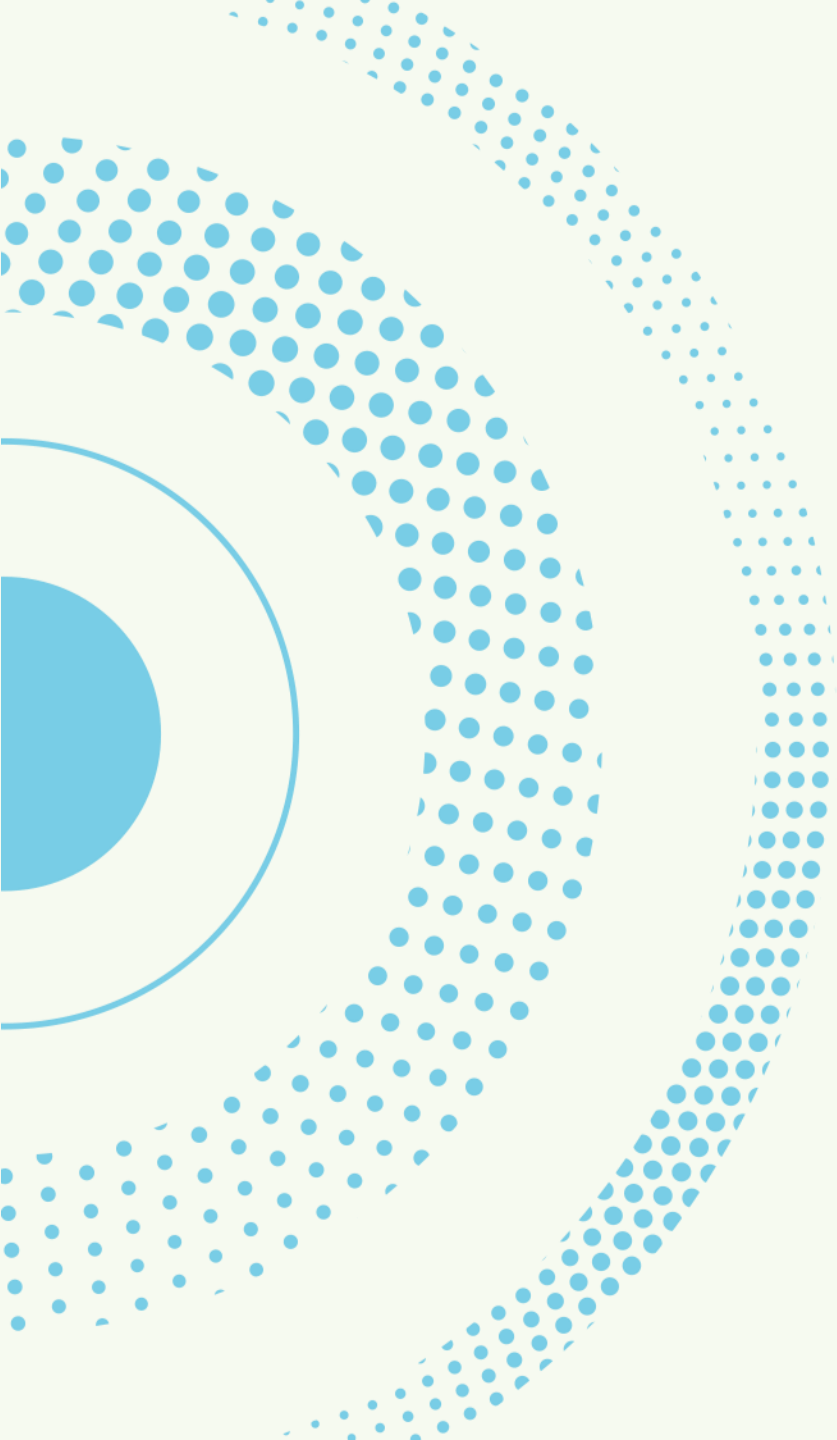
# דח"צים בחברות עם ללא גרעין שליטה

ד"ר מני עבודי
המרכז לממשל תאגידי בישראל ע"ש משפחת אקרמן
בית הספר למנהל עסקים, אוניברסיטת בר אילן



# כללי

בעשור האחרון חל שינוי בשוק הישראלי, וחברות ציבוריות רבות החלו להתנהל ללא גרעין שליטה. השינוי התרחש הן בתחום הפיננסי והן בתחום הריאלי.

המעבר האמור משנה את אופי הבעיות הסוכן שיש להתמקד בהן: ממיקוד בבעיות סוכן של בעל שליטה – יתר בעלי המניות לבעיות סוכן שממוקדות במנכ"ל – בעלי המניות.

בעיית הסוכן האחרונה היא זו עימה מתמודדים בשוק האמריקאי שנים רבות

# השלכות בעיית סוכן מנכ"ל – בעלי מניות

בית הספר למנהל עסקים
הפקולטה למדעי החברה
אוניברסיטת בר־אילן

- לשינוי במבנה השליטה יש השלכות גם על תפקיד הדח"צ: מהתמקדות בבעלי המניות להתמקדות במנהלים.

- דוגמאות לבעיות סוכן שכיחות של מנכ"ל – בעלי מניות:
  - שכר עודף – שמגיע בצורות שונות (בזבוז משאבים לצרכים אישיים, טובות הנאה, ועוד)
  - השקעה בפרויקטים לא רווחיים שלא לטובת בעלי המניות (מוניטין, בניית אימפריה)
  - העדר השקעה בפרויקטים רווחים כיוון שאינם עולים בקנה אחד עם האינטרס של המנהלים (למשל בשל משך הזמן שלהם ו/או התגמול שינבע מהם)
- במצגת זו אתמקד בהשלכות פיננסיות אפשריות לשינוי זה



# האם דח"צים מפקחים טוב יותר על מנהלים?

בשווקים עם חברות של שליטה מבוזרת, מקובל יותר להתייחס לדירקטורים בלתי תלויים.

