

האם איכות הממשל התאגידי משפיעה על ערך השוק של חברות עסקיות בישראל?

בני לאוטרבך ומנשה שחמון¹

במחקר זה אנו בונים, לראשונה בישראל, מדד לדירוג איכות ממשל תאגידי. המדד מושתת על עקרונות טכניים מקובלים בספרות הבינלאומית, מתמקד בארבעה נושאים עיקריים (יכולות הדירקטוריון, בקרה וביקורת, אתיקה והגינות ושקיפות) וכולל 19 משתנים. ניתוח אמפירי של 173 חברות ציבוריות (שנכללו ברשימת ת"א 100 ויתר 150 בסוף שנת 2005) מגלה כי: (1) חברות ללא גרעין שליטה וחברות המציגות תשואה גבוהה יותר על ההון הן בעלות ממשל תאגידי איכותי יותר; (2) קיים קשר חיובי מובהק בין המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי שבנינו לבין ערך החברה היחסי (Tobin's Q); (3) קיומו של קוד אתי, עסקאות מעטות עם בעלי עניין, דיווח מוקדם של הדו"חות התקופתיים והכללת מספר מועט של דירקטורים שהם עובדי תאגידי, הם מרכיבי המדד בעלי הקשר החיובי החזק ביותר עם ערך החברה; (4) לחברות דואליות איכות ממשל תאגידי גבוהה יותר וערך Q גבוה יותר.

א. מבוא

אחת המטרות המרכזיות של רגולציה בשוק ההון היא ליצר "ממשל תאגידי נאות", כלומר להגדיר אוסף של עקרונות כלליים וחוקים שיבטיחו התנהגות אחראית והוגנת של החברה ומנהליה כלפי המשקיע הקטן בחברה. ממשל תאגידי ראוי צפוי להקטין את הסיכון של המשקיעים מן הציבור, ולמנוע מלכתחילה אירועים שגופים רגולאטורים מתקשים לחשוף בדיעבד.

הרשות לניירות ערך בישראל מינתה את ועדת גושן במטרה להתייחס למבנה ולמתכונת הראויים של עקרונות ממשל תאגידי בישראל. המלצות ועדת גושן, שאומצו על ידי הרשות בדצמבר 2006, מתמקדות בעיקר בשיפור עצמאות ויכולות הדירקטוריון, שיפור עבודת ועדת הביקורת, שיפור איכות הדיווח והגילוי של תאגידיים, וכינון בית משפט מתמחה לדיני חברות וניירות ערך. ביולי 2007 אשרה הרשות הנחיה המחייבת כל חברה בורסאית לגלות בדו"ח הדירקטוריון פרטים על יישום המלצות ועדת גושן.

במחקר זה אנו בונים לראשונה בישראל, מדד לדירוג איכות ממשל תאגידי המושתת על העקרונות הטכניים שהוצגו במחקרים קודמים. המדד הישראלי שבנינו (מוצע בארבע גרסאות),

1 אנו מודים לישי יפה, יוג'ין קנדל ושופט הרבעון לכלכלה על הערותיהם המועילות. תודתנו נתונה גם לפורום למדיניות כלכלית על שם פנתס ספיר על תמיכתם הכספית במחקר. השגיאות שנתרו הן באחריותנו הבלעדית.

מורכב מארבע קטגוריות: הדירקטוריון, בקרה וביקורת, אתיקה והגינות ושקיפות, והוא כולל 19 משתנים.

בשלב הראשון אנו בודקים מהם הגורמים המשפיעים על המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי שבנינו. התוצאות מצביעות על כך שחברות עם בעלות מבוזרת (שאינן בהן גרעין שליטה) וחברות המציגות תשואה גבוהה יותר על ההון הן בעלות ממשל תאגידי איכותי יותר.

בשלב השני אנו בודקים האם קיים קשר בין הערך היחסי של התאגיד (Tobin's Q) לבין איכות הממשל התאגידי שלו. אנו מתעדים מתאם חיובי מובהק בין ערך התאגיד לבין המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי, ממצא התומך בהשערה שממשל תאגידי איכותי יותר מוביל לערך חברה גבוה יותר. בנוסף אנו בודקים מהם מרכיבי המדד בעלי ההשפעה המרבית על ערך החברה. כאן אנו מוצאים שקיומו של קוד אתי, העדר עסקאות של בעלי שליטה, שקיפות והכללת מספר מועט של עובדי תאגיד בדירקטוריון החברה הם המשתנים במדד בעלי הקשר החיובי החזק ביותר עם ערך החברה.

בשלב השלישי והאחרון אנו בודקים את השפעת הרישום הכפול על איכות הממשל התאגידי ועל ערך החברה. אנו מוצאים שלחברות בעלות רישום כפול, איכות ממשל תאגידי וערך יחסי (Q) גבוהים יותר, מאשר לחברות הנסחרות בתי"א בלבד.

המאמר מאורגן באופן הבא: בפרק ב מובאת סקירת ספרות ונבנות השערות המחקר; בפרק ג מתואר המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי שאנו מציעים; בפרק ד נדונה שיטת המחקר; בפרק ה מתואר המדגם; בפרק ו מוצגות ונידונות התוצאות האמפיריות; פרק ז כולל סיכום ומסקנות.

ב. סקירת ספרות

ב.1. מדדים לדירוג איכות ממשל תאגידי

Gompers, Ishii and Metrick (2003) הם החוקרים הראשונים שבנו מדד לדירוג איכות ממשל תאגידי, Corporate Governance Index, להלן CGI, בארצות הברית. בעקבותיהם פורסמו מחקרים נוספים: (2009) Bechuk, Cohen and Ferrell; Bechuk and Cohen (2005); (2005) Cremers and Nair; (2006) Core, Guay and Rusticus; (2006) Brown and Caylor ואחרים. קבוצת מחקרים זו עוסקת בשוק ההון בארצות הברית, שוק המתאפיין במבנה בעלות מבוזרת, מבנה המוטורד בעיקר מבעיית ניגוד העניינים בין בעלי המניות לבין המנהלים. נוכח עובדות אלו המדד לדירוג איכות הממשל התאגידי, CGI, שנבנה בארה"ב מבוסס על מנגנוני האיזון ביחסי הכוחות בין בעלי המניות למנהלים.

(2006) Black, Love and Beiner, Drobetz, Schmid and Zimmermann בשווייץ, (2006) Rachinsky ברוסיה, (2004) Drobetz, Schillhofer and Zimmermann בגרמניה, (2006 a,b) Black, Jang and Kim בקוריאה, (2007) Cheung, Connelly, Limpaphayom and Zhou בהונג קונג ואחרים בנו מדדים רחבים יותר לדירוג איכות הממשל התאגידי, מדדים המדגישים את מנגנוני האיזון בין בעלי מניות "פשוטים" מקרב הציבור לבעלי השליטה בחברה. במרבית המדינות בעולם, מחוץ לארה"ב, קיימים בעלי שליטה בחברות העסקיות: יחיד, משפחה או שותפים עסקיים, המחזיקים ברוב כוח ההצבעה בחברה ומנווטים את דרכה. לבעלי השליטה בחברה כוח רב והם עלולים לתמרן את החברה להשאת תועלתם האישית. השאת

תועלחם האישית של בעלי השליטה תתבטא, בדרך כלל, בעושה החברה ובעלי המניות הקטנים שלה. לכן, כדי לתת ביטוי לאיכות ההגנה על המשקיע הקטן, כללו מדדים של ממשל תאגידי מחוץ לארה"ב, בנוסף לפרמטרים של זכויות בעלי המניות, גם פרמטרים הקשורים למבנה הדיריקטוריון, עצמאותו ודרכי פעולתו, בקרה וביקורת חשבונאית של החברה (פנימית וחיצונית) ושקיפות ציבורית של החברה.

2.2. גורמים המשפיעים על רמת המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי

לאחר בניית המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי אנו מעוניינים לבדוק גם מהם הגורמים המשפיעים על רמתו. בדיקה זו אינה שכיחה בקרב החוקרים, ולמעשה בודדים וביניהם Black, Jang and Kim (2006b) ערכו אותה. הם מדווחים על קשר חיובי מובהק ברמת מובהקות של 1% בין המדד שבנו לבין הלוג הטבעי של סך הנכסים, וסטיית התקן השבועית של תשואות המניות. הם גם מוצאים קשר שלילי מובהק ברמת מובהקות של 5% בין המדד שבנו לבין היחס רכוש קבוע למכירות.

החוקרים מסבירים שהברות גדולות הן מורכבות ומפוקחות יותר ולכן מאמצות ממשל תאגידי איכותי יותר. יהד עם זאת הם מסייגים את התוצאות שהתקבלו, שכן המשתנה "גודל חברה" נמצא חיובי מובהק עבור נתוני דירוג איכות הממשל התאגידי שמפרסמת חברת Standard & Poors. מנגד משתנה זה נמצא חסר משמעות עבור נתוני דירוג איכות הממשל התאגידי המתפרסם באסיה על ידי Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA).

ביחס לקשר שמצאו בין סיכון לאיכות ממשל תאגידי, טוענים Black et al. (2006b) שהברות מסוכנות יותר זקוקות לאמצעי בקרה ופיקוח טובים יותר ולכן הן מאמצות ממשל תאגידי איכותי יותר. עוד טוענים Black et al. (2006b) שהברות בעלות רכוש מוחשי רב יחסית קלות לניטור ופיקוח, ואינן מצריכות ממשל תאגידי קפדני. לכן נוצר קשר שלילי בין איכות ממשל תאגידי לבין היחס רכוש קבוע למכירות. לסיכום, נראה לנו כי המכנה המשותף של ממצאי Black et al. (2006b) הוא שהברות מאמצות רמת ממשל תאגידי התואמת את לחצי הסכיבה עליהן. במחקר הנוכחי אנו מציעים שני גורמים נוספים לרשימת הגורמים המשפיעים על CGI:

1. רווחיות החברה – הברות רווחיות יותר, בעלות תשואה גבוהה על ההון, יכולות להרשות לעצמן לאמץ בפועל ממשל תאגידי איכותי יותר.
2. מבנה בעלות – בחברות ללא גרעין שליטה קיים ממשל תאגידי איכותי יותר כי אין בהן בעל שליטה שאיכות גבוהה של ממשל תאגידי יכולה לפגוע בהכנסותיו ובתועלתו האישית.

3.3. הקשר בין ערך התאגידי לבין איכות הממשל התאגידי שלו

חוקרים רבים וביניהם La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2002) ו-Lombardo and Pagano (2006) מעלים את ההשערה שממשל תאגידי איכותי מעלה את ערך התאגידי. החוקרים טוענים שמשקיעים מוכנים לשלם יותר עבור מניות בחברות בעלות ממשל תאגידי איכותי יותר משתי סיבות עיקריות. האחת, חברה עסקית, בעלת מערכת משוכחת יחסית

של הגנה על המשקיע הקטן, מחלקת חלק גדול יותר מרווחיה האמיתיים לידי המשקיעים (בצורת ריבית או דיבידנד). השנייה, ממשל תאגידי איכותי מקטין את עלות ההון, כלומר את שיעור התשואה הנדרש. זאת כיוון שהמשקיעים מן הציבור בטוחים יותר שיקבלו את חלקם בעוגה הכוללת וכיוון שמשקיעים אלו חוסכים בעלויות פיקוח בקרה וביקורת. עליית התורים לבעלי המניות הקטנים (הסיבה הראשונה לעיל) והורדת הסיכון שלהם (הסיבה השנייה) גורמים לעליית ערך השוק של מניות חברה בעלת ממשל תאגידי איכותי.

