפעה כזו: Agata Maida & Andrea Weber, *Female Leadership and Gender Gap within Firms: Evidence from an Italian Board Reform*, IZA INSTITUTE OF LABOR ECONOMICS (Jan. 2019).

<sup>90</sup> ראו: Jie Chen, Woon Sau Leung, Marc Goergen, *The Impact of Board Gender Composition on Dividend Payouts*, 43 J. CORP. FIN. 86 (2017).

<sup>91</sup> ראו: Renee B. Adams & Daniel Ferreira, *Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance*, 94 J. FIN. ECON. 291 (2009). (החוקרים מצאו כי שיעור הנוכחות של נשים המכהנות בדירקטוריון גבוה משיעור הנוכחות של גברים המכהנים בדירקטוריון; שיעור גבוה יותר של נשים בדירקטוריון משפר גם את שיעור הנוכחות של גברים בשיעור הדירקטוריון; ככל ששיעור הנשים בדירקטוריון גבוה יותר כך המנהל הכללי חשוף לפיטורין בגין ביצועים לא טובים של החברה; ועוד).

<sup>92</sup> החוקרים מצאו שנשים נוטות לכהן בוועדות של הדירקטוריון בעלות אופי פיקוחי, כמו ועדת הביקורת או הוועדה לענייני ממשל תאגידי. לפי החוקרים, כאשר מדובר בחברה המבטיחה את זכויות בעלי מניות המיעוט, הרי שוועדות אלה עלולות לייצר פיקוח עודף שעלול לפגוע בתשואה למניה. מנגד, בחברה שאינה מבטיחה את זכויות בעלי מניות המיעוט, הרי שמדובר בפיקוח חיוני שעשוי להשיא את ערך המניה. שם, שם.

<sup>93</sup> ראו: David A. Carter, Frank D'Souza, Betty J. Simkins & W. Gary Simpson, *The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance*, 18 CORPORATE GOVERNANCE: AN INTERNATIONAL REVIEW 396 (2010).

בנוסף, ביום 30 בספטמבר 2018 אושרה במדינת קליפורניה הצעת חוק המחייבת שיעור מסוים של כהונת נשים בדירקטוריון של חברות שיש להן משרדי הנהלה בקליפורניה (גם אם אינן מאוגדות בקליפורניה). בהתאם להצעה שאושרה על החברות לשלב: לפחות אישה אחת בדירקטוריון עד ליום 31 בדצמבר 2019; ובהמשך, עד ליום 31 בדצמבר 2021, לשלב לפחות שתי נשים בדירקטוריון המורכב מחמישה חברים ולשלב לפחות שלוש נשים בדירקטוריון המורכב משישה חברים ומעלה.<sup>100</sup> אי עמידה ברף שנקבע צפויה לגרור קנסות של מאות אלפי

André Chanavat & Katharine Ramsden, Mining the metrics of board diversity (Thomson Reuters, 2013). ראו גם (המחקר מלמד כי רק בחלק מהשנים שנבחנו חברות עם דירקטוריונים שהתאפיינו בגיוון מגדרי הציגו תשואות עדיפות מחברות שבדירקטוריונים שלהן חסר גיוון, בעוד בחלק אחר מהזמן אותן חברות הציגו תשואות נחותות יחסית).

Giulia Ferrari, Valeria Ferraro, Paola Profeta & Chiara Pronzato, *Gender Quotas: Challenging the Boards, בנוסף, ראו:* *Performance and the Stock Market*, IZA DP No. 10239 (September 2016), at 26.

Larelle Chapple & Jacquelyn E. Humphrey, *Does Board Gender Diversity Have a Financial Impact?* לבסוף, ראו: *Evidence Using Stock Portfolio Performance*, 122 J. BUS. ETHICS 709 (2014). (לא מצאו ראיות לקשר בין גיוון מגדרי לבין ביצועי החברות).

94 ראו: Giovanni SF Bruno, Angella Ciavarella & Nadia Linciano, *Boardroom Gender Diversity and Performance of Listed Companies in Italy* (September 2018), <http://www.consob.it/documents/46180/46181/qdf87.pdf/8954940f-bc8c9b6b806a.223c-422f-b0fc>. ששוק ההון האיטלקי מתאפיין ברוב של חברות עם בעלות ריכוזית, זאת בדומה לשוק הישראלי. שם, בעמ' 16 (מציינים שנכון לשלהי שנת 2016, כמעט 9 מתוך 10 חברות הן חברות עם בעל שליטה או קבוצת שליטה שמחזיקה בממוצע בכ- 47%).

Equilar, *Equilar Gender Diversity Index: Q1 2018* (May 9, 2018), ראו: <sup>96</sup>  
BlackRock, Proxy Voting Guidelines for U.S. Securities (Feb. 2018), ראו: <sup>97</sup>  
State Street ;<https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-us.pdf>  
Global Advisors' Guidance on Enhancing Diversity on Boards (2018), <https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2017/guidance-on-enhancing-gender-diversity-on-boards.pdf>

STATE OF CALIFORNIA, SENATE BILL 826 (September 30, 2018), <sup>100</sup> [https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billTextClient.xhtml?bill\\_id=201720180SB826](https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billTextClient.xhtml?bill_id=201720180SB826) (last visited November 4, 2018).

דולרים על החברות שלא עמדו ברף כאמור.<sup>101</sup> בכך הפכה קליפורניה למדינה הראשונה בארצות הברית שמחייבת רף מסוים של שיעור כהונה של נשים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות.<sup>102</sup> מחוץ לארצות הברית, מספר מדינות באירופה אימצו שיעורי חובה לכהונה של נשים בדירקטוריונים.<sup>103</sup>

בישראל, בחודש מרץ 2011 נכנס לתוקף תיקון 16 לחוק החברות שכלל מספר שינויים משמעותיים בחוק החברות. אחד השינויים מצא ביטוי בהוראה שנוספה לחוק ולפיה "בחברה שבמועד מינוי דירקטור חיצוני כל חברי הדירקטוריון שלה שאינם בעלי השליטה בחברה או קרוביהם הם בני מין אחד, יהיה הדירקטור החיצוני הממונה בן המין השני".<sup>104</sup> בנוסף, במסגרת התיקון נוספו לחוק הוראות ממשל תאגידי מומלצות.<sup>105</sup> בין ההוראות נוספה הוראה המורה על גיוון הרכב הדירקטוריון "בהתחשב במין של המועמד" לכהונה בדירקטוריון.<sup>106</sup> כלומר, חברות ציבוריות אינן כפופות לחובה של גיוון מגדרי בשיעור מסוים. עם זאת, במסגרת הדו"חות השנתיים מקפידות החברות לגלות את מספר הדירקטורים מכל מין המכהנים בדירקטוריון בפורמט של "שאלון ממשל תאגידי".<sup>107</sup> בנוסף, ממש לאחרונה, בחודש מרץ 2018 פרסמה הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, טיוטת חוזר בנושא "דירקטוריון גוף מוסדי". אחת ההוראות בטיטה מתייחסת ל"ייצוג מגדרי הולם" וקובעת ש"בדירקטוריון גוף מוסדי יינתן ייצוג הולם לשני המינים".<sup>108</sup>

ומה באשר למעורבותם של משקיעים מוסדיים בישראל בקידום של גיוון מגדרי בדירקטוריונים של חברות שבהן הם משקיעים? ובכן, במחקר אחר שביצעת, שניתח את מדיניות ההצבעה של המשקיעים המוסדיים הגדולים בישראל, מצאתי שאין אזכור לנושא של הגיוון המגדרי במדיניות ההצבעה, ושרבים מהמוסדיים מפנים למדיניות ההצבעה של חברת הייעוץ למוסדיים – חברת אנטרופי.<sup>109</sup> אנטרופי, מצידה, לא כוללת במדיניות ההצבעה שלה התייחסות לנושא הגיוון המגדרי.<sup>110</sup> יחד עם זאת, אנטרופי מתייחסת לנושא של גיוון מגדרי במסגרת סקרי ממשל תאגידי שאותם היא מבצעת בחברות ציבוריות.<sup>111</sup> בנוסף, נראה שבמסגרת המלצותיה בפועל, אנטרופי נותנת משקל לנושא של הגיוון המגדרי.<sup>112</sup>

<sup>101</sup> שם, שם.

<sup>102</sup> ראו: Vanessa Fuhrmans, *California Becomes First State to Mandate Female Board Directors*, THE WALL STREET JOURNAL (Sep. 30, 2018).

<sup>103</sup> ראו, למשל, Claire Zillman, *The EU Is Taking a Drastic Step to Put More Women on Corporate Boards*, FORTUNE (November 20, 2017). ארחיב על כך בפרק ד.2. למאמר.

<sup>104</sup> סעיף 239(ד) לחוק החברות.

<sup>105</sup> ראה לעיל ה"ש 41.

<sup>106</sup> סעיף 2 לתוספת הראשונה לחוק.

<sup>107</sup> ביום 12.9.2012 פרסמה רשות ניירות ערך נוסח מחייב של הנחיית גילוי מכוח סעיף 36א(ב) לחוק ניירות ערך, בדבר יישום שאלון ממשל תאגידי הכולל גילוי של נתונים רבים המתייחסים לעצמאות וכשירותו של הדירקטוריון. יישומה של ההנחיה היה לראשונה דו"חות התקופתיים לשנת 2012. תוקפה המחייב של ההנחיה פג וכיום פועלת הרשות לעיגונה של ההנחיה בתקנות. ראו: רשות ניירות ערך, "יישום שאלון ממשל תאגידי במסגרת הדוחות התקופתיים לשנת 2015" (14.1.2016). בפועל, ניתוח הדו"חות התקופתיים של החברות במסגרת המאמר, מלמד כי החברות ממשיכות לפעול על-פי ההנחיה.

<sup>108</sup> רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, טיוטת חוזר גופים מוסדיים 2017-540 בנושא "דירקטוריון גוף מוסדי" (4.3.2018) (להלן: "חוזר גופים מוסדיים").

<sup>109</sup> אקשטיין, נייר עבודה.

<sup>110</sup> אנטרופי, "מדיניות הצבעה בעת הפעלת proxy אספות כלליות לשנת 2019 – 2020" (מרץ 2019).

<sup>111</sup> ראו, למשל: אנטרופי, "הערכת הרכב תמהיל דירקטוריון – בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ" (פברואר 2018), <https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1157001-1158000/P1157557-00.pdf>, בעמ' 6 ("בהיבט של מגדר, הרי שאחוז הנשים בדירקטורים [כך במקור] בחברה כיום הינו נמוך, הוא כולל שתי דירקטוריות . . . המלצתנו בטווח הקצר היא להעלות את שיעור הנשים ולשאוף בטווח הבינוני להגעה לאיזון מגדרי בדירקטוריון").

<sup>112</sup> ראו, למשל: רחלי בינדמן, "שליש מדירקטוריון בנק הפועלים ישתנה בשבוע הבא", כלכליסט (8.7.2019) ("בהנחה שבקטגוריה זו ערך ייבחר שוב, באנטרופי מתקשים לבחור בין צביליחובסקי ובר נוי גוטלין למרות שהם מציינים במפורש כי הם מעודדים גיוון מגדרי בדירקטוריון ולכן ממליצים על שניהם."). ראו גם: אורן פרוינד, "שיכון ובינוי משיבה אש ללוקסי: 'המועמדות שלנו לדירקטוריון

לבסוף, גיוון מגדרי ראוי לו להתקיים לא רק "על הנייר", אלא גם בפועל. כלומר, המטרות העומדות מאחורי הרצון לעודד שילוב של נשים בדירקטוריונים אינן מתמצות בכהונה של נשים בשיעורים גבוהים ותו לא. המטרות הן לקדם את ההשפעה של נשים על הלך המחשבה בדירקטוריון, על הדינאמיקה בתוך הדירקטוריון ובין הדירקטוריון לבין ההנהלה הביצועית הכפופה לפיקוח שלו, וכן להשפיע על הליכי קבלת ההחלטות בדירקטוריון. מטרות אלה יכולות להיות מושגות באמצעות מינוי של נשים לתפקידי מפתח בדירקטוריון כגון מינוי לוועדת הביקורת הנחשבת ועדה הממלאת תפקיד מרכזי בפיקוח על הדירקטוריון ועל החברה בכלל.<sup>113</sup>

### 3. גודל הדירקטוריון

היבט חשוב נוסף בהקשר של תמהיל הדירקטוריון הוא גודל הדירקטוריון. מספר החברים המכהנים בדירקטוריון זוהה כגורם חשוב בעל השפעה פוטנציאלית על מערכת היחסים בין החברים, יחסי הגומלין (האינטראקציה) ביניהם והיכולת שלהם לפעול כאורגן אחד.

טענה שעולה באופן עקבי בהקשר זה היא שדירקטוריונים גדולים עלולים להיות פחות יעילים בשל קושי בהרמוניה, בתקשורת ובתיאום בין חברי הדירקטוריון.<sup>114</sup> בראשית שנות ה-90 של המאה הקודמת, ניסו מספר חוקרים בולטים בתחום דיני החברות להצביע על הגודל הרצוי של הדירקטוריון, שיתאים לתפקוד יעיל של הדירקטוריון. חלקם הצביעו על מספר שנע בטווח שבין 7 ל-9 מושבים.<sup>115</sup> אחרים הצביעו על כך שבדירקטוריון שמורכב מיותר מ-10 חברים יתקשו החברים, בזמן המוגבל יחסית העומד לרשות הדירקטוריון, להשמיע את דעתם.<sup>116</sup> באותה נקודת זמן, הטווחים הנזכרים צוינו באופן שרירותי. עם זאת, מחקרים שהתפרסמו בהמשך, מצאו ראיות שמאששות את ההשערה לפיה גודל הדירקטוריון מצוי ביחס הפוך לביצועי החברה, ואף תומכות בטווחים הנזכרים שהוצעו.

כך, למשל, מחקר שהתפרסם בשנת 2010, בדק 106 חברות שרשומות למסחר בספרד, ומצא כי הגודל האופטימאלי של הדירקטוריון הוא 7 מושבים, כאשר למעלה מכך, הולך וקטן הטובין Q של החברות (שמבטא, כזכור, את היחס בין שווי הנכסים של החברה לבין העלות הכרוכה בהחלפתם של הנכסים, ומהווה אמת מידה

נבחרו משיקולי גיוון מגדרי", **כלכליסט** (24.4.2018) (מתאר כיצד אנטרופי המליצה על מועמדות לדירקטוריון על בסיס שיקולים מגדריים ובהתאם לצורך בגיוון מגדרי בדירקטוריון).

<sup>113</sup> ראו: Nili, Beyond the Numbers, לעיל ה"ש 78.

<sup>114</sup> ראו, למשל: Donald C. Langevoort, *The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and Unintended Consequences of Independence and Accountability*, 89 GEO. L.J. 797, 800 (2001) ("too much true independence in the boardroom ... [can] reduc[e] the level of trust that comes from closer or less adversarial relationships, [] chill [] communication ... and interfere[] with the board as a productive team in all its capacities, including monitoring").

<sup>115</sup> ראו, למשל, Michael C. Jensen, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems* (1993) ("Keeping boards small can help improve their performance. When boards get beyond **seven or eight** people they are less likely to function effectively..."); Paul B. Firstenberg & Burton G. Malkiel, *The Twenty-First Century Boardroom: Who Will Be in Charge?* 36 SLOAN MANAGEMENT REVIEW 27 (1994) ("Many observers have suggested that the size of a board be strictly limited to **no more than eight** directors, because a small board engenders greater focus, participation, and genuine interaction and debate."); Elmer W. Johnson, *An Insider's Call for Outside Direction*, HARVARD BUSINESS REVIEW 46 (1990) ("Wonderful things might happen to the group dynamic if boards were limited to **seven members – nine at the most** ... An issue-oriented agenda and true deliberation might be hard to avoid.") (הדגשות הוספו)

<sup>116</sup> ראו: Martin Lipton & Jay W. Lorsch, *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, 48 BUS. LAW. 59, 65 (1992) ("When a board has more than ten members, it becomes more difficult for them all to express their ideas and opinions in the limited time available.")

לביצועי החברה).<sup>117</sup> כפי שמציין המחקר, השוק הספרדי מתאפיין בחברות עם בעלות ריכוזיות.<sup>118</sup> מחקר אחר של Paul Guest שהתפרסם בשנת 2009 ובדק 2,746 חברות שהיו רשומות למסחר באנגליה בשנים 1981 – 2002, מצא גם הוא יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין הטובין Q של החברות, הרווחיות שלהן והתשואה למניה שהן הציגו בשנים הנזכרות.<sup>119</sup> המחקר של Guest מציין שהגודל האופטימאלי של הדירקטוריון תלוי במדד הביצועים (performance measure) שנבדק על ידו. כאשר נבדקה ההשפעה של גודל הדירקטוריון על הרווחיות, המחקר מצא כי הגודל האופטימאלי מצוי בטווח שבין 4 ל- 6 מושבים; כאשר נבדקה ההשפעה של גודל הדירקטוריון על הטובין Q של החברות, והתשואה למניה, המחקר מצא כי הגודל האופטימאלי הוא 3 מושבים. המחקר מכיר בכך שהתמונה הכללית המצטיירת מתקשה להצביע על גודל אופטימאלי מדויק, אבל קובע באופן נחרץ שהדירקטוריון צריך להיות קטן מ- 9 מושבים, לפי כל מדד שנבדק במסגרת המחקר.<sup>120</sup>

בנוסף, מחקר של Mak ו- Kusnadi שהתפרסם בשנת 2005, ובדק חברות הרשומות למסחר בסינגפור ובמלזיה, עם דירקטוריונים בגודל חציוני וממוצע של כ- 7 מושבים, מצא יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין הטובין Q של החברות.<sup>121</sup> בהתאם לאותו מחקר, הטובין Q מגיע לשיא כאשר מספר המושבים בדירקטוריון הוא 5 מושבים, ויורד ככל שמספר המושבים גדל.<sup>122</sup>

מחקר נוסף שבוצע על ידי Eisenberg ואחרים, והתפרסם בשנת 1998, בדק חברות קטנות הרשומות למסחר בפינלנד, ומצא יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין הרווחיות של החברות.<sup>123</sup> מדובר בחברות עם דירקטוריונים בגודל חציוני וממוצע של כ- 3 חברים.<sup>124</sup> אותו מחקר מצביע על ירידה ברווחיות בחברות עם דירקטוריונים שמורכבים מיותר מ- 3 חברי דירקטוריון.<sup>125</sup> אמנם, היכולת ללמוד מממצא זה לענייננו מוגבלת, בהתחשב בכך שמדובר בחברות עם דירקטוריונים קטנים בהרבה מאלה המאפיינים את החברות הישראליות. ועדיין, כמוסבר, גם מחקר זה מלמד על קיומו של יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין רווחיות החברה.

מחקר אחר שבוצע על ידי Yermack וראה אור בשנת 1996, התמקד בחברות עם דירקטוריונים בגודל חציוני וממוצע של כ- 12 מושבים,<sup>126</sup> והראה שהטובין Q של החברות מגיע לשיא כאשר מספר המושבים בדירקטוריון

<sup>117</sup> ראו: Eloisa Perez de Toledo, *The Relationship Between Corporate Governance and Firm Value: A Simulations Equations Approach for Analyzing the Case of Spain* (CAAA Annual Conference, 2010), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1535073](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1535073).

<sup>118</sup> שם, שם.

<sup>119</sup> ראו: Paul Guest, *The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from The UK*, 15(4) THE EUROPEAN J. FIN. 385 (2009).

<sup>120</sup> ראו: שם, שם.

<sup>121</sup> ראו: Y.T. Mak & Yuanto Kusnadi, *Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship Between Board Size and Firm Value*, 13(3) PACIFIC-BASIN FIN. J. 301 (2005).

<sup>122</sup> שם, שם.

<sup>123</sup> ראו: Theodore Eisenberg, Stefan Sundgren & Martin T. Wells, *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*, 48 J. FIN. ECON. 35 (1998).

<sup>124</sup> שם, בעמוד 45.

<sup>125</sup> שם, שם.

<sup>126</sup> ראו: David Yermack, *Higher Market Valuation of Companies with Small Board of Directors*, 40 J. FIN. ECON. 185 (1996).

הוא 5 מושבים, והוא יורד באופן מונוטוני ככל שמספר המושבים גדל, כאשר ירידה משמעותית בטובין Q ניכרת בחברות שמספר המושבים בדירקטוריון שלהן גדול מ- 8 מושבים.<sup>127</sup> המחקרים הנזכרים מעניינים במיוחד, משום שהם מעניקים כיסוי רחב למדינות שונות עם מאפיינים שונים של חברות ודיני חברות.<sup>128</sup>

למען שלמות התמונה, מחקר של Dahya ואחרים, שהתפרסם בשנת 2008, בדק 782 חברות עם בעל מניות דומיננטי, הרשומות למסחר ב-22 מדינות. המחקר מצא אמנם ראיה ליחס הפוך בין הטובין Q של החברות לבין גודל הדירקטוריונים שלהן, אולם כפי שמסבירים החוקרים, ממצא זה איננו ממצא עקבי.<sup>129</sup>

לבסוף, מחקר מצוטט מאוד של Coles ואחרים, שהתפרסם בשנת 2008, מראה כי היחס בין גודל הדירקטוריון לבין ביצועי החברה אינו מונוטוני. המחקר מבצע אבחנה בין שני סוגים עיקריים של חברות: חברות עם דירקטוריונים שהתפקיד המרכזי שהם ממלאים הוא פיקוח על ההנהלה הביצועית, וחברות עם דירקטוריונים שהתפקיד המרכזי שהם ממלאים הוא יעוץ להנהלה הביצועית.<sup>130</sup> מחקר זה מסביר כי דירקטוריונים נדרשים ליעץ בעיקר בחברות שמתאפיינות בפעילות עסקית מגוונת שחולשת על מגוון מקטעים (multiple segments). בחברות אלה, כך לפי המחקר, מספר גדול של מושבים בדירקטוריון עשוי לתרום דווקא לביצועי החברה, בניגוד לדעה שהתגבשה לפיה קיים בהכרח יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין ביצועי החברה. אותו מחקר של Coles ואחרים מצביע על כך שבחברות שפועלות ביותר מ-2.52 מגזרים עסקיים, קיים יחס ישר בין גודל הדירקטוריון לבין ביצועי החברה, ואילו בחברות שפועלות בפחות מ-2.52 מקטעים, קיים יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין ביצועי החברה.<sup>131</sup>

## ג. ראיות אמפיריות

### 1. מתודולוגיה

פרק זה של המאמר מציע סקירה של נתונים אמפיריים ביחס למאפיינים שנדונו בפרק הקודם, הן ביחס לעצמאות הדירקטוריון (סיווג ומשך כהונה) והן ביחס לגיוון הרכב הדירקטוריון (גיל, מגדר וגודל הדירקטוריון).

