הדירקטוריון - פרופיל: תיאוריה, ראיות ומדיניות

אסף אקשטיין*

תקציר

הדירקטוריון ממלא תפקיד חשוב ומרכזי ביותר בהתוויית מדיניות החברה ובפיקוח על תפקוד ההנהלה הביצועית (מעשית) שלה. בידיו רוב הסמכויות החשובות ובראשן בחינת מצבה הכספי של החברה, קביעת המבנה הארגוני ומדיניות התגמול שלה, מינוי המנהל הכללי, ההחלטה על הנפקה של ניירות ערך של החברה, ההחלטה על חלוקת דיבידנד, אישור עסקאות הטעונות אישורים מיוחדים ועוד. בהתחשב בהיקף הסמכויות וההשפעה הרבה של הדירקטוריון על התנהלותה של החברה וביצועיה, באופן מסורתי התמקדו הפסיקה התאגידית והספרות האקדמית בתחום דיני התאגידים בדירקטוריון, יותר מבכל אורגן אחר בחברה. אותה התמקדות כוונה לדיון בהיקפן של חובות הנאמנות החלות על הדירקטורים ולסטנדרט הביקורת השיפוטית הראוי ביחס להחלטות שקיבלו בנושאים שונים ובמצבים שונים. תשומת לב פחותה ניתנה למאפייני הדירקטוריון בחברות השונות.

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

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

* מרצה בכיר, הפקולטה למשפטים, הקריה האקדמית אונו. על הערות ושיחות מועילות אני מודה לעידו באום, דוד האן, אסף חמדני, שרון חנס וגדעון פרחומובסקי. על עזרה מצוינת במחקר אני מודה ליניב שאמלי, ערן יעקובי ורועי ראם. ברצוני להודות גם לקתדרה לממשל תאגידי באוניברסיטת בר אילן ע"ש משפחת אקרמן על תמיכה במחקר.

שאליו הם משתייכים ולגודל הדירקטוריון שבו הם מכהנים. על-בסיס הסקירה התיאורטית והממצאים האמפיריים, חלקו השלישי של המאמר מציע דרכים לאסדרה של מבנה ומאפייני הדירקטוריון בחברות בישראל.

מבוא

א. עצמאות הדירקטוריון
   1. סיווג הדירקטורים
      (א) ארצות הברית
      (ב) ישראל
   2. משך כהונה
ב. תמהיל הדירקטוריון
   1. גיל
   2. מגדר
   3. גודל הדירקטוריון
ג. ראיות אמפיריות
   1. מתודולוגיה
   2. סיווג הדירקטורים
      (א) ארצות הברית
      (ב) ישראל
   3. משך כהונה
      (א) ארצות הברית
      (ב) ישראל
   4. גיל
      (א) ארצות הברית
      (ב) ישראל
   5. מגדר
      (א) ארצות הברית ומדינות נוספות
      (ב) ישראל
   6. גודל הדירקטוריון
   7. סיכום הממצאים במבט השוואתי
ד. מדיניות
   1. עקרונות כלליים של אסדרה של דיני חברות
   2. דיון בצורך בשינוי ביחס למאפיינים השונים
   3. שימוש במודל של "אמץ או הסבר"
   4. מדיניות בקשר למינוי דירקטורים

סיכום

מבוא

האורגן החשוב ביותר בחברה הוא הדירקטוריון. הדירקטוריון אחראי להתוויית המדיניות של החברה ולפיקוח על ההנהלה הביצועית (מעשית) שלה והוא אמון על ביצוע פעולות מגוונות, הנחשבות לפעולות המשמעותיות ביותר בחיי החברה. בראש ובראשונה, הדירקטוריון מעצב את "כללי המשחק" באמצעות יוזמות שאותן הוא מציע לשינוי התקנון, בכפוף לאישור בעלי המניות של החברה. בנוסף, הדירקטוריון אחראי על מינוי מנהלה הכללי של החברה, קביעת המבנה הארגוני של החברה וקביעת מדיניות התגמול שלה, קבלת החלטות על חלוקת דיבידנד, בחינה של עסקאות הטעונות אישורים מיוחדים ועוד. ובמבט רחב יותר, הדירקטוריון משמש למעשה כאורגן שמתווך בין בעלי המניות שאוחזים בזכויות ההון בחברה לבין ההנהלה שאמונה על ניהול החברה.[1]

לאור חשיבותו של הדירקטוריון התמקד השיח התאגידי, באופן מסורתי, בדרכים להבטיח תפקוד אופטימאלי, או למצער סביר, של הדירקטוריון. עיקר השיח, בחו"ל ובישראל, הן מצד הפסיקה והן מצד הספרות האקדמית, התמקד בהיקפן של חובות הנאמנות של הדירקטורים לחברה, באפשרות להפרתן, בביקורת השיפוטית ביחס לטענות להפרתן, בסנקציות המשפטיות ובסעדים בגין הפרתן של חובות הנאמנות.[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 היכולת של הדירקטוריון לבחון באופן עצמאי יוזמות של בעל השליטה ועסקאות שהוא צד להן.[5] כמו-כן, לאחרונה החל מתעורר דיון בביקורת השיפוטית על טענות למחדל של הדירקטוריון בפיקוח על ההנהלה הביצועית ועל עובדיה של החברה.[6]

---

[1] 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.").

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

[3] ראו, למשל, אסף חמדני ושרון חנס, "הגינות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים", **משפטים** 761 (2018).

[4] אסף אקשטיין, "אחריות דירקטורים בגין החלטה על חלוקה", נגיש בקישור https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3109945.

[5] אסף אקשטיין ודוד האן, "שליטה: אחריות ללא סמכות?", נגיש בקישור https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3238052.

[6] ראו: אסף אקשטיין וגדעון פרחומובסקי, "אחריות בגין מחדל בפיקוח", נגיש בקישור https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3000509.

תשומת לב פחותה ניתנה באופן מסורתי לדיון ב"פרופיל" של הדירקטוריון ובמאפיינים שלו שעשויים להשפיע על טיב הממשל התאגידי ועל הביצועים של החברה, בדגש על סיווג הדירקטורים המכהנים בדירקטוריון, משך הכהונה שלהם, גילם, המגדר שאליו הם משתייכים וגודל הדירקטוריון (מספר המושבים) שבו הם מכהנים. דיון תיאורטי במאפיינים הנזכרים החל להתפתח בארצות הברית בעיקר בשנים האחרונות. דיון זה מלווה בנתונים עדכניים המלמדים על המצב הקיים בארצות הברית בהתייחס למאפיינים הנזכרים. ביחס לחלק מהמאפיינים, קיימים אף מחקרים אמפיריים המנסים להתחקות אחר הקשר בין המאפיינים לבין תפקוד הדירקטוריון, טיב הממשל התאגידי וביצועי החברות. בישראל, הדיון במאפיינים המתוארים חסר ומאמר זה מציע להשלים את החסר באמצעות קירוב העדשה אל מאפייני הדירקטורים המכהנים בחברות הכלולות במדד ת"א 125.

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

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

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

המאמר לא מזהה קיומו של פער המצדיק התערבות חקיקתית או אסדרתית כופה. חלף זאת, המאמר מציע אסדרה "רכה" של מבנה ומאפייני הדירקטוריון, שתמצא ביטוי באחת משלוש דרכים: **דרך ראשונה** של גילוי ביחס למצב הקיים; **דרך שנייה** של שימוש במודל של

"אמץ או גלה" הממליץ על אימוצו של סטנדרט מסוים ומורה לחברה לגלות אם אימצה אותו, אם לאו; **דרך שלישית** של שימוש במודל של "אמץ או הסבר" הממליץ על אימוצו של סטנדרט מסוים ומורה לחברה להסביר אם אימצה אותו, ובמידה שלא, להסביר מדוע לא אימצה אותו ומהם המהלכים שבכוונתה לנקוט כדי להבטיח עמידה בסטנדרט. בחירה באחת משלוש הדרכים תיעשה על בסיס שלושת השיקולים שנזכרו לעיל. ככל שלא קיים סטנדרט ברור, שאותו מוצע לאמץ, וזאת במצב שבו הספרות המחקרית לא הגיעה לממצאים ברורים ומכריעים (קונקלוסיביים) בקשר לתרומתו האפשרית של מאפיין מסוים לחברה, מוצע לעשות שימוש בדרך הראשונה; ככל שקיים סטנדרט ברור אבל לא זוהה פער גדול, אם בכלל, בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי, מוצע לעשות שימוש בדרך השנייה; וככל שקיים סטנדרט ברור וזוהה פער שדורש התערבות, מוצע לעשות שימוש בדרך השלישית.

באשר ל**שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים** בחברות הישראליות, אזכיר שבעקבות המלצת הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי בראשות פרופסור זוהר גושן שפרסמה את המלצותיה בשנת 2006 (להלן: "**ועדת גושן**"), חוק החברות ממליץ על שיעור של שליש ומחצית דירקטורים בלתי תלויים, בחברות עם דבוקת שליטה וללא דבוקת שליטה, בהתאמה.[7] הניתוח שמציע המאמר מגלה שבחברות הכלולות במדד ת"א 125 מכהנים דירקטורים בלתי תלויים בשיעור גבוה מהשיעור שעליו ממליץ חוק החברות כאמור. על כן, ביחס למאפיין של שיעור הבלתי תלויים, מוצע לנקוט באסדרה בדרך של אמץ או גלה.[8] באשר ל**משך הכהונה** המאמר ממליץ להגביל את הכהונה של דירקטורים רגילים,[9] לפרק זמן של 10 שנים, וזאת, בהתבסס על הידע שנצבר בספרות המחקרית בחו"ל ובניסיון שנצבר בפרקטיקה התאגידית בארצות הברית. בהינתן שהניתוח שבוצע במאמר לא מלמד על פער גדול, ביחס למאפיין זה, בין המצב המצוי לרצוי, המאמר מציע לעשות שימוש במודל אסדרתי של אמץ או גלה. באשר ל**גיל הדירקטורים**, עד כה, הספרות המחקרית לא הצביעה על גיל אופטימאלי של דירקטורים, ולכן ביחס למאפיין זה מציע המאמר להסתפק בגילוי ביחס לגיל הדירקטורים, במתכונת הנוהגת כיום מכוח תקנות ניירות-ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן: "**תקנות הדיווח השוטף**").

באשר ל**גיוון המגדרי**, הניתוח שבוצע במאמר מצביע על כהונת נשים בדירקטוריונים של החברות הכלולות במדד ת"א 125, בשיעור ממוצע של 21.5%. ביחס למאפיין זה ישנו מקום לשיפור. זאת, למרות שמדובר בשיעור דומה לשיעור הכהונה של נשים בדירקטוריונים של חברות הרשומות למסחר בארצות הברית ובמדינות מתקדמות נוספות. המאמר מציע לעודד שיעורי כהונה גבוהים יותר של נשים, באמצעות קביעת רף מומלץ של 40 אחוזים, ותוך שימוש

---

[7] רשות ניירות ערך, **דו"ח הועדה: לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל** (12 בדצמבר 2006).

[8] אקדים לציין, כי המאמר יקיים בהמשך דיון בשאלה – האם שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים שעליו ממליץ חוק החברות הינו שיעור ראוי. ראו להלן בפרק ד.2.

[9] חוק החברות מגביל ממילא את הכהונה של דירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים. ראו להלן ה"ש 169.

במודל אסדרתי של אמץ או הסבר. במטרה להבטיח גילוי איכותי ומספק ביחס להסבר הנדרש במקרים של אי עמידה ברף הנזכר, המאמר מציע להכפיף את איכותו של הגילוי לפיקוח של רשות ניירות ערך הישראלית. בנוסף, המאמר מבקש לעודד לא רק גיוון רשמי, ומעבר לגידול בשיעור (המספרי) של הנשים שמכהנות, המאמר מבקש לעודד גיוון מגדרי מהותי. זאת, באמצעות הוראה שתחייב חברות לגלות האם אישה מכהנת בתפקידים משמעותיים בדירקטוריון: כיו"ר ועדת ביקורת, יו"ר ועדת תגמול או יו"ר ועדת מאזן.

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

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

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

א. עצמאות הדירקטוריון

הדירקטוריון הינו האורגן החשוב ביותר בחברה ומכאן החשיבות שבתפקודו התקין. במסגרת הרצון להבטיח את תפקודו התקין של הדירקטוריון מקובל לדבר על החובה לוודא את כשירותם של הדירקטורים. בהקשר זה מקובל לדבר על רמתם המקצועית של הדירקטורים ועל מיומנותם.[10] כמו-כן מקובל לדבר על עצמאותם. נושא עצמאותם של הדירקטורים מצוי בלב השיח על הממשל התאגידי מזה שנים וישנה הסכמה רחבה כי עצמאות הדירקטוריון מהווה רכיב מרכזי בהבטחת ממשל תאגידי תקין בחברה.[11]

עצמאות הדירקטוריון מוגדרת באופן כללי כיכולת של הדירקטורים המכהנים בדירקטוריון לקבל החלטה בקשר לעניין מסוים, על-בסיס טיבו האמיתי של אותו עניין, טיבו הפנימי (אינטרינסי), כדאיותו ותרומתו 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] מעבר לדיון המסורתי בעקרונות ובכללים להבטחת עצמאות הדירקטוריון, בשנים האחרונות החל מתעורר דיון במרכיב נוסף, הוא משך הכהונה של הדירקטורים המכהנים בדירקטוריון, ובהשפעתו האפשרית על עצמאות הדירקטוריון. פרק זה של המאמר יקיים דיון בסיווג הדירקטורים בהתאם לעקרונות ולכללים הקיימים ובמשך הכהונה כגורם בעל פוטנציאל להשפעה על עצמאות הדירקטורים.

---

[10] עמיר ליכט, "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה", **משפט ועסקים** יט 475, 481 – 486 (2015).

[11] ראו, למשל, רשות ניירות ערך, **דו"ח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל** 7 (2006) ("אחד הנושאים המהותיים בעקרונות ממשל תאגידי שאומצו במדינות שונות הנו עצמאות דירקטוריון החברה"). ראו, בנוסף: David A. Katz, *Director Tenure Remains a Focus of Investors and Activists*, HARVARD L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (August 1, 2016) ("'director independence' remains the linchpin of good corporate governance.")

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

[13] ראו להלן פרק א.1.

1. סיווג הדירקטורים

(א) ארצות הברית

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

בהתאם לכללי הבורסה של ניו-יורק, במישור הסובייקטיבי, דירקטור בלתי תלוי הוא דירקטור שדירקטוריון החברה קבע באופן מפורש שהוא אינו בעל "קשרים מהותיים" ("material relationship") עם החברה.[14] במישור האובייקטיבי, דירקטור (או מועמד לכהונה כדירקטור) לא ייחשב לבלתי תלוי, בין השאר, אם במהלך שלוש השנים שקדמו למינוי היה עובד החברה או בן משפחה מדרגה ראשונה שלו (להלן: "**בן משפחה**") מכהן או כיהן בשלוש השנים שקדמו למינוי כנושא משרה ("officer") כהגדרתו בחוק ניירות ערך 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 כמבקר הפנים או המבקר החיצוני של החברה או שיש לדירקטור בן משפחה שמכהן כשותף או עובד בפירמה כזו; הדירקטור או בן משפחה שלו הינם עובדים של פירמה כזו ועובדים באופן אישי על הביקורת (audit) בחברה; הדירקטור או בן משפחה שלו היו במהלך שלוש השנים שקדמו למינוי שותף או עובד של פירמה כזו ועבדו באופן אישי על הביקורת בחברה; הדירקטור או בן משפחה שלו מכהנים כנושאי משרה בחברה אחרת שבמהלך שלוש השנים שקדמו למינוי נתנה או קיבלה מהחברה תשלום עבור רכוש או שירותים בשווי שעולה על מיליון דולר.[15]

בהתאם לכללי הנאסד"ק, דירקטור בלתי תלוי הוא אדם שאיננו נושא משרה או עובד בחברה והוא איננו אינדיבידואל אחר שיש לו קשרים עם החברה שלדעת הדירקטוריון יפריעו

---

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

[15] § 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."

להפעלתו של שיקול דעת עצמאי במסגרת מילוי האחריות המוטלת על דירקטור בחברה.[16] אותו אדם לא יוכל להיחשב דירקטור בלתי תלוי, בין השאר, אם במהלך שלוש השנים שקדמו למינוי היה עובד החברה; אדם שהוא או בן משפחה שלו קיבלו במהלך תקופה של 12 חודשים בתוך שלוש השנים שקדמו למינוי, יותר מ- 120,000 דולר במישרין מהחברה; אדם שהוא בן משפחה של מי שבמהלך שלוש השנים שקדמו למינוי כיהן בחברה כנושא משרה; אדם שהוא או בן משפחה שלו משמשים שותפים, בעלי שליטה או נושאי משרה בגוף שהחברה נתנה לו או קיבלה ממנו רכוש או שירותים בסכום העולה על 200,000 דולר.[17]

ברמה הפדראלית, רשות ניירות ערך האמריקנית, היא ה- Securities and Exchange Commission (SEC), אימצה בעקבות דרישה ב- Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX),[18] את Exchange Act Rule 10A-3 הקובע דרישות מינימום לעצמאות של חברי ועדת הביקורת בחברה.[19] בורסת ניו יורק והנאסד"ק אימצו שתיהן את הדרישות הללו בכללי הרישום שלהן.

שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים. המסגרת החוקית והאסדרתית בארצות הברית קובעת לא רק את ההגדרות לסיווגם של דירקטורים אלא גם את החובה בדבר שיעור מינימאלי של דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון של חברה ציבורית. ברמה הפדראלית, ה- SOX דורש ששיעור הדירקטורים בחברות ללא בעל שליטה (widely held companies)[20] יעמוד על מחצית ויותר.[21] שיעור גבוה שכזה נקבע, כאמור, ב- SOX שחקיקתו הושפעה, במידה רבה, משערוריות פיננסיות משמעותיות שפקדו את השוק האמריקאי בראשית שנות ה-2000. באותו זמן ממש, ביקש מי שכיהן כיושב ראש ה- SEC, מהבורסה של ניו יורק ומהנאסד"ק, וכן מהבורסות האחרות הפועלות בארצות הברית, לבחון את כללי הרישום שלהן בקשר להיבטים של ממשל תאגידי.[22] הבורסות נענו לקריאה, בחנו את כללי הרישום ובשנת 2003 שינו אותם.[23]

(ב) השינויים כללו גם דרישה דומה לזו המעוגנת ב- SOX, של רוב של דירקטורים בלתי תלויים, הן לפי כללי הרישום של הבורסה של ניו-יורק[24] והן לפי כללי הרישום של

---

[16] NASDAQ LISTING RULE 5605(a)(2)

[17] שם, שם.

[18] ראו: SOX § 301

[19] 17 CFR 240.10a-3

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

[21] 15 U.S.C. § 7211(e)(6)(2012)

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

[23] שם, שם.

[24] NYSE, LISTED COMPANY MANUAL, § 303A.01. עובר לשינוי, כללי הרישום של הבורסה של ניו יורק דרשו כהונה של שלושה דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון. ראו: NYSE, New York Stock Exchange

הנאסד״ק.[25] לפי כללי הרישום של הבורסות, חברות עם גרעין שליטה של למעלה מ-50% מזכויות ההצבעה, זכאיות לפטור מעמידה בדרישה הנזכרת של כהונה של לפחות מחצית דירקטורים בלתי תלויים.[26] ישראל

דירקטורים חיצוניים. ההגדרה המשמשת לסיווגם של דירקטורים בחברות בישראל מעוגנת בחוק החברות תשנ״ט – 1999 (להלן: ״**חוק החברות**״). סעיף 240 לחוק החברות מפרט את תנאי הכשירות למינוי של דירקטור חיצוני וקובע כי לא ימונה כדירקטור חיצוני יחיד שבין השאר הוא קרוב של בעל השליטה וכן מי שיש לו או לקרובו במועד המינוי או בשנתיים שקדמו למינוי ״זיקה״ לחברה, לבעל השליטה בחברה או לקרובו. זיקה מוגדרת בחוק החברות כ״קיום יחסי עבודה, קיום קשרים עסקיים או מקצועיים דרך כלל או שליטה, וכן כהונה כנושא משרה.״[27] באשר לשיעור הכהונה של דירקטורים חיצוניים, חוק החברות קובע כי בחברה ציבורית או בחברת אג״ח יכהנו לפחות שני דירקטורים חיצוניים.[28]

דירקטורים בלתי תלויים. בעקבות דו״ח ועדת גושן, אומץ בשנת 2011 תיקון מס׳ 16 לחוק החברות במסגרתו נוספה לחוק ההגדרה של דירקטור בלתי תלוי.[29] סעיף 1 לחוק החברות קובע כי ״דירקטור בלתי תלוי״ הוא דירקטור שמתקיימים לגביו תנאי הכשירות למינוי דירקטור חיצוני. כלומר, תנאי הכשירות הנדרשים מדירקטור בלתי תלוי זהים לאלה הנדרשים מדירקטור חיצוני; עם זאת יש לציין כי מינויו ופיטוריו של דירקטור בלתי תלוי הם כשל דירקטור רגיל.

