

הדירקטוריון – פרופיל: תאוריה, ראיות ומדיניות

מאת

אסף אקשטיין*

בשנים האחרונות החלו גופים 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, ובעיקר 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-תאורטית בחו"ל בקשר למאפיינים הנוכחים וכן של מגמות עדכניות הקשורות למאפיינים אלה בחיי המעשה. חלקו השני של המאמר מציע תיאור של ממצאים של מחקר אמפירי שנעשה במסגרת המאמר, כדי ללמוד על המאפיינים העדכניים של הדירקטוריונים בישראל. במחקר 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 הגילים בדירקטוריון, למגדר שאליו הם משתייכים ולגודל הדירקטוריון שבו הם מכהנים. על בסיס הסקירה התאורטית והממצאים האמפיריים חלקו השלישי של המאמר מציע דרכים לאסדרה (רגולציה) של מבנה ומאפייני הדירקטוריון בחברות בישראל.

מבוא. א. עצמאות הדירקטוריון. 1. סיווג הדירקטורים; 2. משך כהונה. ב. תמהיל הדירקטוריון. 1. גיל; 2. מגדר; 3. גודל הדירקטוריון. ג. ראיות אמפיריות. 1. מתודולוגיה; 2. סיווג הדירקטורים; 3. משך הכהונה; 4. גיל; 5. מגדר; 6. גודל הדירקטוריון; 7. סיכום הממצאים במבט השוואתי. ד. מדיניות. 1. עקרונות כלליים של אסדרה של דיני חברות; 2. דיון בצורך בשינוי ביחס למאפיינים השונים; 3. מדיניות בקשר למינוי דירקטורים. ה. סיכום.

* ד"ר אסף אקשטיין הוא מרצה בכיר בפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית. על הערות ושיחות מועילות אני מודה לעידו באום, דוד האן, אסף חמדני, שרון חנס וגדעון פרחומבסקי. 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 החשובות ביותר בחיי החברה. בראש ובראשונה הדירקטוריון מעצב את "כללי המשחק" באמצעות יוזמות שאותן הוא מציע לשינוי התקנון, בכפוף לאישור בעלי המניות של החברה. נוסף על זה, הדירקטוריון אחראי למינוי מנהלה הכללי של החברה, לקביעת המבנה הארגוני של החברה וקביעת מדיניות התגמול שלה, לקבלת החלטות על חלוקת דיבידנד, לבחינה של עסקאות הטעונות אישורים מיוחדים ועוד.¹

בשל חשיבותו של הדירקטוריון התמקד השיח התאגידי כדרך מסורת בדרכים להבטיח תפקוד אופטימלי, 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 על הטענות להפרתן, בסנקציות המשפטיות ובסעדים בגין הפרתן של חובות הנאמנות (חובת הזהירות וחובת האמונים).² כל אלה נדונו בהרחבה בהקשרים מגוונים של תפקוד הדירקטוריון, כמו בהקשר של אישור מיזוגים ורכישות,³ אישור חבילות תגמול להנהלה הבכירה, אישור או הימנעות מאישור של חלוקת דיבידנדים,⁴ אישור עסקאות של החברה עם בעלי עניין ובהקשר של יכולתו של הדירקטוריון לבחון בעצמו יוזמות של בעל השליטה ועסקאות שהוא צד להן.⁵ כמו כן

- 1 על חשיבותו של הדירקטוריון ועל תפקידיו ראו אירית חביב-סגל דיני חברות: **לאחר חוק החברות החדש כרך א 31–33, 37 (2007)**. ראו גם יחיאל בהט חברות: **החוק החדש והדין לאחר תיקון 16 כרך ב 361–364 (2011)**.
- 2 ראו למשל שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא 313 (2009); עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה" **משפט ועסקים** יט 475 (2016); עמיר ליכט **דיני אמונות: חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי (2013)**.
- 3 ראו למשל אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים" **משפטים** מז 761 (2018). לסקירת ההתפתחות של ההלכות בדלוואר בנוגע לתפקידיו ולחובותיו של 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).
- 4 ראו תנ"ג (כלכלית) 15-07-18994 דה לנגה נ' החברה לישראל בע"מ (פורסם בנבו, 30.4.2017) (פסק הדין דן בחוקיות של מהלך שבו בעל השליטה העניק לדירקטוריון תגמול שהיה מותנה בהצלחה של מהלך אחר); ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' 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" (2018) <http://bit.ly/2qqVKAS>.
- 5 אסף אקשטיין ודוד האן "'שליטה': פסיחה על שתי הסעיפים או שיווי משקל?" (2018) <http://bit.ly/340aVip>.

לאחרונה החל מתעורר דיון בביקורת השיפוטית על טענות למחדל של הדירקטוריון בביקורת על ההנהלה הביצועית ועל עובדיה של החברה.⁶

תשומת לב פחותה ניתנה בדרך כלל לדיון ב"פרופיל" של הדירקטוריון ובמאפיינים שלו שעשויים להשפיע על טיב הממשל התאגידי ועל הביצועים של החברה, בעיקר על סיווג הדירקטורים המכהנים בדירקטוריון, משך הכהונה שלהם, גילם, המגדר שאליו הם משתייכים וגודל הדירקטוריון (מספר המושבים) שבו הם מכהנים. דיון תאורטי במאפיינים הנזכרים החל להתפתח בארצות הברית בעיקר בשנים האחרונות. דיון זה מלווה בנתונים עדכניים המלמדים על המצב הקיים בארצות הברית בהתייחס למאפיינים הנזכרים. על חלק מהמאפיינים קיימים אף מחקרים אמפיריים המנסים להתחקות על הקשר שבין המאפיינים לבין תפקוד הדירקטוריון, טיב הממשל התאגידי וביצועי החברות. בישראל הדיון במאפיינים המתוארים חסר, 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 על 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 במישור לעצמאות הדירקטוריון – סיווג הדירקטורים בהדגשת שיעור הדירקטורים החיצוניים והבלתי תלויים,⁷ 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 על דירקטורים המכהנים בחברות הציבוריות הרשומות למסחר שם.

בהתבסס על תובנות שהתגבשו בספרות התאורטית והמחקרית, בעיקר בארצות הברית, וכן בהתבסס על השוואה של מאפייני הדירקטוריון בחברות הישראליות עם מאפייני הדירקטוריון בארצות הברית, המאמר מציע אסדרה של מבנה הדירקטוריון ומאפייניו בישראל. האסדרה המוצעת תיגזר בעוצמתה ובהיקפה משלושה שיקולים מרכזיים שראוי לשקול בנוגע לכל אחד מהמאפיינים: (1) קיומו של סטנדרט ברור 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, המצב המצוי נותח במאמר זה, והמצב הרצוי נלמד בעיקר מהספרות המחקרית שהתמקדה בארצות הברית ובמדינות נוספות ושניסחה להתחקות על תרומתם האפשרית של מאפייני הדירקטוריון

6 סקירת הפסיקה בחו"ל ובישראל ולהפניות לספרות בחו"ל ראו אסף אקשטיין וגדעון פרחומובסקי "אחריות בגין מחדל בביקורת" (2017) <https://bit.ly/3bUeuem>.

7 יובהר כבר עתה כי לפי הגדרת חוק החברות, התשנ"ט-1999: 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 אף שכאמור דירקטור חיצוני הוא גם דירקטור בלתי תלוי. כאשר אציין את המונח "דירקטור בלתי תלוי" הכוונה תהא לדירקטור בלתי תלוי שהוא איננו דירקטור חיצוני.

לביצועי החברה ולמשל 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 מתוך הכרה מפוכחת בהבדלים שבין השוק הישראלי לבין השוק האמריקאי. כידוע, השוק האמריקאי מתאפיין בקיומן של חברות שבהן בעלות מבוזרת, כלומר בחברות הרשומות למסחר שם אין בדרך כלל בעל שליטה, ואילו השוק הישראלי מתאפיין בבעלות ריכוזית, ובחברות הנסחרות בישראל יש בעל שליטה, בדרך כלל עם שיעורי החזקה גבוהים מאוד.⁸ כפי שאראה, בהתחשב בהבדל המתואר בין השווקים קשה ללמוד על המצב הרצוי באשר למאפיין של הדירקטוריון הקשור לשיעור הדירקטורים העצמאיים והבלתי תלויים. אולם בכל זאת ניתן להגיע לתובנות בנוגע למאפיינים אחרים (משך כהונה, גיל, מגדר וגודל הדירקטוריון), משום שתובנות שהצטברו בדבר מאפיינים אלה צפויות להיות מושפעות במידה מועטה מאוד, אם בכלל, ממבנה הבעלות המאפיין את החברות.

בהקשר זה יש לציין כי המחקרים שאליהם אפנה בהמשך, שהתמקדו במאפיינים הללו, לא הבחינו בין חברה שבה בעלות ריכוזית לבין חברה שבה בעלות מבוזרת. כך גם המשקיעים המוסדיים וחברות הייעוץ למוסדיים שהביעו עמדה על המאפיינים הנזכרים. נראה כי אין זו מקריות. 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 בעצמאותו 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 אמריקאית טיפוסית, ללא גרעין שליטה. אולם קשה להלום שקיומו של בעל שליטה בחברה מיתר את הדיון בחשש שכהונה ממושכת של דירקטור היא 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 בלבד, אם בכלל.

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

על בסיס הניתוח שמוצע במאמר של כל אחד מההיבטים הנדונים בו, ושנזכרו לעיל, המאמר ממליץ שלא לנקוט התערבות חקיקתית או אסדרתית כופה. חלף זאת המאמר מציע אסדרה "רכה" של מבנה הדירקטוריון ומאפייניו, שתמצא ביטוי באחת משלוש דרכים: דרך ראשונה של גילוי בנוגע למצב הקיים; דרך שנייה של שימוש במודל של "אמץ או גלה",

8 אסף חמדני ריכוזיות השליטה בישראל: היבטים משפטיים 18–20 (2009) (להלן: חמדני ריכוזיות השליטה).

הממליץ על אימוצו של סטנדרט מסוים ומורה לחברה לגלות אם אימצה אותו או לא; דרך שלישית של שימוש במודל של "אמץ או הסבר", הממליץ על אימוצו של סטנדרט מסוים ומורה לחברה לגלות אם אימצה אותו, ואם לא, להסביר מדוע לא אימצה אותו ומהם המהלכים שבכוונתה לנקוט כדי להבטיח עמידה בסטנדרט.

בחירה באחת משלוש הדרכים תיעשה על בסיס שלושת השיקולים שזכרו לעיל. בהעדר ממצאים ברורים בספרות המחקרית בנוגע לסטנדרט שיש לאמץ ביחס למאפיין מסוים בדירקטוריון החברה, מוצע לנקוט את הדרך של גילוי בנוגע למצב הקיים; אם קיים סטנדרט ברור אבל לא זוהה פער גדול, אם בכלל, בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי, מוצע לנקוט את הדרך של "אמץ או גלה", ואם קיים סטנדרט ברור וזוהה פער שדורש התערבות, מוצע לנקוט את הדרך של "אמץ או הסבר".

אציין כבר עתה כי מודל של אסדרה רכה הוא הנוהג במרבית המדינות המתקדמות בעולם. כפי שאראה בהמשך, רוב המדינות המתקדמות בעולם אימצו מודל של "אמץ או הסבר".⁹ לפי מודל זה – מכוח חוק, אסדרה או קוד ממשל תאגידי וולונטרי – נקבע הסדר מסוים (בקשר לרף מינימום של דירקטורים בלתי תלויים למשל), ואם חברה בוחרת שלא לאמץ, עליה להסביר מדוע, ואם בכוונתה לפעול כדי לאמץ בעתיד את אותו הסדר. כאמור, מאמר זה מציע להיעזר באסדרה "רכה" כדי להסדיר את מבנה הדירקטוריון, בשימוש 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 במאמר, בשילוב עם הממצאים של המחקרים האמפיריים שבוצעו בחו"ל, בהתחשבות 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 (בתת-פרק א.1 ובתת-פרק ד.2) על המאפיין של שיעור הבלתי תלויים, מוצע לנקוט אסדרה בדרך של "אמץ או גלה" בנוגע לשאלה אם החברה עומדת ברף המוצע בחוק החברות. באשר למשך הכהונה המאמר ממליץ להגביל את הכהונה של דירקטורים רגילים¹⁰ לפרק זמן של עשר שנים, על סמך הידע שנצבר בספרות המחקרית בחו"ל ועל סמך הניסיון שנצבר בפרקטיקה התאגידית בארצות הברית. בהתחשב בכך שהניתוח שבוצע במאמר אינו מלמד על פער גדול במאפיין זה בין המצב המצוי לרצוי, המאמר מציע לנקוט מודל אסדרתי של "אמץ או גלה". באשר לגיל הדירקטורים, עד כה הספרות המחקרית לא הצביעה על גיל אופטימלי של דירקטורים, ולכן בנוגע למאפיין זה מציע המאמר להסתפק בגילוי גיל הדירקטורים, במתכונת הנוהגת כיום מכוח תקנות ניירות-ערוך (דו"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 (להלן: תקנות הדיווח השוטף).

9 ראו להלן ה"ש 170.

10 חוק החברות מגביל ממילא את הכהונה של דירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים (ראו להלן ה"ש 218).

באשר לגיוון המגדרי, הניתוח שבוצע במאמר מצביע על כהונת נשים בדירקטוריונים של החברות הכלולות במדד ת"א 125, בשיעור ממוצע של 21.5%. אשר למאפיין זה יש מקום לשיפור, שיוביל לעמידה ברף של 40% של כהונת נשים אף 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%, ובשימוש במודל אסדרתי של "אמץ או הסבר". כדי להבטיח גילוי איכותי ומספק של ההסבר הנדרש במקרים של אי-עמידה ברף הנזכר, המאמר מציע להכפיף את איכותו של הגילוי לפיקוח של רשות ניירות ערך הישראלית. נוסף על זה, המאמר מבקש לעודד לא רק גיוון רשמי ומעבר לגידול בשיעור (המספרי) של הנשים שמכהנות, אלא גם גיוון מגדרי מהותי, באמצעות הוראה שתחייב חברות לגלות אם אישה מכהנת בתפקידים חשובים בדירקטוריון: כיו"ר ועדת ביקורת, יו"ר ועדת תגמול או יו"ר ועדת מאזן.

באשר לגודל הדירקטוריון, על סמך הניסיון שנצבר בספרות המחקרית, המאמר מציע לקבוע רף מקסימלי מומלץ של תשעה מושבים ולהחיל בעניינו שימוש במודל אסדרתי של "אמץ או גלה". רף זה יחול על חברות שהן אינן גופים פיננסיים (בנקים או חברות ביטוח), בהתחשב בכך שככלל גופים פיננסיים נדרשים לביצוע משימות מורכבות יותר שדורשות תשומות זמן ומאמצים רבים מאלה שנדרשים בחברות רגילות, ועשויים אפוא להידרש למספר מושבים גדול יותר בדירקטוריון. מעניין בהקשר זה, שככלל, דירקטוריונים של חברות פיננסיות גדולים מדירקטוריונים של חברות אחרות.

לבסוף, המאמר מציע לחייב את החברות הציבוריות הרשומות למסחר בישראל באימוץ של מדיניות בקשר למבנה הדירקטוריון ולמינוי דירקטורים. מלאכת הרכבת הדירקטוריון היא מלאכה מורכבת המחייבת איזון בין שיקולים שונים. חברות נבדלות אלה מאלה בצרכים, בדרך הפעולה ובסביבה שבה הן פועלות. לפיכך 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.

המאמר יתקדם בסדר הזה: פרק א יציע סקירה של התוכנות שהתגבשו בדיני החברות – במישור התאורטי והמעשי – בנוגע לעצמאות הדירקטוריון, בפרט בנוגע לסיווג הדירקטורים ושיעור הדירקטורים הבלתי תלויים המכהנים ומשך הכהונה של הדירקטורים המכהנים. פרק ב יציע סקירה של התוכנות שהתגבשו בנוגע למאפיינים חשובים נוספים הקשורים לתמהיל הדירקטוריון – גיל הדירקטורים המכהנים, הגיוון המגדרי בדירקטוריון וגודל הדירקטוריון. פרק ג יפרט את ממצאיו של מחקר אמפירי בנוגע למאפיינים הנ"ל של דירקטורים המכהנים במכלול החברות הכלולות במדד ת"א 125 נכון ליום 31 בדצמבר 2017 פירוט הממצאים יאפשר נקודת מבט עדכנית על הדירקטוריונים בישראל. פרק ד ידון במדיניות האסדרה הרצויה בקשר למאפיינים הנדונים בפרקים א–ג.

א. עצמאות הדירקטוריון

נושא עצמאותם של הדירקטורים מצוי בלב השיח של הממשל התאגידי זה שנים, ויש הסכמה רחבה כי עצמאות הדירקטוריון היא רכיב מרכזי בהבטחת ממשל תאגידי תקין בחברה.¹¹

עצמאות הדירקטוריון מוגדרת ככלל כיכולת של הדירקטורים המכהנים בדירקטוריון לקבל החלטה בקשר לעניין מסוים על סמך מהותו של אותו עניין, כדאיותו ותורתו לחברה.¹² 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.¹³ מלבד הדיון המסורתי בעקרונות ובכללים להבטחת עצמאות הדירקטוריון, בשנים האחרונות החל מתעורר דיון במרכיב נוסף – משך הכהונה של הדירקטורים המכהנים בדירקטוריון – ובהשפעתו האפשרית על עצמאות הדירקטוריון.

11 ראו למשל רשות ניירות ערך דו"ח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל 7 (2006) (להלן: דוח ועדת גושן) <https://bit.ly/2yu5Mop> ("אחד הנושאים המהותיים בעקרונות ממשל תאגידי שאומצו במדינות שונות הינו עצמאות דירקטוריון החברה"). כן ראו David A. Katz & Laura A. McIntosh, *Director Tenure Remains a Focus of Investors and Activists*, HARV. L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Aug. 1, 2016), <https://bit.ly/3b67ESQ> ("director independence" remains the linchpin of good corporate governance"). בהקשר זה יש לציין את ס' 106 לחוק החברות, שמעגן את החובה המפורשת החלה על הדירקטור להפעיל שיקול דעת עצמאי בדירקטוריון, שאם לא כן הוא חשוף להפרת חובת אמונים. בתיקון מס' 16 לחוק החברות (שהחל את דרכו כתיקון 12) הוסיף המחוקק וקבע כי "עקרון עצמאות שיקול הדעת של הדירקטור הוא עקרון יסודי בדיון חברות. עיקרון זה בא לידי ביטוי, בדין 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 הצבעה 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". ראו דברי הסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010 (10.3.2010), בעמ' 566. להתייחסות לס' 106 לחוק החברות, ראו גם פסק דינו של בית המשפט העליון בפרשת ורדינקוב, לעיל ה"ש 4, פס' 47 לפסק הדין. כן ראו ע"פ 3506/13 הבי נ' מדינת ישראל, פס' 200-201 לפסק הדין (פורסם בנוב, 12.1.2016) (להלן: פרשת פלד-גבעוני).

12 ראו *In re Oracle Corp. Derivative Litig.*, No. 2017-0337-SG, 2018 WL 1381331, at *46-47 (Del. Ch. Mar. 19, 2018): "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 (פסק) an interested party to undermine the director's ability to judge the matter on its merits'".

הדין מפנה לפסקי דין מוקדמים יותר של בתי המשפט בדלוואר).

13 ראו להלן תת-פרק א.1.

פרק זה של המאמר ידון בסיווג הדירקטורים לפי העקרונות והכללים 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 ולבחינת המצב הקיים בארצות הברית, 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 האמריקאי. השוק הישראלי נחשב לשוק ריכוזי. חברות שרשומות למסחר בבורסה בניירות ערך בתל-אביב מתאפיינות בכך ששיעור ניכר ממניותיהן מוחזק בידי בעל שליטה. היבט זה של ריכוזיות השליטה בישראל זכה להתייחסות רבה ולטיפול, למשל מצד חוקרים מהאקדמיה שבדקו מהו הערך של השליטה בישראל, ואם התמורה המשולמת עבור השליטה בצורה של "פרמיה" (ההפרש שבין המחיר המשולם עבור מניות החברה לבין מחיר השוק של המניות) היא מוגזמת.¹⁴ נוסף על זה, 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, של העמיתים ושל החוסכים.¹⁵ לבסוף, על מבנה הבעלות בישראל עמדה גם הוועדה לצמצום הריכוזיות שמסקנותיה והמלצותיה הובילו לחקיקת החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד–2013.

לפי דוח ערכני שפרסמה חברת הייעוץ אנטרופי בחודש מרס 2019, "כיום 87% מבין החברות הציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל-אביב, הינן חברות בעלות גרעין שליטה".¹⁶ אומנם ניתן לזהות מגמה של עלייה בשיעור החברות ללא גרעין שליטה בשוק הישראלי,¹⁷ אבל עדיין, כאמור, השוק הישראלי נשלט בידי קבוצות של בעלי שליטה. מאפייני השוק הישראלי חשובים במיוחד כרקע לדיון המוצע בפרק זה של המאמר, שהרי בהייררכייה של החברה, הדירקטוריון ממוקם בתווך שבין בעלי המניות לבין ההנהלה הביצועית של החברה. מכאן שמבנה הבעלות בחברה צפוי להשפיע על הדינמיקה שבין האורגנים השונים, ובהם הדירקטוריון, על תפקידו של הדירקטוריון ועל הבעיות שעומדות עליו אמור להתמודד.