השאלה המרכזית: האם אי התלות של הדח"צ מועילה לבעלי המניות? שאלה זו נבחנה בארה"ב באספקטים שונים:

- ביצועים: הממצאים מצביעים על קשר חיובי בין דח"צים למדדי ביצועים של החברה (ROA ; שיעורי רווחיות ; תשואת דיבידנד)
- תחלופת מנהלים: הממצאים מצביעים על תחלופת מנכלים גבוהה יותר כאשר יש יותר דח"צים (דירקטורים ב"ת) בהנהלה (Hiller, Linn, McColgan)
- בחירת מנהלים: כאשר בהנהלה שיעור גדול יותר של דח"צים, הסבירות לבחירת מנכ"ל מחוץ לחברה עולה. השוק מגיב לכך בצורה חיובית, דבר שמטיב עם בעלי המניות הקיימים (Borokhovich, Parrino, Trapani)
- מניפולציות: יותר דח"צים מפחית את הסיכוי למניפוצליות בדיווח כספי

# האם דח"צים מפקחים טוב יותר על מנהלים?

הממצאים בשווקים אחרים, בהם מבנה השליטה ריכוזי, פחות חד משמעיים. דוגמאות:

- איטליה: דח"צים אינם משפיעים על הביצועים (merendino, Melville)

  עם זאת, מאמר אחר על איטליה מצא קשר חיובי בין דח"צים לתשואות מפרויקטים (Campa, Marra)
- טאיוואן: קשר חיובי בין דח"צים לביצועים
- ספרד: דח"צים אינם משפיעים על הביצועים

יש לזכור שהגדרות הממשל התאגידי בכל מדינה מעט שונות, כך שיש להשוות בזהירות בין הממצאים.

# דח"צים עסוקים



- שאלה נוספת עולה בהקשר של דח"צים עסוקים.

  קיימות שתי השעות מתחרות:

- <u>האחת</u>: דח"צים עסוקים ישפיעו שלילית על הביצועים, כיוון שאין להם מספיק פנאי לבצע את תפקידם
- <u>השניה</u>: דח"צים עסוקים ישפיעו חיובית על הביצועים, כיוון שהם בעלי מומחיות טובה יותר
- גם כאן, על פניו הסיבתיות אינה ברורה

# דח"צים עסוקים



- פתרון אפשרי: לבחון השפעה של מינויי דח"צ עסוק.
- למשל, נמצא שכאשר חברות ממנות דח"צ עסוק, המניה מגיבה חיובית (Ferris, Jagannathan, Pritchard)
- לעומת זאת, נמצא שמינוי דירקטור עסוק לדירקטוריון נוסף משפיע שלילית על תשואות המניות של החברות בה הוא כבר מכהן כדירקטור (Shivdasani & Fich)
- מחקר שניסה למצוא התאמה בין השניים לעיל, מצא שבעוד שבחברות גדולות בארה"ב ההשפעה שלילית, בחברות קטנות היא חיובית. עם זאת, שמתחשבים במאפייני החברות, ההשפעה היא שלילית בשני המדגמים (Cashman, Gillan, Jun)

# דח"צים עסוקים בישראל



- על השוק הישראלי אין כמעט מחקרים. עבודת התזה של עו"ד לימור קופרשטיין היינריך עוסקת בכך.
- הנושא: השפעתם של דחצ"ים עסוקים על ביצועי חברות בשוק הישראלי
- המדגם: 50 החברות הציבוריות הגדולות במשק בשנים 2006-2016.
- עיסוק הדח"צים: כהונה בחברות ציבוריות ופרטיות

# ממצאים

- על פניו, כאשר הדירקטוריון כולל יותר דח"צים עסוקים, ביצועי החברה נפגעים

  אך תוצאה זו נעלמת כאשר מתחשבים במאפייני החברה

- מדובר באינדיקציה לכך שהדח"צים העסוקים אינם אלו שגורמים לפגיעה בביצועים.
- סוגיית ה"דח"צים העסוקים", איפוא, נותרה פתוחה במשק הישראלי

| מס' דירקטוריונים נוספים | דח"צים |
|---|---|
| 0 | 262 |
| 1 | 186 |
| 2 | 168 |
| 3 | 140 |
| 4 | 92 |
| 5 | 100 |
| 6 | 66 |
| 7 | 49 |
| 8 | 33 |
| 9 | 27 |
| 10 | 12 |
| 11 ומעלה | 52 |
| ממוצע | 3.32 |
| סה"כ | 1187 |

# סיכום



- לסיכום, המחקר מצביע על תרומתם וחשיבותם של דירקטורים שאינם תלויים בהנהלה לביצועי החברה.
- התרומה נמדדת הן בביצועי החברה (קרי באופן ישיר) והן בדרכים עקיפות, כגון פיקוח טוב יותר על המנכ"ל
- חשיבות הדירקטורים החיצוניים/בלתי תלויים תועדה בשווקים עם מבני בעלות שונים. זו הסיבה המרכזית לשכיחותם הרבה של דירקטורים אלו בממשל תאגידי של חברות.
- מחקר על ישראל עדיין מאוד חסר

# תודה רבה!

אוניברסיטת בר־אילן
Bar-Ilan University