בעוד חברה ציבורית חייבת למנות לפחות שני דירקטורים חיצוניים, היא איננה חייבת למנות דירקטורים בלתי תלויים.[30] במסגרת תיקון 16 נוספו לחוק הוראות ממשל תאגידי המומלצות לאימוץ על-ידי חברות ציבוריות וחברות אג״ח. בין ההוראות ניתן למצוא הוראה על מינוי דירקטורים בלתי תלויים – בשיעור של מחצית לפחות בחברה ללא בעל שליטה ובשיעור של שליש לפחות בחברה עם בעל שליטה. מדובר, כאמור, בהוראה רצונית בחוק החברות.[31] חברות ציבוריות מחויבות לגלות בדו״חות התקופתיים שלהם אם אימצו בתקנון הוראה בדבר שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים, אם תוקן התקנון באופן המבטל הוראה זו ואם בפועל אירעה סטייה משיעור הדירקטורים שנקבע בתקנון במידה שנקבע.[32]

Corporate Accountability and Listing Standards Committee 6 (June 6, 2002) [להלן: ״המלצות על שינוי כללי הרישום בבורסה של ניו יורק״].

[25] NASDAQ LISTING RULE 5605(b)(1)

[26] NASDAQ LISTING RULE 5605(c)(2); NYSE, LISTED COMPANY MANUAL § 303A.00

[27] סעיף 240(ב) לחוק החברות. לפרשנות המונח ״זיקה״ ראו: רשות ניירות ערך, ״עמדת סגל משפטית מספר 101-17: ׳זיקה׳ של דירקטור חיצוני לחברה״ (10 ביוני 2013).

[28] סעיף 219(ג) לחוק החברות.

[29] חוק החברות (תיקון מס׳ 16), התשע״א-2011.

[30] סעיף 249ב לחוק החברות קובע כי החברה **רשאית** לסווג דירקטור כדירקטור בלתי תלוי.

[31] סעיף 1 לתוספת הראשונה לחוק החברות שכוללת הוראות ממשל תאגידי מומלצות.

[32] תקנה 10(ב)(9א) לתקנות הדיווח השוטף.

2. משך כהונה

כהונה של דירקטורים נמשכת בדרך כלל מספר שנים ולעיתים, שנים ארוכות. משך הכהונה של דירקטורים מהווה כיום עניין מרכזי בשיח התאגידי. משקיעים גדולים בחברות ציבוריות בארצות הברית מתייחסים יותר ויותר למצבים שבהם דירקטורים מכהנים פרק זמן ממושך ומביעים חשש כי כהונה ממושכת עלולה לפגוע בעצמאותם של הדירקטורים.[33] חשש זה אף הוביל מספר משקיעים מוסדיים לעדכן את מדיניות ההצבעה שלהם בחברות ולכלול בה התייחסות למשך כהונה של דירקטורים.[34] לדוגמה, קרן הפנסיה המוכרת של קליפורניה (CalPERS), מבקשת מחברות שבהן היא משקיעה לשנות את הסיווג של דירקטורים המוגדרים כבלתי-תלויים ולסווגם כדירקטורים רגילים, או להסביר מדוע אותן חברות לא עושות כן, אם משך הכהונה של אותם דירקטורים חצה רף של 12 שנות כהונה.[35]

בדומה, גם חברות הייעוץ למשקיעים מוסדיים בארצות הברית החלו להתייחס, כעניין של מדיניות, למשך כהונה של דירקטורים. כך, לדוגמה, חברת הייעוץ הגדולה בארצות הברית – ה- Institutional Shareholder Service (ISS), רואה בכהונה ממושכת של דירקטור המסווג כבלתי תלוי, גורם בעל פוטנציאל לפגיעה בעצמאותו. מעניין לראות, כי בראשית שנת 2018 ה-ISS הביעה התנגדותה להרכב דירקטוריון חברת UPS בשל כך שהממוצע של משך הכהונה של 41.7% מהחברים בו עמד על למעלה מ- 9 שנים ; בנוסף, 5 מתוך 13 הדירקטורים בחברה כיהנו למשך פרק זמן הגבוה מהממוצע בארצות הברית שעומד על 8.2 שנים. עובדות אלה, בהתאם למדיניות של ה- ISS, עלולות לפגוע בעצמאותו של הדירקטוריון.[36]

גם הספרות האקדמית התאגידית בחו"ל החלה לעסוק בנושא, כשכהונה ממושכת זוהתה כגורם שעלול לייצר מערכת יחסים קרובה מדי בין הדירקטורים - בינם לבין עצמם - ועלול להחריף קיומה של הטיה מבנית (structural bias) ולהוביל למצב שבו דירקטורים "יישרו קו"

---

[33] ראו: Yaron Nili, *The New Insiders: Rethinking Independent Directors' Tenure*, 68 HASTINGS L.J. 97, 100 (2016).

[34] שם, בעמוד 100. ראו גם SpencerStuart, *2017 Stuart Spencer U.S. Board Index* 5 (2017) (מתאר כיצד משקיעים של חברות החלו לבחון את עצמאותם של דירקטורים, בין השאר בהתחשב במשך הכהונה שלהם). לבסוף, ראו: Theo Francis & Joann S. Lublin, *Big Investors Question Corporate Board Tenures*, THE WALL STREET JOURNAL (March 23, 2016).

[35] ראו: CalPERS, Governance & Sustainability Principles 16 (June 2018)

[36] ראו: Anders Keitz, *UPS's Long-Tenured Board Members Are a Red Flag for Investors*, THESTREET (Feb. 20, 2018).

בינם לבין עצמם.[37] כהונה ממושכת אף עלולה לייצר קרבה גדולה מדי בין הדירקטורים לבין ההנהלה הביצועית, וכתוצאה מכך להקשות על הדירקטורים לפקח על ההנהלה.[38]

בניגוד לאלה שטוענים נגד כהונה ארוכה של דירקטורים, יש כאלה שטוענים שכהונה ממושכת של דירקטורים מסייעת לחברה, בהינתן שהדירקטורים נדרשים לפרק זמן לא קצר כדי ללמוד על החברה ולהכיר אותה מקרוב וככל שהדירקטורים מכהנים זמן רב יותר, כך הם עשויים להביא לביטוי את ניסיונם.[39] בתגובה לטענה זו, יש הטוענים כי היחס בין משך הכהונה לבין התועלת שניתן להפיק מהניסיון של הדירקטור המכהן הוא איננו יחס לינארי; בחלוף פרק הזמן הראשון של ההיכרות עם החברה, התרומה של שנות הכהונה לניסיון הולכת וקטנה; במקביל, היכולת של הדירקטור לפעול באופן עצמאי קטנה אף היא.[40]

ואכן, מחקר אמפירי שהתפרסם לאחרונה הצביע על כך שקיים יחס של "U הפוכה" בין משך הכהונה של הדירקטורים לבין ביצועי החברה, כלומר בתחילה נדרשים הדירקטורים לתקופת למידה; במהלך תקופת הלמידה ישנו יחס ישר בין משך הכהונה של הדירקטורים לבין ביצועי החברה; אולם, בנקודה מסוימת היחס מתהפך והופך ליחס שלילי בין משך הכהונה לבין ביצועי החברה.[41] החוקרים מצאו שהטובין Q (שמבטא את היחס בין שווי הנכסים של החברה לבין העלות הכרוכה בהחלפתם של הנכסים, ומהווה אמת מידה לביצועי החברה) המקסימאלי של החברות הושג כאשר משך הכהונה של הדירקטורים עמד על 10 שנים.[42] זאת, כאשר עלייה מהירה יחסית בטובין Q זוהתה כאשר הדירקטורים כיהנו בשנים הראשונות, עד לשנה ה- 8; לאחר מכן זוהתה עלייה מתונה יותר עד לשנה ה- 10 שמהווה למעשה נקודת מפנה שהחל ממנה זוהתה ירידה מדודה יחסית בטובין Q; כאשר החל מהשנה ה- 11 ועד לשנה ה- 20 נמדדה ירידה מהירה יותר בטובין Q.[43]

---

[37] Nili, לעיל ה"ש 33, בעמ' 118. לדיון בהטיה המבנית וביחס אליה מצד בתי-המשפט בארצות-הברית בשנים האחרונות ראו: Julian Velasco, *Structural Bias and the Need for Substantive Review*, 82 WASH U. L. Q. 821 (2004).

[38] ראו: Nikos Vafeas, *Length of Board Tenure and Outside Director Independence*, 30 J. BUS. FIN. & ACC. 1043 (2003).

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

[40] ראו, למשל, Scott G. Johnson, Karen Schnatterly & Aaron D. Hill, *Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics*, 39(1) J. OF MANAGEMENT 232 (2013)("A potential explanation for the mixed results is that tenure has a nonlinear effect, and some studies in fact find an inverted-U relationship between director tenure and both corporate reputation… and strategic change"). ראו גם Nili, לעיל ה"ש 33, בעמ' 124.

[41] ראו: Sterling Huang & Gilles Hilary, *Zombie Board: Board Tenure and Firm Performance*, 56 J. ACCOUN. RES. (2018).

[42] שם, שם.

[43] שם, בעמ' 15.

מחקר נוסף שהתפרסם אף הוא לאחרונה, מצא ממצאים דומים בדבר יחס של "U הפוכה", אולם נקודת המפנה שזוהתה באותו מחקר הייתה נקודה המבטאת משך כהונה של 9 שנים (לעומת נקודת מפנה של 10 שנים שזוהתה, כמוסבר לעיל, במחקר הקודם). לפי המחקר, בשלב הראשון, ערך החברה (שנמדד במחקר באמצעות היחס שבין ערך השוק לבין הערך בספרים [Market to Book Value]) לכהונה של הדירקטורים גדל ככל שכהונת הדירקטורים נמשכה. זאת, עד לנקודה של כהונה בת 9 שנים, שלאחריה זוהתה ירידה בערך החברה.[44]

במישור של קביעת המדיניות, עד כה לא אומצו במסגרת חקיקה או אסדרה הוראות המגבילות במישרין משך כהונה של דירקטורים, כל עוד לא מדובר בדירקטורים חיצוניים.[45] בחלק מהמקרים חברות קובעות בעצמן מגבלה על משך כהונה של דירקטורים, אם כי מדובר במקרים בודדים. מחקר שפרסמה חברת המחקר והייעוץ Spencer Stuart ומתייחס לשנת 2017, מראה כי 24 חברות בלבד מתוך 500 החברות (כ- 5%) שבמדד S&P 500 קבעו מדיניות של הגבלת משך כהונה של דירקטורים שאינם מכהנים גם כעובדים בכירים בחברה (non-executive directors); לרוב מדובר היה במגבלה של עד 15 שנות כהונה.[46]

ב. תמהיל הדירקטוריון

לצד הדיון המסורתי בעצמאות הדירקטוריון, במהלך השנים האחרונות, הדיון בתמהיל הרכב הדירקטוריון, תופס אף הוא מקום מרכזי בשיח התאגידי. באופן טבעי, כך מקובל לחשוב, אנשים שמגיעים מרקע שונה ונושאים עמם מטען מגוון של ניסיון חיים, צפויים לגשת ולטפל בסוגיות מסוימות בדרכים שונות. הרכב רב-גוני של הדירקטוריון, כך נטען, נושא עמו יתרונות חשובים. דירקטוריון מגוון עשוי ליהנות מהשקפות מגוונות של הדירקטורים ובהתאמה ליהנות מדרגה גבוהה של יצירתיות.[47] גיוון של הדירקטוריון עשוי גם לשפר את טיב הליכי קבלת ההחלטות בחברה באמצעות עידוד של בחינה והערכה של השערות חלופיות שעומדות בבסיס דרכי פעולה חלופיות אפשריות ובהתאמה, לשפר את ההחלטות המתקבלות בדירקטוריון ובחברה.[48] לבסוף, גיוון הדירקטוריון עשוי לשמש גם להעברת אות (סיגנל) חיובי

---

[44] Joshua Livnat, Gavin Smith, Kate Suslava & Martin Tarlie, *Do Directors Have a Use-By Date? Examining the Impact of Board Tenure on Firm Performance* (Feb. 2019), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2727473.

[45] לביקורת על "התעלמות" החקיקה והאסדרה בארצות הברית מההשפעה האפשרית של משך כהונה על עצמאות הדירקטורים, ראו: Nili, לעיל ה"ש 33, בעמ' 117.

[46] SpencerStuart, לעיל ה"ש 34, בעמ' 5.

[47] 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).

[48] ראו: Mariateresa Torchia, Andrea Calabro & Michele Morner, *Board of Directors' Diversity, Creativity, and Cognitive Conflict*, 45(1) INTERNATIONAL STUDIES OF MANAGEMENT & ORGANIZATION 6, 8 (2015).

לעובדי החברה, לבעלי המניות ולצרכנים של החברה.[49] היתרונות האמורים בדבר גיוון בדירקטוריון עשויים למצוא ביטוי בביצועים שמציגה החברה ובהתנהלות שלה.[50]

בנקודה זו ראוי לציין, כי על מנת להגשים את המטרות הנזכרות, גיוון הדירקטוריון ראוי לו שיהיה גיוון אמיתי ו"עמוק" ("deep-level diversity") (להלן: "**גיוון עמוק**") הלוקח בחשבון מאפיינים פסיכולוגיים לרבות אישיותם של הדירקטורים, את הערכים והגישות השונות של הדירקטורים וכן הבדלים בין הדירקטורים בכל הקשור לרקע שלהם (למשל השכלה, שיוך וניסיון בתעשייה מסוימת) ולא רק גיוון "על פני השטח" ("surface-level diversity") (להלן: "**גיוון על פני השטח**") המתמקד במאפיינים דמוגרפיים "יבשים" כגון גיל, מין וגזע.[51] 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 ביחס לגיל הדירקטורים המכהנים מבוססת על הנחת המוצא לפיה דירקטורים בגילאים שונים מביאים עמם ניסיון חיים שונה והשקפה מגוונת. עם זאת יש לציין, כי בהקשר של השפעת גיל הדירקטורים על ביצועי החברה, כמעט ולא נעשו מחקרים אמפיריים ולכן קשה לגזור ממצא מובהק ממעט המחקרים שבוצעו. בכל זאת, בשל חשיבותו של הנושא ראוי להפנות למחקרים בולטים מהשנים האחרונות.

מחקר שהתפרסם לאחרונה של חברת Equilar, בדק את ההשפעה של גיוס דירקטורים צעירים יותר לדירקטוריונים של חברות ציבוריות ומצא כי להפיכתם של הדירקטוריונים ל"צעירים יותר" אין בהכרח השפעה על ביצועי החברות.[52] מחקר אחר שהתפרסם בשנת 2007 מצא השפעה חיובית של גיוון גילאים בדירקטוריון על ביצועי החברה.[53]

---

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

[50] ראו, למשל: Kosmas Papadopoulos, *Board Refreshment: Finding the Right Balance*, HARVARD L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Sep. 1, 2018) (מציגים נתונים שמלמדים כי חברות עם דירקטוריון מגוון בהיבט של משך כהונה של דירקטורים, מציגות ביצועים טובים יותר ומנהלות סיכונים בצורה טובה יותר).

[51] שם, בעמ' 9.

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

[53] ראו: Michael L. Mclntyre, Steven A. Murphy & Paul Mitchell, *The Top Team: Examining Board Composition and Firm Performance*, 7 CORPORATE GOVERNANCE: THE INTERNATIONAL JOURNAL OF EFFECTIVE BOARD PERFORMANCE 547 (2007).

2. מגדר

אחד הנושאים האקטואליים ביותר בדיני החברות קשור לכהונה של נשים בדירקטוריונים של חברות ולתרומה שבדבר.[54] הטיעון המסורתי בעד שילוב נשים בדירקטוריונים מתבסס על טעמים של צדק, שוויון הזדמנויות ויחס שווה בין נשים לגברים. מעבר לכך, בשנים האחרונות הולכים וגוברים הקולות ולפיהם מלבד הטעמים החברתיים והמוסריים לגיוון הדירקטוריון, ישנם טעמים הקשורים בשיפור ביצועי החברה. אותם קולות נתמכים במחקרים שבוצעו לאורך השנים שסיפקו ראיות להשפעה חיובית של גיוון מגדרי על טיב הממשל התאגידי ועל ביצועי החברות המתאפיינות בגיוון מגדרי בדירקטוריון.

כך, למשל, מחקר שביצעה חברת הייעוץ למשקיעים המובילה בארה"ב, ה- Institutional Shareholder Services (ISS) והתפרסם לאחרונה הראה כי חברות עם דירקטוריונים מגוונים יותר זוכות לדירוג גבוה יותר במדד הביצועים המשלב ביצועי איכות סביבה, ממשל תאגידי ושיקולים חברתיים (Environmental, Social and Governance (ESG)).[55] מחקר אחר שפרסמה חברת המחקר Catalyst בשנת 2011 הראה כי חברות הכלולות ברשימת ה- Fortune 500 שבהן שיעור הנשים הגבוה ביותר (129 חברות עם שיעור כהונה ממוצע של 25%) השיגו בשנים 2004 - 2008 ביצועים פיננסיים טובים יותר מהחברות הכלולות שבהן שיעור הנשים הוא הנמוך ביותר (133 חברות עם שיעור כהונה של 4% בממוצע).[56] המחקר הצביע על הבדלים של 16% בתשואה למכירות (Return on Sales) ושל 26% בתשואה על ההון המושקע (Return on Invested Capital); הבדל לא משמעותי מבחינה סטטיסטית נמצא בקשר לתשואה על ההון (Return on Equity).[57] לממצאים אלה ראוי להתייחס לטעמי במידה של זהירות וזאת משום שההשוואה בוצעה בין קבוצות השונות זו מזו באופן קיצוני – בין קבוצת חברות ש"נהנות" משיעור כהונה ממוצע של 25% לבין קבוצת חברות ש"סובלות" משיעור כהונה של 4%.

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

[54] Yaron Nili, *Beyond the Numbers: Substantive Gender Diversity in Boardrooms*, 94 INDIANA L.J. (forthcoming 2019).

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

[56] ראו: Nancy M. Carter & Harvey M. Wagner, *The Bottom Line: Corporate Performance and Women's Representation on Boards (2004-2008)* (Catalyst 2011).

[57] שם, שם.

מחקר שפרסמה חברת Catalyst בשנת 2007 הראה כי 132 חברות הכלולות ברשימת ה-Fortune 500 שבהן שיעור הנשים המכהנות הוא הגבוה ביותר השיגו בשנים 2001 - 2004 ביצועים פיננסיים טובים יותר מ- 129 החברות הכלולות שבהן שיעור הנשים המכהנות הוא הנמוך ביותר.[58] המחקר הצביע על הבדלים של 53% בתשואה על ההון, 42% בתשואה למכירות ו- 66% בתשואה על ההון המושקע.[59] מחקר אחר של חברת Catalyst שפורסם בשנת 2008 מצא מִתְאָם חיובי (קורלציה) בין שיעור הנשים המכהנות בדירקטוריון לבין שיעור הנשים המתמנות לתפקידים בכירים בחברה; ממצא זה עשוי להצביע על כך שנשים המכהנות בדירקטוריון צפויות לקדם מינוי של נשים לתפקידים בכירים בחברה.[60] מחקרים נוספים מצאו אף הם קשר מובהק בין כהונה של נשים בדירקטוריון לבין שיפור בערך החברה.[61]

למען שלימות התמונה, מחקרים אחרים שנעשו לאורך השנים הובילו לממצאים מעורבים בקשר להשפעה של שילוב נשים בדירקטוריונים על ביצועי החברות שבהן הן מכהנות או להשפעה לא משמעותית. כך, למשל, מחקר שפורסם בשנת 2009 על-ידי Renee B. Adams ו-Daniel Ferreira (אדאמס ופריירה) וזכה לתהודה רבה מצא השפעה חיובית של כהונת נשים בדירקטוריון על איכות הממשל התאגידי של החברה.[62] 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.[63]

---

[58] ראו: Lois Joy, Nancy M. Carter, Harvey M. Wagner & Sriram Narayanan, , *The Bottom Line: Corporate Performance and Women's Representation on Boards* (Catalyst 2007). בשונה מהמחקר שפורסם בשנת 2011, המחקר שפורסם בשנת 2007 אינו מפרט את שיעורי הנשים המכהנות בשכבה העליונה ובשכבה התחתונה.

