



## השפעתם של דירקטורים חיצוניים עסוקים על ביצועי חברות:

### עדויות מהשוק הישראלי<sup>1</sup>

יניב גרינשטיין

ביה"ס אריסון למנהל עסקים  
אוניברסיטת רייכמן

לימור קופרשטיין היינריך

ביה"ס אריסון למנהל עסקים  
אוניברסיטת רייכמן

#### תקציר

מחקר זה בוחן את ההשפעה של כהונת דירקטורים חיצוניים במספר דירקטוריונים במקביל על ביצועי החברה. המדגם כולל את חמישים החברות הציבוריות הגדולות במשק הישראלי בין השנים 2006-2016. נמצא כי דירקטורים חיצוניים במדגם חברים בממוצע ב 3.3 דירקטוריונים נוספים. בחברות בהן הדירקטוריון כולל דירקטורים חיצוניים המשרתים בשלושה או יותר דירקטוריונים נוספים, שווי השוק ומדדי הביצועים של החברות נמוכים יותר. תוצאות אלו מאששות את ההיפותזה שחברות במספר רב של דירקטוריונים משפיעה לרעה על יכולת הדירקטור החיצוני לבצע את עבודתו כראוי.

מילות מפתח: ממשל תאגידי, דירקטוריון עסוק, דירקטור חיצוני

#### מבוא

הדירקטוריון הינו הגוף שממונה על ידי בעלי המניות בחברה. תפקידו המרכזי של הדירקטוריון הוא גיבוש אסטרטגיה לחברה ופיקוח על המנכ"ל. חובת הנאמנות המרכזית של הדירקטוריון היא כלפי החברה ודירקטורים נדרשים להקדיש מזמנם, יכולתם, ומרצם כדי לייצג את בעלי המניות כראוי.

היקף ההשקעה של הדירקטור משתנה בהתאם לגודל החברה, פעילותה ומצבה אך בכל מקרה נדרשת הקדשת זמן ניכרת. לדוגמה, במוסדות פיננסיים, קובע המחוקק נורמה של 12 ישיבות דירקטוריון בשנה, לא כולל את ישיבות הוועדות השונות<sup>2</sup>. ככל והזמן שיכול דירקטור להקדיש לייצוג בעלי המניות מוגבל, ייתכן כי הדירקטור לא

יוכל לעשות את עבודתו נאמנה, וכתוצאה מכך החלטות החברה לא יבוקרו כראוי והחלטות הדירקטוריון יעשו בחופזה וללא מחשבה מספקת. כתוצאה מכך החלטות החברה לא יהיו אופטימליות והשווי לבעלי המניות יפגע.

אחד האמדנים לבחינה האם הדירקטור יכול להקדיש מספיק זמן לעבודתו, הוא מספר הדירקטוריונים שבהם הוא חבר. דירקטור אשר מכהן במספר רב של דירקטוריונים נקרא דירקטור "עסוק" או באנגלית "Busy director". מחקרים בארה"ב מראים שכאשר דירקטורים מכהנים במספר רב של דירקטוריונים ביצועי החברה ושווי החברה נפגעים (Fich & Shivdasani 2006). הדבר הדבר (Cashman, Gillan & Chulhee 2012). מאשש את הטענה שכאשר הדירקטור עובד במספר

<sup>1</sup> מחקר זה מבוסס על עבודת התזה של גבי לימור קופרשטיין היינריך, בהנחיית פרופסור גרינשטיין.

<sup>2</sup> חוזר גופים מוסדיים 2018-9-31 "דירקטוריון גוף מוסדי" (26.08.2018).

[https://www.gov.il/BlobFolder/guide/information-entities-codex/he/Codex\\_Gate5\\_Part1\\_Chapter2.pdf](https://www.gov.il/BlobFolder/guide/information-entities-codex/he/Codex_Gate5_Part1_Chapter2.pdf)

חזקים מספיק בכל מקרה לשנות את החלטות נציגי בעלי השליטה בחברה ולכן אין קשר בין היות הדח"צ עסוק לשווי החברה.

לצורך הבדיקה, ובהתאם למחקרים קיימים בנושא, מחקר זה מגדיר דירקטוריון "עסוק" באופן הבא: דח"צ שמכהן בשלושה או יותר דירקטוריונים במקביל יסומן כ"עסוק". דירקטוריון יהיה "עסוק" אם 50% או יותר מהדח"צים שלו מוגדרים "עסוקים".

המחקר מתמקד בחמישים החברות הגדולות במשק הישראלי בין השנים 2016-2006, כפי שהופיעו במדד תל אביב 100 ביום 31 בדצמבר 2006. בסיס הנתונים של המחקר כולל מגוון רחב של ענפים המייצגים את המשק הישראלי-ציבורי.

מחקר זה מוצא שבממוצע, דח"צים משרתים כדירקטורים ב 3.4 חברות נוספות בנוסף לחברותם בדירקטוריון של החברה. השונות בין דח"צים היא גבוהה ביותר: כ 5% מהדח"צים משרתים בעשרה ויותר דירקטוריונים. בנוסף ישנו קשר שלילי בין ביצועי החברה לבין סיווג הדח"צים בדירקטוריון החברה כעסוקים. לדוגמה, שווי החברה כמיוצג ב Tobin's Q נמוך ב כ 11% בחברות בהן הדח"צים עסוקים לבין חברות בהן הדח"צים אינם עסוקים.

ממצאים אלו תואמים את הממצאים בספרות, לפיה ישנו קשר שלילי בין היותם דירקטורים עסוקים לבין ביצועי החברה. ממצאים אלו מאששים את ההיפותזה שיש פגיעה ביכולתו של דירקטוריון לעמוד על המשמר ולבצע את עבודתו כראוי אם הוא מוגדר עסוק.