<sup>127</sup> שם, בעמ' 193.

<sup>128</sup> Mak & Kusandi, לעיל ה"ש 121 (The corporate governance environment in East Asian countries such as Singapore and Malaysia is much different from that in the U.S., which has a much more developed shareholdercentered corporate governance system, and the Scandinavian countries such as Finland that has a much more stakeholder-oriented corporate governance system. Our study provides evidence that the negative relationship between board size and firm value appears to be generalisable to environments with widely different corporate governance systems).

<sup>129</sup> ראו: Jay Dahya, Orlin Dimitrov & John J. McConnell, *Dominant Shareholders, Corporate Boards, and Corporate Value: A Cross-Country Analysis*, 87 J. FIN. ECON. 73 (2008). (כפי שמראה המחקר, בחברות שבהן מספר המושבים בדירקטוריון קטן או שווה ל-7 (227 חברות במדגם), גדול ל-7 וקטן מ-12 (322 חברות במדגם), או גדול או שווה ל-12 (233 חברות במדגם), הטובין Q הממוצע הוא 1.56, 1.55 ו-1.30 בהתאמה. עד כאן הנתונים מראים, כי באופן עקבי הטובין Q הממוצע קטן ככל שמספר המושבים בדירקטוריון גדל. אבל, כפי שמראה המחקר, הטובין Q החציוני בשלושת הקבוצות הנזכרות הוא 1.17, 1.20 ו-1.10 בהתאמה. כלומר, ממצא זה לא מלמד באופן עקבי על יחס הפוך בין טובין Q חציוני לבין גודל הדירקטוריון.

<sup>130</sup> ראו: Jeffrey L. Coles, Naveen D. Daniel & Lalitha Naveen, *Boards: Does One Size Fit All?*, 87 J. FIN. ECON. 329 (2008). (להבחנה בין שתי הפונקציות הנזכרות שממלא הדירקטוריון (פיקוח ויעוץ) והמתח האפשרי ביניהן, ראו: Amir N. Licht, *State Intervention in Corporate Governance: National Interest and Board Composition*, 13 THEORETICAL INQ. L. 597, 605-607 (2012).

<sup>131</sup> שם, שם.



הנתונים מתייחסים למכלול הדירקטורים – 928 דירקטורים – המכונים ב- 125 החברות המרכיבות את מדד ת"א 125 נכון ליום 31 בדצמבר 2017.<sup>132</sup>

הנתונים ביחס לדירקטורים נאספו באופן ידני, כלומר באמצעות עיון בדו"חות של החברות שהתפרסמו במערכת אינטרנט להודעות ("מאיה") של הבורסה לניירות ערך ובמערכת ה- Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval ("EDGAR") של רשות ניירות ערך האמריקאית, שבה נעזרתי לשם איתור נתונים המתייחסים לחברות דואליות הנסחרות בנוסף לבורסה לניירות ערך בתל-אביב, גם בבורסה של ניו-יורק או בנאסד"ק.

ארבע הערות עיקריות חשובות להבנת המתודולוגיה ששימשה לניתוח המאפיינים השונים ולהבנת הממצאים שיוצגו ביחס אליהם. ראשית, הדירקטורים שנתונים נאספו ונותחו הם הדירקטורים שביניהם נכון לסוף שנת 2017, קרי ביום 31 בדצמבר 2017. דירקטורים שכהונתם הסתיימה במהלך שנת 2017 או מונו במהלך שנת 2018, לא נכללו במסגרת הניתוח שבוצע.

שנית, משך הכהונה של הדירקטורים חושב בדרך של חישוב הפער בין היום האחרון של שנת 2017 (31 בדצמבר 2017) לבין מועד תחילת הכהונה של הדירקטורים כפי שצוין בדו"חות שהתפרסמו.<sup>133</sup> במסגרת זו חושב מספר חודשי הכהונה ולא מספר ימי הכהונה. ביחס ל-33 דירקטורים (מתוך 928 כזכור, כלומר 3.5% מהמדגם) לא ניתן היה להתחקות אחר החודש המדויק של תחילת הכהונה ולכן הנחתי כי הכהונה החלה באמצע השנה, כלומר בחודש יוני של אותה השנה.

שלישית, הסיווג של כל אחד מהדירקטורים כדירקטור רגיל, דירקטור בלתי תלוי או דירקטור חיצוני נעשה בהתאם לסיווג שהופיע בדיווחים של החברות. בהקשר זה יש לציין, כי כפי שהראיתי בפרק א.1 למאמר, קיים שוני בין סיווגם של דירקטורים בחברות דואליות לבין סיווגם של דירקטורים בחברות שאינן דואליות. הסיווג בחברות הדואליות מתבסס על כללי רשות ניירות ערך האמריקאית או על כללי הבורסות הגדולות בארצות הברית: בורסת ניו-יורק והנאסד"ק. על-כן, הניתוח הסטטיסטי שיוצא בהמשך המאמר בפרק ג.2 ביחס לסיווגם של הדירקטורים יבצע הבחנה בין החברות הדואליות לבין החברות שאינן דואליות.

רביעית, הגילאים של הדירקטורים שנותחו במסגרת המחקר חושבו כהפרש בין שנת 2018 לבין שנת הלידה המופיעה בדיווחים של החברות שנותחו. בדיווחים של החברות הדואליות הגילאים הופיעו בדרך-כלל באופן מפורש, כלומר ציון הגיל ללא ציון תאריך הלידה.

במטרה לספק אמת מידה לנתונים הישראליים, יוצגו תחילה נתונים המתייחסים לשוק האמריקאי בקשר למאפיינים של סיווג הדירקטורים, משך הכהונה, גיל הדירקטורים, הגיוון המגדרי וגודל הדירקטוריון. נתונים

<sup>132</sup> הרכב החברות במדד ת"א 125 עשוי להשתנות מעת לעת. הרכב החברות ששימש כבסיס למחקר שממצאיו מוצגים במאמר זה, תועד ביום 12 בספטמבר 2018.

<sup>133</sup> לרוב, נאספו הנתונים בדרך של עיון בדו"ח השנתי שפרסמה החברה, בדרך-כלל בחודש מרץ 2018. במקרים שבהם לא נמצאו הנתונים בדו"ח השנתי, נאספו הנתונים באמצעות עיון בדיווח על כינוס אסיפה כללית או בדיווח המידי הרלוונטי של החברה.

אלה נאספו ממחקרים עדכניים שהתפרסמו בארצות הברית במהלך החודשים האחרונים. בהמשך יוצגו הנתונים הישראליים שנאספו ונותחו בהתאם למתודולוגיה שתוארה לעיל.

## 2. סיווג הדירקטורים

### (א) ארצות הברית

במהלך עשרות השנים האחרונות חלה עלייה דרמטית בשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים המכהנים בחברות ציבוריות בארצות הברית. מאמר שפרסם המלומד ג'פרי גורדון מראה כיצד בעוד שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים עמד בשנות ה-50 של המאה הקודמת על 20%, בשנת 2005 עמד שיעור הבלתי תלויים על 75.134%. מחקרים עדכניים יותר מלמדים על המשך הגידול בשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בארצות הברית בשנים האחרונות.<sup>135</sup>

כך, מחקר של חברת המחקר והייעוץ Spencer Stuart מראה שנכון לשנת 2017 שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בדירקטוריונים של החברות הכלולות ב-S&P 500 עמד על 85.136%. שיעור זהה של דירקטורים בלתי תלויים היה קיים גם בשנת 2016;<sup>137</sup> שיעור זה מהווה עלייה קלה ביחס לשנים עברו כשבשנת 2012 עמד שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים על 84.138% ואילו בשנת 2007 עמד שיעור הבלתי תלויים על 80.139%.

### (ב) ישראל

מדד ת"א 125 הוא מדד משוקלל של 125 החברות בעלות שווי השוק הגדול ביותר הנסחרות בבורסה – ביניהן חברות דואליות, שנסחרות הן בבורסה לניירות ערך בתל-אביב והן בבורסות בארצות הברית. כמוסבר בפרק א.1 למאמר, סיווג הדירקטורים בבורסות השונות איננו אחיד וקיים שוני בין ההגדרות המשמשות לסיווג בישראל לבין ההגדרות המשמשות בארצות הברית. כמו-כן, בעוד בארצות הברית ישנן דרישות של החוק ושל כללי הבורסות המחייבות עמידה ברף מינימאלי של כהונת דירקטורים בלתי תלויים, בישראל לא קיימת דרישה לרף מינימלי והרף שנקבע בחוק החברות הוא כזכור רף מומלץ (לפחות מחצית בחברה ללא דבוקת שליטה ולפחות שליש בחברה עם דבוקת שליטה). לאור ההבדלים, להלן יוצגו בנפרד, נתונים וגרפים המתארים פילוח של שיעור הדירקטורים לפי סיווג, בחברות הלא דואליות ובחברות הדואליות.

פילוח של סיווג הדירקטורים בחברות שאינן דואליות (743 דירקטורים) מופיע בגרף מס' 1.א להלן ופילוח של סיווג הדירקטורים בחברות הדואליות (185 דירקטורים) מופיע בגרף מס' 1.ב. כזכור, שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בארצות הברית עומד נכון לשנת 2017 על 85%. בישראל, אם נחבר את שיעור הבלתי תלויים יחד

<sup>134</sup> ראו גם: Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 STAN. L. REV. 1465, 1474 (2007).

<sup>135</sup> ראו, למשל: Nicole Faith Sharpe, *The Cosmetic Independence of Corporate Boards*, 34 S SEATTLE U. L. REV. 1435, 1447 (2011).

<sup>136</sup> SpencerStuart, לעיל ה"ש 56, בעמ' 8. הנתונים שמציע הדו"ח מתייחסים לתקופה שבין 16 במאי 2016 לבין 19 למאי 2017.

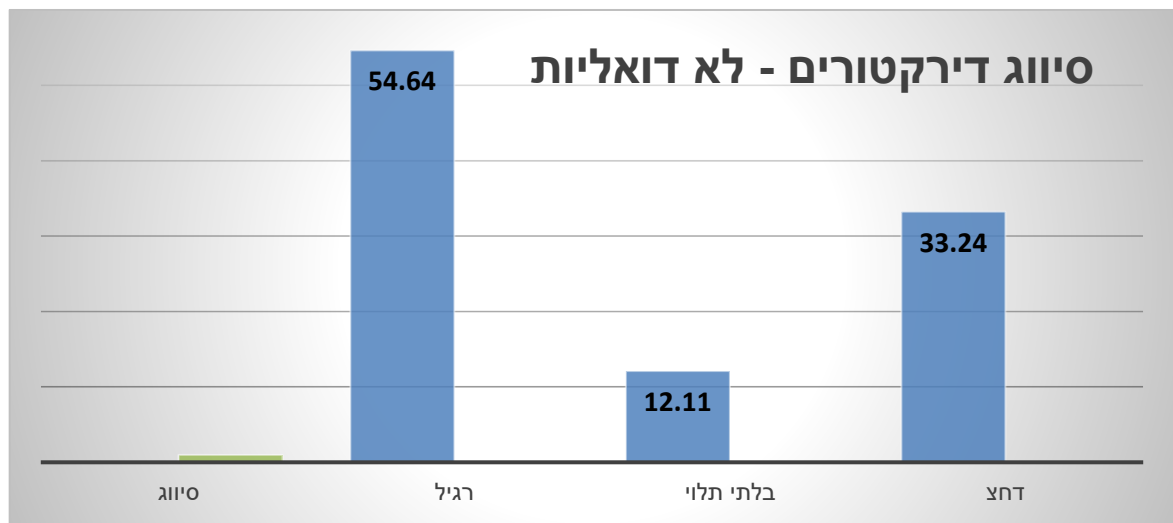
<sup>137</sup> שם, שם. הנתון מתייחס לתקופה שבין 15 במאי 2015 לבין 15 במאי 2016.

<sup>138</sup> שם, שם. הנתון מתייחס לתקופה שבין 15 במאי 2011 לבין 15 במאי 2012.

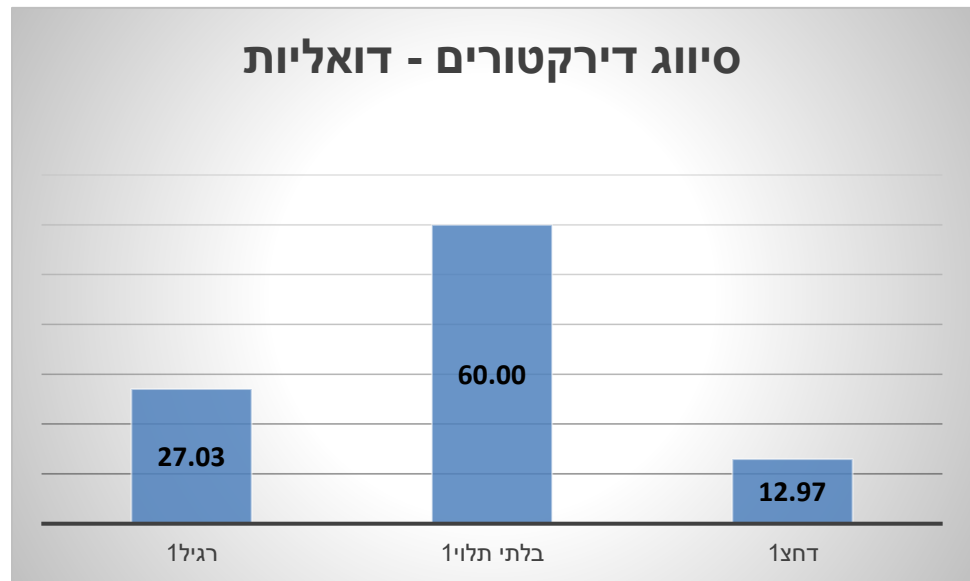
<sup>139</sup> שם, שם. הנתון מתייחס לתקופה שבין 1 ביוני 2006 לבין 31 במאי 2007.

עם שיעור הדירקטורים החיצוניים, נראה ששיעור הבלתי תלויים בחברות הלא דואליות עומד על 45% (337 מתוך 743 דירקטורים) ואילו שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים (בלתי תלויים וחיצוניים) במכלול החברות הכלולות במדד ת"א 125 (דואליות ולא דואליות) עומד על 50.86% (472 מתוך 928 דירקטורים).

גרף מס' 1.א :



פילוח של סיווג הדירקטורים בחברות הדואליות מופיע בגרף מס' 1.ב להלן :



### 3. משך כהונה

(א) ארצות הברית

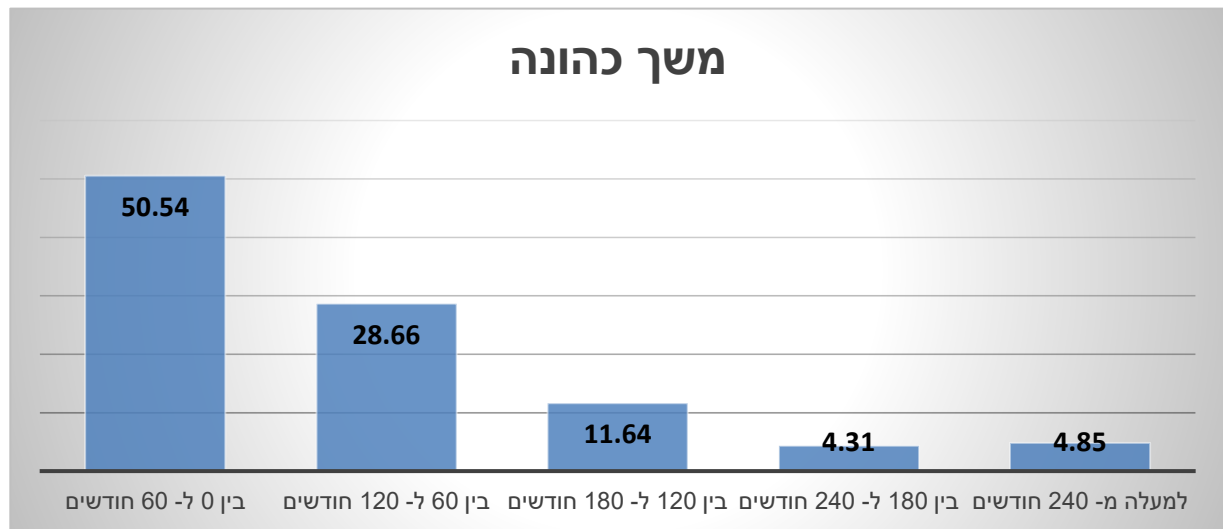
משך הכהונה של דירקטורים בארצות הברית מתקצר לאורך השנים. עם זאת מדובר בשינוי לא משמעותי. כפי שמפרט הדו"ח של Spencer Stuart המתייחס לשנת 2017, משך הכהונה של דירקטורים בלתי תלויים עמד בשנת 2017 על **ממוצע של 8.2 שנים**, בהשוואה לממוצע של 8.3 שנים בשנת 2016 ולממוצע של 8.6 שנים בחמש השנים שקדמו לשנת 2017.<sup>140</sup> עוד מראה הדו"ח, כי שיעור החברות שבהן מכהנים דירקטורים לפרק זמן של למעלה מ-10 שנים קטן אף הוא: 16% מהחברות בשנת 2017 לעומת 22% מהחברות בחמש השנים שעברו.<sup>141</sup>

(ב) ישראל

משך הכהונה הממוצע של דירקטור בחברות הכלולות במדד ת"א 125 עומד על **80.43 חודשים**, כלומר **ממוצע של 6.7 שנים**. גרף מס' 2.א להלן משקף את פילוח שיעור הדירקטורים לפי תקופות כהונה.

<sup>140</sup> SpencerStuart, לעיל ה"ש 56, בעמ' 6.

<sup>141</sup> שם, שם.



#### 4. גיל

(א) ארצות הברית

בהתאם לדו"ח של Spencer Stuart הגיל הממוצע של הדירקטורים הבלתי תלויים ב-S&P 500 הוא **63.1 שנים**, כשנתיים יותר מהממוצע שנמדד ביחס לשנת 2007 שעמד על 61.0<sup>142</sup>. ממצא דומה הוצג גם בדו"ח של חברת Equilar המציעה שירותי מחקר, שמראה כי הגיל החציוני (median age) של דירקטורים במדד Equilar 500 (מורכב מ-500 החברות בעלות ההכנסה הגבוהה ביותר הנסחרות באחת מהבורסות המובילות בארצות הברית) עמד נכון לשנת 2017 על **62.7 שנים**<sup>143</sup>. דו"ח של חברת Investor Responsibility Research Center (IRRC) בדק ומצא שהגיל הטיפוסי של דירקטור המכהן באחת החברות ב-S&P 1500 הוא **62.5 שנים** והגיל החציוני של דירקטורים בחברות ה-S&P 1500 עומד על **63 שנים**<sup>144</sup>.

<sup>142</sup> SpencerStuart, לעיל ה"ש 56, בעמ' 20.

<sup>143</sup> ראו: Tomas Pereira, Equilar Inc., *How Board Skills Vary by Director Age Groups*, HARVARD L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (April 4, 2018).

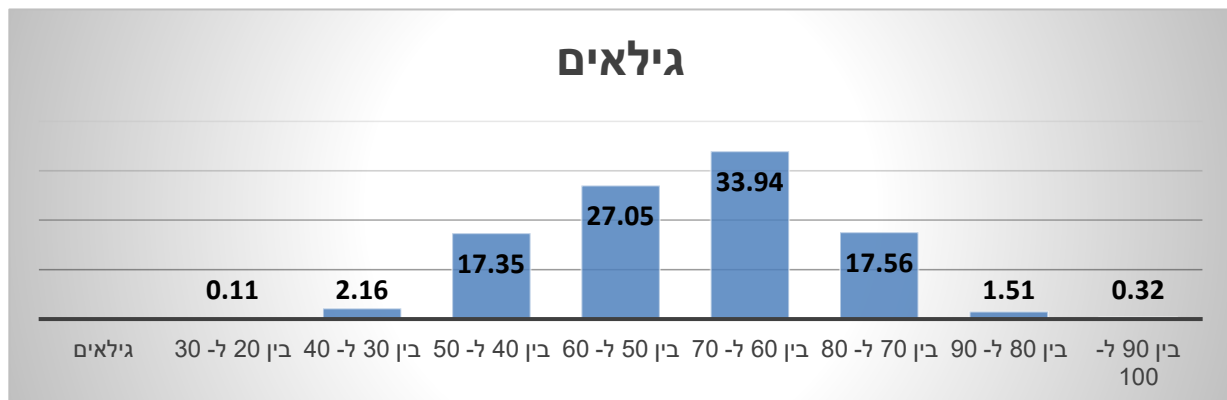
<sup>144</sup> ראו: Jon Lukomnik, *Board Refreshment Trends at S&P 1500 Firms*, HARVARD L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (April 4, 2018).