[59] שם, שם.

[60] ראו: Lois Joy, *Advancing Women Leaders: The Connection Between Women Board Directors and Women Corporate Officers* (Catalyst, 2008).

[61] ראו, למשל, David A. Carter, Betty J. Simkins & W. Gary Simpson, *Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value*, 38 THE FINANCIAL REVIEW 33 (2003).

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

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

מחקרים אחרים שבוצעו גם הם לא מצאו קשר משמעותי בין שילוב נשים לבין הביצועים הפיננסיים של החברות.[64]

גם מחוץ לארצות הברית בוצעו בשנים האחרונות מחקרים המנסים לעמוד על התרומה האפשרית של שיעור גבוה של גיוון מגדרי, לביצועי החברה. כך, למשל, מחקר שהתפרסם לאחרונה בדק את ההשפעה של שילוב נשים בדירקטוריונים של חברות שרשומות למסחר באיטליה.[65] הממצאים מעניינים במיוחד בהינתן ששוק ההון האיטלקי מתאפיין ברוב של חברות עם בעלות ריכוזית, זאת בדומה לשוק הישראלי.[66] 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 משמעותית כאשר שיעור הנשים בדירקטוריון הוא כ- 20%, וחיובית כאשר שיעור הנשים עולה על 20%.[67]

השיח בעד שילוב נשים בדירקטוריונים לא נותר בגדר שיח אקדמי-תיאורטי. בארצות הברית, משקיעים מוסדיים גדולים החלו להפעיל לחץ על חברות ציבוריות לשלב נשים בדירקטוריונים.[68] אותם משקיעים, כדוגמת חברת ניהול הנכסים הגדולה בעולם BlackRock וענקית אחרת State Street Global Advisors, אף משלבים את הנושא של גיוון מגדרי כחלק

---

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

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

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

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).

[65] ראו: Giovanni SF Bruno, Angella Ciavarella & Nadia Linciano, *Boardroom Gender Diversity and Performance of Listed Companies in Italy* (September 2018), http://www.consob.it/documents/46180/46181/qdf87.pdf/8954940f-223c-422f-b0fc-bc8c9b6b806a

[66] שם, בעמ' 16 (מציינים שנכון לשלהי שנת 2016, כמעט 9 מתוך 10 חברות הן חברות עם בעל שליטה או קבוצת שליטה שמחזיקה בממוצע בכ- 47%).

[67] שם, בעמ' 26 ו- 50.

[68] ראו: Equilar, *Equilar Gender Diversity Index: Q1 2018* (May 9, 2018)

בלתי נפרד ממדיניות ההצבעה שלהם[69] ומצביעים נגד דירקטוריונים שחסרה בהם נציגות של נשים.[70]

בנוסף, ביום 30 בספטמבר 2018 אושרה במדינת קליפורניה הצעת חוק המחייבת שיעור מסוים של כהונת נשים בדירקטוריון של חברות שיש להן משרדי הנהלה בקליפורניה (גם אם אינן רשומות למסחר בקליפורניה). בהתאם להצעה שאושרה על החברות לשלב: לפחות אישה אחת בדירקטוריון עד ליום 31 בדצמבר 2019; ובהמשך, עד ליום 31 בדצמבר 2021, לשלב לפחות שתי נשים בדירקטוריון המורכב מחמישה חברים ולשלב לפחות שלוש נשים בדירקטוריון המורכב משישה חברים ומעלה.[71] אי עמידה ברף שנקבע צפויה לגרור קנסות של מאות אלפי דולרים על החברות שלא עמדו ברף כאמור.[72] בכך הפכה קליפורניה למדינה הראשונה בארצות הברית שמחייבת רף מסוים של שיעור כהונה של נשים בדירקטוריונים של חברות ציבוריות.[73] מחוץ לארצות הברית, מספר מדינות באירופה אימצו שיעורי חובה לכהונה של נשים בדירקטוריונים.[74]

בישראל, בחודש מרץ 2011 נכנס לתוקף תיקון 16 לחוק החברות שכלל מספר שינויים משמעותיים בחוק החברות. אחד השינויים מצא ביטוי בהוראה שנוספה לחוק ולפיה "בחברה שבמועד מינוי דירקטור חיצוני כל חברי הדירקטוריון שלה שאינם בעלי השליטה בחברה או קרוביהם הם בני מין אחד, יהיה הדירקטור החיצוני הממונה בן המין השני."[75] בנוסף, במסגרת התיקון נוספו לחוק הוראות ממשל תאגידי מומלצות.[76] בין ההוראות נוספה הוראה המורה על גיוון הרכב הדירקטוריון "בהתחשב במין של המועמד" לכהונה בדירקטוריון.[77] כלומר, חברות ציבוריות אינן כפופות לחובה של גיוון מגדרי בשיעור מסוים. עם זאת, במסגרת הדו"חות השנתיים מקפידות החברות לגלות את מספר הדירקטורים מכל מין המכהנים בדירקטוריון

---

[69] ראו: BlackRock, Proxy Voting Guidelines for U.S. Securities (Feb. 2018), https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-us.pdf; State Street Global Advisors' Guidance on Enhancing Diversity on Boards (2018), https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2017/guidance-on-enhancing-gender-diversity-on-boards.pdf

[70] ראו: SpencerStuart, לעיל ה"ש 34, בעמ' 3.

[71] ראו: STATE OF CALIFORNIA, SENATE BILL 826 (September 30, 2018), https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billTextClient.xhtml?bill_id=201720180SB826 (last visited November 4, 2018).

[72] שם, שם.

[73] ראו: Vanessa Fuhrmans, *California Becomes First State to Mandate Female Board Directors*, THE WALL STREET JOURNAL (Sep. 30, 2018)

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

[75] סעיף 239(ד) לחוק החברות.

[76] ראה לעיל ה"ש 31.

[77] סעיף 2 לתוספת הראשונה לחוק.

בפורמט של "שאלון ממשל תאגידי".[78] בנוסף, ממש לאחרונה, בחודש מרץ 2018 פרסמה הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, טיוטת חוזר בנושא "דירקטוריון גוף מוסדי". אחת ההוראות בטיוטה מתייחסת ל"ייצוג מגדרי הולם" וקובעת ש"בדירקטוריון גוף מוסדי יינתן ייצוג הולם לשני המינים".[79]

לבסוף, גיוון מגדרי ראוי לו להתקיים לא רק "על הנייר", אלא גם בפועל. כלומר, המטרות העומדות מאחורי הרצון לעודד שילוב של נשים בדירקטוריונים אינן מתמצות בכהונה של נשים בשיעורים גבוהים ותו לא. המטרות הן לקדם את ההשפעה של נשים על הלך המחשבה בדירקטוריון, על הדינאמיקה בתוך הדירקטוריון ובין הדירקטוריון לבין ההנהלה הביצועית הכפופה לפיקוח שלו, וכן להשפיע על הליכי קבלת ההחלטות בדירקטוריון. מטרות אלה יכולות להיות מושגות באמצעות מינוי של נשים לתפקידי מפתח בדירקטוריון כגון מינוי לוועדת הביקורת הנחשבת ועדה הממלאת תפקיד מרכזי בפיקוח על הדירקטוריון ועל החברה בכלל.[80]

3. גודל הדירקטוריון

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

טענה שעולה באופן עקבי בהקשר זה היא שדירקטוריונים גדולים עלולים להיות פחות יעילים בשל קושי בהרמוניה, בתקשורת ובתיאום בין חברי הדירקטוריון.[81] בראשית שנות ה-90 של המאה הקודמת, ניסו מספר חוקרים בולטים בתחום דיני החברות להצביע על הגודל הרצוי של הדירקטוריון , שיתאים לתפקוד יעיל של הדירקטוריון. חלקם הצביעו על מספר שנע בטווח שבין 7 ל- 9 מושבים.[82] אחרים הצביעו על כך שבדירקטוריון שמורכב מיותר מ- 10

---

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

[79] רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, טיוטת חוזר גופים מוסדיים 2017-540 בנושא "דירקטוריון גוף מוסדי" (4.3.2018) (להלן: "**חוזר גופים מוסדיים**").

[80] ראו: Nili, Beyond Numbers, לעיל ה"ש 54. בהקשר זה ראו גם הדיון ב"גיוון עמוק" לעומת גיוון "על פני השטח". לעיל ה"ש 48.

[81] 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").

[82] ראו, למשל, Michael C. Jensen, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems* (1993) ("Keeping boards small can help improve their performance. When boards get beyond **seven or eight** people they are less likely to function effectively…"); Paul B. Firstenberg

חברים יתקשו החברים, בזמן המוגבל יחסית העומד לרשות הדירקטוריון, להשמיע את דעתם.[83] באותה נקודת זמן, הטווחים הנזכרים צוינו באופן שרירותי. עם זאת, מחקרים שהתפרסמו בהמשך, מצאו ראיות שמאששות את ההשערה לפיה גודל הדירקטוריון מצוי ביחס הפוך לביצועי החברה, ואף תומכות בטווחים הנזכרים שהוצעו.

כך, למשל, מחקר שהתפרסם בשנת 2010, בדק 106 חברות שרשומות למסחר בספרד, ומצא כי הגודל האופטימאלי של הדירקטוריון הוא 7 מושבים, כאשר למעלה מכך, הולך וקטן הטובין Q של החברות (שמבטא, כזכור, את היחס בין שווי הנכסים של החברה לבין העלות הכרוכה בהחלפתם של הנכסים, ומהווה אמת מידה לביצועי החברה).[84] כפי שמציין המחקר, השוק הספרדי מתאפיין בחברות עם בעלות ריכוזית.[85] 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.[86] המחקר של Guest מציין שהגודל האופטימאלי של הדירקטוריון תלוי במדד הביצועים (performance measure) שנבדק על ידו. כאשר נבדקה ההשפעה של גודל הדירקטוריון על הרווחיות, המחקר מצא כי הגודל האופטימאלי מצוי בטווח שבין 4 ל- 6 מושבים; כאשר נבדקה ההשפעה של גודל הדירקטוריון על הטובין Q של החברות, והתשואה למניה, המחקר מצא כי הגודל האופטימאלי הוא 3 מושבים. המחקר מכיר בכך שהתמונה הכללית המצטיירת מתקשה להצביע על גודל אופטימאלי מדויק, אבל קובע באופן נחרץ שהדירקטוריון צריך להיות קטן מ- 9 מושבים, לפי כל מדד שנבדק במסגרת המחקר.[87]

בנוסף, מחקר של Mak ו- Kusnadi שהתפרסם בשנת 2005, ובדק חברות הרשומות למסחר בסינגפור ובמלזיה, עם דירקטוריונים בגודל חציוני וממוצע של כ- 7 מושבים, מצא יחס הפוך

& Burton G. Malkiel, *The Twenty-First Century Boardroom: Who Will Be in Charge?* 36 SLOAN MANAGEMENT REVIEW 27 (1994) ("Many observers have suggested that the size of a board be strictly limited to **no more than eight** directors, because a small board engenders greater focus, participation, and genuine interaction and debate."); Elmer W. Johnson, *An Insider's Call for Outside Direction*, HARVARD BUSINESS REVIEW 46 (1990) ("Wonderful things might happen to the group dynamic if boards were limited to **seven members – nine at the most** … An issue-oriented agenda and true deliberation might be hard to avoid.") (הדגשות הוספו)

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

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

[85] שם, שם.

[86] ראו: Paul Guest, *The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from The UK*, 15(4) THE EUROPEAN J. FIN. 385 (2009).

[87] ראו: שם, שם.

בין גודל הדירקטוריון לבין הטובין Q של החברות.[88] בהתאם לאותו מחקר, הטובין Q מגיע לשיא כאשר מספר המושבים בדירקטוריון הוא 5 מושבים, ויורד ככל שמספר המושבים גדל.[89]

מחקר נוסף שבוצע על ידי Eisenberg ואחרים, והתפרסם בשנת 1998, בדק חברות קטנות הרשומות למסחר בפינלנד, ומצא יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין הרווחיות של החברות.[90] מדובר בחברות עם דירקטוריונים בגודל חציוני וממוצע של כ- 3 חברים.[91] אותו מחקר מצביע על ירידה ברווחיות בחברות עם דירקטוריונים שמורכבים מיותר מ-3 חברי דירקטוריון.[92] אמנם, היכולת ללמוד מממצא זה לענייננו מוגבלת, בהתחשב בכך שמדובר בחברות עם דירקטוריונים קטנים בהרבה מאלה המאפיינים את החברות הישראליות. ועדיין, כמוסבר, גם מחקר זה מלמד על קיומו של יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין רווחיות החברה.

מחקר אחר שבוצע על ידי Yermack וראה אור בשנת 1996, התמקד בחברות עם דירקטוריונים בגודל חציוני וממוצע של כ- 12 מושבים,[93] והראה שהטובין Q של החברות מגיע לשיא כאשר מספר המושבים בדירקטוריון הוא 5 מושבים, והוא יורד באופן מונוטוני ככל שמספר המושבים גדל, כאשר ירידה משמעותית בטובין Q ניכרת בחברות שמספר המושבים בדירקטוריון שלהן גדול מ- 8 מושבים.[94] המחקרים הנזכרים מעניינים במיוחד, משום שהם מעניקים כיסוי רחב למדינות שונות עם מאפיינים שונים של חברות ודיני חברות.[95]

למען שלימות התמונה, מחקר של Dahya ואחרים, שהתפרסם בשנת 2008, בדק 782 חברות עם בעל מניות דומיננטי, הרשומות למסחר ב- 22 מדינות. המחקר מצא אמנם ראיה

---

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

[89] שם, שם.

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

[91] שם, בעמוד 45.

[92] שם, שם.

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

[94] שם, בעמ' 193.

[95] Mak & Kusandi, לעיל ה"ש 88 (“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”).

ליחס הפוך בין הטובין Q של החברות לבין גודל הדירקטוריונים שלהן, אולם כפי שמסבירים החוקרים, ממצא זה איננו ממצא עקבי.[96]

לבסוף, מחקר מצוטט מאוד של Coles ואחרים, שהתפרסם בשנת 2008, מראה כי היחס בין גודל הדירקטוריון לבין ביצועי החברה אינו מונוטוני. המחקר מבצע אבחנה בין שני סוגים עיקריים של חברות: חברות עם דירקטוריונים שהתפקיד המרכזי שהם ממלאים הוא פיקוח על ההנהלה הביצועית, וחברות עם דירקטוריונים שהתפקיד המרכזי שהם ממלאים הוא יעוץ להנהלה הביצועית.[97] מחקר זה מסביר כי דירקטוריונים נדרשים לייעץ בעיקר בחברות שמתאפיינות בפעילות עסקית מגוונת שחולשת על מגוון מקטעים (multiple segments). בחברות אלה, כך לפי המחקר, מספר גדול של מושבים בדירקטוריון עשוי לתרום דווקא לביצועי החברה, בניגוד לדעה שהתגבשה לפיה קיים בהכרח יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין ביצועי החברה. אותו מחקר של Coles ואחרים מצביע על כך שבחברות שפועלות ביותר מ-2.52 מקטעים, קיים יחס ישר בין גודל הדירקטוריון לבין ביצועי החברה, ואילו בחברות שפועלות בפחות מ- 2.52 מקטעים, קיים יחס הפוך בין גודל הדירקטוריון לבין ביצועי החברה.[98]

ג. ראיות אמפיריות

1. מתודולוגיה

פרק זה של המאמר מציע סקירה של נתונים אמפיריים ביחס למאפיינים שנדונו בפרק הקודם, הן ביחס לעצמאות הדירקטוריון (סיווג ומשך כהונה) והן ביחס לגיוון הרכב הדירקטוריון (גיל, מגדר וגודל הדירקטוריון). הנתונים מתייחסים למכלול הדירקטורים – 928 דירקטורים – המכהנים ב- 125 החברות המרכיבות את מדד ת"א 125 נכון ליום 31 בדצמבר 2017.[99]

---

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

[97] 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).

[98] שם, שם.

[99] הרכב החברות במדד ת"א 125 עשוי להשתנות מעת לעת. הרכב החברות ששימש כבסיס למחקר שממצאיו מוצגים במאמר זה, תועד ביום 12 בספטמבר 2018.

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

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

שנית, משך הכהונה של הדירקטורים חושב בדרך של חישוב הפער בין היום האחרון של שנת 2017 (31 בדצמבר 2017) לבין מועד תחילת הכהונה של הדירקטורים כפי שצוין בדו"חות שהתפרסמו.[100] במסגרת זו חושב מספר חודשי הכהונה ולא מספר ימי הכהונה. ביחס ל-33 דירקטורים (מתוך 928 כזכור, כלומר 3.5% מהמדגם) לא ניתן היה להתחקות אחר החודש המדויק של תחילת הכהונה ולכן הנחתי כי הכהונה החלה באמצע השנה, כלומר בחודש יוני של אותה השנה.

שלישית, הסיווג של כל אחד מהדירקטורים כדירקטור רגיל, דירקטור בלתי תלוי או דירקטור חיצוני נעשה בהתאם לסיווג שהופיע בדיווחים של החברות. בהקשר זה יש לציין, כי כפי שהראיתי בפרק א.1 למאמר, קיים שוני בין סיווגם של דירקטורים בחברות דואליות לבין סיווגם של דירקטורים בחברות שאינן דואליות. הסיווג בחברות הדואליות מתבסס על כללי רשות ניירות ערך האמריקאית או על כללי הבורסות הגדולות בארצות הברית: בורסת ניו-יורק והנאסד"ק. על-כן, הניתוח הסטטיסטי שיובא בהמשך המאמר בפרק ג.2 ביחס לסיווגם של הדירקטורים יבצע הבחנה בין החברות הדואליות לבין החברות שאינן דואליות. עוד בהקשר של סיווג הדירקטורים אציין, כי בחברות שהינן בנקים, חלק מהדירקטורים עונים להגדרה של דירקטורים חיצוניים בהתאם לנוהל בנקאי תקין, אולם בה בעת הם אינם עונים להגדרה של דירקטורים חיצוניים בהתאם לחוק החברות. במקרים אלה סווגו הדירקטורים כדירקטורים חיצוניים.

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

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

במטרה לספק אמת מידה לנתונים הישראליים, יוצגו תחילה נתונים המתייחסים לשוק האמריקאי בקשר למאפיינים של סיווג הדירקטורים, משך הכהונה, גיל הדירקטורים, הגיוון המגדרי וגודל הדירקטוריון. נתונים אלה נאספו ממחקרים עדכניים שהתפרסמו בארצות הברית במהלך החודשים האחרונים. בהמשך יוצגו הנתונים הישראליים שנאספו ונותחו בהתאם למתודולוגיה שתוארה לעיל.