את השפעת איכות הממשל התאגידי על ערך החברה ניתן לבחון בשתי דרכים; באמצעות ניתוח אירוע, והיינו תגובת ערך החברה לשינויים חדים באיכות הממשל התאגידי, ובאמצעות רגרסיות חתך או רגרסיות פאנל (המשלכות נתוני חתך עם נתונים עיתיים). נתחיל בשיטת ניתוח אירוע.

שערוריות ניהוליות וחשבונאיות בקרב תאגידים ציבוריים מובילים הניעו במדינות רבות מהלך של חקיקה כמו Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX) בארצות הברית, חוק שבין מטרתו יצירת מנגנוני ניהול ובקרה ראויים, הקטנת הסיכון של המשקיעים והגדלת השקיפות בפניהם.

Aggarwal and Williamson (2006) בדקו את השפעת המהלך וגילו שינוי מהותי בממשל התאגידי בתקופה 2001–2005. החוקרים מדווחים על השפעה ניכרת של גודל החברה וענף התעשייה על איכות הממשל התאגידי. לאחר שניכר את השפעת גודל החברה ואת השפעת הענף התעשייתי הם מדווחים על קשר חיובי מובהק בין איכות הממשל התאגידי לבין ערך התאגידי.

Aggarwal et al. (2006) גם מגלים קשר חיובי מובהק בין איכות הממשל התאגידי לבין ערכם של תאגידים שאימצו ממשל תאגידי איכותי בתקופה הקודמת לחקיקת SOX. המסקנה המתבקשת היא שגם לפני SOX השווקים שקללו את פרמטר איכות הממשל התאגידי בעת קביעת מחירן של חברות. בתקופה שלאחר חקיקת SOX החוקרים אינם מוצאים קשר בין איכות הממשל התאגידי לבין ערך התאגידי, עבור מאפיינים של איכות הממשל הכלולים בחוק. אבל, הם מוצאים קשר בין איכות הממשל התאגידי לבין ערך התאגידי, עבור מאפיינים של איכות הממשל התאגידי שאינם כלולים בחוק.

Chhaochharia and Grinstein (2007) בדקו אף הם את השפעת החקיקה בארצות הברית. הם מדווחים שחברות גדולות שנדרשו לעשות יותר שינויים בעקבות החוק הניבו תשואה עודפת בהשוואה לחברות גדולות שנדרשו לעשות שינויים מעטים. לדעתם, בדומה ל-Aggarwal and Williamson (2006) השווקים כבר שיקללו מידע זה במחירן של חברות בעלות ממשל תאגידי איכותי. מנגד, בחברות קטנות הממצאים הפוכים. חברות קטנות שנדרשו לעשות יותר שינויים בעקבות החוק הניבו תשואה עודפת שלילית בהשוואה לחברות קטנות שנדרשו לעשות שינויים מעטים. לדעת Chhaochharia and Grinstein (2007), בדומה ל-Linck, Netter and Yang (2009) ו-Holmstrom and Kaplan (2003), מרכיב ההוצאות הקשורות ביישום החוק מהווה נטל כלכלי כבד ביותר, בחברות קטנות. לפיכך כנראה שבחברות קטנות עלות חוק SOX עולה על תועלתו.

המסקנה העולה מהספרות העוסקת באירוע של חקיקת חוק SOX היא שאיכות גבוהה של ממשל תאגידי משפיעה לחיוב על ערך השוק של התאגידי.

שיטת רגרסיות החתך מציעה מסקנות דומות. Gompers, Ishii and Metrick (2003) בדקו את הקשר בין CGI שבנו לבין הערך היחסי של התאגידי הנאמד באמצעות Tobin's Q. הם מדווחים שכאשר איכות הממשל התאגידי גבוהה יותר, החברות משיגות ערך שוק גבוה יותר, רווח ושיעור צמיחת מכירות גבוהים יותר וגם עלויות הון נמוכות יותר. החוקרים חילקו את המדגם לעשירונים על פי איכות הממשל התאגידי, והציעו את האסטרטגיה הבאה: קנה תיק השקעות

בעשירון שבו הממשל התאגידי הוא האיכותי ביותר ומכור תיק השקעות בעשירון שבו הממשל התאגידי הוא הגרוע ביותר. אסטרטגיית השקעה זו משיגה לטענתם תשואה עודפת מובהקת של 8.5% לשנה. גם Cremers and Nair (2005) תומכים במסקנה זו. הם מתארים אסטרטגיית השקעה דומה (קניה ומכירה בחסר) המניבה תשואה עודפת של כ-10% לשנה. המחקרים של Bebhuk, Cohen and Ferrell (2009) ושל Bebhuk and Cohen (2005) צמצמו את המדד שבנו Gompers, Ishii and Metrick (2003) והם תומכים במסקנה שקיים קשר חיובי בין ערך התאגיד לבין איכות הממשל התאגידי שלו. Brown and Caylor (2006) תומכים גם הם בממצאים.

מחוץ לארה"ב תעדו Beiner, Drobotz, Schmid and Zimmermann (2006) קשר חיובי בין CGI שבנו לבין הערך היחסי של התאגיד, Q, עבור מדגם של 109 חברות ציבוריות בשוויץ. הם טוענים שהקשר בין ערך התאגיד לאיכות הממשל התאגידי שלו סיבתי, כלומר שממשל תאגידי איכותי הוא בין הגורמים המסבירים את ערכי השוק הגבוהים יותר.

Black, Love and Rachinsky (2006) התבססו על דירוג איכות הממשל התאגידי שפורסם על ידי בנקים להשקעות ברוסיה. הם מצאו קשר חיובי מובהק בין ערך התאגיד לבין איכות הממשל התאגידי שלו במדגם של 99 חברות ציבוריות ברוסיה. אולם, בניגוד ל- Beiner, Drobotz, Schmid and Zimmermann (2006) הם טוענים ליחס סיבתי הפוך. כלומר, לדעתם, תאגידים בעלי ערך גבוה מאמצים סטנדרטים גבוהים יותר של ממשל תאגידי.

Black, Jang and Kim (2006a) בדקו מדגם של 453 חברות ציבוריות בקוריאה ומדווחים על קשר חיובי מובהק בין מדד CGI שבנו לבין הערך היחסי של התאגיד, Q.

Cheung, Connelly, Limpaphayom and Zhou (2007) מדווחים שממשל תאגידי הוא גורם חשוב להסבר ערכן של חברות ציבוריות בהונג-קונג. החוקרים קיבלו קשר חיובי מובהק בין מדד CGI שבנו לבין ערך התאגיד (הנמדד על ידי היחס market to book) עבור 168 חברות ציבוריות. בנוסף הם מדווחים שלמרכיב השקיפות במדד תרומה מהותית.

מן הראוי לציין שבספרות התפרסמו גם מספר מאמרים שלא מצאו קשר מובהק בין ערך הפירמה וביצועיה לממשל התאגידי שלה – ראה, למשל, Lareker et al. (2007). למרות זאת, באופן עקבי עם מרבית המחקרים הקודמים בנושא, השערת המחקר שלנו היא שגם בישראל קיים קשר חיובי מובהק בין הערך היחסי של התאגיד, Tobin's Q, לבין איכות הממשל התאגידי שלו.

4.2. השפעת רשום כפול בבורסה זרה על איכות הממשל התאגידי של החברה ועל ערכה

Stulz (1999); Weisbach and William (2002) ו- Doidge, Karolyi and Stulz (2004) טוענים שרישום למסחר במדינה שבה הממשל התאגידי איכותי יותר מחייב את החברה בשקיפות, בקרה ופיקוח טובים יותר. Klapper and Love (2004) השתמשו במדגם של חברות גדולות בלבד מ-14 מדינות מתפתחות. הם מצאו כי חברות במדינות בעלות ממשל תאגידי "חלש" העלו את ערכן על ידי רישום למסחר בבורסה כמו ארה"ב, שבה הממשל התאגידי חזק יחסית. השערות המחקר שלנו בנוגע להשפעת הרישום הכפול הן:

1. איכות הממשל התאגידי בחברות דואליות, הרשומות למסחר גם בישראל וגם בארה"ב, גבוהה בממוצע מאיכות הממשל התאגידי של חברות הרשומות למסחר בישראל בלבד.

2. ערכן היחסי של חברות דואליות גבוה בממוצע מערכן היחסי של חברות הרשומות למסחר בישראל בלבד.

ג. בניית מדד לדירוג איכות ממשל תאגידי בישראל

במחקר זה אנו בונים, לראשונה בישראל, מדד לדירוג איכות ממשל תאגידי. מדד זה מושתת על העקרונות והמשתנים שהוצגו במחקרים שונים בחו"ל, תוך התאמות המתבקשות לישראל, ותוך התחשבות במגבלת הנתונים הקיימים בישראל.

Gompers, Ishii and Metrick (2003) היו הראשונים שבנו מדד לדירוג איכות ממשל תאגידי בארה"ב. המדד כלל 24 משתנים המתארים ממשל תאגידי איכותי. רוב המשתנים שנכללו במדד זה מקורם בחוקים ותקנות שעניינם השתלטות עוינת בארה"ב. המדד חולק לחמש קטגוריות כמפורט להלן: (1) שיטות לעיכוב השתלטות עוינת הנגזרות ממבנה השליטה של החברה. (2) זכויות בעלי המניות. (3) הגנה ושיפוי של דירקטורים וחברי הנהלה בכירה. (4) הגנות אחרות מפני השתלטות עוינת, הקבועות בתקנון התאגדות החברה, כמו תקנות "מחיר הוגן" ו"גלולה מרה". (5) הגנות נוספות מפני השתלטות עוינת המעוגנות בחוקי המדינה שבה התאגדה החברה.

גרסאות נוספות של מדד דירוג איכות הממשל התאגידי בארה"ב ניתן למצוא ב־ Bebhuk, Brown and Caylor (2006); Cremers and Nair (2005); Cohen and Ferrell (2009) ואחרים. גרסאות אלו אינן רלוונטיות לישראל, כמו גם למדינות רבות אחרות, כיון שהן מבוססות על מנגנוני האיזון ביחסי הכוחות בין בעלי המניות למנהלים, כלומר מיועדות לניטור בעיה שאופיינית לארה"ב ואנגליה בעיקר.

בעיית הסוכן האופיינית לישראל ולרוב כלכלות העולם היא חוסר האיזון בין כוחם של בעלי השליטה בחברה לבין כוחם של המשקיעים הפשוטים מן הציבור. בעלי השליטה, המחזיקים כוח הצבעה מכריע בחברה (בדרך כלל מעל 50% מההצבעה), יכולים לנצל את החברה להפקת טובות הנאה לעצמם על חשבון ציבור בעלי המניות הרחב. ממשל תאגידי איכותי מונע מבעלי השליטה לעשות את החברה או לפחות מפחית את רמת טובות ההנאה הפרטיות של בעלי השליטה. במדינות רבות בעולם נבנה מדד לאיכות הממשל התאגידי המבוסס על איכות הפיקוח על בעלי השליטה ורמת ההתחשבות במשקיע הקטן בחברה.