קיימת שונות רבה בין הבעיות והמתחים המאפיינים חברות שבהן בעלות ריכוזית לבין הבעיות המאפיינות חברות שבהן בעלות מבוזרת. כידוע, חברה שבה בעלות ריכוזית חשופה

14 שרון חנס ואילון בלום "אין כמעט פרמיית שליטה בעסקאות במשק" אתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל-אביב (3.3.2015) <https://bit.ly/2Xrgy9v>.

15 ראו חמדני ריכוזיות השליטה, לעיל ה"ש 8; דב סולומון "אדישות רציונאלית של בעלי מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו?" עיוני משפט לט 317 (2016).

16 אנטרופי ממשל תאגידי ממשל תאגידי מאוזן בחברות ללא גרעין שליטה 5 (מרץ 2019) <https://bit.ly/3ecWCx8>.

17 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").

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 שבה בעלות מבוזרת חשופה לחשש שמנהלי החברה הם שיסיטו את משאבי החברה לטובתם האישית, יחמקו ממשומות המוטלות עליהם ולא יפעלו פעילות אופטימלית כדי למקסם את ערך החברה עבור בעלי מניותיה.¹⁸ בחברה ללא בעל שליטה, שבה 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 ובבעלי מניותיה. דירקטוריון בחברה שבה בעלות מבוזרת נדרש לפקח על ההנהלה כדי להבטיח את טובתם של בעלי המניות.¹⁹ בחברה שבה בעל שליטה, קטן הצורך של הדירקטוריון לפקח על ההנהלה הביצועית, שהרי ההנחה היא שבעל השליטה, שכספו מושקע בחברה, ימלא תפקיד זה, אפילו פסיבית, גם אם אין לו תפקיד מוגדר בחברה.²⁰ בחברה שבה בעל שליטה, תפקיד מרכזי שמסור לדירקטוריון הוא אישור עסקאות שבהן לבעל השליטה יש עניין אישי ופיקוח על מהלכים שעלולים לגרום להסתת משאבי החברה לכיסו של בעל השליטה בדרך שפוגעת בבעלי מניות המיעוט של החברה.²¹ אם לסכם את הדברים האמורים בנקודה זו, כאשר עסקינן בממשל תאגידי בכלל ובמבנה הדירקטוריון

18 לדיון בהבדל בין הבעיות השונות, המכוננות בעיות הנציג ראו זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחרת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקציה – חיבורי משפט 239 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקציה ומרדכי א' ראבילו עורכים, 1996).

19 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").

20 חמדני ריכוזיות השליטה, לעיל ה"ש 8, 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 מתן 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 (2006) ("[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").

21 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., 3rd ed., 2017) ("In EU jurisdictions with concentrated ownership structures and Brazil, truly independent directors are more likely to be seen as champions of minority shareholders or non-shareholder constituencies").

בפרט, ראוי להיזהר מאימוץ של סט עקרונות וכללים אחיד לחברות שונות בעלות מבני בעלות שונים.²²

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

1. סיווג הדירקטורים

(א) ארצות הברית

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

לפי כללי הבורסה של ניו יורק, במישור הסובייקטיבי, דירקטור בלתי תלוי הוא דירקטור שדירקטוריון החברה קבע במפורש שהוא אינו בעל "קשרים מהותיים" (material relationship) עם החברה.²³ 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 בנושא משרה (officer), כהגדרתו בחוק ניירות ערך 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 שמשמשת מבקר הפנים או המבקר החיצוני של החברה, או שיש לדירקטור בן משפחה שמכהן כשותף או עובד בפירמה כזו; אם הדירקטור או בן משפחה שלו הם עובדים של פירמה כזו ועובדים אישית על הביקורת (audit) בחברה; אם הדירקטור

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

23 ראו N.Y.S.E LISTED COMPANY MANUAL § 303A.02(a)(i) (להלן: כללי הבורסה של ניו יורק). 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". פרשנות ל-§ 303A.02(a).

או בן משפחה שלו היו במהלך שלוש השנים שקדמו למינוי שותף או עובד של פירמה כזו ועבדו אישית על הביקורת בחברה; אם 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.²⁴

לפי כללי הנאסד"ק, דירקטור בלתי תלוי הוא אדם שאיננו נושא משרה או עובד בחברה, והוא איננו אינדיווידואל אחר שיש לו קשרים עם החברה שלדעת הדירקטוריון יפריעו להפעלתו של שיקול דעת עצמאי במסגרת מילוי האחריות המוטלת על דירקטור בחברה.²⁵ 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 במישורין 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.²⁶

ברמה הפדרלית רשות ניירות הערך האמריקאית, היא ה־Securities and Exchange Commission (SEC), אימצה בעקבות דרישה ב־Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX),²⁷ את Exchange Act Rule 10A-3, הקובע דרישות מינימום לעצמאות של חברי ועדת הביקורת בחברה.²⁸ 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 מינימלי של דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון של חברה ציבורית. ברמה הפדרלית, ה־SOX דורש ששיעור הדירקטורים בחברות ללא בעל שליטה (widely held companies)²⁹ יהיה מחצית ויותר.³⁰ שיעור גבוה שכזה נקבע כאמור ב־SOX, שחקיקתו הושפעה במידה רבה משעוריות פיננסיות גדולות שפקדו את השוק האמריקאי בראשית שנות ה־2000. באותו זמן ממש ביקש מי שכיהן כיושב ראש ה־SEC, מהבורסה של ניו יורק ומהנאסד"ק,

24 שם, ב־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"

25 Nasdaq Listing R. 5605(a)(2).

26 שם.

27 Sarbanes-Oxley Act of 2002, § 301, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745, 775 (codified as 15 U.S.C. § 78j-1(m)).

28 17 C.F.R § 240.10a-3.

29 לפי ההגדרות של הבורסה של ניו יורק ושל הנאסד"ק, חברה שבה בעל שליטה (controlled company) היא חברה שבה יותר מ-50% מזכויות ההצבעה מצויות בידי אינדיווידואל מסוים, קבוצה מסוימת או חברה אחרת.

30 15 U.S.C. § 7211(e)(6) (2012).

וכן מהבורסות האחרות הפועלות בארצות הברית, לבחון את כללי הרישום שלהן בקשר להיבטים של ממשל תאגידי.³¹ הבורסות נענו לקריאה, בחנו את כללי הרישום, ובשנת 2003 שינו אותם.³²

השינויים כללו גם דרישה דומה לזו המעוגנת ב-SOX, של רוב של דירקטורים בלתי תלויים, הן לפי כללי הרישום של הבורסה של ניו יורק³³ והן לפי כללי הרישום של הנאסד"ק.³⁴ לפי כללי הרישום של הבורסות, חברות שבהן גרעין שליטה של יותר מ-50% מזכויות ההצבעה זכאיות לפטור מעמידה בדרישה הנזכרת של כהונה של לפחות מחצית דירקטורים בלתי תלויים.³⁵

(ב) ישראל

דירקטורים חיצוניים. ההגדרה המשמשת לסיווגם של דירקטורים בחברות בישראל מעוגנת בחוק החברות, התשנ"ט-1999. 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 "קיום יחסי עבודה, קיום קשרים עסקיים או מקצועיים דרך כלל או שליטה, וכן כהונה כנושא משרה".³⁶ באשר לשיעור הכהונה של דירקטורים חיצוניים, חוק החברות קובע כי בחברה ציבורית או בחברת אג"ח יכהנו לפחות שני דירקטורים חיצוניים.³⁷

דירקטורים בלתי תלויים. בעקבות דוח ועדת גושן³⁸ אומץ בשנת 2011 תיקון מס' 16 לחוק החברות שבו נוספה לחוק ההגדרה של דירקטור בלתי תלוי.³⁹ סעיף 1 לחוק החברות קובע כי "דירקטור בלתי תלוי" הוא דירקטור שמתקיימים בעניינו 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.

31 ראו NASD and NYSE Rulemaking: Relating to Corp. Gov., Exchange Act Release No. 34-48745, 81 SEC Docket 1586 (Nov. 4, 2003), available at: <https://tinyurl.com/rgdm6bv> (להלן: כללי NASD ו-NYSE בעניין הממשל התאגידי).

32 שם.

33 ראו ס' 303A.01 לכללי הבורסה של ניו יורק. עובר לשינוי דרשו כללי הרישום של הבורסה של ניו יורק כהונה של שלושה דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון ראו N.Y.S.E., *New York Stock Exchange Corporate Accountability and Listing Standards Committee* 6 (June 6, 2002) (להלן: המלצות על שינוי כללי הרישום בבורסה של ניו יורק).

34 Nasdaq Listing R. 5605(b)(1).

35 שם, כלל 5605(b)(2); ס' 303A.00 לכללי הבורסה של ניו יורק.

36 ס' 240(ב) לחוק החברות. לפרשנות המונח "זיקה" ראו החלטה 101-17 של רשות ניירות ערך "זיקה" של דירקטור חיצוני לחברה" (10.6.2013) <https://bit.ly/2K2h1H7>.

37 ס' 219(ג) לחוק החברות.

38 דוח ועדת גושן, לעיל ה"ש 11.

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

חברה ציבורית חייבת למנות שני דירקטורים חיצוניים לפחות, אך היא איננה חייבת למנות דירקטורים בלתי תלויים.⁴⁰ בתיקון 16 נוספו לחוק הוראות ממשל תאגידי המומלצות לאימוץ בחברות ציבוריות ובחברות אג"ח. בין ההוראות ניתן למצוא הוראה על מינוי דירקטורים בלתי תלויים – בשיעור של מחצית לפחות בחברה ללא בעל שליטה ובשיעור של שלישי לפחות בחברה שבה בעל שליטה. מדובר כאמור בהוראה רצונית בחוק החברות.⁴¹ חברות ציבוריות מחויבות לגלות בדוחות התקופתיים שלהן אם אימצו בתקנון הוראה בדבר שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים, אם תוקן בתקנון תיקון המבטל הוראה זו, ואם בפועל אירעה סטייה משיעור הדירקטורים שנקבע בתקנון במידה שנקבע.⁴²

(ג) דירקטורים בלתי תלויים במדינות שיש בהן בעלות ריכוזית

תפקידו המדויק של הדירקטוריון נגזר ממבנה הבעלות בחברה שבה הוא פועל. כאשר מדובר בחברה ללא גרעין שליטה, הדירקטוריון משמש מתווך בין בעלי המניות לבין ההנהלה, הוא אמור לפקח על ההנהלה, ובדרך זו להבטיח את האינטרסים של בעלי המניות. אולם כאשר מדובר בחברה שבה בעל שליטה, בעל השליטה הוא שבכוחו למלא כראות את תפקיד הפיקוח על ההנהלה הביצועית. אם כן, שאלה שמתעוררת מאליה בחלק זה של המאמר היא מה תפקיד הדירקטורים הבלתי תלויים והחיצוניים בחברה שבה בעל שליטה. היות 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 שבה בעל שליטה מסבירה שתפקידם מתמצה באישור מהלכים שבהם לבעל השליטה יש עניין אישי⁴³ ובייעוץ אסטרטגי להנהלה הביצועית של החברה ולבעל השליטה שלה.⁴⁴

40 ס' 249ב לחוק החברות קובע כי החברה "רשאית לסווג דירקטור כדירקטור בלתי תלוי" (ההדגשה הוספה).

41 ס' 1 לתוספת הראשונה לחוק החברות, שכוללת הוראות ממשל תאגידי מומלצות.

42 תק' 10(ב)(9א) לתקנות ניירות-ערך (דו"חות תקופתיים ומיידים), התש"ל-1970 (להלן: תקנות הדיווח השוטף).

43 ראוי להזכיר בנקודה זו כי – בשונה מישראל – בארצות הברית עסקאות מעין אלה אינן כפופות לאישור מחייב של הדירקטוריון, ובכלל זה של הדירקטורים הבלתי תלויים. אולם אישור העסקה מראש בוועדה שמורכבת מדירקטורים בלתי תלויים עשוי להקנות לחברה "זכות" במסגרת בחינה שיפוטית אפשרית של העסקה בעתיד, שמוצאת ביטוי בבחינה שיפוטית מקילה יותר של העסקה. הלכת MFW, שנקבעה בבית המשפט העליון של דלוואר בשנת 2014, קובעת שאם העסקה תאושר מראש בוועדה מיוחדת המורכבת מדירקטורים בלתי תלויים, ונוסף על זה תאושר בידי רוב מקרב המיעוט באספה הכללית של בעלי המניות, שאז העסקה תהיה כפופה לביקורת עתידית אפשרית, לפי סטנדרט של שיקול הדעת העסקי חלף סטנדרט של הגינות מלאה (שזהו 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). לדין ראו גם חמדני וחנס, לעיל ה"ש 3, בעמ' 802–805.

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

שאלה קשורה שרלוונטית בהקשר זה היא מהי האסדרה הנוהגת בנוגע לשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים במדינות שמתאפיינות בבעלות ריכוזית, כמו צרפת, גרמניה, איטליה, ספרד ומדינות נוספות.⁴⁵ בפתח הדברים ראוי לציין שהאסדרה הנוהגת ברוב מדינות ה-OECD דורשת או ממליצה על מספר או שיעור מינימלי של דירקטורים בלתי תלויים.⁴⁶ דוח של ה-OECD שהתפרסם אך לאחרונה מגלה כי מתוך המדינות שנבחנו בדוח, שש מדינות קבעו דרישה נוקשה ומחייבת לרף מינימלי של לפחות מחצית דירקטורים בלתי תלויים; ב-19 מדינות אומץ קוד ממשל תאגידי שממליץ על רף מינימלי של מחצית בלתי תלויים לפחות אבל נוקט מודל אסדרתי לא מחייב של "אמץ או הסבר", ולפיו אם חברה בוחרת שלא לעמוד ברף זה, עליה להסביר ולנמק מדוע; 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).⁴⁷

ניתוח של דברי האסדרה במדינות אלה מראה למשל שהקוד הצרפתי ממליץ על שיעור של מחצית לפחות של בלתי תלויים בחברות ללא בעל שליטה ושיעור של שליש לפחות בחברות שבהן בעלות מבוזרת; הקוד בגרמניה ובאיטליה ממליץ על שיעור "הולם" (adequate number) ומותיר לדירקטוריונים של חברות שיקול דעת לקבוע בעצמם את שיעור הדירקטורים;⁴⁸ הקוד בספרד דורש כהונה של דירקטורים חיצוניים בשיעור של שליש לפחות, ומכל מקום דורש שמספר הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון לא יפחת משניים;⁴⁹ כללי הרישום של הבורסה בהודו (בסעיף 49; clause 49) קובעים כי בדירקטוריון של חברה יכהנו דירקטורים בלתי תלויים בשיעור של מחצית לפחות, אם יו"ר הדירקטוריון הוא דירקטור תלוי, ובשיעור של שליש לפחות אם יו"ר הדירקטוריון הוא בלתי תלוי.⁵⁰ לבסוף לא ניתן לחתום את הדיון בעצמאות הדירקטורים מבלי לבחון את ההשפעה של שיעורים גבוהים של דירקטורים בלתי תלויים על ערך החברות בשוקים שמתאפיינים בחברות שבהן בעלות ריכוזית, בדומה לישראל. מחקרים שבחנו את הערך של דירקטורים בלתי תלויים לחברות שבהן בעלות ריכוזית הגיעו לממצאים לא קונקלוסיביים. למשל,

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

46 OECD, *CORPORATE GOVERNANCE FACTBOOK 2019* 14 (2019), available at <https://tinyurl.com/smcwvq7> (להלן: OECD-2019).

47 שם, בעמ' 116.

48 ראו Armour et al., לעיל ה"ש 21, בעמ' 63–64 (מפנה ל-French Corporate Governance Code, Principle 9.2; Recommendation 5.4.2 German Corporate Governance Code; Principle 3.P.1, Italian Corporate Governance Code). הקוד באיטליה דורש מינוי של שני דירקטורים בלתי תלויים לפחות, ובמקרים מסוימים – דורש שיעור של שליש בלתי תלויים לפחות. 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).

49 שם.

50 ראו Sumaira Jan & Mohi-ud-Din Sangmi, *The Role of Board of Directors in Corporate Governance*, 2 IMPERIAL J. INTERDISC. RES., 707, 711–712 (2016).

בקוריאאה נמצא יחס ישר בין שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים לבין ערך החברה;⁵¹ בהודו נמצא קשר חלש, אם בכלל, בין שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים לבין ערך החברה;⁵² בספרד לא נמצאה השפעה של שיעור גבוה יותר של דירקטורים בלתי תלויים על ערך החברה;⁵³ בברזיל אף נמצא יחס הפוך בין שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים לבין ערך החברה.⁵⁴

2. משך כהונה

כהונה של דירקטורים נמשכת בדרך כלל כמה שנים, ולעיתים שנים ארוכות. משך כהונה של דירקטורים היא 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.⁵⁵ חשש זה אף הוביל כמה משקיעים מוסדיים לעדכן את מדיניות ההצבעה שלהם בחברות ולכלול בה התייחסות למשך כהונה של דירקטורים.⁵⁶ לדוגמה, קרן הפנסיה המוכרת של קליפורניה (CalPERS) מבקשת מחברות שבהן היא משקיעה לשנות את הסיווג של דירקטורים המוגדרים בלתי תלויים ולסווגם כדירקטורים רגילים, או להסביר מדוע אותן חברות אינן עושות כן, אם משך כהונה של אותם דירקטורים חצה רף של 12 שנות כהונה.⁵⁷ בדומה לזה, גם חברות הייעוץ למשקיעים מוסדיים בארצות הברית החלו להתייחס, כעניין של מדיניות, למשך כהונה של דירקטורים. 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 כי בראשית שנת 2018

- 51 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 שבהן שיעור של 50% דירקטורים חיצוניים, שער המניה גבוה בכ-40%).
- 52 ראו N. Balasubramanian, Bernard S. Black & Vikramaditya Khanna, *Firm-Level Corporate Governance in Emerging Markets: A Case Study of India*, 11 EMERGING MKT. REV. 319 (2010).
- 53 ראו Bartolomé Pascual-Fuster & Rafel Crespi-Cladera, *Optimal Board Independence with Gray Independent Directors*, 29 (Apr. 2017), available at <https://tinyurl.com/r1z4c93>.
- 54 ראו Bernard S. Black, Antonio Gledson de Carvalho & Erica Gorga, *Does One Size Fit All in Corporate Governance? Evidence from Brazil (and other BRIC Countries)* (Dec. 2018), available at <https://bit.ly/2RxnTke>.
- 55 ראו Yaron Nili, *The New Insiders: Rethinking Independent Directors' Tenure*, 68 HASTINGS L.J. 97, 100 (2016) (Nili, *The New Insiders*).
- 56 שם, בעמ' 100. ראו גם SPENCERSTUART, 2017 STUART SPENCER U.S. BOARD INDEX 5 (2017), available at <https://bit.ly/2xbXVfd> (מתאר כיצד משקיעים של חברות החלו לבחון את עצמאותם של דירקטורים, בין השאר בהתחשב במשך כהונה שלהם). לבסוף ראו Theo Francis & Joann S. Lublin, *Big Investors Question Corporate Board Tenures*, WALL STREET J. (Mar. 23, 2016), <https://on.wsj.com/2y22fgZ>.
- 57 ראו CALPERS, GOVERNANCE & SUSTAINABILITY PRINCIPLES 17 (last revised Sep. 2019), available at <https://bit.ly/3a55vFv>.

ה-ISS הביעה התנגדותה להרכב דירקטוריון חברת UPS משום שהמוצע של משך הכהונה של 41.7% מהחברים בו היה יותר מ-9 שנים; נוסף על זה, 5 מתוך 13 הדירקטורים בחברה כיהנו למשך פרק זמן הארוך מהמוצע בארצות הברית שהוא 8.2 שנים. עובדות אלה, לפי מדיניות ה-ISS, עלולות לפגוע בעצמאותו של הדירקטוריון.⁵⁸

גם הספרות האקדמית התאגידית בחו"ל החלה לעסוק בנושא, כשכהונה ממושכת זוהתה כגורם שעלול לייצר מערכת יחסים קרובה מדי בין הדירקטורים – בינם לבין עצמם – ושעלול להחריף קיומה של הטיה מבנית (structural bias) ולהוביל למצב שבו דירקטורים "יירשו קו" בינם לבין עצמם.⁵⁹ כהונה ממושכת אף עלולה לייצר קרבה גדולה מדי בין הדירקטורים לבין ההנהלה הביצועית, ובעקבות זאת להקשות על הדירקטורים לפקח על ההנהלה.⁶⁰

לעומת אלה שטוענים נגד כהונה ארוכה של דירקטורים יש כאלה שטוענים שכהונה ממושכת של דירקטורים מסייעת לחברה, בהתחשב בכך 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.⁶¹ בתגובה לטענה זו יש הטוענים כי היחס בין משך הכהונה לבין התועלת שניתן להפיק מהניסיון של הדירקטור המכהן הוא איננו ליניארי; בחלוף פרק הזמן הראשון של ההיכרות עם החברה התרומה של שנות הכהונה לניסיון הולכת וקטנה; בד בבד יכולתו של הדירקטור לפעול עצמאית קטנה אף היא.⁶² ואכן, מחקר אמפירי שהתפרסם לאחרונה העלה שקיים יחס של "U הפוכה" בין משך הכהונה של הדירקטורים לבין ביצועי החברה: בתחילה נדרשים הדירקטורים לתקופת למידה; במהלך תקופת הלמידה יש יחס ישר בין משך הכהונה של הדירקטורים לבין ביצועי החברה, אולם בנקודה מסוימת היחס מתהפך והופך ליחס שלילי בין משך הכהונה לבין ביצועי החברה.⁶³ החוקרים מצאו שהטובין Q (שמבטא את היחס בין שווי הנכסים של החברה לבין העלות הכרוכה בהחלפתם של הנכסים, ומשמש אמת מידה לביצועי החברה) המקסימלי של החברות הושג כאשר משך הכהונה של הדירקטורים היה 10 שנים,⁶⁴ ואילו

58 Anders Keitz, *UPS's Long-Tenured Board Members Are a Red Flag for Investors*, THE STREET (Feb. 20, 2018), <https://bit.ly/2JTHN4H>.