חשוב להצביע על מספר מגבלות מתודולוגיות מובנות של המחקר. המגבלה המרכזית נעוצה באופי האנדוגני של המשתנים הנבדקים - שווי החברה ורווחיותה מחד, ועד כמה עסוקים הדח"צים מאידך. לכן ייתכנו משתנים אקסוגניים אשר עשויים להשפיע סימולטנית הן על שווי ורווחיות החברה והן על מספר הדירקטוריונים בהם דח"צים מועסקים. היעדרם של משתנים אלו מהאנליזה עלול להשפיע על מהימנות המסקנות המחקריות. כמו כן ייתכן שדוקא שווי החברה ורווחיותה משפיעים על היות הדח"צים עסוקים ולא להפך. חשוב לציין כי המגבלות לעיל משותפות גם למחקרים אחרים בנושא. כמו כן, מספר החברות

דירקטוריונים במקביל, הוא אינו יכול לבצע את עבודתו כראוי. מחקר זה בוחן את הקשר בין היות חברי הדירקטוריון החיצוניים של חברות ישראליות "עסוקים" לבין הביצועים הכספיים של אותן חברות.

השוק הישראלי מהווה מעבדה מעניינת לבדיקת שאלת המחקר כיוון שמבנה הבעלות של חברות ישראליות שונה ממבנה הבעלות בחברות בארה"ב. שלא כמו בארה"ב, שבה הבעלות על חברות גדולות מפוזרת על פני מספר רב של בעלי מניות, מבנה הבעלות של חברות בארץ הינו ריכוזי. רוב מניות החברה מוחזקות לרוב בידי בעלי שליטה והאחזקה של מספר רב של מניות מאפשרת לבעלי השליטה לשלוט על רוב מושבי הדירקטוריון ובכך לכוון את התנהלות החברה. במצב בו האינטרסים של בעלי השליטה לא בהכרח עולים בקנה אחד עם האינטרס הכללי של החברה, קל לבעלי השליטה לדאוג שהדירקטורים מטעמם ידאגו לאינטרסים שלהם ולא לאינטרס של כלל בעלי המניות.

בצל חשש זה חוקק סעיף 239 (א) לחוק החברות, תשנ"ט-1999, הקובע כי לכל חברה ציבורית שנשחרת בבורסה (וכן חברה פרטית אשר מנפיקה איגרות חוב), יהיו לפחות שני דירקטורים חיצוניים (להלן: "דח"צ"). דח"צ, כמוגדר בסעיף 240(א) לחוק החברות, הינו דירקטור שאין לו זיקה כלכלית לחברה ועל כן הוא אמור לבקר באופן אובייקטיבי ונטול אינטרסים את פעילות החברה ולוודא שהיא משרתת את רצונם ועניינם של כלל בעלי המניות, לרבות בעלי מניות המיעוט, ולא רק את טובתם של בעלי השליטה בחברה. דח"צ, בניגוד לדירקטור שממונה על ידי בעל השליטה, נדרש להיות אובייקטיבי ולשמש כמייצג האינטרסים של בעלי מניות המיעוט. אי לכך לדח"צ תפקיד שונה בחברות ישראליות מתפקיד דירקטור חיצוני בחברות ציבוריות בארה"ב בשל הדרישה לשמור גם על האינטרסים של בעלי מניות המיעוט.

השערת המחקר היא שברגע שהדח"צים עסוקים מידי אין מי שישמור על האינטרסים של כלל בעלי המניות, מה שעלול לייצר פגיעה בחברה, בבעלי המניות בכלל ובבעלי מניות המיעוט בפרט. דח"צ עסוק אינו יכול להקדיש מספיק זמן לבצע את עבודתו כראוי ולכן עשוי לפגוע בכך בשווי החברה. ההיפותזה האלטרנטיבית היא שדח"צים אינם

הנושא של "דירקטוריון עסוק" נדון רבות בספרות. בין היתר נבחן האם היותו של הדירקטוריון "דירקטוריון עסוק" הוא טוב או רע לערך החברה. בהיעדר ממצא חד משמעי בספרות, קיימות שתי היפותזות מרכזיות בנושא:

הגישה החיובית – "מוניטין" – דירקטוריון עסוק מעלה את ערך החברה בזכות המומחיות והניסיון של חבריו. זאת לאור העובדה כי דירקטור עסוק הינו מדד המראה את היכולת והניסיון של הדירקטור, וככל שהוא גבוה יותר, כך יכולות הדירקטור הן טובות יותר. בגישה זו טוענים כי היותו של הדירקטור עסוק היא ההוכחה לכישורים החיוביים שלו, כלומר לערך הרב שהוא מייצר לחברה, ועל כן נוכחותו תורמת לערך החברה, על אף היותו עסוק. לפי מאמרם של Fama & Jensen (1983), ככל שכישורי הדירקטור יהיו טובים יותר, כך הוא יזכה ביותר מיניי. במאמרם של Ferris, Jagannathan & Pritchard (2003) נמצא כי יש השפעה חיובית למספר הדירקטוריונים שהדירקטורים מכהנים בהם לבין התוצאות הפיננסיות של החברה. זאת ועוד, המאמר לא מוצא שום הוכחה לכך שאם דירקטור הוא עסוק הוא לא מבצע את עבודתו נאמנה: לא נמצא קשר בין היותו של הדירקטור עסוק למרמה בחברה או הפרת אמונים. בנוסף, המאמר מוצא שהשוק לא מגיב באופן שלילי למינוי של דירקטור עסוק. ממצאים דומים נמצאו במאמרם של Field, Lowry & Mkrtchyan (2013) אשר התמקד בחברות שמונפקות לראשונה לציבור. נמצא כי בחברות מסוג זה יש יתרון להיותו של הדירקטוריון עסוק לאור היכולות והידע הרחב שלו, ונמצא קשר חיובי בין היותו של הדירקטוריון עסוק לשווי של חברות אלו. נושא זה נבדק גם בתאגידים בנקאיים במאמרם של Elyasiani & Zhang (2015) אשר מצאו קשר חיובי בין היותו של הדירקטוריון עסוק לביצועים של התאגידים הבנקאיים ולהפחתת הסיכונים של אותם תאגידים. בנוסף, מוצא המאמר כי היותו של הדירקטור עסוק לא פוגע בביצועים שלו. לדוגמה, הוא אינו נעדר מהישיבות ומשתתף בוועדות כפי הנדרש. ממצאים תומכים נוספים נמצאים במאמרם של Chakraverty & Rutherford (2016). במאמר זה נבחנו סיכויי חברה עם דירקטוריון עסוק להיות מותקף בהשתלטות עוינת