Black, Jang and Kim (2006 a,b) השתמשו בשאלון שבנתה הבורסה לניירות ערך בקוריאה. שאלון זה נשלח מטעם הבורסה הקוריאנית לכל החברות הציבוריות וכולן נדרשו לענות עליו. בהתבסס על שאלון זה, ועל מאגר המידע שהוקם בעקבותיו, בנו החוקרים מדד לדירוג איכות ממשל תאגידי בקוריאה. המדד שבנו כלל 39 משתנים המתארים ממשל תאגידי איכותי. המדד חולק לחמש קטגוריות, כמפורט להלן: (1) זכויות בעלי המניות. (2) מבנה מועצת המנהלים. (3) נהלים ודרכי פעולה של מועצת המנהלים. (4) שקיפות. (5) אחוז האחזקה שבידי בעלי מניות שאינם בעלי שליטה (משתנה אחד בלבד).

Beiner, Drobetz, Schmid and Zimmermann (2006) בנו מדד לדירוג איכות ממשל תאגידי בשווייץ. המדד שבנו כלל 38 משתנים המתארים ממשל תאגידי איכותי. בשל מחסור במידע ממוכן זמין התבצע איסוף הנתונים באמצעות שאלון שבנו. השאלון התבסס על המלצות ה־Swiss Code of Best Practice והוא נשלח למזגם של חברות ציבוריות גדולות בשווייץ. התשובות שהתקבלו אומתו בחלקן באמצעות הצלבה עם מידע ציבורי שפורסם לגבי אותן חברות.

המדד חולק לחמש קטגוריות, כמפורט להלן: (1) מחויבות ההנהלה לממשל תאגידי איכותי. (2) זכויות בעלי המניות. (3) שקיפות. (4) מועצת מנהלים והנהלה בכירה. (5) ביקורת ודיווח. המדד הישראלי שבנינו מבוסס על המידע שמפרסמות חברות ציבוריות בדו"חות השנתיים. מטבע הדברים, המידע המפורסם מצומצם בהשוואה לשאלוני מחקר, אך מנגד מידע זה כפוף לבקרה ופיקוח של רואה החשבון ושל הרשות לניירות ערך, ולכן יתכן שהוא גם מהימן קצת יותר. המדד שבנינו מורכב מארבע קטגוריות וכולל 19 משתנים. ארבע הקטגוריות המרכיבות את המדד הן: (1) הדירקטוריון, (2) בקרה וביקורת, (3) אתיקה והגינות, (4) שקיפות. לפרוט המשתנים הנכללים במדד לדירוג איכות ממשל תאגידי ראה לוח 1.

לוח 1: הרכב המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי

מספר סידורי	סימול המשתנה	קטגוריה שאליה שייך המשתנה	הגדרת המשתנה והשפעתו המשוערת	סיווג לצורכי המדד הבינומי
1	NUM_MEET	הדירקטוריון	מספר אסיפות הדירקטוריון שכינסה החברה. מספר אסיפות רב יותר משפר את איכות הממשל התאגידי.	המשתנה מספר אסיפות הדירקטוריון מקבל ערך של 1 כאשר החברה כינסה שתי אסיפות או יותר.
2	CEO_IS_CHR	הדירקטוריון	משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר יו"ר החברה אינו משמש גם כמנכ"ל וערך 0 אחרת. כאשר קיימת הפרדת סמכויות איכות הממשל התאגידי משתפרת.	המשתנה יו"ר החברה משמש גם כמנכ"ל מקבל ערך של 1 כאשר היו"ר אינו המנכ"ל.
3	BOARD_SIZE	הדירקטוריון	מספר חברי הדירקטוריון. דירקטוריון גדול יותר איכותי פחות מבחינת פיקוח וממשל תאגידי.	המשתנה מספר חברי הדירקטוריון מקבל ערך של 1 עבור דירקטוריון המונה בין 6 ל 9 חברים.
4	CONTROL_DIR	הדירקטוריון	שיעור הדירקטורים מקרב בעלי השליטה באחוזים. ככול ששיעור בעלי השליטה בדירקטוריון נמוך יותר איכות הממשל התאגידי משתפרת.	המשתנה שיעור הדירקטורים מקרב בעלי השליטה מקבל ערך של 1 כאשר אין דירקטורים מקרב בעלי השליטה בדירקטוריון.

מספר סידורי	סימול המשתנה	קטגוריה שאליה שייך המשתנה	הגדרת המשתנה והשפעתו המשוערת	סיווג לצורכי המדד הבינומי
5	EMPLOY_DIR	הדירקטוריון	שיעור הדירקטורים עובדי תאגיד, שאינם בעלי שליטה, באחוזים. ככול ששיעור עובדי התאגיד בדירקטוריון נמוך יותר איכות הממשל התאגידי משתפרת.	המשתנה שיעור הדירקטורים עובדי תאגיד מקבל ערך של I כאשר אין דירקטורים עובדי תאגיד בדירקטוריון.
6	EXPRD_DIR	הדירקטוריון	שיעור הדירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית באחוזים. ככול ששיעור המומחים בדירקטוריון גדל איכות הממשל התאגידי משתפרת.	המשתנה שיעור הדירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית מקבל ערך של I כאשר 37% (חציון) מחברי הדירקטוריון או יותר, מיומנים.
7	INT_AUDIT_SUP	בקרה וביקורת	משתנה דמי המקבל ערך של I כאשר הממונה על המבקר הפנימי זו ועדת הביקורת וערך 0 אחרת. ועדת ביקורת בלתי תלויה (יחסית) ולכן איכות הממשל התאגידי משתפרת.	המשתנה הממונה על המבקר הפנימי מקבל ערך של I כאשר הממונה על המבקר זו ועדת הביקורת.
8	INT_AUDIT_YRS	בקרה וביקורת	הוותק של מבקר הפנים (כמה שנים הוא בתפקיד זה). תחלופה גבוהה מעידה על אי תלות ולכן איכות הממשל התאגידי משתפרת.	המשתנה הוותק של מבקר הפנים מקבל ערך של I כאשר הוא ממלא 7 שנים (חציון) או פחות בתפקיד.
9	AUDIT_COM_EXT	בקרה וביקורת	שיעור הדירקטורים החיצוניים בועדת הביקורת. שיעור גבוה יותר משפר את אי התלות ואת איכות הממשל התאגידי.	המשתנה שיעור הדירקטורים החיצוניים בועדת הביקורת מקבל ערך של I כאשר שיעור הדירקטורים החיצוניים הוא 75% ומעלה.

האם איכות הממשל התאגידי משפיעה על ערך השוק של חברות עסקיות בישראל? 307

מספר סידורי	סימול המשתנה	קטגוריה שאליה שייך המשתנה	הגדרת המשתנה והשפעתו המשוערת	סיווג לצורכי המדד הבינומי
10	AUDIT_COM_EXP	בקרה וביקורת	שיעור הדירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית בועדת הביקורת באחוזים. שיעור מומחים גבוה משפר את איכות הממשל התאגידי.	המשתנה שיעור הדירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית בועדת הביקורת מקבל ערך של 1 כאשר 51% ומעלה (חציון) בועדה מיומנים.
11	CONSULT_AUDIT	בקרה וביקורת	שיעור דמי הייעוץ מסך שכר רואה החשבון החיצוני של החברה באחוזים. שיעור נמוך מעיד על אי תלות גבוהה של רואה החשבון ולכן איכות הממשל התאגידי משתפרת.	המשתנה שיעור דמי הייעוץ מסך שכר רואה החשבון החיצוני של החברה מקבל ערך של 1 כאשר שיעור דמי הייעוץ בחציון התחתון.
12	COMMUNITY	אתיקה והגינות	משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר החברה פועלת למען הקהילה (בדרך שאינה כוללת הוצאה כספית) וערך 0 אחרת. אחריות חברתית עקבית עם ממשל תאגידי איכותי.	משתנה זה מקבל ערך של 1 כאשר החברה פועלת למען הקהילה באמצעות התנדבות עובדים למען הקהילה.
13	CONTROL_DEAL	אתיקה והגינות	מספר עסקאות עם בעל שליטה הדורשות אישור האסיפה הכללית. מיעוט עסקאות מעיד על חברה המסגלת ממשל תאגידי איכותי.	המשתנה מספר עסקאות עם בעל שליטה הדורשות אישור האסיפה הכללית מקבל ערך של 1 כאשר אין עסקאות עם בעל שליטה.
14	INTRSTED_DEAL	אתיקה והגינות	מספר עסקאות חריגות עם בעל שליטה או נושא משרה שאינן דורשות אישור האסיפה הכללית. מיעוט עסקאות מעיד על חברה המסגלת ממשל תאגידי איכותי.	המשתנה מספר עסקאות חריגות עם בעלי עניין מקבל ערך של 1 כאשר אין עסקאות חריגות עם בעלי עניין.

מספר סידורי	סימול המשתנה	קטגוריה שאליה שייך המשתנה	הגדרת המשתנה והשפעתו המשוערת	סיווג לצורכי המדד הבינומי
15	MAALA	אתיקה והגיונות	משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר החברה נכללה במדד מעלה לאחריות חברתית וערך 0 אחרת. אחריות חברתית קשורה לממשל תאגידי איכותי.	משתנה זה מקבל ערך של 1 כאשר החברה נכללה במדד מעלה בשנת 2005.
16	ETHICAL_CODE	אתיקה והגיונות	משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר לחברה יש קוד אתי וערך 0 אחרת. הגיונות משמעותה ממשל תאגידי איכותי.	משתנה זה מקבל ערך של 1 כאשר לחברה יש קוד אתי.
17	EARLY_REPORT	שקיפות	בכמה ימי מסחר הקדים הדו"ח התקופתי השנתי את המועד הקבוע בחוק. דיווח מוקדם מגדיל שקיפות וגם איכות ממשל תאגידי משתפרת.	משתנה זה מקבל ערך של 1 כאשר החברה פרסמה את הדו"ח התקופתי השנתי 6 ימי מסחר (חציון) לפני המועד הקבוע בחוק.
18	PROXY	שקיפות	משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר החברה מאפשרת שימוש בכתב הצבעה וערך 0 אחרת. הגדלת הנגישות לכל בעלי המניות משפרת את איכות הממשל התאגידי.	המשתנה כתב הצבעה מקבל ערך של 1 כאשר החברה מאפשרת שימוש באמצעות כתב הצבעה.
19	CONF_CALL	שקיפות	משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר החברה מקיימת שיחת ועידה בסמוך לפרסום הדו"חות וערך 0 אחרת. הגדלת השקיפות עקבית עם ממשל תאגידי איכותי יותר.	המשתנה שיחת ועידה מקבל ערך של 1 כאשר החברה מקיימת שיחת ועידה בסמוך לפרסום הדו"חות.

מרכיב הדירקטוריון של המדד שבנינו כולל שישה משתנים:

NUM_MEET – מספר אסיפות הדירקטוריון שכינסה החברה. דירקטוריון שנפגש פעמים אחדות בשנה הוא דירקטוריון פעיל יותר, יכולת הפיקוח שלו על בעלי השליטה טובה יותר ולכן איכות הממשל התאגידי משתפרת. ב-47% מהחברות במדגמנו התכנס הדירקטוריון רק

פעם אחת בשנה (ובכמה מהחברות הללו זאת, לכאורה, פעילות חסר).
BOARD_SIZE – מספר חברי הדירקטוריון. דירקטוריון קטן או גדול מדי איננו אפקטיבי ומוריד את איכות הפיקוח ואיכות הממשל התאגידי (Linck, Netter and Yang, 2008). במדגם שלנו הציון מספר חברי הדירקטוריון הוא 8, והתחום הבין-רביעוני הוא 6 עד 9. לפיכך, כאשר אנו משתמשים במשתנה דמי בינומי (0 או 1), לדירקטוריון בגודל סביר (6-9 חברים) אנו מצמידים את הערך 1.