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

60 Nikos Vafeas, *Length of Board Tenure and Outside Director Independence*, 30 J. BUS. FIN. & ACCT. 1043 (2003).

61 ראו למשל Katz & MacIntosh, לעיל ה"ש 11.

62 ראו למשל Scott G. Johnson, Karen Schnatterly & Aaron D. Hill, *Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics*, 39 J. MGMT. 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").

63 ראו Sterling Huang & Gilles Hilary, *Zombie Board: Board Tenure and Firm Performance*, 56 J. ACCT. RES. (2018).

64 ש.ם.

עלייה מהירה יחסית בטובין Q וזההה כאשר הדירקטורים כיהנו בשנים הראשונות, עד לשנה השמינית; לאחר מכן זוהתה עלייה מתונה יותר עד לשנה העשירית, שהיא למעשה נקודת מפנה שהחל ממנה זוהתה ירידה מדודה יחסית בטובין Q; כאשר החל מהשנה האחת-עשרה ועד לשנה העשרים נמדדה ירידה מהירה יותר בטובין Q.⁶⁵

מחקר נוסף, שהתפרסם אף הוא לאחרונה, מצא ממצאים דומים בדבר יחס של "U הפוכה", אולם נקודת המפנה שזוהתה באותו מחקר ביטאה משך כהונה של 9 שנים. 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, עד לנקודה של כהונה בת 9 שנים, שלאחריה זוהתה ירידה בערך החברה.⁶⁶

במישור של קביעת המדיניות, עד כה לא אומצו בארצות הברית, בחקיקה או באסדרה, הוראות המגבילות במישרין משך כהונה של דירקטורים כל עוד אין מדובר בדירקטורים חיצוניים.⁶⁷ בחלק מהמקרים חברות קובעות בעצמן מגבלה על משך כהונה של דירקטורים אם כי מדובר במקרים ספורים. מחקר שפרסמה חברת המחקר והייעוץ Spencer Stuart המתייחס 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 במגבלה של עד 15 שנות כהונה.⁶⁸

ב. תמהיל הדירקטוריון

לצד הדיון המסורתי בעצמאות הדירקטוריון, בשנים האחרונות תופס הדיון בתמהיל הרכב הדירקטוריון אף הוא מקום מרכזי בשיח התאגידי. טבעי הדבר, כך מקובל לחשוב, שאנשים שמגיעים מרקע שונה ונושאים עימם כל אחד מטען של ניסיון חיים משלו, צפויים לטפל בסוגיות מסוימות בדרכים שונות. הרכב רבגוני של הדירקטוריון, כך נטען, נושא עימו יתרונות חשובים. דירקטוריון מגוון עשוי ליהנות מהשקפות מגוונות של הדירקטורים, וליהנות אפוא מדרגה גבוהה של יצירתיות.⁶⁹ גיוון של הדירקטוריון עשוי גם לשפר את טיב הליכי קבלת ההחלטות בחברה באמצעות עידוד של בחינה והערכה של השערות חלופיות הקיימות בבסיס דרכי פעולה חלופיות אפשריות, ומכאן – לשפר את ההחלטות המתקבלות

65 שם, בעמ' 15.

66 ראו Joshua Livnat, Gavin Smith, Kate Suslava & Martin Tarlie, *Do Directors Have a Use-By Date? Examining the Impact of Board Tenure on Firm Performance*, 19 AM. J. MGMT. 97 (2019).

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

68 SPENCERSTUART, לעיל ה"ש 56, בעמ' 5.

69 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).

בדירקטוריון ובחברה.⁷⁰ לבסוף גיוון הדירקטוריון עשוי לשמש גם להעברת אות חיובי לעובדי החברה, לבעלי המניות ולצרכנים של החברה.⁷¹ היתרונות האמורים בדבר גיוון בדירקטוריון עשויים למצוא ביטוי בביצועים שמציגה החברה ובהתנהלות שלה. עם זאת גיוון צריך שייעשה במידתיות. הליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון תלוי במידה רבה בהרמוניה שבין חברי הדירקטוריון, באמון ובשיתוף הפעולה ביניהם וביכולת שלהם לקבל החלטה כקבוצה.⁷² אין הכוונה לדרגה גבוהה מדי של לכידות (cohesion) העלולה להוביל להחלטות הנגועות בהטיה קשה של חשיבה קבוצתית (Groupthink Bias).⁷³ אין הכוונה לפגיעה בשיקול הדעת העצמאי שמחויבים הדירקטורים להפעיל בדרך לקבלת ההחלטות בדירקטוריון.⁷⁴ אולם בכל זאת נדרשת מידה רבה של שיתוף פעולה ביניהם. דרגה גבוהה מדי ומאולצת של גיוון בדירקטוריון עלולה להעמיד בסיכון אפשרות לשיתוף פעולה, שהוא תנאי הכרחי כאמור.

בנקודה זו ראוי לציין כי על מנת להגשים את המטרות הנזכרות, גיוון הדירקטוריון ראוי לו שיהיה אמיתי ו"עמוק" (deep-level diversity), המביא 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), 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.

1. גיל

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

70 ראו שם, בעמ' 227 (וההפניה לספרות המוזכרת שם); Mariateresa Torchia, Andrea Calabro & Michele Morner, *Board of Directors' Diversity, Creativity, and Cognitive Conflict*, 45 INT'L STUD. MGMT. & ORG. 6, 8 (2015).

71 ראו למשל LAURA TYSON, THE TYSON REPORT ON THE RECRUITMENT AND DEVELOPMENT OF NONEXECUTIVE DIRECTORS, UK DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY 7 (2003).

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

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

74 ס' 106 לחוק החברות.

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" השפעה מזערית על ביצועי החברות.⁷⁵ מחקר אחר שהתפרסם בשנת 2007 מצא השפעה חיובית של גיוון גילאים בדירקטוריון על ביצועי החברה.⁷⁶ 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 הוא בעל חשיבות "רבה", וכ-54% השיבו כי היבט זה הוא בעל חשיבות "במידת מה".⁷⁷

2. מגדר

אחד הנושאים האקטואליים ביותר בדיני החברות קשור לכהונה של נשים בדירקטוריונים של חברות ולתרומה שבדבר.⁷⁸ הטיעון המסורתי בעד שילוב נשים בדירקטוריונים מתבסס על טעמים של צדק, שוויון הזדמנויות ויחס שווה בין נשים לגברים. טעון זה הופך יותר רלוונטי בשנים האחרונות, והוא חלק ממגמה רחבה של עידוד כהונת נשים בתפקידים בכירים בשוק העבודה, בחברות ממשלתיות ואף בחברות מסחריות ציבוריות. בהקשר זה, נקודת פתיחה בעלת חשיבות, ניתן להצביע על בג"ץ שדולת הנשים (המוכר גם בשם "בג"ץ הדירקטוריונים").⁷⁹ בהמשך קיבל הדבר ביטוי גם בעיסוק גובר של כנסת ישראל

75 ראו Elizabeth Carroll, *How Director Age Influences Corporate Performance*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Jan. 4, 2018), <https://bit.ly/3b3PUaH> (מפנה למחקר שבדק את השפעת הגיל החיצוני של הדירקטורים על התשואה למשקיעים על פני שלוש שנים ומצא השפעה מזערית ששואפת לאפס).

76 ראו Michael L. McIntyre, Steven A. Murphy & Paul Mitchell, *The Top Team: Examining Board Composition and Firm Performance*, 7 CORP. GOV. 547 (2007). בהתחשב בחסר המחקרי הקיים בהקשר של ההשפעה האפשרית של גיל הדירקטורים על ביצועי החברות שבהן הם מכהנים, כדאי להפנות למחקר בולט שהתפרסם בשנת 2016. מחקר זה התמקד במנכ"לים של חברות ציבוריות ומצא כי גיל המנכ"לים מצוי 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).

77 PwC's Gov. Insights Ctr., *PwC's 2017 Annual Corporate Directors Survey: The Governance Divide: Boards and Investors in a Shifting World*, 9 (2017), available at <https://pwc.to/3ecpSnJ>. למען שלמות התמונה יש לציין כי בסקר שפרסמה חברת PwC בשנת 2019, שיעור המשיבים שראו בגיוון בגיל הדירקטורים גורם שיש בו כדי לקדם גיוון דעות, קטן משיעור של 91% בשנת 2017, לשיעור של 76% בשנת 2019. ראו PwC's Gov. Insights Ctr., *PwC's 2019 Annual Corporate Directors Survey: The Collegiality Conundrum: Finding Balance in the Boardroom*, 17 (2019), available at <https://pwc.to/2JTgtDE>.

78 ראו Yaron Nili, *Beyond the Numbers: Substantive Gender Diversity in Boardrooms*, 94 IND. L.J. 145 (2019) (להלן: Nili, *Beyond the Numbers*).

79 ראו בג"ץ 453/94 שדולת הנשים בישראל נ' ממשלת ישראל, פ"ד מח(5) 501 (1994). 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, אגב קיום מצוות ס' 18א(ב) לחוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975 (שקובע כי "עד להשגת ביטוי

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

מלבד זאת, בשנים האחרונות הולכים וגוברים הקולות שלפיהם מלבד הטעמים החברתיים והמוסריים לגיוון הדירקטוריון יש 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 שעשתה חברת הייעוץ למשקיעים המובילה בארצות הברית, Institutional Shareholder Services (ISS), ושהתפרסם לאחרונה, הראה כי חברות שבהן דירקטוריונים מגוונים יותר זוכות לדירוג גבוה יותר במדד הביצועים המשלב ביצועי איכות סביבה, ממשל תאגידי ושיקולים חברתיים (Environmental, Social and Governance) ((ESG)).⁸⁴ מחקר אחר שפרסמה חברת המחקר Catalyst בשנת 2011 הראה כי חברות הכלולות ברשימת ה-Fortune 500 שבהן שיעור הנשים בדירקטוריונים הוא הגבוה ביותר

הולם לייצוג כאמור, ימנו השרים, ככל שניתן בנסיבות הענין, דירקטורים בני המין שאינו מיוצג באופן הולם באותה עת בדירקטוריון החברה". בתוך כך השופט אליהו מצא בדעת רוב קבע, כי "חוסנה המוסרי של חברה שוחרת שוויון יכול להיבחן בהיקף האמצעים והמאמצים החיוביים שנכונה היא לנקוט ולהשקיע בשבירת סטאטוס-קוו וביצירת מציאות חדשה ושוויונית" (שם, בעמ' 526-527).

80 ראו למשל אורלי אלמגור-לוטן ייצוג הולם של נשים בדירקטוריונים של חברות ממשלתיות וציבוריות (הכנסת, מרכז המחקר והמידע, 2010), <https://bit.ly/2XuJKfM>; שלי מזרחי-סימון נשים בישראל: סוגיות מרכזיות – מוגש לוועדה לקידום מעמד האישה ולשוויון מגדרי (הכנסת, מרכז המחקר והמידע, 2015), tinyurl.com/y26kh8q6.

81 המחלקה הכלכלית של הרשות לניירות ערך "נשים בדירקטוריונים" (14.3.2011), tinyurl.com/uk2vmlw.

82 ראו "מדברי יו"ר רשות ניירות ערך, פרופ' שמואל האזור, בכנס הדירקטוריות שהתקיים היום בכנסת" הרשות לניירות ערך (23.1.2017), <https://bit.ly/2JZ7Lns> (להלן: דברי יו"ר רשות ניירות ערך); "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 אקזוטביים), 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 הכללית 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".

83 ראו נציבות שירות המדינה דוח הוועדה לקידום נשים בשירות המדינה (יוני 2014), <https://tinyurl.com/y9yy6dx2>; משרד מבקר המדינה דוח ביקורת: ייצוג נשים בתפקידים הבכירים בשירות הציבורי (מרץ 2014), tinyurl.com/w3b3s4d.

84 ראו Cristina Banahan & Gabriel Hasson, *ISS Corporate Solutions, Across the Board Improvements: Gender Diversity and ESG Performance*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Sep. 6, 2018), <https://bit.ly/3e6WcZ0>.

129) חברות עם שיעור כהונה ממוצע של 25% השיגו בשנים 2004–2008 ביצועים פיננסיים טובים מאלה שהשיגו החברות הכלולות שבהן שיעור הנשים הוא הנמוך ביותר (133 חברות עם שיעור כהונה של 4% בממוצע).⁸⁵ המחקר הצביע על הבדלים של 16% בתשואה למכירות (Return on Sales) ושל 26% בתשואה על ההון המושקע (Return on Invested Capital); הבדל לא גדול מבחינה סטטיסטית נמצא בקשר לתשואה על ההון (Return on Equity).⁸⁶ לממצאים אלה ראוי להתייחס לטעמי במידה של זהירות משום שהתשואה בוצעה בין קבוצות השונות זו מזו במידה קיצונית – בין קבוצת חברות ש"נהנות" משיעור כהונה ממוצע של 25% לבין קבוצת חברות ש"סובלות" משיעור כהונה של 4%. מחקרים נוספים מצאו אף הם קשר מובהק בין כהונה של נשים בדירקטוריון לבין שיפור בערך החברה.⁸⁷

לבסוף, מלבד בחינת ההשפעה של כהונת נשים על ביצועי החברות בחנו מחקרים שהתפרסמו בשנים האחרונות את ההשפעה של כהונת נשים בדירקטוריון על החלטות שונות המתקבלות בחברה. למשל, מחקר אחד בדק ומצא שחברות שבהן שיעורים גבוהים של נשים בדירקטוריונים מתמקדות יותר בנושאים הקשורים לאחריות חברתית-תאגידית (corporate social responsibility).⁸⁸ מחקר אחר מצא שלכהונת נשים בדירקטוריון יש השפעה חיובית על העסקת נשים בתפקידים בכירים בחברה.⁸⁹ מחקר נוסף מצא כי שיעורים גבוהים של נשים המכהנות בדירקטוריונים של חברות מובילים לחלוקות של דיווידנדים בשיעורים גבוהים באותן חברות.⁹⁰

למען שלמות התמונה, מחקרים אחרים שנעשו לאורך השנים הצביעו על השפעה לא גדולה (אם בכלל) של שילוב נשים בדירקטוריונים של חברות על ביצועי אותן החברות. למשל, מחקר שפרסמו בשנת 2009 Renee B. Adams ו-Daniel Ferreira (אדאמס ופריירה) ושזכה לתהודה רבה מצא השפעה חיובית של כהונת נשים בדירקטוריון על איכות הממשל

85 ראו Nancy M. Carter & Harvey M. Wagner, *The Bottom Line: Corporate Performance and Women's Representation on Boards* (2004–2008) (Catalyst, 2011), <https://bit.ly/2VkiBEX>.

86 שם.

87 ראו למשל David A. Carter, Betty J. Simkins & W. Gary Simpson, *Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value*, 38 FIN. REV. 33 (2003). ראו גם Lois Joy, *Advancing Women Leaders: The Connection Between Women Board Directors and Women Corporate Officers* (Catalyst, 2008), <https://bit.ly/3eddJyP> (המחקר מצא מתאם חיובי בין שיעור הנשים המכהנות בדירקטוריון לבין שיעור הנשים המתמנות לתפקידים בכירים בחברה; ממצא זה עשוי להעיד שנשים המכהנות בדירקטוריון צפויות לקדם מינוי של נשים לתפקידים בכירים בחברה).

88 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).

89 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 למאמר אחר שבדק ולא מצא השפעה כזו: Agata Maida & Andrea Weber, *Female Leadership and Gender Gap within Firms: Evidence from an Italian Board Reform* (IZA Discussion Paper No. 12099, Jan. 2019), available at: <https://bit.ly/2K9hjfL>.

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

התאגדי של החברה.⁹¹ 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.⁹² מחקרים אחרים שנעשו גם הם לא מצאו קשר הדוק בין שילוב נשים לבין הביצועים הפיננסיים של החברות.⁹³

גם מחוץ לארצות הברית נעשו בשנים האחרונות מחקרים שניסו לעמוד על התרומה האפשרית של שיעור גבוה של גיוון מגדרי לביצועי החברה. למשל, מחקר שהתפרסם לאחרונה בדק את ההשפעה של שילוב נשים בדירקטוריונים של חברות שרשומות למסחר באיטליה.⁹⁴ המחקר בדק דירקטוריונים של חברות ציבוריות שנסחרו בבורסה באיטליה בשנים 2008–2016 ומצא כי ההשפעה של שילוב נשים על ביצועי החברות היא שלילית כאשר שיעור הנשים בדירקטוריון הוא כ-10%, לא גדולה כאשר שיעור הנשים בדירקטוריון הוא כ-20%, וחיובית כאשר שיעור הנשים עולה על 20%.⁹⁵

91 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 של נשים בדירקטוריון משפר גם את שיעור הנוכחות של גברים בישיבות הדירקטוריון; ככל ששיעור הנשים בדירקטוריון גבוה יותר, כך המנהל הכללי חשוף לפיטורין בגין ביצועים לא טובים של החברה, ועוד).

92 שם. החוקרים מצאו שנשים נוטות לכהן בוועדות של הדירקטוריון שהן 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.

93 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 *CORP. GOVERNANCE: INT'L REV.* 396 (2010). ראו גם André Chanavat & Katharine Ramsden, *Mining the Metrics of Board Diversity* (Thomson Reuters, 2013), available at <https://tmsnrt.rs/3egzNZe> (המחקר מלמד כי רק בחלק מהשנים שנבחנו חברות שבהן דירקטוריונים שהתאפיינו בגיוון מגדרי הציגו תשואות עדיפות מחברות שבדירקטוריונים שלהן חסר גיוון, ואילו בחלק אחר מהזמן אותן חברות הציגו תשואות נחותות יחסית). נוסף על זה ראו Giulia Ferrari, Valeria Ferraro, Paola Profeta & Chiara Pronzato, *Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance and the Stock Market*, 26 (IZA Discussion Paper No. 10239, Sep. 2016), available at <https://bit.ly/34rzypK>. לבסוף ראו Larelle Chapple & Jacquelyn E. Humphrey, *Does Board Gender Diversity Have a Financial Impact? 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* (CONSOB Working Papers No. 86, Sep. 2018), available at <https://bit.ly/2RqPAek>. למען שלמות התמונה אציין ששוק ההון האיטלקי מתאפיין ברוב של חברות שבהן בעלות ריכוזיות, בדומה לשוק הישראלי (נכון לשלהי שנת 2016, כמעט 9 מתוך 10 חברות יש בהן בעל שליטה או קבוצת שליטה שמחזיקה בממוצע בכ-47% (שם, בעמ' 16)).

95 שם, בעמ' 26, 50.

השיח בעד שילוב נשים בדירקטוריונים לא נותר בגדר שיח אקדמי-תאורטי. בארצות הברית משקיעים מוסדיים גדולים החלו להפעיל לחץ על חברות ציבוריות לשלב נשים בדירקטוריונים.⁹⁶ אותם משקיעים, כדוגמת חברת ניהול הנכסים הגדולה בעולם BlackRock וענקית אחרת State Street Global Advisors, אף משלבים את הנושא של גיוון מגדרי כחלק בלתי נפרד ממדיניות ההצבעה שלהם⁹⁷ ומצביעים נגד דירקטוריונים שחסרה בהם נציגות של נשים.⁹⁸ גם המאסדר הפדרלי בארצות הברית מעודד כהונת נשים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות. לפי האסדרה שמובילה רשות ניירות ערך האמריקאית (ה- Securities and Exchange Commission, להלן: SEC), מחויבות החברות הציבוריות האמריקאיות לגלות כיצד מוערך הצורך בגיוון מגדרי בדירקטוריון.⁹⁹

נוסף על זה, 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). לפי ההצעה, שאושרה, על החברות לשלב לפחות אישה אחת בדירקטוריון עד ליום 31 בדצמבר 2019, ובהמשך, עד ליום 31 בדצמבר 2021 לשלב שתי נשים לפחות בדירקטוריון המורכב מחמישה חברים ולשלב שלוש נשים לפחות בדירקטוריון המורכב משישה חברים ומעלה.¹⁰⁰ אי-עמידה ברף שנקבע צפויה לגרום קנסות של מאות אלפי דולרים על החברות שלא עמדו ברף כאמור.¹⁰¹ בכך הפכה קליפורניה למדינה הראשונה בארצות הברית שמחייבת רף מסוים של שיעור כהונה של נשים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות.¹⁰² מחוץ לארצות הברית אימצו כמה מדינות באירופה שיעורי חובה לכהונה של נשים בדירקטוריונים.¹⁰³

בישראל נכנס לתוקף בחודש מרס 2011, תיקון 16 לחוק החברות, שכלל כמה שינויים בעלי חשיבות 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".¹⁰⁴ נוסף על זה, בתיקון נוספו לחוק הוראות ממשל תאגידי מומלצות,¹⁰⁵ ובהן הוראה המורה

96 Amit Batish, *Equilar Gender Diversity Index: Q1 2018*, EQUILAR (May 9, 2018), ראו <https://bit.ly/2RwCpIR>.

97 BlackRock, *Proxy Voting Guidelines for U.S. Securities* (Feb. 2018), <https://tinyurl.com/web64k7>; State Street Global Advisors' Guidance on Enhancing Diversity on Boards (2018), <https://bit.ly/3cbm7Nk>.

98 ראו SPENCERSTUART, לעיל ה"ש 56, בעמ' 3.