2. סיווג הדירקטורים

(א) ארצות הברית

במהלך עשרות השנים האחרונות חלה עלייה דרמטית בשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים המכהנים בחברות ציבוריות בארצות הברית. מאמר שפרסם המלומד ג'פרי גורדון מראה כיצד בעוד שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים עמד בשנות ה- 50 של המאה הקודמת על 20%, בשנת 2005 עמד שיעור הבלתי תלויים על 75%.[101] מחקרים עדכניים יותר מלמדים על המשך הגידול בשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בארצות הברית בשנים האחרונות.[102]

כך, מחקר של חברת המחקר והייעוץ Spencer Stuart מראה שנכון לשנת 2017 שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בדירקטוריונים של החברות הכלולות ב- S&P 500 עמד על **85%**.[103] שיעור זהה של דירקטורים בלתי תלויים היה קיים גם בשנת 2016;[104] שיעור זה מהווה עלייה קלה ביחס לשנים עברו כשבשנת 2012 עמד שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים על 84%[105] ואילו בשנת 2007 עמד שיעור הבלתי תלויים על 80%.[106]

(ב) ישראל

מדד ת"א 125 מורכב מחברות דואליות, שנסחרות הן בבורסה לניירות ערך בתל-אביב והן בבורסות בארצות הברית. כמוסבר בפרק א.1 למאמר, סיווג הדירקטורים בבורסות השונות איננו אחיד וקיים שוני בין ההגדרות המשמשות לסיווג בישראל לבין ההגדרות המשמשות בארצות הברית. כמו-כן בעוד בארצות הברית ישנן דרישות של החוק ושל כללי הבורסות המחייבות עמידה ברף מינימאלי של כהונת דירקטורים בלתי תלויים, בישראל לא קיימת דרישה לרף מינימלי והרף שנקבע בחוק החברות הוא כזכור רף מומלץ (לפחות מחצית בחברה

---

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

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

[103] SpencerStuart, לעיל ה"ש 34, בעמ' 8. הנתונים שמציע הדו"ח מתייחסים לתקופה שבין 16 במאי 2016 לבין 19 למאי 2017.

[104] שם, שם. הנתון מתייחס לתקופה שבין 15 במאי 2015 לבין 15 במאי 2016.

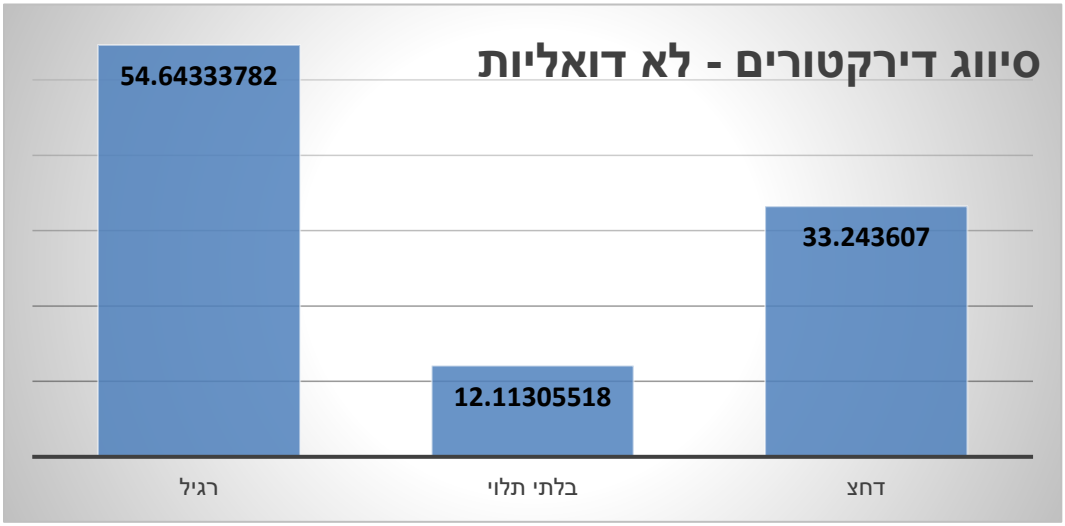
[105] שם, שם. הנתון מתייחס לתקופה שבין 15 במאי 2011 לבין 15 במאי 2012.

[106] שם, שם. הנתון מתייחס לתקופה שבין 1 ביוני 2006 לבין 31 במאי 2007.

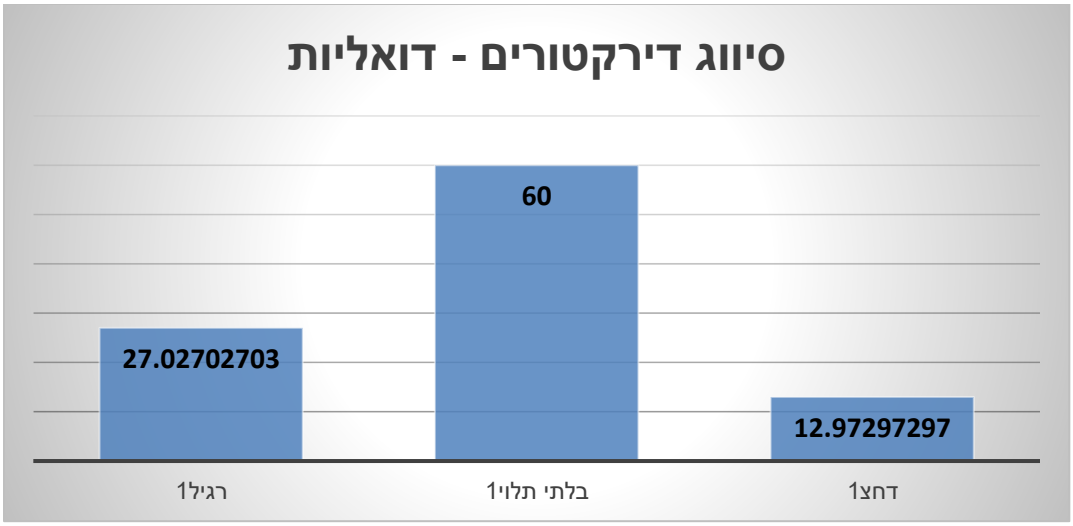
ללא דבוקת שליטה ולפחות שליש בחברה עם דבוקת שליטה). לאור ההבדלים, להלן יוצגו בנפרד, נתונים וגרפים המתארים פילוח של שיעור הדירקטורים לפי סיווג, בחברות הלא דואליות ובחברות הדואליות.

פילוח של סיווג הדירקטורים בחברות שאינן דואליות (743 דירקטורים) מופיע בגרף מס׳ 1.א להלן ופילוח של סיווג הדירקטורים בחברות הדואליות (185 דירקטורים) מופיע בגרף מס׳ 1.ב. כזכור, שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים **בארצות הברית** עומד נכון לשנת 2017 על **85%**. **בישראל**, אם נחבר את שיעור הבלתי תלויים יחד עם שיעור הדירקטורים החיצוניים, נראה ששיעור הבלתי תלויים בחברות הלא דואליות עומד על **45%** ואילו שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים (בלתי תלויים וחיצוניים) במכלול החברות הכלולות במדד ת״א 125 (דואליות ולא דואליות) עומד על **50.86%**.

גרף מס׳ 1.א:



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



3. משך כהונה

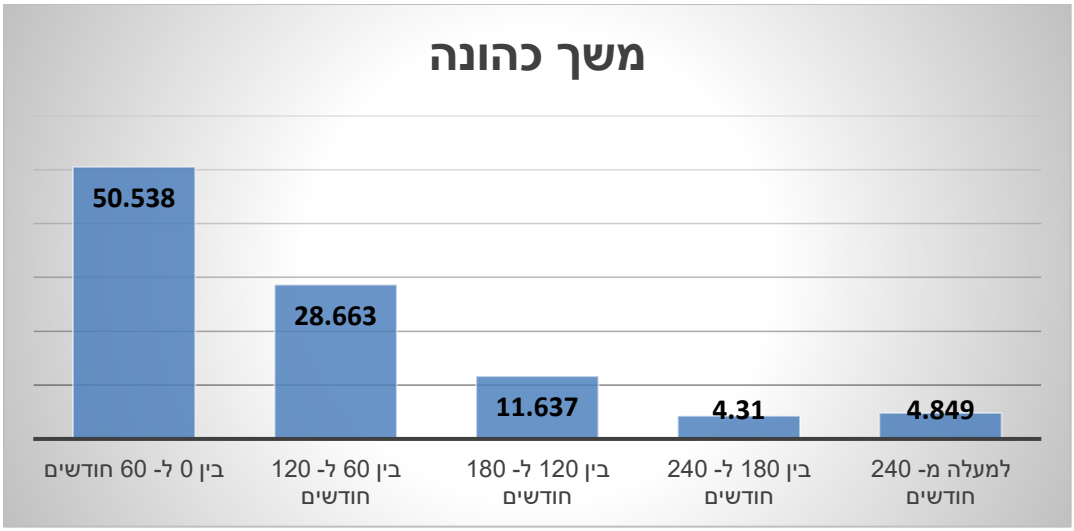
(א) ארצות הברית

משך הכהונה של דירקטורים בארצות הברית מתקצר לאורך השנים. עם זאת מדובר בשינוי לא משמעותי. כפי שמפרט הדו״ח של Spencer Stuart המתייחס לשנת 2017, משך הכהונה של דירקטורים בלתי תלויים עמד בשנת 2017 על **ממוצע של 8.2 שנים**, בהשוואה לממוצע של 8.3 שנים בשנת 2016 ולממוצע של 8.6 שנים בחמש השנים שקדמו לשנת 2017.[107] עוד מראה הדו״ח, כי שיעור החברות שבהן מכהנים דירקטורים לפרק זמן של למעלה מ- 10 שנים קטן אף הוא: 16% מהחברות בשנת 2017 לעומת 22% מהחברות בחמש השנים שעברו.[108]

(ב) ישראל

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

[107] SpencerStuart, לעיל ה״ש 34, בעמ׳ 6.
[108] שם, שם.



4. גיל

(א) ארצות הברית

בהתאם לדו"ח של Spencer Stuart הגיל הממוצע של הדירקטורים הבלתי תלויים ב- S&P 500 הוא **63.1 שנים**, כשנתיים יותר מהממוצע שנמדד ביחס לשנת 2007 שעמד על 61.0.[109] ממצא דומה הוצג גם בדו"ח של חברת Equilar המציעה שירותי מחקר, שמראה כי הגיל החציוני (median age) של דירקטורים במדד Equilar 500 (מורכב מ- 500 החברות בעלות ההכנסה הגבוהה ביותר הנסחרות באחת מהבורסות המובילות בארצות הברית) עמד נכון לשנת 2017 על **62.7 שנים**.[110] דו"ח של חברת Investor Responsibility Research Center Institute (IRRC) בדק ומצא שהגיל הטיפוסי של דירקטור המכהן באחת החברות ב- S&P 1500 הוא **62.5 שנים** והגיל החציוני של דירקטורים בחברות ה- S&P 1500 עומד על **63 שנים**.[111]

לבסוף, מעבר לממוצע הגילאים מעניין לעמוד על גיוון הגילאים בדירקטוריון. דו"ח של חברת IRRC שהתפרסם בשנת 2017 מראה שבכ- 55% מהחברות הכלולות ב- S&P 500 מכהנים דירקטורים בגילאים המשתייכים לשלושה עשורים; בדרך כלל מדובר בדירקטורים

---

[109] SpencerStuart, לעיל ה"ש 34, בעמ' 20.

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

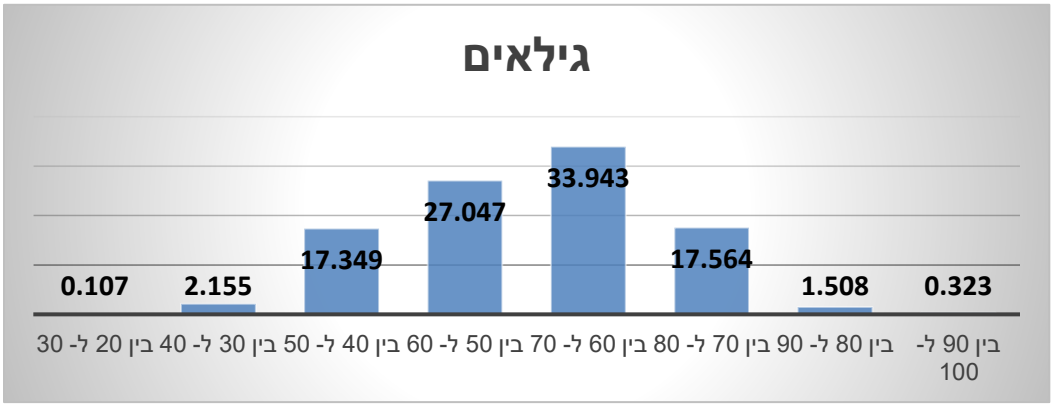
[111] ראו: Jon Lukomnik, *Board Refreshment Trends at S&P 1500 Firms*, HARVARD L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (April 4, 2018).

בגילאי החמישים, שישים ושבעים.[112] החציון של סטיית התקן (median standard deviation) בחברות ה- S&P 500 עומד על 6.9 שנים, כאשר סטיית התקן ב- 50% מהחברות נעה בין 5.7 ל- 8.2 שנים.[113]

(ב) ישראל

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

גרף מס' 3.א:



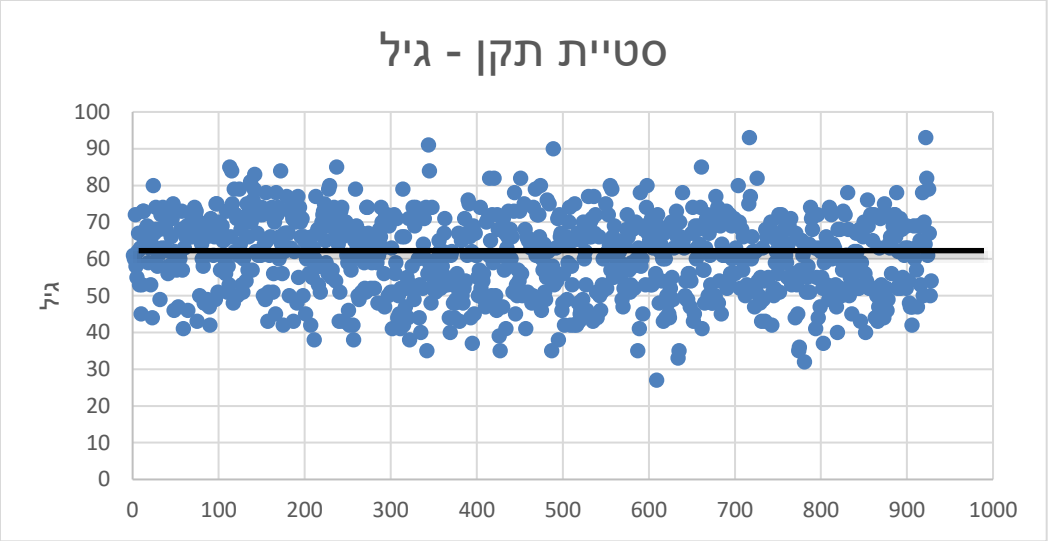
מעבר לפילוח הגילאים המתואר לעיל, מעניין לעמוד על גיוון הגילאים בדירקטוריונים של החברות הישראליות. המחקר שבוצע במסגרת העבודה על המאמר מלמד שברוב החברות מכהנים דירקטורים המשתייכים לשלושה עשורים (40% מהחברות) ולארבעה עשורים (39.2% מהחברות). בשאר החברות מכהנים דירקטורים המשתייכים לחמישה עשורים (8%), שני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

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

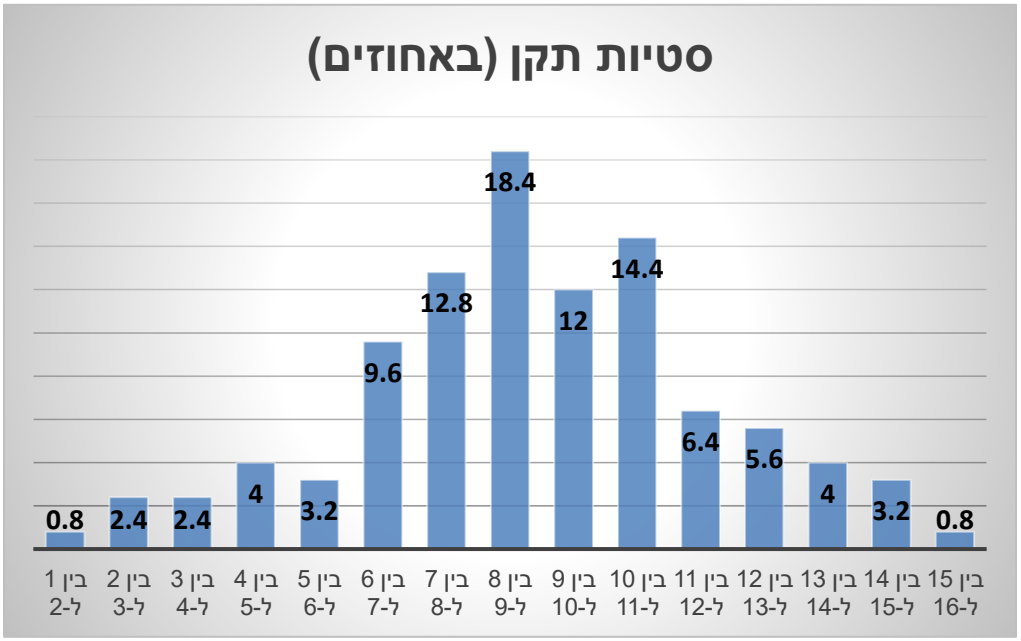
---

[112] ראו: Annalisa Barrett, *Age Diversity Within Boards of Directors of the S&P 500 Companies* (March 2017).

[113] שם, שם.



במטרה לקבל נתון מדויק עוד יותר נבדקה במסגרת המחקר סטיית התקן בכל אחת מהחברות מ- 125 החברות הכלולות במדד ת״א 125. הבדיקה העלתה כי **ממוצע סטיות התקן** של 125 החברות עומד על **8.88 שנים** והחציון של סטיות התקן של 125 החברות עומד על **8.84 שנים**. גרף מס׳ 3.ג להלן משקף את שיעור סטיות התקן שנמצאו לפי גודלן:



כפי שניתן להתרשם, סטיית התקן השכיחה ביותר (בחלק המהווה כ- 67% מהחברות הכלולות במדד ת״א 125) נמצאת בטווח שבין 6 ל- 11 שנים (סטיית תקן בגודל שבין 6 – 7 שנים נמצאה ב-9.6% מהחברות; סטיית תקן בגודל שבין 7 – 8 שנים נמצאה ב- 12.8% מהחברות; סטיית

תקן בגודל שבין 8 – 9 שנים נמצאה ב- 18.4% מהחברות ; סטיית תקן בגודל שבין 9 ל- 10 שנים נמצאה ב- 12% מהחברות ; סטיית תקן בגודל שבין 10 ל- 11 שנים נמצאה ב- 14.4% מהחברות).

5. מגדר

(א) ארצות הברית ומדינות נוספות

שיעור הנשים המכהנות בדירקטוריונים של החברות הגדולות בארצות הברית נמצא במגמת עלייה, אם כי מדובר בעלייה איטית. בהתאם לדו"ח של Spencer Stuart 2017 שיעור הנשים המכהנות כדירקטוריות בחברות ה- S&P 500 עמד בשנת 2017 על **22%** מכלל הדירקטורים (נשים וגברים). בשנת 2012 עמד שיעור הנשים המכהנות על 17% ובשנת 2007 עמד שיעור הנשים על 16%.[114]

דו"ח של פירמת רואי החשבון Ernst & Young לשנת 2017 מציע תמונה רחבה יותר ומספק נתונים נוספים ביחס לקבוצות רחבות יותר של חברות. בהתאם לאותו הדו"ח נכון ליום 31 בדצמבר 2017 שיעור הנשים ב- S&P 1500 עמד על 19% ואילו שיעור הנשים ב- Russel 3000 (מדד הכולל את 3000 החברות הגדולות בארצות הברית לפי שווי שוק ומכסה כמעט את כל החברות הציבוריות הנסחרות בארצות הברית) עמד על 16%.[115] דו"ח של חברת Equilar שהתפרסם לאחרונה ומתייחס לשנת 2018 מלמד על מגמת עלייה ומראה כי ברבעון השני של שנת 2018 (בין התאריכים 31.3.2018 – 30.6.2018) עלה שיעור הכהונה של נשים ב- Russel 3000 ל- 17.7%.[116] עוד מראה הדו"ח שקיימת עלייה עקבית בשיעור הנשים המתמנות לדירקטוריונים מתוך המינויים החדשים של דירקטורים לדירקטוריון (new director seats). כך, בשנים 2014, 2015, 2016, 2017, ברבעון הראשון וברבעון השני של שנת 2018, עמד שיעור המינוי של נשים כדירקטוריות חדשות בדירקטוריונים מתוך המינויים החדשים על 17.9%, 20.1%, 21.4%, 29.4%, 32.0% ו- 34.9% בהתאמה.[117]

דו"ח של חברת הייעוץ מקינזי שמתייחס לשנת 2017 שופך אור על שיעור כהונת הנשים בדירקטוריונים במדינות נוספות.[118] לפי הדו"ח, שיעור הנשים המכהנות במדינות מובילות באירופה גבוה משיעור הנשים המכהנות בארצות הברית. כך, שיעור הנשים המכהנות בצרפת,

---

[114] SpencerStuart, לעיל ה"ש 34, בעמ' 21.