CEO_IS_CHR – משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר מנכ"ל החברה אינו משמש גם כיו"ר שלה, וערך 0 אחרת. כאשר קיימת הפרדת סמכויות בצמרת החברה קיים פיקוח הדדי ואיזון כוחות פנימי מסוים בחברה, ואיכות הממשל התאגידי עולה (בהשוואה למצב שבו המנכ"ל הוא גם היו"ר). גם חוק החברות הישראלי רואה בשליטה ריכוז כוח רב (מצב שבו מנכ"ל הוא גם יו"ר) ומתיר אותו רק במקרים מיוחדים ולתקופה מוגבלת.

CONTROL_DIR – שיעור הדירקטורים בדירקטוריון שהם בעלי השליטה. בעלי שליטה בדירקטוריון מפחיתים מיכולת הבקרה והפיקוח שלו. ככול ששיעור בעלי השליטה נמוך יותר איכות הממשל התאגידי משתפרת. אמנם קיימת גם גישה הגורסת שעדיף שבעלי השליטה ישבו בדירקטוריון וישאו באחריות, אך בכל החברות במדגמנו שיש בהן בעלי שליטה, בעלי השליטה עצמם או קרוביהם ישבו בדירקטוריון, כך שהנושא העיקרי הוא כוחם בדירקטוריון.

EMPLOY_DIR – שיעור הדירקטורים בדירקטוריון שהם עובדי תאגיד אך אינם בעלי שליטה. דירקטורים עובדי תאגיד עלולים להפוך כלי בידי בעלי השליטה, ולכן ככול ששיעור עובדי התאגיד בדירקטוריון נמוך יותר איכות הממשל התאגידי משתפרת. גם החוק רואה בשליטה אחוז גבוה מדי של דירקטורים פנימיים (בעלי שליטה ועובדי תאגיד). תיקון 8 לחוק החברות קובע שבחברה ציבורית עם שליטה לפחות שליש מהדירקטורים, לרבות דירקטורים חיצוניים, יהיו בלתי תלויים, ובחברה ציבורית ללא שליטה יהיו לפחות הצי מהדירקטורים בלתי תלויים.
EXPERT_DIR – שיעור הדירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית. ככול ששיעור המומחים בדירקטוריון גבוה יותר איכות הבקרה והפיקוח משתפרת ועמה איכות הממשל התאגידי.

מרכיב הבקרה והביקורת במדד כולל חמישה משתנים:

INT_AUDIT_SUP – משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר הממונה על המבקר הפנימי זו ועדת הביקורת, וערך 0 אחרת. המבקר הפנימי הוא עובד תאגיד, ולכן לממונה עליו חשיבות רבה. כאשר המבקר הפנימי כפוף לוועדת הביקורת אי התלות שלו רבה יותר, ואיכות הממשל התאגידי משתפרת.

INT_AUDIT_YRS – הוותק של מבקר הפנים (כמה שנים הוא ממלא תפקיד זה). מבקר פנים המשמש שנים רבות מדי בתפקידו חשוד ב"עייפות" ובשיתוף פעולה הדוק מדי עם בעלי השליטה בחברה. מבקר פנים חדש יחסית צפוי להיות נמרץ יותר וכבול פחות למוסכמות העבר. לכן, מבקר פנים בעל ותק (בחברה) נמוך יחסית צפוי לתרום לממשל תאגידי איכותי יותר.

AUDIT_COM_EXT – שיעור הדירקטורים החיצוניים בוועדת הביקורת. שיעור גבוה יותר של דירקטורים חיצוניים מגדיל את אי התלות ומשפר את איכות הממשל התאגידי.

AUDIT_COM_EXP – שיעור הדירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית בוועדת הביקורת. שיעור גבוה יותר של דירקטורים מומחים משפר את עבודת הוועדה, מגדיל את אי

התלות שלה ותורם לשיפור איכות הממשל התאגידי.
CONSULT_AUDIT – שיעור דמי הייעוץ מסך שכר רואה החשבון החיצוני של החברה.
 שיעור נמוך של דמי ייעוץ המשולמים לרואה החשבון החיצוני מעידים על אי תלות גבוהה
 יותר של רואה החשבון ותורמים להעלאת איכות הממשל התאגידי.

מרכיב האתיקה וההגינות במדד כולל חמישה משתנים:

COMMUNITY – משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר החברה פועלת למען הקהילה (לא
 באמצעות תרומה כספית), וערך 0 אחרת. חברה המעודדת את עובדיה להקדיש מזמנם לטובת
 פעילות ציבורית בקהילה היא חברה ערכית יחסית, המבקשת לטפח תרבות של נתינה והגינות.
 לכן, סביר להניח, שגם הממשל התאגידי בה איכותי יותר.

CONTROL_DEAL – מספר העסקאות עם בעל שליטה, הדורשות אישור האסיפה הכללית.
 עסקאות עם בעלי שליטה היא אחת הדרכים העיקריות שלהם לשאיבת טובות הנאה פרטיות
 מהחברה. לכן, בדרך כלל, מיעוט עסקאות עם בעל השליטה מעיד על חברה המסגלת לעצמה
 ממשל תאגידי איכותי יותר.

INTRSTED_DEAL – מספר עסקאות עם בעל שליטה או נושא משרה, שאינן דורשות אישור
 האסיפה הכללית. בדומה לסעיף הקודם, מיעוט העסקאות עם בעלי עניין עקבי עם ממשל
 תאגידי איכותי יותר.

MAALA – משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר החברה נכללה במדד מ.ע.ל.ה לאחריות
 חברתית, וערך 0 אחרת. דירוג מ.ע.ל.ה כולל את החברות הציבוריות המשלבות אחריות
 חברתית בפעילותן העסקית ושענו על שאלון ארגון מ.ע.ל.ה. כיוון שרק חברות מעטות במשק
 ענו על שאלון מ.ע.ל.ה, ראינו במילוי השאלון אינדיקציה למצוינות בתחום האחריות
 החברתית. להערכתנו, מצוינות בתחום אחריות חברתית קשורה (ומעידה כנראה על) מצוינות
 (יחסית) גם בתחום ממשל תאגידי.

ETHICAL_CODE – משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר לחברה יש קוד אתי, וערך 0
 אחרת. מחויבות ההנהלה לקוד אתי מעידה על הגינות רבה יותר של החברה ולכן על ממשל
 תאגידי איכותי יותר.

מרכיב השקיפות במדד כולל שלושה משתנים:

EARLY_REPORT – בכמה ימי מסחר הקדים הדו"ח התקופתי השנתי של החברה את המועד
 הקבוע בחוק. דיווח מוקדם מצביע על כך שהחברה מטפחת את השקיפות של מעשיה ומדווחת
 במהירות האפשרית לציבור, כיאה לחברה השואפת לממשל תאגידי איכותי יותר.

PROXY – משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר החברה מאפשרת שימוש בכתב הצבעה, וערך
 0 אחרת. כתב הצבעה משפר את הממשל התאגידי משום שהוא מנגיש לכל בעלי המניות את
 יכולת ההצבעה, כמעט ללא עלות מבחינתם.

CONF_CALL – משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר החברה מקיימת שיחת ועידה בסמוך
 לפרסום הדו"חות, וערך 0 אחרת. הגדלת השקיפות בפני המשקיעים עקבית עם ממשל תאגידי
 איכותי יותר.

אחד החששות העיקריים לגבי המשתנים שנכללו במדד הוא שקיימת חפיפה ביניהם, כך שלפחות
 חלק מהם מיותר – איננו תורם מידע נוסף. כדי לבחון אפשרות זו חישבנו במדגמנו מקדמי מתאם

בין 19 המשתנים במדד (מטריצת קורלציות מלאה ניתן לקבל מהמחברים). הקורלציה הגבוהה ביותר שמצאנו במדגם היא 0.49 (בין MAALA ו-COMMUNITY). עוד 3 מקדמי מתאם (מבין 171 המקדמים שחושבו) היו בסביבות 0.3 ומובהקים ברמה של 1%, והשאר היו בלתי מובהקים. אי לכך, לא ראינו צורך להשמיט משתנה כלשהוא מהמדד.

המדד לדירוג איכות הממשל התאגידי שבנינו מבוסס על שתי שיטות ומוצג ב-4 גרסאות שונות. השיטה הראשונה היא השיטה הבינומית שבה כל אחד מהמשתנים הכלולים במדד מקבל ערך 1 אם הוא תורם תרומה חיובית לאיכות הממשל התאגידי, וערך 0 אחרת. במקרים שבהם משתנה הנכלל במדד מקבל טווח רחב של ערכים נקבע החציון כקריטריון לחלוקה הבינומית.

המדד שניבנה בשיטה הבינומית מוצג בשתי גרסאות. גרסה אחת נותנת משקל זהה לכל אחד מ-19 המשתנים הכלולים במדד. בגרסה זו אנו סוכמים את הציון שהתקבל עבור המשתנים השונים ומחלקים אותו ב-19.² את התוצאה המתקבלת אנו כופלים ב-100. למדד זה אנו קוראים "מדד בינומי כולל" (CGI_BIN_ALL). בגרסה השנייה אנו מחלקים את המשתנים לארבע הקטגוריות שהצגנו לעיל, כאשר כל קטגוריה היא בעלת משקל זהה. בגרסה זו אנו יוצרים ציון מאוני בתוך כל קטגוריה בנפרד (סוכמים את המשתנים, מחלקים במספר המשתנים הקיימים וכופלים ב-100). את ציוני הקטגוריות אנו סוכמים ומחלקים ב-4 (כמספר הקטגוריות). למדד זה אנו קוראים "מדד בינומי קבוצתי" (CGI_BIN_GRP).

שיטה אחרת לבניית מדד CGI כוללת את אותם המשתנים אך משלבת בשיטה הבינומית נתונים סקאלריים (היכן שמתאפשר). שיטה זו מבין 19 המשתנים הכלולים במדד הבינומי (EXPRT_DIR, EMPLOY_DIR, CONTROL_DIR, MEET_NUM, CONSULT_AUDIT ו-EARLY_REPORT) ניתן לדרג להמישוניים ולתת להם, בהתאם, ערכים בין 1 ל-5. את הערך הסקאלרי שניתן אנו מחלקים ב-5, והתוצאה שהתקבלה מחליפה את הערך הבינומי של אותו משתנה.

גם למדד שניבנה בשיטה הסקאלרית שתי גרסאות: האחת, CGI_SCL_ALL, נותנת משקל זהה לכל אחד מ-19 המשתנים הכלולים במדד, ומחושבת באופן אנלוגי ל-CGI_BIN_ALL. השנייה, CGI_SCL_GRP, מחלקת את המשתנים לארבע קטגוריות בעלות משקל זהה, ומחושבת באופן דומה ל-CGI_BIN_GRP.

2 בחברות שקיימים בהן משתנים עם נתונים חסרים (MISSING) אנו סוכמים את המשתנים שעבורם יש לנו נתונים תקינים (VALID) ומחלקים במספר המשתנים הללו. ב-11 חברות (מתוך 141 החברות במדגם העיקרי שלנו – מדגם המניות הנסחרות בתיא בלבד) חסרים לנו נתונים תקינים באחד המשתנים: ב-4 חברות איננו יודעים מי הממונה על מבקר הפנים, וב-7 חברות אין לנו נתונים על שכר טרחת רואה החשבון.