לבסוף, מעבר לממוצע הגילאים מעניין לעמוד על גיוון הגילאים בדירקטוריון. דו"ח של חברת IRRC שהתפרסם בשנת 2017 מראה שבכ-55% מהחברות הכלולות ב-S&P 500 מכהנים דירקטורים בגילאים המשתייכים לשלושה עשורים; בדרך כלל מדובר בדירקטורים בגילאי החמישים, שישים ושבעים.<sup>145</sup> החציון של סטיית התקן (median standard deviation) בחברות ה-S&P 500 עומד על 6.9 שנים, כאשר סטיית התקן ב-50% מהחברות נעה בין 5.7 ל-8.2 שנים.<sup>146</sup>

(ב) ישראל

ממוצע הגילאים של הדירקטורים המכהנים בחברות הכלולות במדד ת"א 125 עומד על **60.6 שנים**. פילוח הגילאים לפי עשורים מופיע בגרף מס' 3.א.

גרף מס' 3.א :

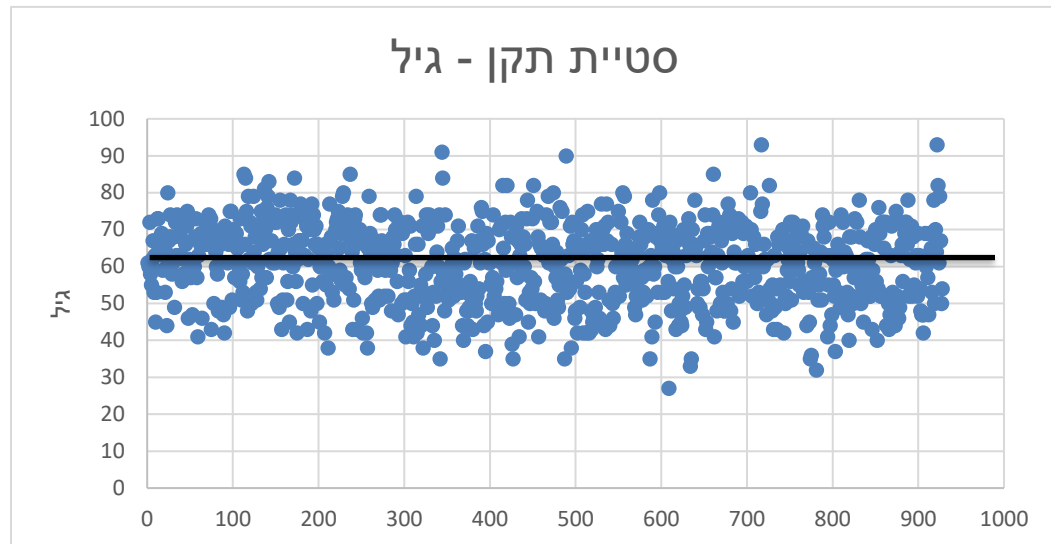


מעבר לפילוח הגילאים המתואר לעיל, מעניין לעמוד על גיוון הגילאים בדירקטוריונים של החברות הישראליות. המחקר שבוצע במסגרת העבודה על המאמר מלמד שברוב החברות מכהנים דירקטורים המשתייכים לשלושה עשורים (40% מהחברות) ולארבעה עשורים (39.2% מהחברות). בשאר החברות מכהנים דירקטורים המשתייכים לחמישה עשורים (8%), שני עשורים (12%) ועשור אחד (0.8%).

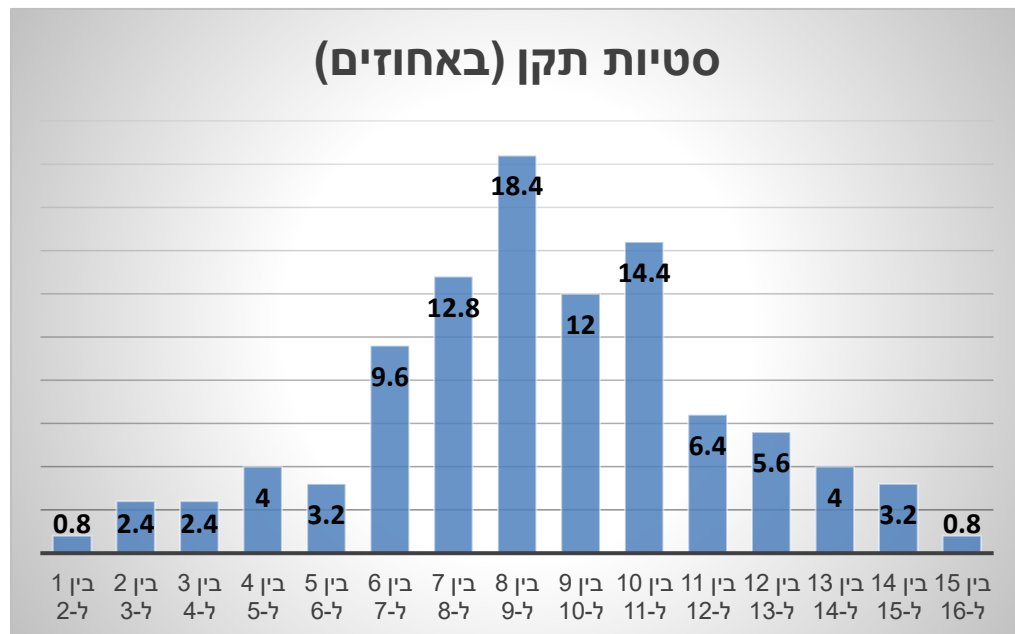
<sup>145</sup> ראו: Annalisa Barrett, *Age Diversity Within Boards of Directors of the S&P 500 Companies* (March 2017).

<sup>146</sup> שם, שם.

סטיית התקן של גיל הדירקטורים, כלומר הפיזור של גילאי הדירקטורים סביב ממוצע הגילאים (שהוא כזכור 60.6 שנים), עומדת על 10.67 שנים. נתון זה מעיד על מרחקים לא חריגים סביב הממוצע כפי שניתן להתרשם מגרף מס' 3.3 להלן:



במטרה לקבל נתון מדויק עוד יותר נבדקה במסגרת המחקר סטיית התקן בכל אחת מהחברות מ-125 החברות הכלולות במדד ת"א 125. הבדיקה העלתה כי **ממוצע סטיות התקן של 125 החברות עומד על 8.88 שנים** והחציון של סטיות התקן של 125 החברות עומד על **8.84 שנים**. גרף מס' 3.3 להלן משקף את שיעור סטיות התקן שנמצאו לפי גודלן:



כפי שניתן להתרשם, סטיית התקן השכיחה ביותר (בחלק המהווה כ- 67% מהחברות הכלולות במדד ת"א 125) נמצאת בטווח שבין 6 ל- 11 שנים (סטיית תקן בגודל שבין 6 – 7 שנים נמצאה ב- 9.6% מהחברות; סטיית תקן בגודל שבין 7 – 8 שנים נמצאה ב- 12.8% מהחברות; סטיית תקן בגודל שבין 8 – 9 שנים נמצאה ב- 18.4% מהחברות; סטיית תקן בגודל שבין 9 ל- 10 שנים נמצאה ב- 12% מהחברות; סטיית תקן בגודל שבין 10 ל- 11 שנים נמצאה ב- 14.4% מהחברות).<sup>147</sup>

## 5. מגדר

### (א) ארצות הברית ומדינות נוספות

שיעור הנשים המכהנות בדירקטוריונים של החברות הגדולות בארצות הברית נמצא במגמת עלייה, אם כי מדובר בעלייה איטית. בהתאם לדו"ח של Spencer Stuart 2017 שיעור הנשים המכהנות בדירקטוריון בחברות ה- S&P 500 עמד בשנת 2017 על 22% מכלל הדירקטורים (נשים וגברים). בשנת 2012 עמד שיעור הנשים המכהנות על 17% ובשנת 2007 עמד שיעור הנשים על 16%.<sup>148</sup>

דו"ח של פירמת רואי החשבון Ernst & Young לשנת 2017 מציע תמונה רחבה יותר ומספק נתונים נוספים ביחס לקבוצות רחבות יותר של חברות. בהתאם לאותו הדו"ח נכון ליום 31 בדצמבר 2017 שיעור הנשים ב- S&P 1500 עמד על 19% ואילו שיעור הנשים ב- Russel 3000 (מדד הכולל את 3000 החברות הגדולות בארצות הברית לפי שווי שוק ומכסה כמעט את כל החברות הציבוריות הנסחרות בארצות הברית) עמד על 16%.<sup>149</sup> דו"ח של חברת Equilar שהתפרסם לאחרונה ומתייחס לשנת 2018 מלמד על מגמת עלייה ומראה כי ברבעון השני של שנת 2018 (בין התאריכים 31.3.2018 – 30.6.2018) עלה שיעור הכהונה של נשים ב- Russel 3000 ל- 17.7%.<sup>150</sup> עוד מראה הדו"ח שקיימת עלייה עקבית בשיעור הנשים המתמנות לדירקטוריונים מתוך המינויים החדשים של דירקטורים לדירקטוריון (new director seats). כך, בשנים 2014, 2015, 2016, 2017, ברבעון הראשון וברבעון השני של שנת 2018, עמד שיעור המינוי של נשים כדירקטוריות חדשות בדירקטוריונים מתוך המינויים החדשים על 17.9%, 20.1%, 21.4%, 29.4%, 32.0% ו- 34.9% בהתאמה.<sup>151</sup>

דו"ח של חברת הייעוץ מקינזי שמתייחס לשנת 2017 שופך אור על שיעור כהונת הנשים בדירקטוריונים במדינות נוספות.<sup>152</sup> לפי הדו"ח, שיעור הנשים המכהנות במדינות מובילות באירופה גבוה משיעור הנשים המכהנות בארצות הברית. כך, שיעור הנשים המכהנות בצרפת, איטליה וגרמניה עומד על 39%, 33% ו- 28%

<sup>147</sup> על החשיבות של נתונים אלה אעמוד בהמשך המאמר, בחלק שדן באסדרה הרצויה. אקדים לציין, כי בהינתן שהדירקטוריון אמור לעבוד כיחידה מגובשת, סטיית תקן גדולה מדי, עלולה לפגוע ביכולת של הדירקטוריון לתפקד ולקבל החלטות.

<sup>148</sup> SpencerStuart, לעיל ה"ש 56, בעמ' 21.

<sup>149</sup> Ernst & Young, EY Center for Board Matters (last visited October 3, 2018), [#https://www.ey.com/us/en/issues/governance-and-reporting/ey-corporate-governance-by-the-numbers](https://www.ey.com/us/en/issues/governance-and-reporting/ey-corporate-governance-by-the-numbers)

<sup>150</sup> Amit Batish, 2018 Q2 Gender Diversity Index, HARVARD L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (October 3, 2018), <https://www.harvardlawforum.org/publications/2018-Q2-Gender-Diversity-Index>

<sup>151</sup> שם, שם.

<sup>152</sup> McKinsey & Company, Women Matter: Time to Accelerate, Ten Years of Insights Into Gender Diversity 25-26 (October 2017).



בהתאמה.<sup>153</sup> בדרום אפריקה עומד שיעור הנשים המכהנות על 14% ואילו במדינות בולטות באסיה השיעור נמוך יותר עם 12% בהודו ו- 10% בסין.<sup>154</sup>

מדינות נוספות עם שיעורי כהונה גבוהים יותר של נשים, כפי שפורסם בדו"ח של האיחוד האירופי שנתוניו נכונים לחודש אפריל 2016, הן בלגיה עם ממוצע של 26.6%, דנמרק עם ממוצע של 27%, פינלנד עם ממוצע של 29.9% לטביה עם ממוצע של 27.7%, הולנד עם ממוצע של 28.1%, סלובניה עם ממוצע של 23.9%, שבדיה עם ממוצע של 36.1% ואנגליה עם ממוצע של 27.1%.<sup>155</sup> במדינות אחרות באיחוד האירופי שיעורי הכהונה נמוכים, לעיתים משמעותית, משיעור הכהונה במדינות הנזכרות.<sup>156</sup> הממוצע הכללי של שיעורי הכהונה ב- 28 המדינות של האיחוד האירופי עמד נכון לחודש אפריל 2016 על 23.3%.<sup>157</sup> בחלק מהמדינות באירופה (גם כאלה שאינן חברות באיחוד) קיימת הוראת חובה הקובעת שיעור מינימום של נשים המכהנות בדירקטוריון. בחלק מהמדינות מופעלות סנקציות בגין אי עמידה ברף, בעוד בחלק אחר לא מופעלות סנקציות בגין אי עמידה ברף.<sup>158</sup>

(ב) ישראל

במהלך חודש מרץ 2011 פרסמה רשות ניירות ערך ממצאי מחקר שביצעה בנושא כהונה של נשים בדירקטוריונים.<sup>159</sup> המחקר בדק את הדירקטוריונים של החברות הציבוריות שנסחרו בבורסה באותה עת, להוציא חברות דואליות, חברות אג"ח ושותפויות ומצא כי שיעור הכהונה של נשים בדירקטוריונים של חברות עומד על 18%.<sup>160</sup> מאמר זה מציע כאמור נתונים עדכניים ביחס לשנת 2017. שיעור הנשים שנמצא בניתוח שמשמש בסיס למאמר עומד על 21.55% נכון לשנת 2017. מעניין לראות שמתוך 128 חברות שנבדקו, בשבע חברות בלבד (5.46%) נשים מכהנות בתפקיד יו"ר הדירקטוריון.<sup>161</sup>

## 6. גודל הדירקטוריון

בארצות הברית, בהתאם לדו"ח של Spencer Stuart גודל הדירקטוריון הממוצע נכון לשנת 2017 הוא 10.8; מספר זה נמדד ביחס לשנת 2016.<sup>162</sup> בשנת 2012 ובשנת 2007 עמד הממוצע על 10.7 ו- 10.8 בהתאמה.<sup>163</sup>

ממצאי המחקר שבוצע בבסיס מאמר זה מלמדים על כך שגודל הדירקטוריון הממוצע של 125 החברות הכלולות במדד ת"א 125 נכון לשנת 2017 הוא 7.424. פילוח של שיעור החברות לפי גודל הדירקטוריון מופיע בגרף מס' 4 להלן. כפי שניתן לראות, ברוב המוחץ של החברות נע גודל הדירקטוריון בטווח של 4 עד 8

<sup>153</sup> שם, בעמ' 25.

<sup>154</sup> שם, שם.

<sup>155</sup> ראו: Věra Jourová, *Gender Balance On Corporate Boards: Europe Is Cracking the Glass Ceiling*, (European Commission, July 2016).

<sup>156</sup> שם, שם.

<sup>157</sup> שם, שם.

<sup>158</sup> ראו, למשל: Konstantina Govotsos, *Gender Diversity in Corporate Boards in France: An Analysis* (Working Paper, 2017).

<sup>159</sup> ראו: רשות ניירות ערך, "נשים בדירקטוריונים" (14.3.2011), לעיל ה"ש 81.

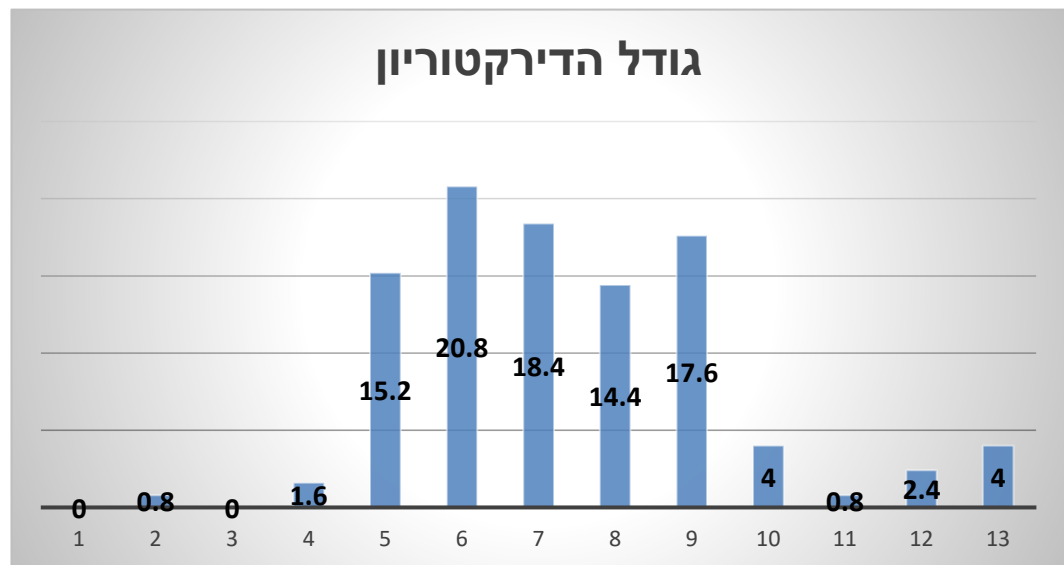
<sup>160</sup> שם, שם.

<sup>161</sup> מדובר בחברות: פריגו (דואלית), עזריאלי, הבנק הבינלאומי, שטראוס, מליסרון, ביוטיים (דואלית) ונורסטאר החזקות. <sup>162</sup> SpencerStuart, לעיל ה"ש 56 בעמ' 8. אזכיר, כי הנתונים בדו"ח של SpencerStuart מתייחסים לתקופה שבין מחצית שנה לבין מחצית השנה העוקבת.

<sup>163</sup> שם, שם.

דירקטורים. בהקשר זה חשוב לציין שבארבעה מתוך חמישה דירקטוריונים של הבנקים הגדולים בישראל מכהנים לפי הדו"ח השנתי לשנת 2017 בין 12 ל-13 דירקטורים (בנק לאומי עם 13 דירקטורים; בנק דיסקונט עם 12 דירקטורים; בנק מזרחי עם 13 דירקטורים והבנק הבינלאומי עם 13 דירקטורים). הסבר הגיוני למספר גבוה יחסית של דירקטורים המכהנים בבנקים הנזכרים הוא מורכבות פעילותו של הדירקטוריון וריבוי הוועדות (בדגש על ועדת ניהול סיכונים וועדת אשראי שלא קיימות בחברות שאינן פיננסיות) והמשימות המוטלות על הדירקטורים בבנקים.

גרף מס' 4:



#### 7. סיכום הממצאים במבט השוואתי

מכלול הממצאים שפורטו בפרק זה של המאמר מאפשר נקודת מבט עדכנית על פרופיל הדירקטוריונים בחברות הציבוריות הגדולות בישראל. כפי שניתן להתרשם, שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בישראל גבוה מהרף המומלץ בחוק החברות; משך הכהונה הממוצע של הדירקטורים בישראל קצר מהממוצע שנמדד בארצות הברית; הגיל הממוצע של הדירקטורים נמוך יותר; גודל הדירקטוריונים קטן יותר ושיעור הגיוון המגדרי דומה לשיעור האמריקאי, אך נמוך משיעורים שנמדדו במדינות מתקדמות כדוגמת צרפת, איטליה וגרמניה. להלן טבלה שמסכמת את הנתונים העיקריים המתייחסים לשוק הישראלי בהשוואה לשוק האמריקאי.

|             |       |  |
|-------------|-------|--|
| ארצות הברית | ישראל |  |
|-------------|-------|--|

|                     |                                                                        |                                                                                                                                           |
|---------------------|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| שיעור הבלתי תלויים  | 50.86%                                                                 | S&P 500 ב- 85%                                                                                                                            |
| משך הכהונה          | 6.7 שנים                                                               | 8.2 שנים                                                                                                                                  |
| גיל ממוצע           | 60.6 שנים (חציון סטיית התקן המעיד על גיוון הגילאים עומד על 8.84 שנים). | 63.1 שנים ב- S&P 500 (ממוצע ביחס לדירקטורים הבלתי תלויים) (חציון סטיית התקן עומד על 6.9 שנים).                                            |
| שיעור הנשים המכהנות | 21.55%                                                                 | 22% בארצות הברית (שיעור הנשים המכהנות בצרפת, איטליה וגרמניה עומד על 39%, 33% ו- 28% בהתאמה). הממוצע במדינות האיחוד האירופי עומד על 23.3%. |
| גודל הדירקטוריון    | 7.42 מושבים                                                            | 10.8 מושבים                                                                                                                               |

#### ד. מדיניות

באופן מסורתי, דיני התאגידים בישראל ובחו"ל, מיקדו את השיח התאגידי בביקורת על התנהלות הדירקטוריון, לאחר מעשה. בשנים האחרונות, החל השיח מתפתח, בעיקר בארצות הברית, גם ביחס לפרופיל הדירקטוריון והשפעתו האפשרית על תפקוד הדירקטוריון, ביצועי החברה וטובת החברה.

בישראל, תיקון 16 שנכנס לתוקף בשנת 2011 מהווה נקודת מפנה בהתייחסות לפרופיל הדירקטוריון. כזכור, במסגרת תיקון זה נוספו הוראות ביחס למינוי אפשרי של דירקטורים בלתי תלויים; נוספה הוראת חובה לפיה "בחברה שבמועד מינוי דירקטור חיצוני כל חברה הדירקטוריון שלה שאינם בעלי השליטה בחברה או קרוביהם הם בני מין אחד, יהיה הדירקטור החיצוני הממונה בן המין השני"; ונוספו הוראות רשות (וולונטריות) ביחס לשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים ולגיוון מגדרי בדירקטוריון. עד כה, לא אומצה הוראה – לא בישראל ולא בארצות הברית – המגבילה את משך הכהונה של דירקטור רגיל (שאינו מסווג כדירקטור חיצוני או בלתי תלוי), מגבילה את הגיל לכהונה בדירקטוריון או מגבילה את מספר המושבים בדירקטוריון.