במדגם הוא יחסית קטן. הדבר נובע בעיקר ממספר החברות הנמוך יחסית בשוק הישראלי ובעובדה שהמחקר מתמקד על חברות גדולות. זו גם יכולה להיות הסיבה לכך שלא כל התוצאות יוצאות מובהקות. יהיה מעניין להגדיל את המדגם על מנת לבחון האם רמת המובהקות אכן תעלה.

## סקירה ספרותית

השוק הישראלי הינו שוק קטן באופן יחסי, המאופיין במבנה ריכוזי. ברוב החברות הציבוריות בישראל ישנו בעל שליטה יחיד או קבוצת בעלי שליטה. מצב זה מציב בפנינו "בעיית סוכן אופקית" (בין בעלי השליטה בחברה לבין בעלי מניות המיעוט) שהיא מעט שונה מבעיית הסוכן הקלאסית ה"אנכית" (בין בעלי המניות בחברה לבין מנהליה – במקרה בו השוק מבוזר). בשל אפיון השוק בישראל כריכוזי, נוצר מצב בו קבוצה מסוימת של אנשים מכהנת כדירקטורים במספר רב של חברות, מה שפוגע באי תלות שלהם ועשוי לפגוע ביכולת שלהם להקדיש את מירב הזמן שלהם לכל חברה בה הם מכהנים. בנוסף, כאמור לעיל, בשוק הישראלי יש מספר בעלי הון ששולטים במספר רב של חברות במקביל. רפרוף בנתוני חברות ישראליות מראה שבחברות שמוחזקות על ידי אותם בעלי הון, יש חפיפה בזהות הדירקטורים על פני אותן החברות.

ארגונים בארה"ב המייצגים משקיעים ודירקטורים, כגון ה-NACD - National Association of Corporate Directors, ממליצים כי בעלי תפקידים בכירים ומנכ"לים לא יכהנו ביותר משלושה דירקטוריונים במקביל לתפקידם. באותה הרוח, ארגון ה-Council for Institutional Investors governance policies (CII) ממליץ כי בעלי תפקידים שלהם משרה מלאה לא יכהנו ביותר משני דירקטוריונים במקביל לתפקידם. לעומתם, ארגון המשקיעים המוסדיים בארה"ב טוען כי דירקטור לא צריך לכהן במקביל ביותר משלוש חברות וארגון הדירקטורים בחברות בארה"ב טוען כי דירקטור המחזיק במשרה מלאה לא צריך לכהן במקביל ביותר משלושה או ארבעה דירקטוריונים. לעומתם, ארגון השולחן העגול של העסקים בארה"ב טוען כי לא צריך להגביל כלל את מספר הדירקטוריונים הנוספים בהם מכהן דירקטור.

מציג כי המאמרים התומכים בגישה החיובית השתמשו במדגם לא גדול מספיק ו/או שיטת בדיקה לא מלאה (שליטה על הפרמטרים הקבועים). בנוסף, הם מראים כי הקשר בין היותו של הדירקטוריון עסוק לבין שווי החברה הוא שלילי לאחר שמנטרלים את ההבדלים בשיטת הבדיקה ובגודל המדגם.

המחקרים לעיל נערכו על חברות אמריקאיות, ונשאלת השאלה האם תוצאות המחקרים גם רלוונטיות למדינות אחרות. Ferris, Jayaraman & Liao (2017) בחנו את הקשר בין דירקטוריון עסוק לשווי חברות בחברות שאינן אמריקאיות בין השנים 2012-1999. הם מצאו כי התופעה של דירקטוריון עסוק היא תופעה עולמית, וכי יש קשר שלילי בין שווי חברה ורווחיות חברה לבין היותו של הדירקטוריון עסוק. במאמרם נמצא כי חברות עם דירקטוריון עסוק מציגות ערך שוק לספרים (market to book ratio) נמוך יותר ורווחיות נמוכה יותר (ROA) מחברות ללא דירקטוריון עסוק. עם זאת, הם מצאו שהאפקט הזה משתנה כאשר מתמקדים בחברות צעירות (חברות בעשור הראשון לחייהן). בחברות אלו נמצא קשר חיובי בין דירקטוריון עסוק לבין שווי ורווחיות החברה. הדבר מצביע על כך שבחברות צעירות, יש חשיבות גבוהה יותר ליכולתו של הדירקטוריון להיות מיעץ ופחות חשיבות להיותו מבקר את החברה. לכן, דירקטוריון עסוק ישפיע באופן חיובי על שווי החברה הצעירה.