ד. השיטה

ד.1. גורמים המשפיעים על רמת המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי

אנו בוחנים מהם הגורמים המשפיעים על CGI, המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי שבנינו. המודל שהשתמשנו בו הוא:

$$(1) \quad CGI = F\{ \text{PUBLIC, INSTITUTE, NO_CONTROL, FAMILY, LEV, ASSETS, STDV, ROE, DIV} \}$$

המודל מתבסס על המשתנים שנכללו במודל של Black, Jang and Kim (2006b) או במשתנים הדומים להם מבחינת המהות.

PUBLIC הוא הלוג הטבעי של מספר שנות קיומה של החברה כציבורית. בהנחה שאיכות הממשל התאגידי הנדרשת מחברה מנפיקה עלתה במשך השנים (ובהנחה שחברות ותיקות משנות את איכות הממשל התאגידי באטיות יחסית לאורך זמן), הרי שחברות צעירות יותר תהיינה בעלות ממשל תאגידי איכותי יותר בהשוואה לחברות ותיקות יותר.

NO_CONTROL הוא משתנה דמי המקבל ערך 1 כאשר החברה בבעלות מבוזרת (ללא גרעין שליטה), וערך 0 אחרת. במקרה שבו אין גרעין שליטה מקובל להניח שצריכת טובות ההנאה הפרטיות תהיה מצומצמת יותר בהשוואה לצריכת טובות ההנאה הפרטיות בחברה שיש בה קבוצת שליטה. כלומר, נצפה לממשל תאגידי איכותי יותר בחברות ללא גרעין שליטה.

FAMILY הוא משתנה דמי המקבל ערך 1 כאשר החברה בשליטה משפחתית, וערך 0 אחרת. שליטה משפחתית מאפשרת צריכת טובות הנאה גבוהות יותר (Barak and Lauterbach, 2008) ומלווה כנראה בממשל תאגידי חלש יותר.

LEV הוא היחס שבין החוב לזמן ארוך לסך הנכסים (נתוני מאזן). חברות בעלות מנוף פיננסי גבוה מנוטרות ומפוקחות היטב (על ידי הבנקים, למשל), ולכן הן בעלות ממשל תאגידי איכותי יחסית.

ASSETS הוא הלוג הטבעי של סך נכסי החברה. אנו בודקים האם חברות גדולות יחסית מפוקחות יותר (על ידי הרשויות והתקשורת, למשל), ולכן הן בעלות ממשל תאגידי איכותי יותר.

STDV הוא סטיית התקן היומית של תשואת המניות. אנו בודקים האם חברות מסוכנות יותר מאמצות ממשל תאגידי איכותי יותר, כדי להרגיע את משקיעיהן.

ROE הוא התשואה על ההון העצמי. אנו בודקים האם חברות רווחיות יותר הן בעלות ממשל תאגידי איכותי יותר. יתכן שממשל תאגידי נאות דורש משאבים יקרים מהחברה, כך שרק חברות רווחיות יחסית מסוגלות לעמוד בו.

שני משתנים שהוספנו, שלדעתנו מעניין לכלול במודל, הם:

INSTITUTE – שיעור האחזקה בידי משקיעים מוסדיים. גופים מוסדיים תורמים לבקרה ולפיקוח על החברה ובהשפעתן (לפחות בארה"ב) חברות מאמצות ממשל תאגידי איכותי יותר.

DIV – משתנה דמי המקבל ערך 1 כאשר החברה מחלקת דיבידנד, וערך 0 אחרת. חברות המחלקות דיבידנד מגלות גישה חיובית כלפי המשקיעים מהציבור, ויתכן שהן אף מאמצות ממשל תאגידי איכותי יחסית.

2.7. הקשר בין ערך התאגיד לבין איכות הממשל התאגידי שלו

רוב המחקרים בודקים את הקשר בין המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי לבין הערך היחסי של התאגיד, Tobin's Q. במקרה זה, בהתייחס לישראל, אנו בוחנים את המודל הבא:

$$(2) \quad Q = F\{ \text{CGI, PUBLIC, INSTITUTE, NO_CONTROL, FAMILY, LEV, ASSETS, FIX_TO_SLS, RND, STDV, ROE, DIV, INDUSTRY} \}$$

המשתנים המסבירים במודל נלקחו ממשוואת Tobin's Q במחקרים קודמים, כמו Demsetz and Lehn (1985), Morck, Shleifer and Vishny (1988), McConnell and Servaes (1990), Lang and Stulz (1994), Yermack (1996), Daines (2001), La Porta et al. (2002), Gompers, Ishii and Metrick (2003), Bebchuk, Cohen and Ferrell (2009), Brown and Caylor (2006), Beiner, Drobetz, Schmid and Zimmermann (2006). רוב המשתנים הוגדרו במשוואה (1) בפרק הקודם, למעט FIX_TO_SLS – היחס בין רכוש קבוע למכירות, ו-RND – משתנה דמי המקבל ערך 1 כאשר החברה מדווחת על הוצאות מחקר ופיתוח, וערך 0 אחרת. גם משתנה הדמי INDUSTRY התווסף. מטרת משתנה זה, כפי שנעשה במחקרים קודמים, היא לנטרל את השפעת הענף התעשייתי. זאת לצורך הפחתת ה"רעש" וקבלת אומדנים מדויקים יותר בנושא המחקר העיקרי: מדידת הקשר בין איכות הממשל התאגידי (מדד CGI) לבין ערך החברה (Q).³

3.3. מרכיבי המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי בעלי ההשפעה המרבית על ערך החברה

Gompers, Ishii and Metrick (2003) על ידי זיהוי והתמקדות במרכיבי המדד בעלי ההשפעה המרבית על ערך החברה. גם Brown and Caylor (2006) בנו מדד לדירוג איכות ממשל תאגידי, ואחר כך הצביעו על המרכיבים בעלי ההשפעה המרבית על ערך Q.

Bebchuk, Cohen and Ferrell (2009) מתבססים לצורך המחקר על מאגר המידע Investor Responsibility Research Center (IRRC), הכולל סט של 24 משתנים מתחום איכות הממשל התאגידי בארה"ב. Bebchuk et al. (2009) מריצים רגרסיות של משוואת Tobin's Q שלהם הכוללת את כל המשתנים המסבירים במודל, כאשר את מדד CGI הם מפצלים לשניים – מדד CGI ללא המרכיב הנבדק, והמרכיב הנבדק, כך ניתן לבחון את השפעתו הספציפית של כל מרכיב במדד ה-CGI. באמצעות שיטה זו מצליחים החוקרים לזהות שישה מרכיבים בעלי השפעה מובהקת על ערך החברה מתוך סט של 24 משתנים התחלתיים. Brown and Caylor

3 ניסינו גם להוסיף למשוואת Q את קצב צמיחת הרווח הנקי למניה. אך, במספר רב של חברות, החברות עברו מרווח להפסד או מהפסד לרווח, או הקטינו את ההפסד, תופעות המקשות על חישוב צמיחת הרווח. לכן, השמטנו משתנה זה.

(2006) משתמשים בשיטת (Bebchuk et al. (2009), וגם בשיטה של רגרסיה מרובה של Q על כל 51 המרכיבים במדד CGI שלהם. אנו בחרנו לבדוק את מרכיבי מדד CGI בעלי הקשר החזק ביותר עם ערך החברה בשתי שיטות. השיטה הראשונה זהה עקרונית ל־(Bebchuk et al. (2009. השיטה השנייה נבדלת מהראשונה בכך שהיא משמיטה מהגרסיות את המשתנה המסביר "CGI ללא המרכיב הנבדק", כך שבכל רגרסיה מנסים את כוח ההסבר של מרכיב שונה של CGI. בכל מקרה, בשתי השיטות, משתנים שימצאו מובהקים ברגרסיות הבודדות יוכנסו יחד לרגרסיה מסכמת.

ה. המדגם

המדגם ההתחלתי במחקר זה כלל את המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בתום שנת 2005. המדגם מתייחס לשנת 2005 עקב היותה השנה העדכנית ביותר שהייתה זמינה לנו בתחילת המחקר. בתום שנה זו נמנו 247 מניות בשני המדדים (ת"א 100 ויתר 150), כאשר מתוכם אנו משמיטים:

1. 34 מניות מענפי הביטוח והפיננסים שעבורן חלות הוראות חוק שונות.
2. 30 מניות שהחלו להיסחר בבורסה לאחר ינואר 2004. (הניתוח שלנו דורש לפחות שנתיים של נתונים קודמים.)
3. 3 מניות של חברות זרות שחוק החברות הישראלי אינו חל עליהן. (חסרים נתונים שקיימים עבור חברות ישראליות.)
4. 3 מניות של שותפויות נפט וגז עם נתונים חשבונאיים ונתוני מסחר חלקיים.
5. 2 מניות של חברות אחזקה ללא פעילות.
6. 2 מניות של חברות בבעלות ממשלתית חלקית.

נותרו במדגם 173 מניות; 141 מניות של חברות ישראליות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב בלבד ו־32 מניות של חברות ישראליות הנסחרות גם בבורסות NASDAQ ו־NYSE – מניות דואליות.

נתוני המדגם נאספו ממספר מקורות:

1. נתונים פיננסיים של החברות נאספו מהדו"חות השנתיים המצויים במאגר "סופר אנליסט".
2. נתונים אחרים הדרושים לבניית המדד לדירוג ממשל תאגידי כמו נתוני אחזקות בעלי שליטה, מבנה הדיריקטוריון וכדומה, נאספו ממערכת "מאיה", מערכת אינטרנט להודעות של הבורסה לניירות ערך.
3. סטיית התקן היומית של תשואת כל מניה נאספה ממאגר "פרדיקטה".

להגדרת המשתנים ראה לוח 2.

