

# היבטים אסטרטגיים באפקטיביות הדירקטוריון<sup>1</sup>



אברהם כרמלי



נורית נחום

ד"ר נורית נחום היא דוקטורנטית בתחום אסטרטגיה בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב. בוגרת תואר שני במינהל עסקים עם התמחות במימון באוניברסיטת תל אביב, ובוגרת קורס המנהלים באוניברסיטת הרווארד. נורית כיהנה ומכהנת בתפקידי ניהול מגוונים, כדירקטוריות בחברות פרטיות וחברות ציבוריות הנסחרות בישראל ובח"ל, וכיו"ר בחברות תעשייה וטכנולוגיה.

פרופ' אברהם כרמלי הוא פרופסור מן המניין בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב. הוא שימש חבר סגל באוניברסיטת בר אילן, בקינג'ס קולג' לונדון, באוניברסיטת ברמינגהם ובאוניברסיטת סארי. שימש חוקר אורח בביה"ס למינהל עסקים בקופנהגן ובבית הספר למינהל עסקים בהרווארד. מחקריו של פרופ' כרמלי עוסקים בצומת שבין אסטרטגיה וניהול. הוא עוסק בשאלות כגון: מהי מנהיגות אסטרטגית וכיצד היא משפיעה על הארגון? כיצד ארגונים בונים ומנהלים משאבים בלתי מוחשיים ויתרונות תחרותיים? כיצד ניתן לפתח ולקדם תהליכי למידה ויצירת ידע, יצירתיות וחדשנות בארגונים? כיצד ניתן לעצב סביבות עבודה שתאפשרנה מיצוי מיטבי של ההון האנושי והחברתי? מהם הגורמים לדעיכה, לכישלונות עסקיים ולמשברים בארגונים וכיצד ניתן לפתח כושר התמודדות, הסתגלות וצמיחה מנסיגות (resilience)? פרופ' כרמלי מעביר הרצאות מותאמות בנושאים אלו בארגונים שונים ומייעץ בנושאים של אסטרטגיה, יצירתיות וחדשנות.

## תקציר

שאלת מפתח בדיון על אפקטיביות הדירקטוריון היא האם וכיצד יכול הדירקטוריון להביא ערך לחברה ולבעלי המניות שלה. המחקר בנושא מתבסס על שתי גישות עיקריות. הראשונה היא הגישה הכלכלית, שמחדדת את ניגודי האינטרסים הקיימים לכאורה בין בעלי המניות להנהלת החברה ורואה את הדירקטוריון כנוף שלילית תפקידו הוא פיקוח ובקרה על הנהלת החברה. לעומת זאת, הגישה האסטרטגית מדגישה את חשיבות הדירקטוריון כמשאב לחברה ואת תפקידו של הדירקטוריון במתן תמיכה להנהלת החברה בקבלת החלטות אסטרטגיות. המאמר מדגיש את חשיבות יכולתו של הדירקטוריון לשלב ולאזן בין תפקידיו השונים ולהתאים את אופן התנהגותו לסיטואציה הנוכחית של החברה, תוך שיקולי שגשוג החברה ורווחיותה בטווח הארוך.

שאלת אפקטיביות הדירקטוריון חוצה גבולות כלכליים ותרבותיים, והדיון בנושא הוא הרבה יותר רחב ובינתחומי מהמוצג במסגרת זו. המאמר פורש את היבט האסטרטגי בקונטקסט הבינלאומי של המחקר, ואין בו כדי לדון בהיבטים משפטיים או אחרים. המחקר היום שם דגש רב דווקא על ההיבט הזה מפני שהאתגרים העומדים בפני חברות בעת הזו מורכבים מאי פעם. בו-בזמן עבודת הדירקטוריון במדינות רבות הושפעה בשנים האחרונות מהתעצמות הרגולציה, המשקפת בעיקר את הגישה הכלכלית.

## הקדמה

הכלכלית-משפטית הייתה הדומיננטית במחקר והשפיעה מאוד על הרגולציה במדינות רבות (Daily et al., 2003). מתחילת שנות האלפיים התעצמה החקיקה במרבית הכלכלות המפותחות בעולם מתוך מטרה להגן על בעלי המניות, אך לאחרונה התעורר ויכוח בספרות המקצועית בנוגע לתרומת חקיקה זו לביצועי החברות ולבעלי מניותיהן (Cuomo et al., 2016; OECD, 2018).

המאמר קורא לשינוי בתפיסת הדירקטוריון. הדירקטוריון אינו רק "שומר הסף" שעיקר תפקידו הוא פיקוח ובקרה על הנהלת החברה (Fama & Jensen, 1983), אלא הוא גם קבוצת עבודה המקבלת החלטות אסטרטגיות. קבוצה זו צריכה ויכולה לתמוך בהנהלת החברה ולסייע לה בקבלת החלטות אסטרטגיות נכונות שייצרו ערך עבור החברה ובעלי מניותיה (Daily et al., 2003). בעת הזו, בה האתגרים האסטרטגיים העומדים בפני חברות בכל תחום מורכבים מאי פעם, תקופה שבה תהליכי הנלווילוציה והשינויים הטכנולוגיים הבשילו לרמת יצירת מציאות עסקית שונה, תרומתו של הדירקטוריון בקבלת החלטות אסטרטגיות מתוך שיקולי שמשוג ורווחיות החברה בטווח הארוך חשובה במיוחד (Forbes & Milliken, 1999).