בישראל לא נבדק הקשר בין היותו של הדירקטוריון עסוק לבין שווי החברה. יחד עם זאת, בישראל קיימות עדויות להשפעה החיובית של ממשל תאגידי רצוי על ערך ושווי החברות. לאוטרבך ושחמון (2009) מצאו כי קיים קשר חיובי בין מדד לדרוג ממשל תאגידי (כמוגדר במאמרם) לבין יחס שווי השוק של החברה לשווייה בספרים (Tobins Q). במאמרם הם הגדירו את איכות הממשל התאגידי על סמך פרמטרים כגון מספר ישיבות הדירקטוריון, גודל הדירקטוריון, האם המנכ"ל הוא גם היו"ר, מספר הדירקטורים בעלי השליטה, מספר הדירקטורים שעובדים בחברה ושיעור הדירקטורים המומחים. גישה זוהי ניתנת למצוא במאמרו של כהן (2020) שמצא כי ככל שהממשל

והקשר בין דירקטוריון עסוק לעלות החוב של החברה. המאמר מצא כי לחברות עם דירקטוריון עסוק יש סיכויים פחותים להיות מותקפים בהשתלטות עוינת ועלות החוב שלהן יותר נמוכה.

הגישה השלילית – "עסוק" – על פי היפותזה זו, דירקטוריון עסוק פוגע בערך החברה, שכן חוסר הזמן של הדירקטור פוגע ביכולתו לבקר את ההנהלה. בגישה זו טוענים חוקרים כי היותו של הדירקטור עסוק היא הוכחה לכך שאין לו זמן לבצע את עבודתו כשורה. על כן הערך שלו לחברה הוא נמוך, כישורי הבקרה שלו נפגעים, וכחונתו בדירקטוריון עשויה לפגוע בשווי החברה. Fich & Shivdasani (2006) מוצאים במאמרם קשר בין היותו של הדירקטוריון עסוק לבין ערך שוק של הון המניות לספרים (market to book ratio) נמוך. בנוסף, נמצא כי לדירקטוריון עסוק ישנה נטייה נמוכה יותר לפטר את המנכ"ל בשל ביצועים לא טובים. זאת ועוד, ההכרזה על מינוי לדירקטוריון נוסף פוגעת בשווי של החברות בהן אותו דירקטור כבר מכהן. גם במאמרם של Peyer & Perry (2005) נמצא קשר שלילי בין ההכרזה על המינוי לבין שווי החברה, גם בחברה השולחת וגם בחברה המקבלת. כלומר, במידה שאותו בכיר כבר מכהן כדירקטור בחברות אחרות, התגובה של השוק למינוי נוסף היא שלילית. במידה שאותו בכיר שמונה כדירקטור הינו עסוק במיוחד (לדוגמה, מכהן כבר כמנכ"ל או שהוא מונה לחברה בעלת פוטנציאל צמיחה גבוה), התגובה השלילית היא חזקה יותר. Ahn, Jirapon & Kim (2010) בחנו את הקשר בין דירקטוריון עסוק לשווי חברה בהתמקדות על הכרזה על מיזוג ורכישה. הם מצאו קשר שלילי בין היותו של הדירקטוריון עסוק לבין שינוי השווי לבעלי המניות סביב אותה הכרזה על עסקת מיזוג ורכישה. הקשר שנמצא הוא לא ליניארי ואפקט זה של "הרס שווי" בהחלטות קורה רק עבור דירקטוריונים עסוקים במיוחד.

הבדלי התוצאות בין המחקרים התומכים בגישה החיובית לגישה השלילית הביאו את החוקרים לנסות להבין מדוע התוצאות שונות ביניהם. Cashman, Gillan & Chulhee (2012) לעובי הקורה וניסו להבין את ההבדלים בין המדגמים ושיטות המחקר בין אלו שמצאו קשר חיובי לאלו שמצאו קשר שלילי. המאמר שלהם

שווה או גדול מ-50%. דח"צ מוגדר עסוק אם בשנה המדוברת הדח"צ יושב בשלושה דירקטוריונים נוספים או יותר.

טבלה 1: התפלגות מספר הדירקטוריונים הנוספים שבהם מכהנים דח"צים במדגם

מספר דירקטוריונים נוספים	סה"כ דח"צים	אחוז מצטבר של דח"צים
0	262	22%
1	186	38%
2	168	52%
3	140	64%
4	92	71%
5	100	80%
6	66	85%
7	49	90%
8	33	92%
9	27	95%
10	12	96%
11 ומעלה	52	100%
ממוצע	3.32	
סה"כ	1187	

משתנים תלויים: משתני הביצועים הפיננסיים הוגדרו וחושבו בהתאם להגדרתם במאמרם של Cashman, Gillan & Chulhee (2012): Tobin's Q - שווי השוק של ההון העצמי של הפירמה בתוספת ההפרש בין הערך בספרים של נכסי הפירמה לבין הערך בספרים של ההון העצמי של הפירמה, חלקי הערך בספרים של נכסי הפירמה. כך כל הנתונים הם מסוף השנה הקלנדרית כלומר נכונים ליום 31 בדצמבר. ROA – תשואה על נכסים - הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות של שנה t חלקי שווי נכסים בספרים בסוף שנה t.

משתני בקרה: בהסתמך על מאמרם של Cashman et al. (2012) מחקר זה משתמש במשתני בקרה שלהלן: לוג גודל הדירקטוריון - הלוגריתם הטבעי של המספר הכולל של הדירקטורים בדירקטוריון הפירמה. אחוז הדח"צים - מייצג את אחוז הדח"צים מכלל הדירקטורים בחברה. מחושב על ידי מספר הדח"צים חלקי מספר הדירקטורים. משתני בקרת תעשייה – משתני דמה לענפי התעשייה השונים. פירוט התעשיות השונות מופיע בנספח ב'. משתני בקרת שנים – משתני דמה לשנים.