לוח 2: הגדרת המשתנים הנכללים בניתוח הסטטיסטי

תיאור המשתנה	שם המשתנה	סימול המשתנה
המדד חושב כסכום 19 המשתנים הבינומיים הכלולים בו, מחולק ב-19 ומכפל ב-100. ¹	מדד בינומי כולל	CGI_BIN_ALL
המשתנים חולקו לארבע קבוצות בעלות משקל זהה. לכל אחת מארבע הקבוצות חושב ציון מאוני כמתואר לעיל. את התוצאות סוכמים ומחלקים ב-4.	מדד בינומי קבוצתי	CGI_BIN_GRP
במדד הוחלפו שישה משתנים שניתן לדרג באמצעות סקאלה, והמדד חושב בדומה למדד הבינומי הכולל.	מדד סקאלרי כולל	CGI_SCL_ALL
במדד הוחלפו שישה משתנים שניתן לדרג באמצעות סקאלה, והמדד חושב בדומה למדד הבינומי הקבוצתי.	מדד סקאלרי קבוצתי	CGI_SCL_GRP
הלוג הטבעי של מספר שנות קיומה של החברה כציבורית.	הברה ציבורית	PUBLIC
שיעור האחזקה בידי משקיעים מוסדיים באחוזים.	אחזקת מוסדיים	INSTITUTE
משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר החברה ללא גרעין שליטה וערך 0 אחרת.	אין גרעין שליטה	NO_CONTROL
משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר החברה בשליטה משפחתית וערך 0 אחרת.	שליטה משפחתית	FAMILY
היחס שבין הסכום של שווי השוק של ההון העצמי והשווי בספרים של החוב לבין שווי סך הנכסים בספרים.	ערך החברה היחסי	Q
היחס שבין החוב לזמן ארוך לסך הנכסים (נתוני מאזן).	מנוף פיננסי	LEV
הלוג הטבעי של סך נכסי החברה באלפי ש"ח.	גודל החברה	ASSETS

לוח 2: הגדרת המשתנים הנכללים בניתוח הסטטיסטי – המשך

סימול המשתנה	שם המשתנה	תיאור המשתנה
FIX_TO_SLS	רכוש קבוע למכירות	היחס שבין הרכוש הקבוע לבין המכירות של החברה.
RND	מחקר ופיתוח	משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר החברה מדווחת על הוצאות מחקר ופיתוח וערך 0 אחרת.
STDV	סטיית תקן	סטיית תקן יומית של תשואת המניות על פני 36 חודשים המסתיימים בסוף 2005, אך לא פחות מ-24 חודשים.
ROE	שיעור תשואה על ההון	היחס שבין הרווח הנקי לסך ההון העצמי.
DIV	חלוקת דיבידנד	משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר החברה מחלקת דיבידנד וערך 0 אחרת.
EMPLOY_DIR	העדר עובדי תאגיד בדירקטוריון	שיעור הדירקטורים עובדי תאגיד, שאינם בעלי שליטה, באחוזים.
INT_AUDIT_YRS	הוותק של מבקר הפנים	משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר הממונה על המבקר הפנימי זו ועדת הביקורת וערך 0 אחרת.
CONTROL_DEAL	עסקאות עם בעל שליטה	מספר עסקאות עם בעל שליטה הדורשות אישור האסיפה הכללית.
ETHICAL_CODE	קיים קוד אתי	משתנה דמי המקבל ערך של 1 כאשר לחברה יש קוד אתי וערך 0 אחרת.
EARLY_REPORT	דיווח מוקדם של הדו"ח התקופתי	בכמה ימי מסחר הקדים הדו"ח התקופתי השנתי את המועד הקבוע בחוק.

¹ במקרה שאין מידע על אחד המשתנים (MISSING VALUE) בחברה מסוימת, הנוסחה מסכמת רק את המשתנים שעבורם קיים נתון (VALID), ומתקנת את הסולם למכסימום של 100 בהתאם. לדוגמא, לגבי CGI_BIN_ALL אנו סוכמים את כל ה-VALID עבור חברה מסוימת ומופלים ב-100 חלקי מספר ה-VALID.

בהמשך המחקר, כדי לבחון את העקביות של התוצאות האמפיריות, אספנו גם נתונים פיננסיים של החברות במדגם בסוף שנת 2007.

ו. תוצאות

ו.1. תיאור המדגם העיקרי – מניות הנסחרות רק בבורסה לניירות ערך בתל אביב

בשל הבדלים ניכרים במספר פרמטרים מרכזיים (כמו דירוג ממשל תאגידי ויחס Q) בין מדגם המניות הנסחרות בת"א בלבד לבין מדגם המניות הדואליות, התמקדנו בתת המדגם של המניות הנסחרות בת"א בלבד. למעשה התוצאות האמפיריות העיקריות שלנו מבוססות על מדגם זה. מדגם המניות הדואליות (32 חברות) התברר כקטן מדי מכדי להניב ניתוח רחב ומקיף בעל תוצאות מובהקות סטטיסטיות.

לתיאור סטטיסטי של משתני מדגם המניות הנסחרות בת"א בלבד ראה לוח 3. במדגם 141 חברות, מתוכן 77 חברות בשליטת שותפים, 55 חברות בשליטה משפחתית ו-9 חברות ללא גרעין שליטה. 94 מהחברות במדגם חילקו דיבידנד ו-29 מתוכן דיווחו על הוצאות מחקר ופיתוח.

לוח 3: תיאור סטטיסטי של המשתנים במדגם המניות הנסחרות בת"א בלבד

הגדרות המשתנים מופיעות בלוח 2.

מכסימום	מינימום	סטיית תקן	חציון	ממוצע	מספר תצפיות	שם המשתנה וסימולו
63.16	10.53	9.13	33.33	34.01	141	מדד בינומי כולל CGI_BIN_ALL
60.00	8.33	9.09	31.67	31.16	141	מדד בינומי קבוצתי CGI_BIN_GRP
68.42	22.10	8.31	41.05	41.11	141	מדד סקאלרי כולל CGI_SCL_ALL
63.00	20.17	7.95	37.83	37.89	141	מדד סקאלרי קבוצתי CGI_SCL_GRP
4.02	1.39	0.53	2.64	2.77	141	חברה ציבורית PUBLIC
28.57	0.00	6.57	4.93%	5.35%	141	אחזקת מוסדיים INSTITUTE
1	0	0.24	0.00	0.06	141	אין גרעין שליטה ¹ NO_CONTROL
1	0	0.49	0.00	0.39	141	שליטה משפחתית ¹ FAMILY
2.54	0.77	0.33	1.14	1.25	139	ערך החברה היחסי ² Q

לוח 3: תיאור סטטיסטי של המשתנים במדגם המניות הנסקרות בת"א בלבד – המשך

שם המשתנה וסימולו	מספר תצפיות	ממוצע	חציון	סטיית תקן	מינימום	מכסימום
מנוף פיננסי LEV	141	0.33	0.33	0.22	0.00	0.94
גודל חברה ASSETS	141	13.68	13.40	1.32	11.18	17.07
רכוש קבוע למכירות ³ FIX_TO_SLS	138	0.61	0.20	1.31	0.00	7.77
מחקר ופיתוח RND	141	0.21	0.00	0.41	0	1
סטיית תקן STDV	141	2.44%	2.34%	0.63	1.38	4.46
שיעור תשואה על ההון ³ ROE	138	0.16	0.14	0.18	-0.63	0.93
חלוקת דיבידנד DIV	141	0.67	1	0.47	0	1

¹ במדגם 141 חברות בחלוקה הבאה: 77 חברות בשליטת שותפים, 55 חברות בשליטה משפחתית ו-9 חברות ללא גרעין שליטה.

² הושמטו 2 תצפיות חריגות במיוחד.

³ הושמטו 3 תצפיות חריגות במיוחד.

המדגם כולל חברות הטרוגניות מבחינת גודלן. ממוצע LN סך הנכסים של 13.68 משקף ממוצע נכסים בהיקף של 873 מיליון ש"ח; החברה הקטנה ביותר היא בעלת נכסים של 72 מיליון ש"ח, והגדולה ביותר בעלת נכסים של 25.9 מיליארד ש"ח.

המדד לדירוג איכות הממשל התאגידי שבנינו על כל ארבע הגרסאות שלו הוא בעל התפלגות הקרובה לנורמלית. בסקירת תוצאות מדדי CGI יש לזכור שערכי המכסימום האפשריים לכל מדד הם 100, כך שבמבט ראשון ציון CGI הממוצע שהתקבל (בין 30 ל-40) נראה נמוך למדי. רושם זה אינו בהכרח נכון. יש לזכור כי מספר רב של משתנים במדד שבנינו מקבלים ערך של 0 אם החברה נמצאת מתחת לחציון של החברות, כך שהציון הממוצע הצפוי במדגם הוא בסביבות 50 בלבד. בנוסף, במדד CGI שלנו שני מרכיבים, PROXY ו-CONF CALL (מרכיבים 18 ו-19 בלוח 1), שבתקופת המדגם, כל החברות שנסקרו בבורסה בת"א בלבד (מדגם העבודה שלנו) קיבלו עליהן ציון מינימלי (דהיינו 0). עובדתית, מחקרים בינלאומיים שונים מדרגים את ישראל קרוב לחציון של איכות ממשל תאגידי בעולם (ראה, למשל, LaPorta et al, 2002 טבלה 2). הערך היחסי של התאגיד, יחס Q, השיג ערך ממוצע של 1.25. הערך הנמוך ביותר שהתקבל

האם איכות הממשל התאגידי משפיעה על ערך השוק של חברות עסקיות בישראל? 319

הוא 0.77 ואילו הגבוה ביותר הוא 2.54. ממוצע LN שנות החברה כציבורית הוא 2.77, אותן ניתן לתרגם ל-16 שנות רישום בבורסה לניירות ערך. הערך הנמוך ביותר משקף 4 שנות פעילות כחברה ציבורית והגבוה ביותר 56 שנות פעילות כציבורית. נדגיש שהחברות שנרשמו למסחר בבורסה לאחר ינואר 2004 הושמטו מהמדגם בשל מחסור בנתונים קודמים הדרושים לניתוח שלנו. ממוצע (חציון) אחזקות משקיעים מוסדיים הוא 5.35% (4.93%). במעט יותר ממחצית החברות במדגם יש משקיעים מוסדיים. בחברות שבהן קיימים משקיעים מוסדיים אחזקותיהם נעות בין אחוזים בודדים ל-28.6%. בנוסף, בממוצע, החברות מניבות תשואה יפה על ההון – 16%, המנוף הפיננסי הוא 33%, סטיית התקן של התשואות היומיות היא 2.4% והיחס רכוש קבוע למכירות הוא 0.61.

2.1 גורמים המשפיעים על רמת המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי

בדומה ל Black, Jang and Kim (2006b) אנו בוחנים מהם הגורמים המשפיעים על המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי שבנינו. הרגרסיות שהרצנו מבוססות על משוואה (1) שבפרק 1.1, תוך התחשבות ותיקונים להטרוסקדטיסיות ולמולטיקולינאריות.⁴ תוצאות הרגרסיות מוצגות בלוח 4.

לוח 4: הגורמים המשפיעים על רמת המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי

בלוח מוצגות תוצאות רגרסיות ריבועים פחותים (OLS) כאשר המשתנה המוסבר הוא המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי CGI, על ארבע גרסאותיו. להגדרת המשתנים המסבירים ראה לוח 2. מספר התצפיות במודל המלא והפרסימוני הוא 138 (3 תצפיות חסרות). עבור הרגרסיות בוצעו מבחני White ו-Durbin-Watson לאבחון הטרוסקדטיסיות ומתאם סדרתי בהתאמה, ובוצעו תיקונים להטרוסקדטיסיות על פי הצורך. מהמשתנים מנוף פיננסי וסטיית תקן בפאנל א' נוכחה השפעת המשתנה גודל חברה (כדי להפחית בעיות מולטיקולינאריות). בלוח מוצגים המקדמים ומתחתם ערכי p . ערכים ברמת מובהקות של 5% לפחות הודגשו.

4 נתגלתה קורלציה גבוהה (מעל 0.5) בין המשתנים המסבירים הבאים: סטיית התקן של תשואת המניות, גודל החברה והמנוף הפיננסי. על כן, אנו מריצים קודם כל רגרסיות של מנוף פיננסי ושל סטיית תקן על גודל החברה, ואחר כך משתמשים בשאריות של שתי רגרסיות אלה בתור משתנים מסבירים ברגרסיות שבהן מופיעים כל שלושת המשתנים הנ"ל.