עוד עוסק המאמר בסוגיית חובת הנאמנות של הדירקטוריון לטובת בעלי המניות השונים, לטובת החברה, והפערים הפוטנציאליים ביניהם. סוגיה זו נמצאת בליבו של דיון אקדמי ופרקטי שהולך ומתעצם בשנים האחרונות. יש מדינות, כמו ישראל, שבהן חוקי החברות מתייחסים לשאלת אחריות הדירקטוריון כלפי בעלי המניות /או החברה ובעלי העניין השונים בה, אך מציאת האיזון הנכון בין השאת רווחי החברה (בטווח הקצר ובטווח הארוך) ובין דאגה לטובת בעלי מניות ובעלי עניין שונים אינה פשוטה כלל ועיקר (Bower & Paine, 2017; Stout, 2013). מעבר לסוגיה המשפטית, השאלה היא כלכלית וחברתית, והיא מושפעת גם מהנורמות ומכללי ההתנהגות הנהוגים במדינות שונות מאמר זה (Bezemer et al., 2015; Guvertz, 2004). מאמר זה מדגיש את חשיבות קבלת החלטות על בסיס שיקולי הטווח הארוך, כמצפן עבור הדירקטוריון לצורך יצירת ערך גם עבור החברה וגם עבור מנוון בעלי מניותיה (Jensen, 2002). המאמר מצביע על חשיבות האיזון בין תפקידיו השונים של

השורשים של הדירקטוריון ומעמדו כנדבך משמעותי בממשל התאגידי של חברות נטועים בימיו הראשונים של התאגיד העסקי. במאה ה-17 החל תהליך הפרדת בעלות החברה מניהולה, ועלה צורך בהקמתו של "גוף נאמנים" שייצג את האינטרסים של בעלי המניות. עדויות לגוף כזה ניתן למצוא בחברות שנחשבות לעמוד התווך של התפתחות הכלכלה הבינלאומית, ובהן חברת הודו המזרחית, הבנק הבריטי והבנק האמריקאי הראשונים (Gevurtz, 2004). במשך השנים השווקים הפיננסיים התפתחו באופן משמעותי, כמו גם החקיקה ותפיסת הממשל התאגידי, אך העקרונות הבסיסיים שמהווים את ליבת פעילות הדירקטוריון כגוף מקצועי שיושב על קו הגבול בין החברה ובעלי מניותיה דומים מאז הקמתו ועד היום (Morck & Steier, 2007).

השאלה האם אותו מודל שנוסד בשחר ההיסטוריה של התאגיד העסקי עדיין יכול להביא ערך לחברה ולבעלי מניותיה, ואם כן – כיצד, מעסיקה חוקרים ואנשי מקצוע רבים. במאמר זה נסקור גישות והיבטים שונים במחקר הבינלאומי העוסקים בסוגיית תפקיד הדירקטוריון והאפקטיביות שלו, תוך שימת דגש על ההיבטים האסטרטגיים של עבודת הדירקטוריון. המאמר אינו מאמר משפטי ומטרתו היא לפרוש בפני הקורא היבטים נוספים בתחום, כדי להעשיר את הדיון בנושא אפקטיביות הדירקטוריון מתוך המחקר והפרקטיקה במדינות שונות בעולם.

מחקרים רבים מצביעים על תרומתו הפוטנציאלית של הדירקטוריון על בסיס שתי גישות עיקריות. הגישה הכלכלית-משפטית מחדדת את ניגודי האינטרסים הקיימים לכאורה בין בעלי המניות להנהלת החברה. גישה זו רואה בדירקטוריון גוף ששומר על האינטרסים של בעלי המניות, ולפיכך ליבת תפקידו הוא פיקוח ובקרה על הנהלת החברה (Fama & Jensen, 1983). לעומת זאת, הגישה האסטרטגית מדגישה את חשיבות הדירקטוריון כמשאב אסטרטגי לחברה, ואת תפקידו בסיוע ויעוץ להנהלה בקבלת החלטות אסטרטגיות (Westphal, 1999; Westphal & Zajac, 2013). הדגש זה חשוב במיוחד מפני שבמשך שנים רבות הגישה

הדירקטוריון כגורם מפתח לאפקטיביות שלו, ועל האופן שבו מתאפשרת יצירת איזון זה.

השאלה האם הדירקטוריון יכול להביא ערך לחברה ולבעלי מניותיה, ואם כן – כיצד, היא רחבה הרבה יותר מהדיון במאמר זה וחוצה גבולות כלכליים ותרבותיים, כמו גם מבנה בעלות וממשל. עם זאת, תפיסת הדירקטוריון כקבוצת עבודה המקבלת החלטות אסטרטגיות והבנת מכלול האתגרים המייחדים קבוצת זו, עשויה לסייע בבניית מודל המותאם לאתגרים הניצבים היום בפני חברות בכל תחום.

## על התפקיד והאפקטיביות של הדירקטוריון: הגישה הכלכלית והגישה האסטרטגית

שתי הגישות בממשל תאגידי, הכלכלית והאסטרטגית, מציגות באופן שונה את אפקטיביות הדירקטוריון וגורמי המפתח ליצירת הערך. הגישה הכלכלית, שעקרוניתה מבוססים על תיאוריית הסוכן (Fama & Jensen, 1983), רואה את כוחו של הדירקטוריון כגורם מפתח לאפקטיביות הדירקטוריון. לדידה, כוח זה מעצים את יכולת הפיקוח והבקרה על הנהלת החברה ומאפשר התמודדות עם ניגודי העניינים הפוטנציאליים (Ben Barka & Legendre, 1991; Pearce & Zahra, 2017). ניגודי עניינים אלו יכולים להתבטא, לדוגמה, בצבירת הרווחים בחברה או בביצוע מיזוגים ורכישות, לעומת העדפת בעלי מניות מסוימים לחלוקת עודפי המזומנים כדיבדנד (Castaner & Kavadis, 2013). לדוגמה, Boubaker et al (2015). מצאו כי חברות שמתאפיינות בדירקטוריון בעל כוח נמוך יחסית (שיעור נמוך של דירקטורים עצמאיים ושילוב תפקיד היו"ר עם תפקיד המנכ"ל) נוטות להחזיק בעודפי מזומנים גבוהים ממתחריהן. חוקרים המצדדים באסכולה זו מצביעים על כך שדירקטוריון חזק יכול במקרה הצורך להחליף את מנכ"ל החברה לטובתם של בעלי המניות (Cornelli et al., 2013).