בפרק זה של המאמר אבקש להתייחס לשיקולי מדיניות שראוי לשקול בהקשר של פרופיל הדירקטוריון, בדגש על שאלת הצורך בשינוי המצב הקיים בישראל. תחילה, אקיים דיון קצר בעקרונות כלליים של אסדרה של דיני החברות, שישמשו מצע להמשך הדיון בפרק זה. לאחר מכן, אקיים דיון בצורך בשינוי ובדרך לשינוי המצב הקיים, ביחס למאפיינים ספציפיים של הדירקטוריון שנותחו במאמר עד כה. בהמשך, ארחיב ביחס למודל

של אסדרה "רכה" מסוג "אמץ או הסבר", שיומלץ לשימוש במטרה לעודד כהונת נשים בדירקטוריונים בישראל, וביחס לשימוש בוועדות מינויים שאמליץ להקים בחברות ציבוריות בישראל. ההרחבה תיעשה בעיקר בהתחשב בכך שמודל זה הוא המודל ה"מתערב" ביותר מבין המודלים שיוצעו בהמשך, ובשל הצורך ללמוד מהניסיון שנצבר בקשר לשימוש במודל זה בחו"ל.

## 1. עקרונות כלליים של אסדרה של דיני החברות

אסדרה מיטבית של דיני החברות ראוי לה שתתבסס על עקרונות כלליים של אסדרה מיטבית, תוך ביצוע ההתאמות הנדרשות בהתאם למאפיינים הייחודיים של דיני החברות. בחלק זה של המאמר אבקש לעמוד בקצרה על מספר עקרונות והיבטים שראוי להביא בחשבון במסגרת אסדרה של דיני החברות בכלל ובמסגרת אסדרה של מבנה הדירקטוריון בפרט.

**הצורך בגמישות.** כיום, קיימת הסכמה רחבה בנוגע לכך שעקרונות וכללים המבקשים לקדם ממשל תאגידי ותפקוד תקין של הדירקטוריון ושל החברה עשויים להיות "חמקמקים".<sup>164</sup> כלומר, עקרונות וכללים שעשויים להיות יעילים ביחס לקבוצה של חברות בעלות מאפיינים מסוימים, עלולים שלא להיות יעילים ביחס לקבוצה אחרת של חברות בעלות מאפיינים אחרים.<sup>165</sup> ברוח זו נמתחה בשנים האחרונות ביקורת נוקבת נגד גופים בולטים הפועלים בתחום שוק ההון, למשל חברות המייעצות לגופים מוסדיים ולחברות ציבוריות בארצות הברית כיצד לעצב את הממשל התאגידי באותן חברות. הביקורת מכוונת לכך שאותן חברות ייעוץ ממליצות על סט נוקשה של עקרונות וכללים ביחס למכלול החברות או ביחס לקבוצה רחבה של חברות, חלף "תפירה" של עקרונות וכללים בהתאם למאפיינים ייחודיים של חברה או קבוצת חברות בעלות מאפיינים דומים.<sup>166</sup>

על-כן, אסדרה של דיני החברות נדרשת לקחת בחשבון מאפיינים ייחודיים של החברות המהוות יעד לאסדרה. בין השאר, ראוי להתחשב במבנה הבעלות של החברה, התעשייה שבה היא פועלת ומידת התחרות שעמה היא מתמודדת, היקף הפעילות של החברה, הכיוון (אוריינטציה) של הפעילות של אותה החברה, מידת הגיוון של פעילותה, קיומם של מנגנוני פיקוח ותמרוץ קיימים של נושאי משרה בחברה, ועוד. אסדרה לא נעשית בחלל ריק והיא אינה יכולה להתעלם מהצרכים השונים של החברות השונות, הנובעים במידה רבה מהמאפיינים השונים שלהן. מכאן, שאסדרה של דיני החברות נדרשת למידה של גמישות, וראוי לה שתצמצם, ככל שניתן, את השימוש בסט עקרונות וכללים אחיד, המתעלם מהשוני האפשרי בין החברות המוסדרות.

הדברים האמורים יכולים להסביר מדוע המודל האסדרתי השכיח במדינות רבות בעולם הוא מודל של אסדרה "רכה", שמוצא ביטוי בעיקר בגרסה של "אמץ או הסבר".<sup>167</sup> בהתאם למודל זה, נקבע הסדר ממשל

<sup>164</sup> ראו, למשל, Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PENN. L. REV. 1263 (2009).

<sup>165</sup> שם, שם. ראו גם: ("There is no single model of good corporate governance.") OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance* 10 (2015).

<sup>166</sup> ראו: Asaf Eckstein, *Skin in the Game for Credit Rating Agencies and Proxy Advisors: Reality Meets Theory*, 7 HARV. BUS. L. REV. 221, 252 (2017).

<sup>167</sup> ראו: OECD-2019, לעיל ה"ש 46, בעמ' 29 ("While nearly all jurisdictions now have national codes or principles, with 83% following a 'comply or explain' framework, a few jurisdictions do not have such codes, and address these issues mainly through laws, regulations and listing requirements."). ראו גם שם, בעמ' 41 – 43, הדו"ח של ה-OECD מנתח את המודלים האסדרתיים הנהוגים ב-49 מדינות ומראה כיצד ברוב המוחץ של המדינות נוקטים במודל של "אמץ או הסבר".

תאגידי שמומלץ לאמץ. ההסדר נקבע בחוק, באסדרה או בקוד ממשל תאגידי לא מחייב. חברה שבחרה שלא לאמץ את ההסדר, נדרשת לגלות כי לא אימצה אותו, לגלות את הסיבה לאי אימוצו, ולגלות אם בכוונתה לאמצו בעתיד, ומהם המהלכים שבהם היא נוקטת במטרה להבטיח אימוץ של ההסדר בעתיד.

**בחינת קיומו של כשל שמצדיק התערבות.** כמו בכל אסדרה, גם בהקשר של האסדרה הנדונה במאמר זה, במסגרת שקילת שינויים של המאפיינים ושל מבנה הדירקטוריון, יש לוודא קיומו של כשל המצדיק התערבות חקיקתית או אסדרתית.<sup>168</sup> קיומו של כשל הוא בעצם קיומו של פער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי, שמנגנוני השוק לבדם, ללא התערבות של המחוקק או הרגולטור, לא מסוגלים לתקן.

המצב המצוי ביחס לדירקטוריונים בישראל, נותח באמצעות מחקר אמפירי שממצאיו הוצגו בפרק ג למאמר. המצב הרצוי עשוי להילמד מהסקירה שהובאה בפרקים א ו-ב למאמר, ביחס לתרומתם האפשרית של מאפיינים שונים לביצועי החברה ולממשל התאגידי שלה. הכרת המצב הקיים בארצות הברית ובמדינות נוספות, וכן הכרת המגמות ביחס לעיצוב הדירקטוריון באותן מדינות, עשויה אף היא לסייע בלימוד תובנות ביחס למצב הרצוי. כפי שהראיתי בפרקים א ו-ב, בחלק מהמקרים, ביחס לחלק מהמאפיינים של הדירקטוריון, לא קיימת תשובה חד משמעית ביחס למצב הרצוי. זאת, בראש ובראשונה, משום שהספרות המחקרית ביחס למאפיינים מסוימים לא הגיעה לממצאים מכריעים (קונקלוסיביים) בקשר לתרומתם האפשרית לחברה. אמנם, בכל זאת, ברוב המקרים ניתן ללמוד על הכיוון הרצוי והמתבקש. אולם למען הזהירות, המאמר מציע בשלב זה, לבחור בדרך של אסדרה "רכה", ובחלק מהמקרים אף לא ליזום שינוי אסדרתי.

**ניתוח של התועלות אל מול העלויות הכרוכות בהתערבות.** שקילתה של אסדרה אפשרית, אינה מתמצה בוודא קיומו של כשל המצדיק התערבות אסדרתית. במסגרת שקילתה של אסדרה אפשרית, יש לשקול גם את התועלות אל מול העלויות הכרוכות באותה אסדרה. בענייננו, מדובר במלאכה מורכבת המחייבת התייחסות למגוון רחב של שיקולים. כך, למשל, ראוי להביא בחשבון אפשרות לקיומם של קשיים מעשיים הכרוכים בעיצוב הדירקטוריון בהתאם למאפיינים רצויים. אתיחס לכך בהמשך, במסגרת הדיון בצורך לעודד כהונת נשים בדירקטוריון. בנוסף, המלאכה הופכת למורכבת במיוחד, נוכח האיזון העדין הנדרש בין המאפיינים השונים במטרה להבטיח תפקוד תקין ויעיל של הדירקטוריון.

**סוג ההתערבות והיקפה, כנגזרת של עוצמת הכשל, ושקלול התועלות והעלויות.** סוג ההתערבות החקיקתית או האסדרתית והיקפה, ראוי שייגזר מעוצמת הכשל הדורש התערבות. כשל זה, כזכור, מהווה את הפער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי. במקרים שבהם הפער בין המצוי לרצוי קטן, משום שקיים דמיון בין המצב בישראל לבין המצב שעליו המליצה הספרות באופן מכריע, או במקרים שבהם כלל לא ברור אם קיים פער, משום שלא קיימת הכרעה ביחס למאפיין מסוים, כלל לא בטוח שנדרשת התערבות. למצער, אם יוחלט להתערב ולבקש לקדם שינוי של מאפיין מסוים, משום שלמרות שלא קיימת הכרעה מוחצת בנוגע לתרומה של מאפיין מסוים לביצועי החברה או לממשל התאגידי שלה, עדיין מסתמנת המדיניות הרצויה ביחס למאפיין מסוים, או אז תהא הנטייה לבחור בכלים של אסדרה "רכה", חלף אסדרה כופה. אסדרה רכה תאפשר בדרך כלל לחברות עצמן לבחור אם לאמץ עקרון או כלל מסוים, ואם יחליטו שלא לאמץ, יהא עליהן לספק גילוי,

<sup>168</sup> לדיון בנייתו של כשל שוק ובניתוח הצורך בהתערבות חקיקתית אסדרתית ראו: אסף אקשטיין, "מי מפקח על המפקחת? ואת מי היא משתפת? רשות ניירות-ערך הישראלית במבט השוואתי", **משפט ועסקים** יט 195, 227 – 234 (2015).

במידה ובהיקף שייקבע באסדרה.<sup>169</sup> בתוך כך, יש להביא בחשבון גם את התועלות אל מול העלויות הכרוכות באסדרה הנשקלת.

המאמר לא מזהה קיומו של פער המצדיק התערבות חקיקתית או אסדרתית כופה. חלף זאת, כפי שיפורט בהמשך, ביחס למאפיינים השונים המאמר מציע אסדרה "רכה" שתמצא ביטוי באחת משלוש דרכים המפורטות להלן בהתאם לעוצמת ההתערבות האסדרתית המאפיינת אותן (החל בהתערבות קלה ועד להתערבות מוגברת): **דרך ראשונה** של גילוי בלבד ביחס למצב הקיים; **דרך שנייה** של שימוש במודל של "אמץ או גלה" הממליץ על אימוצו של סטנדרט מסוים ומורה לחברה לגלות אם אימצה אותו, אם לאו; **דרך שלישית** של שימוש במודל של "אמץ או הסבר" הממליץ על אימוצו של סטנדרט מסוים ומורה לחברה להסביר אם אימצה אותו, ובמידה שלא, להסביר מדוע לא אימצה אותו ומהם המהלכים שבכוונתה לנקוט כדי להבטיח עמידה בסטנדרט. בחירה באחת משלוש הדרכים תיעשה על בסיס שני השיקולים שנזכרו לעיל. ככל שלא קיים סטנדרט ברור, ייעשה שימוש בדרך הראשונה; ככל שקיים סטנדרט ברור אבל לא זוהה פער גדול, אם בכלל, ייעשה שימוש בדרך השנייה; וככל שקיים סטנדרט ברור וזוהה פער שדורש התערבות, ייעשה שימוש בדרך השלישית.

בנקודה זו, אפשר ותתעורר השאלה – מדוע אם לא קיים סטנדרט ברור אז יש צורך בגילוי ביחס למצב הקיים, ואולי אף יש צורך לעקוב אחר מודל של "אמץ או גלה", שמורה לחברה לגלות מדוע לא אימצה את הסטנדרט שאותו מומלץ לאמץ. הטעם לכך משולש. ראשית, חוק החברות והתקנות מכוחו מחייבים חברות בגילוי של מידע מהותי למשקיעים בחברות. כידוע, ההגדרה של מידע מהותי רחבה מאוד והיא כוללת – כל מידע שיש בו כדי להשפיע באופן משמעותי על מכלול שיקולי ההשקעה של המשקיע הסביר.<sup>170</sup> האם פרופיל הדירקטוריון, על מכלול המאפיינים שנדונו במאמר זה, עולים כדי מידע מהותי למשקיע הסביר בחברה? ללא כל ספק, מדובר במידע מהותי. למעלה מן הצורך, כראיה לכך ניתן לציין את העובדה שבשנת 2012 פרסמה רשות ניירות ערך הנחיית גילוי בנושא שאלון ממשל תאגידי. הנחיה זו חייבה את החברות הציבוריות בגילוי בקשר לעניינים שונים. בין השאר, חייבה ההנחיה בגילוי של מספר הדירקטורים החיצוניים והבלתי תלויים (ושיעור הבלתי תלויים אם נקבע שיעור כזה בתקנון החברה); פרק הזמן שנקבע בתקנון לכהונת דירקטור; ומספר הדירקטורים מכל מין המכהנים בדירקטוריון. חשוב לציין, שתוקפה של הנחיית הגילוי פקע בשנת 2014, ולמרות כוונת הרשות לעגן את ההנחיה בתקנות, עד כה הדבר לא נעשה ונכון להיום, חברות רשאיות לעקוב אחר תוכן ההנחיה באופן רצוני (וולונטרי).<sup>171</sup>

שנית, כפי שהראיתי בחלק מוקדם יותר של המאמר, רוב המדינות המתקדמות מבצעות אסדרה של מבנה הדירקטוריון, על בסיס מודלים של גילוי, בעיקר מודל של "אמץ או הסבר".<sup>172</sup> אמנם, מודל זה כרוך בעלות אפשרית, משום שהוא כולל מנגנון מסוים של ביוש (shaming), שיכול להפעיל לחץ על חברה לציית להסדר

<sup>169</sup> בהקשר זה ניתן לדבר על קשת רחבה מאוד של מודלים לאסדרה – החל ממודל של אסדרה כופה ועד למודל של "רכה" שכוללת שימוש במנגנון של "אמץ או גלה". מודלים אלה מוכרים והדיון בהם איננו מתייחד לתחום של דיני החברות. לסקירה כללית של המודלים האסדרתיים (רגולטורים) המרכזיים הקיימים, ראו: שרון ידן, **רגולציה: המשפט המנהלי בעידן החוזים הרגולטורים** 28 – 32 (2016). ראו גם שם, בעמ' 56 – 59.

<sup>170</sup> ע"א 5320/90 **ברנוביץ נכסים והשכרה נ' רשות ניירות ערך**, פ"ד מו(2) 818, 837 (1992), מפי הנשיא שמגר.

<sup>171</sup> ראו לעיל ה"ש 107. תוכן הנחיית הגילוי נגיש באתר רשות ניירות ערך, בקישור:

[http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_7077.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7077.pdf)

<sup>172</sup> ראו לעיל ה"ש 167.

המומלץ, למרות שהיא אינה חייבת לציית באופן רשמי.<sup>173</sup> ואמנם, במהלך השנים האחרונות, נעשים מהלכים מוצדקים להקלה באסדרה החלה על חברות ציבוריות בישראל.<sup>174</sup> אולם, מודל זה מהווה את נקודת האיזון הראויה בין העלות האפשרית המתוארת, לבין הצורך לקדם גילוי וציות לסטנדרטים גבוהים, הקשורים לנושא כה גורלי בחיי החברה והוא מבנה הדירקטוריון. כזכור, מודל זה גם מאפשר לחברות לשמור על מידה של גמישות ולאפשר להן להיות אלה שיקבעו כיצד ייראו הדירקטוריונים שלהן, בהתאם לצרכיהן הייחודיים.<sup>175</sup>

שלישית, בכל מקרה, ראוי לזכור, כי העלויות של השימוש במודל של "אמץ או הסבר" נמוכות – הן עבור החברות והן עבור הרגולטורים – מהעלויות הכרוכות בשימוש במודלים של חקיקה או אסדרה כופה ומחייבת.<sup>176</sup>

כמוסבר לעיל, כיום, שאלון הממשל התאגידי איננו בתוקף, וחברות פועלות לפיו באופן וולונטרי. בנוסף, כפי שאראה, הוא ממילא אינו נותן מענה מספק ביחס לחלק מהמאפיינים. על כן, החלק הבא של פרק זה ידון באסדרה המוצעת ביחס לכל אחד מהמאפיינים בנפרד.

**הערה בנוגע למודל של "אמץ או הסבר".** כפי שאראה בהמשך, בניסיון לעודד שיעורי כהונה גבוהים יותר של נשים בדירקטוריונים, אציע לבצע שימוש במודל של "אמץ או הסבר". ביחס למאפיינים אחרים אציע להסתפק במנגנון של גילוי, ללא צורך בהסבר, אולם אפשר ובעתיד יתעורר דיון באשר לצורך להחיל גם ביחס אליהם את השימוש במנגנון המחייב יותר, מסוג אמץ או הסבר. הדברים האמורים מצדיקים להרחיב מעט על השימוש במודל זה, בהקשר של דיני החברות והממשל התאגידי.

היתרון הבולט בשימוש במודל של אמץ או הסבר, בהשוואה לשימוש בחקיקה או באסדרה (רגולציה) כופה, מוצא ביטוי בגמישות שמאפשר המודל. גמישות זו נדרשת, בהתחשב בכך שעקרונות מרכזיים של דיני החברות והממשל התאגידי עשויים שלא להתאים למכלול החברות באותה מידה (בבחינת one-size-does-not-fits-all). החיסרון הבולט בשימוש במודל, קשור לחשש שהוא צפוי להשיג תוצאות רצויות, בקצב איטי יותר מאסדרה כופה.<sup>177</sup> בהתאמה, הוא עלול להיות פחות מתאים במתן מענה מהיר לכשלים מאוד משמעותיים המחייבים פתרון מהיר. כזכור, אין זה המקרה בענייננו.

<sup>173</sup> לדיון בשימוש במנגנון זה בהקשרים שונים, ראו, למשל: רות פלאטו-שנער, "ביוש (shaming) רגולטורי: האם הביוש מתאים לשמש כלי אכיפה בתחום הבנקאי? משפט ועסקים כג (צפוי להתפרסם ב- 2019); שרון ידן, "המרחב ההבטעי של הרגולציה: האם המדינה צריכה לבייש?", משפט ועסקים כג (צפוי להתפרסם ב- 2019).

<sup>174</sup> ראו, למשל: רשות ניירות ערך, דוח הקלות ברגולציה (יוני 2016), <http://www.isa.gov.il/roadmap/Documents/report.pdf>.  
<sup>175</sup> ראו, למשל: Andrew Keay, *Comply or Explain in Corporate Governance Codes: in Need of Greater Regulatory Oversight?*, 34 LEGAL STUD. 279, 280 (2014).

<sup>176</sup> ראו: Virginia Harper Ho, "Comply or Explain" and the Future of Nonfinancial Reporting, 21 LEWIS & CLARK L. REV. 317, 345 (2017).

<sup>177</sup> ראו, למשל: OECD, *Report on the Implementation of the OECD Gender Recommendations* 6 (June 2017) ("Countries that have adopted a quota saw a more immediate increase in the number of women on boards, while those that took a softer approach, using disclosure or targets, have seen a more gradual increase over time.")

חרף חשיבותו של המודל, עד כה נעשו יחסית מעט מחקרים לבחינת יעילותו. מחקרים שבכל זאת נעשו, בחנו את יעילות השימוש במנגנון של אמצ' או הסבר במדינות שונות בעולם. אותם מחקרים מצאו, שבחלק ניכר מהמקרים, ההסברים שצורפו לציות או אי הציות לקוד אסדרתי כלשהו, היו בלתי מספקים.<sup>178</sup>

בהקשר זה מעניין לציין, שמחקר שבוצע על ידי Arcot ו-Bruno, בחן את האופן שבו מבנה הבעלות של החברה יכול להשפיע על מידת הציות שלה לעקרונות הכלולים בקוד הממשל התאגידי. המחקר שבחן את מידת הציות לקוד האנגלי ומצא, כי חברות בבעלות משפחתית (החוקרים סיווגו כחברה משפחתית, חברה שבה משפחה מחזיקה ביותר מ-10% מהחברה) מצייתות לקוד בשיעור ממוצע של 20% לעומת חברות שאינן בבעלות משפחתית שמצייתות לקוד בשיעור ממוצע של 46%. החוקרים שהובילו את המחקר, מסבירים זאת בכך שהעקרונות המרכיבים את הקוד נועדו להבטיח עצמאות ואי תלות של הדירקטוריון בבעלי השליטה בחברה, ולכן חברות בבעלות משפחתית ייטו שלא לאמצ'ם, בשיעור גבוה יותר מחברות שלא בבעלות משפחתית.<sup>179</sup>

החוקרים מצאו שאיכות הגילוי שניתן על ידי חברות בבעלות משפחתית נמוכה מאיכות הגילוי שניתן על ידי חברות שלא בבעלות משפחתית (ממוצע של 2.18 לעומת ממוצע של 2.56).<sup>180</sup> החוקרים מסבירים כיצד, נכון לשנים 1999 – 2004 שבהן התמקד המחקר, הגילוי שניתן על ידי החברות לא היה כפוף לפיקוח של רגולטור כלשהו באנגליה, והגורם שאמור היה לפקח על הגילוי שניתן הם בעלי המניות של החברות, בדגש על המשקיעים המוסדיים.<sup>181</sup> הם מסכמים בהקשר זה, כי יעילות השימוש במודל של "אמצ' או הסבר", תלויה במבנה הבעלות

<sup>178</sup> ראו, למשל: Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, RISKMETRICS GROUP (Sep. 23, 2009), [http://ecoda.org/uploads/media/REPORT\\_2009\\_09\\_23\\_CoE\\_RiskMetrics.pdf](http://ecoda.org/uploads/media/REPORT_2009_09_23_CoE_RiskMetrics.pdf) (המחקר בחן 270 חברות מ-18 מדינות ומצא רמה גבוהה של ציות לקודים. יחד עם זאת, מתוך 1,141 הסברים שצורפו לציות או לאי הציות, המחקר מצא ש-39% בלבד מההסברים היו מספקים. השיעור הגבוה ביותר של הסברים מספקים נעשו על ידי חברות שרשומות למסחר בצרפת, הולנד, שוודיה ואנגליה).