לוח 4: הגורמים המשפיעים על רמת המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי

פאנל א': המודל המלא

CGI_SCL_ GRP	CGI_SCL_ ALL	CGI_BIN_ GRP	CGI_BIN_ ALL	סימול	שם המשתנה
45.40	47.89	44.34	46.17	INTERCEPT	חותך
<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001		
-0.77	-1.23	-0.91	-1.41	PUBLIC	חברה ציבורית
0.59	0.43	0.58	0.43		
-0.08	-0.08	-0.10	-0.11	INSTITUTE	אחזקת מוסדיים
0.58	0.59	0.45	0.42		
4.51	4.67	5.46	6.15	NO_CONTROL	אין גרעין שליטה
0.06	0.07	0.03	0.02		
-1.52	-1.22	-2.18	-1.21	FAMILY	שליטה משפחתית
0.27	0.41	0.16	0.45		
-2.78	-0.76	-1.85	1.24	LEV	מנוף פיננסי
0.56	0.88	0.74	0.82		
-0.46	-0.31	-0.88	-0.71	ASSETS	גודל חברה
0.48	0.66	0.21	0.34		
-1.90	-1.93	-2.29	-2.28	STDV	סטיית תקן
0.13	0.16	0.09	0.12		
10.82	10.58	12.77	10.68	ROE	שיעור תשואה על ההון
0.01	0.01	0.01	0.01		
0.07	-0.07	0.81	1.03	DIV	חלוקת דיבידנד
0.96	0.96	0.62	0.55		
0.09	0.06	0.12	0.07		Adjusted R ²
0.01	0.05	0.01	0.02		Reg. p- value

האם איכות הממשל התאגידי משפיעה על ערך השוק של חברות עסקיות בישראל? 321

לוח 4: הגורמים המשפיעים על רמת המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי – המשך

פאנל ב': המודל הפרסימוני

CGI_SCL_ GRP	CGI_SCL_ ALL	CGI_BIN_ GRP	CGI_BIN_ ALL	סימול	שם המשתנה
35.95 <0.0001	39.27 <0.0001	28.95 <0.0001	32.14 <0.0001	INTERCEPT	חותך
5.70 0.01	5.62 0.01	6.69 0.01	6.62 0.01	NO_CONTROL	אין גרעין שליטה
10.74 0.01	10.25 0.01	12.52 0.01	10.48 0.01	ROE	שיעור תשואה על ההון
0.08 0.01	0.07 0.01	0.09 0.01	0.07 0.01		Adjusted R ²
					Reg. p-value

מהמצאים בפאנל א' של לוח 4 עולה כי המקדם של שיעור התשואה על ההון (ROE) חיובי ומובהק ברמת מובהקות של 1% והמקדם של משתנה הדמי "אין גרעין שליטה" נמצא חיובי מובהק ברמת מובהקות של 5%.

התוצאות הג'ל מצביעות על האפשרות שחברות ללא גרעין שליטה וחברות המציגות תשואה יותר גבוהה על ההון מאמצות ממשל תאגידי יותר. לחברות רווחיות קל כנראה יותר להשקיע בממשל תאגידי ובחברות ללא גרעין שליטה, הממשל התאגידי, באופן טבעי, אינו נוטה לטובת בעלי השליטה (שאינם קיימים), כך שהתוצאות האמפיריות שהתקבלו נראות הגיוניות.

המודל הפרסימוני, המוצג בפאנל ב', מאשר את ההשפעה החיובית של הרווחיות וחוסר גרעין השליטה על איכות הממשל התאגידי של חברות בישראל.

במחשבה שניה מתעוררת עוד שאלה: האם משתנה הדמי "אין גרעין שליטה" אכן משפיע על רמת המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי, או שזו תוצאה מלאכותית הנובעת מקיומה של הטיה מובנית במדד CGI? יש לזכור שהמדד לדירוג איכות ממשל תאגידי שבנינו כולל שני מרכיבים, "שיעור הדירקטורים מקרב בעלי השליטה באחוזים" ו"מספר עסקאות עם בעלי שליטה הדורשות אישור האסיפה הכללית" הייחודיים לחברות עם גרעין שליטה. חברות ללא גרעין שליטה מקבלות אוטומטית ציון CGI מקסימלי בשני משתנים אלה, ולכן ניתן לטעון שמדד CGI מוטה הגדרתית לטובת חברות ללא גרעין שליטה.

כדי לנטר את השפעת שני המשתנים "שיעור הדירקטורים מקרב בעלי השליטה באחוזים" ו"מספר עסקאות עם בעלי שליטה הדורשות אישור האסיפה הכללית" השמטנו אותם מהמדד, וחזרנו על המבחנים הסטטיסטיים של לוח 4. הממצאים שהתקבלו דומים. גם ללא שני המרכיבים

המפלים חברות עם גרעין שליטה, אנו מוצאים שחברות ללא גרעין שליטה נוטות לאמץ ממשל תאגידי איכותי יותר.

לסיום נעיר כי מדד CGI שלנו כולל את שני המרכיבים המפלים לרעה חברות עם גרעיני שליטה, כיון שעסקאות עם בעלי שליטה ואחוז גבוה של בעלי שליטה בדירקטוריון מאפשרים ניצול משקיעים פשוטים על ידי בעלי השליטה, ובכך מורידים את איכות הממשל התאגידי של החברה. ללא שני מרכיבים אלו מדד CGI שלנו היה חסר.

3.1. הקשר בין ערך התאגיד לבין איכות הממשל התאגידי שלו

רוב המחקרים בודקים את הקשר בין המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי לבין הערך היחסי של התאגיד, Tobin's Q, באמצעות רגרסיית OLS. תוצאות רגרסיות כאלו, מתוקנות להטרוסקדסטיות ולמולטיקולינאריות,⁵ מוצגות בלוח 5.

לוח 5: הקשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין ערך החברה

הלוח מדווח תוצאות רגרסיות כאשר המשתנה המוסבר הוא יחס Q, והמשתנים המסבירים מוגדרים בלוח 2. מספר התצפיות במודל המלא הוא 133 (8 תצפיות חסרות), ובמודל הפרסימוני 136 תצפיות (5 חסרות). עבור הרגרסיות בוצעו מבחני White ו-Durbin-Watson לאבחון הטרוסקדסטיות ומתאם סדרתי בהתאמה, ובוצעו תיקונים להטרוסקדסטיות על פי הצורך. מהמשתנים מנוף פיננסי וסטיית תקן בפאנל א' נוכחה השפעת המשתנה גודל חברה (כדי להפחית בעיות מולטיקולינאריות). בלוח מוצגים המקדמים ומתחתם ערכי p. ערכים ברמת מובהקות של 5% לפחות הודגשו. בכל הרגרסיות השתמשנו גם במשתנה דמי (fixed effect) עבור הענף התעשייתי.

5. חישבנו את מקדמי המתאם בין המשתנים המסבירים ברגרסיית Q. קורלציות משמעותיות התקבלו רק בין סך נכסים, מנוף פיננסי וסטיית תקן של תשואה, והטיפול בקורלציות אלה זהה למתואר ברגרסיות CGI - ראה הערת שוליים 3 לעיל.

לוח 5: הקשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין ערך החברה

פאנל א': המודל המלא

שם המשתנה	סימול	רגרסיה 1	רגרסיה 2	רגרסיה 3	רגרסיה 4
חותך	INTERCEPT	1.33	1.27	1.31	1.27
		0.01	0.01	0.01	0.01
מדד בינומי כולל	CGI_BIN_ALL	0.0049			
		0.08			
מדד בינומי קבוצתי	CGI_BIN_GRP		0.0063		
			0.03		
מדד סקאלרי כולל	CGI_SCL_ALL			0.0053	
				0.07	
מדד סקאלרי קבוצתי	CGI_SCL_GRP				0.0063
					0.04
חברה ציבורית	PUBLIC	-0.012	-0.012	-0.014	-0.015
		0.76	0.75	0.72	0.70
אהזקת מוסדיים	INSTITUTE	-0.0077	-0.0078	-0.0076	-0.0077
		0.01	0.01	0.01	0.01
אין גרעין שליטה	NO_CONTROL	0.27	0.27	0.27	0.27
		0.01	0.01	0.01	0.01
שליטה משפחתית	FAMILY	0.14	0.14	0.14	0.14
		0.01	0.01	0.01	0.01
מנוף פיננסי	LEV	-0.29	-0.26	-0.29	-0.27
		0.10	0.14	0.10	0.13
גודל חברה	ASSETS	-0.030	-0.028	-0.032	-0.031
		0.17	0.20	0.14	0.15
רכוש קבוע למכירות	FIX_TO_SLS	0.025	0.022	0.024	0.023
		0.10	0.15	0.10	0.11
מחקר ופיתוח	RND	0.039	0.033	0.037	0.034
		0.55	0.61	0.56	0.59
סטיית תקן	STDV	-0.094	-0.090	-0.094	-0.092
		0.05	0.05	0.04	0.05
שיעור תשואה על ההון	ROE	0.37	0.35	0.37	0.36
		0.06	0.08	0.06	0.06
חלוקת דיבידנד	DIV	0.094	0.094	0.099	0.098
		0.07	0.07	0.06	0.06
Adjusted R ²		0.31	0.32	0.31	0.31
Reg. p-value		<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001

לוח 5: הקשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין ערך החברה – המשך
פאנל ב': המודל הפרסימוני עם משתנים המובהקים ברמת מובהקות של 10%

שם המשתנה	סימול	רגרסיה 1	רגרסיה 2	רגרסיה 3	רגרסיה 4
חותך	INTERCEPT	1.083 <0.0001	1.032 <0.0001	1.025 <0.0001	0.980 <0.0001
מדד בינומי כולל	CGI_BIN_ALL	0.0058 0.03			
מדד בינומי קבוצתי	CGI_BIN_GRP		0.0075 0.01		
מדד סקאלרי כולל	CGI_SCL_ALL			0.0060 0.03	
מדד סקאלרי קבוצתי	CGI_SCL_GRP				0.0074 0.01
אחזקת מוסדיים	INSTITUTE	-0.0076 0.01	-0.0077 0.01	-0.0075 0.01	-0.0075 0.01
אין גרעין שליטה	NO_CONTROL	0.28 0.01	0.28 0.01	0.28 0.01	0.28 0.01
שליטה משפחתית	FAMILY	0.13 0.01	0.14 0.01	0.13 0.01	0.13 0.01
סטיית תקן	STDV	-0.082 0.07	-0.077 0.08	-0.080 0.07	-0.077 0.09
שיעור תשואה על ההון	ROE	0.39 0.04	0.36 0.07	0.39 0.04	0.37 0.06
חלוקת דיבידנד	DIV	0.093 0.07	0.092 0.07	0.098 0.06	0.097 0.06
Adjusted R ²		0.31	0.32	0.31	0.31
Reg. p-value		<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001

לוח 5: הקשר שבין איכות הממשל התאגידי לבין ערך החברה – המשך
פאנל ג': המודל הפרסימוני עם משתנים המובהקים ברמת מובהקות של 5%

שם המשתנה	סימול	רגרסיה 1	רגרסיה 2	רגרסיה 3	רגרסיה 4
חותך	INTERCEPT	0.89 <0.0001	0.84 <0.0001	0.83 <0.0001	0.79 <0.0001
מדד בינומי כולל	CGI_BIN_ALL	0.0067 0.01			
מדד בינומי קבוצתי	CGI_BIN_GRP		0.0085 0.01		
מדד סקאלרי כולל	CGI_SCL_ALL			0.0068 0.01	
מדד סקאלרי קבוצתי	CGI_SCL_GRP				0.0085 0.01
אהזקת מוסדיים	INSTITUTE	-0.0060 0.05	-0.0061 0.04	-0.0058 0.06	-0.0059 0.05
אין גרעין שליטה	NO_CONTROL	0.28 0.01	0.28 0.01	0.28 0.01	0.28 0.01
שליטה משפחתית	FAMILY	0.10 0.03	0.11 0.01	0.10 0.03	0.11 0.02
שיעור תשואה על ההון	ROE	0.42 0.04	0.38 0.06	0.42 0.04	0.40 0.05
Adjusted R ²		0.27	0.29	0.27	0.28
Reg. p-value		<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001