טבלה 2 מציגה את הנתונים הסטטיסטיים של המשתנים במדגם.

התאגידי של חברה טוב יותר, אזי המדדים הפיננסיים והחשבונאיים שלה, דוגמת Tobins Q, ROA וגידול במכירות גבוהים יותר. מאמר זה הגדיר את איכות הממשל התאגידי על סמך פרמטרים כגון אחוז הדח"צים והדירקטורים הבלתי תלויים וכן רמת מומחיות הדירקטורים.

## מסד הנתונים והמשתנים

### בניית מסד הנתונים

על מנת לבנות את מסד הנתונים נלקחו 50 החברות הגדולות ביותר במדד ת"א 100 של הבורסה (להלן: "המדד") נכון ליום 31.12.2006. לחברות אלו נאספו נתונים חשבונאיים ונתוני ממשל תאגידי מהדוחות השנתיים של החברות לתקופה של 11 שנים משנת 2006 ועד שנת 2016 כולל.

החברות במדגם אינן כוללות חברות דואליות. הוצאת החברות הדואליות מהמדגם נועדה לשמור על אחידות הנתונים, כיוון שחברות דואליות נדרשות לעיתים לעמוד בדרישות ממשל תאגידי אחרות של הבורסות בהן הן נסחרות בחו"ל. פירוט של החברות במסד הנתונים מופיע בנספח א'.

במהלך תקופת המדגם 10 חברות הפסיקו להיסחר או פשטו רגל. סה"כ מסד הנתונים כולל 501 דגימות של "שנה-חברה" בין השנים 2006-2016. מספר חברי הדירקטוריון על פני כל השנים במדגם הוא 4,604 מתוכם 1,187 דח"צים (26% דח"צים) שכיחוו במהלך התקופה.

בטבלה 1 מוצגת ההתפלגות של מספר הדירקטוריונים הנוספים שבהם מכהנים הדח"צים במדגם. ניתן לראות כי בממוצע דח"צ מכהן במקביל ב-3.3 דירקטוריונים נוספים. לשם השוואה, דירקטור במדגם מכהן בממוצע בכ-7.4 דירקטוריונים נוספים.

### המשתנים

דירקטוריון עסוק: במחקר זה דירקטוריון עסוק מוגדר לפי Fich & Shivdadani (2006) ולפי Cashman, Gillan & Chulhee (2012), בצורה הבאה: משתנה דמה השווה 1 אם בשנה המדוברת אחוז הדח"צים העסוקים מכלל הדח"צים הוא

טבלה 2: נתונים סטטיסטיים של משתנים במדגם

משתנה	מקסימום	רבעון 3	ממוצע	חציון	רבעון 1	מינימום
<b>גודל הדירקטוריון</b> מספר הדירקטורים שמכהנים בחברה	16	11	9.13	9	7	3
אחוז הדח"צים אחוז הדח"צים מכלל הדירקטוריונים של החברה	0.75	0.33	0.26	0.25	0.2	0
<b>דירקטוריון עסוק</b> משתנה דמה השווה 1 אם בשנה המדוברת אחוז הדח"צים העסוקים בחברה (שמכהנים בשלושה או יותר דירקטוריונים) שווה או גדול מ- 50%	1	1	0.60	1	0	0
<b>Tobin's Q</b> שווי שוק של הון המניות + שווי התחייבויות בספרים מחולק בשווי ספרים של הנכסים	7.73	1.22	1.26	0.99	0.94	0.66
<b>ROA</b> רווח תפעולי לפני פחת והפחתות מחולק בשווי ספרים של הנכסים	0.911	0.102	0.076	0.06	0.013	-0.373

במקביל, ביצועי החברה לפי מדד Tobins Q נמוכים יותר.

בטור הראשון בטבלה אנו רואים כי הקשר הליניארי בין דירקטוריון עסוק לבין מדד Tobins Q הוא שלילי מובהק (-0.345). מבחינה כלכלית הממוצע של מדד Tobins Q במסד הנתונים שלנו הוא 1.256, על כן ירידה של 0.345 מהווה ירידה של 27.47% ביחס לממוצע המדגם. הקשר השלילי בין השניים נשמר גם כאשר אנו מוסיפים משתנים מסבירים נוספים לרגרסיה כפי שיוצג להלן.

בטור השני ניתן לראות את ההשפעה של קיבוע השנים. כאשר אנו מקבעים את אפקט השנים, הקשר השלילי בין השניים נשמר ומובהק (-0.3582). מבחינה כלכלית הנתון מעיד על ירידה משמעותית של 28.52% ב Tobin's Q ביחס לממוצע המדגם עבור דירקטוריון עסוק.

בטור השלישי גם כאשר אנו מוסיפים את משתני הבקרה, הקשר השלילי בין השניים נשמר ומובהק אם כי נחלש (-0.266).

מבחינה כלכלית הנתון מעיד על ירידה עדיין משמעותית של 21.18% ב Tobin's Q עבור דירקטוריון עסוק ביחס לממוצע המדגם.

בטור הרביעי ניתן לראות את ההשפעה של הוספת הקיבוע גם על ענפי התעשייה, זאת בנוסף לשנים. שוב הקשר השלילי בין השניים נשמר ומובהק אם

### ממצאי המחקר

#### השפעתם של דח"צים עסוקים על שווי החברה - מדד Tobin's Q

ראשית, מחקר זה בודק את הקשר בין היותם של הדח"צים עסוקים לבין שווי החברה. לשם כך מוגדרת הרגרסיה הבאה:

(1)

$$Tobin's Q_{it} = \beta_{it} + \epsilon_{it} + \text{דירקטוריון עסוק}_{it}$$

כאשר  $i$  מציין חברה ו  $t$  מציין שנה.  $\epsilon_{it}$  מציין את טעות הרגרסיה. רשימת משתני הבקרה כוללת משתני דמה של חברה, תעשייה, שנה, ומשתנים מסבירים נוספים של הממשל התאגידי – לוג של גודל הדירקטוריון ואחוז הדח"צים בדירקטוריון. משתני בקרה אלו לוקחים בחשבון הבדלי רווחיות בין תעשיות ושינויים כלליים במצב המשק לאורך השנים. משתני בקרה אלו הינם זהים למשתני הבקרה בספרות.