99 Regulation S-K, Item 407(c)(2)(vi).

100 ראו S. 826, 2018 Leg., 2017-18 Sess. (Cal. 2018), <https://tinyurl.com/y7ldfp4m>.

101 שם.

102 Vanessa Fuhrmans, *California Becomes First State to Mandate Female Board Directors*, ראו WALL STREET J. (Sep. 30, 2018), <https://on.wsj.com/2V1q0yY>.

103 ראו למשל Claire Zillman, *The EU Is Taking a Drastic Step to Put More Women on Corporate Boards*, FORTUNE (Nov. 20, 2017), <https://bit.ly/2yT6Oux>. ארחיב על כך להחן בתת-פרק ד.2.

104 ס' 239(ד) לחוק החברות.

105 ראו לעיל ה"ש 41.

על גיוון הרכב הדירקטוריון "בהתחשב במין של המועמד" לכהונה בדירקטוריון.¹⁰⁶ כלומר, חברות ציבוריות אינן כפופות לחובה של גיוון מגדרי בשיעור מסוים. עם זאת בדוחות השנתיים מקפידות החברות לגלות את מספר הדירקטורים מכל מין המכהנים בדירקטוריון בפורמט של "שאלון ממשל תאגידי".¹⁰⁷ נוסף על זה, בחודש מרס 2018 פרסמה הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון טיטת חוזר בנושא "דירקטוריון גוף מוסדי", ואחת ההוראות בו קובעת ש"בדירקטוריון גוף מוסדי יינתן ייצוג הולם לשני המינים".¹⁰⁸ ומה באשר למעורבותם של משקיעים מוסדיים בישראל בקידום של גיוון מגדרי בדירקטוריונים של חברות שבהן הם משקיעים? ובכן, במחקר אחר שעשיתי 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.¹⁰⁹ אנטרופי, מצידה, אינה כוללת במדיניות ההצבעה שלה התייחסות לנושא הגיוון המגדרי.¹¹⁰ עם זאת אנטרופי מתייחסת לנושא של גיוון מגדרי בסקרי ממשל תאגידי שאותם היא עושה בחברות ציבוריות.¹¹¹ נוסף על זה, נראה שבמסגרת המלצותיה בפועל אנטרופי מייחסת משקל לנושא של הגיוון המגדרי.¹¹² לבסוף, גיוון מגדרי ראוי לו להתקיים לא רק "על הנייר" אלא גם בפועל. כלומר, המטרות שמאחורי 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 הדינמיקה בתוך הדירקטוריון ובין הדירקטוריון לבין ההנהלה

106 ס' 2 לתוספת הראשונה לחוק החברות.

107 ביום 12.9.2012 פרסמה רשות ניירות ערך נוסח מחייב של הנחיית גילוי מכוח ס' 36א(ב) לחוק ניירות ערך בדבר יישום שאלון ממשל תאגידי הכולל גילוי של נתונים רבים המתייחסים לעצמאות ולכשירותו של הדירקטוריון. יישומה של הנחיה היה לראשונה הדוחות התקופתיים לשנת 2012. תוקפה המחייב של הנחיה פג, וכיום פועלת הרשות לעיגונה של הנחיה בתקנות. ראו רשות ניירות ערך "יישום שאלון ממשל תאגידי במסגרת הדוחות התקופתיים לשנת 2015" (14.1.2016), <https://bit.ly/2RsZY5t>. בפועל, ניתוח הדוחות התקופתיים של החברות במאמר מלמד כי החברות ממשיכות לפעול על פי הנחיה.

108 ראו טיטת חוזר גופים מוסדיים רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, 2017-540 "דירקטוריון גוף מוסדי" (4.3.2018), <https://bit.ly/2VkjKkB> (להלן: חוזר גופים מוסדיים).

109 אסף אקשטיין וקובי קסטיאל "מינוי דירקטורים: תיאוריה, ראיות, מדיניות" (צפוי להתפרסם ב-2020).
110 אנטרופי "מדיניות הצבעה בעת הפעלת proxy אספות כלליות לשנת 2019-2020" (מרץ 2019), [tinyurl.com/sp2rkj5](https://www.tinyurl.com/sp2rkj5).

111 ראו למשל אנטרופי "הערכת הרכב תמהיל דירקטוריון – בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ" (6 פברואר 2018) [tinyurl.com/tm85bpp](https://www.tinyurl.com/tm85bpp) ("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").

112 ראו למשל רחלי בינדמן "שליש מדירקטוריון בנק הפועלים ישתנה בשבוע הבא" כלכליסט (8.7.2019) [tinyurl.com/wyl4gqq](https://www.tinyurl.com/wyl4gqq) ("בהנחה שבקטגוריה זו ערן ייבחר שוב, באנטרופי מתקשים לבחור בין צביליחובסקי ובר נוי גוטלין למרות שהם מציינים במפורש כי הם מעודדים גיוון מגדרי בדירקטוריון ולכן ממליצים על שניהם"). כן ראו אורן פרוינד "שיכון ובינוי משיבה אש ללוקסי: המועמדות שלנו לדירקטוריון נבחרו משיקולי גיוון מגדרי" כלכליסט (24.4.2018) [tinyurl.com/unwzwyw](https://www.tinyurl.com/unwzwyw) (מתאר כיצד אנטרופי המליצה על מועמדות לדירקטוריון על בסיס שיקולים מגדריים ולפי הצורך בגיוון מגדרי בדירקטוריון).

הביצועית הכפופה לפיקוח שלו, וכן להשפיע על הליכי קבלת ההחלטות בדירקטוריון. מטרת אלה יכולות להיות מושגות באמצעות מינוי של נשים לתפקידי מפתח בדירקטוריון, כגון מינוי לוועדת הביקורת הנחשבת ועדה הממלאה תפקיד מרכזי בפיקוח על הדירקטוריון ועל החברה בכלל.¹¹³

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, על יחסי הגומלין ביניהם ועל היכולת שלהם לפעול כאורגן אחד. טענה שחוזרת ועולה בהקשר זה היא שדירקטוריונים גדולים עלולים להיות יעילים פחות בשל קושי בהרמוניה, בתקשורת ובתיאום בין חברי הדירקטוריון.¹¹⁴ בראשית שנות התשעים של המאה הקודמת ניסו כמה חוקרים בולטים בתחום דיני החברות להצביע על הגודל הרצוי של הדירקטוריון, שיתאים לתפקוד יעיל של הדירקטוריון. חלקם הצביעו על מספר שניע בטווח שבין שבעה לתשעה מושבים.¹¹⁵ לפי אחרים, בדירקטוריון שמורכב מיותר מעשרה חברים יתקשו החברים, בזמן המוגבל יחסית העומד לרשות הדירקטוריון, להשמיע את דעתם.¹¹⁶ באותה נקודת זמן הטווחים הנזכרים צוינו בשרירות, אולם מחקרים שהתפרסמו בהמשך מצאו ראיות שמאשרות את ההשערה שגודל 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 האופטימלי של הדירקטוריון הוא שבעה מושבים, כאשר למעלה מכך, הולך וקטן הטובין Q של החברות (שמבטא, כזכור, את היחס בין שווי הנכסים של החברה לבין

¹¹³ ראו Nili, *Beyond the Numbers*, לעיל ה"ש 78.

¹¹⁴ 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")

¹¹⁵ ראו למשל Michael C. Jensen, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, 48 J. FIN 831 (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 MGMT. REV. 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*, HARV. BUS. REV. 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") (ההדרגשות הוספו).

¹¹⁶ ראו Martin Lipton & Jay W. Lorsch, *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, 48 BUS. L. 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")

העלות הכרוכה בהחלפתם של הנכסים, המשמש אמת מידה לביצועי החברה).¹¹⁷ כפי שמציין המחקר, השוק הספרדי מתאפיין בחברות שבהן בעלות ריכוזית.¹¹⁸ 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.¹¹⁹ המחקר של Guest מציין שהגודל האופטימלי של הדירקטוריון תלוי בממד הביצועים (performance measure) שהוא בדק. כאשר נבדקה ההשפעה של גודל הדירקטוריון על הרווחיות, מצא המחקר כי הגודל האופטימלי מצוי בטווח שבין ארבעה לשישה מושבים; כאשר נבדקה ההשפעה של גודל הדירקטוריון על הטובין Q של החברות והתשואה למניה, מצא המחקר כי הגודל האופטימלי הוא שלושה מושבים. המחקר מכיר בכך שהתמונה הכללית המצטיירת מתקשה להראות גודל אופטימלי מדויק, אבל קובע נחרצות שהדירקטוריון צריך להיות קטן מתשעה מושבים, לפי כל מדד שנבדק במחקר.¹²⁰

נוסף על זה, מחקר של Mak ו-Kusnadi שהתפרסם בשנת 2005 ושדק חברות הרשומות למסחר בסינגפור ובמלזיה שבהן דירקטוריונים בגודל חציוני וממוצע של כשבעה מושבים, מצא יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין הטובין Q של החברות.¹²¹ לפי אותו מחקר, הטובין Q מגיע לשיא כאשר מספר המושבים בדירקטוריון הוא חמישה מושבים, ויורד ככל שמספר המושבים גדל.¹²²

מחקר נוסף שעשו Eisenberg ואחרים, ושהתפרסם בשנת 1998, בדק חברות קטנות הרשומות למסחר בפנינלנד, ומצא יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין הרווחיות של החברות.¹²³ מדובר בחברות שבהן דירקטוריונים בגודל חציוני וממוצע של כשלושה חברים.¹²⁴ אותו מחקר מצביע על ירידה ברווחיות בחברות שבהן דירקטוריונים המורכבים מיותר משלושה חברי דירקטוריון.¹²⁵ אומנם היכולת ללמוד מממצא זה לענייננו מוגבלת, בהתחשב בכך שמדובר בחברות שבהן דירקטוריונים קטנים בהרבה מאלה המאפיינים את החברות הישראליות. אך, כמוסבר, גם מחקר זה מלמד על קיומו של יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין רווחיות החברה.

117 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://tinyurl.com/u94qvwq>

ש.ם. 118

119 Paul Guest, *The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK*, 15 EUR. J. FIN. 385 (2009)

ש.ם. 120

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

ש.ם. 122

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

ש.ם, בעמ' 45. 124

ש.ם. 125

מחקר אחר שעשה Yermack ושראה אור בשנת 1996 התמקד בחברות שבהן דירקטוריונים בגודל חציוני וממוצע של כ-12 מושבים,¹²⁶ והראה שהטובין Q של החברות מגיע לשיא כאשר מספר המושבים בדירקטוריון הוא חמישה מושבים, והוא יורד ירידה מונוטונית ככל שמספר המושבים גדל, כאשר ירידה גדולה בטובין Q ניכרת בחברות שמספר המושבים בדירקטוריון שלהן גדול משמונה מושבים.¹²⁷ המחקרים הנזכרים מעניינים במיוחד, משום שהם מעניקים כיסוי רחב למדינות שונות שבהן מאפיינים שונים של חברות ודיני חברות.¹²⁸

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

לבסוף, מחקר מצוטט מאוד של Coles ואחרים, שהתפרסם בשנת 2008, מראה כי היחס בין גודל הדירקטוריון לבין ביצועי החברה אינו מונוטוני. המחקר עורך הבחנה בין שני סוגים עיקריים של חברות: חברות שבהן דירקטוריונים שהתפקיד המרכזי שהם ממלאים הוא פיקוח על ההנהלה הביצועית, וחברות שבהן דירקטוריונים שהתפקיד המרכזי שהם ממלאים הוא ייעוץ להנהלה הביצועית.¹³⁰ מחקר זה מסביר כי דירקטוריונים נדרשים לייעוץ 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 שקיים בהכרח יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין ביצועי החברה. אותו מחקר של Coles ואחרים מראה שבחברות

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

127 שם, בעמ' 193.

128 ראו 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").

129 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 משבעה או שווה לו (227 חברות במדגם), גדול משבעה וקטן מ-12 (322 חברות במדגם), או גדול מ-12 או שווה לו (233 חברות במדגם), הטובין Q הממוצע הוא 1.56, 1.55 ו-1.30 בהתאמה. עד כה הנתונים מראים כי הטובין Q הממוצע קטן בעקיבות ככל שמספר המושבים בדירקטוריון גדל. אבל כפי שמראה המחקר, הטובין Q החציוני בשלוש הקבוצות הנזכרות הוא 1.17, 1.20 ו-1.10, בהתאמה. כלומר, ממצא זה אינו מלמד על יחס הפוך עקיב בין טובין Q חציוני לבין גודל הדירקטוריון (ההדגשות הוספו).

130 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 וייעוץ) 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).

שפועלות ביותר מ-2.52 מגזרים עסקיים קיים יחס בין גודל הדירקטוריון לבין ביצועי החברה, ואילו בחברות שפועלות בפחות מ-2.52 מקטעים קיים יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין ביצועי החברה.¹³¹

ג. ראיות אמפיריות

1. מתודולוגיה

פרק זה של המאמר מציע סקירה של נתונים אמפיריים על המאפיינים שנדונו בפרק הקודם, הן על עצמאות הדירקטוריון (סיווג ומשך כהונה) והן על גיוון הרכב הדירקטוריון (גיל, מגדר וגודל הדירקטוריון). הנתונים מתייחסים למכלול הדירקטורים – 928 דירקטורים – המכהנים ב-125 החברות המרכיבות את מדד ת"א 125 נכון ליום 31 בדצמבר 2017.¹³² הנתונים על הדירקטורים נאספו ידנית, באמצעות עיון בדוחות של החברות שהתפרסמו במערכת אינטרנט להודעות ("מאיה") של הבורסה לניירות ערך ובמערכת ה-*Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval (EDGAR)* של רשות ניירות הערך האמריקאית, שבה נעזרתי לשם איתור נתונים המתייחסים לחברות דואליות הנסחרות, נוסף על הבורסה 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 בעניינם. ראשית, הדירקטורים שנתוניהם נאספו ונותחו הם אלה שכיהנו נכון לסוף שנת 2017, קרי ביום 31 בדצמבר 2017. דירקטורים שכהונתם הסתיימה במהלך שנת 2017 או מונו במהלך שנת 2018, לא נכללו בניתוח 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 בדוחות שהתפרסמו.¹³³ במסגרת זו חושב מספר חודשי הכהונה ולא מספר ימי הכהונה. אשר ל-33 דירקטורים (מתוך 928 כזכור, כלומר 3.5% מהמדגם) לא היה אפשר 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 לפי הסיווג שהופיע בדיווחים של החברות. בהקשר זה יש לציין, כי כפי שהראיתי בתת-פרק 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 הערך האמריקאית או על כללי הבורסות הגדולות בארצות הברית: בורסת ניו יורק והנאסד"ק. על כן הניתוח הסטטיסטי שיובא בהמשך המאמר בתת-פרק ג.2 בנוגע לסיווגם של הדירקטורים יבצע הבחנה בין החברות הדואליות לבין החברות שאינן דואליות.

131 ש.ם.

132 הרכב החברות במדד ת"א 125 עשוי להשתנות מעת לעת. הרכב החברות ששימש בסיס למחקר שממצאיו מוצגים במאמר זה תועד ביום 12 בספטמבר 2018.

133 לרוב, נאספו הנתונים בדרך של עיון בדוח השנתי שפרסמה החברה, בדרך כלל בחודש מרץ 2018. במקרים שבהם לא נמצאו הנתונים בדוח השנתי, נאספו הנתונים באמצעות עיון בדיווח על כינוס אספה כללית או בדיווח המידי הרלוונטי של החברה.

רביעית, הגילאים של הדירקטורים שנותחו במחקר חושבו כהפרש בין שנת 2018 לבין שנת הלידה המופיעה בדיווחים של החברות שנותחו. בדיווחים של החברות הדואליות הגיל הופיע בדרך כלל במפורש, כלומר ציון הגיל ללא ציון תאריך הלידה. כדי 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 אלה נאספו ממחקרים עדכניים שהתפרסמו בארצות הברית בחודשים האחרונים. בהמשך יוצגו הנתונים הישראליים שנאספו ונותחו לפי המתודולוגיה שתוארה לעיל.

2. סיווג הדירקטורים

(א) ארצות הברית

בעשרות השנים האחרונות חלה עלייה דרמטית בשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים המכהנים בחברות ציבוריות בארצות הברית. מאמר שפרסם המלומד ג'פרי גורדון מראה ששיעור הדירקטורים הבלתי תלויים היה בשנות החמישים של המאה הקודמת 20%, ואילו בשנת 2005 שיעורם הוא 75.134%¹³⁴. מחקרים עדכניים יותר מלמדים על המשך הגידול בשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בארצות הברית בשנים האחרונות.¹³⁵ כך, מחקר של חברת המחקר והייעוץ Spencer Stuart מראה שנכון לשנת 2017 שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בדירקטוריונים של החברות הכלולות ב-S&P 500 היה 85.136% שיעור זה של דירקטורים בלתי תלויים היה קיים גם בשנת 2016;¹³⁷ שיעור זה הוא עלייה קלה ביחס לשנים עברו כשבשנת 2012 היה שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים 84.138% ואילו בשנת 2007 היה שיעורם 80.139%.

(ב) ישראל

מדד ת"א 125 הוא מדד משוקלל של 125 החברות בעלות שווי השוק הגדול ביותר הנסחרות בבורסה – ובהן חברות דואליות, שנסחרות הן בבורסה לניירות ערך בתל-אביב והן בבורסות בארצות הברית. כמוסבר בתת-פרק א.1 למאמר, סיווג הדירקטורים בבורסות השונות איננו אחיד, וקיים שוני בין ההגדרות המשמשות לסיווג בישראל לבין ההגדרות המשמשות בארצות הברית. כמו כן בארצות הברית יש דרישות של החוק ושל כללי הבורסות המחייבות עמידה ברף מינימלי של כהונת דירקטורים בלתי תלויים, ואילו בישראל אין דרישה לרף מינימלי, והרף שנקבע בחוק החברות הוא כזכור רף מומלץ (לפחות מחצית בחברה ללא דבוקת שליטה ולפחות שליש בחברה שבה דבוקת שליטה). בשל ההבדלים

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

135 ראו למשל: Nicole F. Sharpe, *The Cosmetic Independence of Corporate Boards*, 34 SEATTLE U. L. REV. 1435, 1447 (2011).

136 SPENCERSTUART, לעיל ה"ש 56, בעמ' 8 (הנתונים שמציע הדוח מתייחסים לתקופה שבין 16 במאי 2016 לבין 19 במאי 2017).

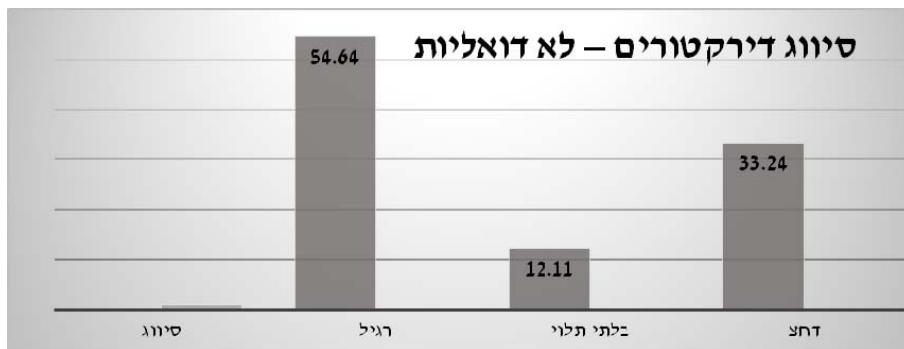
137 שם (הנתון מתייחס לתקופה שבין 15 במאי 2015 לבין 15 במאי 2016).

138 שם (הנתון מתייחס לתקופה שבין 15 במאי 2011 לבין 15 במאי 2012).

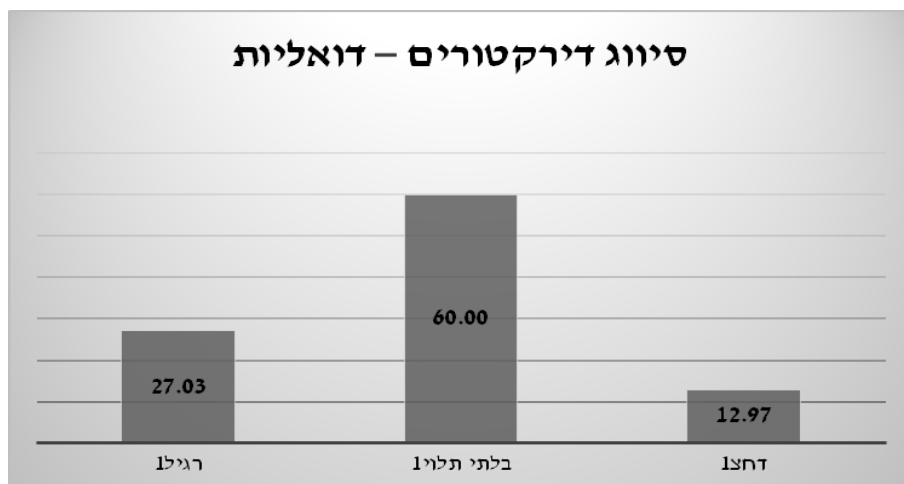
139 שם (הנתון מתייחס לתקופה שבין 1 ביוני 2006 לבין 31 במאי 2007).

יוצגו להלן 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 1.א להלן, ופילוח של סיווג הדירקטורים בחברות הדואליות (185 דירקטורים) מופיע בגרף 1.ב. כזכור, שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בארצות הברית נכון לשנת 2017 הוא 85%. בישראל, אם נחבר את שיעור הבלתי תלויים עם שיעור הדירקטורים החיצוניים, נראה ששיעור הבלתי תלויים בחברות הלא דואליות הוא 45% (337 מתוך 743 דירקטורים), ואילו שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים (בלתי תלויים וחיצוניים) במכלול החברות הכלולות במדד ת"א 125 (דואליות ולא דואליות) הוא 50.86% (472 מתוך 928 דירקטורים).