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

[116] ראו: Amit Batish, 2018 Q2 Gender Diversity Index, HARVARD L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (October 3, 2018)

[117] שם, שם.

[118] ראו: McKinsey & Company, *Women Matter: Time to Accelerate, Ten Years of Insights Into Gender Diversity* 25-26 (October 2017).

איטליה וגרמניה עומד על 39%, 33% ו- 28% בהתאמה.[119] בדרום אפריקה עומד שיעור הנשים המכהנות על 14% ואילו במדינות בולטות באסיה השיעור נמוך יותר עם 12% בהודו ו- 10% בסין.[120]

מדינות נוספות עם שיעורי כהונה גבוהים יותר של נשים, כפי שפורסם בדו"ח של האיחוד האירופי שנתוניו נכונים לחודש אפריל 2016, הן בלגיה עם ממוצע של 26.6%, דנמרק עם ממוצע של 27%, פינלנד עם ממוצע של 29.9% לטביה עם ממוצע של 27.7%, הולנד עם ממוצע של 28.1%, סלובניה עם ממוצע של 23.9%, שבדיה עם ממוצע של 36.1% ואנגליה עם ממוצע של 27.1%.[121] במדינות אחרות באיחוד האירופי שיעורי הכהונה נמוכים, לעיתים משמעותית, משיעור הכהונה במדינות הנזכרות.[122] הממוצע הכללי של שיעורי הכהונה ב- 28 המדינות של האיחוד האירופי עמד נכון לחודש אפריל 2016 על 23.3%.[123] בחלק מהמדינות באירופה (גם כאלה שאינן חברות באיחוד) קיימת הוראת חובה הקובעת שיעור מינימום של נשים המכהנות בדירקטוריון. בחלק מהמדינות מופעלות סנקציות בגין אי עמידה ברף, בעוד בחלק אחר לא מופעלות סנקציות בגין אי עמידה ברף.[124]

(ב) ישראל

במהלך חודש מרץ 2011 פרסמה רשות ניירות ערך ממצאי מחקר שביצעה בנושא כהונה של נשים בדירקטוריונים.[125] המחקר בדק את הדירקטוריונים של החברות הציבוריות שנסחרו בבורסה באותה עת, להוציא חברות דואליות, חברות אג"ח ושותפויות ומצא כי שיעור הכהונה של נשים בדירקטוריונים של חברות עומד על 18%.[126] מאמר זה מציע כאמור נתונים עדכניים ביחס לשנת 2017. שיעור הנשים שנמצא בניתוח שמשמש בסיס למאמר עומד על **21.55%** נכון לשנת 2017. מעניין לראות שמתוך 128 חברות שנבדקו, בשבע חברות בלבד (5.46%) נשים מכהנות בתפקיד יו"ר הדירקטוריון.[127]

---

[119] שם, בעמ' 25.

[120] שם, שם.

[121] ראו: Věra Jourová, *Gender Balance On Corporate Boards: Europe Is Cracking the Glass Ceiling*, (European Commission, July 2016).

[122] שם, שם.

[123] שם, שם.

[124] ראו, למשל: Konstantina Govotsos, *Gender Diversity in Corporate Boards in France: An Analysis* (Working Paper, 2017)

[125] ראו: רשות ניירות ערך, "נשים בדירקטוריונים" (14.3.2011), נגיש באתר הרשות בקישור http://www.isa.gov.il/GeneralResearch/3304/Documents/IsaFile_5625.pdf

[126] שם, שם.

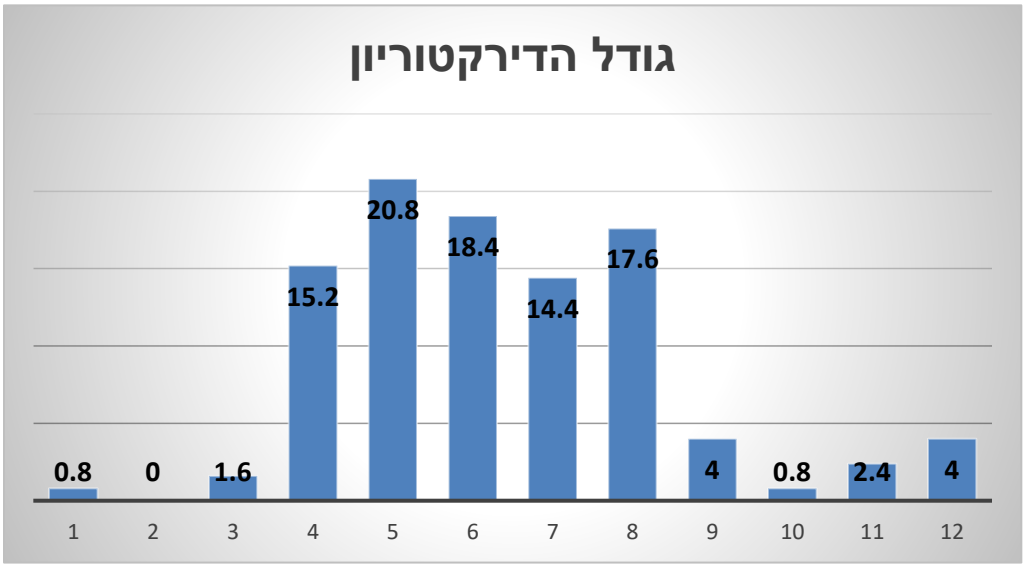
[127] מדובר בחברות: פריגו (דואלית), עזריאלי, הבנק הבינלאומי, שטראוס, מליסרון, ביוטיים (דואלית) ונורסטאר החזקות.

6. גודל הדירקטוריון

בארצות הברית, בהתאם לדו"ח של Spencer Stuart גודל הדירקטוריון הממוצע נכון לשנת 2017 הוא **10.8**; מספר זהה נמדד ביחס לשנת 2016.[128] בשנת 2012 ובשנת 2007 עמד הממוצע על 10.7 ו- 10.8 בהתאמה.[129]

ממצאי המחקר שבוצע בבסיס מאמר זה מלמדים על כך שגודל הדירקטוריון הממוצע של 125 החברות הכלולות במדד ת"א 125 נכון לשנת 2017 הוא **7.424**. פילוח של שיעור החברות לפי גודל הדירקטוריון מופיע בגרף מס' 4 להלן. כפי שניתן לראות, ברוב המוחץ של החברות נע גודל הדירקטוריון בטווח של 4 עד 8 דירקטורים. בהקשר זה חשוב לציין שבארבעה מתוך חמישה דירקטוריונים של הבנקים הגדולים בישראל מכהנים לפי הדו"ח השנתי לשנת 2017 בין 12 ל- 13 דירקטורים (בנק לאומי עם 13 דירקטורים; בנק דיסקונט עם 12 דירקטורים; בנק מזרחי עם 13 דירקטורים והבנק הבינלאומי עם 13 דירקטורים). הסבר הגיוני למספר גבוה יחסית של דירקטורים המכהנים בבנקים הנזכרים הוא מורכבות פעילותו של הדירקטוריון וריבוי הוועדות (בדגש על ועדת ניהול סיכונים וועדת אשראי שלא קיימות בחברות שאינן פיננסיות) והמשימות המוטל על הדירקטורים בבנקים.

גרף מס' 4:



[128] SpencerStuart, לעיל ה"ש 34 בעמ' 8. אזכיר, כי הנתונים בדו"ח של SpencerStuart מתייחסים לתקופה שבין מחצית שנה לבין מחצית השנה העוקבת. ראו לעיל ה"ש 103 - 106.

[129] שם, שם.

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, ישראל מציגה נתונים טובים בהשוואה לסטנדרטים מומלצים שעוגנו במפורש בחוק החברות ובהשוואה למצב בארצות הברית. שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בישראל גבוה מהרף המומלץ בחוק החברות; משך הכהונה הממוצע של הדירקטורים בישראל קצר מהממוצע שנמדד בארצות הברית; הגיל הממוצע של הדירקטורים נמוך יותר; גודל הדירקטוריונים קטן יותר ושיעור הגיוון המגדרי דומה לשיעור האמריקאי, אך נמוך משיעורים שנמדדו במדינות מתקדמות כדוגמת צרפת, איטליה וגרמניה. להלן טבלה שמסכמת את הנתונים העיקריים המתייחסים לשוק הישראלי בהשוואה לשוק האמריקאי.

	ישראל	**ארצות הברית**
שיעור הבלתי תלויים	50.86%	85% ב- S&P 500
משך הכהונה	6.7 שנים	8.2 שנים
גיל ממוצע	60.6 שנים (חציון סטיית התקן המעיד על גיוון הגילאים עומד על 8.84 שנים).	63.1 שנים ב- S&P 500 (ממוצע ביחס לדירקטורים הבלתי תלויים) (חציון סטיית התקן עומד על 6.9 שנים).
שיעור הנשים המכהנות	21.55%	22% בארצות הברית (שיעור הנשים המכהנות בצרפת, איטליה וגרמניה עומד על 39%, 33% ו- 28% בהתאמה).

		הממוצע במדינות האיחוד האירופי עומד על 23.3%.
גודל הדירקטוריון	7.42 מושבים	10.8 מושבים

ד. מדיניות

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

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

בפרק זה של המאמר אבקש להתייחס לשיקולי מדיניות שראוי לשקול בהקשר של פרופיל הדירקטוריון, בדגש על שאלת הצורך בשינוי המצב הקיים בישראל. תחילה, אקיים דיון קצר בעקרונות כלליים של אסדרה של דיני החברות, שישמשו מצע להמשך הדיון בפרק זה. לאחר מכן, אקיים דיון בצורך בשינוי ובדרך לשינוי המצב הקיים, ביחס למאפיינים ספציפיים של הדירקטוריון שנותחו במאמר עד כה. לאחר מכן, ארחיב ביחס למודל של אסדרה "רכה" מסוג "אמץ או גלה", שיומלץ לשימוש במטרה לעודד כהונת נשים בדירקטוריונים בישראל, וביחס לשימוש בוועדות מינויים שאמליץ להקים בחברות ציבוריות בישראל.

1. עקרונות כלליים של אסדרה של דיני החברות

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

הצורך בגמישות. כיום, קיימת הסכמה רחבה בנוגע לכך שעקרונות וכללים המבקשים לקדם ממשל תאגידי ותפקוד תקין של הדירקטוריון ושל החברה עשויים להיות "חמקמקים".[130] כלומר, עקרונות וכללים שעשויים להיות יעילים ביחס לקבוצה של חברות בעלות מאפיינים מסוימים, עלולים שלא להיות יעילים ביחס לקבוצה אחרת של חברות בעלות מאפיינים אחרים.[131] ברוח זו נמתחה בשנים האחרונות ביקורת נוקבת נגד גופים בולטים הפועלים בתחום שוק ההון, למשל חברות המייעצות לגופים מוסדיים ולחברות ציבוריות בארצות הברית כיצד לעצב את הממשל התאגידי באותן חברות. הביקורת מכוונת לכך שאותן חברות ייעוץ ממליצות על סט נוקשה של עקרונות וכללים ביחס למכלול החברות או ביחס לקבוצה רחבה של חברות, חלף "תפירה" של עקרונות וכללים בהתאם למאפיינים ייחודיים של חברה או קבוצת חברות בעלות מאפיינים דומים.[132]

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

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.[133] קיומו של כשל הוא בעצם קיומו של פער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי, שמנגנוני השוק לבדם, ללא התערבות של המחוקק או הרגולטור, לא מסוגלים לתקן.

המצב *המצוי* ביחס לדירקטוריונים בישראל, נותח באמצעות מחקר אמפירי שממצאיו הוצגו בפרק ג למאמר. המצב *הרצוי* עשוי להילמד מהסקירה שהובאה בפרקים א ו-ב למאמר, ביחס לתרומתם האפשרית של מאפיינים שונים לביצועי החברה ולממשל התאגידי שלה.

---

[130] ראו, למשל, Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PENN. L. REV. 1263 (2009).

[131] שם, שם. ראו גם: OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance* 10 (2015) ("There is no single model of good corporate governance.")

[132] 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).

[133] לדיון בניתוח כשל שוק ובניתוח הצורך בהתערבות חקיקתית אסדרתית ראו: אסף אקשטיין, "מי מפקח על המפקחת? ואת מי היא משתפת? רשות ניירות-ערך הישראלית במבט השוואתי", **משפט ועסקים** יט 195, 227 – 234 (2015).

המצוי הרצוי עשוי להילמד, במידה מסוימת, גם מהשוואה למצב הקיים בארצות הברית, כפי שהוצג בפרק ג למאמר, אם כי יש לנקוט זהירות ביחס לממצאי ההשוואה, נוכח ההבדלים בין השוק הישראלי לבין השוק האמריקאי. כפי שהראיתי בפרקים א ו-ב, בחלק מהמקרים, לא קיימת תשובה ברורה ביחס למצב הרצוי. זאת, בראש ובראשונה, משום שהספרות המחקרית ביחס למאפיינים מסוימים לא הגיעה לממצאים מכריעים (קונקלוסיביים) בקשר לתרומתם האפשרית לחברה.

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

חלק מהמאפיינים הנדונים במאמר זה, בדגש על גיל הדירקטורים, המגדר שאליו הם משתייכים ומשך הכהונה של הדירקטורים, קשורים באופן ישיר לגיוון הדירקטוריון. כפי שהוסבר בחלק מוקדם של המאמר, גיוון הדירקטוריון צפוי לקדם ריבוי דעות ויצירתיות ובשל כך לטייב את הליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון. בנוסף, גיוון הדירקטוריון עשוי גם להוות סימן חיובי עבור המשקיעים בחברה וצדדים אחרים.[134] עם זאת, גיוון צריך וייעשה באופן מידתי. הליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון תלוי במידה רבה בהרמוניה שבין חברי הדירקטוריון, באמון ובשיתוף הפעולה ביניהם וביכולת שלהם לקבל החלטה כקבוצה.[135] אין הכוונה לדרגה גבוהה מדי של לכידות (cohesion) העלולה להוביל להחלטות הנגועות בהטיה קשה של חשיבה קבוצתית (Groupthink Bias).[136] אין הכוונה לפגיעה בשיקול הדעת העצמאי שמחויבים הדירקטורים להפעיל בדרך לקבלת ההחלטות בדירקטוריון.[137] אולם, עדיין, נדרשת מידה רבה של שיתוף פעולה ביניהם. דרגה גבוהה מדי ומאולצת של גיוון בדירקטוריון עלולה להעמיד בסיכון אפשרות לשיתוף פעולה שהינו תנאי הכרחי כאמור.

---

[134] לעיל ה"ש 47 - 49.

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

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

[137] סעיף 106 לחוק החברות.

סוג ההתערבות והיקפה, כנגזרת של עוצמת הכשל, ושקלול התועלות והעלויות. סוג ההתערבות החקיקתית או האסדרתית והיקפה, ראוי שייגזר מעוצמת הכשל הדורש התערבות. כשל זה, כזכור, מהווה את הפער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי.במקרים שבהם הפער בין המצוי לרצוי קטן, משום שקיים דמיון בין המצב בישראל לבין המצב שעליו המליצה הספרות באופן מכריע, או במקרים שבהם כלל לא ברור אם קיים פער, משום שלא קיימת הכרעה ביחס למאפיין מסוים, כלל לא בטוח שנדרשת התערבות. למצער, אם יוחלט להתערב ולבקש לקדם שינוי של מאפיין מסוים, תהא הנטייה לבחור בכלים של אסדרה "רכה", חלף אסדרה כופה. אסדרה רכה תאפשר בדרך כלל לחברות עצמן לבחור אם לאמץ עקרון או כלל מסוים, ואם יחליטו שלא לאמץ, יהא עליהן לספק גילוי, במידה ובהיקף שייקבע באסדרה.[138] בתוך כך, יש להביא בחשבון גם את התועלות אל מול העלויות הכרוכות באסדרה הנשקלת.

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

כיום, חברות ציבוריות אינן חייבות בגילוי מסוג כלשהו בקשר למאפייני הדירקטוריון הנדונים במאמר זה. אמנם, בשנת 2012 פרסמה רשות ניירות ערך הנחיית גילוי בנושא שאלון ממשל תאגידי. הנחיה זו חייבה את החברות הציבוריות בגילוי בקשר לעניינים שונים. בין השאר, חייבה ההנחיה בגילוי של מספר הדירקטורים החיצוניים והבלתי תלויים (ושיעור הבלתי תלויים אם נקבע שיעור כזה בתקנון החברה); פרק הזמן שנקבע בתקנון לכהונת דירקטור; ומספר הדירקטורים מכל מין המכהנים בדירקטוריון. אולם, תוקפה של הנחיית

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

הגילוי פקע בשנת 2014, ולמרות כוונת הרשות לעגן את ההנחיה בתקנות, עד כה הדבר לא נעשה ונכון להיום, חברות רשאיות לעקוב אחר תוכן ההנחיה באופן רצוני (וולונטרי).[139]

בהינתן ששאלון הממשל התאגידי איננו בתוקף, ושכפי שאראה הוא אינו נותן מענה מספק ביחס לחלק מהמאפיינים, החלק הבא של פרק זה ידון באסדרה המוצעת ביחס לכל אחד מהמאפיינים בנפרד.

2. דיון בצורך בשינוי ביחס למאפיינים השונים

סיווג הדירקטורים. כפי שהוסבר בחלק מוקדם של המאמר, בישראל לא קיימת *חובה* חוקית לעמוד ברף מינימלי של שיעור כהונה של דירקטורים בלתי תלויים. עם זאת קיים רף *מומלץ* של שליש לפחות – בחברות עם דבוקת שליטה ושל מחצית לפחות – בחברות ללא דבוקת שליטה. הטעם להבחנה נעוץ ברצון לתת אפשרות לבעל השליטה לכוון את ענייני החברה לפי חזונו והשקפתו, לטובת החברה כמובן.[140] כפי שהראיתי בפרק ג.2. למאמר, שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים (דירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים) בחברות הכלולות במדד ת"א 125 עומד על 50.8%. שיעור זה חוצה את הרף המומלץ המתייחס הן לחברות ללא דבוקת שליטה והן לחברות עם דבוקת שליטה. בהינתן שהשוק הישראלי ריכוזי וכולל חברות רבות שבהן קיימת דבוקת שליטה, נראה ששיעור הבלתי תלויים המכהנים בחברות הכלולות במדד ת"א 125 חוצה באופן מובהק את הרף המומלץ בחוק החברות. משכך, על פניו אפשר לטעון כי לא קיים כשל הדורש התערבות חקיקתית או אסדרתית מעבר לדרישה מהחברות לגלות את שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים המכהנים בהן.[141]

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

---

[139] ראו לעיל ה"ש 78. תוכן הנחיית הגילוי נגיש באתר רשות ניירות ערך, בקישור: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7077.pdf

[140] ראו: דו"ח ועדת גושן, לעיל ה"ש **Error! Bookmark not defined.**, בעמ' 8. ראו גם: הצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התשע"ע-2010, הצעות חוק הממשלה 496, מיום 10 במרץ 2010, בעמ' 568: "בהתאם להמלצות ועדת גושן... בחברה שאין בה בעל שליטה או מחזיק בדבוקת שליטה – רוב של דירקטורים בלתי תלויים, ובחברה שיש בה בעל שליטה או מחזיק בדבוקת שליטה – שליש של דירקטורים בלתי תלויים מבין חברי הדירקטוריון. **אבחנה זו ראויה לנוכח החשיבות שיש במתן אפשרות לבעל השליטה למנות את רוב הדירקטורים בחברה ולכוון את פעילות התאגיד משיקולים עסקיים ולטובת החברה**." (הדגשה הוספה). ראו גם הצעת חוק החברות (תיקון מס' 8) (כשירות דירקטור ודירקטור בלתי תלוי), התשס"ח-2008, הצעות חוק הכנסת 229 מיום 19 במאי 2008, בעמ' 296 – 297. ראו בהקשר זה גם אסף אקשטיין ודוד האן, "שליטה: אחריות ללא סמכות?", https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3238052.