טבלה 3 מראה את תוצאות הרגרסיה (1).

אנו מוצאים כי בחברות בהן הדירקטוריון מורכב מדח"צים עסוקים, (מכהנים במספר רב של חברות

זהה לטור החמישי למעט אישכול (Clustering) התוצאות ברמת החברה. ברגרסיה זו ההנחה היא שהטעות של הרגרסיה ברמת החברה מתואמת על פני השנים והאישכול מספק תיקון לסטיית התקן של האמדים בשל המתאם הפוטנציאלי. ניתן לראות שהקשר השלילי עדיין מובהק (ברמה של 10%) לאחר אישכול התוצאות.

כי נחלש (-0.149). מבחינה כלכלית הנתון מעיד על ירידה של 11.83% ב Tobin's Q עבור דירקטוריון עסוק ביחס לממוצע המדגם.

בטור החמישי גם כאשר אנחנו מוסיפים לוג של גודל הדירקטוריון ואחוז הדח"צים, הקשר השלילי נשמר ומובהק (-0.140). מבחינה כלכלית הטור השישי

טבלה 3 : תוצאות רגרסית השפעת דירקטוריון עסוק על מדד Tobin's Q

משתנה מוסבר : TOBIN'S Q						משתנה מסביר
-0.140*	-0.140***	-0.149**	-0.266***	-0.358***	***-0.345	דירקטוריון עסוק
0.082	0.052	0.053	0.064	0.067	0.067	
-0.918	-0.918***		-0.922***			לוג גודל דירקטוריון
0.620	0.214		0.215			
-0.982	-0.982***		-1.979***			אחוז הדח"צים
0.761	0.249		0.257			
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	משתני דמה לשנים
Yes	Yes	Yes	No	No	No	משתנה דמה לתעשייה
0.865	0.865	0.46	0.782	0.056	0.049	ADJUSTED R <sup>2</sup>

\*\*\*p < 0.01, \*\*p < 0.05, \* p < 0.1

**השפעתם של דח"צים עסוקים על שיעור הרווחיות של החברה - מדד ROA**

שנית נבחן הקשר בין היותם דח"צים עסוקים לרווחיות החברה. לשם כך מוצגת הרגרסיה הבאה (2)

$$ROA_{it} = \text{בקררה}_{it} + \varepsilon_{it} + \text{דירקטוריון עסוק}_{it}$$

כאשר מדד ROA מחושב באופן הבא : רווח תפעולי לפני פחת והפחתות של שנה t חלקי שווי נכסים בספרים בסוף שנה t.

תוצאות אלו עולות בקנה אחד עם תוצאות המחקר של Fich & Shivdasani (2006) שמצאו במאמרם כי בחברות עם דירקטוריון עסוק (בהן רוב הדירקטורים החיצוניים מחזקים בחברויות בשלושה דירקטוריונים או יותר) שווי החברה ביחס לשווי הספרים נמוך בכ 4.2% מבחברות ללא דירקטוריון עסוק. עם זאת, האפקט על השווי גדול יותר בחברות ישראליות. ייתכן והסיבה נעוצה בכך שדירקטורים חיצוניים יותר חשובים לשווי החברה בחברות ישראליות בגלל הקונפליקט בין בעלי השליטה לכלל בעלי המניות.

**טבלה 4: תוצאות רגרסית השפעת דירקטוריון עסוק על מדד ROA**

משתנה מוסבר: ROA						משתנה מסביר
-0.017	-0.017*	-0.018*	-0.021*	-0.030***	-0.029***	דירקטוריון עסוק
0.014	0.007	0.007	0.008	0.009	0.009	
-0.058	-0.058*		-0.086**			לוג גודל דירקטוריון
0.06	0.029		0.028			
-0.052	-0.052		-0.203***			אחוז הדח"צים
0.05	0.033		0.034			
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	משתני דמה לשנים
Yes	Yes	Yes	No	No	No	משתנה דמה לתעשייה
0.643	0.643	0.412	0.444	0.018	0.020	ADJUSTED R <sup>2</sup>

\*\*\*p < 0.01, \*\*p < 0.05, \* p < 0.1

קשר שלילי (-0.017). מבחינה כלכלית עדיין ישנה ירידה משמעותית של 22.7% ביחס למוצע המדגם<sup>3</sup>. הטור השישי זהה לטור החמישי למעט אישכול (Clustering) התוצאות ברמת החברה. ניתן לראות שהקשר השלילי מאבד מובהקות לאחר אישכול התוצאות.

לסיכום, אנו מוצאים כי בחברות בהן הדירקטוריון מורכב מדח"צים עסוקים, (מכהנים במספר רב של חברות במקביל), ישנם סימנים המעידים כי רווחיות החברה נפגעת. רמת המובהקות משתנה בהתאם למפרט הרגרסיה.

ממצאי המחקר מראים ששני הפרמטרים שנבחנו: אחוז הרווחיות ושווי החברה, מתואמים שלילית עם היות הדירקטוריון עסוק. המתאם השלילי משמעותי גם מבחינה כלכלית. לאור התוצאות אנו יכולים לומר כי מצאנו עדויות מסוימות לכך שאם הדירקטוריון הינו עסוק, החברה חווה ירידה בשווי וברווחיות שלה.