הגישה האסטרטגית מבוססת בעיקר על תיאוריית המשאבים (Pfeffer & Salancik, 1978), ומדגישה

את שיתוף הפעולה בין הדירקטוריון והנהלה כגורם מפתח לאפקטיביות הדירקטוריון (Westphal, 1999). אסכולה זו טוענת שיחסי אמון ושיתוף פעולה מגדילים את הזדהותו של המנכ"ל עם החברה, וזו משפיעה לחיוב על תוצאות החברה (Boivie et al., 2011). כמו כן, בהחלטות אסטרטגיות משמעותיות כגון מיזוגים ורכישות, דירקטוריון מנוסה עשוי להשפיע לטובה על ערך החברה באמצעות תמיכה בהנהלה, ייעוץ וסיוע לשם השגת תשואות גבוהות יותר (McDonald et al., 2008). יותר מזה, מכיוון שחברי הדירקטוריון בוחרים את המנכ"ל המחזיק בתפיסה אסטרטגית דומה לזו שלהם, הרי שמרגע כניסתו לתפקיד הם יעשו את כל הנדרש כדי לתמוך בו (Westphal & Fredrickson, 2001). בניגוד לתפיסה הכלכלית, מחקר של (Dowell et al., 2011) מצביע כי דווקא כוחו של המנכ"ל בתקופת משבר מגדיל את סיכויי ההישרדות של החברה באמצעות יכולתה להגיב באופן מהיר יותר לתנאים המשתנים. לדוגמה, יו"ר דירקטוריון חברת Siemens Nixdorf Informatica העיר: "למרבות חברי הדירקטוריון יש ידע מעמיק על החברה והם תורמים באופן משמעותי להתפתחות של הצעות אסטרטגיות. דירקטורים מציעים רעיונות, שואלים שאלות, מבקשים עוד ניתוחים ומציעים כיוונים לפיתוח עתידי. חלק מהדירקטורים עוקבים באופן קרוב יותר אחר נושאים מסוימים מחוץ לשיבות הדירקטוריון (Ravasi & Zattoni, 2006, p. 1688).

התיאוריות ותפיסות התפקיד השונות של הדירקטוריון מצביעות על דרכי פעולה ואופני התנהגות שונים הנדרשים מחברי הדירקטוריון. תפקידי הבקרה והשליטה של הדירקטוריון מחייבים יחסי כוח בין הדירקטוריון והנהלת החברה, בעוד תפקידי האסטרטגי של הדירקטוריון מחייב יחסים של שיתוף פעולה (Sundaramurthy & Lewis, 2013; Zhang, 2003). מיקוד יתר של הדירקטוריון באחד התפקידים – הבקרה והשליטה או הייעוץ והאסטרטגיה – גורם לחוסר אפקטיביות של הדירקטוריון. לדוגמה, כאשר הדירקטוריון הוא כוחני, מנהלים עלולים לפתח נטייה לשאת פחות במידע חיוני הן לקבלת החלטות אסטרטגיות והן למערך הבקרה (Adams & Ferreira, 2007). חיווק תהליכי השליטה והבקרה על ידי גורמים חיצוניים עלול דווקא להגביר נטיית מנהלים להחלטות אופורטוניסטיות

ולהביע את דעתם, ובכלל זה כאשר דעתם היא דעת מיעוט (McNulty & Pettigrew, 1999). למרות ההסכמה על חשיבות תכונות הדירקטור, כשלים מתרחשים גם בחברות שבהן מכהנים דירקטורים מקצועיים ובעלי המיומנויות הנדרשות (Grosskopf, 2015). מעבר לכך, עדויות מצביעות כי דירקטורים מתנהגים באופן שונה כאשר הם מכהנים בדירקטוריונים שונים (Westphal Li et al., 2018) אך לא מספק לאפקטיביות הדירקטוריון, משום שהנורמות ותהליכי העבודה בכל דירקטוריון משפיעים על האופן שבו דירקטורים מתנהגים בפועל (Bailey et al., 2013).

הדירקטוריון הוא קבוצה עבודה ייחודית ומורכבת. כמו בכל קבוצת עבודה, בדירקטוריון מתקיימים תהליכים, נורמות ודינמיקות בין החברים, המשפיעים באופן משמעותי על האפקטיביות שלו (Forbes & Milliken, 1999; Minichilli et al., 2012). עם זאת, העקרונות שמלווים את עבודת הדירקטוריון מאז היווסדו כקבוצה של עמיתים מקצועיים המקבלים החלטות אסטרטגיות במשותף ונושאים ביחד<sup>2</sup> בחובת הנאמנות, האחריות, הזיהרות ותום הלב כלפי החברה ובעלי מניותיה, הם אותם המאפיינים שמאתגרים את תפקוד הדירקטוריון כקבוצת עבודה (Gevurtz, 2004).

ראשית, מחקרים מצביעים על נורמות של דיון פתוח ויכוחים מקצועיים כגורמים שמשפיעים לחיוב על אפקטיביות הדירקטוריון ועל תוצרי החברה, שכן הם מרחיבים את הידע של החברה בתהליך קבלת האסטרטגיות ואת מעורבותו המקצועית של הדירקטוריון (Forbes & Milliken, 1999). שנית, דירקטוריון אפקטיבי מורכב מדירקטורים בעלי פרופיל מקצועי גבוה וניסיון עסקי רב היכולים להציע מגוון דעות, ובכך לאפשר בחינת חלופות אסטרטגיות שונות ולשפר את תהליכי קבלת ההחלטות האסטרטגיות (Hambrick et al., 2015). בה במידה, הפרופיל הגבוה של חברי הדירקטוריון עלול להוביל לקונפליקטים בין-אישיים הנובעים מדעות שונות ולפיכך לפגוע באפקטיביות הדירקטוריון (Heemskerck et al., 2017). לדוגמה, במחקרם של Bailey et al (2013, p. 139) התבטא יו"ר של חברה כך: "במשך הזמן שני חברי הדירקטוריון החלו

(Shi et al., 2017). באופן דומה, שיתוף פעולה הדוק מדי וקשרים חברתיים חזקים מדי בין המנכ"ל לחברי הדירקטוריון עלולים לפגוע ביכולת הבקרה של הדירקטוריונים [לדוגמה, החלפת מנכ"ל בעיתוי הנכון (Nguyen, 2012)]. עצמאות יתר של הדירקטוריון עלולה אף היא להיות חרב פיפיות מאחר שדירקטוריון חזק ועצמאי יכול במצבים מסוימים למנוע נטילת סיכונים גבוהים מדי, אך באותה מידה יכול לחנוק כל מאמץ להשגת תשואה יוצאת דופן עבור בעלי המניות (Goranova et al., 2017; Tang et al., 2011).