[141] לעיל ה"ש 78.

ואירועים שונים שאירעו לאורך העשורים האחרונים, ולא על-בסיס שקילה אמיתית של הצורך בשיעור כה גבוה.

את ראשיתו של הגידול בשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בארצות הברית, ניתן לזהות בשלהי שנות ה- 80, כתגובה לגידול בהיקף ההשתלטויות העוינות על חברות ציבוריות וההתגוננות של הדירקטוריונים באותן חברות מפני השתלטויות אלה.[142] בהמשך, היו אלה השערוריות של ראשית שנות ה- 2000 (אנרון, וורלדקום ודומיהן) שייצרו לחץ עצום מצד הציבור והתקשורת שביקשו לחזק את עצמאות הדירקטוריונים.[143] אותו הלחץ היה גם זה שהוביל בהמשך לחקיקה של ה- SOX שדרש מה- SEC (רשות ניירות ערך האמריקאית) להנחות את הבורסות לשנות את כללי הרישום שלהן בקשר לשילובם של דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון, בדגש על ועדת הביקורת וועדת התגמול של הדירקטוריון.[144] הרושם שמתקבל מהדברים האמורים הוא שהלכה למעשה, הדירקטוריונים של החברות הציבוריות האמריקאיות הפכו לכאלה שמשלבים יותר ויותר 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.[145]

---

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

[143] ראו, Mirvis & Savitt, לעיל, בעמ' 484. ראו גם: Sharpe, לעיל ה"ש 102, בעמ' 1443 – 1447 (מתארת כיצד הגדלת שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים הייתה תגובה אסדרתית סטנדרטית לשערוריות וכישלונות שחוו חברות ציבוריות בשנים האחרונות).

[144] ראו, למשל: Brian R. Cheffins, *Delaware and the Transformation of Corporate Governance*, 40 DEL. J. CORP. L. 1, 38-39 (2015).
מעניין לציין, שעוד בטרם כניסתן לתוקף של ההוראות המחייבות רוב של דירקטורים בלתי תלויים, במרבית החברות שהיו רשומות למסחר בבורסה של ניו יורק כיהנו רוב של דירקטורים בלתי תלויים. ראו: Donald C. Clarke, *Three Concepts of the Independent Directors*, 32 DEL. J. CORP. L. 73, 74 (2007). (המחבר מפנה למקור לפיו בשנת 2001, עוד לפני כניסתו לתוקף של התיקון בכללי הרישום של הבורסה בניו יורק, בכ- 75 אחוזים מהחברות הרשומות למסחר בבורסה של ניו יורק היה רוב של דירקטורים בלתי תלויים). ראו גם: Lisa M. Fairfax, *The Uneasy Case for the Inside Director*, 96 IOWA L. REV. 127, 137 (2010). (מפנה למחקרים שמראים כיצד בשנת 2001, עוד בטרם אימוץ ההנחיות המורות על רוב של דירקטורים בלתי תלויים ב- SOX ובכללי הבורסות בארצות הברית, כיהנו בחברות הציבוריות בארצות הברית רוב של דירקטורים בלתי תלויים).

[145] לביקורת על מגמה זו ראו: Mirvis, לעיל ה"ש 143. ראו גם שם, בעמ' 482 ("We arrived at this pass largely by accident").

עיון בדו״חות האמריקאים שהמליצו על שינוי כללי הרישום של הבורסה של ניו יורק ושל הנאסד״ק – שינוי שכלל גם העלאת שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים לשיעור של מחצית - עשוי לחזק את הרושם שתואר לעיל. אותם דו״חות אינם חושפים את ההיגיון שעמד בבסיס ההמלצה על שיעור של מחצית בלתי תלויים. כך, למשל, דו״ח שפרסמה הוועדה שבחנה את שינוי כללי הרישום בבורסה של ניו יורק בשנת 2002, מסתפק באמירה כללית שלפיה הפעלת שיקול דעת עצמאי נחוצה לתפקוד אפקטיבי של הדירקטוריון, ודרישה של שיעור של מחצית דירקטורים בלתי תלויים תשפר את איכות הפיקוח של הדירקטוריון על הנעשה בחברה ותצמצם את החשש מניגודי עניינים.[146] גם הסקירה שפרסמה ה- SEC כשדיווחה על כך שאישרה את כללי הרישום החדשים של הבורסה של ניו יורק ושל הנאסד״ק, הסתפקה בלציין שהנחת העבודה היא שהגדלת שיעור הבלתי תלויים תגדיל את הסיכוי שהחלטות של החברה יתקבלו לטובת בעלי מניותיה.[147] על היעדר התימוכין לדרישה של הבורסות בארצות הברית למחצית בלתי תלויים נמתחה ביקורת בספרות האקדמית.[148]

בדומה להתפתחות הדרישה למחצית בלתי תלויים בארצות הברית, נראה שגם הדרישה למחצית דירקטורים בלתי תלויים באנגליה התפתחה מבלי שנתמכה בהצדקה מוכחת. כיום, קוד הממשל התאגידי האנגלי כולל הוראה על כהונה של לפחות מחצית דירקטורים בלתי

---

[146] המלצות על שינוי כללי הרישום בבורסה של ניו יורק, לעיל ה״ש 24, בעמ׳ 6 ("Effective boards of directors exercise independent judgement in carrying out their responsibilities. We believe requiring a majority of independent directors will increase the quality of board oversight and lessen the possibility of damaging conflicts of interest"). גם הגופים השונים ששלחו את המלצותיהם לוועדה של הבורסה של ניו יורק שהמליצה בסופו של יום על שינוי כללי הרישום, המליצו אמנם על רף של לפחות מחצית דירקטורים בלתי תלויים, אולם מעבר לאמירות כלליות לפיהן רף שכזה ישפר את העצמאות של הדירקטוריון ואת הביטחון של המשקיעים בחברות הרשומות למסחר, לא פירטו את ההצדקות לרף הנזכר. בהקשר זה יש לציין, שדו״ח ועדת גושן שהמליץ כזכור על רף של מחצית בלתי תלויים בחברה ללא דבוקת שליטה, מתאר את המצב החוקי בארצות הברית ובאנגליה. דו״ח ועדת גושן, לעיל ה״ש **Error! Bookmark not defined.**, בעמ׳ 7 – 9.

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

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

תלויים.[149] הקוד עוצב לראשונה על ידי ועדה בראשות סר אדריאן קדבורי (Adrian Cadbury) שהגישה את המלצותיה בשנת 1992.[150] הדו"ח שפרסמה ועדת קדבורי בשעתו המליץ על רף מינימלי של שלושה דירקטורים שלא ממלאים תפקיד ניהולי בחברה (non-executive directors), כאשר שניים מהם צריכים להיחשב דירקטורים בלתי תלויים, לפי ההגדרה המופיעה בדו"ח שפרסמה הוועדה.[151] הוועדה נימקה דרישה זאת באופן כללי.[152] מאז דו"ח קדבורי התפרסמו עוד מספר דו"חות עד לדו"ח שפרסם בשנת 2003 סר דרק היגס שהמליץ על שיעור של לפחות מחצית דירקטורים בלתי תלויים.[153] 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.[154]

חרף הספק שהוטל, כמוסבר לעיל, ביחס לדרך שהובילה לחקיקה ולאסדרה שדרשו כהונה של דירקטורים בלתי תלויים בשיעור של מחצית לפחות, נראה שאת החתירה אל עבר שיעור זה, ניתן לבסס על שתי הנחות הקשורות ביניהן. בהתאם להנחה הראשונה, החלטות המתקבלות על ידי דירקטורים רגילים עלולות להיות נגועות בהטיות המפריעות להם, בנסיבות מסוימות, לראות לנגד עיניהם אך ורק את טובת החברה. מכאן הצורך בדירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון. לפי ההנחה השנייה, דעת הרוב משקפת, בהסתברות גבוהה, את העדפת הקבוצה.[155] מכאן הצורך לחתור אל עבר הכרעה בידי רוב בלתי תלוי.[156]

---

[149] Financial Reporting Council, The UK Corporate Governance Code (July 2018)

[150] ראו: Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (December 1992).

[151] שם, בפסקה 4.11.

[152] שם, בפסקה 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").

[153] Derek Higgs, Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors (January 2003)

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

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

[156] עדיין, כפי שמסביר גושן במאמר אחר, דעת הרוב מבטאת את העדפת הקבוצה, "רק בהתקיים התנאי שכל מצביע מבטא את בחירתו הכנה." ראו: זוהר גושן, "הצבעה אסטרטגית בדיני-חברות: מדיקטטורה לדמוקרטיה", **משפטים** כג 109, 111 (תשנ"ד). מכאן, אפשר שתישמע טענה ולפיה ניתן לסמוך על כך שהצבעה משקפת הערכה כנה רק כשמדובר בדירקטורים בלתי תלויים בשיעור של 100%. אולם, בהינתן שלשילוב של בלתי תלויים בשיעור

נוסף על הדברים האמורים, חרף מאמץ מחקרי שבוצע בשני העשורים האחרונים, לא הושגו ראיות קונקלוסיביות (מכריעות) ביחס לתרומה לחברה של שיעור גבוה של דירקטורים בלתי תלויים.[157] מצד אחד ברור, כי שילובם של דירקטורים בלתי תלויים יכול לצמצם את החשש לניגוד העניינים בין בעלי המניות של החברה לבין הנהלת החברה ולשפר את היכולת של הדירקטוריון לפקח על ההנהלה.[158] שילובם של דירקטורים בלתי תלויים בחברות עם בעלות ריכוזית עשויה גם לרסן ניצול אפשרי של משאבי החברה על ידי בעל השליטה.[159] מצד שני, יכולת הפיקוח של דירקטורים בלתי תלויים הינה יכולת מוגבלת, בהינתן מגבלות של זמן, היכרות מוגבלת של החברה והניהול היום-יומי שלה, ותלות של הדירקטורים הבלתי תלויים במידע הנחוץ להם לשם פיקוח ושמקורו בהנהלה הבכירה של החברה.[160]

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

שכזה צפויות להתלוות עלויות אחרות (ראו להלן), רף של מחצית (לפחות) בלתי תלויים מאפשר לאתר בקירוב טוב יותר (מאשר רף נמוך יותר של בלתי תלויים) מהלכים יעילים עבור החברה.

[157] ראו: Sanjai Bhagat & Bernard Black, *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, 27 J. CORP. L. 231 (2002); Sanjai Bhagat & Bernard Black, *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, 54 BUS. LAW. 921 (1999). ראו גם: Roberta Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L.J. 1521, 1530-1532 (2005). (מספקת סקירה של מחקרים רבים שבדקו ולא מצאו קשר חיובי מובהק בין עצמאות הדירקטוריון לבין שיפור בביצועי החברה). לבסוף, ראו: Bainbridge, לעיל, בעמ' 16 – 18 (מציע סקירה של מחקרים אמפיריים שמניבים ממצאים מעורבים ביחס לתרומה או היעדר התרומה של שיעור גבוה של דירקטורים בלתי תלויים לביצועים של החברה).

[158] Bainbridge, לעיל ה"ש 148, בעמ' 16. ראו גם: 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 62 (Reinier Kraakman et al. eds., 3rd. ed., 2017) ("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 **Error! Bookmark not defined.**, בעמ' 81; Fairfax, לעיל ה"ש **Error! Bookmark not defined.**, בעמ' 138 – 139.

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

[160] ראו, למשל: Bainbridge & Henderson, לעיל ה"ש 1, בעמ' 1062 ("… boards comprised principally of outsiders who have full-time jobs elsewhere and therefore can devote relatively little time to the running of the business for which they act as directors."). ראו גם שם, בעמ' 1064 – 1066. ראו גם: Grimes v. Donald, No. CIV. A. 13358, 1995 WL 54441, at *8 (Del. Ch. Jan. 11, 1995) (מסביר כיצד חברות עסקיות בנות זמננו הפכו להיות מוסדות מורכבים, וכיצד דירקטוריונים של חברות מורכבים בעיקר מאנשים שמקדישים פחות מרוב תשומת הלב שלהם לתפקידם בדירקטוריון). לבסוף, ראו: RALPH D. WARD, SAVING THE CORPORATE BOARD: WHY BOARDS FAIL AND HOW TO FIX THEM 123 (2003) ("…outside board members … amazingly out of touch with the corporation for which they bear ultimate legal responsibility.")

גמישות הנחוצה בין השאר בהתחשב בקושי "לתפור חליפה במידה אחידה" לחברות בעלות מאפיינים שונים, הכוללים בין השאר מסורת שונה, דרך פעולה שונה, תאבון סיכון שונה וסביבת עבודה שונה.[161] כמו-כן, חברות קטנות עלולות להתקשות לתפקד עם שיעור גבוה של דירקטורים בלתי תלויים.[162] 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 משמעותי בשיח התאגידי. עם זאת, נראה שעד כה לא קיימת תשובה מכרעת לשאלה – אם כהונה ממושכת של דירקטורים משרתת את טובת החברה או להיפך, פוגעת בה. הכיוון המחקרי המסתמן הוא, שמצד אחד, לדירקטורים המכהנים נדרשת "תקופת לימוד" של מספר שנים, לשם הכרת החברה והסביבה שבה היא פועלת. אולם, מצד שני, כהונה ממושכת מידי עלולה לגרום לשחיקה ולהתאבנות, וכן ליצור לקשר הדוק מדי בין הדירקטורים לבין ההנהלה שעלול לפגוע בעצמאות של הדירקטורים וביכולת שלהם לפקח על ההנהלה.[163]

בשנים האחרונות נשמעים קולות הקוראים להגביל את משך הכהונה של דירקטורים בארצות הברית. בהקשר זה מעניין להפנות למאמרו של ירון נילי שמציע, בהתייחס לשוק האמריקני, כי תוטל הגבלה על משך כהונה של דירקטורים. עם זאת, גם נילי מכיר בעלויות הגבוהות שעלולות להיות למהלך גורף של הטלת מגבלות על משך הכהונה של מכלול הדירקטורים המכהנים, הציע נילי להתמקד בהגבלת הכהונה של מי שמכהנים כחברים בוועדת הביקורת ובוועדת התגמול של החברה.[164] כזכור, משקיעים מוסדיים גדולים הפועלים בארצות הברית מבקשים אף הם להגביל את משך הכהונה של דירקטורים מכהנים.[165]

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.[166] אזכיר, כי מדובר בתקופת כהונה ארוכה

---

[161] 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.").

[162] בהקשר זה מעניין לציין, כי קוד הממשל התאגידי של אנגליה כלל בשנת 2016 הוראה שפוטרת חברות קטנות (שאינן כלולות במדד FTSE350) מהחובה לשלב לפחות מחצית דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון. קוד הממשל התאגידי, בנוסחו המעודכן נכון לשנת 2018, הסיר את הפטור הנזכר וכעת מחיל את החובה למחצית בלתי תלויים על מכלול החברות. לנוסח העדכני של הקוד נכון לשנת 2018, ראו: הקוד האנגלי, לעיל ה"ש 149.
להסבר על הסרת הפטור שממנו נהנו חברות קטנות עד לשנת 2018, ראו: 2018 UK Corporate Governance Code and New Legislation: Latest Governance Developments Impacting UK Premium Listed Companies 17 (July 2018).

[163] ראו לעיל בפרק א.2.

[164] Nili, לעיל ה"ש 33, בעמוד 152.

[165] ראו לעיל פרק א.2.

[166] ראו לעיל ה"ש 35 - 46.

בהרבה מתקופת הכהונה הממוצעת שמאפיינת כהונה של דירקטורים בישראל – רגילים, חיצוניים או בלתי תלויים, ועומדת על 6.7 שנים.[167]

לבסוף, כפי שהראיתי בחלק מוקדם של מאמר זה, מחקרים שנערכו בניסיון לאתר את משך הכהונה האופטימאלי של דירקטורים הראו שקיים יחס של "U הפוכה" בין משך הכהונה של הדירקטורים לבין ביצועי החברה, כלומר בתחילה נדרשים הדירקטורים לתקופת למידה; במהלך תקופת הלמידה ישנו יחס ישר בין משך הכהונה של הדירקטורים לבין ביצועי החברה; אולם, בנקודת מפנה מסוימת היחס מתהפך והופך ליחס שלילי בין משך הכהונה לבין ביצועי החברה. המחקרים הראו, כי נקודת המפנה היא השנה התשיעית או העשירית לכהונה.[168]

בהתחשב בדברים האמורים, לפחות בשלב זה אמליץ להגביל את משך הכהונה של הדירקטורים הרגילים ל- **10 שנים**,[169] תוך 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 ביחס לשנה המהווה את נקודת המפנה. בנוסף, בחלק לא מבוטל מהחברות מכהנים בדירקטוריון בעלי שליטה. בהתחשב בכך, ובהינתן שכהונה של בעל שליטה בדירקטוריון מהווה את זכותו לממש את השליטה, מוצע שלא להחשיב כהונה של בעל שליטה בדירקטוריון מעל הרף המוצע כאן, ככהונה שחורגת מהרף.

גיל הדירקטורים. באשר לגיל הדירקטורים המכהנים, דיני החברות בישראל אינם כוללים הוראות קשיחות המבקשות להגביל את גיל הדירקטורים, אולם, גם בהיעדר הוראות קשיחות, רשאיות החברות לאמץ בתקנוניהן הוראות המגבילות את גיל הדירקטורים המכהנים, בדרך של אסדרה פרטית. סקרים שנערכו בארצות הברית בשנים האחרונות מלמדים על כך שחברות רבות אכן מאמצות הוראות המגבילות את גיל הכהונה, ועל כך שההוראה השכיחה מגבילה את

---

[167] ראו לעיל פרק ג.3(ב).

[168] לעיל בפרק א.2.

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

הכהונה עד לגיל של 72 או 75.[170] הוראות דומות על הגבלת גיל הכהונה אומצו גם בחברות שנסחרות במדינות נוספות בחו״ל.[171]

ראוי לזכור, שהתרומה האפשרית של הגבלת גיל הדירקטורים לביצועי החברה ולממשל התאגידי שלה, לא הוכחו עד כה באופן משכנע.[172] אמנם, קביעת גיל מקסימום לדירקטורים, עשויה לקדם גיוון בדירקטוריון וריענון של השורות, וכך לעודד ערוצי חשיבה ודיון רבגוניים ולהימנע ממצב של קיבעון (סטגנציה) מחשבתי.[173] אולם, קביעת גיל מקסימום כרוכה גם בעלויות. בראש ובראשונה, הוראת חוק ישראלית שתאסור על כהונה מעל גיל מסוים, צפויה לפגוע ביכולת של בעלי שליטה בישראל לכהן בדירקטוריונים של חברות שבהן הם אוחזים בשליטה.[174]

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

גיוון מגדרי. תשומת לב מיוחדת ניתנת כיום, בישראל ובעולם, לצורך בגיוון מגדרי בדירקטוריון. אין מדובר רק בחלק ממגמה כוללת המעודדת שוויון בין נשים לבין גברים – בשוק העבודה בכלל ובחברות ציבוריות בפרט, אלא בהיבט הקשור לתרומה של הגיוון המגדרי לחברה, הנתמכת בראיות אמפיריות משמעותיות. כפי שהראיתי בחלק מוקדם יותר של המאמר, מחקרים רבים מצביעים על יחס ישר בין שילוב נשים בדירקטוריון לבין איכות הממשל התאגידי בחברה. מכאן, שבמישור העקרוני, התרומה שבגיוון מגדרי בדירקטוריון ברורה למדי.

---

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

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

[172] ראו, לעיל פרק ב.1.

[173] ראו, למשל: Deloitte, לעיל, בעמ׳ 7 ("retirement in response to age limits continues to be the most prevalent mechanism for board refreshment").

[174] המחקר האמפירי שבוצע במסגרת מאמר זה, אכן מלמד על כך שבמספר לא מבוטל של דירקטוריונים מכהנים בעלי שליטה.

גם במישור המעשי המתמקד בשאלת הרף שאליו ראוי לשאוף, האופן שבו ראוי לחתור אל עבר גיוון מגדרי איננו מורכב משום שגיוון מגדרי, מעצם טבעו, שואף לשוויון בין גברים לבין נשים המכהנים הדירקטוריון, בראש ובראשונה שוויון במספר המושבים המאוישים על-ידי גברים ונשים.