**סיכום ומסקנות**

מחקר זה מוצא בחברות ישראליות קשר שלילי בין היותו של הדח"צ עסוק לבין שווי החברה. כלומר, ככל שהדח"צים עסוקים יותר כך שווי החברה יורד. קשר זה מובהק סטטיסטית על פני ספסיפיקציות

בטור הראשון בטבלה אנו רואים כי הקשר בין דירקטוריון עסוק לבין מדד ROA הוא שלילי ומובהק (-0.029). מבחינת כלכלית הממוצע של מדד ROA במסד הנתונים שלנו הוא 0.076, על כן ירידה של 0.029 מההווה ירידה של 37.86% ביחס למוצע המדגם.

בטור השני ניתן לראות את ההשפעה של קיבוע השנים. כאשר אנו מקבעים את השנים, הקשר השלילי בין השניים מתחזק ומובהק (-0.030). מבחינה כלכלית הנתון מעיד על ירידה משמעותית של 39.85% ב ROA עבור דירקטוריון עסוק ביחס למוצע המדגם.

בטור השלישי גם כשאנחנו מוסיפים את לוג גודל הדירקטוריון ואחוז הדח"צים, הקשר השלילי בין השניים נשמר (-0.021) אך רמת המובהקות יורדת. מבחינה כלכלית עדיין ישנה ירידה משמעותית של כ 27.57% ביחס למוצע המדגם.

בטור הרביעי ניתן לראות את ההשפעה של הוספת הקיבוע גם על ענפי התעשייה בנוסף לשנים. שוב הקשר השלילי בין השניים נשמר (-0.018) אך רמת המובהקות נחלשת. מבחינה כלכלית הנתון מעיד על ירידה של 23.3% במדד ה ROA עבור דירקטוריון עסוק. בטור החמישי גם כאשר אנו מוסיפים לוג גודל דירקטוריון ואחוז הדח"צים, אנו מוצאים

לממצאים בטבלה 4. עם זאת, עוצמת הקשר הסטטיסטי (המובהקות) חלשה יותר בחלק מהספסיפיקציות

<sup>3</sup> המחקר בחן גם את הקשר באמצעות מדד רווחיות חלופי, המבוסס על תזרים מזומנים תפעולי. תוצאות הבדיקה מאשרות את קיומו של קשר שלילי, בדומה



על חברות גדולות. זו גם יכולה להיות הסיבה לכך שלא כל התוצאות מובהקות. יהיה מעניין להגדיל את המדגם על מנת לבחון האם רמת המובהקות אכן תעלה.

מחקר זה בחן את הקשר בין שווי ורווחיות חברות לבין דירקטוריון עסוק בין השנים 2006-2016. מרבית המהלכים הרגולטורים לחיזוק הממשל התאגידי שנעשו בעקבות ועדת גושן וועדת חמדני, נכנסו לתוקפם במהלך אותה תקופה. על כן, על מנת לבחון לעומק את אפקט החקיקה על שווי ורווחיות החברות מעניין יהיה להאריך את תקופת המדגם ולבחון האם ישנו שוני בתוצאות. כמו כן, במחקר זה לא נעשתה אבחנה בין סוגי החברות הנוספות בהם משרתים הדח"צים בדירקטוריון. ייתכן ואבחנה בין חברות בדירקטוריונים של חברות ציבוריות גדולות שבהן הזמן הנדרש מדירקטורים הוא רב, לעומת חברות פרטיות או חברות אחזקה שבהן פעילות הדירקטוריון יותר מוגבלת, תשפוך אור נוסף על הממצאים.

שונו. בנוסף, אנו מוצאים גם קשר שלילי בין רווחיות החברה לבין היותו של דירקטוריון החברה עסוק, למרות שקשר זה מובהק סטטיסטית רק בחלק מהספסיפיקציות. לאור התוצאות אנו יכולים לומר כי מצאנו עדויות התומכות בהשערה שאם הדירקטוריון הינו עסוק, החברה חווה ירידה בשווי וברווחיות שלה. תוצאות ממצאים אלו עולים בקנה אחד עם הממצאים בספרות האקדמית שמראים שהיותו של הדח"צ עסוק פוגעת ביכולתו לעמוד על המשמר ולבצע את עבודתו כראוי.

הממצאים של עבודה זו מראים שבישראל, בה רבות החברות בהן מחזיקים בעלי שליטה, ישנה חשיבות לא רק להעמדת דירקטורים חיצוניים בחברה, אלא גם להעמדת דירקטורים חיצוניים שיש להם מספיק זמן לבצע את עבודתם. תוצאות אלו שופכות אור על חשיבות תפקיד הדח"צ וחשיבות הזמן של הדח"צ בביצוע עבודתו כראוי. המסקנה העולה מהממצאים היא שעל משקיעים לתת דעתם לכמות הזמן שדח"צים יכולים להשקיע בעבודתם בבואם להחליט אם להצביע עבורם. כמו כן ראוי שמדד התעסוקה של הדח"צ יילקח בחשבון בשקלול איכות הממשל התאגידי של החברה.