אם כן, דירקטוריון אפקטיבי הוא זה שיש ביכולתו לשלב ולאזן בין תפקידיו השונים, הכלכליים והאסטרטגיים, ולהתאים את אופן התנהגותו לסיטואציה הספציפית של החברה. אולם השגת שילוב ואיזון היא משימה מורכבת ומאתגרת ליישום משני טעמים עיקריים. הראשון קשור במורכבות הדירקטוריון כקבוצה המקבלת החלטות אסטרטגיות, והשני מתייחס לדגש הרב המושם באסדרה (רגולציה) של תפקידי הפיקוח והבקרה. הדיון בשני נושאים אלו בהמשך יסייע בפיתוח אפשרויות נוספות ליצירת האיזון הנדרש בין תפקידיו השונים של הדירקטוריון, איזון העשוי לתרום ליצירת ערך רב יותר עבור החברה ובעלי מניותיה.

## הדירקטור והדירקטוריון כקבוצת עבודה המקבלת החלטות אסטרטגיות

ההון האנושי של הדירקטוריון מעצים גם את כוחו וגם את תרומתו האסטרטגית. (Hambrick et al., 2015) מתייחסים לדירקטור הבודד כמי שנמצא בליבת יכולת הפיקוח והבקרה של הדירקטוריון ומצביעים על ארבע תכונות חשובות לדירקטור: עצמאות, מומחיות, זמינות ומוטיבציה. (Haynes and Hillman, 2010) מדגישים את חשיבות המיומנות המקצועית של חברי הדירקטוריון ותרומתו ליכולת האסטרטגית של החברה במצבים שונים. חוקרים נוספים מצביעים על השכלה וניסיון של חברי הדירקטוריון (ניסיון בתעשייה ספציפית, ניסיון בינלאומי וניסיון כחברי הנהלה וכדירקטורים) כתכונות שמאפשרות לדירקטור להבין, להכיל ולהתייחס באופן מקצועי לנושאים שעומדים על סדר יומה של החברה (Khanna et al., 2014; Payne et al., 2009). דירקטורים בעלי מיומנות יודעים האם וכיצד נכון להתערב

2 יש לציין כי ההתייחסות לאחריות הקולקטיבית של הדירקטורים שונה בדיון בין המדינות השונות ואינה חלק מהדיון בישראל.

לשנוא אחד את השני. הם היו צועקים ומקללים אחד את השני באמצע ישיבות הדירקטוריון. הייתי צריך לעמוד כמו שופט ביניהם. זה היה פשוט נורא".

שלישית, הדירקטוריון בהגדרתו כגוף בעל הסמכות העליונה בחברה נושא באחריות להשלכות של החלטות האסטרטגיות והקצאת משאבי החברה. לכן באופן טבעי הוא נתון ללחצים מצד בעלי עניין שונים. האחרונים עושים לעיתים שימוש בכוחם לתגמל או להעניש דירקטורים, דבר העלול להביא להעדפת שיקולים פוליטיים על חשבון שיקולים מקצועיים ולפגיעה בהחלטות אסטרטגיות של הפירמה (McNulty et al., 2006; Ravasi & Zattoni, 2011). מורכבות נוספת נובעת מהעובדה כי דירקטורים עצמאיים הם חיצוניים לחברה. עצמאות זו, על אף יתרונותיה, יוצרת תלות בהנהלת החברה המתבטאת בצורך לקבל מידע עדכני ומדויק הנחוץ להחלטות אסטרטגיות. תלות זו עלולה להיות מנוצלת על ידי הנהלת החברה להטיית הכיוון האסטרטגי הרצוי מבחינתה (Adams & Ferreira, 2007). לפיכך, דירקטורים מוצאים עצמם נדרשים להיות פרו-אקטיביים בבקשה ובחיפוש מידע, וכמובן לפתח חשיבה ביקורתית לגבי המידע המסופק על ידי הנהלת החברה (Rutherford & Buchholtz, 2007; Tuggle et al., 2010).

קושי נוסף נובע מהפער בין העבודה המשותפת לעומת המאמץ האישי. החלטות אומנם נלקחות במשותף כאשר קולו של כל דירקטור שווה לאחר, אך הדבר עלול להוביל לתופעות כגון "תופעת הטרמפיסט" (Forbes & Milliken, 2011; Huse et al., 1999). בהקשר זה חשובה מאוד לכידות הדירקטוריון, הנובעת מקשרים והומוגניות חברתית בין חברי הדירקטוריון. מחקרים מראים כי לכידות בדירקטוריון מעצבת יחסי אמון ופתיחות בין החברים וכן מקדמת שיח חשוב אף מחוץ לישיבות הדירקטוריון הפורמליות, ולכן יש בה כדי להעצים את תרומת הדירקטוריון ויכולתו להשפיע על החלטות אסטרטגיות (Haynes & Hillman, 2011; Stevenson & Radin, 2015). עם זאת, לכידות יתר יכולה ליצור הקצנה בתהליכי קבלת החלטות וחשיבה קבוצתית, ועלולה להוביל להרחקה או להפעלה של סנקציות על חברי דירקטוריון המבטאים דעת מיעוט שונה. אלו יובילו לכשלים בתהליכי קבלת החלטות האסטרטגיות, כגון תשלום עודף ומוגזם בתהליכי רכישות ומיזוגים (Westphal & Khanna, 2003; Zhu, 2013).

הבנת הדירקטוריון כקבוצה הובילה להכרה בחשיבות מנהיגות הדירקטוריון, כלומר תפקיד היו"ר ואפיון תכונותיו המקצועיות (McNulty & Pettigrew, 1999; McNulty et al., 2011; Withers & Fitza, 2017). ליו"ר הדירקטוריון יש תפקיד מפתח בבניית תהליכים אפקטיביים, ניהול נושאי הדיון והזמן בישיבות, מעקב אחר ביצוע ההחלטות ויצירת מחויבות של חברי הדירקטוריון (Bezemer et al., 2018). נוסף על כך, מערכת היחסים בין מנכ"ל החברה ויו"ר הדירקטוריון היא גורם מפתח בהצלחת היו"ר ותרומתו לאפקטיביות (Roberts & Stiles, 1999).