גרף 1.א



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

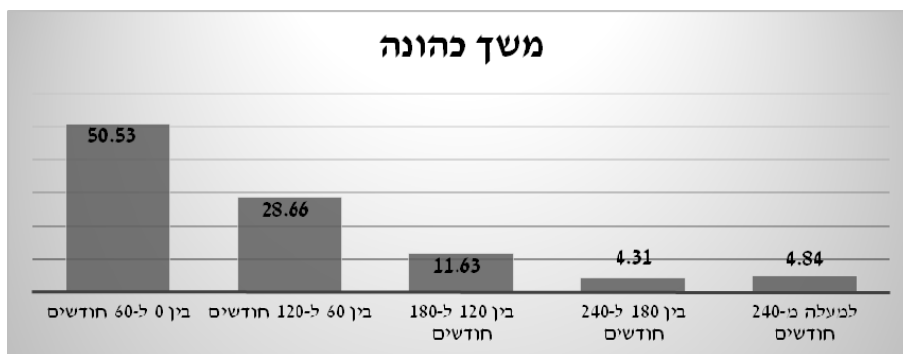


(א) ארצות הברית

משך הכהונה של דירקטורים בארצות הברית מתקצר לאורך השנים. עם זאת מדובר בשינוי לא גדול. כפי שמפרט הדוח של Spencer Stuart, המתייחס לשנת 2017, משך הכהונה של דירקטורים בלתי תלויים היה בשנת 2017 ממוצע של 8.2 שנים, לעומת הממוצע של 8.3 שנים בשנת 2016 והממוצע של 8.6 שנים בחמש השנים שקדמו לשנת 2017.¹⁴⁰ עוד מראה הדוח, כי שיעור החברות שבהן מכהנים דירקטורים לפרק זמן של יותר מ-10 שנים קטן אף הוא: 16% מהחברות בשנת 2017 לעומת 22% מהחברות בחמש השנים שעברו.¹⁴¹

(ב) ישראל

משך הכהונה הממוצע של דירקטור בחברות הכלולות במדד ת"א 125 הוא 80.43 חודשים, כלומר ממוצע של 6.7 שנים. גרף 4.2 להלן משקף את פילוח שיעור הדירקטורים לפי תקופות כהונה.

**4. גיל****(א) ארצות הברית**

לפי הדוח של Spencer Stuart הגיל הממוצע של הדירקטורים הבלתי תלויים ב-S&P 500 הוא 63.1 שנים, כשנתיים יותר מהממוצע שנמדד לשנת 2007, שהיה 61 שנים.¹⁴² ממצא דומה הוצג גם בדוח 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) היה נכון לשנת 2017 62.7 שנים.¹⁴³ דוח של חברת Investor Responsibility Research Center Institute (IRRC)

140 שם, בעמ' 6.

141 שם.

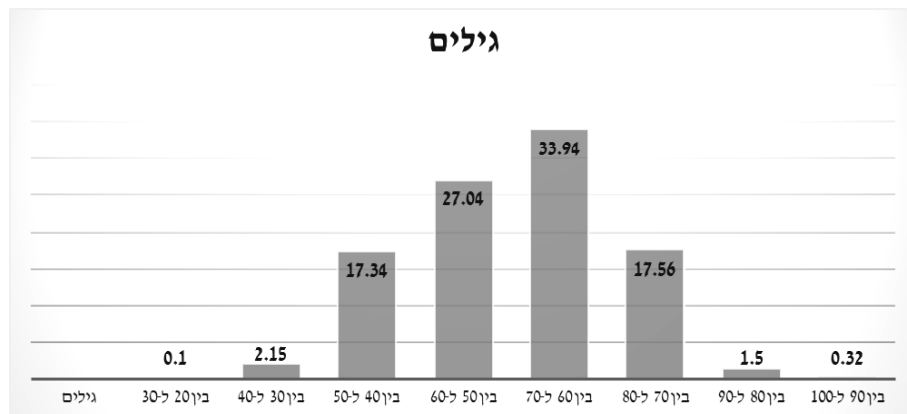
142 שם, בעמ' 20.

143 ראו Tomas Pereira, *How Board Skills Vary by Director Age Groups*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Apr. 4, 2018), <https://bit.ly/2y9bmMM>.

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 הוא 63 שנים.¹⁴⁴ לבסוף, מלבד ממוצע הגילים, מעניין לעמוד על גיוון הגילים בדירקטוריון. דוח של חברת IRRC שהתפרסם בשנת 2017 מראה שבכ-55% מהחברות הכלולות ב-S&P 500 מכהנים דירקטורים בגילים המשתייכים לשלושה עשורים; בדרך כלל מדובר בדירקטורים בני חמישים, שישים ושבעים.¹⁴⁵ החציון של סטיית התקן (median standard deviation) בחברות ה-S&P 500 הוא 6.9 שנים, כאשר סטיית התקן ב-50% מהחברות נעה בין 5.7 ל-8.2 שנים.¹⁴⁶

(ב) ישראל

ממוצע הגילים של הדירקטורים המכהנים בחברות הכלולות במדד ת"א 125 הוא 60.6 שנים. פילוח הגילים לפי עשורים מופיע בגרף 3.3 להלן:



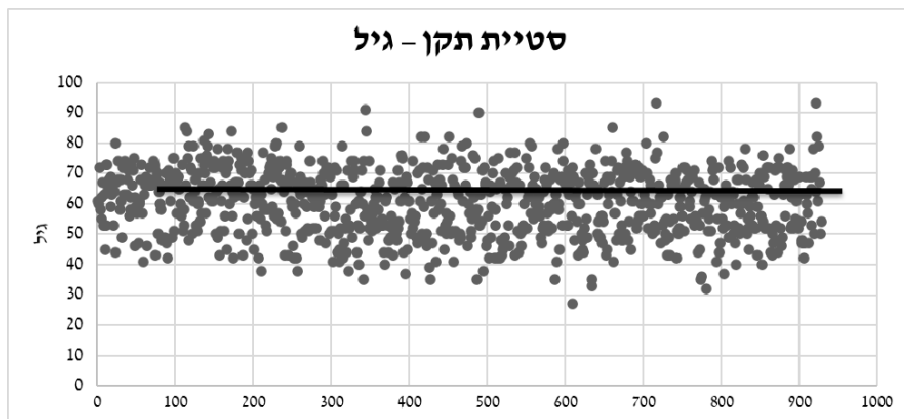
מלבד פילוח הגילים המתואר לעיל מעניין לעמוד על גיוון הגילים בדירקטוריונים של החברות הישראליות. המחקר שנעשה בעבודה על המאמר מלמד שברוב החברות מכהנים דירקטורים המשתייכים לשלושה עשורים (40% מהחברות) ולארבעה עשורים (39.2% מהחברות). בשאר החברות מכהנים דירקטורים המשתייכים לחמישה עשורים (8%), לשני עשורים (12%) ולעשור אחד (0.8%).

144 ראו Jon Lukomnik, *Board Refreshment Trends at S&P 1500 Firms*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. & FIN. REG. (Apr. 4, 2018), <https://bit.ly/3egFgPK>

145 Annalisa Barrett, *Age Diversity Within Boards of Directors of the S&P 500 Companies*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Apr. 6, 2017), <https://bit.ly/2yT2uLQ>

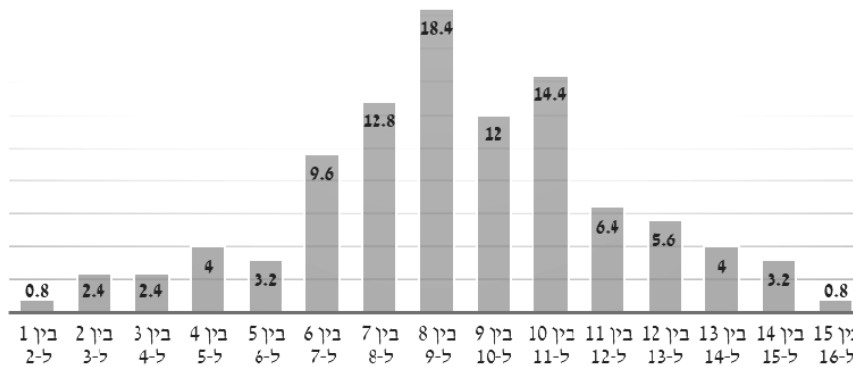
146 שם.

סטיית התקן של גיל הדירקטורים, כלומר הפיזור של גיל הדירקטורים סביב ממוצע הגילים (שהוא כזכור 60.6 שנים), היא 10.67 שנים. נתון זה מעיד על מרחקים לא חריגים סביב הממוצע כפי שניתן להתרשם מגרף ב.3 להלן:



כדי לקבל נתון מדויק יותר נבדקה במחקר סטיית התקן בכל אחת מ-125 החברות הכלולות במדד ת"א 125. הבדיקה העלתה כי ממוצע סטיות התקן של 125 החברות הוא 8.88 שנים, והחציון של סטיות התקן של 125 החברות הוא 8.84 שנים. גרף ב.3 להלן משקף את שיעור סטיות התקן שנמצאו לפי גודלן:

סטיות תקן (באחוזים)



כפי שניתן להתרשם, סטיית התקן השכיחה ביותר (בחלק ששיעורו 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).¹⁴⁷

5. מגדר

(א) ארצות הברית ומדינות נוספות

שיעור הנשים המכהנות בדירקטוריונים של החברות הגדולות בארצות הברית נמצא במגמת עלייה אם כי מדובר בעלייה איטית. לפי הדוח של Spencer Stuart 2017, שיעור הנשים המכהנות כדירקטוריות בחברות ה-S&P 500 היה בשנת 2017 22% מכלל הדירקטורים (נשים וגברים). בשנת 2012 היה שיעור הנשים המכהנות 17%, ובשנת 2007 היה שיעורן 16.1%.¹⁴⁸

דוח של חברת Equilar שהתפרסם בשנת 2018 ומתייחס לשנת 2018 מראה כי ברבעון השני של שנת 2018 עלה שיעור הכהונה של נשים ב-Russel 3000 ל-17.7%.¹⁴⁹ עוד מראה הדוח שקיימת עלייה עקיבה 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, היה שיעור המינוי של נשים כדירקטוריות חדשות בדירקטוריונים מתוך המינויים החדשים 17.9%, 20.1%, 21.4%, 29.4%, 32.0% ו-34.9% בהתאמה.¹⁵⁰

לבסוף, דוח של פירמת רואי החשבון Ernst & Young, שמפרסם נתונים נכון ליום 31 במרס 2019, מלמד על מגמת עלייה ומראה כי שיעור הנשים ב-S&P 1500 הוא 22%, 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) הוא 18.1%.¹⁵¹ דוח של חברת הייעוץ מקינזי שמתייחס לשנת 2017 שופך אור על שיעור כהונת הנשים בדירקטוריונים במדינות נוספות.¹⁵² לפי הדוח, שיעור הנשים המכהנות במדינות מובילות באירופה גבוה משיעור הנשים המכהנות בארצות הברית. כך, שיעור הנשים המכהנות בצרפת, באיטליה ובגרמניה הוא 39%, 33% ו-28% בהתאמה.¹⁵³ בדרום-אפריקה שיעור

147 על חשיבותם של נתונים אלה אעמוד בהמשך המאמר, בחלק שדן באסדרה הרצויה. אקדים לציין כי בהתחשב בכך שהדירקטוריון אמור לעבוד כיחידה מגובשת, סטיית תקן גדולה מדי עלולה לפגוע ביכולתו של הדירקטוריון לתפקד ולקבל החלטות.

148 SPENCERSTUART, לעיל ה"ש 56, בעמ' 21.

149 Amit Batish, 2018 Q2 Gender Diversity Index, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Oct. 3, 2018), <https://bit.ly/3aX9nK6>.

150 שם.

151 Ernst & Young, EY Center for Board Matters (last visited May 7, 2020), <https://tinyurl.com/yahv6j49>.

152 MCKINSEY & COMPANY, WOMEN MATTER: TIME TO ACCELERATE, TEN YEARS OF INSIGHTS INTO GENDER DIVERSITY 25–26 (Oct. 2017), available at <https://mck.co/2RtJOJ2>.

153 שם, בעמ' 25.

הנשים המכהנות הוא 14%, ובמדינות בולטות באסיה השיעור נמוך יותר – 12% בהודו ו-10% בסין.¹⁵⁴

מדינות נוספות שבהן שיעורי כהונה גבוהים יותר של נשים, כפי שפורסם בדוח 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%.¹⁵⁵ במדינות אחרות באיחוד האירופי שיעורי הכהונה נמוכים, לעיתים במידה רבה, משיעור הכהונה במדינות הנזכרות.¹⁵⁶ הממוצע הכללי של שיעורי הכהונה ב-28 המדינות של האיחוד האירופי היה נכון לחודש אפריל 2016 23.3%.¹⁵⁷ 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, ובחלק אחר אין מופעלות סנקציות כאלה.¹⁵⁸

(ב) ישראל

במהלך חודש מרס 2011 פרסמה רשות ניירות ערך ממצאי מחקר שביצעה בנושא כהונה של נשים בדירקטוריונים.¹⁵⁹ 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 הוא 18%.¹⁶⁰ מאמר זה מציע כאמור נתונים עדכניים על שנת 2017. שיעור הנשים שנמצא בניתוח שמשמש בסיס למאמר הוא 21.55% נכון לשנת 2017. מעניין שמתוך 128 חברות שנבדקו, בשבע חברות בלבד (5.46%) נשים מכהנות בתפקיד יו"ר הדירקטוריון.¹⁶¹

6. גודל הדירקטוריון

בארצות הברית, לפי הדוח של Spencer Stuart, גודל הדירקטוריון הממוצע נכון לשנת 2017 הוא 10.8; מספר זה נמדד לשנת 2016.¹⁶² בשנת 2012 ובשנת 2007 היה הממוצע 10.7 ו-10.8, בהתאמה.¹⁶³

154 ש.ם.

155 VĚRA JOUROVÁ, GENDER BALANCE ON CORPORATE BOARDS: EUROPE IS CRACKING THE GLASS CEILING (Euro. Comm., July 2016)

156 ש.ם.

157 ש.ם.

158 ראו, למשל Konstantina Govotsos, *Gender Diversity in Corporate Boards in France: An Analysis* (Working Paper, 2017), available at: <https://bit.ly/3cdIbqT>

159 ראו רשות ניירות ערך "נשים בדירקטוריונים", לעיל ה"ש 81.

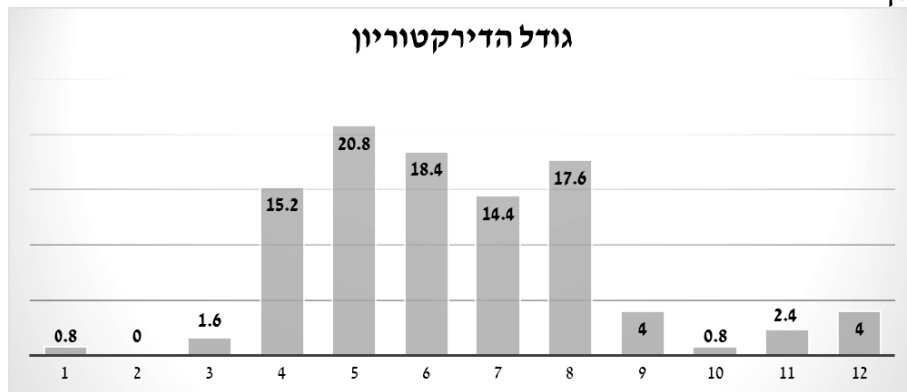
160 ש.ם.

161 מדובר בחברות: פריגו (דואלית), עזריאלי, הבנק הבינלאומי, שטראוס, מליסרון, ביוטיים (דואלית) ונורסטאר החזקות.

162 SPENCERSTUART, לעיל ה"ש 56, בעמ' 8 (אזכור, כי הנתונים בדו"ח של SpencerStuart מתייחסים לתקופה שבין מחצית שנה לבין מחצית השנה העוקבת).

ממצאי המחקר שנעשה בבסיס מאמר זה מלמדים 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 4 להלן. כפי שניתן לראות, ברוב המוחץ של החברות נע גודל הדירקטוריון בטווח של 4-8 דירקטורים. בהקשר זה חשוב לציין שבארבעה מתוך חמישה דירקטוריונים של הבנקים הגדולים בישראל מכהנים לפי הדוח השנתי לשנת 2017 בין 12 ל-13 דירקטורים.¹⁶⁴ הסבר הגיוני למספר גדול יחסית של דירקטורים המכהנים בבנקים הנזכרים הוא מורכבות פעילותו של הדירקטוריון וריבוי הוועדות (בדגש על ועדת ניהול סיכונים ועדת אשראי שאינן קיימות בחברות שאינן פיננסיות) והמשימות המוטלות על הדירקטורים בבנקים.

גרף 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; שיעור הגיוון המגדרי דומה לשיעור האמריקאי, אך נמוך משיעורים שנמדדו במדינות מתקדמות כדוגמת צרפת, איטליה וגרמניה. להלן טבלה שמסכמת את הנתונים העיקריים המתייחסים לשוק הישראלי לעומת השוק האמריקאי.

163 ש.ם.

164 בבנק לאומי 13 דירקטורים; בבנק דיסקונט 12 דירקטורים; בבנק מזרחי 13 דירקטורים ובבנק הבינלאומי 13 דירקטורים.

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

ד. מדיניות

דיני התאגידים בישראל ובחול"ל מיקדו על פי רוב את השיח התאגידי בביקורת על התנהלות הדירקטוריון, לאחר מעשה. בשנים האחרונות החל השיח מתפתח, בעיקר בארצות הברית, גם על פרופיל הדירקטוריון והשפעתו האפשרית על תפקוד הדירקטוריון, על ביצועי החברה ועל טובת החברה.

בישראל תיקון 16, שנכנס לתוקף בשנת 2011, הוא בבחינת נקודת מפנה בהתייחסות לפרופיל הדירקטוריון. כזכור, בתיקון זה נוספו הוראות למינוי אפשרי של דירקטורים בלתי תלויים; נוספה הוראת חובה שלפיה "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"; נוספו הוראות רשות (וולונטריות) 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 ולהדגיש את 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 באשר למאפיינים ספציפיים של הדירקטוריון שנותחו במאמר עד כה. בהמשך ארחיב באשר למודל של אסדרה "רכה" מסוג "אמץ או הסבר", שיומלץ לשימוש כדי לעודד כהונת נשים בדירקטוריונים בישראל, ובאשר 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 בחול"ל.

1. עקרונות כלליים של אסדרה של דיני החברות

אסדרה מיטבית של דיני החברות ראוי לה שתתבסס על עקרונות כלליים של אסדרה מיטבית, בהתאמות הנדרשות לפי המאפיינים הייחודיים של דיני החברות. בחלק זה של המאמר אבקש לעמוד בקצרה על כמה עקרונות והיבטים שראוי להביא בחשבון באסדרה של דיני החברות בכלל ובאסדרה של מבנה הדיקטוריון בפרט.

הצורך בגמישות. כיום קיימת הסכמה רחבה בנוגע לכך שעקרונות וכללים המבקשים לקדם ממשל תאגידי ותפקוד תקין של הדיקטוריון ושל החברה עשויים להיות "חמקמקים".¹⁶⁵ כלומר, עקרונות וכללים שעשויים להיות יעילים לקבוצה של חברות בעלות מאפיינים מסוימים, עלולים שלא להיות יעילים לקבוצה אחרת של חברות בעלות מאפיינים אחרים.¹⁶⁶ ברוח זו נמתחה בשנים האחרונות ביקורת נוקבת על 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 בנוגע למכלול החברות או בנוגע לקבוצה רחבה של חברות חלף "תפירה" של עקרונות וכללים לפי מאפיינים ייחודיים של חברה או קבוצת חברות בעלות מאפיינים דומים.¹⁶⁷

על כן אסדרה של דיני החברות נדרשת להביא בחשבון מאפיינים ייחודיים של החברות שהן יעד לאסדרה. בין השאר ראוי להתחשב במבנה הבעלות של החברה, בתעשייה שבה היא פועלת ובמידת התחרות שעימה היא מתמודדת, בהיקף הפעילות של החברה, בכיוון הפעילות של אותה החברה, במידת הגיוון של פעילותה, בקיומם של מנגנוני פיקוח ובתמרוץ קיימים של נושאי משרה בחברה, ועוד. אסדרה אינה 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 של אסדרה "רכה", שמוצא ביטוי בעיקר בגרסה של "אמץ או הסבר".¹⁶⁸ לפי מודל זה, נקבע הסדר ממשל 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,

165 ראו למשל Bebcuk & Hamdani, *The Elusive Quest*, לעיל ה"ש 22.

166 ראו שם; OECD, G20/OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE 10 (2015), <https://tinyurl.com/zo565d6> ("There is no single model of good corporate governance")

167 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)

168 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"). כן ראו שם, בעמ' 41-43 (הדוח של ה-OECD מנתח את המודלים האסדרתיים הנוהגים ב-49 מדינות ומראה כיצד ברוב המוחץ של המדינות נוקטים מודל של "אמץ או הסבר").

לגלות את הסיבה לאי-אימוצו ולגלות אם בכוונתה לאמצו בעתיד, ומהם המהלכים שהיא נוקטת כדי 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.¹⁶⁹ קיומו של כשל הוא למעשה קיומו של פער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי, שמנגנוני השוק לבדם, ללא התערבות של המחוקק או הרגולטור, אינם מסוגלים לתקן.