ראו גם: Sridhar R. Arcot & Valentina G. Bruno, *In Letter But Not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK*, (May 2006), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=819784](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=819784). 173 (מדידת המניית המוביל של אנגליה שכולל את מניות 350 החברות בעלות שווי השוק הגדול ביותר הנסחרות בבורסה של לונדון) בשנים 1998 עד 2004, ובחנו אם חברות אלה עקבו אחר הקוד לממשל תאגידי שקיים באנגליה, וצייתו לעקרונות שמרכיבים את הקוד (התמקדו ב-8 מתוך 11 עקרונות). החוקרים מצאו שמידת הציות של החברות גדלה משיעור של כ-10% בשנים 1998 – 1999 לשיעור של כ-56% בשנים 2003 – 2004. עוד מצאו החוקרים, כי בקרב החברות שלא צייתו למכלול העקרונות שנבחנו, שיעור אי הציות קטן משיעור של אי ציות ל-2.05 עקרונות בממוצע בשנים 1998 – 1999 לשיעור אי ציות ל-1.57 בממוצע בשנים 2003 – 2004. ביחס להסברים שנלוו למקרי אי ציות, החוקרים מצאו שהשיעור של מקרי אי הציות שנלוו להם הסברים כלשהם גדל משיעור של כ-81% בשנים 1998 – 1999 לשיעור של כ-87% בשנים 2003 – 2004. עוד מצאו החוקרים, כי חברות המשתייכות למדד FTSE100 (מדד המניות המוביל של אנגליה שכולל את מניות 100 החברות בעלות שווי השוק הגדול ביותר הנסחרות בבורסה של לונדון), מצייתות לעקרונות של הקוד בשיעור גבוה יותר (שיעור של כ-37% לעומת שיעור של כ-31% מצד חברות שאינן משתייכות למדד הנזכר).

לבסוף, ראו: Annika Galle, "Comply or Explain" in Belgium, Germany, Italy, the Netherlands and the UK: Insufficient Explanations and an Empirical Analysis", 12 CORPORATE OWNERSHIP & CONTROL 862 (2014). (המחקר בחן אף הוא את יעילות השימוש במודל של אמצ' או הסבר בהקשר של דיני החברות, במספר מדינות: בלגיה, גרמניה, איטליה, הולנד, ואנגליה. המחקר התמקד ב-50 חברות שהיו רשומות בכל אחת מהמדינות בשנים 2005 – 2007, ובחן את האופן שבו הן פעלו בהתאם למנגנון של אמצ' או הסבר. בדומה למחקר של Arcot ו-Bruno, גם מחקר זה בחן את איכות הגילוי שסיפקו חברות במקרים של אי ציות לעקרונות מסויים, וסיווגו את איכות הגילוי ל-6 קבוצות איכות שונות. המחקר מצא כי ב-40.2 אחוזים מהמקרים הגילוי שניתן לאי הציות היה לא מספק).

<sup>179</sup> שם, שם.

<sup>180</sup> שם, בעמ' 26.

<sup>181</sup> שם, בעמ' 27 ("The pioneer of all these codes of best practice ... is characterized by voluntary compliance and mandatory disclosure. There is no body or regulator designated to monitor the compliance with the provisions of the Code or the type of explanations given. Shareholders pressure should per se secure adherence." ראו גם שם, בעמ' 31).



של החברות שאמורות לציית למודל, למעורבות אקטיבית של בעלי המניות ולאכיפה הולמת של מידת הציות והגילוי הנלווה למקרים של אי ציות.<sup>182</sup>

כאמור לעיל, חרף חשיבותו של הנושא, נראה שעד כה בוצעו מעט מחקרים אמפיריים שבחנו את האפקטיביות של השימוש במודל של אמצ' או הסבר.<sup>183</sup> עם זאת, ברור שנדרש פיקוח על האופן שבו חברות שבחרות לסטות מעקרונות מומלצים של ממשל תאגידי, מספקות גילוי ביחס לסיבה לסטייה, להיקפה של הסטייה ולצעדים שבכוונת החברה לנקוט ביחס לסטייה, אם בכלל. אני סבור, שאסדרה של מבנה הדירקטוריון יכולה לסמוך על מנגנון של "אמצ' או הסבר", וזאת, בזכות הסביבה שבה פועלות כיום החברות בישראל, שמתאפיינת בפיקוח מצד רשות ניירות ערך הישראלית, ובעניין ער מצד בעלי מניות וריבוי הליכים שאותם יוזמים תובעים במישור האכיפה הפרטי (הליכים של תביעות ייצוגיות ונגזרות), וכן מצד התקשורת הכלכלית.<sup>184</sup> לבסוף, בהינתן שהשוק הישראלי הוא שוק בבעלות ריכוזית, ושחברות רבות בשוק הישראלי נשלטות על ידי משפחות, המחקר של Arcot ו-Bruno, מעורר חשש בקשר למידת היעילות של מודל מסוג אמצ' או הסבר בישראל. חשש זה מצדיק מעקב אחר הגילוי שניתן על ידי חברות ציבוריות ישראליות המצויות בשליטה של משפחות.

## 2. דיון בצורך בשינוי ביחס למאפיינים השונים

**סיווג הדירקטורים.** כפי שהוסבר בחלק מוקדם של המאמר, בישראל לא קיימת חובה חוקית לעמוד ברף מינימלי של שיעור כהונה של דירקטורים בלתי תלויים. עם זאת קיים רף מומלץ של שליש לפחות – בחברות עם דבוקת שליטה ושל מחצית לפחות – בחברות ללא דבוקת שליטה. הטעם להבחנה נעוץ ברצון לתת אפשרות לבעל השליטה לכוון את ענייני החברה לפי חזונו והשקפתו, לטובת החברה כמובן.<sup>185</sup> כפי שהראיתי בפרק ג.2. למאמר, שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים (דירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים) בחברות הכלולות במדד ת"א 125 עומד על 50.8%. שיעור זה חוצה את הרף המומלץ המתייחס הן לחברות ללא דבוקת שליטה והן לחברות עם דבוקת

<sup>182</sup> שם, בעמ' 34.

<sup>183</sup> Annika Galle, לעיל ה"ש 178, בעמ' 864 ("Studies on code compliance ... are quite rare..."). ראו גם Arcot & Bruno, לעיל ה"ש 178, בעמ' 8 ("Our study is the first to comprehensively analysis assessing the working of the 'comply or explain' system in the UK over a period of time").

<sup>184</sup> בהקשר זה, ראו, למשל Patricia Gabaldon, Celia de Anca, Ruth Mateos de Cabo & Ricardo Gimeno, *Searching for Women on Boards: An Analysis from the Supply and Demand Perspective*, 24(3) CORPORATE GOVERNANCE: AN INTERNATIONAL REVIEW 371, 376 (2016) ("The effect of these [corporate governance] codes relies on peer pressure among corporations and pressure from stakeholders and media, as corporate governance codes usually do not imply penalties for non-compliance.")

בהקשר של השוק הישראלי, מעניין להצביע על המעורבות שגילו לאחרונה המשקיעים המוסדיים במבנה הדירקטוריון של חברת "פז". ראו, למשל: קובי ישעיהו, "ניצחון לפסגות ומיטב דש: אברהם ביגר נבחר לדירקטוריון פז", **גלובס** (11.3.2019). על התפקיד החשוב שיכולים המוסדיים למלא בפיקוח על הציות למודל אסדרתי של "אמצ' או הסבר" עומד גם הדו"ח של ה-OECD שהתפרסם בשנת 2019. ראו: , לעיל ה"ש 46, בעמ' 31.

אולם, כזכור, חברת פז הינה חברה ללא גרעין שליטה. חברות עם מבנה בעלות שכזה מהוות מיעוט מקרב החברות הנסחרות בישראל. כידוע, ברוב החברות בישראל קיים גרעין שליטה. ביחס לגילוי שמספקות חברות אלה, שמור תפקיד מרכזי לרשות ניירות ערך הישראלית.

<sup>185</sup> ראו: דו"ח ועדת גושן, לעיל ה"ש 38, בעמ' 8. ראו גם: הצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010, הצעות חוק הממשלה 496, מיום 10 במרץ 2010, בעמ' 568: "בהתאם להמלצות ועדת גושן... בחברה שאין בה בעל שליטה או מחזיק בדבוקת שליטה – רוב של דירקטורים בלתי תלויים, ובחברה שיש בה בעל שליטה או מחזיק בדבוקת שליטה – שליש של דירקטורים בלתי תלויים מבין חברי הדירקטוריון. **אבחנה זו ראויה לנוכח החשיבות שיש במתן אפשרות לבעל השליטה למנות את רוב הדירקטורים בחברה ולכוון את פעילות התאגיד משיקולים עסקיים ולטובת החברה.**" (הדגשה הוספה). ראו גם הצעת חוק החברות (תיקון מס' 8) (כשירות דירקטור ודירקטור בלתי תלוי), התשס"ח-2008, הצעות חוק הכנסת 229 מיום 19 במאי 2008, בעמ' 296 – 297. ראו בהקשר זה גם אקשטיין והאן, "שליטה: אחריות ללא סמכות?", לעיל ה"ש 5.

שליטה. בהינתן שהשוק הישראלי ריכוזי וכולל חברות רבות שבהן קיימת דבוקת שליטה, נראה ששיעור הבלתי תלויים המכהנים בחברות הכלולות במדד ת"א 125 חוצה באופן מובהק את הרף המומלץ בחוק החברות. משכך, על פניו אפשר לטעון כי לא קיים כשל הדורש התערבות חקיקתית או אסדרתית מעבר לדרישה מהחברות לגלות את שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים המכהנים בהן.

אולם, לא אעשה את המלאכה קלה ואעבור לדיון בשאלה קשורה שמתעוררת מאליה והיא – האם רף של מחצית דירקטורים בלתי תלויים הוא בכלל רף ראוי ונחוץ? התשובה לשאלה זו מורכבת, ונראה שקשה להשיב על שאלה זו בצורה החלטית. במבט ביקורתי ובראייה היסטורית, יש הטוענים שהדירקטוריונים בארצות הברית הפכו לכאלה שמשלבים שיעור גבוה של דירקטורים בלתי תלויים (עוד לפני שחויבו לכך בחקיקה או באסדרה), בהשפעה של מגמות ואירועים שונים שאירעו לאורך העשורים האחרונים, ולא על-בסיס שקילה אמיתית של הצורך בשיעור כה גבוה.

את ראשיתו של הגידול בשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בארצות הברית, ניתן לזהות בשלהי שנות ה-80, כתגובה לגידול בהיקף ההשתלטויות העוינות על חברות ציבוריות וההתגוננות של הדירקטוריונים באותן חברות מפני השתלטויות אלה.<sup>186</sup> בהמשך, היו אלה השערוריות של ראשית שנות ה-2000 (אנרון, וורלדקום ודומיהן) שייצרו לחץ עצום מצד הציבור והתקשורת שביקשו לחזק את עצמאות הדירקטוריונים.<sup>187</sup> אותו הלחץ היה גם זה שהוביל בהמשך לחקיקה של ה-SOX שדרש מה-SEC (רשות ניירות ערך האמריקאית) להנחות את הבורסות לשנות את כללי הרישום שלהן בקשר לשילובם של דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון, בדגש על ועדת הביקורת וועדת התגמול של הדירקטוריון.<sup>188</sup> הרושם שמתקבל מהדברים האמורים הוא שהלכה למעשה, הדירקטוריונים של החברות הציבוריות האמריקאיות הפכו לכאלה שמשלבים יותר ויותר דירקטורים בלתי

<sup>186</sup> ראו: Marcel Kahan & Edward B. Rock, *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*, 69 U. CHI. L. REV. 871, 881-2 (2002) ("Accompanying the shift in types of takeovers ... are two other gradual changes in the governance structure for public corporations. First, both anecdotal evidence and empirical studies suggest that outside directors exert more power in the boardroom than they did previously ... The increase in the percentage of outside directors seems particularly pronounced in companies incorporated in states that have adopted severe antitakeover laws."); Theodore N. Mirvis & William Savitt, *The Dangers of Independent Directors*, 40 DEL. J. CORP. L. 481, 482-3 (2016) ("The hostile takeover boom of the 1970s and 1980s led many observers to decry the seemingly knee-jerk negative reaction of target company boards to premium takeovers bid ... This environment spurred demands for a higher proportion of independent directors who would not feel any attachment to 'our' company.")

<sup>187</sup> ראו, Mirvis & Savitt, לעיל, בעמ' 484. ראו גם: Sharpe, לעיל ה"ש 135, בעמ' 1443 – 1447 (מתארת כיצד הגדלת שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים הייתה תגובה אסדרתית סטנדרטית לשערוריות וכישלונות שחו חברות ציבוריות בשנים האחרונות).

<sup>188</sup> ראו, למשל: Brian R. Cheffins, *Delaware and the Transformation of Corporate Governance*, 40 DEL. J. CORP. L. 1, 38-39 (2015).

מעניין לציין, שעוד בטרם כניסתו לתוקף של ההוראות המחייבות רוב של דירקטורים בלתי תלויים, במרבית החברות שהיו רשומות למסחר בבורסה של ניו יורק כיהנו רוב של דירקטורים בלתי תלויים. ראו: Donald C. Clarke, *Three Concepts of the Independent Directors*, 32 DEL. J. CORP. L. 73, 74 (2007). עוד לפני כניסתו לתוקף של התיקון בכללי הרישום של הבורסה בניו יורק, בכ- 75 אחוזים מהחברות הרשומות למסחר בבורסה של ניו יורק היה רוב של דירקטורים בלתי תלויים. ראו גם: Lisa M. Fairfax, *The Uneasy Case for the Inside Director*, 96 IOWA L. REV. 127, 137 (2010). (מפנה למחקרים שמראים כיצד בשנת 2001, עוד בטרם אימוץ ההנחיות המורות על רוב של דירקטורים בלתי תלויים ב-SOX ובכללי הבורסות בארצות הברית, כיהנו בחברות הציבוריות בארצות הברית רוב של דירקטורים בלתי תלויים).

תלויים בהגדרה, במידה רבה כתגובה לאירועים שגררו לחץ מצד הציבור והתקשורת, וכן בהשפעה של אינרציה חקיקתית ואסדרתית, ולא בהכרח מכוח שקילה זהירה ומחושבת של התועלת שבדבר.<sup>189</sup>

עיון בדו"חות האמריקאים שהמליצו על שינוי כללי הרישום של הבורסה של ניו יורק ושל הנאסד"ק – שינוי שכלל גם העלאת שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים לשיעור של מחצית - עשוי לחזק את הרושם שתואר לעיל. אותם דו"חות אינם חושפים את ההיגיון שעמד בבסיס ההמלצה על שיעור של מחצית בלתי תלויים. כך, למשל, דו"ח שפרסמה הוועדה שבחנה את שינוי כללי הרישום בבורסה של ניו יורק בשנת 2002, מסתפק באמירה כללית שלפיה הפעלת שיקול דעת עצמאי נחוצה לתפקוד אפקטיבי של הדירקטוריון, ודרישה של שיעור של מחצית דירקטורים בלתי תלויים תשפר את איכות הפיקוח של הדירקטוריון על הנעשה בחברה ותצמצם את החשש מניגודי עניינים.<sup>190</sup> גם הסקירה שפרסמה ה- SEC כשדיווחה על כך שאישרה את כללי הרישום החדשים של הבורסה של ניו יורק ושל הנאסד"ק, הסתפקה בלציין שהנחת העבודה היא שהגדלת שיעור הבלתי תלויים תגדיל את הסיכוי שהחלטות של החברה יתקבלו לטובת בעלי מניותיה.<sup>191</sup> על היעדר התימוכין לדרישה של הבורסות בארצות הברית למחצית בלתי תלויים נמתחה ביקורת בספרות האקדמית.<sup>192</sup>

בדומה להתפתחות הדרישה למחצית בלתי תלויים בארצות הברית, נראה שגם הדרישה למחצית דירקטורים בלתי תלויים באנגליה התפתחה מבלי שנתמכה בהצדקה מוכחת. כיום, קוד הממשל התאגידי האנגלי כולל הוראה על כהונה של לפחות מחצית דירקטורים בלתי תלויים.<sup>193</sup> הקוד עוצב לראשונה על ידי ועדה

<sup>189</sup> לביקורת על מגמה זו ראו: Mirvis & Savitt, לעיל ה"ש 186. ראו גם שם, בעמ' 482 (We arrived at this pass largely by accident).

באופן כללי יותר, לביקורת על כך שישנן רפורמות שהן תוצר של משברים ושל לחץ מצד הציבור ולכן הן אינן נחוצות, ראו מאמרה המפורסם של רוברטה רומנו: Roberta Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L.J. 1521 (2005).

מנגד, ראו ביקורת על הקו שמובילה רוברטה רומנו, מצד ג'ון קופי, אחד מגדולי החוקרים בתחום של דיני החברות, שגורס שאפשר והרפורמות דווקא כן נחוצות, וכי רפורמות משמעותיות ניתן להעביר רק סמוך לאחר משברים ועל-כן יש "לנצל" את ה"מומנטום" שנוצר לאחר משברים כדי להעביר רפורמות נחוצות. לשיטתו של קופי, בזמנים רגילים, המחוקק נתקל בהתנגדות של קבוצות אינטרס שמתנגדות לשינויים חקיקתיים ואסדרתיים. ראו: John C. Jr. Coffee, *Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated*, 97 CORNELL L. REV. 1019 (2012).

<sup>190</sup> המלצות על שינוי כללי הרישום בבורסה של ניו יורק, לעיל ה"ש 33, בעמ' 6 (Effective boards of directors exercise independent judgement in carrying out their responsibilities. We believe requiring a majority of independent directors will increase the quality of board oversight and lessen the possibility of damaging conflicts of interest). גם הגופים השונים ששלחו את המלצותיהם לוועדה של הבורסה של ניו יורק שהמליצה בסופו של יום על שינוי כללי הרישום, המליצו אמנם על רף של לפחות מחצית דירקטורים בלתי תלויים, אולם מעבר לאמירות כלליות לפיהן רף שכזה ישפר את העצמאות של הדירקטוריון ואת הביטחון של המשקיעים בחברות הרשומות למסחר, לא פירטו את ההצדקות לרף הנזכר. בהקשר זה יש לציין, שדו"ח ועדת גושן שהמליץ כזכור על רף של מחצית בלתי תלויים בחברה ללא דבוקת שליטה, מתאר את המצב החוקי בארצות הברית ובאנגליה. דו"ח ועדת גושן, לעיל ה"ש 38, בעמ' 7 – 9.

<sup>191</sup> ראו: U.S. Securities and Exchange Commission, NASD and NYSE Rulemaking: Relating to Corporate Governance (Nov. 4, 2003), <https://www.sec.gov/rules/sro/34-48745.htm> ("The Commission believes that requiring boards to have a majority of independent directors should increase the likelihood that boards will make decisions in the best interests of shareholders. The Commission further believes that requiring boards to make an affirmative determination of independence, and to disclose these determinations, will increase the accountability of boards to shareholders and give shareholders the ability to evaluate the quality of a board's independence and its independence determinations.")

<sup>192</sup> ראו, למשל: Stephen M. Bainbridge, *A Critique of the NYSE's Directors Independence Listing Standard* 5-6 (UCLA School of Law, Research Paper No. 02-15, 2002) ("The NYSE Committee proposes requiring that the boards of directors all listed companies must have a majority of independent directors. The sole justification offered for this dramatic change is the Committee's belief that doing so 'will increase the quality of board oversight and lessen the possibility of damaging conflict of interest.' **No evidence is offered to support that bald statement of belief, however.**") הדגשה הוספה.

<sup>193</sup> Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code* (July 2018) (להלן: "הקוד האנגלי").