אם כן, מורכבותו של הדירקטוריון כקבוצת עבודה מדגישה את חשיבות הנורמות ותהליכי העבודה בדירקטוריון כקבוצה, את חשיבותן של מערכות היחסים הבין-אישיים בין החברים, ואת יחסי האמון והכבוד ההדדי הן ברמה המקצועית והן ברמה האישית (Bailey et al., 2013; Stevenson & Radin, 2015). בדירקטוריונים אפקטיביים ניתנת אפשרות, זמן וכבוד, במסגרות פורמליות וא-פורמליות, להתדיינות מקצועית באופן שבו דירקטורים יכולים להעלות שאלות וספקות, רעיונות שונים ומחשבות מגוונות וחריגות (Heemskerk et al., 2018; Forbes & Milliken, 1999). כפי שסיכמו זאת Forbes and Milliken: "מהות קיומו של הדירקטוריון מושתת על האמונה כי הידע ושיקול הדעת של הקבוצה הם מעל ליכולתו של כל אינדיבידואל, לצורך ביצוע מטרת הפקוח וההנחיה האפקטיביים על החברה" (1999, p. 490).

## אפקטיביות הדירקטוריון בהיבט החקיקה ושוק ההון

יכולתו של הדירקטוריון לשלב בין תפקידיו השונים מורכבת עוד יותר, מפני שהחקיקה, בתי המשפט והנורמות בתחום הממשל התאגידי שמים דגש על תפקידי הבקרה והשליטה של הדירקטוריון (Dowell et al., 2011). מאז כשלי הממשל התאגידי של תחילת שנות האלפיים ומשבר ה"סאב-פריים", ומתוך רצון לחזק את ההגנה על המשקיעים, אנו עדים לעלייה משמעותית בהיקף, בעוצמה ובאכיפה של חוקים וקודים הקשורים בממשל תאגידי (Cuomo et al., 2016). מחקרים וניירות עמדה מציבים לאחרונה סימן שאלה על תרומת החקיקה והאכיפה האינטנסיבית על אפקטיביות הדירקטוריון

ויכולתה ליצור ערך, כמו גם למנוע כשלי ממשל תאגידי (OECD, 2018). מלבד העלויות הכספיות הכרוכות בציות לכללי האכיפה, מחקרים מראים כי עלות תשומת הלב של הדירקטוריון לתהליכי בקרה ופיקוח באה לעיתים קרובות על חשבון תשומת הלב לנושאים אסטרטגיים (Cuomo et al., 2016; Dowell et al., 2011). אחת הסיבות המסבירות את חוסר האפקטיביות של החקיקה היא "המיקוד בבקרה ושליטה במקום בסוגיה כיצד הממשל התאגידי יכול לתרום להוספת ערך אסטרטגי לפירמה" (OECD, 2018, p.4). כך לדוגמה מתאר יו"ר חברת Tree באופן מעט ציני את תפקוד דירקטוריון החברה: "כך, בעוד היינו טובים בתהליכי תגמול, היינו טובים בממשל תאגידי, בבקרה, במימון, היינו מצוינים ביישום סארבנס אוקסלי, אבל דרך אגב לא היה לנו מושג בכל הקשור למה החברה עושה. למעשה, את זה אנחנו השארנו להנהלה" (Bailey et al., 2013, p.139).

מחקר של Grant & Visconti (2006) שניתח את כשלי הממשל תאגידי ב-12 חברות מובילות בארה"ב ובאירופה, ובהן אנון, וולדקום, טיים וורנר ואחרות, מצביע על כך שהחלטות והמהלכים האסטרטגיים הם אלו שהובילו בסופו של דבר לכשלי הממשל התאגידי. כל החברות התאפיינו באסטרטגיה דומה – התמקדות בצמיחה מהירה ומספר רב של מיזוגים ורכישות – אסטרטגיה שמתחה ואפילו קרעה את המרחבים הפיננסיים והארגוניים של חברות אלו. חוקרים אלה ציינו כי "ככל שכללי הדיווח של חברות יהיו נוקשים יותר, כך מנהלים וחברי דירקטוריון ימקדו את מאמציהם בכללי ציות במקום במהות ההחלטות האסטרטגיות, כאשר מהות זו היא החשובה להעצמת האפקטיביות של הדירקטוריון" (עמ' 361).

מחקר של Grant & Visconti (2006) שניתח את כשלי הממשל תאגידי ב-12 חברות מובילות בארה"ב ובאירופה, ובהן אנון, וולדקום, טיים וורנר ואחרות, מצביע על כך שהחלטות והמהלכים האסטרטגיים הם אלו שהובילו בסופו של דבר לכשלי הממשל התאגידי. כל החברות התאפיינו באסטרטגיה דומה – התמקדות בצמיחה מהירה ומספר רב של מיזוגים ורכישות – אסטרטגיה שמתחה ואפילו קרעה את המרחבים הפיננסיים והארגוניים של חברות אלו. חוקרים אלה ציינו כי "ככל שכללי הדיווח של חברות יהיו נוקשים יותר, כך מנהלים וחברי דירקטוריון ימקדו את מאמציהם בכללי ציות במקום במהות ההחלטות האסטרטגיות, כאשר מהות זו היא החשובה להעצמת האפקטיביות של הדירקטוריון" (עמ' 361).

מחקר של Grant & Visconti (2006) שניתח את כשלי הממשל תאגידי ב-12 חברות מובילות בארה"ב ובאירופה, ובהן אנון, וולדקום, טיים וורנר ואחרות, מצביע על כך שהחלטות והמהלכים האסטרטגיים הם אלו שהובילו בסופו של דבר לכשלי הממשל התאגידי. כל החברות התאפיינו באסטרטגיה דומה – התמקדות בצמיחה מהירה ומספר רב של מיזוגים ורכישות – אסטרטגיה שמתחה ואפילו קרעה את המרחבים הפיננסיים והארגוניים של חברות אלו. חוקרים אלה ציינו כי "ככל שכללי הדיווח של חברות יהיו נוקשים יותר, כך מנהלים וחברי דירקטוריון ימקדו את מאמציהם בכללי ציות במקום במהות ההחלטות האסטרטגיות, כאשר מהות זו היא החשובה להעצמת האפקטיביות של הדירקטוריון" (עמ' 361).

מחקר של Grant & Visconti (2006) שניתח את כשלי הממשל תאגידי ב-12 חברות מובילות בארה"ב ובאירופה, ובהן אנון, וולדקום, טיים וורנר ואחרות, מצביע על כך שהחלטות והמהלכים האסטרטגיים הם אלו שהובילו בסופו של דבר לכשלי הממשל התאגידי. כל החברות התאפיינו באסטרטגיה דומה – התמקדות בצמיחה מהירה ומספר רב של מיזוגים ורכישות – אסטרטגיה שמתחה ואפילו קרעה את המרחבים הפיננסיים והארגוניים של חברות אלו. חוקרים אלה ציינו כי "ככל שכללי הדיווח של חברות יהיו נוקשים יותר, כך מנהלים וחברי דירקטוריון ימקדו את מאמציהם בכללי ציות במקום במהות ההחלטות האסטרטגיות, כאשר מהות זו היא החשובה להעצמת האפקטיביות של הדירקטוריון" (עמ' 361).

