

מחלקים ציונים לחברות ציבוריות
מדד חדש מאפשר להעניק ציון לאיכות הממשל התאגידי של חברות בישראל

אורן פרוינד 51

כלי עזר חדש למוסדיים

המונח הערטיילאי "ממשל תאגידי" ניתן מעתה למדידה מספרית

פרופ' בני לאוטרבך וחברת גיזה פיתחו כלי שמודד את איכות הממשל התאגידי של חברות בישראל ומעניק להן ציון. המדד משקלל, לדוגמה, את התדירות שבה מתכנס הדירקטוריון ואת אמות המידה לתגמול בכירים. לאוטרבך: "המדד החדש יעזור למוסדיים גם להשיג תשואה טובה"

מאת אורן פרוינד

«**הגופים המוסדיים, שמנהלים את כספי הפנסיה שלנו, ספגו באחרונה ביקורת נוקבת על ההתנהלות הבעייתית מול הגופים הגדולים במשק שלהם הלוו חלק מכספי הפנסיה – בשעה שבאותם גופים התגלו בעיות של ממשל תאגידי.**

אחד הכלים שאולי יסייע למוסדיים בעתיד לזהות חברות בעייתיות הוא מדד "GSE לאוטרבך", שהושק לפני כמה ימים על ידי חברת GSE, חברה בת של חברת הייעוץ גיזה וינגר אבן. המדד בודק את הנורמות של הממשל התאגידי בחברות הציבוריות במשק ומדרג אותן. המדד, שפותח בשיתוף פעולה עם ראש הקתדרה לממשל תאגידי בישראל, פרופ' בני לאוטרבך, מציע מידע לגבי 175 חברות בשוק ההון הישראלי. הוא מתבסס על מידע ציבורי בלבד, ומדרג את החברות לפי סולם ערכים של בין 0-100. ציון גבוה במדד משקף נורמות איכותיות יותר של ממשל תאגידי, ומעניק אינדיקציה לגופים המוסדיים לגבי ההתנהלות של בעל השליטה וחברי הדירקטוריון בחברה.

חמש הקטגוריות הנבדקות במדד הן התנהלות הדירקטוריון, שיטת תגמול הבכירים, עסקות עם בעלי שליטה, איכות הביקורת ומידת השקיפות לציבור. תהליך הבריקה של החברות כולל 50 פרמטרים, כאשר בכל קטגוריה נבדקים בין 8-13 פרמטרים. דוגמאות לפרמטרים שנבדקים בקטגוריות הן: התדירות של פגישות הדירקטוריון, צורת התגמול של הבכירים, הרכב הדירקטוריון ומידת הקשר שלו לבעל השליטה.

בנוסף נבדקים מספר הריווחים השוטפים של החברה לציבור, בהשוואה לפירוט בר"חחות דרבעוניים, ונבדק האם קיימת ועדת מאזן בחברה, הבוחנת את האומדנים והבקורות הפנימיים. ממצאי הבריקה הראשונית מעלים, כי ממוצע החברות הישראליות נע סביב ציון של 73.



תצלום: אייל טואג

תפקידים: ראש ביה"ס למינהל עסקים באוניברסיטת בר אילן וראש הקתדרה לממשל תאגידי בישראל **השכלה:** דוקטורט במימון מאוניברסיטת שיקאגו **תחומי מחקר עיקריים:** תמחור ניירות ערך וממשל תאגידי **פעילויות נוספות:** יו"ר ועדת ההשקעות בכלל גמל, ויועץ לגורמים עסקיים בשוק ההון

פרופ' בני לאוטרבך

מתוך רצון לראות כיצד היא מתחשבת בעלי המניות הקטנים" מסביר לאוטרבך. לרבריו, "מה שמניע את הגופים המוסדיים בסופו של יום הוא להשיג מקסימום תשואה על ההשקעות שלהם", אומר לאוטרבך, ומוסיף "המדד החדש עשוי לתרום למוסדיים לא מעט בהקשר של השאת תשואה".

מחקרים מראים כי לחברות בעלות ממשל תאגידי טוב יותר, יש שווי שוק גבוה יותר. כלומר, חברה שמתנהלת בהגינות, ומפעלה מנגנוני בקרה ופיקוח חזקים, לרוב תיהנה מערך גבוה יותר, הנובע מאמון גבוה של המשקיעים.