המצב המצוי בדירקטוריונים בישראל נותח באמצעות מחקר אמפירי שממצאיו הוצגו בפרק ג למאמר. המצב הרצוי עשוי להילמד מהסקירה שהובאה בפרקים א ו-ב למאמר, באשר לתרומתם האפשרית של מאפיינים שונים לביצועי החברה ולמשל התאגידי שלה. הכרת המצב הקיים בארצות הברית ובמדינות נוספות, וכן הכרת המגמות בנושא עיצוב הדירקטוריון באותן מדינות, עשויה אף היא לסייע בלימוד תובנות על המצב הרצוי. כפי שהראיתי בפרקים א ו-ב, בחלק מהמקרים, באשר לחלק מהמאפיינים של הדירקטוריון, אין תשובה חד-משמעית מהו המצב הרצוי, בראש ובראשונה משום שהספרות המחקרית על מאפיינים מסוימים לא הגיעה לממצאים מכריעים בקשר לתרומתם האפשרית לחברה. אומנם 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 בוודוא 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. למשל, ראוי להביא בחשבון אפשרות לקיומם של קשיים מעשיים הכרוכים בעיצוב הדירקטוריון לפי מאפיינים רצויים. המלאכה הופכת למורכבת במיוחד נוכח האיוון העדין הנדרש בין המאפיינים השונים כדי 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 המלצה מכרעת, או במקרים שבהם לא ברור כלל אם קיים פער, משום שאין הכרעה באשר למאפיין מסוים, לא בטוח כלל שנדרשת התערבות. למצער, אם יוחלט להתערב ולבקש לקדם שינוי של מאפיין מסוים משום שאין הכרעה מוחצת בנוגע לתרומה של מאפיין מסוים לביצועי החברה או לממשל התאגידי שלה, עדיין מסתמנת המדיניות הרצויה בענייננו, או אז תהא הנטייה לבחור בכלים של אסדרה "רכה" חלף אסדרה כופה. אסדרה "רכה" תאפשר בדרך כלל לחברות עצמן לבחור אם לאמץ עיקרון או כלל

169 לדיון בניתוח 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, 234–227 (2015).

מסוים, ואם יחליטו שלא לאמץ, יהא עליהן לספק גילוי במידה ובהיקף שייקבעו באסדרה.¹⁷⁰

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

בנקודה זו אפשר שתתעורר השאלה מדוע אם לא קיים סטנדרט ברור, יש צורך בגילוי בנוגע 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 במידה רבה על מכלול שיקולי ההשקעה של המשקיע הסביר.¹⁷¹ 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 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 לא נעשה הדבר, ונכון להיום חברות רשאיות לעקוב אחר תוכן ההנחיה מרצונן.¹⁷²

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

170 בהקשר זה ניתן לדבר על קשת רחבה מאוד של מודלים לאסדרה – החל ממודל של אסדרה כופה ועד למודל של אסדרה "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, 56–59 (2016).

171 ראו ע"א 5320/90 א. צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד (מו) 818, 837 (1992).

172 ראו לעיל ה"ש 109; רשות ניירות ערך "הנחיית גילוי – שאלון ממשל תאגידי" (12.9.2012), tinyurl.com/ry9daq8.

הסבר" 173. אומנם מודל זה כרוך בעלות אפשרית, משום שהוא כולל מנגנון מסוים של ביוש (shaming), שיכול להפעיל לחץ על חברה לציית להסדר המומלץ אף שרשמית היא אינה חייבת לציית. 174. ואומנם, בשנים האחרונות נעשים מהלכים מוצדקים להקלה באסדרה החלה על חברות ציבוריות בישראל. 175. אולם מודל זה הוא 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 ולהיות אלה שיקבעו כיצד ייראו הדירקטוריונים שלהן, לפי צרכיהן הייחודיים. 176.

שלישית, מכל מקום, 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. 177.

כמוסבר לעיל, כיום שאלון הממשל התאגידי איננו בתוקף, וחברות פועלות לפיו ולוונטרית. נוסף על זה, כפי שאראה, הוא ממילא אינו נותן מענה מספק לחלק מהמאפיינים. על כן החלק הבא של פרק זה ידון באסדרה המוצעת לכל אחד מהמאפיינים בנפרד. הערה בנוגע למודל של "אמץ או הסבר". כפי שאראה בהמשך, בניסיון לעודד שיעורי כהונה גבוהים יותר של נשים בדירקטוריונים אציע לנקוט את המודל של "אמץ או הסבר". אשר למאפיינים אחרים אציע להסתפק במנגנון של גילוי, ללא צורך בהסבר, אולם אפשר שבעתיד יתעורר דיון באשר לצורך להחיל גם בעניינם 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" לעומת השימוש בחקיקה או באסדרה 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 משתשיג אסדרה כופה. 178. מכאן שהוא עלול להיות מתאים פחות במתן מענה מהיר לכשלים חמורים המחייבים פתרון מהיר. כזכור, אין זה המקרה בענייננו.

173 ראו לעיל ה"ש 170.

174 לדיון בשימוש במנגנון זה בהקשרים שונים, ראו למשל רות פלאטר-שנער "ביוש (shaming) רגולטורי: האם הביוש מתאים לשמש כלי אכיפה בתחום הבנקאי? משפט ועסקים כג (צפוי להתפרסם ב-2020); שרון ידין "המרחב הבעתי של הרגולציה: האם המדינה צריכה לבייש?" משפט ועסקים כג (צפוי להתפרסם ב-2020).

175 ראו למשל רשות ניירות ערך דוח הקלות ברגולציה (יוני 2016), tinyurl.com/s6pafph.

176 ראו למשל Andrew Keay, *Comply or Explain in Corporate Governance Codes: In Need of Greater Regulatory Oversight?*, 34 LEGAL STUD. 279, 280 (2014).

177 Virginia Harper Ho, "Comply or Explain" and the Future of Nonfinancial Reporting, 21 LEWIS & CLARK L. REV. 317, 345 (2017).

178 OECD, REPORT ON THE IMPLEMENTATION OF THE OECD GENDER RECOMMENDATIONS, 6 (June 2017), <https://tinyurl.com/vmjyvac> ("Countries that have adopted a quota saw a more immediate increase in the number of women on boards, while

חרף חשיבותו של המודל, עד כה נעשו מעט מחקרים יחסית לבחינת יעילותו. מחקרים שבכל זאת נעשו בחנו את יעילות השימוש במנגנון של "אמץ או הסבר" במדינות שונות בעולם. אותם מחקרים מצאו שבחלק ניכר מהמקרים ההסברים שצורפו לציות או לאי-הציות לקוד אסדרתי כלשהו היו לא מספקים.¹⁷⁹

מעניין בהקשר זה שמחקר שעשו Arcot ו-Bruno בחן את האופן שבו מבנה הבעלות של החברה יכול להשפיע על מידת הציות שלה לעקרונות הכלולים בקוד הממשל התאגידי. המחקר בחן 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

those that took a softer approach, using disclosure or targets, have seen a more gradual increase over time")

179 ראו למשל RiskMetrics Group, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member* (Sep. 23, 2009), <https://tinyurl.com/y27jq19s> (המחקר בחן 270 חברות מ-18 מדינות ומצא רמה גבוהה של ציות לקודים. 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 בחברות שרשומות למסחר בצרפת, בהולנד, בשוודיה ובאנגליה). כן ראו Sridhar R. Arcot & Valentina G. Bruno, *In Letter But Not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK* (May 2006), <https://bit.ly/2VmlJJEV> (החוקרים התמקדו ב-245 חברות לא פיננסיות שהיו רשומות למסחר בבורסה של לונדון וכלולות במדד FTSE350 (מדד המניות המוביל של אנגליה שכולל את מניות 350 החברות בעלות שווי השוק הגדול ביותר הנסחרות בבורסה של לונדון) בשנים 1998–2004 ובחנו אם חברות אלה עקבו אחר הקוד לממשל תאגידי שקיים באנגליה וציינו 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 ציינו למכלול העקרונות שנבחנו, שיעור אי-הציות קטן משיעור של אי-הציות ל-2.05 עקרונות בממוצע בשנים 1998–1999 לשיעור אי-הציות ל-1.57 בממוצע בשנים 2003–2004. אשר להסברים שנלוו למקרי אי-הציות מצאו החוקרים 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 הקוד בשיעור גבוה יותר (שיעור של כ-37% לעומת שיעור של כ-31% מצד חברות שאינן משתייכות למדד הנוכרי). לבסוף, ראו Annika Galle, "Comply or Explain" in Belgium, Germany, Italy, the Netherlands and the UK: Insufficient Explanations and an Empirical Analysis, 12 CORP. OWNERSHIP & CONTROL 862 (2014) (המחקר בחן אף הוא את יעילות השימוש במודל של "אמץ או הסבר" בהקשר של דיני החברות, בכמה 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 לפי המנגנון של "אמץ או הסבר". בדומה למחקר של Arcot ו-Bruno, גם מחקר זה בחן את איכות הגילוי שסיפקו חברות במקרים של אי-הציות לעיקרון מסוים וסיווגו את איכות הגילוי לשש קבוצות איכות שונות. המחקר מצא כי כ-40.2% מהמקרים הגילוי שניתן לאי-הציות היה לא מספק).

בחברה, ולכן חברות בבעלות משפחתית ייטו שלא לאמצם בשיעור גבוה מזה שחברות שלא בבעלות משפחתית יעשו זאת.¹⁸⁰

החוקרים מצאו שאיכות הגילוי שסיפקו חברות בבעלות משפחתית נמוכה מאיכות הגילוי שסיפקו חברות שלא בבעלות משפחתית (ממוצע של 2.18 לעומת ממוצע של 2.56).¹⁸¹ החוקרים מסבירים כיצד, נכון לשנים 1999–2004 שבהן התמקד המחקר, הגילוי שסיפקו החברות לא היה כפוף לפיקוח של מאסדר כלשהו באנגליה, ומי שהיה אמור לפקח על הגילוי שניתן הם בעלי המניות של החברות, ובייחוד המשקיעים המוסדיים.¹⁸² הם מסכמים בהקשר זה כי יעילות השימוש במודל של "אמץ או הסבר" תלויה במבנה הבעלות של החברות שאמורות לציית למודל, למעורבות אקטיבית של בעלי המניות ולאכיפה הולמת של מידת הציות והגילוי הנלווה למקרים של אי-ציות.¹⁸³

כאמור לעיל, חרף חשיבותו של הנושא נראה שעד כה בוצעו מעט מחקרים אמפיריים שבחנו את האפקטיביות של השימוש במודל "אמץ או הסבר".¹⁸⁴ עם זאת ברור שנדרש פיקוח על האופן שבו חברות שבוחרות לסטות מעקרונות מומלצים של ממשל תאגידי, מספקות גילוי על הסיבה לסטייה, על היקפה של הסטייה ועל הצעדים שבכוונת החברה לנקוט בנוגע לסטייה, אם בכלל. אני סבור שאסדרה של מבנה הדירקטוריון יכולה לסמוך על מנגנון של "אמץ או הסבר", בזכות הסביבה שבה פועלות כיום החברות בישראל, שמתאפיינת בפיקוח מצד רשות ניירות ערך הישראלית, ובעניין רב מצד בעלי מניות וריבוי הליכים שאותם יוזמים תובעים במישור האכיפה הפרטי (הליכים של תביעות ייצוגיות ונגזרות), וכן מצד התקשורת הכלכלית.¹⁸⁵ לבסוף, היות שהשוק הישראלי הוא שוק

180 ש.ם.

181 ש.ם, בעמ' 26.

182 ש.ם, 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"). כן ראו ש.ם, בעמ' 31.

183 ש.ם, בעמ' 34.

184 Galle, לעיל ה"ש 179, בעמ' 864 ("Studies on code compliance [...] are quite rare [...]"); Arcot & Bruno, לעיל ה"ש 179, 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").

185 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 CORP. GOVERNANCE: INT'L REV. 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) <http://tinyurl.com/v5amzua>. על התפקיד החשוב שיכולים המוסדיים למלא בפיקוח על הציות למודל אסדרתי של "אמץ או הסבר" עומד גם הדוח של ה-OECD שהתפרסם בשנת 2019 (ראו OECD-2019, לעיל ה"ש 46, בעמ' 31). אולם, כזכור, חברת פז היא חברה ללא גרעין שליטה. חברות שבהן מבנה בעלות שכזה הן מיעוט מקרב

בבעלות ריכוזית, ושחברות רבות בשוק הישראלי נשלטות בידי משפחות, המחקר של Arcot ו-Bruno מעורר חשש בקשר למידת היעילות של מודל מסוג "אמץ 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 אין קיימת חובה חוקית לעמוד ברף מינימלי של שיעור כהונה של דירקטורים בלתי תלויים. עם זאת קיים רף מומלץ של שלישי לפחות – בחברות שבהן יש דבוקת שליטה ורף של מחצית לפחות – בחברות ללא דבוקת שליטה. הטעם להבחנה נעוץ ברצון לתת אפשרות לבעל השליטה לכוון את ענייני החברה לפי חזונו והשקפתו, לטובת החברה כמובן.¹⁸⁶ כפי שהראיתי בתת-פרק ג.2. (ב) למאמר, שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים (דירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים) בחברות הכלולות במדד ת"א 125 הוא 50.8%. שיעור זה חוצה את הרף המומלץ המתיחס הן לחברות ללא דבוקת שליטה והן לחברות עם דבוקת שליטה. היות שהשוק הישראלי ריכוזי וכולל חברות רבות שבהן קיימת דבוקת שליטה, נראה ששיעור הבלתי תלויים המכהנים בחברות הכלולות במדד ת"א 125 חוצה במובהק את הרף המומלץ בחוק החברות. משכך, על פני הדברים אפשר לטעון כי אין כשל הדורש התערבות חקיקתית או אסדרתית נוסף על הדרישה מהחברות לגלות את שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים המכהנים בהן.

אולם לא אעשה את המלאכה קלה ואעבור לדיון בשאלה קשורה שמתעוררת מאליה – האם רף של מחצית דירקטורים בלתי תלויים הוא בכלל רף ראוי ונחוץ? התשובה לשאלה זו מורכבת, ונראה שקשה להשיב עליה בהחלטיות. 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), בהשפעתם 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 השמונים, כתגובה לגידול בהיקף ההשתלטויות העוינות על חברות ציבוריות

החברות הנסחרות בישראל. כידוע, ברוב החברות בישראל קיים גרעין שליטה. אשר לגילוי שמספקות חברות אלה, שמור תפקיד מרכזי לרשות ניירות הערך הישראלית.
186 ראו דוח ועדת גושן, לעיל ה"ש 11, בעמ' 8. כן ראו הצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010, ה"ח הממשלה 496, 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 – שלישי 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" (ההדרגשה הוספה). ראו גם הצעת חוק החברות (תיקון מס' 8) (כשירות דירקטור ודירקטור בלתי תלוי), התשס"ח-2008, ה"ח 229, 296-297. כן ראו בהקשר זה אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 5.

וההתגוננות של הדירקטוריונים באותן חברות מפני השתלטויות אלה.¹⁸⁷ בהמשך השערוריות של ראשית שנות האלפיים (אנרון, וורלדקום ודומיהן) הן שייצרו לחץ עצום מצד הציבור והתקשורת שביקשו לחזק את עצמאות הדירקטוריונים.¹⁸⁸ אותו הלחץ היה גם שהוביל בהמשך לחקיקה של ה-SOX, שדרש מה-SEC (רשות ניירות הערך האמריקאית) להנחות את הבורסות לשנות את כללי הרישום שלהן בקשר לשילובם של דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון, בהדגישו את ועדת הביקורת וועדת התגמול של הדירקטוריון.¹⁸⁹ הרושם שמתקבל מהדברים האמורים הוא שהלכה למעשה הדירקטוריונים של החברות הציבוריות האמריקאיות הפכו לכאלה שמשלבים עוד ועוד דירקטורים בלתי 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.¹⁹⁰

187 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, 881–882 (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, 482–483 (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”)

188 ראו שם, בעמ' 484; Sharpe; לעיל ה"ש 135, בעמ' 1443–1447 (מתארת כיצד הגדלת שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים הייתה תגובה אסדרתית סטנדרטית לשערוריות וכישלונות שחוו חברות ציבוריות בשנים האחרונות).

189 ראו למשל Brian R. Cheffins, *Delaware and the Transformation of Corporate Governance*, 40 DEL. J. CORP. L. 1, 38–39 (2015). מעניינת העובדה שעוד בטרם כניסתן לתוקף של ההוראות המחייבות רוב של דירקטורים בלתי תלויים, כיהנו במרבית החברות שהיו רשומות למסחר בבורסה של ניו יורק רוב של דירקטורים בלתי תלויים. ראו Donald C. Clarke, *Three Concepts of the Independent Directors*, 32 DEL. J. CORP. L. 73, 74 (2007) 2001, עוד לפני כניסתו לתוקף של התיקון בכללי הרישום של הבורסה בניו יורק, בכ-75% מהחברות הרשומות למסחר בבורסה של ניו יורק היה רוב של דירקטורים בלתי תלויים). כן ראו 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).

190 לביקורת על מגמה זו ראו Mirvis & Savitt, לעיל ה"ש 187, בעמ' 482–483 (We arrived at this pass largely by accident). לראייה כללית יותר, לביקורת על קיומן של 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 (Coffee), אחד מגדולי החוקרים בתחום של דיני החברות, שגורס שאפשר שהרפורמות דווקא כן נחוצות, וכי רפורמות מעמיקות ניתן להעביר רק סמוך לאחר משברים, ועל כן יש “לנצל” את ה“מומנטום” שנוצר

עיון בדוחות 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 דוחות אינם חושפים את ההיגיון שהיה בבסיס ההמלצה על שיעור של מחצית בלתי תלויים. למשל, דוח 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.¹⁹¹ גם הסקירה שפרסמה ה-SEC כשדיווחה על אישורה את כללי הרישום החדשים של הבורסה של ניו יורק ושל הנאסד"ק הסתפקה בציון שהנחת העבודה היא שהגדלת שיעור הבלתי תלויים תגדיל את הסיכוי שהחלטות של החברה יתקבלו לטובת בעלי מניותיה.¹⁹² על היעדר התימוכין לדרישת הבורסות בארצות הברית למחצית בלתי תלויים נמתחה ביקורת בספרות האקדמית.¹⁹³

ברומה להתפתחות הדרישה למחצית בלתי תלויים בארצות הברית, נראה שגם הדרישה למחצית דירקטורים בלתי תלויים באנגליה התפתחה מבלי שנתמכה בהצדקה מוכחת. כיום

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).

191 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 דבר על שינוי כללי הרישום, אומנם המליצו על רף של לפחות מחצית דירקטורים בלתי תלויים, אולם לבד מאמירות כלליות שלפיהן רף שכזה ישפר את העצמאות של הדירקטוריון ואת הביטחון של המשקיעים בחברות הרשומות למסחר, לא פירטו את ההצדקות לרף הנוכחי. בהקשר זה יש לציין שדוח ועדת גושן, שהמליץ כזכור על רף של מחצית בלתי תלויים בחברה ללא דבוקת שליטה, מתאר את המצב החוקי בארצות הברית ובאנגליה. ראו דוח ועדת גושן, לעיל ה"ש 11, בעמ' 7-9.

192 ראו כללי NASD ו-NYSE בעניין הממשל התאגידי, לעיל ה"ש 31: "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"

193 ראו למשל Stephen M. Bainbridge, *A Critique of the NYSE's Directors Independence Listing Standard*, 5-6 (UCLA Sch. 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"). (ההדגשה הוספה).

קוד הממשל התאגידי האנגלי כולל הוראה לכהונה של מחצית לפחות של דירקטורים בלתי תלויים.¹⁹⁴ הקוד עוצב לראשונה בוועדה בראשות סר אדריאן קדבורי (Adrian Cadbury), שהגישה את המלצותיה בשנת 1992.¹⁹⁵ הדוח שפרסמה ועדת קדבורי בשעתה המליץ על רף מינימלי של שלושה דירקטורים שאינם ממלאים תפקיד ניהולי בחברה (non-executive directors), כאשר שניים מהם צריכים להיחשב דירקטורים בלתי תלויים, לפי ההגדרה המופיעה בדוח שפרסמה הוועדה.¹⁹⁶ הוועדה נימקה דרישה זאת בקווים כלליים.¹⁹⁷ מאז דוח קדבורי התפרסמו עוד כמה דוחות עד לדוח שפרסם בשנת 2003 סר דרק היגס, שהמליץ על שיעור של מחצית לפחות של דירקטורים בלתי תלויים.¹⁹⁸ 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 2002.¹⁹⁹

חרף הספק שהוטל, כמוסבר לעיל, בנוגע 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. לפי ההנחה הראשונה, החלטות שמקבלים דירקטורים רגילים עלולות להיות נגועות בהטיות המפריעות להם, בנסיבות מסוימות, לראות לנגד עיניהם אך ורק את טובת החברה. מכאן הצורך בדירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון. לפי ההנחה השנייה, דעת הרוב משקפת, בהסתברות גבוהה, את העדפת הקבוצה.²⁰⁰ מכאן הצורך לחתור אל עבר הכרעה בידי רוב בלתי תלוי.²⁰¹

194 ראו FINANCIAL REPORTING COUNCIL, THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE (July 2018), <https://tinyurl.com/uktp6xx> (להלן: הקוד האנגלי).

195 ראו ADRIAN CADBURY, REPORT OF THE COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE (1992).

196 שם, פס' 4.11.