מחקר של Grant & Visconti (2006) שניתח את כשלי הממשל תאגידי ב-12 חברות מובילות בארה"ב ובאירופה, ובהן אנון, וולדקום, טיים וורנר ואחרות, מצביע על כך שהחלטות והמהלכים האסטרטגיים הם אלו שהובילו בסופו של דבר לכשלי הממשל התאגידי. כל החברות התאפיינו באסטרטגיה דומה – התמקדות בצמיחה מהירה ומספר רב של מיזוגים ורכישות – אסטרטגיה שמתחה ואפילו קרעה את המרחבים הפיננסיים והארגוניים של חברות אלו. חוקרים אלה ציינו כי "ככל שכללי הדיווח של חברות יהיו נוקשים יותר, כך מנהלים וחברי דירקטוריון ימקדו את מאמציהם בכללי ציות במקום במהות ההחלטות האסטרטגיות, כאשר מהות זו היא החשובה להעצמת האפקטיביות של הדירקטוריון" (עמ' 361).

3 בישראל, הדירקטור, כנושא משרה בחברה, חב חובת אמונים כלפי החברה (חוק החברות, 1999, ס' 254). עם זאת, סעיף 11 לחוק החברות (1999) מבהיר כי "תכלית חברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה", ומרחיב כי "ניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את ענייניהם של נושאי, עובדיה ואת ענייניו של הציבור".

## סיכום

מאמר זה מצביע על חשיבות היכולת של הדירקטוריון לאזן ולשלב בין תפקידו האסטרטגי ובין תפקידו הבקרה והשליטה, ולהתאים את אופי התנהלותו לפי הצורך, ובכך לתרום ליצירת ערך עבור החברה. אנו מדגישים את חשיבות תפקידו האסטרטגי של הדירקטוריון וקבלת החלטות לטווח הארוך כגורם מפתח ביצירת איזונים אלו. בתקופה זו יש לשנייה טכנולוגיים, כלכליים וחברתיים השפעה משמעותית על חברות, וחשיבות הדירקטוריון כקבוצה עבודה המקבלת החלטות אסטרטגיות מקבלת משנה תוקף. מורכבות תהליכי קבלת החלטות אסטרטגיות בדירקטוריון הובילה חוקרים ובעלי תפקידים בשוקים שונים לתבונה כי הדירקטוריון בעצמו, על בסיס היכולות הגבוהות של חבריו, הוא היחיד היכול לאזן בין התפקידים השונים בסיטואציות שונות (OECD, 2018). ההערכה העצמית של הדירקטוריון הפכה לכלי משמעותי בשנים האחרונות ליישום ושיפור ממשל תאגידי תקין בחברות וככלי לדירקטוריונים לשפר את האפקטיביות של פעילותם. הערכה עצמית זו היא חובה במדינות מסוימות ובברוסות מסוימות (כגון NYSE), אך היא גם משמשת ככלי וולונטרי בידי חברות המעוניינות לאותת לבעלי המניות שלהן שהחברה מתנהלת לפי כללי ממשל תאגידי תקין. החשיבות והיכולת של כלי זה לתרום לתפקוד הדירקטוריון ולסייע לו בבניית האיזונים והתהליכים הנדרשים תלויות בכך שהדירקטוריון הוא זה שמקבל על עצמו אחריות לשיפור האפקטיביות שלו. הכלי יאבד מחשיבותו אם ישמש אמצעי ניגוח כלפי הדירקטוריון או מי מחבריו (Higgs, 2003). כלי זה הוא גם צעד בונה אמון בין בעלי המניות, הדירקטוריון והחברות. בעלי העניין צריכים לבטוח בדירקטוריון ובהנהלה כקבוצה של אנשי מקצוע שיעשו ככל שאלא ידם לשיפור ערך החברה ושגשוגה בטווח הארוך לטובת בעלי המניות וכל בעלי העניין בה. מנגד, חברי הדירקטוריון והנהלה צריכים לפעול כדי לבנות אמון זה ולהצדיק אותו.

avic@tauex.tau.ac.il

nurit@9investments.com

פרופ' אבי כרמלי

נורית נחום

לבעלי שליטה ישנם מאפיינים שונים. מחקרים מצביעים כי ההחלטות האסטרטגיות בחברות בשליטה משפחתית מביאות ליצירת ערך גבוה יותר בטווח הארוך, ככל הנראה בשל הרצון והצורך לשמר את המוניטין והנכסים המשפחתיים לדורות הבאים (Calabro & Mussolino, 2013; Gnan et al., 2015). שני מחקרים שהתבצעו על ידי פרופ' דן וייס בקרב חברות ישראליות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב, מלמדים שחברות משפחתיות מציגות תוצאות עסקיות טובות יותר, וכן שיעור נמוך יותר של כשלי בקרה פנימית. במחקר שנערך בשנים 2006 ועד 2010 והתבסס על 183 חברות ציבוריות הנשלטות על ידי משפחות, נמצא כי החברות המשפחתיות הציגו תשואה גבוהה יותר להון וכן שווי שוק גבוה יותר, וזאת תוך רמה נמוכה יותר של סיכון פיננסי (רמת מינוף) (Weiss, 2013). במחקר נוסף שהתבסס על 573 חברות ישראליות, כמחציתן חברות משפחתיות, מצא פרופ' וייס כי שיעור התדירות של כשלי בקרה פנימית היה נמוך יותר בחברות משפחתיות (Weiss, 2014).