בראשות סר אדריאן קדבורי (Adrian Cadbury) שהגישה את המלצותיה בשנת 1992.<sup>194</sup> הדו"ח שפרסמה ועדת קדבורי בשעתו המליץ על רף מינימלי של שלושה דירקטורים שלא ממלאים תפקיד ניהולי בחברה (non-executive directors), כאשר שניים מהם צריכים להיחשב דירקטורים בלתי תלויים, לפי ההגדרה המופיעה בדו"ח שפרסמה הוועדה.<sup>195</sup> הוועדה נימקה דרישה זאת באופן כללי.<sup>196</sup> מאז דו"ח קדבורי התפרסמו עוד מספר דו"חות עד לדו"ח שפרסם בשנת 2003 סר דרק היגס שהמליץ על שיעור של לפחות מחצית דירקטורים בלתי תלויים.<sup>197</sup> גם להמלצה זו לא התלוו הצדקות מוצקות, ונראה כי המלצה זו ששינתה את פני הממשל התאגידי באנגליה בהקשר של ההוראה על שילוב דירקטורים בלתי תלויים בשיעור של מחצית לפחות, הושפעה במידה רבה מה-SOX, שאומץ בארצות הברית בשנת 2002, ומשינוי כללי הבורסה של ניו יורק ושל הנאסד"ק בשנת 2002.<sup>198</sup>

חרף הספק שהוטל, כמוסבר לעיל, ביחס לדרך שהובילה לחקיקה ולאסדרה שדרשו כהונה של דירקטורים בלתי תלויים בשיעור של מחצית לפחות, נראה שאת החתירה אל עבר שיעור זה, ניתן לבסס על שתי הנחות הקשורות ביניהן. בהתאם להנחה הראשונה, החלטות המתקבלות על ידי דירקטורים רגילים עלולות להיות נגועות בהטיות המפריעות להם, בנסיבות מסוימות, לראות לגד עיניהם אך ורק את טובת החברה. מכאן הצורך בדירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון. לפי ההנחה השנייה, דעת הרוב משקפת, בהסתברות גבוהה, את העדפת הקבוצה.<sup>199</sup> מכאן הצורך לחתור אל עבר הכרעה בידי רוב בלתי תלוי.<sup>200</sup>

לסיום בנקודה זו, אזכיר, כי בנוסף לארצות הברית ולאנגליה, שבהן מבנה הבעלות בחברות הוא מבוזר,<sup>201</sup> במדינות רבות ב-OECD, קיים מבנה בעלות ריכוזי, בדומה לישראל. בחלק מאותן מדינות הומלץ על עמידה ברף של לפחות מחצית בלתי תלויים, כאשר בחלק אחר הומלץ על רף של לפחות שליש בלתי תלויים.

<sup>194</sup> ראו: Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (December 1992).

<sup>195</sup> שם, בפסקה 4.11.

<sup>196</sup> שם, בפסקה 1.3 (for their views). "The board should include non-executive directors of sufficient calibre and number for their views (to carry significant weight in the board's decisions)".

<sup>197</sup> Derek Higgs, Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors (January 2003).

<sup>198</sup> שם, בעמ' 35 (Bouton). "I agree with the conclusions of these [SOX, NASDAQ listing rules, NYSE listing rules and Bouton] reports that a board is strengthened significantly by having a strong group of non-executive directors ... These individuals bring a dispassionate objectivity that directors with a closer relationship cannot provide. In the light of the need to manage conflict of interests, the increasing role of the board committees, and the positive benefits of independence, I recommend that the Code should provide that at least half of the members of (the board, excluding the chairman, should be independent non-executive directors)".

<sup>199</sup> ראו: זוהר גושן, "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות", משפטים כט 17, 22 (תשנ"ח) ("העדפת הקבוצה המתבטאת בעמדת הרוב היא הסכמת הקבוצה. ההנחה היא, שדעת הרוב היא הקירוב הטוב ביותר לקיומה של עסקה יעילה").

<sup>200</sup> עדיין, כפי שמסביר גושן במאמר אחר, דעת הרוב מבטאת את העדפת הקבוצה, "רק בהתקיים התנאי שכל מצביע מבטא את בחירתו הכנה". ראו: זוהר גושן, "הצבעה אסטרטגית בדיני-חברות: מדיקטטורה לדמוקרטיה", משפטים כג 109, 111 (תשנ"ד). מכאן, אפשר שתישמע טענה ולפיה ניתן לסמוך על כך שהצבעה משקפת הערכה כנה רק כשמדובר בדירקטורים בלתי תלויים בשיעור של 100%. אולם, בהינתן שלשילוב של בלתי תלויים בשיעור שכזה צפויות להתלוות עלויות אחרות (ראו להלן), רף של מחצית (לפחות) בלתי תלויים מאפשר לאתר בקירוב טוב יותר (מאשר רף נמוך יותר של בלתי תלויים) מהלכים יעילים עבור החברה.

<sup>201</sup> אציין, שלמרות ההבדלים בין השווקים בארצות הברית ואנגליה מחד, ובישראל מאידך, הדיון במרכיב של סיווג הדירקטורים ועצמאות הדירקטורים תופס מקום מרכזי בדיני החברות בישראל (דו"ח ועדת גושן, תיקון מס' 16, הפסיקה הישראלית ועוד) ובחוק"ל. משכך, הדיון שהוצע לעיל בגוף הטקסט, יש בו כדי לתרום להכרת התמונה המלאה בנוגע לדרישות הנוגעות לעצמאות הדירקטורים.

נוסף על הדברים האמורים, חרף מאמץ מחקרי שבוצע בשני העשורים האחרונים, לא הושגו ראיות קונקלוסיביות (מכרעיות) ביחס לתרומה לחברה של שיעור גבוה של דירקטורים בלתי תלויים.<sup>202</sup> מצד אחד ברור, כי שילובם של דירקטורים בלתי תלויים יכול לצמצם את החשש לניגוד העניינים בין בעלי המניות של החברה לבין הנהלת החברה ולשפר את היכולת של הדירקטוריון לפקח על ההנהלה.<sup>203</sup> שילובם של דירקטורים בלתי תלויים בחברות עם בעלות ריכוזית עשויה גם לרסן ניצול אפשרי של משאבי החברה על ידי בעל השליטה.<sup>204</sup> מצד שני, יכולת הפיקוח של דירקטורים בלתי תלויים הינה יכולת מוגבלת, בהינתן מגבלות של זמן, היכרות מוגבלת של החברה והניהול היום-יומי שלה, ותלות של הדירקטורים הבלתי תלויים במידע הנחוץ להם לשם פיקוח ושמקורו בהנהלה הבכירה של החברה.<sup>205</sup>

על רקע מכלול הדברים האמורים, אני סבור שהאיזון הנכון בין הצורך להבטיח עצמאות של הדירקטוריון מחד, לבין המגבלות המוכרות של שילוב דירקטורים בלתי תלויים בשיעור גבוה מאידך, הוא באמצעות שימוש במודל של "אמץ או גלה". שיטה זו מאפשרת מידה של גמישות הנחוצה בין השאר בהתחשב בקושי "לתפור חליפה במידה אחידה" לחברות בעלות מאפיינים שונים, הכוללים בין השאר מסורת שונה, דרך פעולה שונה, תאבון סיכון שונה וסביבת עבודה שונה.<sup>206</sup> כמו-כן, חברות קטנות עלולות להתקשות לתפקד עם שיעור גבוה של דירקטורים בלתי תלויים.<sup>207</sup> לכן, כאמור, מוצע לפעול באמצעות מודל של "אמץ או גלה" שעדיף בעיניי על סטנדרט קשיח ומחייב המורה על שיעור מינימום של מחצית בלתי תלויים בדירקטוריון.

<sup>202</sup> ראו: Renee B. Adams, Benjamin E. Hermalin & Michael S. Weisbach, *The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey*, 48 J. ECON. LIT. 58 (2010); Sanjai Bhagat & Bernard Black, *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, 27 J. CORP. L. 231 (2002); Sanjai Bhagat & Bernard Black, *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, 54 BUS. LAW. 921 (1999); Roberta Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L.J. 1521, 1530-1532 (2005). חיובי מובהק בין עצמאות הדירקטוריון לבין שיפור בביצועי החברה. לבסוף, ראו: Bainbridge, לעיל ה"ש 192, בעמ' 16 – 18 (מציע סקירה של מחקרים אמפיריים שמניבים ממצאים מעורבים ביחס לתרומה או היעדר התרומה של שיעור גבוה של דירקטורים בלתי תלויים לביצועים של החברה).

<sup>203</sup> Bainbridge, לעיל ה"ש 192, בעמ' 16. ראו: Armour et al., *The Basic Governance Structure*, לעיל ה"ש 21 ("And because they are not themselves making day-to-day management decisions, they can be expected to identify less with management and to be more willing to be critical."). Fairfax, לעיל ה"ש 188, בעמ' 81; Clarke, לעיל ה"ש 188, בעמ' 138 – 139.

<sup>204</sup> ראו, למשל: Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 U. PA. L. REV. 1271, 1276 (2017) ("In [controlled] companies ... a primary governance concern is to protect public investors from controller opportunism and value diversion. Corporate law commonly addresses this concern by requiring or encouraging the use of independent directors...").

<sup>205</sup> ראו, למשל: Bainbridge & Henderson, לעיל ה"ש 19, בעמ' 1062 ("... boards comprised principally of outsiders who have full-time jobs elsewhere and therefore can devote relatively little time to the running of the business for which they act as directors."). ראו גם שם, בעמ' 1064 – 1066.

ראו גם: Grimes v. Donald, No. CIV. A. 13358, 1995 WL 54441, at \*8 (Del. Ch. Jan. 11, 1995) (מסביר כיצד חברות עסקיות בנות זמנו הפכו להיות מוסדות מורכבים, וכיצד דירקטוריונים של חברות מורכבים בעיקר מאנשים שמקדישים פחות מרוב תשומת הלב שלהם לתפקידם בדירקטוריון).

לבסוף, ראו: RALPH D. WARD, *SAVING THE CORPORATE BOARD: WHY BOARDS FAIL AND HOW TO FIX THEM* 123 (2003) ("...outside board members ... amazingly out of touch with the corporation for which they bear ultimate legal responsibility.").

<sup>206</sup> שם, בעמ' 22 ("firms do not have uniform needs for managerial accountability mechanisms. The need for accountability is determined by management's tastes, which in turn is determined by each firm's unique culture, traditions, and competitive environment.").

<sup>207</sup> בהקשר זה מעניין לציין, כי קוד הממשל התאגידי של אנגליה כלל בשנת 2016 הוראה שפוטרת חברות קטנות (שאינן כלולות במדד FTSE350) מהחובה לשלב לפחות מחצית דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון. קוד הממשל התאגידי, בנוסחו המעודכן נכון לשנת

**משך הכהונה.** הנושא של משך הכהונה של דירקטורים, תופס בשנים האחרונות חלק משמעותי בשיח התאגידי. עם זאת, נראה שעד כה לא קיימת תשובה מכרעת לשאלה – אם כהונה ממושכת של דירקטורים משרתת את טובת החברה או להיפך, פוגעת בה. הכיוון המחקרי המסתמן הוא, שמצד אחד, לדירקטורים המכהנים נדרשת "תקופת לימוד" של מספר שנים, לשם הכרת החברה והסביבה שבה היא פועלת. אולם, מצד שני, כהונה ממושכת מידי עלולה לגרום לשחיקה ולהתאבנות, וכן ליצור לקשר הדוק מדי בין הדירקטורים לבין ההנהלה שעלול לפגוע בעצמאות של הדירקטורים וביכולת שלהם לפקח על ההנהלה.<sup>208</sup>

בשנים האחרונות נשמעים קולות הקוראים להגביל את משך הכהונה של דירקטורים בארצות הברית. בהקשר זה מעניין להפנות למאמרו של ירון נילי שמציע, בהתייחס לשוק האמריקני, כי תוטל הגבלה על משך כהונה של דירקטורים. עם זאת, גם נילי מכיר בעלויות הגבוהות שעלולות להיות למהלך גורף של הטלת מגבלות על משך הכהונה של מכלול הדירקטורים המכהנים, הציע נילי להתמקד בהגבלת הכהונה של מי שמכהנים כחברים בוועדת הביקורת ובוועדת התגמול של החברה.<sup>209</sup> כזכור, משקיעים מוסדיים גדולים הפועלים בארצות הברית מבקשים אף הם להגביל את משך הכהונה של דירקטורים מכהנים.<sup>210</sup>

אולם, נראה שגם אלה שביקשו להגביל את משך הכהונה של הדירקטורים התייחסו למגבלות שראוי שיחולו על דירקטורים בלתי תלויים ולא על דירקטורים רגילים, והמליצו על מגבלות על כהונה שחורגת מ-12 או 15 שנים.<sup>211</sup> אזכור, כי מדובר בתקופת כהונה ארוכה בהרבה מתקופת הכהונה הממוצעת שמאפיינת כהונה של דירקטורים בישראל – רגילים, חיצוניים או בלתי תלויים, ועומדת על 6.7 שנים.<sup>212</sup>

לבסוף, כפי שהראיתי בחלק מוקדם של מאמר זה, מחקרים שנערכו בניסיון לאתר את משך הכהונה האופטימאלי של דירקטורים הראו שקיים יחס של "U הפוכה" בין משך הכהונה של הדירקטורים לבין ביצועי החברה, כלומר בתחילה נדרשים הדירקטורים לתקופת למידה; במהלך תקופת הלמידה ישנו יחס ישר בין משך הכהונה של הדירקטורים לבין ביצועי החברה; אולם, בנקודת מפנה מסוימת היחס מתהפך והופך ליחס שלילי בין משך הכהונה לבין ביצועי החברה. המחקרים הראו, כי נקודת המפנה היא השנה התשיעית או העשירית לכהונה.<sup>213</sup>

בהתחשב בדברים האמורים, לפחות בשלב זה אמליץ להגביל את משך הכהונה של הדירקטורים הרגילים ל-10 שנים,<sup>214</sup> תוך שימוש במודל של אמצ' או גלה. כזכור, שימוש במודל זה נחשב למכביד פחות מהשימוש במודל של "אמצ' או הסבר" והוא עדיף בעיניי, לפחות בשלב זה, בעיקר משום שבספרות המחקרית לא נצבר

2018, הסיר את הפטור הנזכר וכעת מחיל את החובה למחצית בלתי תלויים על מכלול החברות. לנוסח העדכני של הקוד נכון לשנת 2018, ראו: הקוד האנגלי, לעיל ה"ש 193.

להסבר על הסרת הפטור שממנו נהנו חברות קטנות עד לשנת 2018, ראו: 2018 UK Corporate Governance Code and New Legislation: Latest Governance Developments Impacting UK Premium Listed Companies 17 (July 2018).

<sup>208</sup> ראו לעיל בפרק א.2.

<sup>209</sup> Nili, לעיל ה"ש 78, בעמוד 152.

<sup>210</sup> ראו לעיל פרק א.2.

<sup>211</sup> ראו לעיל ה"ש 57 - 68.

<sup>212</sup> ראו לעיל פרק ג.3(ב).

<sup>213</sup> לעיל בפרק א.2.

<sup>214</sup> מגבלה על משך הכהונה קיימת כיום בחוק החברות ביחס לדירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים. דירקטור בלתי תלוי לא יכהן מעל תשע שנים רצופות (ולא יראו בהפסקת כהונה שאינה עולה על שנתיים כמפסיקה את רצף הכהונה), וכך גם דירקטור חיצוני. סעיפים 1 ו-245 לחוק החברות, בהתאמה.

בסיס ידע מספק ביחס לשנה המהווה את נקודת המפנה. בנוסף, בחלק לא מבוטל מהחברות מכהנים בדירקטוריון בעלי שליטה. בהתחשב בכך, ובהינתן שכהונה של בעל שליטה בדירקטוריון מהווה את זכותו לממש את השליטה, מוצע שלא להחשיב כהונה של בעל שליטה בדירקטוריון מעל הרף המוצע כאן, ככהונה שחורגת מהרף.

**גיל הדירקטורים.** באשר לגיל הדירקטורים המכהנים, דיני החברות בישראל אינם כוללים הוראות קשיחות המבקשות להגביל את גיל הדירקטורים, אולם, גם בהיעדר הוראות קשיחות, רשאויות החברות לאמץ בתקנוניהן הוראות המגבילות את גיל הדירקטורים המכהנים, בדרך של אסדרה פרטית. סקרים שנערכו בארצות הברית בשנים האחרונות מלמדים על כך שחברות רבות אכן מאמצות הוראות המגבילות את גיל הכהונה, ועל כך שההוראה השכיחה מגבילה את הכהונה עד לגיל של 72 או 75.<sup>215</sup> הוראות דומות על הגבלת גיל הכהונה אומצו גם בחברות שנסחרות במדינות נוספות בחו"ל.<sup>216</sup>

ראוי לזכור, שהתרומה האפשרית של הגבלת גיל הדירקטורים לביצועי החברה ולממשל התאגידי שלה, לא הוכחו עד כה באופן משכנע.<sup>217</sup> אמנם, קביעת גיל מקסימום לדירקטורים, עשויה לקדם גיוון בדירקטוריון וריענון של השורות, וכך לעודד ערוצי חשיבה ודיון רבגוניים ולהימנע ממצב של קיבעון (סטגנציה) מחשבתית.<sup>218</sup> אולם, קביעת גיל מקסימום כרוכה גם בעלויות. בראש ובראשונה, הוראת חוק ישראלית שתאסור על כהונה מעל גיל מסוים, צפויה לפגוע ביכולת של בעלי שליטה בישראל לכהן בדירקטוריונים של חברות שבהן הם אחוזים בשליטה.<sup>219</sup>

הדרך לאזן בין העלויות לתועלות האפשריות, ובהתחשב בכך שהגבלת גיל כהונה לא הוכחה עד כה כבעלת תרומה לחברה, היא באמצעות גילוי. גילוי שכזה ניתן כיום בדו"חות השנתיים של החברות הציבוריות, מכוח תקנה 26 לתקנות הדיווח השוטף.

בנוסף, במסגרת עיצוב הדירקטוריון, יש להביא בחשבון כי אמנם, לגיוון בדירקטוריון יש תועלות משמעותיות שעליהן עמדת זיכה מכבר, אולם לגיוון יתר בדירקטוריון, עלולות להיות גם עלויות, המשפיעות לרעה על היכולת של הדירקטוריון לתפקד ולקבל החלטות בצורה יעילה. כך, גיוון ביתר של גילאי הדירקטורים, עלול

<sup>215</sup> ראו: Equilar, Board Refreshment: Bringing New Ideas to the Boardroom (Jan. 31, 2017) ("... S&P 500 over time has shown increased prevalence of mandatory retirement age disclosures, reaching 38.9% of companies in 2016, up from 29.8% in 2012... of those S&P 500 companies that did include a retirement age in their proxy statements, the most common was 72, with nearly half of companies doing so."); Deloitte, 2014 Board Practices Report: Perspectives from the Boardroom 7 (2014) (סקר שבוצע מצביע על כך שחברות הנסחרות בארצות הברית ובחורות להגביל את גיל הכהונה של דירקטורים, מעמידות את גיל המקסימום על 72 או 75). ראו גם: Yin Wilczek, *Director Age and Tenure: How Old Is Too Old?*, BLOOMBERG (Aug. 30, 2016) ("The average age of an S&P director is 62. But that's well below the age limit that many large U.S. companies have set for their own boards. Of those in the S&P 500 that do have a mandatory retirement age in place, 88 percent set that age at 72 or older and 33 percent set it at 75 or older, according to Bloomberg ESG Data.")

<sup>216</sup> ראו: Deloitte, Director 360: Growth From All Directions 31 (2014) (מפרט ממצאים של סקר שנערך בקרב 317 יו"ר דירקטוריונים ודירקטורים מ-15 מדינות. לפי ממצאי הסקר, השיעור הגבוה ביותר של דירקטורים שהשיבו כי אימצו מגבלות על גיל הדירקטורים, היה בקרב דירקטורים מארצות הברית ומהודו).

<sup>217</sup> ראו, לעיל פרק ב.1.

<sup>218</sup> ראו, למשל: Deloitte, לעיל ה"ש 216, בעמ' 7 ("retirement in response to age limits continues to be the most prevalent mechanism for board refreshment").

<sup>219</sup> המחקר האמפירי שבוצע במסגרת מאמר זה, אכן מלמד על כך שבמספר לא מבוטל של דירקטוריונים מכהנים בעלי שליטה.

להקשות על התקשורת בין הדירקטורים ועל היכולת שלהם לפעול בצורה הרמונית.<sup>220</sup> זאת, בהינתן שהדירקטוריון אמור לפעול בצורה הרמונית, ולהיות מסוגל לקבל החלטות בצורה יעילה, על בסיס תקשורת טובה בין חבריו.<sup>221</sup> בחלק מוקדם של המאמר, הצגתי את סטיית התקן בגילאים של הדירקטורים המכהנים בישראל. ראוי לציין, כי עד כה, אין בספרות המחקרית בסיס ידע כלשהו, שמלמד על סטיית התקן האופטימאלית בהקשר זה. סבורני, שלעת הזו, ניתן להיעזר בסטנדרט של סבירות ביחס לפיזור הגילאים, ולצורך לאזן בין גיוון בגילאים לבין הצורך להיזהר מגיוון ביתר.

**גיוון מגדרי.** תשומת לב מיוחדת ניתנת כיום, בישראל ובעולם, לצורך בגיוון מגדרי בדירקטוריון. בהקשר זה מקובל לדבר על שתי מטרות עיקריות. מטרה אחת מהווה חלק ממגמה כוללת המעודדת שוויון בין נשים לבין גברים – בשוק העבודה בכלל ובחברות ציבוריות בפרט. לחברות ציבוריות ולאופן שבו הן פועלות, יש השפעה רבה על עיצוב שוק העבודה. שילוב נשים בשיעורים גבוהים בדירקטוריונים חברות ציבוריות, צפוי לתרום למאמץ הכולל לקידום נשים בישראל. החשיבות של מהלך זה, זכתה להכרה מצד גורמים רבים, לרבות קובעי מדיניות בישראל.

המטרה השנייה נוגעת לאפשרות ששילוב נשים בשיעורים גבוהים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות, יתרום לעליית ערך החברות. אפשרות זו נתמכת כיום בראיות אמפיריות משמעותיות. כפי שהראיתי בחלק מוקדם יותר של המאמר, מחקרים רבים מצביעים על יחס ישר בין שילוב נשים בדירקטוריון לבין איכות הממשל התאגידי בחברה. מכאן, שבמישור העקרוני, ניתן להצביע על התרומה של גיוון מגדרי בדירקטוריון. עדיין, ראוי לזכור, כי קיימים מחקרים שלא מצאו קשר חיובי מובהק בין שיעור גבוה של נשים בדירקטוריון לבין שיפור בביצועים של החברה.<sup>222</sup> בנוסף, מחקר שהתפרסם לאחרונה ביחס לשוק האיטלקי, שבדומה לשוק הישראלי, הוא שוק ריכוזי, מצא, שההשפעה של שילוב נשים על ביצועי החברות היא חיובית, רק כאשר שיעור הנשים בדירקטוריון עולה על 20%; עד לשיעור זה, ההשפעה זניחה, ומתחת לשיעור של 10%, היא אף שלילית.<sup>223</sup> מחקר זה דווקא מחזק את הצורך בשיעורים גבוהים של נשים בדירקטוריון.