197 שם, פס' 1.3: "The board should include non-executive directors of sufficient calibre and number for their views to carry significant weight in the board's decisions"

198 DEREK HIGGS, REVIEW OF THE ROLE AND EFFECTIVENESS OF NON-EXECUTIVE DIRECTORS (2003).

199 שם, בעמ' 35: "I agree with the conclusions of these [SOX, NASDAQ listing rules, NYSE report on corporate governance in France] reports that a board is listing rules and Bouton 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"

200 ראו זוהר גושן "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות" משפטים כט 17, 22 (1998) ("העדפת הקבוצה המתבטאת בעמדת הרוב היא הסכמת הקבוצה. ההנחה היא, שדעת הרוב היא הקירוב הטוב ביותר לקיומה של עסקה יעילה").

201 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: מדיקטורה

לסיום בנקודה זו אזכיר כי נוסף על ארצות הברית ועל אנגליה, שבהן מבנה הבעלות בחברות הוא מבוזר,²⁰² במדינות רבות ב-OECD קיים מבנה בעלות ריכוזי, בדומה לישראל. בחלק מאותן מדינות הומלץ על עמידה ברף של מחצית בלתי תלויים לפחות, כאשר בחלק אחר הומלץ על רף של שליש בלתי תלויים לפחות.

נוסף על הדברים האמורים, חרף מאמץ מחקרי שנעשה בשני העשורים האחרונים, לא הושגו ראיות קונקלוסיביות לתרומה לחברה של שיעור גבוה של דירקטורים בלתי תלויים.²⁰³ 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 יכולתו של הדירקטוריון לפקח על ההנהלה.²⁰⁴ שילובם של דירקטורים בלתי תלויים בחברות שבהן בעלות ריכוזית עשויה גם לרסן ניצול אפשרי של משאבי החברה בידי בעל השליטה.²⁰⁵ מצד אחר, יכולת הפיקוח של דירקטורים בלתי תלויים היא מוגבלת, בשל מגבלות של זמן, בשל היכרות מוגבלת של החברה והניהול היום-יומי שלה ובשל תלותם של הדירקטורים הבלתי תלויים במידע הנחוץ להם לשם פיקוח ושמקורו בהנהלה הבכירה של החברה.²⁰⁶

לדמוקרטיה "משפטים כג 109, 111 (1994). מכאן שאפשר שתישמע טענה שלפיה ניתן לסמוך על כך שהצבעה משקפת הערכה כנה רק כשמדובר בדירקטורים בלתי תלויים בשיעור של 100%. אולם היות שלשילוב של בלתי תלויים בשיעור שכזה צפויות להתלוות עלויות אחרות (ראו להלן), רף של מחצית (לפחות) בלתי תלויים מאפשר לאתר בקירוב טוב (יותר מרף נמוך יותר של בלתי תלויים) מהלכים יעילים עבור החברה.

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

203 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. L. 921 (1999). כן ראו Roberta Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L.J. 1521, 1530-1532 (2005) סקירה של מחקרים רבים שבדקו ולא מצאו קשר חיובי מובהק בין עצמאות הדירקטוריון לבין שיפור בביצועי החברה). לבסוף ראו Bainbridge, לעיל ה"ש 193, בעמ' 16-18 (מציע סקירה של מחקרים אמפיריים שמניבים ממצאים מעורבים על תרומה, או היעדר התרומה, של שיעור גבוה של דירקטורים בלתי תלויים לביצועים של החברה).

204 ראו שם, בעמ' 16; Armour et al., 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". ראו גם Clarke, לעיל ה"ש 189, בעמ' 81; Fairfax, לעיל ה"ש 189, בעמ' 138-139.

205 ראו למשל Bebachuk & Hamdani, *Independent Directors*, לעיל ה"ש 72: "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 [...]"

206 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

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 בשל הקושי "לתפור חליפה במידה אחידה" לחברות בעלות מאפיינים שונים, הכוללים בין השאר מסורת שונה, דרך פעולה שונה, תאבון סיכון שונה וסביבת עבודה שונה.²⁰⁷ כמו כן חברות קטנות עלולות להתקשות לתפקד עם שיעור גבוה של דירקטורים בלתי תלויים.²⁰⁸ 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.

משך הכהונה. הנושא של משך הכהונה של דירקטורים תופס בשנים האחרונות חלק נכבד בשיח התאגידי. עם זאת נראה שעד כה אין כל תשובה מכרעת לשאלה אם כהונה ממושכת של דירקטורים משרתת את טובת החברה, או להפך – פוגעת בה. הכיוון המחקרי המסתמן הוא שמצד אחד, לדירקטורים המכהנים נדרשת "תקופת לימוד" של כמה שנים לשם הכרת החברה והסביבה שבה היא פועלת, ומצד אחר, כהונה ממושכת מדי עלולה לגרום לשחיקה ולהתאבנות וכן ליצור קשר הדוק מדי בין הדירקטורים לבין ההנהלה, שעלול לפגוע בעצמאות הדירקטורים וביכולתם לפקח על ההנהלה.²⁰⁹

בשנים האחרונות נשמעים קולות הקוראים להגביל את משך הכהונה של דירקטורים בארצות הברית. בהקשר זה ראוי להפנות למאמרו המעניין 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, והוא מציע להתמקד בהגבלת הכהונה של מי שמכהנים כחברים בוועדת הביקורת ובוועדת התגמול של החברה.²¹⁰ כזכור, משקיעים מוסדיים

"little time to the running of the business for which they act as directors" Grimes v. Donald, No. CIV. A. 13358, 1995 WL 54441, *8 (Del. Ch. Jan. 11, ; 1066–1064 (1995) (מסביר כיצד חברות עסקיות בנוות זמננו הפכו להיות מוסדות מורכבים, וכיצד דירקטוריונים של חברות מורכבים בעיקר מאנשים שמקדישים פחות מרוב תשומת הלב שלהם לתפקידם בדירקטוריון). 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")

207 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"

208 בהקשר זה מעניינת העובדה כי קוד הממשל התאגידי של אנגליה כלל בשנת 2016 הוראה שפוטרת חברות קטנות (שאינן כלולות במדד FTSE350) מהחובה לשלב מחצית לפחות של דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון. קוד הממשל התאגידי, בנוסחו המעודכן נכון לשנת 2018, הסיר את הפטור הנוכח וכעת מחיל את החובה למחצית בלתי תלויים על מכלול החברות. לנוסח העדכני של הקוד נכון לשנת 2018 ראו הקוד האנגלי, לעיל ה"ש 194. להסבר על הסרת הפטור שממנו נהנו חברות קטנות עד לשנת 2018 ראו FRC, *Feedback Statement: Consulting on a Revised UK Corporate Governance Code* (July 2018), available at <https://tinyurl.com/ya9clqhy>.

209 ראו לעיל תת-פרק א.2.

210 ראו Nili, *Beyond the Numbers*, לעיל ה"ש 78, בעמ' 152.

גדולים הפועלים בארצות הברית מבקשים אף הם להגביל את משך הכהונה של דירקטורים מכהנים.²¹¹

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.²¹² אזכיר כי מדובר בתקופת כהונה ארוכה בהרבה מתקופת הכהונה הממוצעת שמאפיינת כהונה של דירקטורים בישראל – רגילים, חיצוניים או בלתי תלויים, והיא 6.7 שנים.²¹³

לבסוף, כפי שהראיתי בחלק מוקדם של מאמר זה, מחקרים שנעשו כדי לנסות ולאתר את משך הכהונה האופטימלי של דירקטורים הראו שקיים יחס של "U הפוכה" בין משך הכהונה של הדירקטורים לבין ביצועי החברה, כלומר בתחילה נדרשים הדירקטורים לתקופת למידה;²¹⁴ במהלך תקופת הלמידה יש 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.²¹⁵

בהתחשב בדברים האמורים, לפחות בשלב זה אמליץ להגביל את משך הכהונה של הדירקטורים הרגילים לעשר שנים,²¹⁶ אגב שימוש במודל של "אמץ או גלה". כזכור, שימוש במודל זה נחשב למכביד פחות מהשימוש במודל של "אמץ או הסבר", והוא עדיף בעיניי, לפחות בשלב זה, בעיקר משום שבספרות המחקרית לא נצבר בסיס ידע מספק על השנה שהיא נקודת המפנה. נוסף על זה, בחלק לא מבוטל מהחברות מכהנים בדירקטוריון בעלי שליטה. בהתחשב בכך, וכן בכך 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 כזכור אינם כוללים הוראות קשיחות המבקשות להגביל את גיל הדירקטורים, אולם גם בהיעדר הוראות קשיחות, רשאיות החברות לאמץ בתקנוניהן הוראות המגבילות את גיל הדירקטורים המכהנים בדרך של אסדרה פרטית. סקרים שנעשו בארצות הברית בשנים האחרונות מלמדים שחברות רבות אכן מאמצות הוראות המגבילות את גיל הכהונה, ושההוראה השכיחה מגבילה את הכהונה עד לגיל של 72 או 75.²¹⁷ הוראות דומות על הגבלת גיל הכהונה אומצו גם בחברות שנסחרות במדינות נוספות בחו"ל.²¹⁸

211 ראו לעיל תת-פרק א.2.

212 ראו לעיל ה"ש 57–68.

213 ראו לעיל תת-פרק ג.3. (ב).

214 ראו לעיל הטקסט הצמוד לה"ש 62–66.

215 ראו לעיל תת-פרק א.2.

216 מגבלה על משך הכהונה קיימת כיום בחוק החברות בנוגע לדירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים. דירקטור בלתי תלוי לא יכהן יותר מתשע שנים רצופות (ולא יראו בהפסקת כהונה שאינה עולה על שנתיים כמפסיקה את רצף הכהונה), וכך גם דירקטור חיצוני (ס' 1 ו-245 לחוק החברות, בהתאמה).

217 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,

ראוי לזכור שהתרומה האפשרית של הגבלת גיל הדירקטורים לביצועי החברה ולממשל התאגידי שלה לא הוכחו עד כה במידה משכנעת.²¹⁹ אומנם קביעת גיל מקסימום לדירקטורים עשויה לקדם גיוון בדירקטוריון וריענון של השורות, ובכך לעודד ערוצי חשיבה ודיון רבגוניים ולהימנע ממצב של קיבעון (סטגנציה) מחשבתית,²²⁰ אולם קביעת גיל מקסימום כרוכה גם בעלויות. בראש ובראשונה, הוראת חוק ישראלית שתאסור על כהונה מעל גיל מסוים צפויה לפגוע ביכולתם של בעלי שליטה בישראל לכהן בדירקטוריונים של חברות שבהן הם אווזים בשליטה.²²¹

הדרך לאזן בין העלויות לתועלות האפשריות, ובהתחשב בכך שהגבלת גיל הכהונה לא הוכחה עד כה כבעלת תרומה לחברה, היא באמצעות גילוי. גילוי שכזה ניתן כיום בדוחות השנתיים של החברות הציבוריות מכוח תקנה 26 לתקנות הדיווח השוטף. נוסף על זה, בעת עיצוב הדירקטוריון יש להביא בחשבון כי אומנם לגיוון בדירקטוריון יש תועלות חשובות שעליהן עמדת זה מכבר, אולם לגיוון יתר בדירקטוריון עלולות להיות גם עלויות המשפיעות לרעה על יכולתו של הדירקטוריון לתפקד ולקבל החלטות ביעילות. כך, גיוון ביתר של גיל הדירקטורים עלול להקשות על התקשורת בין הדירקטורים ועל היכולת שלהם לפעול בהרמוניה,²²² כשמוכן שהדירקטוריון אמור לפעול בהרמוניה ולהיות מסוגל לקבל החלטות ביעילות, על בסיס תקשורת טובה בין חבריו.²²³ בחלק מוקדם של

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 Deloitte, 2014 Board Practices Report: גם 72.7, with nearly half of companies doing so") Perspectives from the Boardroom 7 (2014) (סקר שנעשה העלה שחברות הנסחרות בארצות הברית ובחורות להגביל את גיל הכהונה של הדירקטורים קובעות את גיל המקסימום ל-72 או 75). כן ראו Yin Wilczek, *Director Age and Tenure: How Old Is Too Old?*, BLOOMBERG L. (Aug. 30, 2016), <https://bit.ly/2wBTytx> ("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") Deloitte, *Director 360: Growth From All Directions* 31 (2014), available at 218 <https://bit.ly/2RA3WsP> (מפרט ממצאים של סקר שנעשה 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).

219 ראו לעיל תת-פרק ב.1.

220 ראו למשל PwC & SpencerStuart, *Board Composition: The Road to Strategic Refreshment and Succession 2* (2020) ("Board refreshment is primarily driven by mandatory retirement age")

221 המחקר האמפירי שנעשה במאמר זה אכן מלמד שבמספר לא מבוטל של דירקטוריונים מכהנים בעלי שליטה.

222 לניתוח כללי של הסוגיה ולתרומה של קרבה בגיל של החברים בקבוצה לתקשורת ביניהם, ראו Todd R. Zenger & Barbara S. Lawrence, *The Differential Effects of Age and Tenure Distributions on Technical Communication*, 32 ACAD. MGMT. J. 353, 356–357 (1989); Charles A. O'Reilly III, David F. Caldwell & William P. Barnett, *Work Group Demography, Social Integration, and Turnover*, 34 ADMIN. SCI. Q. 21, 33–34 (1989).

223 Solange Charas, *The Key to a Better Board: Team Dynamics*, HARV. BUS. REV. (Jan. 20, 2014), <https://bit.ly/2RyYeaM> ("Boards that are able to function effectively as a team have an

המאמר הצגתי את סטיית התקן בגיל הדירקטורים המכהנים בישראל.²²⁴ ראוי לציין כי עד כה אין בספרות המחקרית בסיס ידע כלשהו שמלמד על סטיית התקן האופטימלית בהקשר זה. סבורני שלעת הזו ניתן להיעזר בסטנדרט של סבירות באשר לפיזור הגילים ובאשר לצורך לאזן בין גיוון בגיל הדירקטורים 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 היא חלק ממגמה כוללת המעודדת שוויון בין נשים לבין גברים – בשוק העבודה בכלל ובחברות ציבוריות בפרט. לחברות ציבוריות ולדרך פעילותן יש השפעה רבה על עיצוב שוק העבודה. שילוב נשים בשיעורים גבוהים בדירקטוריונים חברות ציבוריות צפוי לתרום למאמץ הכולל לקידום נשים בישראל. חשיבותו של מהלך זה זכתה להכרה מצד 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 מוצקות. כפי שהראיתי בחלק מוקדם יותר של המאמר, מחקרים רבים מצביעים על יחס ישר בין שילוב נשים בדירקטוריון לבין איכות הממשל התאגידי בחברה.²²⁵ מכאן שבמישור העקרוני ניתן להצביע על התרומה של גיוון מגדרי בדירקטוריון. עם זאת ראוי לזכור כי קיימים מחקרים שלא מצאו קשר חיובי מובהק בין שיעור גבוה של נשים בדירקטוריון לבין שיפור בביצועים של החברה.²²⁶ נוסף על זה מחקר שהתפרסם לאחרונה על השוק 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.²²⁷ מחקר זה דווקא מחזק את הצורך בשיעורים גבוהים של נשים בדירקטוריון.

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

עד כה דנתי בהצדקה העקרונית לשילוב נשים בשיעורים גבוהים בדירקטוריונים. עד כמה גבוהים? גיוון מגדרי, מעצם טבעו, שואף לשוויון בין גברים לבין נשים המכהנים בדירקטוריון, בראש ובראשונה שוויון במספר המושבים שאותם מאיישים גברים ונשים.

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")

224 ראו לעיל גרף 3.ב.

225 ראו לעיל הטקסט הצמוד לה"ש 84–87.

226 ראו לעיל הטקסט הצמוד לה"ש 92–93.

227 ראו לעיל הטקסט הצמוד לה"ש 95.

עם זאת, לטעמי, ראוי שלא לאמץ כלל נוקשה המחייב שוויון מספרי מוחלט בין גברים לנשים, ודאי לא כלל המחייב יישום בטווח המייד, בטרם קיומה של בדיקה יסודית באשר ליכולת לגייס נשים הנהנות מכישורים הנדרשים לכהונה בדירקטוריון. בטרם נקייטת דרך של חקיקה או אסדרה כופה יש להכיר באפשרות לקיומו של קושי לגייס נשים בעלות ניסיון מקצועי הרלוונטי למגזרים מסוימים לדירקטוריונים של חברות הפועלות באותם מגזרים.²²⁸ קושי באיתור מועמדות למילוי "מקסה" (quota) עלול להיווצר בגלל מגוון סיבות, שאינן קשורות דווקא לתחום של דיני החברות, והניתנות להסבר באמצעות תאוריות סוציולוגיות העוסקות באי-שוויון מגדרי. דיון בתאוריות אלה חורג ממסגרת מאמר זה.²²⁹ קושי לגייס נשים לדירקטוריון קשור מטבע הדברים גם לחשיבות שרואים בשוויון בין נשים לגברים ברמה הלאומית, ולכן קשה לנתק את הדיון בצורך בשילוב נשים בדירקטוריון מהדיון הכללי בצורך בשוויון מגדרי.²³⁰

מחקר שפרסם משרד האוצר בשנת 2017 מצביע על שיעור נמוך יחסית של נשים בתעשיית ההיי-טק בישראל.²³¹ מחקר אחר שפרסמה הכנסת בשלהי שנת 2010 מצביע על שיעור נמוך במיוחד של נשים בלימודי הנדסה (כגון הנדסת מחשבים וחשמל; הנדסת מכונות והנדסת מערכות תקשורת).²³² נתונים שפרסמה 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.²³³ הוראה נוקשה המחייבת רף מסוים של כהונת נשים בדירקטוריונים של חברות המשתייכות למגזרים שבהם ההתמחויות הנזכרות חיוניות עלולה לפגוע בתפקוד הדירקטוריון והחברה.²³⁴

228 ראו Anthony Garcia, *Director Skills: Diversity of Thought and Experience in the Boardroom*,

HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Oct. 10, 2018), <https://bit.ly/2RyiFVm>

229 ראו Gabaldon et al., לעיל ה"ש 185. 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 בין נשים 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 ראו שם, בעמ' 373: "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" לחיקוי ראו שם, בעמ' 375: "The lack of female role models is often cited as a reason for the low numbers of women in managerial positions"

230 שם, בעמ' 376.

231 ראו יעל מזוז הרפז וזאב קריל המקפצה להייטק (משרד האוצר, אגף הכלכלן הראשי, 10.9.2017), <https://bit.ly/2VenGET>.

232 ראו אורלי אלמגור-לוטן ורועי גולדשמידט נתונים על נשים בלימודי הנדסה (הכנסת, מרכז המחקר והמידע, 2010).

233 ראו הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה "לקט נתונים לרגל יום האישה הבין-לאומי 2017" (6.3.2017), <https://bit.ly/2yscVFH>.

234 לנוכח הדברים האמורים ברור כי החלטה לדחות לשילובן של נשים ללא ניסיון או כישורים מתאימים רק כדי לעמוד ב"מכסה" שהחוק מחייב, עלולה להוביל לפגיעה בביצועי החברה. ראו למשל Kenneth R.

כך או כך, הנתונים שנאספו ותוארו בחלק מוקדם של המאמר מצביעים כזכור על שיעור כהונה של כ-21% בממוצע, וקשה להלום שהסבר לשיעור שכזה נעוץ בפערים בכישורים המקצועיים בין גברים לבין נשים.²³⁵

נוסף על הצורך לעודד חתירה אל עבר שיעור כהונה גבוה יותר של נשים ונוסף על הצורך 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.²³⁶ בענייננו הדברים מוצאים ביטוי בשאיפה לשוויון בשכר בין נשים לגברים המכהנים בדירקטוריון ושוויון בתפקידים שאותם הם מבצעים. למשל, כהונה של נשים בחברות בוועדת הביקורת של החברה, שהיא ועדת חובה הממלאת, כפי הנראה, את התפקיד החשוב ביותר מבין ועדות הדירקטוריון, עשויה להצביע על השפעה מהותית של נשים בדירקטוריון.²³⁷

באשר לדרך שבה ראוי לעודד גיוון מגדרי כיום מגלות החברות הציבוריות בישראל את שיעור הכהונה של נשים בדירקטוריון במסגרת הגילוי שהן מספקות בשאלון הממשל התאגידי. כזכור, מדובר בפורמט שקבעה רשות ניירות ערך מכוח הנחיית גילוי שפרסמה, שבאמצעותו נדרשו חברות ציבוריות לגלות פרטים בכמה וכמה פרמטרים, ובהם עצמאות הדירקטוריון, כשירות הדירקטורים וכישוריהם, ועדת הביקורת והתגמול, מספר ישיבות ושיעור השתתפות ועוד.²³⁸ אזכיר כי אומנם שיעור הכהונה של נשים בישראל דומה לשיעור

Ahern & Amy K. Dittmar, *The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation*, 127 Q. J. ECON. 137, 179 (2012). ראו גם "et al. לעיל ה"ש 185, בעמ' 372: [...] if a mandatory quota is above the supply of female directors, the outcome will be worse than voluntary quotas" (Ferrari et al., השו" 93, בעמ' 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 דברי יו"ר רשות ניירות ערך, לעיל ה"ש 82 ("החברות תידרשנה לתהליך בחירה שנותן עדיפות לנשים כאשר מצויים מספר מועמדים בעלי כישורים שווים").

235 ראו לעיל הטקסט הצמוד לה"ש 161.

236 ראו לעיל הטקסט הצמוד לה"ש 74.