כאמור, מחקרים רבים מעידים כי סוגיות ואתגרים העומדים בפני הדירקטוריון אינם בהכרח קשורים במבנה הבעלות והשליטה. אנו מצטרפים לחוקרים שמצביעים על חברות ודירקטוריונים המקבלים החלטות אסטרטגיות המבוססות על אוריינטציה של שיקולי הטווח הארוך, כמצפן ליצירת ערך עבור החברה ובעלי מניותיה (Bower & Paine, 2017; Donaldson, 2002; Flammer & Bansal, 2013; Stout, 2017). החלטות המבוססות על שיקולי הטווח הארוך מעצימות את ערך החברה לטובת בעלי מניותיה כמכלול, כמו גם בעלי עניין אחרים. תפיסת מקסום הערך על בסיס שיקולי הטווח הארוך אינה חדשה, והיא תואמת את התיאוריה הפיננסית: "מקסום ערך החברה בטווח הארוך הוא גם הקריטריון לביצוע החלוקה הטובה ביותר של הערך בין בעלי העניין השונים" (Jensen, 2002, p. 235).

## רשימת מקורות

- Adams, R., & Ferreira, D. (2007). A theory of Friendly Boards. *Journal of Finance*, 62.1, 217-250.
- Adams, R., Licht, A., Sagiv, L. (2011). Shareholders and Stakeholders: How do Directors Decide? *Strategic Management Journal*, 32, 1331-1355.
- Aminadav, G., Papaioannou, E. (2018). Corporate Control around the World. Presented in the Diverse participation and great atmosphere at Dynamics of Inclusive Prosperity Conference, Rotterdam, 2018. Retrieved on March 21st, 2019, <https://www.doipconference.com>.
- Bailey, B. C., Peck, S. (2013). Boardroom Strategic Decision-Making Style: Understanding the Antecedents. *Corporate Governance: An International Review*, 21.2, 131-146.
- Ben Barka, H. F., Legendre, O. (2017). Effect of the Board of Directors and the Audit Committee on Firm Performance: A Panel Data Analysis. *Journal of Management and Governance*, 21:737-755
- Bezemer, P.J., Zajac, E. J., Naumovska, I. (2015). Power and Paradigms: The Dutch Response to Pressures for Shareholder Value. *Corporate Governance: An International Review*, 23.1: 60-75.
- Bezemer, P.J., Nicholson, G., Pugliese, A. (2018). The Influence of Board Chairs on Director Engagement: A Case- Based Exploration of Boardroom Decision-Making. *Corporate Governance an International Review*, 26: 219-234.
- Boivie S., Lange D., McDonald M. L., Westphal J. D. (2011). "Me or We: The Effects of CEO Organizational Identification on Agency Costs", *Academy of Management Journal*, Vol. 54.3, 551-576.
- Boubaker, S., Derouiche, I., Nguyen, D.K. (2015). Does the Board of Directors Affect Cash Holdings? A Study of French Listed Firms. *Journal of Management and Governance*, 19:341-370.
- Bower, J. L., & Paine, J. L. (2017). The Error at the Heart of Corporate Leadership. *Harvard Business Review*, 95. 3, 50-60.
- Calabro, A., Mussolino, D. (2013). How do Boards of Directors Contribute to Family SME Export Intensity? The Role of Formal and Informal Governance Mechanisms. *Journal of Management and Governance*, 17:363-403
- Castaner & Kavadis, 2013. Does Good Governance Prevent Bad Startegy? A Study of Corporate Governance, Financial Diversification and Value Creation by French Corporations, 2000-2006. *Strategic Management Journal*, 34, 863-876.
- Cornelli, F., Kominek, Z., & Ljungqvist, A. (2013). Monitoring managers: does it matter? *Journal of finance*, 68.2, 431-481.
- Cuomo, F., Mallin, C., Zattoni, A. (2016). Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24.3, 222-241.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data. *Academy of Management Review*, 28.3, 371-382.
- Denes, M., Karpoff, J., & McWilliams, V. B. (2017). Thirty Years of Shareholder Activism: A Survey of Empirical Research. *Journal of Corporate Finance*, 44, 405-424.



- Donaldson, T. (2002). The Stakeholder Revolution and Clarkson Principles. *Business Ethics Quarterly*, 12.2, 107-111.
- Dowell, G. W., Shackell, M. B., & Stuart, N. V. (2011). Boards, CEOs and Surviving a Financial Crisis: Evidence from the Internet Shakeout. *Strategic Management Journal*, 32.10, 1025-1045.
- Gevurtz, F., A. (2004). The Historical and Political Origins of the Corporate Board of Directors. *Hofstra Law Review*, 33.89, 90-173.
- Fama, U. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26.2, 301-325.
- Flammer, C., & Bansal, P. (2017). Does a Long-Term Orientation Create Value? Evidence from a Regression Discontinuity. *Strategic Management Journal*, 38, 1827–1847.
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as strategic Decision-Making Groups. *Academy of Management Review*, 24.3, 489-505.
- Gnan, L., Montemerlo, D., Huse, M. (2015). Governance Systems in Family SMEs: The Substitution Effects between Family Councils and Corporate Governance Mechanisms. *Journal of Small Business Management*. 53(2), pp. 355–381.
- Goranova, M. L., Priem, R.L., Ndofor, H., A., Trahms, C., A. (2017). Is there a “Dark Side” to Monitoring? Board and Shareholder Monitoring Effects on M&A Performance Extremeness. *Strategic Management Journal*, 38: 2285–2297
- Grant, R. M., & Visconti, M. (2006). The Strategic Background to Corporate Accounting Scandals. *Long Range Planning*, 39.4, 361-383.
- Grosskopf, O., (2015). Ostrovsky versus Discount Investment Corporation Ltd. Lod Central District Court, Lod., Derivative-action 10466-09-12.
- Hambrick, D. C., Misangyi, V. F., Park, C. A. (2015). The Quad Model for Identifying a Corporate Director’s Potential for Effective Monitoring: Toward a New Theory of Board Sufficiency. *Academy of Management Review*, 40(3), 323-344.
- Harford, J., Kecskésb, A., & Mansi, S. (2017). Do long-term investors improve corporate decision making? *Journal of Corporate Finance*, Article in Press.
- Haynes, K. T., Hillman, A. (2010). The Effect of Board Capital and CEO Power on Strategic Change. *Strategic Management Journal*, 31(11), 1145-1163.
- Heemskerck, E. M., Heemskerck, K., Wats, M. M. (2017). Conflict in the Boardroom: A Participant Observation Study of Supervisory Board Dynamics. *Journal of Management and Governance*, 21(1), 233-263.
- Huse, M., Hoskisson, R., Zattoni, A., Vigano, R. (2011). New Perspectives on Board Research: Changing the Research Agenda. *Journal of Management and Governance*, 15, 5-28.
- Higgs (2003). Review of the role and effectiveness of non-executive directors. Printed in the United Kingdom for the Stationery Office for The Department of Trade and Industry, UK.
- Jensen, M. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly*, 12.2, 235-256.
- Khanna, P., Jones, C. D., Boivie, S. (2014). Director Human Capital, Information Processing Demands, and Board Effectiveness. *Journal of Management*, 40(2), 557-585.