לסיכום בנקודה זו, השילוב של קיומה של המטרה הכללית החשובה של שילוב נשים, ביחד עם קיומו של מסד מחקרי שהולך ומתגבש ביחס לתרומה של כהונת נשים בדירקטוריון לביצועי החברות (אף שקיימים מחקרים שכוללים ממצאים מעורבים בהקשר זה), מצדיק את הצורך בחתירה אל עבר איזון מגדרי בדירקטוריון. הכרה בצורך זה קיימת גם בקרב קובעי מדיניות ומשקיעים מוסדיים בישראל ובארצות הברית.

<sup>220</sup> לניתוח כללי של הסוגיה ולתרומה של קרבה בגילאים של החברים בקבוצה לתקשורת ביניהם, ראו: Todd R. Zenger & Barbara S. Lawrence, *The Differential Effects of Age and Tenure Distributions on Technical Communication*, 32 THE ACADEMY OF MANAGEMENT J. 353, 356-7 (1989); ראו גם: Charles A. O'Reilly III, David F. Caldwell & William P. Barnett, *Work Group Demography, Social Integration, and Turnover*, 34 ADMINISTRATIVE SCIENCE QUARTERLY 21, 33-34 (1989).

<sup>221</sup> ראו: Solange Charas, *The Key to a Better Board: Team Dynamics*, HARV. BUS. REV. (Jan. 20, 2014) ("Boards that are able to function effectively as a team have an 800% greater impact on firm profitability than any one well-qualified board director — in other words, and consistent with Aristotle's observation, the whole is greater than the sum of its parts.")

<sup>222</sup> ראו לעיל הטקסט הצמוד לה"ש 92 - 93.

<sup>223</sup> ראו לעיל הטקסט הצמוד לה"ש 95.



עד כה דנתי בהצדקה העקרונית לשילוב נשים בשיעורים גבוהים בדירקטוריונים. עד כמה גבוהים? גיוון מגדרי, מעצם טבעו, שואף לשוויון בין גברים לבין נשים המכהנים הדירקטוריון, בראש ובראשונה שוויון במספר המושבים המאושים על-ידי גברים ונשים.

עם זאת, לטעמי, ראוי שלא לאמץ כלל נוקשה המחייב שוויון מספרי מוחלט בין גברים ונשים, ודאי לא כלל המחייב יישום בטווח המידי, בטרם קיומה של בדיקה יסודית באשר ליכולת לגייס נשים הנהנות מכישורים הנדרשים לכהונה בדירקטוריון. בטרם נקיטה בדרך של חקיקה או אסדרה כופה, יש להכיר באפשרות לקיומו של קושי לגייס נשים עם ניסיון מקצועי הרלוונטי למגזרים מסוימים לדירקטוריונים של חברות הפועלות באותם מגזרים.<sup>224</sup> קושי באיתור מועמדות למילוי "מִקְסָה" (quota) עלול להיווצר בגלל מגוון סיבות, שאינן קשורות דווקא לתחום של דיני החברות, וניתנת להסבר באמצעות תיאוריות סוציולוגיות העוסקות באי שוויון מגדרי. דיון בתיאוריות אלה חורג ממסגרת מאמר זה.<sup>225</sup> קושי לגייס נשים לדירקטוריון קשור באופן טבעי גם לחשיבות שרואים בשוויון בין נשים לגברים ברמה הלאומית, ולכן קשה לנתק את הדיון בצורך בשילוב נשים בדירקטוריון מהדיון הכללי בצורך בשוויון מגדרי.<sup>226</sup>

מחקר שפורסם על-ידי משרד האוצר בשנת 2017 מצביע על שיעור נמוך יחסית של נשים בתעשיית ההיי-טק בישראל.<sup>227</sup> מחקר אחר שפורסם על-ידי הכנסת בשלהי שנת 2010 מצביע על שיעור נמוך במיוחד של נשים בלימודי הנדסה (כגון הנדסת מחשבים וחשמל; הנדסת מכונות והנדסת מערכות תקשורת).<sup>228</sup> נתונים שפורסמו על-ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה בשנת 2017 מצביעים גם הם על שיעורים נמוכים של נשים בתחומי לימוד של מדעים פיזיקליים; מתמטיקה, סטטיסטיקה ומדעי המחשב וכן הנדסה ואדריכלות.<sup>229</sup> הוראה נוקשה המחייבת רף מסוים של כהונת נשים בדירקטוריונים של חברות המשתייכות למגזרים שבהם ההתמחויות הנזכרות חיוניות, עלולה לפגוע בתפקוד הדירקטוריון והחברה.<sup>230</sup>

<sup>224</sup> ראו: Anthony Garcia, *Director Skills: Diversity of Thought and Experience in the Boardroom*, HARVARD L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (October 10, 2018).

<sup>225</sup> ראו: Patricia Gabaldon et al., לעיל ה"ש 184 (המאמר מקיים דיון במגוון רחב של גורמים שעלולים להוביל לכך שיש מאגר מצומצם בלבד של נשים המועמדות לכהונה בדירקטוריון. בין השאר מתייחסים הכותבים להבדלים אפשריים בגישות ובערכים של נשים בהשוואה לגברים] Potential differences between the genders in terms of values and attitudes can result in motivational differences between men and women ... Women have been proven to be generally less hard achievers, less power-oriented ... and less power-hungry than men" שם, בעמ' 372; לעובדה שנשים מקדישות זמן רב יותר למטלות הקשורות בתא המשפחתי] "Women's commitment to family responsibilities, often labeled as work-family conflict, is probably the most commonly identified barrier preventing women from reaching leadership positions" שם, בעמ' 373; ולמחסור במודלים לחיקוי] "The lack of female role models is often cited as a reason for the low numbers of women in managerial positions" שם, בעמ' 375.

<sup>226</sup> שם, בעמ' 376.  
<sup>227</sup> ראו: יעל מזוז הרפז וזאב קריל, "המקפצה להייטק" (משרד האוצר, 10.9.2017), [https://mof.gov.il/ChiefEcon/EconomyAndResearch/ArticlesSet/Article\\_10092017.pdf](https://mof.gov.il/ChiefEcon/EconomyAndResearch/ArticlesSet/Article_10092017.pdf)

<sup>228</sup> ראו: הכנסת, מרכז המחקר והמידע, "נתונים על נשים בלימודי הנדסה" (2.11.2010).

<sup>229</sup> ראו: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, "לקט נתונים לרגל יום האישה הבין-לאומי 2017" (6.3.2017).

<sup>230</sup> נוכח הדברים האמורים, ברור, כי החלטה לדחוף לשילובן של נשים ללא ניסיון או כישורים מתאימים, במטרה לעמוד ב"מכסה" שהחוק מחייב, עלולה להוביל לפגיעה בביצועי החברה. ראו, למשל: Kenneth R. Ahern & Amy K. Dittmar, *The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation*, 127 THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 137, 179 (2012). ראו גם Gabaldon et al., לעיל ה"ש 184, בעמ' 372 ("... if a mandatory quota is (above the supply of female directors, the outcome will be worse than voluntary quotas").

כך או כך, הנתונים שנאספו ותוארו בחלק מוקדם של המאמר מצביעים כזכור על שיעור כהונה של כ-21 אחוזים במוצע, וקשה להלום שההסבר לשיעור שכזה נעוץ בפערים בכישורים המקצועיים בין גברים לבין נשים.

בנוסף לצורך לעודד חתירה אל עבר שיעור כהונה גבוה יותר של נשים, מעבר לצורך בשוויון רשמי (פורמאלי), יש צורך בקידום שוויון מהותי בין גברים לבין נשים. כפי שהסברתי בחלק מוקדם של מאמר זה, כיום מתחזקת ההבנה בדבר החשיבות שבגיוון מגדרי "עמוק" יותר מאשר "גיוון על פני השטח" בלבד. בענייננו, הדברים מוצאים ביטוי בשאיפה אל עבר שוויון בשכר בין נשים לגברים המכהנים בדירקטוריון ושוויון בתפקידים שאותם הם מבצעים. כך, למשל, כהונה של נשים בחברות בוועדת הביקורת של החברה שהינה ועדת חובה הממלאת, כפי הנראה, את התפקיד המשמעותי והחשוב ביותר מבין ועדות הדירקטוריון, עשויה להצביע על השפעה מהותית של נשים בדירקטוריון.<sup>231</sup>

באשר לדרך שבה ראוי לעודד גיוון מגדרי, כיום, מגלות החברות הציבוריות בישראל את שיעור הכהונה של נשים בדירקטוריון במסגרת הגילוי הניתן על ידן בשאלון הממשל התאגידי. כזכור, מדובר בפורמט שקבעה רשות ניירות ערך מכוח הנחיית גילוי שפרסמה, שבאמצעותו נדרשו חברות ציבוריות לגלות פרטים ביחס לשורה של פרמטרים ובהם עצמאות הדירקטוריון, כשירות וכישורי הדירקטורים, ועדת הביקורת והתגמול, מספר ישיבות ושיעור השתתפות ועוד.<sup>232</sup> אזכיר, כי אמנם שיעור הכהונה של נשים בישראל דומה לשיעור הכהונה בארצות הברית, ישנן מדינות רבות החברות באיחוד האירופי שבהן שיעור הכהונה נמוך משמעותית מהשיעור הישראלי, ובסך הכל שיעור הכהונה הישראלי נמוך בפחות מ-2% מהמוצע הכללי במדינות האיחוד האירופי כפי שנמדד בחודש אפריל 2016.<sup>233</sup> אולם, עדיין, יש מקום לחתור אל עבר שיעור כהונה גבוה יותר של נשים בדירקטוריון.

תוצאה זו ניתן להשיג באמצעות אימוץ בחוק של הוראת חובה הקובעת שיעור מינימום לכהונה של נשים בדירקטוריון. הוראת חובה שכזו נקבעה כזכור ממש לאחרונה בקליפורניה שבארצות הברית.<sup>234</sup> עם זאת, רצוי

השוו עם Giulia Ferrari, Valeria Ferraro, Paola Profeta & Chiara Pronzato, *Gender Quotas: Challenging the Boards*, Performance and the Stock Market, IZA DP No. 10239 (September 2016), at 21. (מראים שאימוץ החובה על שילוב נשים בשיעור גבוה יותר בדירקטוריון לא פגע בכשירות של הדירקטוריונים).

הכרה בצורך לוודא קיומם של כישורים מתאימים בקרב מועמדות לדירקטוריונים, מצא ביטוי אף בדברים שנשא יו"ר רשות ניירות ערך הקודם בנושא של שילוב נשים. ראו לעיל ה"ש 82 ("החברות תידרשנה לתהליך בחירה שנותן עדיפות לנשים כאשר מצויים מספר מועמדים בעלי כישורים שווים.")

<sup>231</sup> ראו בהקשר זה גם את מאמרו של ירון נילי שמציע שגם חברות בוועדת התגמול מסמלת כהונה משמעותית של נשים בדירקטוריון החברה. לעיל ה"ש 78.

עם זאת ראוי לציין, שאפשר ולנשים תהא השפעה מהותית על תפקוד הדירקטוריון גם ללא חברות בוועדת הביקורת, בזכות כשירותן המקצועית ולעיתים קשריהן עם בעל השליטה בחברה. כך, למשל, הגברת אפרת פלד כיהנה בדירקטוריון בנק הפועלים בתקופה שבה בעלת השליטה בבנק הייתה הגברת שרי אריסון. בהתאם לדו"ח התקופתי לשנת 2017 הגברת פלד לא כיהנה כדירקטורית חיצונית או בלתי תלויה; היא גם לא כיהנה בחברה בוועדת הביקורת של הבנק. עם זאת לגברת פלד הייתה השפעה רבה בדירקטוריון הודות להיותה מנהלת העסקים בפועל של בעלת השליטה שרי אריסון. בנק הפועלים בע"מ, דוח תקופתי לשנת 2017 (26.3.2018).

<sup>232</sup> הנחיית הגילוי כבר לא בתוקף וכיום תוכן ההנחיה מצוי בשלבי עיגון בתקנות. עם זאת, חברות ציבוריות ממשיכות לדווח על נתונים בהתאם להנחיה באמצעות שאלון ממשל תאגידי. ראו לעיל ה"ש 107. גם בארצות הברית, ברמה הפדרלית, קיימת אסדרה של ה-SEC המחייבת חברות ציבוריות בגילוי של דרגת הגיוון הקיים בדירקטוריון, בין השאר בהיבט של גיוון מגדרי. ראו: Howard Dicker & Ade Heyliger, *D.C. Speaks Up: A Push for Board Diversity from the SEC and Congress*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Feb. 25, 2019). לאחרונה, הגישו מספר חברים בקונגרס האמריקאי הצעת חוק המבקשת לעגן בחוק את חובת הגילוי על מידת הגיוון בדירקטוריון. שם, שם.

<sup>233</sup> לעיל פרק ג.5.

<sup>234</sup> ראו לעיל ה"ש 100.

לטעמי להימנע, לפחות בשלב ראשון, מקביעת רף מינימום נוקשה שיחול באופן אחיד על כלל החברות וזאת בהתחשב בקושי האפשרי לגייס נשים בשיעורים גבוהים למגזרים שונים הדורשים כישורים מיוחדים.

בהקשר זה מעניין להפנות למחקר שהתפרסם לאחרונה שבחן את ההשפעה של אימוץ ההוראה המחייבת בקליפורניה על התשואה למניה של החברות הממוקמות בקליפורניה וכפופות להוראה החדשה שאומצה.<sup>235</sup> המחקר מצא השפעה שלילית שהייתה להודעה על אימוץ ההוראה על שער המניה של חברות שהמטה שלהן ממוקם בקליפורניה. ההשפעה השלילית נמדדה יומיים לאחר ההודעה והיא הייתה משמעותית יותר ביחס לחברות שהתאפיינו בסטנדרטים נמוכים יותר של ממשל תאגידי. ההנחה היא שחברות אלה מתקשות למשוך אליהן מועמדים לדירקטוריון ובכלל זה מועמדות לכהונה כדירקטוריות, ולכן צפויות להתקשות לציית להוראה שאומצה.<sup>236</sup>

מחקר אחר שנערך בנושא והתפרסם אף הוא לאחרונה, הראה כי אימוץ ההוראה הוביל לירידה של כ-1.4% במוצע בתשואה למניה בחברות שממוקמות בקליפורניה. בהתאם למחקר, הירידה בתשואה אירעה בעיקר בחברות קטנות שלדעת החוקרים סובלות מקושי למשוך אליהן דירקטורים (ללא קשר למגדר שאליו הם משתייכים); או בחברות שהממשל התאגידי שלהן לקוי באופן יחסי ולכן מתקשות למשוך אליהן מועמדים לכהונה כדירקטורים.<sup>237</sup>

גם בנורבגיה אומצה הוראה הקובעת שיעור מינימום לכהונה של נשים בדירקטוריון. מחקרים שבחנו השפעה של הוראה זו על חברות הרשומות למסחר בנורבגיה מלמדים אף הם, לכל הפחות, על הצורך בשקילה בכובד ראש של הוראת חובה ביחס לשיעור כהונה של נשים בדירקטוריון. כך, מחקר שהתפרסם בשנת 2012 ובדק 248 חברות שהיו רשומות למסחר בנורבגיה בשנים 2001 עד 2009 מצא שלהודעה בדבר אימוץ ההוראה המחייבת, הייתה השפעה שלילית בשיעור של כ-3.5% על שערי המניות בחברות שבהן כלל לא כיהנו נשים בדירקטוריון; עם זאת, המחקר מצא השפעה שלילית זניחה ביותר, כמעט שלא קיימת, בשיעור של 0.02% על שערי המניות של חברות שבדירקטוריון שלהן כיהנה לפחות אישה אחת.<sup>238</sup> עוד מצאו החוקרים כי הנשים החדשות שהצטרפו לדירקטוריון בעקבות ההוראה המחייבת, היו צעירות בכ-8 שנים מהגברים החדשים שהצטרפו, וכי בעוד ש-69.4% מהגברים שהצטרפו היו בעלי ניסיון של כהונה כמנכ"לים, 31.2% מהנשים בלבד

<sup>235</sup> Felix Von Meyerinck, Alexandra Niessen-Ruenzi, Markus Schmid & Steven Davidoff Solomon, *As California Goes, So Goes the Nation? The Impact of Board Gender Quotas on Firm Performance and the Director Labor Market*, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3303798](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3303798) (Jan. 2019).

<sup>236</sup> שם, שם.

<sup>237</sup> ראו: Sunwoo Hwang, Anil Shivdasani & Elena Simintzi, *Mandating Women on Boards: Evidence from the United States* (October 2018) [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3265783](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3265783). החוקרים אף התייחסו לכך שחברות שממוקמות בקליפורניה אבל מרוחקות משדות תעופה מרכזיים, חשופות לפגיעה בתשואה משום שאף הן מתקשות לגייס נשים לכהונה בדירקטוריון.

מעניין לציין, שהירידה בשערי המניות שנמדדה במחקר זה ביחס לחברות שרשומות למסחר בנורבגיה גדולה מהירידה שנמדדה במחקר הקודם של Von Meyerinck ואחרים ביחס לחברות שרשומות למסחר בקליפורניה. Von Meyerinck ואחרים, ניסו להסביר זאת בכך שהקנסות בגין הפרה של ההוראה בנורבגיה גבוהים מהקנסות בקליפורניה ובכך שבזמן ההודעה על אימוץ ההוראה, הודאות ביחס לאימוץ הייתה גבוהה יותר בנורבגיה. ראו Von Meyerinck לעיל ה"ש 235, בעמ' 17.

<sup>238</sup> ראו: Ahern & Dittmar, לעיל ה"ש 230, בעמ' 159. כפי שמסבירים החוקרים, אמנם ההוראה נכנסה לתוקף בשנת 2006 אבל ההודעה על הכוונה לאמץ את הוראת החובה התפרסמה באופן לא רשמי כבר בחודש פברואר 2002. שם, בעמ' 155.

נהנו מניסיון דומה כמנכ"ליות.<sup>239</sup> עוד מצאו החוקרים כי ההוראה המחייבת גרמה לחברות להגדיל את מספר המושבים בדירקטוריונים ולבצע פעולות מאולצות אחרות.<sup>240</sup> ממצא מעניין שעליו מצביעים החוקרים הוא מחיקה ממסחר בבורסה בנורבגיה של חברות שבהן כלל לא כיהנו נשים בדירקטוריון לפני כניסתה לתוקף של ההוראה הכופה שיעור גבוה של כהונה של נשים: חלקן נרכשו על-ידי חברות זרות וחלקן הפכו פרטיות או העתיקו את המסחר בהן לבורסות אחרות.<sup>241</sup> מחקר אחר שהתפרסם בשנת 2013 ובחן את השפעת ההודעה על הוראת החובה ביחס לכהונת נשים בדירקטוריונים של חברות בנורבגיה, מצא פגיעה בשיעור של כ-20 אחוזים ברווחיות של החברות הנורבגיות.<sup>242</sup>

אמנם, לטעמי ראוי להתייחס לממצאים המתוארים במידה של זהירות. זאת בעיקר משום שאותם מחקרים בחנו את ההשפעה של ההוראה שמחייבת כהונת נשים בדירקטוריון בשיעור של 40 אחוזים ומצאו השפעה שלילית על חברות שבהן כלל לא כיהנו נשים בדירקטוריון. ביחס לחברות אלה ברור שמדובר במהלך חד הכופה על החברות שינויים משמעותיים מאוד, אפילו דרמטיים, בפרק זמן קצר שעמד על שנתיים (תקופת המעבר). במטרה להבין עד כמה משמעותי היה השינוי שכפתה ההוראה בנורבגיה, די לציין ששיעור הכהונה של נשים בדירקטוריונים בנורבגיה עובר לכניסת ההוראה לתוקף בשנת 2008 (לאחר תקופת מעבר בת שנתיים) עמד על 9.9%.<sup>243</sup> למען שלימות התמונה אציין שמחקר שלישי שראה אור בשנת 2018 ומתייחס לחברות הנורבגיות, מבקר את המתודולוגיה ואת הממצאים של המחקרים המתוארים לעיל וקובע כי להוראה המחייבת כהונה של נשים בשיעור של 40 אחוזים בחברות הציבוריות בנורבגיה, לא הייתה השפעה שלילית משמעותית על תפקוד החברות וביצועיהן.<sup>244</sup>

ועדיין, מחקרים אלה מלמדים על הצורך לשקול בצורה זהירה את הצורך באימוץ הוראת חובה בישראל. כפי שהסברתי לעיל, הוראת חובה כרוכה בעלויות גבוהות, ועד כה, היא אומצה במדינות שנוקו לה נוכח שיעור נמוך במיוחד של כהונת נשים – כמו נורבגיה שבה שיעור הכהונה היה נמוך מ-10%;<sup>245</sup> או איטליה שבה אומצה הוראת חובה בשנת 2012 זאת לאחר ששיעור כהונת הנשים בשלהי שנת 2010 עמד על פחות מ-7%.<sup>246</sup> לבסוף, בהקשר של עידוד כהונה של נשים, מעניין לציין שבשנים האחרונות גם נשמעת טענה, מצד גורמים שמובילים את היוזמות לעידוד כהונה של נשים בדירקטוריונים, לפיה שינוי אמיתי בקשר לשילוב נשים, ראוי שיקודם על ידי החברות עצמן, ולא יִכְפֶּה על החברות שייאלצו לגייס נשים "למראית עין", במטרה לעמוד במכסה שתקבע הוראת חוק נוקשה.<sup>247</sup>

<sup>239</sup> שם, בעמ' 140 ובעמ' 169. מחקרים שנעשו בהקשר זה הצביעו על כך שלעובדה שלדירקטור יש ניסיון כמנכ"ל יש ערך בעיני המשקיעים. ראו, למשל: Eliezer M. Fich, *Are Some Outside Directors Better Than Others? Evidence from Director Appointments by Fortune 1000 Firms*, 78 J. Bus. 1943 (2005).