איציק זפט, מנהל מחקר ואנליזה בחברת GSE, שנמנה עם מפתחי המדד, מסביר כי המדד תורם למוסדיים בשני מובנים: "היבט אחד הוא לספק למוסדיים

סקירה מקיפה ואובייקטיבית על כלל החברות במשק לפי סרגל אחיד; והיבט נוסף הוא ליצור הרתעה בקרב התאגידיים, בתקווה שישפרו את ההתנהלות שלהם ככל שיותר גופים מוסדיים יעשו שימוש במדד".

גיר זוננברג, מנהל מחלקת המחקר בבית ההשקעות מיטב, מייחס חשיבות רבה לנושא הממשל התאגידי בביצוע האנליזות שלו. "כשאנחנו מסתכלים על השקעות באופן כללי, אחד הפרמטרים שלנו הוא הנושא של הממשל התאגידי בחברות. חברה שיש לה ממשל תאגידי מבוסס, תוכיח את האמון שלה עם הזמן בציבור".

האובייקטיביות שבמדד כיתרון למוסדיים. "גיזה לוקחת את עולם הממשל התאגידי והופכת אותו למשהו שניתן למדוד אותו בצורה כמותית שאינה מוטיב מרענו של מבצע האנליזה. אנחנו כרגע בודקים את הכלי הזה, אבל עדיין לא החלטנו אם נבצע בו שימוש", ציין זוננברג.

חשש לניגוד עניינים

ואולם יש גם גופים מוסדיים שנרתעו מהמדד של גיזה בטוענה לניגוד עניינים, שכן גיזה מבצעת לא מעט עבודות אנליזה בשכר עבור אותן חברות שהיא מודדת. חששם של המוסדיים הוא בכך כי הם עלולים להיות מוטים בתוצאותיהם בעת הבריקה של הממשל התאגידי. לגבי טענה זו, ציין זפט כי "GSE היא חברה בת של גיזה, שאינה עוסקת באנליזות

עבור אותן חברות שנמדדות במדד. מעבר לכך, צורת העבודה שלנו עוברת כך שאין לנו נגיעה ושום השפעה על תוצאות המדד. מה שקובע את הציון הם הנתונים העולים מהדו"חות הכספיים", הסביר זפט.

הנושא של ממשל תאגידי ראוי אינו מגיע מישראל. ב-1999 פירסם הארגון לשיתוף פעולה ופיתוח כלכלי (OECD) עקרונות לממשל תאגידי ראוי, ומדינות רבות בעולם אימצו אותם בדרך של חקיקה. ב-2002, בעקבות שערוריית ניהוליות וחשבונאיות ענקיות, שנתגלו בקרב חברות ציבוריות גדולות, חוקק חוק ה"סרביינס אוקסלי" (SOX) בארה"ב, שעיקרו הבטחת קיומן של בקורות פנימיות אפקטיביות על התנהלות התאגידי.

במאסר הוטמע התיקון המשמעותי ביותר בנושא הממשל התאגידי בישראל. תיקון 16 לחוק החברות, שהביא לעזיבתם של לא מעט יו"רים בחברות ציבוריות, מחייב רוב של 50% בקרב בעלי מניות המיעוט (שאינם קשורים לגרעין השליטה) לכל עסקה עם בעל עניין בחברה. התיקון קובע, בין היתר, כי יו"ר של חברה ציבורית לא יוכל לכהן במקביל בתפקיד מנכ"ל החברה, ומחייב אישור של בעלי מניות המיעוט לכל הסכם שכר עם בעל עניין בחברה. התיקון נועד לבסס כללי ממשל תאגידי תקינים בחברות הציבוריות, ולאפשר לדירקטוריונים לפקח על הנהלת החברה בצורה מיטבית.

חמש הקטגוריות שמשוקללות במדד החדש

קטגוריה	דוגמאות לפרמטרים שנבדקים
1 התנהלות הדירקטוריון	תדירות ישיבות הדירקטוריון
2 שיטת תגמול הבכירים	מספר הדירקטורים הבלתי תלויים בוועדת השכר
3 עסקות עם בעלי שליטה	מספר העסקות וסיווגן לפי התרומה לחברה
4 איכות הביקורת והפיקוח	האם קיימת בחברה ועדת מאזן
5 שקיפות ופתיחות לציבור	כמות הדיווחים השוטפים

הציון הממוצע של חברות ישראליות הוא 73 מתוך 100. הנוקים קיבלו ציון 90, בזכות הפיקוח ההדוק



הציונים במדד נעים מ-1 עד 100. ציון גבוה משקף נורמות איכותיות יותר של ממשל תאגידי

תצלום: דודו נבר

תצלום: אייל טואג



ניר זוננברג, מנהל המחקר במיטב



איציק זפט, מנהל המחקר ב-GSE