- Krause, R. (2017). Being the CEO's Boss: An Examination of Board Chair Orientations. *Strategic Management Journal*, 38, 697–713.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 56.2: 471-517.
- Li, W., Krause, R., Qin, X., Zhang, J., Zhu, H., Lin, S., Xu, Y. (2018). Under the Microscope: An Experimental Look at Board Transparency and Director Monitoring Behavior. *Strategic Management Journal*, 39:1216–1236.
- McDonald, M. L., Westphal, J., Graebner, M. (2008). What Do They Know? The Effects of Outside Director Acquisition Experience on Firm Acquisition Performance. *Strategic Management Journal*, 29, 1155-1177.
- McNulty T., Pettigrew A. (1999). "Strategists on the Board" *Organization Studies*. 20.1, 47-74.
- McNulty, T., Pettigrew, A., Jobome, G., & Morris, C. (2011). The Role, Power and Influence of Company Chairs. *Journal of Management & Governance*, 15.1, 91–121.
- Minichilli, A., Zattoni, A., Nielsen, S., Huse, M. (2012). Board Task Performance: An Exploration of Micro and Macro Level Determinants of Board Effectiveness. *Journal of Organization Behavior*, 33, 193-215.
- Morck, R., K., Steier, L. (2007). *A History of Corporate Governance Around the World*. University of Chicago Press: Chicago and London. Chapter 1: Introduction.
- Nguyen, B. D. (2012). Does the Rolodex Matter? Corporate Elite's Small World and the Effectiveness of Boards of Directors. *Management Sciences*, 58.2, 236-252.
- NYSE Corporate Governance Guidelines (NYSE-2009-89), 303A.09. Amended: November 25, 2009.
- OECD (2018), Board Evaluation: Overview of International Practices. <https://www.oecd.org/daf/ca/Evaluating-Boards-of-Directors-2018.pdf>
- Payne, T. G., Bensen, G. W., & Finegold, D. L. (2009). Corporate Board Attributes, Team Effectiveness and Financial Performance. *Journal of Management Studies*, 46.4, 704-731.
- Pearce J. A, Zahra S. A (1991). "The Relative Power of CEO's and Board of Directors: Association with Corporate Performance", *Strategic Management Journal* Vol. 12.2, 135 -160.
- Pfeffer J., Salancik G. R. (1978). "The External Control Over Organization, A Resource Dependence Perspective", Harper & Row publishers, New York. Chapter 3.
- Ravasi, D., & Zattoni, A. (2006). Exploring the political side of board involvement in strategy: A study of mixed-ownership institutions. *Journal of Management Studies*, 43.8, 1671-1702.
- Roberts, J., Stiles, P. (1999). "The Relationship between Chairmen and Chief Executives: Competitive or Complementary Roles?" *Long Range Planning*. 32,.1: 36 – 48.
- Ruigrok, W., Peck, S. L., & Keller, H. (2006). Board Characteristics and Involvement in Strategic Decision Making: Evidence from Swiss Companies. *Journal of Management Studies*, 43.5.
- Rutherford M., Butchholtz A. "Investigating the Relationship between Board Characteristics and Board Information", *Corporate Governance International Review*, Vol. 15.4 (2007): P. 576 – 584.

- Shi, W., Connelly, B., & Hoskisson, R. E. (2017). External Corporate Governance and Financial Fraud: Cognitive Evaluation Theory Insights on Agency Theory Perceptions. *Strategic Management Journal*, 38.6, 1268–1286.
- Stout, L. A. (2013). *The Shareholder Value Myth*. Cornell Law Faculty Publications. Paper 771. Retrieved from: <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/771>, Dec 7th, 2017.
- Sundaramurthy, C., & Lewis, M. (2003). Control and Collaboration: Paradoxes of Governance. *Academy of Management Review*, 28.3, 397-415.
- Stevenson, W. B., Radin, R. F. (2015). The Minds of the Board of Directors: The Effects of Formal Position and Informal Networks among Board Members on Influence and Decision Making. *Journal of Management and Governance*, 19, 421-460.
- Tang, J., Crossan, M., & Rowe, W. G. (2011). 'Dominant CEO, Deviant Strategy, and Extreme Performance: The Moderating Role of a Powerful Board. *Journal of Management Studies* 48.7, 1479-1503.
- Tuggle, C. S; Sirmon, D. G; Reutzell, C. R; Bierman, L. (2010). "Commanding Board of Director Attention: Investigating How Organizational Performance and CEO Duality Affect Board Members' Attention to Monitoring", *Strategic Management Journal* Vol. 31.9:P. 946-968
- Weiss, D. (2013). All in the Family Firms CPA Journal (Hebrew) Vol. 63: 58-63.
- Weiss, D. (2014). Internal Controls in Family-Owned Firms. *European Accounting Review*, 23. 3, 463–482.
- Westphal, J. D. (1999). Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties. *Academy of Management Journal*, 42.1, 7-24.
- Westphal, J. D., & Milton, L. (2000). How Experience and Network Ties Affect the Influence of Demographic Minorities on Corporate Boards. *Administrative Science Quarterly*, 45.2, 366-398.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (2013). A Behavioral Theory of Corporate Governance: Explicating the Mechanisms of Socially Situated and Socially Constituted Agency. *The Academy of Management Annals*, 7.1, 607-661
- Zhang, P. (2013). Power and trust in board–CEO relationships. *Journal of Management and Governance*, 17,745–765.
- Zhu, D. (2013). "Group Polarization on Corporate Boards: Theory and Evidence on Board Decisions about Acquisition Premiums", *Strategic Management Journal*, Vol.34.7, 800-822.
- חוק החברות הישראלי, התשנ"ט** 1999. <https://main.knesset.gov.il/Activity/Legislation/Laws/Pages/LawPrimary.aspx?lawitemid=20002>