עם זאת, לטעמי, ראוי שלא לאמץ כלל נוקשה המחייב שוויון מספרי מוחלט בין גברים ונשים, ודאי לא כלל המחייב יישום בטווח המידי, בטרם קיומה של בדיקה יסודית באשר ליכולת לגייס נשים הנהנות מכישורים הנדרשים לכהונה בדירקטוריון. בטרם נקיטה בדרך של חקיקה או אסדרה כופה, יש להכיר באפשרות לקיומו של קושי לגייס נשים עם ניסיון מקצועי הרלוונטי למגזרים מסוימים לדירקטוריונים של חברות הפועלות באותם מגזרים.[175] קושי באיתור מועמדות למילוי "מְכָסָה" (quota) עלול להיווצר בגלל מגוון סיבות, שאינן קשורות דווקא לתחום של דיני החברות, וניתנת להסבר באמצעות תיאוריות סוציולוגיות העוסקות באי שוויון מגדרי. דיון בתיאוריות אלה חורג ממסגרת מאמר זה.[176] קושי לגייס נשים לדירקטוריון קשור באופן טבעי גם לחשיבות שרואים בשוויון בין נשים לגברים ברמה הלאומית, ולכן קשה לנתק את הדיון בצורך בשילוב נשים בדירקטוריון מהדיון הכללי בצורך בשוויון מגדרי.[177]

מחקר שפורסם על-ידי משרד האוצר בשנת 2017 מצביע על שיעור נמוך יחסית של נשים בתעשיית ההיי-טק בישראל.[178] מחקר אחר שפורסם על-ידי הכנסת בשלהי שנת 2010 מצביע על שיעור נמוך במיוחד של נשים בלימודי הנדסה (כגון הנדסת מחשבים וחשמל; הנדסת מכונות והנדסת מערכות תקשורת).[179] נתונים שפורסמו על-ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה בשנת 2017 מצביעים גם הם על שיעורים נמוכים של נשים בתחומי לימוד של מדעים פיזיקליים;

---

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

[176] ראו: Patricia Gabaldon, Celia de Anca, Ruth Mateos de Cabo & Ricardo Gimeno, *Searching for Women on Boards: An Analysis from the Supply and Demand Perspective*, 24(3) CORPORATE GOVERNANCE: AN INTERNATIONAL REVIEW 371 (2016). (המאמר מקיים דיון במגוון רחב של גורמים שעלולים להוביל לכך שיש מאגר מצומצם בלבד של נשים המועמדות לכהונה בדירקטוריון. בין השאר מתייחסים הכותבים להבדלים אפשריים בגישות ובערכים של נשים בהשוואה לגברים [“Potential differences between the genders in terms of values and attitudes can result in motivational differences between men and women … Women have been proven to be generally less hard achievers, less power-oriented … and less power-hungry than men”. שם, בעמ' 372]; לעובדה שנשים מקדישות זמן רב יותר למטלות הקשורות בתא המשפחתי [“Women’s commitment to family responsibilities, often labeled as work-family conflict, is probably the most commonly identified barrier preventing women from reaching leadership positions”. שם, בעמ' 373]; ולמחסור במודלים לחיקוי [“The lack of female role models is often cited as a reason for the low numbers of women in managerial positions”. שם, בעמ' 375].

[177] שם, בעמ' 376.

[178] ראו: יעל מזוז הרפז וזאב קריל, "המקפצה להייטק" (משרד האוצר, 10.9.2017), https://mof.gov.il/ChiefEcon/EconomyAndResearch/ArticlesSet/Article_10092017.pdf

[179] ראו: הכנסת, מרכז המחקר והמידע, "נתונים על נשים בלימודי הנדסה" (2.11.2010).

מתמטיקה, סטטיסטיקה ומדעי המחשב וכן הנדסה ואדריכלות.[180] הוראה נוקשה המחייבת רף מסוים של כהונת נשים בדירקטוריונים של חברות המשתייכות למגזרים שבהם ההתמחויות הנזכרות חיוניות, עלולה לפגוע בתפקוד הדירקטוריון והחברה.[181] כך או כך, הנתונים שנאספו ותוארו בחלק מוקדם של המאמר מצביעים כזכור על שיעור כהונה של כ- 21 אחוזים בממוצע, וקשה להלום שההסבר לשיעור שכזה נעוץ בפערים בכישורים המקצועיים בין גברים לבין נשים.

בנוסף לצורך לעודד חתירה אל עבר שיעור כהונה גבוה יותר של נשים, מעבר לצורך בשוויון רשמי (פורמאלי), יש צורך בקידום שוויון מהותי בין גברים לבין נשים. כפי שהסברתי בחלק מוקדם של מאמר זה, כיום מתחזקת ההבנה בדבר החשיבות שבגיוון מגדרי "עמוק" יותר מאשר "גיוון על פני השטח" בלבד.[182] בענייננו, הדברים מוצאים ביטוי בשאיפה אל עבר שוויון בשכר בין נשים לגברים המכהנים בדירקטוריון ושוויון בתפקידים שאותם הם מבצעים. כך, למשל, כהונה של נשים כחברות בוועדת הביקורת של החברה שהינה ועדת חובה הממלאת, כפי הנראה, את התפקיד המשמעותי והחשוב ביותר מבין ועדות הדירקטוריון, עשויה להצביע על השפעה מהותית של נשים בדירקטוריון.[183]

באשר לדרך שבה ראוי לעודד גיוון מגדרי, כיום, מגלות החברות הציבוריות בישראל את שיעור הכהונה של נשים בדירקטוריון במסגרת הגילוי הניתן על ידן בשאלון הממשל התאגידי. כזכור, מדובר בפורמט שקבעה רשות ניירות ערך מכוח הנחיית גילוי שפרסמה, שבאמצעותו נדרשו חברות ציבוריות לגלות פרטים ביחס לשורה של פרמטרים ובהם עצמאות הדירקטוריון, כשירות וכישורי הדירקטורים, ועדת הביקורת והתגמול, מספר ישיבות ושיעור השתתפות

---

[180] ראו: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, "לקט נתונים לרגל יום האישה הבין-לאומי 2017" (6.3.2017).

[181] נוכח הדברים האמורים, ברור, כי החלטה לדחוף לשילובן של נשים ללא ניסיון או כישורים מתאימים, במטרה לעמוד ב"מכסה" שהחוק מחייב, עלולה להוביל לפגיעה בביצועי החברה. ראו, למשל: Kenneth R. Ahern & Amy K. Dittmar, *The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation*, 127 THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 137, 179 (2012). ראו גם Gabaldon et al., לעיל ה"ש 176, בעמ' 372 ("… if a mandatory quota is above the supply of female directors, the outcome will be worse than voluntary quotas").

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

[182] ראו לעיל ה"ש 51 וה"ש 80.

[183] ראו בהקשר זה גם את מאמרו של ירון נילי שמציע שגם חברות בוועדת התגמול מסמלת כהונה משמעותית של נשים בדירקטוריון החברה. לעיל ה"ש 164.

עם זאת ראוי לציין, שאפשר ולנשים תהא השפעה מהותית על תפקוד הדירקטוריון גם ללא חברות בוועדת הביקורת, בזכות כשירותן המקצועית ולעיתים קשריהן עם בעל השליטה בחברה. כך, למשל, הגברת אפרת פלד כיהנה בדירקטוריון בנק הפועלים בתקופה שבה בעלת השליטה בבנק הייתה הגברת שרי אריסון. בהתאם לדו"ח התקופתי לשנת 2017 הגברת פלד לא כיהנה כדירקטורית חיצונית או בלתי תלויה; היא גם לא כיהנה כחברה בוועדת הביקורת של הבנק. עם זאת לגברת פלד הייתה השפעה רבה בדירקטוריון הודות להיותה מנהלת העסקים בפועל של בעלת השליטה שרי אריסון. בנק הפועלים בע"מ, דוח תקופתי לשנת 2017 372 (26.3.2018).

ועוד.[184] אזכיר, כי אמנם שיעור הכהונה של נשים בישראל דומה לשיעור הכהונה בארצות הברית, ישנן מדינות רבות החברות באיחוד האירופי שבהן שיעור הכהונה נמוך משמעותית מהשיעור הישראלי, ובסך הכל שיעור הכהונה הישראלי נמוך בפחות מ- 2% מהממוצע הכללי במדינות האיחוד האירופי כפי שנמדד בחודש אפריל 2016.[185] אולם, עדיין, יש מקום לחתור אל עבר שיעור כהונה גבוה יותר של נשים בדירקטוריון.

תוצאה זו ניתן להשיג באמצעות אימוץ בחוק של הוראת חובה הקובעת שיעור מינימום לכהונה של נשים בדירקטוריון. הוראת חובה שכזו נקבעה כזכור ממש לאחרונה בקליפורניה שבארצות הברית.[186] עם זאת, רצוי לטעמי להימנע, לפחות בשלב ראשון, מקביעת רף מינימום נוקשה שיחול באופן אחיד על כלל החברות וזאת בהתחשב בקושי האפשרי לגייס נשים בשיעורים גבוהים למגזרים שונים הדורשים כישורים מיוחדים.

בהקשר זה מעניין להפנות למחקר שהתפרסם לאחרונה שבחן את ההשפעה של אימוץ ההוראה המחייבת בקליפורניה על התשואה למניה של החברות הממוקמות בקליפורניה וכפופות להוראה החדשה שאומצה.[187] המחקר מצא השפעה שלילית שהייתה להודעה על אימוץ ההוראה על שער המניה של חברות שהמטה שלהן ממוקם בקליפורניה. ההשפעה השלילית נמדדה יומיים לאחר ההודעה והיא הייתה משמעותית יותר ביחס לחברות שהתאפיינו בסטנדרטים נמוכים יותר של ממשל תאגידי. ההנחה היא שחברות אלה מתקשות למשוך אליהן מועמדים לדירקטוריון ובכלל זה מועמדות לכהונה כדירקטוריות, ולכן צפויות להתקשות לציית להוראה שאומצה.[188]

מחקר אחר שנערך בנושא והתפרסם אף הוא לאחרונה, הראה כי אימוץ ההוראה הוביל לירידה של כ- 1.4% בממוצע בתשואה למניה בחברות שממוקמות בקליפורניה. בהתאם למחקר, הירידה בתשואה אירעה בעיקר בחברות קטנות שלדעת החוקרים סובלות מקושי למשוך אליהן דירקטורים (ללא קשר למגדר שאליו הם משתייכים); או בחברות שהממשל

---

[184] הנחיית הגילוי כבר לא בתוקף וכיום תוכן ההנחיה מצוי בשלבי עיגון בתקנות. עם זאת, חברות ציבוריות ממשיכות לדווח על נתונים בהתאם להנחיה באמצעות שאלון ממשל תאגידי. ראו לעיל ה"ש 78. גם בארצות הברית, ברמה הפדראלית, קיימת אסדרה של ה- SEC המחייבת חברות ציבוריות בגילוי של דרגת הגיוון הקיים בדירקטוריון, בין השאר בהיבט של גיוון מגדרי. ראו: Howard Dicker & Ade Heyliger, *D.C. Speaks Up: A Push for Board Diversity from the SEC and Congress*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Feb. 25, 2019). לאחרונה, הגישו מספר חברים בקונגרס האמריקאי הצעת חוק המבקשת לעגן בחוק את חובת הגילוי על מידת הגיוון בדירקטוריון. שם, שם.

[185] לעיל פרק ג.5.

[186] ראו לעיל ה"ש 71.

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

[188] שם, שם.

התאגידי שלהן לקוי באופן יחסי ולכן מתקשות למשוך אליהן מועמדים לכהונה כדירקטורים.[189]

גם בנורבגיה אומצה הוראה הקובעת שיעור מינימום לכהונה של נשים בדירקטוריון. מחקרים שבחנו השפעה של הוראה זו על חברות הרשומות למסחר בנורבגיה מלמדים אף הם, לכל הפחות, על הצורך בשקילה בכובד ראש של הוראת חובה ביחס לשיעור כהונה של נשים בדירקטוריון. כך, מחקר שהתפרסם בשנת 2012 ובדק 248 חברות שהיו רשומות למסחר בנורבגיה בשנים 2001 עד 2009 מצא שלהודעה בדבר אימוץ ההוראה המחייבת, הייתה השפעה בשיעור של כ- 3.5% על שערי המניות בחברות שבהן כלל לא כיהנו נשים בדירקטוריון; עם זאת, המחקר מצא השפעה שלילית זניחה ביותר, כמעט שלא קיימת, בשיעור של 0.02% על שערי המניות של חברות שבדירקטוריון שלהן כיהנה לפחות אישה אחת.[190] עוד מצאו החוקרים כי הנשים החדשות שהצטרפו לדירקטוריון בעקבות ההוראה המחייבת, היו צעירות בכ- 8 שנים מהגברים החדשים שהצטרפו, וכי בעוד ש- 69.4% מהגברים שהצטרפו היו בעלי ניסיון של כהונה כמנכ"לים, 31.2% מהנשים בלבד נהנו מניסיון דומה כמנכ"ליות.[191] עוד מצאו החוקרים כי ההוראה המחייבת גרמה לחברות להגדיל את מספר המושבים בדירקטוריונים ולבצע פעולות מאולצות אחרות.[192] ממצא מעניין שעליו מצביעים החוקרים הוא מחיקה ממסחר בבורסה בנורבגיה של חברות שבהן כלל לא כיהנו נשים בדירקטוריון לפני כניסתה לתוקף של ההוראה הכופה שיעור גבוה של כהונה של נשים: חלקן נרכשו על-ידי חברות זרות וחלקן הפכו פרטיות או העתיקו את המסחר בהן לבורסות אחרות.[193] מחקר אחר שהתפרסם בשנת 2013

---

[189] ראו: Sunwoo Hwang, Anil Shivdasani & Elena Simintzi, *Mandating Women on Boards: Evidence from the United States* (October 2018) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3265783. החוקרים אף התייחסו לכך שחברות שממוקמות בקליפורניה אבל מרוחקות משדות תעופה מרכזיים, חשופות לפגיעה בתשואה משום שאף הן מתקשות לגייס נשים לכהונה בדירקטוריון.
מעניין לציין, שהירידה בשערי המניות שנמדדה במחקר זה ביחס לחברות שרשומות למסחר בנורבגיה גדולה מהירידה שנמדדה במחקר הקודם של Von Meyerinck ואחרים ביחס לחברות שרשומות למסחר בקליפורניה. Von Meyerinck ואחרים, ניסו להסביר זאת בכך שהקנסות בגין הפרה של ההוראה בנורבגיה גבוהים מהקנסות בקליפורניה ובכך שבזמן ההודעה על אימוץ ההוראה, הודאות ביחס לאימוץ הייתה גבוהה יותר בנורבגיה. ראו Von Meyerinck לעיל ה"ש 187, בעמ' 17.

[190] ראו: Ahern & Dittmar, לעיל ה"ש 181, בעמ' 159. כפי שמסבירים החוקרים, אמנם ההוראה נכנסה לתוקף בשנת 2006 אבל ההודעה על הכוונה לאמץ את הוראת החובה התפרסמה באופן לא רשמי כבר בחודש פברואר 2002. שם, בעמ' 155.

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

[192] ראו: Ahern & Dittmar, לעיל ה"ש 181, בעמ' 141.

[193] שם, בעמ' 185.

ובחן את השפעת ההודעה על הוראת החובה ביחס לכהונת נשים בדירקטוריונים של חברות בנורבגיה, מצא פגיעה בשיעור של כ- 20 אחוזים ברווחיות של החברות הנורבגיות.[194]

אמנם, לטעמי ראוי להתייחס לממצאים המתוארים במידה של זהירות. זאת בעיקר משום שאותם מחקרים בחנו את ההשפעה של ההוראה שמחייבת כהונת נשים בדירקטוריון בשיעור של 40 אחוזים ומצאו השפעה שלילית על חברות שבהן כלל לא כיהנו נשים בדירקטוריון. ביחס לחברות אלה ברור שמדובר במהלך חד הכופה על החברות שינויים משמעותיים מאוד, אפילו דרמטיים, בפרק זמן קצר שעמד על שנתיים (תקופת המעבר).במטרה להבין עד כמה משמעותי היה השינוי שכפתה ההוראה בנורבגיה, די לציין ששיעור הכהונה של נשים בדירקטוריונים בנורבגיה עובר לכניסת ההוראה לתוקף בשנת 2008 (לאחר תקופת מעבר בת שנתיים) עמד על 9%.[195] למען שלימות התמונה אציין שמחקר שלישי שראה אור בשנת 2018 ומתייחס לחברות הנורבגיות, מבקר את המתודולוגיה ואת הממצאים של המחקרים המתוארים לעיל וקובע כי להוראה המחייבת כהונה של נשים בשיעור של 40 אחוזים בחברות הציבוריות בנורבגיה, לא הייתה השפעה שלילית משמעותית על תפקוד החברות וביצועיהן.[196]

ועדיין, מחקרים אלה מלמדים על הצורך לשקול בצורה זהירה את הצורך באימוץ הוראת חובה בישראל. כפי שהסברתי לעיל, הוראת חובה כרוכה בעלויות גבוהות, ועד כה, היא אומצה במדינות שנזקקו לה נוכח שיעור נמוך במיוחד של כהונת נשים – כמו נורבגיה שבה שיעור הכהונה היה נמוך מ- 10%;[197] או איטליה שבה אומצה הוראת חובה בשנת 2012 זאת לאחר ששיעור כהונת הנשים בשלהי שנת 2010 עמד על פחות מ-7%.[198] לבסוף, בהקשר של עידוד כהונה של נשים, מעניין לציין שבשנים האחרונות גם נשמעת טענה, מצד גורמים שמובילים את היוזמות לעידוד כהונה של נשים בדירקטוריונים, לפיה שינוי אמיתי בקשר לשילוב נשים, ראוי שיקודם על ידי החברות עצמן, ולא ייָכָּפֶה על החברות שייאלצו לגייס נשים "למראית עין", במטרה לעמוד במכסה שתקבע הוראת חוק נוקשה.[199]

הדברים האמורים עד כה מלמדים על 1) הצורך לאזן בין החשיבות הרבה של שילוב נשים בדירקטוריונים לבין הקושי האפשרי הכרוך בשילובן בעתיד הקרוב 2) קיומו של פער בין המצב המצוי בדירקטוריונים בישראל לבין המצב הרצוי, שהינו פער שטעון שיפור אולם לא בהיקף

---

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

[195] ראו: Ahern & Dittmar, לעיל ה"ש 190, בעמ' 138.

[196] ראו: B. Espen Eckbo, Knut Nygaard & Karin S. Thorburn, *Board Gender-Balancing and Firm Value* (Working Paper, July 2018).

[197] לעיל ה"ש 195.

[198] Bruno et al., לעיל ה"ש 65, בעמ' 17.

[199] ראו, למשל: Danielle Paquette, *Why American Women Hate Board Quotas*, THE WASHINGTON POST (Feb. 9, 2015).

או בעוצמה של השיפור שנדרש במדינות שהתאפיינו בשיעורים נמוכים במיוחד. בהתאמה, הדברים האמורים מצדיקים שימוש במודל של "אמץ או הסבר".

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

בנוסף, כזכור, גיוון מגדרי אינו יכול להתמצות רק בגיוון רשמי (פורמאלי) שנותן דגש על *מספר* המושבים המאוישים על ידי נשים ביחס לגברים (גיוון "על פני השטח"). גיוון מגדרי ראוי שיקדם גם כהונה של נשים בתפקידים משמעותיים בדירקטוריון ("גיוון עמוק"), בדגש על כהונה בראשות ועדות של הדירקטוריון (ועדת ביקורת, ועדת תגמול, ועדת מאזן ועוד).[200] כדי לעודד גיוון עמוק, מוצע לחייב חברות ציבוריות לגלות אם אישה מכהנת בתפקיד יו"ר ועדת ביקורת, ועדת תגמול וועדת מאזן. הגילוי יכול שייעשה במתכונת דומה לזו שהוצעה בשאלון ממשל תאגידי או בדרך אחרת.