<sup>240</sup> ראו: Ahern & Dittmar, לעיל ה"ש 230, בעמ' 141.

<sup>241</sup> שם, בעמ' 185.

<sup>242</sup> ראו: David A. Matsa & Amalia R. Miller, *A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas*, 5 AM. ECON. J. 136, 144 (2013).

<sup>243</sup> ראו: Ahern & Dittmar, לעיל ה"ש 230, בעמ' 138.

<sup>244</sup> B. Espen Eckbo, Knut Nygaard & Karin S. Thorburn, *Board Gender-Balancing and Firm Value* (Working Paper, July 2018).

<sup>245</sup> לעיל ה"ש 243.

<sup>246</sup> Bruno et al., לעיל ה"ש 178, בעמ' 17.

<sup>247</sup> ראו, למשל: Danielle Paquette, *Why American Women Hate Board Quotas*, THE WASHINGTON POST (Feb. 9, 2015).

הדברים האמורים עד כה מלמדים על (1) הצורך לאזן בין החשיבות הרבה של שילוב נשים בדירקטוריונים לבין הקושי האפשרי הכרוך בשילובן בעתיד הקרוב (2) קיומו של פער בין המצב המצוי בדירקטוריונים בישראל לבין המצב הרצוי, שהינו פער שטעון שיפור אולם לא בהיקף או בעוצמה של השיפור שנדרש במדינות שהתאפיינו בשיעורים נמוכים במיוחד. בהתאמה, הדברים האמורים מצדיקים שימוש במודל של "אמץ או הסבר".

במסגרת השימוש במודל זה, ייקבע רף מינימום שחברות יוכלו לבחור שלא לאמץ; אולם במקרה שכזה יידרשו החברות לגלות שהן אינן עומדות ברף המומלץ ולהסביר מהן הסיבות לאי עמידה ברף ומהם הצעדים הננקטים על ידן בניסיון לעמוד ברף. לבסוף, מוצע שלא לקבוע רף שיחייב את החברות בשינויים מאוד משמעותיים בפרק זמן קצר אלא לקבוע רף של 40 אחוזים. כמו-כן, מוצע לבחון את ההשפעות שיש לשינוי המוצע על החברות הציבוריות ולקבוע אחר יכולתן לעמוד ברף המוצע. אחזור להתייחס לעילות של השימוש במודל זה בהמשך פרק זה של המאמר.

בנוסף, כזכור, גיוון מגדרי אינו יכול להתמצות רק בגיוון רשמי (פורמאלי) שנותן דגש על מספר המושבים המאוישים על ידי נשים ביחס לגברים (גיוון "על פני השטח"). גיוון מגדרי ראוי שיקדם גם כהונה של נשים בתפקידים משמעותיים בדירקטוריון ("גיוון עמוק"), בדגש על כהונה בראשות ועדות של הדירקטוריון (ועדת ביקורת, ועדת תגמול, ועדת מאזן ועוד). כדי לעודד גיוון עמוק, מוצע לחייב חברות ציבוריות לגלות אם אישה מכהנת בתפקיד יו"ר ועדת ביקורת, ועדת תגמול וועדת מאזן. הגילוי יכול שייעשה במתכונת דומה לזו שהוצעה בשאלון ממשל תאגידי או בדרך אחרת.

**גודל הדירקטוריון.** גודלו של הדירקטוריון אמור לאזן בין שני עניינים מרכזיים: מצד אחד, הוא אמור לקחת בחשבון את הצורך במספר מספק של מושבים שיבטיח דעות מגוונות ופוטנציאל לדיון ער ופורה. דירקטוריון קטן מדי יתקשה בהגשמת מטרות אלה. כמו-כן, דירקטוריון גדול יותר עשוי ליהנות מדרגת מומחיות גבוהה, בזכות שילוב של דירקטורים נוספים בעלי כישורים מתאימים.<sup>248</sup> מצד שני, דירקטוריון גדול מדי עלול להיות מסורבל ולהתקשות בקבלת החלטות במישור קביעת המדיניות ובמישור הפיקוח על ההנהלה המעשית. בנוסף, דירקטוריון גדול מדי עלול לייצר עימותים בין חברי הדירקטוריון ולהחריף את החשש מבעיית הטפילות (free-riding problems).<sup>249</sup> האתגר הוא, לאתר את מספר המושבים בדירקטוריון, או את הטווח הנכון של מספר המושבים, שיאזן בין הצורך במספר מושבים גדול מספיק שיאפשר דיון פורה ורמת מומחיות גבוהה מחד, אבל יימנע מלסרב את הדיון בדירקטוריון מאידך.

כפי שהראיתי בחלק מוקדם של מאמר זה, הספרות התיאורטית האמריקאית המליצה בראשית שנות ה-90 להגביל את מספר המושבים בדירקטוריון לטווח שבין 7 ל-9 מושבים, או לכל היותר ל-10 מושבים. כזכור, באותה נקודת זמן מדובר היה במספר שנקבע באופן שרירותי. אולם, מספר מחקרים אמפיריים שבוצעו בהמשך, במהלך שני העשורים האחרונים, חיזקו את ההשערה התיאורטית והצביעו על כך שהגודל האופטימאלי של

<sup>248</sup> לדיון ביתרון זה, ראו: Yixi Ning, Wallace N. Davidson III & Jifu Wang, *Does Optimal Corporate Board Size Exist*, 2 J. App. Fin. 1,2 (2010) ("Each new board member brings both expertise and access to resources").

<sup>249</sup> ראו Jensen ו-Lipton, לעיל ה"ש 115 ו-116, בהתאמה (בעיית הטפילות בדירקטוריון עלולה לגרום לחשש אצל דירקטור, כי מהשקעתו צפויים ליהנות כלל הדירקטורים ש"יתפסו טרמפ" על השקעתו. חשש מעין זה עלול לדכא, מראש, את התמריץ של אותו דירקטור להשקיע באיסוף וניתוח מידע הנוח לדיון בדירקטוריון).

הדירקטוריון הוא, ברוב המקרים, קטן מ-9 מושבים.<sup>250</sup> רף זה של 9 מושבים הוא הרף המקסימאלי עליו ממליץ המאמר, בחברות שהן אינן גופים פיננסיים שעשויים להידרש לדירקטוריונים גדולים יותר, לאור מורכבות המשימות המונחות לפתחם.

אזכיר, כי כפי שעולה מהמחקר שבוצע במסגרת מאמר זה, הגודל הממוצע של הדירקטוריונים בישראל, עומד על 7.42 מושבים וברוב המקרים מספר המושבים בדירקטוריונים של החברות נע בטווח שבין 4 עד 8 מושבים. עוד עולה, כי ב-14 חברות בלבד, המהוות 11.2% מהמדגם שנבדק, הדירקטוריון כולל למעלה מ-9 מושבים. 5 מתוך אותן חברות הן גופים פיננסיים, ביניהם 4 בנקים.<sup>251</sup> בהתחשב בדברים האמורים, בקשר למאפיין של גודל הדירקטוריון אפשר להסתפק במנגנון של "אמץ או גלה", ללא צורך בהסבר במקרה של אי עמידה ברף המומלץ של 9 מושבים.

לסיום בנקודה זו, מעניין גם לציין, שבניתוח השוואתי שביצעתי במאמר אחר, של מדיניות ההצבעה של עשרות המשקיעים המוסדיים הגדולים בישראל, מצאתי כי המוסדיים ממליצים על 13 מושבים, כמספר המושבים המקסימאלי לדירקטוריון.<sup>252</sup> מספר זה הוא המספר המקסימאלי שעליו ממליצה גם חברת אנטרופי, המיעצת לגופים מוסדיים לגבי אופן ההצבעה באספות כלליות, במסגרת מדיניות ההצבעה שלה, תוך שהיא מבהירה כי בבנקים ובגופים מוסדיים אחרים אפשר שהדירקטוריון יהיה גדול יותר, בהינתן מורכבות הפעילות המאפיינת גופים אלה.<sup>253</sup>

על רקע הממצאים שהובאו במאמר זה, ביחס לגודל הדירקטוריון והשפעתו האפשרית, ראוי לטעמי שמדיניות ההצבעה של המוסדיים, כמו גם המדיניות של חברת אנטרופי, תמליץ על רף מקסימום של 9 מושבים. המלצה זו אינה נוגעת לדירקטוריונים של גופים מוסדיים ובראשם הבנקים.

**סיכום ביניים.** בחלק זה של המאמר נותח הצורך בשינוי מדיניות ביחס לכל אחד מהמאפיינים שנדונו במאמר: שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים, משך הכהונה של הדירקטורים, גיל הדירקטורים, הגיוון המגדרי (שיעור הכהונה של נשים בדירקטוריון) וגודל הדירקטוריון. הניתוח יישם את התובנה שנדונה קודם לכן, ולפיה, היקף ועוצמת ההתערבות האסדרתית ראוי שייגזרו מהכשל הדורש התערבות (אם בכלל), שהוא בעצם הפער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי ביחס לכל אחד מהמאפיינים ובנוסף ייקחו בחשבון את שקלול התועלות והעלויות הכרוכות באסדרה אפשרית. הטבלה שלהלן תרכז את ההצעות שהוצעו לעיל ביחס לכל אחד מהמאפיינים.

<sup>250</sup> פרק ב.3.

<sup>251</sup> החברות שבהן קיים דירקטוריון שמורכב מיותר מ-9 מושבים הן: פריגו, דלק קידוחים, מיטב דש השקעות וקמהדע עם 10 מושבים; בתי זיקוק לנפט וכלכלית ירושלים עם 10 מושבים; טבע, בנק דיסקונט וקרסו מוטורס עם 11 מושבים; בנק לאומי, בנק מזרחי טפחות, הבנק הבינלאומי, פרטנר וארד עם 13 מושבים.

<sup>252</sup> אקשטיין (נייר עבודה).

<sup>253</sup> שם, שם. בהקשר זה, ראו גם: Audra L. Boone, Laura Casares Field, Jonathan M. Karpoff & Charu G. Raheja, *The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis*, 85 J. FIN. ECON. 66, 79 (2007) (מחקר אמפירי שמצא קשר ישיר בין היקף ומורכבות הפעילות של חברות לבין גודל הדירקטוריון שלהן). ראו גם, Marcia Millon Cornett, Gayane Hovakimian, Darius Palia & Hassan Tehranian, *The Impact of Manager-Shareholder Conflict on Acquiring Bank Returns*, 27 J. BANK. & FIN. 103, 115 (2003). (המחקר מלמד שמספר המושבים הממוצע בתאגידים בנקאיים עומד על 16.8 מושבים).

| המאפיין                                        | המצב האסדרתי המצוי                                                                                                                                                                                                                                   | ההצעה                                                                                                                                         | נימוקים עיקריים                                                                                           |
|------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים                  | הוראת ממשל תאגידי מומלצת בחוק החברות, בדבר כהונה של דירקטורים בלתי תלויים, בשיעור של מחצית בחברה ללא בעל שליטה או דבוקת שליטה, ובשיעור של שליש בחברה עם בעל שליטה או דבוקת שליטה. ביחס להוראה זו לא מתבצעת אכיפה – שאלון ממשל תאגידי לא בתוקף מחייב. | עמידה ברף מומלץ שנקבע זה מכבר בחוק החברות - שימוש במודל של "אמץ או גלה"                                                                       | המלצות ועדת גושן עמידה ברורה ברף המומלץ בחוק החברות                                                       |
| משך הכהונה                                     | אין הגבלה – ניתן גילוי ביחס לתחילת הכהונה, מכוח תקנות הדיווח השוטף                                                                                                                                                                                   | קביעת רף מקסימאלי מומלץ של 10 שנים – שימוש במודל של "אמץ או גלה". דירקטורים שהם בעלי שליטה יוחרגו מהרף המומלץ.                                | בסיס ידע שגובש בספרות המחקרית היעדר קיומו של פער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי                           |
| גיל                                            | אין הגבלה – ניתן גילוי ביחס לתאריך הלידה מכוח תקנות הדיווח השוטף                                                                                                                                                                                     | אי הגבלה – המשך גילוי במתכונת הקיימת או במתכונת דומה יש להביא בחשבון את הצורך להיזהר מגיוון יתר, שעלול להקשות על התקשורת בין חברי הדירקטוריון | היעדר בסיס ידע מחקרי עמידה ברורה ברף המומלץ                                                               |
| גיוון מגדרי (שיעור הכהונה של נשים בדירקטוריון) | הוראת ממשל תאגידי מומלצת בחוק החברות, בדבר הצורך להתחשב בגיוון המגדרי בדירקטוריון בעת מינוי מועמד לדירקטוריון                                                                                                                                        | קביעת רף מומלץ של 40% - שימוש במודל של "אמץ או הסבר" כדי לעודד גיוון מהותי, יש לקבוע הוראת גילוי בדרך של "אמץ או הסבר" – אם אישה              | קיומו של פער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי קיומו של בסיס ידע מחקרי בדבר התרומה של כהונת נשים בדירקטוריון |

|                  |                                                           |                                                             |                                                                                 |
|------------------|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|
|                  | מכהנת בתפקיד יו"ר ועדת הביקורת, ועדת התגמול או ועדת המאזן |                                                             |                                                                                 |
| גודל הדירקטוריון | אין הגבלה                                                 | רף מקסימאלי מומלץ של 9 מושבים – שימוש במודל של "אמץ או גלה" | בסיס ידע שגובש בספרות המחקרית היעדר קיומו של פער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי |

### 3. מדיניות בקשר למינוי דירקטורים

מלאכת "הרכבת" הדירקטוריון, על בסיס מאפיינים נכונים, הינה מלאכה מורכבת המחייבת איזון בין שיקולים מגוונים הקשורים למאפיינים שנותחו בהרחבה במאמר זה. המאפיינים נותחו במאמר בנפרד, אבל הקשר ביניהם הדוק, וברור שעיצובו של מאפיין אחד מחייב התחשבות במאפיינים האחרים.

כמוסבר בחלקים מוקדמים של המאמר, חברות נבדלות אלה מאלה באופיין, בצרכים שלהן, בהיקף פעילותן, בדרך הפעולה שלהן ובסביבה שבה הן פועלות. כך, למשל, דירקטורים של חברות מסוימות עשויים להידרש למומחיות ספציפית ורמת היכרות גבוהה במיוחד עם החברה ועם התעשייה שבה היא פועלת.<sup>254</sup> המחשה לכך ניתן למצוא בחוזר גופים מוסדיים שפורסם לאחרונה על ידי רשות שוק ההון, במסגרת האסדרה של חברות ביטוח וגופים מוסדיים אחרים. החוזר דורש כי דירקטור בגופים מוסדיים, כהגדרתם בחוזר, יהיה בעל מומחיות בביטוח או בפנסיה. מדובר במומחיות **ספציפית** שרכש הדירקטור, בין השאר, בזכות העובדה שכהן בתפקיד בכיר או כדירקטור בחברת ביטוח או חברה מנהלת של קרן פנסיה, שתחומי הפעילות העיקריים שלה דומים לתחומי הפעילות העיקריים של הגוף המוסדי לו הוא מתמנה. מדיניות מינוי הדירקטורים באותן חברות אינה יכולה להתעלם מדרישת החוזר להבנה "עמוקה של הדירקטוריון את פעילות הגוף המוסדי",<sup>255</sup> ועליה לשקול זאת, למשל, בשקלה האם להגביל את משך הכהונה של מכלול הדירקטורים בדירקטוריון.

עיצוב הדירקטוריון בהתאם למאפיינים שנותחו במאמר זה, מחייב גם תכנון מוקדם במסגרת תכנית מובנית. אחרת, צפוי להתעורר קושי בעמידה במכלול העקרונות שעליהם המליץ המאמר. בנוסף, בהינתן שהרכב הדירקטוריון מתעדכן מעת לעת, ודי בגיוס דירקטור חדש כדי לשנות את הרכב הדירקטוריון (בהקשר של שיעור הבלתי תלויים, משך הכהונה, הגיל והמגדר), ראוי שהתכנית תיבחן כמידי תקופה שתקבע בחוק.

<sup>254</sup> ראו: חוזר גופים מוסדיים, לעיל ה"ש 108, בסעיף 13. דברי ההסבר לחוזר מציינים בהקשר זה כי "לדירקטורים בעלי ניסיון עשיר בתחומי הליבה של חברות ביטוח וקרנות פנסיה תרומה רבה לביצוע נאות של תפקידי הדירקטוריון, להבנה עמוקה של הדירקטוריון את פעילות הגוף המוסדי..." [הדגשה הוספה]

<sup>255</sup> דברי ההסבר לחוזר מציינים בהקשר זה כי "לדירקטורים בעלי ניסיון עשיר בתחומי הליבה של חברות ביטוח וקרנות פנסיה תרומה רבה לביצוע נאות של תפקידי הדירקטוריון, להבנה עמוקה של הדירקטוריון את פעילות הגוף המוסדי..." [הדגשה הוספה]



לבסוף, במאמר אחר דנתי בצורך בהקמת ועדת מינויים של הדירקטוריון, כמחויב, למשל, בכללי הבורסה של ניו יורק והנאסד"ק, וכנהוג במדינות אחרות.<sup>256</sup> בין אם תוקם ועדת מינויים מטעם הדירקטוריונים בישראל ובין אם לאו, ראוי שחברות ציבוריות יפעלו לאורה של מדיניות מינויים ברורה שתעוצב לאור העקרונות שהותוו במאמר זה, תוך ביצוע ההתאמות הנדרשות לשם הבטחת תפקוד יעיל של הדירקטוריון.

## סיכום

מאמר זה מציע דיון במאפיינים שונים של הדירקטוריון, שבכוחם להשפיע על הליכי קבלת ההחלטות בדירקטוריון ובהתאמה, על תפקוד הדירקטוריון, טיב הממשל התאגידי בחברה וביצועי החברה. הדיון כולל סקירה של תובנות שהתגבשו לאורך השנים האחרונות בקשר להשפעה האפשרית של סיווג הדירקטורים (ושיעור הבלתי תלויים), משך כהונתם, גילם, המגדר אליו הם משתייכים וגודל הדירקטוריון שבו הם מכהנים. ביחס להשפעה של חלק מהמאפיינים הנזכרים קיימים ממצאים מכריעים (קונקלוסיביים) יחסית, בעוד ההשפעה של חלקם האחר נותרה שנויה במחלוקת.

בנוסף, המאמר מציע מחקר אמפירי עדכני שניתח את המאפיינים הנזכרים ביחס ל- 928 דירקטורים המכהנים בחברות הכלולות במדד ת"א 125 נכון ליום 31 בדצמבר 2017, ומציג את ממצאיו. הממצאים מוצגים באופן השוואתי לממצאים המתייחסים לדירקטורים המכהנים בחברות הציבוריות הגדולות בארצות הברית.

התמונה המתקבלת היא ששיעור הדירקטורים הבלתי תלויים המכהנים בישראל (בכל מקרה) גבוה מהשיעור שעליו ממליץ חוק החברות, ולכן ההמלצה היא להסתפק בשימוש במודל אסדרתי מסוג "אמץ או גלה". משך הכהונה הממוצע של הדירקטורים בישראל, עומד על 6.7 שנים וקצר מפרק הזמן שעליו הצביעו מחקרים שבוצעו, כפרק זמן ממוצע מדי שעלול לפגוע בתפקוד ובתרומה של הדירקטור לחברה. על-כן, גם כאן ההמלצה העקרונית היא להשתמש במודל של "אמץ או גלה". גילם הממוצע של הדירקטורים הישראליים הוא 60.6 שנים, ובהינתן שאין בסיס מוצדק להגבלת גיל הדירקטורים, מוצע להמשיך במתכונת הגילוי הקיימת בישראל מכוח דיני ניירות ערך, ביחס לגילם של הדירקטורים. באשר לגודל הדירקטוריונים, מספר המושבים הממוצע בדירקטוריון הישראלי, נמוך מהרף עליו הצביעו חוקרים בולטים בתחום דיני התאגידים כרף עליון (מקסימלי) שמעבר לו עלול תפקוד הדירקטוריון להיפגע. על כן, מוצע להסתפק בשימוש במודל של "אמץ או גלה". לבסוף, השיעור הממוצע של כהונת הנשים בדירקטוריון הישראלי דומה לממוצע האמריקאי ולממוצע הכללי של מדינות האיחוד האירופי. עם זאת מדובר בממוצע נמוך מהממוצע שנמדד במדינות מתקדמות כדוגמת צרפת, איטליה וגרמניה. בהתחשב בהכרה הגוברת בחשיבות של שילוב נשים בדירקטוריונים, מוצע לנסות ולהעלות את שיעור הכהונה של נשים בדירקטוריונים בישראל, עד לרף של 40% בשלב הראשון, וזאת באמצעות שימוש במודל של "אמץ או הסבר".

כפי שניתן לראות, המאמר מציע דרכים לאסדרה "רכה" של מאפייני הדירקטוריון הנזכרים, כאשר היקפה ועוצמתה של האסדרה, תלויים בצורך בהתערבות בעיצובם של המאפיינים השונים. להשלמת המהלך

האסדרתי, המאמר מציע לחייב חברות ציבוריות בישראל לאמץ מדיניות סדורה בקשר למינוי דירקטורים ועיצוב הדירקטוריון באופן כולל יותר, ולפעול לאורה של אותה מדיניות.