237 יש לציין בהקשר זה גם את מאמרו של ירון נילי, שמציע שגם חברות בוועדת התגמול מסמלת כהונה ניכרת של נשים בדירקטוריון החברה. ראו Nili, *Beyond the Numbers*, לעיל ה"ש 78. עם זאת ראוי לציין שאפשר שלנשים תהא השפעה מהותית על תפקוד הדירקטוריון גם ללא חברות בוועדת הביקורת בזכות כשירותן המקצועית ולעיתים בזכות קשריהן עם בעל השליטה בחברה. כך, למשל, הגב' אפרת פלד כיהנה בדירקטוריון בנק הפועלים בתקופה שבה בעלת השליטה בבנק הייתה הגב' שרי אריסון. לפי הדוח התקופתי של בנק הפועלים לשנת 2017, הגב' פלד לא כיהנה כדירקטורית חיצונית או בלתי תלויה; היא גם לא כיהנה בחברה בוועדת הביקורת של הבנק. עם זאת ניתן לראות כי לגב' פלד הייתה השפעה רבה בדירקטוריון הודות להיותה מנהלת העסקים בפועל של בעלת השליטה הגב' אריסון. ראו בנק הפועלים בע"מ דוח תקופתי לשנת 2017 372 (26.3.2018), <https://bit.ly/2xEbAM9>.

238 הנחיית הגילוי כבר לא בתוקף, וכיום תוכן ההנחיה מצוי בשלבי עיגון בתקנות. עם זאת חברות ציבוריות ממשיכות לדווח על נתונים לפי הנחיה 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. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Feb. 25, 2019), <https://bit.ly/2yufbMH>. לאחרונה הגישו כמה

הכהונה בארצות הברית, ויש מדינות רבות החברות באיחוד האירופי שבהן שיעור הכהונה נמוך במידה ניכרת מהשיעור הישראלי, אך בסך הכול שיעור הכהונה הישראלי נמוך בפחות מ-2% מהמוצע הכללי במדינות האיחוד האירופי כפי שנמדד בחודש אפריל 2016.²³⁹ ובכל זאת 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.²⁴⁰ עם זאת רצוי לטעמי להימנע, לפחות בשלב ראשון, מקביעת רף מינימום נוקשה שיהיה אחיד בכלל החברות בהתחשב בקושי האפשרי לגייס נשים בשיעורים גבוהים למגזרים שונים הדורשים כישורים מיוחדים.

בהקשר זה ראוי להפנות למחקר מעניין שהתפרסם לאחרונה שבחן את השפעה של אימוץ ההוראה המחייבת בקליפורניה על התשואה למניה של החברות הממוקמות בקליפורניה וכפופות להוראה החדשה שאומצה.²⁴¹ 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 הורגשה יותר בחברות 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.²⁴²

מחקר אחר שנעשה בנושא והתפרסם אף הוא לאחרונה הראה כי אימוץ ההוראה הוביל לירידה של כ-1.4% בממוצע בתשואה למניה בחברות שממוקמות בקליפורניה. לפי המחקר, 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 יחסית, ולכן הן מתקשות למשוך אליהן מועמדים לכהונה כדירקטורים.²⁴³ גם בנורווגיה אומצה הוראה הקובעת שיעור מינימום לכהונה של נשים בדירקטוריון. מחקרים שבחנו השפעה של הוראה זו על חברות הרשומות למסחר בנורווגיה מלמדים אף

חברים בקונגרס האמריקאי הצעת חוק המבקשת לעגן בחקיקה פדרלית את חובת הגילוי על מידת הגיוון בדירקטוריון.

239 ראו לעיל תת-פרק ג.5.(א).

240 ראו לעיל ה"ש 100.

241 ראו Felix Von Meyerinck, Alexandra Niessen-Ruenzi, Markus Schmid & Steven D. Solomon, *As California Goes, So Goes the Nation? Board Gender Quotas and the Legislation of Non-Economic Values* (Apr. 9, 2020), available at <https://bit.ly/2RN5oIB>.

242 ש.ס.

243 ראו Sunwoo Hwang, Anil Shivdasani & Elena Simintzi, *Mandating Women on Boards: Evidence from the United States* (Kenan Inst. Priv. Enterprise Research Paper No. 18-34, Oct. 13, 2018), available at <https://bit.ly/3ey10cM>. החוקרים אף התייחסו לכך שחברות שממוקמות בקליפורניה אבל מרוחקות משרות תעופה מרכזיים חשופות לפגיעה בתשואה משום שאף הן מתקשות לגייס נשים לכהונה בדירקטוריון. מעניין שהירידה בשערי המניות שנמדדה במחקר זה בנוגע לחברות שרשומות למסחר בנורווגיה גדולה מהירידה שנמדדה במחקר הקודם של Von Meyerinck ואח' בנוגע לחברות שרשומות למסחר בקליפורניה. Von Meyerinck ואח' ניסו להסביר זאת בשני טעמים עיקריים: ראשית, בכך שהקנסות בגין הפרה של ההוראה בנורווגיה גבוהים מהקנסות בקליפורניה; שנית, בכך שבזמן ההודעה על אימוץ ההוראה הוודאות באשר לאימוץ הייתה גבוהה יותר בנורווגיה. ראו Von Meyerinck, לעיל ה"ש 241, בעמ' 17.

הם, לכל הפחות, על הצורך בשקילה בכובד ראש של הוראת חובה בנוגע לשיעור כהונה של נשים בדירקטוריון. כך, מחקר שהתפרסם בשנת 2012 ובדק 248 חברות שהיו רשומות למסחר בנורווגיה בשנים 2001 עד 2009 מצא שלהודעה בדבר אימוץ ההוראה המחייבת הייתה השפעה שלילית בשיעור של כ-3.5% על שערי המניות בחברות שבהן לא כיהנו כלל נשים בדירקטוריון. עם זאת המחקר מצא השפעה שלילית זניחה ביותר, כמעט שאינה קיימת, בשיעור של 0.02%, על שערי המניות של חברות שבדירקטוריון שלהן כיהנה לפחות אישה אחת.²⁴⁴ עוד מצאו החוקרים כי הנשים החדשות שהצטרפו לדירקטוריון בעקבות ההוראה המחייבת היו צעירות בכ-8 שנים מהגברים החדשים שהצטרפו, וכי לעומת 69.4% מהגברים שהצטרפו שהיו בעלי ניסיון של כהונה כמנכ"לים, 31.2% מהנשים בלבד נהנו מניסיון דומה כמנכ"ליות.²⁴⁵ עוד מצאו החוקרים כי ההוראה המחייבת גרמה לחברות להגדיל את מספר המושבים בדירקטוריונים ולבצע פעולות מאולצות אחרות.²⁴⁶ ממצא מעניין שעליו מצביעים החוקרים הוא מחיקה ממסחר בבורסה בנורווגיה של חברות שבהן לא כיהנו כלל נשים בדירקטוריון לפני כניסתה לתוקף של ההוראה הכופה שיעור גבוה של כהונת נשים: חלקן נרכשו על ידי חברות זרות, וחלקן הפכו פרטיות או העתיקו את המסחר בהן לבורסות אחרות.²⁴⁷ מחקר אחר שהתפרסם בשנת 2013 ובחן את השפעת ההודעה על הוראת החובה בנוגע לכהונת נשים בדירקטוריונים של חברות בנורווגיה, מצא פגיעה בשיעור של כ-20% ברווחיות של החברות הנורבגיות.²⁴⁸

אומנם לטעמי ראוי להתייחס לממצאים המתוארים במידה של זהירות, בעיקר משום שאותם מחקרים בחנו את השפעתה של ההוראה שמחייבת כהונת נשים בדירקטוריון בשיעור של 40% ומצאו השפעה שלילית על חברות שבהן לא כיהנו כלל נשים בדירקטוריון. אשר לחברות אלה ברור שמדובר במהלך חד הכופה על החברות שינויים גדולים מאוד, אפילו דרמטיים, בפרק זמן קצר – בן שנתיים (תקופת המעבר). כדי להבין עד כמה גדול היה השינוי שכפתה ההוראה בנורווגיה, די לציין ששיעור הכהונה של נשים בדירקטוריונים בנורווגיה עובר לכניסת ההוראה לתוקף בשנת 2008 (לאחר תקופת מעבר בת שנתיים) היה 249.9% למען שלמות התמונה אציין שמחקר שלישי שראה אור בשנת 2018 ומתייחס לחברות הנורווגיות, מבקר את המתודולוגיה ואת הממצאים של המחקרים

244 Ahern & Dittmar, לעיל ה"ש 234, בעמ' 159. כפי שמסבירים החוקרים, אומנם ההוראה נכנסה לתוקף בשנת 2006, אבל ההודעה על הכוונה לאמץ את הוראת החובה התפרסמה פרסום לא רשמי כבר בחודש פברואר 2002 (שם, בעמ' 155).

245 שם, בעמ' 140, 169. מחקרים שנעשו בהקשר זה העלו 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).

246 Ahern & Dittmar, לעיל ה"ש 234, בעמ' 141.

247 שם, בעמ' 185.

248 David A. Matsa & Amalia R. Miller, *A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas*, 5 AM. ECON. J. 136, 144 (2013).

249 Ahern & Dittmar, לעיל ה"ש 234, בעמ' 138.

המתוארים לעיל וקובע כי להוראה המחייבת כהונה של נשים בשיעור של 40% בחברות הציבוריות בנוורווגיה לא הייתה השפעה שלילית רבה על תפקוד החברות וביצועיהן.²⁵⁰ ובכל זאת מחקרים אלה מלמדים על הצורך לשקול בזהירות את הצורך באימוץ הוראת חובה בישראל. כפי שהסברתי לעיל, הוראת חובה כרוכה בעלויות גבוהות, ועד כה היא אומצה במדינות שנזקקו לה בשל שיעור נמוך במיוחד של כהונת נשים – כמו נורווגיה שבה שיעור הכהונה היה נמוך מ-10%;²⁵¹ או איטליה שבה אומצה הוראת חובה בשנת 2012 לאחר ששיעור כהונת הנשים בשלהי שנת 2010 היה פחות מ-252.7%²⁵². לבסוף, בהקשר של עידוד כהונה של נשים, טענה מעניינת שנשמעת בשנים האחרונות, מצד כאלה שמובילים את היוזמות לעידוד כהונה של נשים בדירקטוריונים, היא ששינוי אמיתי בקשר לשילוב נשים ראוי שיקודם על ידי החברות עצמן ולא ייפָּה על החברות שייאלצו לגייס נשים "למראית עין", כדי לעמוד במכסה שתקבע הוראת חוק נוקשה.²⁵³

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, שהוא טעון שיפור, אולם לא בהיקף או בעוצמה של השיפור שנדרש במדינות שהתאפיינו בשיעורים נמוכים במיוחד. לפיכך הדברים האמורים מצדיקים שימוש במודל של "אמץ או הסבר".

לנקיטת מודל זה ייקבע רף מינימום שחברות יוכלו לבחור שלא לאמץ, אולם במקרה שכזה יידרשו החברות לגלות שהן אינן עומדות ברף המומלץ ולהסביר מהן הסיבות לאי־עמידתן ברף, ומהם הצעדים שהן נוקטות בניסיון לעמוד ברף. לבסוף, מוצע שלא לקבוע רף שיחייב את החברות בשינויים גדולים מאוד בפרק זמן קצר אלא לקבוע רף של 40 אחוזים. כמו כן מוצע לבחון את ההשפעות שיש לשינוי המוצע על החברות הציבוריות ולעקוב אחר יכולתן לעמוד ברף המוצע. אחזור ליעילות של השימוש במודל זה בהמשך פרק זה של המאמר.

נוסף על זה, כזכור, גיוון מגדרי אינו יכול להתמצות רק בגיוון רשמי (פורמלי) המדגיש את מספר המושבים שנשים מאיישות ביחס לגברים (גיוון "על פני השטח"). גיוון מגדרי ראוי שיקדם גם כהונה של נשים בתפקידים חשובים בדירקטוריון ("גיוון עמוק"), כשמודגשת 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 שיעשה 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 להביא בחשבון את הצורך במספר מספק של מושבים שיבטיח דעות מגוונות ופוטנציאל לדיון ער ופורה. דירקטוריון קטן מדי יתקשה בהגשמת מטרת אלה.

250 B. Espen Eckbo, Knut Nygaard & Karin S. Thorburn, *Board Gender-Balancing and Firm Value* (Tuck School of Business Working Paper No. 2746786, 2016), available at <https://bit.ly/2xCRlhK>.

251 ראו לעיל ה"ש 249.

252 ראו Arcot & Bruno, לעיל ה"ש 179, בעמ' 17.

253 Danielle Paquette, *Why American Women Hate Board Quotas*, WASH. POST (Feb. 9, 2015), <https://wapo.st/2zbYmXr>.

כמו כן דירקטוריון גדול יותר עשוי ליהנות מדרגת מומחיות גבוהה, בזכות שילוב של דירקטורים נוספים בעלי כישורים מתאימים;²⁵⁴ מצד אחר, דירקטוריון גדול מדי עלול להיות מסורבל ולהתקשות בקבלת החלטות במישור קביעת המדיניות ובמישור הפיקוח על ההנהלה המעשית. נוסף על זה, דירקטוריון גדול מדי עלול לייצר עימותים בין חברי הדירקטוריון ולהחריף את החשש מבעיית הטפילות (free-riding problems).²⁵⁵ האתגר הוא לאתר את מספר המושבים בדירקטוריון, או את הטווח הנכון של מספר המושבים, שיספק את הצורך במספר מושבים גדול מספיק שיאפשר דיון פורה ורמת מומחיות גבוהה מחד, ויימנע מלסרב את הדיון בדירקטוריון מאידך.

כפי שהראיתי בחלק מוקדם של מאמר זה, הספרות התאורטית האמריקאית המליצה בראשית שנות התשעים להגביל את מספר המושבים בדירקטוריון לטווח של 7–9 מושבים, או לכל היותר ל-10 מושבים.²⁵⁶ כזכור, באותה נקודת זמן דובר במספר שנקבע שרירותית. אולם כמה מחקרים אמפיריים שנעשו בהמשך, במהלך שני העשורים האחרונים, חיצו את ההשערה התאורטית והראו שהגודל האופטימלי של הדירקטוריון הוא, ברוב המקרים, קטן מ-9 מושבים.²⁵⁷ רף זה של 9 מושבים הוא הרף המקסימלי שעליו ממליץ המאמר, בחברות שהן אינן גופים פיננסיים שעשויים להידרש לדירקטוריונים גדולים יותר, בשל מורכבות המשימות המונחות לפתחם.

אזכיר כי כפי שעולה מהמחקר שנעשה במאמר זה, הגודל הממוצע של הדירקטוריונים בישראל הוא 7.42 מושבים, וברוב המקרים מספר המושבים בדירקטוריונים של החברות נע בטווח של 4–8 מושבים. עוד עולה כי ב-14 חברות בלבד, ששיעורן הוא 11.2% מהמדגם שנבדק, הדירקטוריון כולל יותר מ-9 מושבים. 5 מתוך אותן חברות הן גופים פיננסיים, ובהם 4 בנקים.²⁵⁸ בהתחשב בדברים האמורים, אשר 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 שבניתוח השוואתי שביצעתי במאמר אחר, של מדיניות ההצבעה של עשרות המשקיעים המוסדיים הגדולים בישראל, מצאתי כי המוסדיים ממליצים על 13 מושבים, כמספר המושבים המקסימלי לדירקטוריון.²⁵⁹ מספר זה הוא המספר המקסימלי שעליו ממליצה גם חברת אנטרופי, המייצגת לגופים מוסדיים בדבר

254 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").

255 ראו Lipton & Lorsch ו-Jensen, לעיל ה"ש 115 ו-116, בהתאמה (בעיית הטפילות בדירקטוריון עלולה לעורר חשש 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 ובניתוח של מידע הנחוץ לדיון בדירקטוריון).

256 ראו לעיל הטקסט הצמוד לה"ש 114–119.

257 ראו לעיל תת-פרק ב.3.

258 החברות שבהן קיים דירקטוריון שמורכב מיותר מ-9 מושבים הן אלה: 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.

259 אקשטיין וקסטיאל, לעיל ה"ש 109.

אופן ההצבעה באספות כלליות, במסגרת מדיניות ההצבעה שלה, בהבהירה כי בבנקים ובגופים מוסדיים אחרים אפשר שהדירקטוריון יהיה גדול יותר, בהתחשב במורכבות הפעילות המאפיינת גופים אלה.²⁶⁰

על רקע הממצאים שהובאו במאמר זה בנוגע 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.

לסיכום, בחלק זה של המאמר נותח הצורך בשינוי מדיניות בכל 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 ההתערבות האסדרתית ועוצמתה ראוי שייגזרו מהכשל הדורש התערבות (אם בכלל), שהוא למעשה הפער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי באשר לכל אחד מהמאפיינים, ונוסף על זה יבאו בחשבון את שקלול התועלות והעלויות הכרוכות באסדרה אפשרית. הטבלה שלהלן תרכז את ההצעות שהוצעו לעיל בנוגע לכל אחד מהמאפיינים.

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 שבה בעל שליטה או דבוקת שליטה. אשר להוראה זו אין 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 גילויי באשר לתחילת הכהונה, מכוח תקנות הדיווח השוטף.	קביעת רף מקסימלי 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.

260 ראו 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 הפעילות של חברות ומורכבותה לבין גודל הדירקטוריון שלהן); 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 הוא 16.8).

המאפיין	המצב האסדרתי המצוי	ההצעה	נימוקים עיקריים
גיל	אין הגבלה – ניתן גילוי באשר 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 את 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 מכהנת בתפקיד יו"ר ועדת הביקורת, ועדת התגמול או ועדת המאזן.	קיומו של פער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי. קיומו של בסיס ידע מחקרי בדבר התרומה של כהונת נשים בדירקטוריון.
גודל הדירקטוריון	אין הגבלה.	רף מקסימלי 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 היא 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.²⁶¹ למשל, דירקטורים של חברות מסוימות עשויים להידרש למומחיות ספציפית ולרמת היכרות גבוהה במיוחד עם החברה ועם התעשייה שבה היא פועלת.²⁶² המחשה לכך ניתן למצוא בחוזר גופים מוסדיים שפרסמה לאחרונה רשות שוק ההון במסגרת האסדרה של חברות ביטוח וגופים מוסדיים אחרים. החוזר דורש כי דירקטור בגופים מוסדיים, כהגדרתם בחוזר, יהיה

261 ראו לעיל הטקסט הצמוד לה"ש 165–168.

262 ראו חוזר גופים מוסדיים, לעיל ה"ש 108, ס' 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 [...]" (ההדגשה הוספה).

בעל מומחיות בביטוח או בפנסייה. מדובר במומחיות ספציפית שרכש הדירקטור, בין השאר בזכות העובדה שכהן בתפקיד בכיר או כדירקטור בחברת ביטוח או חברה מנהלת של קרן פנסייה, שתחומי הפעילות העיקריים שלה דומים לתחומי הפעילות העיקריים של הגוף המוסדי שאליו הוא מתמנה. מדיניות מינוי הדירקטורים באותן חברות אינה יכולה להתעלם מדרישת החוזר להבנה "עמוקה של הדירקטוריון את פעילות הגוף המוסדי",²⁶³ ועליה לשקול זאת, למשל, בשוקלה אם להגביל את משך הכהונה של מכלול הדירקטורים בדירקטוריון.

עיצוב הדירקטוריון לפי המאפיינים שנותחו במאמר זה מחייב גם תכנון מוקדם בתוכנית מובנית. שאם לא כן, צפוי להתעורר קושי בעמידה במכלול העקרונות שעליהם המליץ המאמר. נוסף על זה, היות שהרכב הדירקטוריון מתעדכן מעת לעת, ודי בגיוס דירקטור חדש כדי לשנות את הרכב הדירקטוריון (בהקשר של שיעור הבלתי תלויים, משך הכהונה, הגיל והמגדר), ראוי שהתוכנית תיבחן מדי תקופה, שתיקבע בחוק.

לבסוף, במאמר אחר דנתי בצורך בהקמת ועדת מינויים של הדירקטוריון, כמחויב למשל בכללי הבורסה של ניו יורק והנאסד"ק, וכנהוג במדינות אחרות.²⁶⁴ בין שתוקם ועדת מינויים מטעם הדירקטוריונים בישראל ובין שלא, ראוי שחברות ציבוריות יפעלו לאורה של מדיניות מינויים ברורה שתעוצב לאור העקרונות שהותוו במאמר זה, בהתאמות הנדרשות לשם הבטחת תפקוד יעיל של הדירקטוריון.

ה. סיכום

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

נוסף על זה, המאמר מציע מחקר אמפירי עדכני שניתח את המאפיינים הנזכרים אצל 928 דירקטורים המכהנים בחברות הכלולות במדד ת"א 125 נכון ליום 31 בדצמבר 2017, ומציג את ממצאיו. הממצאים מוצגים בהשוואה 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 הוא 6.7 שנים וקצר מפרק הזמן שעליו הצביעו מחקרים שנעשו כפרק זמן ממושך מדי שעלול

263 שם.

264 אקשטיין וקסטיאל, לעיל ה"ש 109.

לפגוע בתפקוד ובתרומה של הדירקטור לחברה. על כן גם כאן ההמלצה העקרונית היא להשתמש במודל של "אמץ או גלה". גילם הממוצע של הדירקטורים הישראלים הוא 60.6 שנים, והיות שאין בסיס מוצדק להגבלת גיל הדירקטורים, מוצע להמשיך במתכונת הגילוי הקיימת בישראל מכוח דיני ניירות ערך, באשר לגילם של הדירקטורים. באשר לגודל הדירקטוריונים, מספר המושבים הממוצע בדירקטוריון הישראלי קטן מהרף שעליו 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 שיעורי הכהונה של נשים בדירקטוריונים בישראל עד לרף של 40% בשלב הראשון, 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 ולעיצוב הדירקטוריון שיהיה כולל יותר, ולפעול לאורה של אותה מדיניות.