לוח 5: השפעת איכות הממשל התאגידי על ערך החברה – המשך
פאנל ד': המודל הפרסימוני כאשר המשתנה התלוי הוא Q בשנת 2007

שם המשתנה	סימול	רגרסיה 1	רגרסיה 2	רגרסיה 3	רגרסיה 4
חותך	INTERCEPT	1.11 <0.0001	1.090 <0.0001	0.93 0.0007	0.90 0.0009
מדד בינומי כולל בשנת 2005	CGI_BIN_ALL	0.0085 0.03			
מדד בינומי קבוצתי בשנת 2005	CGI_BIN_GRP		0.0096 0.01		
מדד סקאלרי כולל בשנת 2005	CGI_SCL_ALL			0.011 0.01	
מדד סקאלרי קבוצתי בשנת 2005	CGI_SCL_GRP				0.013 0.01
אחזקת מוסדיים בשנת 2007	INSTITUTE	-0.0098 0.04	-0.0096 0.05	-0.0097 0.05	-0.0096 0.05
אין גרעין שליטה בשנת 2007	NO_CONTROL	0.23 0.01	0.23 0.01	0.20 0.03	0.20 0.03
שליטה משפחתית בשנת 2007	FAMILY	0.28 0.01	0.29 0.01	0.26 0.01	0.28 0.01
שיעור תשואה על ההון בשנת 2007	ROE	0.034 0.73	0.029 0.78	0.03 0.75	0.028 0.78
Adjusted R ²		0.17	0.18	0.18	0.19
Reg. p-value		0.0008	0.0006	0.0005	0.0004

נתמקד, תחילה, בהשפעה של איכות הממשל התאגידי. בשלב הראשון, בפאנל א', אנו מקבלים מקדם חיובי מובהק של CGI, ברמת מובהקות של 10%. בשלבים הבאים, בפאנלים ב' ו ג', אנו מצמצמים את מספר המשתנים ברגרסיה ומקבלים שהמקדם של CGI חיובי ומשמעותי ברמה של 1%. המסקנה הברורה היא שגם בישראל מתקיים קשר חיובי מובהק בין ערך התאגיד לבין איכות הממשל התאגידי שלו. מסקנה זו מאששת את השערת המחקר המרכזית.

לגבי המשתנים המסבירים האחרים, המשתנה של שיעור אחזקת המוסדיים התקבל שלילי מובהק. לכאורה, יש כאן כדי לרמוז שאחזקת המוסדיים גורעת מערך החברה. אך, לאמיתו של דבר, הקשר כנראה הפוך. אחזקת מוסדיים גבוהה יותר בחברות עם יחס Q נמוך, הנקראות

האם איכות הממשל התאגידי משפיעה על ערך השוק של חברות עסקיות בישראל? 327

"הברות ערך". בחברות ערך, ששווי השוק שלהן נמוך יחסית לשווי הספרים, כדאי כנראה למוסדיים להשקיע. ממצאינו אלו עקביים עם ממצאי המחקר של Beiner, Drobetz, Schmid and Zimmermann (2006), אשר קיבלו מקדם שלילי, לא מובהק, למשתנה אחזקת מוסדיים (שיעור אחזקה של 5% או יותר). לטענתם, פיקוח הדוק יותר של המוסדיים אינו תורם לערך חברה גבוה יותר.

המשתנה "אין גרעין שליטה" מופיע עם מקדם חיובי מובהק בכל הרגרסיות שהרצנו. המשמעות היא שחברות ללא גרעין שליטה הן בעלות ערך שוק גבוה יחסית. יתכן שתופעה זו נובעת גם מאיכות הממשל התאגידי, כלומר, יתכן שבחברה שאין בה גרעין שליטה נצרכות פחות טובות הנאה פרטיות מאשר בחברה זהה שיש בה קבוצת שליטה.⁶

המשתנה "שליטה משפחתית" מופיע אף הוא עם מקדם חיובי מובהק. לדעתנו, אין כאן סיבתיות ישירה בין "שליטה משפחתית" ליחס Q. כלומר, לדעתנו בחברות משפחתיות לא נצרכות פחות טובות הנאה פרטיות (דבר שהיה מעלה את יחס Q שלהן). הסיבתיות כנראה הפוכה, חברות עם יחס Q גבוה נשלטות על ידי משפחה או יחיד, המסרבים למכור חלק מהשליטה לשותף עסקי או לציבור. ממצאים ומסקנות דומים מופיעים גם במחקרים בינלאומיים – ראה, למשל, Barontini and Caprio (2006) ו- Andres (2008).

הערה חשובה בקשר לתוצאות של שני המשתנים הנ"ל היא שמקרה הבסיס (BENCHMARK) ברגרסיות של לוח 5 הוא מבנה שליטה של מספר שותפים עסקיים. המשמעות המדויקת של מקדמים חיוביים למשתנים "אין גרעין שליטה" ו"שליטה משפחתית" היא שלמבני שליטה אלו Q גבוה משמעותית בהשוואה ל-Q של חברות תחת שליטת מספר שותפים עסקיים.

הרווחיות החשבונאית של החברה, ROE, נמצאה כמשפיעה חיובית על ערך החברה היחסי Q. תוצאה זו טבעית. לחברות רווחיות יותר Q גבוה יותר.

לבסוף, משתנים נוספים שנמצאו בעלי השפעה מסוימת, ברמת מובהקות של 10%, הם סטיית התקן של תשואות המניות וחלוקת דיבידנד. לחברות עם סטיית תקן גבוהה יותר ערך Q נמוך יותר, אולי משום שהשוק דורש תשואה גבוהה יותר עליהן, כך שערכן בשוק יורד. לחברות המחלקות דיבידנדים ערך שוק גבוה יותר, אולי כי הסיכון של השקעה בחברות המחלקות דיבידנד נמוך יותר ואולי כי הדיבידנדים משקפים גישה חיובית יותר של בעלי השליטה כלפי המשקיע הפשוט.

לפני שנסיים את הדיון בתוצאות לוח 5 עלינו לציין בעיתות מסוימת בהסקה לגבי ממצאנו העיקרי – הקשר החיובי בין ערך החברה (Q) למדד הממשל התאגידי שלה (CGI). ברגרסיות שערכנו כיוון הסיבתיות איננו ברור, כלומר לא ניתן לקבוע בביטחון כי ממשל תאגידי איכותי משפיע לחיוב על ערך החברה. יתכן שלפחות במידה מסוימת כיוון הסיבתיות הפוך, כלומר ערך חברה גבוה מאפשר ממשל תאגידי משובח. לכן, המסקנה המדויקת מהמחקר שערכנו היא שיש בסיס מסוים לטענה שממשל תאגידי איכותי תורם לערך החברה. מסקנה זהירה זו היא גם נחלתם של המחקרים שנערכו בחו"ל. מחקר עתידי צריך לבחון היטב את נושא הסיבתיות. אך, שיטת בדיקת הסיבתיות בנושא הקשר בין ממשל תאגידי וערך החברה עדיין אינה מגובשת דיה בספרות, ומהווה אתגר לחוקרים בתחום.

6 גם כאן חזרנו על המבחנים הסטטיסטיים עם מדד CGI ללא המרכיבים הייחודיים לחברות עם גרעין שליטה, ומצאנו שחברות ללא גרעין שליטה הן בעלות ערך שוק גבוה יחסית.

למרות העדר שיטה מקובלת לבחינת סיבתיות בנושא, ערכנו ניסוי – אספנו נתונים פיננסיים לשנת 2007 לכל חברות המדגם והרצנו מחדש את הרגרסיה הפרסימונית שבלוח 5. ליתר דיוק, ברגרסיה החדשה, עבור Q, FAMILY, NO_CONTROL, INSTITUTE, ROE או משתמשים בנתוני 2007, בעוד שהמשתנה המסביר CGI איננו מעודכן (כלומר נשאר ברמתו הקודמת הנכונה לשנת 2005). תוצאות האמידה מוצגות בפאנל ד' של לוח 5. הקשר בין ערך החברה היחסי (Q) ומדד איכות הממשל התאגידי (CGI) נשאר חיובי ומובהק, למרות ש-CGI אינו מעודכן ומחושב שנתיים קודם. לדעתנו, ממצא זה מחזק את הרושם בדבר קשר חיובי עקבי (ויתכן אפילו סיבתי) בין איכות הממשל התאגידי וערך החברה.

4.1. מרכיבי המדד לדירוג איכות ממשל תאגידי בעלי ההשפעה המרבית על ערך החברה

במטרה לבחון אילו מבין המרכיבים הכלולים במדד לדירוג איכות הממשל התאגידי שבנינו הם בעלי ההשפעה המהותית ביותר על ערך החברה, השתמשנו בשתי שיטות. השיטה הראשונה עקבית עם שיטת (2009) Bebchuk et al. שנסקרה בפרק ד.3. לעיל, ומשלבת אותה עם הרגרסיה הפרסימונית של לוח 5 פאנל ב'.

$$(3) \quad Q = F\{ \text{(CGI-excluding one parameter), CGI_PARAMETER, INSTITUTE, NO_CONTROL, FAMILY, STDV, ROE, DIV } \}$$

באופן עקרוני היינו אמורים להריץ 19 רגרסיות (כמספר המרכיבים במדד CGI), אך שני מרכיבים, PROXY ו-CONF_CALL, איננו מסוגלים לבדוק, מאחר וכל מניית המדגם העיקרי שלנו (מניות תל אביב) קיבלו בהן את הציון המינימלי. ב-17 הרגרסיות שהרצנו (כל רגרסיה בוחנת מרכיב אחר של CGI), זיהינו שלושה מרכיבים כבעלי השפעה מובהקת על ערך התאגידי – קיומו של קוד אתי, דיווח מוקדם של תוצאות עסקיות ואחוז עובדי תאגידי בדירקטוריון. על פי שיטת (2009) Bebchuk et al. כללנו משתנים אלו ברגרסיית Q הבאה:

$$(4) \quad Q = F\{ \text{EMPLOY_DIR, ETHICAL_CODE, EARLY_REPORT, INSTITUTE, NO_CONTROL, FAMILY, STDV, ROE, DIV } \}$$

כאשר:

EMPLOY_DIR הוא שיעור הדירקטורים עובדי התאגידי בדירקטוריון. דירקטורים שהם אורגניים של התאגידי מאבדים מיכולת הבקרה והפיקוח שלהם, ועלולים להפוך כלי בידי בעלי השליטה לצורך צריכת טובות הנאה פרטיות. אמנם גם דירקטורים "בלתי תלויים" נבחרים על ידי בעלי השליטה, אך עדיין מידת התלות שלהם פחותה באופן משמעותי. ETHICAL_CODE הוא משתנה דמי המקבל ערך 1 כאשר לחברה יש קוד אתי וערך 0 אחרת. קיומו ויישומו של קוד אתי בתאגידי משמעותו מחויבות ההנהלה ובעלי המניות לעובדים, ללקוחות, לנושים, לספקים ולמשקיעים וכן שקיפות ואתיקה ביחס לכלל הציבור. חברה המתחייבת לקוד אתי מתחייבת למעשה לממשל תאגידי איכותי. EARLY_REPORT הוא מספר ימי המסחר לפרסום הדו"ח התקופתי השנתי ביחס למועד