חשוב להצביע על מספר מגבלות מתודולוגיות מובנות של המחקר. המגבלה המרכזית נעוצה באופי האנדוגני של המשתנים הנבדקים - שווי החברה (או רווחיותה) מחד, ועד כמה עסוקים הדח"צים מאידך. למעשה אנו מקישים מהמתאם בין שני המשתנים (correlation) על כך שאחד משפיע על השני (causality). אחד האתגרים המתודולוגיים במחקר מסוג זה נובע מהאפשרות לקיומם של משתנים אקסוגניים אשר עשויים להשפיע סימולטנית הן על שווי ורווחיות החברה והן על מספר הדירקטוריונים בהם דח"צים מועסקים. כמו כן ייתכן שדווקא רווחיות החברה ושוויה הם אלו שמשפיעים על היותם הדירקטורים עסוקים ולא להיפך. מגבלות אלו קיימות גם בספרות הקיימת בנושא. כמו כן, מספר החברות במדגם הוא יחסית קטן. הדבר נובע בעיקר ממספר החברות הנמוך יחסית בשוק הישראלי ובעובדה שהמחקר מתמקד

## רשימה ביבליוגרפית

- לאוטרבך ב., שחמון מ., 2009. האם איכות הממשל התאגידי משפיעה על ערך השוק של חברות עסקיות בישראל? רבעון לכלכלה 56, 299-334.
- Ahn, S., Jirapon, P., Kim, Y.S., 2010. Multiple directorships and acquirer returns. *Journal of Banking and Finance* 34, 2011-2026.
- Cashman, G.D., Gillan, S.L., Chulhee, J., 2012. Going overboard? On busy directors and firm value. *Journal of Banking and Finance* 36, 3248-3259.
- Chakraverty, S., Rutherford, L.G., 2016. Do busy directors influence the cost of debt? An examination through the lens of takeover vulnerability. *Journal of Corporate Finance* 43, 429-443.
- Elyasiani, E., Zhang, L., 2015. Bank holding company performance, risk, and busy board of directors. *Journal of Banking and Finance* 60, 239-251.
- Fama, E. and Jensen, M., 1983, Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-326.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M. and Pritchard, A. C., 2003, Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *Journal of Finance* 58, 1087-1112.
- Ferris, S.P., Jayaraman, N., Liao, M., 2020, Better directors or distracted directors? An international analysis of busy boards. *Global Finance Journal* 44.
- Fich, E.M., and Shivdasani, A., 2006, Are busy boards effective monitors? *Journal of Finance* 61, 689-724.
- Field, L., Lowry, M., Mkrtychyan, A., 2013, Are busy boards detrimental? *Journal of Financial Economics* 109, 63-82.
- Peyer, U. and Perry, T., 2005, Board seat accumulation by executives: A shareholder's perspective. *Journal of Finance* 60, 2083-2123.

**נספחים**

**נספח א – שמות החברות במסד**

מספר	שם החברה	תקופת המדידה
1	בנק הפועלים בע"מ	2006-2016
2	"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ	2006-2016
3	פרוטרום תעשיות בע"מ	2006-2016
4	בנק לאומי לישראל בע"מ	2006-2016
5	בנק דיסקונט לישראל בע"מ	2006-2016
6	בנק מזרחי טפחות בע"מ	2006-2016
7	גזית-גלוב בע"מ	2006-2016
8	אלוני-חץ נכסים והשקעות בע"מ	2006-2016
9	מליסרון בע"מ	2006-2016
10	קבוצת דלק בע"מ	2006-2016
11	הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ	2006-2016
12	החברה לישראל בע"מ	2006-2016
13	שטראוס גרופ בע"מ	2006-2016
14	הראל השקעות בביטוח ושרותים פיננסיים בע"מ	2006-2016
15	דלק קידוחים - שותפות מוגבלת	2006-2016
16	אמות השקעות בע"מ	2006-2016
17	אפריקה ישראל להשקעות בע"מ	2006-2016
18	חברת השקעות דיסקונט בע"מ	2006-2016
19	אידיבי חברה לפיתוח בע"מ	2006-2016
20	מגדל אחזקות ביטוח ופיננסיים בע"מ	2006-2016
21	כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ	2006-2016
22	אורמת תעשיות בע"מ	2006-2013
23	אידיבי חברה לאחזקות בע"מ	2006-2013
24	דלק נדל"ן בע"מ	2006-2011
25	אסם השקעות בע"מ	2006-2015
26	שופרסל בע"מ	2006-2014
27	כלל תעשיות בע"מ	2006-2016
28	מנורה מבטחים החזקות בע"מ	2006-2016
29	כלכלית ירושלים בע"מ	2006-2016
30	מבני תעשיה בע"מ	2006-2016
31	אפריקה ישראל נכסים בע"מ	2006-2016
32	דלק מערכות רכב בע"מ	2006-2016
33	חברה לנכסים ולבנין בע"מ	2006-2016
34	פ.י.ב.י. אחזקות בע"מ	2006-2016
35	שיכון ובינוי בע"מ	2006-2016
36	אזורים-חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ	2006-2016
37	אלקטרה בע"מ	2006-2016
38	תדיראן קשר בע"מ	2006
39	חברת גב-ים לקרקעות בע"מ	2006-2016
40	אלקטרה נדל"ן בע"מ	2006-2016
41	רשת הרבוע הכחול נכסים והשקעות בע"מ	2006-2007
42	אלקו בע"מ	2006-2016
43	אל-רוב (ישראל) בע"מ	2006-2014
44	גרנית הכרמל השקעות בע"מ	2006-2011
45	בנק אגוד לישראל בע"מ	2006-2016
46	מפעלי פ.מ.ס. מיגון בע"מ	2006-2016
47	מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ	2006-2016
48	קרדן ישראל בע"מ	2006-2016
49	תעשיות מלח לישראל בע"מ	2006-2007
50	אבנר חיפושי נפט – שותפות מוגבלת	2006-2016

**נספח ב – פירוט הענפים של החברות שנבדקו**

<b>מספר חברות</b>	<b>ענף</b>
4	ביטוח
7	בנקים
1	טכנולוגיה
3	נפט גז וחיפוש גז
9	השקעות והחזקות
5	מסחר ושירות
5	תעשייה
16	נדל"ן ובנייה