גודל הדירקטוריון. גודלו של הדירקטוריון אמור לאזן בין שני עניינים מרכזיים: מצד אחד, הוא אמור לקחת בחשבון את הצורך במספר מספק של מושבים שיבטיח דעות מגוונות ופוטנציאל לדיון ער ופורה. דירקטוריון קטן מדי יתקשה בהגשמת מטרות אלה. כמו-כן, דירקטוריון גדול יותר עשוי ליהנות מדרגת מומחיות גבוהה, בזכות שילוב של דירקטורים נוספים בעלי כישורים מתאימים.[201] מצד שני, דירקטוריון גדול מדי עלול להיות מסורבל ולהתקשות בקבלת החלטות במישור קביעת המדיניות ובמישור הפיקוח על ההנהלה המעשית. בנוסף, דירקטוריון גדול מדי עלול לייצר עימותים בין חברי הדירקטוריון ולהחריף את החשש מבעיית הטפילות (free-riding problems).[202] האתגר הוא, לאתר את מספר המושבים בדירקטוריון, או את הטווח הנכון של מספר המושבים, שיאזן בין הצורך במספר מושבים גדול מספיק שיאפשר דיון פורה ורמת מומחיות גבוהה מחד, אבל יימנע מלסרבל את הדיון בדירקטוריון מאידך.

---

[200] ראו לעיל ה"ש 49 וה"ש 80.

[201] לדיון ביתרון זה, ראו: Yixi Ning, Wallace N. Davidson III & Jifu Wang, *Does Optimal Corporate Board Size Exist*, 2 J. APP. FIN. 1,2 (2010) ("Each new board member brings both expertise and access to resources").

[202] ראו Jensen ו- Lipton & Lorsch, לעיל ה"ש 82 ו- 83, בהתאמה (בעיית הטפילות בדירקטוריון עלולה לגרום לחשש אצל דירקטור, כי מהשקעתו צפויים ליהנות כלל הדירקטורים ש"יתפסו טרמפ" על השקעתו. חשש מעין זה עלול לדכא, מראש, את התמריץ של אותו דירקטור להשקיע באיסוף וניתוח מידע הנחוץ לדיון בדירקטוריון).

כפי שהראיתי בחלק מוקדם של מאמר זה, הספרות התיאורטית האמריקאית המליצה בראשית שנות ה-90 להגביל את מספר המושבים בדירקטוריון לטווח שבין 7 ל- 9 מושבים, או לכל היותר ל- 10 מושבים. כזכור, באותה נקודת זמן מדובר היה במספר שנקבע באופן שרירותי. אולם, מספר מחקרים אמפיריים שבוצעו בהמשך, במהלך שני העשורים האחרונים, חיזקו את ההשערה התיאורטית והצביעו על כך שהגודל האופטימאלי של הדירקטוריון הוא, ברוב המקרים, קטן מ- 9 מושבים.[203] **רף זה של 9 מושבים** הוא הרף המקסימאלי עליו ממליץ המאמר, בחברות שהן אינן גופים פיננסיים שעשויים להידרש לדירקטוריונים גדולים יותר, לאור מורכבות המשימות המונחות לפתחם.

אזכיר, כי כפי שעולה מהמחקר שבוצע במסגרת מאמר זה, הגודל הממוצע של הדירקטוריונים בישראל, עומד על 7.42 מושבים וברוב המקרים מספר המושבים בדירקטוריונים של החברות נע בטווח שבין 4 עד 8 מושבים. עוד עולה, כי ב- 14 חברות בלבד, המהוות 11.2% מהמדגם שנבדק, הדירקטוריון כולל למעלה מ- 9 מושבים. 5 מתוך אותן חברות הן גופים פיננסיים, ביניהם 4 בנקים.[204] בהתחשב בדברים האמורים, בקשר למאפיין של גודל הדירקטוריון אפשר להסתפק במנגנון של "אמץ או גלה", ללא צורך בהסבר במקרה של אי עמידה ברף המומלץ של 9 מושבים.

לסיום בנקודה זו, מעניין גם לציין, שבניתוח השוואתי שביצעתי במאמר אחר, של מדיניות ההצבעה של עשרות המשקיעים המוסדיים הגדולים בישראל, מצאתי כי המוסדיים ממליצים על 13 מושבים, כמספר המושבים המקסימאלי לדירקטוריון.[205] מספר זה הוא המספר המקסימאלי שעליו ממליצה גם חברת אנטרופי, המייעצת לגופים מוסדיים לגבי אופן ההצבעה באספות כלליות, במסגרת מדיניות ההצבעה שלה, תוך שהיא מבהירה כי בבנקים ובגופים מוסדיים אחרים אפשר שהדירקטוריון יהיה גדול יותר, בהינתן מורכבות הפעילות המאפיינת גופים אלה.[206]

על רקע הממצאים שהובאו במאמר זה, ביחס לגודל הדירקטוריון והשפעתו האפשרית, ראוי לטעמי שמדיניות ההצבעה של המוסדיים, כמו גם המדיניות של חברת אנטרופי, תמליץ

---

[203] לעיל בפרק ב.3.

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

[205] אקשטיין (נייר עבודה).

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

על רף מקסימום של 9 מושבים. המלצה זו אינה נוגעת לדירקטוריונים של גופים מוסדיים ובראשם הבנקים.

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

המאפיין	**המצב האסדרתי המצוי**	**ההצעה**	**נימוקים עיקריים**
שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים	הוראת ממשל תאגידי מומלצת בחוק החברות, בדבר כהונה של דירקטורים בלתי תלויים, בשיעור של מחצית בחברה ללא בעל שליטה או דבוקת שליטה, ובשיעור של שליש בחברה עם בעל שליטה או דבוקת שליטה. ביחס להוראה זו לא מתבצעת אכיפה – שאלון ממשל תאגידי לא בתוקף מחייב.	עמידה ברף מומלץ שנקבע זה מכבר בחוק החברות - שימוש במודל של "אמץ או גלה"	– המלצות ועדת גושן – עמידה ברורה ברף המומלץ בחוק החברות

משך הכהונה	אין הגבלה – ניתן גילוי ביחס לתחילת הכהונה, מכוח תקנות הדיווח השוטף	קביעת רף מקסימאלי מומלץ של 10 שנים – שימוש במודל של "אמץ או גלה". דירקטורים שהם בעלי שליטה יוחרגו מהרף המומלץ.	– בסיס ידע שגובש בספרות המחקרית – היעדר קיומו של פער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי
גיל	אין הגבלה – ניתן גילוי ביחס לתחילת הכהונה, מכוח תקנות הדיווח השוטף	אי הגבלה – המשך גילוי במתכונת הקיימת או במתכונת דומה	– היעדר בסיס ידע מחקרי – עמידה ברורה ברף המומלץ
גיוון מגדרי (שיעור הכהונה של נשים בדירקטוריון)	הוראת ממשל תאגידי מומלצת בחוק החברות, בדבר הצורך בעת מינוי מועמד לדירקטוריון, להתחשב בגיוון המגדרי בדירקטוריון	קביעת רף מומלץ של 40% - שימוש במודל של "אמץ או הסבר" גילוי בדרך של "אמץ או גלה" – אם אישה מכהנת בתפקיד יו"ר ועדת הביקורת, ועדת התגמול או ועדת המאזן (במטרה לעודד גיוון מהותי)	– 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 מקסימאלי מומלץ של 9 מושבים – שימוש במודל של "אמץ או גלה"	– בסיס ידע שגובש בספרות המחקרית – היעדר קיומו של פער בין המצב המצוי לבין המצב הרצוי

3. שימוש במודל של "אמץ או הסבר"

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

היתרון הבולט בשימוש במודל של אמץ או הסבר, בהשוואה לשימוש בחקיקה או באסדרה (רגולציה) כופה, מוצא ביטוי בגמישות שמאפשר המודל. גמישות זו נדרשת, בהתחשב בכך שעקרונות מרכזיים של דיני החברות והממשל התאגידי עשויים שלא להתאים למכלול החברות באותה מידה (בבחינת one-size-does-not-fits-all).[207] החיסרון הבולט בשימוש במודל, קשור לחשש שהוא צפוי להשיג תוצאות רצויות, בקצב איטי יותר מאסדרה כופה.[208] בהתאמה, הוא עלול להיות פחות מתאים במתן מענה מהיר לכשלים מאוד משמעותיים המחייבים פתרון מהיר. כזכור, אין זה המקרה בעניינו.

חרף חשיבותו של המודל, עד כה נעשו יחסית מעט מחקרים לבחינת יעילותו. בהקשר של השימוש במנגנון אמץ או הסבר, מעניין להפנות למחקר המצוטט שביצעו Arcot ו- Bruno, שבחן את מידת היעילות של השימוש במנגנון זה.[209] החוקרים התמקדו ב- 245 חברות לא פיננסיות, שהיו רשומות למסחר בבורסה של לונדון וכלולות במדד FTSE350 בשנים 1998 עד

---

[207] ראו לעיל הטקסט הנלווה לה"ש 130 - 132.

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

[209] ראו: Sridhar R. Arcot & Valentina G. Bruno, *In Letter But Not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK*, (May 2006), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=819784.173

2004,[210] ובחנו אם חברות אלה עקבו אחר הקוד לממשל תאגידי שקיים באנגליה, וצייתו לעקרונות שמרכיבים את הקוד (התמקדו ב- 8 מתוך 11 עקרונות). החוקרים מצאו שמידת הציות של החברות גדלה משיעור של כ- 10% בשנים 1998 – 1999 לשיעור של כ- 56% בשנים 2003 – 2004. עוד מצאו החוקרים, כי בקרב החברות שלא צייתו למכלול העקרונות שנבחנו, שיעור אי הציות קטן משיעור של אי ציות ל- 2.05 עקרונות בממוצע בשנים 1998 – 1999 לשיעור אי ציות ל- 1.57 בממוצע בשנים 2003 – 2004. ביחס להסברים שנלוו למקרי אי ציות, החוקרים מצאו שהשיעור של מקרי אי הציות שנלוו להם הסברים כלשהם גדל משיעור של כ- 81% בשנים 1998 – 1999 לשיעור של כ- 87% בשנים 2003 – 2004.[211] עוד מצאו החוקרים, כי חברות המשתייכות למדד FTSE100,[212] מצייתות לעקרונות של הקוד בשיעור גבוה יותר (שיעור של כ- 37% לעומת שיעור של כ- 31% מצד חברות שאינן משתייכות למדד הנזכר).[213]

ממצא מעניין שעליו הצביעו החוקרים נוגע לאופן שבו מבנה הבעלות של החברה יכול להשפיע על מידת הציות שלה לעקרונות הכלולים בקוד הממשל התאגידי האנגלי. החוקרים מצאו 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 מסבירים זאת בכך שהעקרונות המרכיבים את הקוד נועדו להבטיח עצמאות ואי תלות של הדירקטוריון בבעלי השליטה בחברה, ולכן חברות בבעלות משפחתית ייטו שלא לאמצם, בשיעור גבוה יותר מחברות שלא בבעלות משפחתית.[214]

לבסוף, החוקרים בחנו את מידת הגילוי ואת איכות הגילוי שנלווה למקרים של אי ציות לעקרונות הכלולים בקוד, בשנים 1998 - 2004. החוקרים סיווגו את איכות הגילוי ל- 6 קבוצות איכות: החל מקבוצה שסווגה כקבוצה "0" ומייצגת מצב שבו החברות שלא צייתו לקוד לא פרסמו הסבר כלשהו ועד לקבוצה שסווגה כקבוצה "5" ומייצגת הסבר כנה ואמיתי שנלווה למקרה של אי ציות. החוקרים סיווגו 17% מהמקרים לקבוצה "0" (כלומר, במקרים אלה לא ניתן כל פירוט ביחס לאי הציות), 26% ו- 25% מהמקרים סווגו לקבוצות "1" ו- "2" בהתאמה (קבוצות אלה מייצגות מקרים שבהם ניתן תיאור כללי), 16% מהמקרים סווגו לקבוצה "4" ושאר המקרים סווגו לקבוצה "3" ולקבוצה "5" כאשר האחרונה מייצגת, כזכור, גילוי כנה ואמיתי.[215]

---

[210] מדובר במדד המניות המוביל של אנגליה שכולל את מניות 350 החברות בעלות שווי השוק הגדול ביותר הנסחרות בבורסה של לונדון.

[211] Arcot ו- Bruno, לעיל ה"ש 209, בעמ' 15.

[212] מדובר במדד המניות המוביל של אנגליה שכולל את מניות 100 החברות בעלות שווי השוק הגדול ביותר הנסחרות בבורסה של לונדון.

[213] Arcot ו- Bruno, לעיל ה"ש 209, בעמ' 16.

[214] שם, בעמ' 17 – 18.

[215] שם, בעמ' 23.

ממצאים אלה מצביעים על נטייה של חברות שלא מצייתות לקוד ממשל תאגידי באנגליה, לצרף לאי הציות הסבר שמכיל מידע מצומצם בלבד.[216] החוקרים מצאו שאיכות הגילוי שניתן על ידי חברות בבעלות משפחתית נמוכה מאיכות הגילוי שניתן על ידי חברות שלא בבעלות משפחתית (ממוצע של 2.18 לעומת ממוצע של 2.56).[217] החוקרים מסבירים כיצד, נכון לשנים 1999 – 2004 שבהן התמקד המחקר, הגילוי שניתן על ידי החברות לא היה כפוף לפיקוח של רגולטור כלשהו באנגליה, והגורם שאמור היה לפקח על הגילוי שניתן הם בעלי המניות של החברות, בדגש על המשקיעים המוסדיים.[218] 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.[219]

מחקר נוסף שהתפרסם בשנת 2014 בחן אף הוא את יעילות השימוש במודל של אמץ או הסבר בהקשר של דיני החברות, במספר מדינות: בלגיה, גרמניה, איטליה, הולנד, ואנגליה.[220] המחקר התמקד ב- 50 חברות שהיו רשומות בכל אחת מהמדינות בשנים 2005 – 2007, ובחן את האופן שבו הן פעלו בהתאם למנגנון של אמץ או הסבר. בדומה למחקר של Arcot ו- Bruno, גם מחקר זה בחן את איכות הגילוי שסיפקו חברות במקרים של אי ציות לעקרון מסוים, וסיווגו את איכות הגילוי ל- 6 קבוצות איכות שונות. המחקר מצא כי ב- 40.2 אחוזים מהמקרים הגילוי שניתן לאי הציות היה לא מספק.[221]

כאמור לעיל, חרף חשיבותו של הנושא, נראה שעד כה בוצעו מעט מחקרים אמפיריים שבחנו את האפקטיביות של השימוש במודל של אמץ או גלה.[222] עם זאת ברור, שנדרש פיקוח על האופן שבו חברות שבוחרות לסטות מעקרונות מומלצים של ממשל תאגידי, מספקות גילוי ביחס לסיבה לסטייה, להיקפה של הסטייה ולצעדים שבכוונת החברה לנקוט ביחס לסטייה, אם בכלל. אני סבור, שאסדרה של מבנה הדירקטוריון יכולה לסמוך על מנגנון של "אמץ או הסבר", וזאת, בזכות הסביבה שבה פועלות כיום החברות בישראל, שמתאפיינת בפיקוח מצד

---

[216] שם, שם.

[217] שם, בעמ' 26.

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

[219] שם, בעמ' 34.

[220] ראו: Annika Galle, "*'Comply or Explain' in Belgium, Germany, Italy, the Netherlands and the UK: Insufficient Explanations and an Empirical Analysis*", 12 CORPORATE OWNERSHIP & CONTROL 862 (2014).

[221] שם, בעמ' 868.

[222] שם, בעמ' 864 ("Studies on code compliance … are quite rare…"). ראו גם Arcot ו- Bruno, לעיל ה"ש 209, 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").

רשות ניירות ערך הישראלית, ובעניין ער מצד בעלי מניות וריבוי הליכים שאותם יוזמים תובעים במישור האכיפה הפרטי (הליכים של תביעות ייצוגיות ונגזרות), וכן מצד התקשורת הכלכלית.[223] לבסוף, בהינתן שהשוק הישראלי הוא שוק בבעלות ריכוזית, ושחברות רבות בשוק הישראלי נשלטות על ידי משפחות, המחקר של Arcot ו- Bruno, מעורר חשש בקשר למידת היעילות של מודל מסוג אמץ או הסבר בישראל. חשש זה מצדיק מעקב אחר הגילוי שניתן על ידי חברות ציבוריות ישראליות המצויות בשליטה של משפחות.

4. מדיניות בקשר למינוי דירקטורים

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

כמוסבר בחלקים מוקדמים של המאמר, חברות נבדלות אלה מאלה באופיין, בצרכים שלהן, בהיקף פעילותן, בדרך הפעולה שלהן ובסביבה שבה הן פועלות. כך, למשל, דירקטורים של חברות מסוימות עשויים להידרש למומחיות ספציפית ורמת היכרות גבוהה במיוחד עם החברה ועם התעשייה שבה היא פועלת.[224] המחשה לכך ניתן למצוא בחוזר גופים מוסדיים שפורסם לאחרונה על ידי רשות שוק ההון, במסגרת האסדרה של חברות ביטוח וגופים מוסדיים אחרים. החוזר דורש כי דירקטור בגופים מוסדיים, כהגדרתם בחוזר, יהיה בעל מומחיות בביטוח או בפנסיה. מדובר במומחיות **ספציפית** שרכש הדירקטור, בין השאר, בזכות העובדה שכיהן בתפקיד בכיר או כדירקטור בחברת ביטוח או חברה מנהלת של קרן פנסיה, שתחומי הפעילות העיקריים שלה דומים לתחומי הפעילות העיקריים של הגוף המוסדי לו הוא מתמנה. מדיניות מינוי הדירקטורים באותן חברות אינה יכולה להתעלם מדרישת החוזר להבנה "עמוקה של הדירקטוריון את פעילות הגוף המוסדי",[225] ועליה לשקול זאת, למשל, בשקלה האם להגביל את משך הכהונה של מכלול הדירקטורים בדירקטוריון.

עיצוב הדירקטוריון בהתאם למאפיינים שנותחו במאמר זה, מחייב גם תכנון מוקדם במסגרת תכנית מובנית. אחרת, צפוי להתעורר קושי בעמידה במכלול העקרונות שעליהם המליץ המאמר. בנוסף, בהינתן שהרכב הדירקטוריון מתעדכן מעת לעת, ודי בגיוס דירקטור

---

[223] בהקשר זה, ראו, למשל: Gabaldon et al., לעיל ה"ש 176, בעמ' 376 ("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.").

[224] ראו: חוזר גופים מוסדיים, לעיל ה"ש 79, בסעיף 13. דברי ההסבר לחוזר מציינים בהקשר זה כי "לדירקטורים בעלי ניסיון עשיר בתחומי הליבה של חברות ביטוח וקרנות פנסיה תרומה רבה לביצוע נאות של תפקידי הדירקטוריון, להבנה **עמוקה** של הדירקטוריון את פעילות הגוף המוסדי..." [הדגשה הוספה].

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

חדש כדי לשנות את הרכב הדירקטוריון (בהקשר של שיעור הבלתי תלויים, משך הכהונה, הגיל והמגדר), ראוי שהתכנית תיבחן כמידי 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.[226] בין אם תוקם ועדת מינויים מטעם הדירקטוריונים בישראל ובין אם לאו, ראוי שחברות ציבוריות יפעלו לאורה של מדיניות מינויים ברורה שתעוצב לאור העקרונות שהותוו במאמר זה, תוך ביצוע ההתאמות הנדרשות לשם הבטחת תפקוד יעיל של הדירקטוריון.

סיכום

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

בנוסף, המאמר מציע מחקר אמפירי עדכני שניתח את המאפיינים הנזכרים ביחס ל- 928 דירקטורים המכהנים בחברות הכלולות במדד ת"א 125 נכון ליום 31 בדצמבר 2017, ומציג את ממצאיו. הממצאים מוצגים באופן השוואתי לממצאים המתייחסים לדירקטורים המכהנים בחברות הציבוריות הגדולות בארצות הברית. התמונה המתקבלת היא ששיעור הדירקטורים הבלתי תלויים המכהנים בישראל גבוה מהשיעור עליו ממליץ חוק החברות; משך הכהונה הממוצע שלהם קצר מהממוצע האמריקאי; גילם הממוצע נמוך יותר מהממוצע האמריקאי ומספר המושבים הממוצע בדירקטוריון הישראלי נמוך מהממוצע האמריקאי ונמוך מהרף עליו הצביעו חוקרים בולטים בתחום דיני התאגידים כרף עליון (מקסימלי) שמעבר לו עלול תפקוד הדירקטוריון להיפגע. 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 ולכן מוצע לנסות ולהעלותו.

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

[226] אקשטיין (נייר עבודה).

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