

# מינוי דח"צים עשוי לשפר את התשואה

אחד הנושאים המדוברים בשוק ההון הישראלי בימים אלה הוא כניסתן של חברות נדל"ן אמריקאיות לשוק דרך הנפקת אג"ח בבורסה הישראלית. שוק האג"ח הקונצרניות בישראל הוא סחיר ופעיל, ומתוך כ-600 חברות הנסחרות בבורסה, כ-100 מוגדרות בחברות אג"ח — כלומר, חברות פרטיות בעלות חוב ציבורי, והשאר מוגדרות בחברות ציבוריות. בעוד הנפקות ראשוניות של מניות נהפכו לנדירות בבורסת תל אביב, והמסחר במניות קיימות ליל, שוק האג"ח הקונצרניות פורח. בשנים האחרונות נעשו יותר מ-100 הסדרי חוב בשוק האג"ח הקונצרניות, ובהם המשקיעים ספגו הפסדים של מיליארדי שקלים. תיקון 17 לחוק החברות, שנחקק ב-2011, בא להשוות את מצב חברות האג"ח לחברות ציבוריות במרבית ההיבטים של כללי ממשל תאגידי. התיקון קבע כי חברות פרטיות עם חוב ציבורי חייבות לפעול כמו חברות ציבוריות באימוץ של

## חברות אג"ח

קרן בריחה ורועי כץ

תקנות ממשל תאגידי. התיקון כולל ארבעה פרמטרים חשובים: הפרדה בין תפקיד יו"ר הדירקטוריון לתפקיד מנכ"ל החברה, במטרה להג-

ביר את פיקוח הדירקטוריון על ההנהלה; החובה למנות שני דירקטורים רים היצוגיים (דח"צים), כמו בחברות ציבוריות; החובה למנות ועדת ביקורת ומבקר פנים; ובניית מנגנון לאישור עסקות בעלי עניין. לצורך מחקר בדבר אפקטיביות הכנסתם של כללים אלה לתוקף, אספנו נתונים של כ-90 חברות אג"ח ישראליות מתעשיות שונות, כדי לבחון את תגובת השוק ליישום לראשונה של כללי ממשל תאגידי. הריאות מצביעות על תגובה משמעותית חיובית כלפי שוק האג"ח לאורך כל תהליך האימוץ של הרגולציה החדשה. בקנה אחד עם עדות זו, עולים ממצאינו לגבי תגובת שוק חיובית באופן משמעותי למי נויים של דח"צים לראשונה באותן חברות אג"ח.

התוצאות מתחזקות עוד יותר על ידי התגובה החיובית של מחזיקי אג"ח בקשר עם אישור עסקות בעלי עניין שנעשו בחברות אג"ח לא-חר כניסת התיקון לתוקף — וזאת בהשוואה לעסקות דומות שאושרו לפני שינוי כללי הממשל התאגידי ב-2011. תיקון 17 לחוק מהווה הוכחה אמפירית ראשונה לקשר סיבתי בין החלת כללי ממשל תאגידי די על חברה לבין העלאת אמון המשקיעים בה והורדת פרמיית הסיכון שדורשים המשקיעים עבור ההשקעה. לפי תוצאות המחקר, החל ב-2011 חברות יכולות לגייס חוב בשוק האג"ח הקונצרניות בעלות נמוכה יותר, בזכות כללי ממשל תאגידי שהוחלו על חברות האג"ח באופן שהוריד את פרמיית הסיכון שדורשים המשקיעים בבורסה מאותן חברות פרטיות שהנפיקו לציבור רק חוב ולא הון.

עד ל-2015 היתה פירצה בחוק החברות שאיפשרה דהיפקטו מעין ארביטראז' רגולטורי. בעוד שחברות שהתאגדו בישראל חייבות בחוק החברות, חברות שהתאגדו מחוץ לישראל הוכפפו לחוק באופן חלקי בלבד, מאחר שלא היו חייבות בחוק ניירות ערך. המשמעות המעשית של פער זה הביאה לכך שרשות ני"ע לא יכלה להטיל סנקציות נגד חברות אג"ח שהתאגדו בחו"ל ועברו על חוק החברות. רק בראשית 2015, יזמה הרשות תיקון לחוק שסגר פרצה זו והחיל דין שווה על כלל החברות שמבקשות לגייס חוב מן הציבור בישראל, במטרה לבי-נות אמון משקיעים ולהקטין את עלות גיוס החוב.

**הדח"צים שהתמנו באחרונה לחברות האג"ח הזרות שנסחרות בשוק הישראלי הם בכירים ומנוסים בשוק ההון הישראלי, בהם רוי"ח יצחק פורר, לשעבר יו"ר ארנסט אנד יאנג ישראל; חנה פריז, לשעבר משנה למנכ"ל בנק הפועלים, המכהנת כדח"צית בחברות דה זארסי וברוקלנד; ד"ר שלמה נס, לשעבר יו"ר חברת החשמל; ורו"ח משה גרנסיקי, לשעבר בכיר ברשות ני"ע.**

מחקר נמצא כי בעת מינוי דח"צים לראשונה בחברות האג"ח נרשמה תשואה עודפת של כ-2.6% בשווי האג"ח, תוך זינוק של כ-192% במחזורי המסחר. המשמעות היא ששוק ההון הוריד את פרי מיית הסיכון שהוא דורש על אותן אג"ח, תוך הקדשת תשומת לב לעניין, שבאה לידי ביטוי במחזורי המסחר. כמו כן, נמצא כי בישראל יש כ-58 חברות אג"ח, שהנפיקו כ-90 סדרות חוב בערך של כ-8 מיליארד דולר, המהווים כ-10% משוק האג"ח. חברות הנדל"ן בבעלות זרה הן כרבע מחברות האג"ח בישראל (15 מתוך 58). שווי השוק שלהן כ-2.5 מיליארד דולר — יותר מ-30% משווי השוק הכולל של חברות האג"ח. במונחי הון עצמי, חברות הנדל"ן הזרות שהנפיקו חוב לציבור בישראל, מהוות כ-11% מכלל שוק הנדל"ן המקומי.

רוי"ח ד"ר קרן בריחה היא ראש החוג לחשבונאות באוניברסיטה העברית ודירקטורית בחברות ציבוריות; רוי"ח רועי כץ הוא דוקטורנט לחשבונאות באוניברסיטה העברית ומרצה לביקורת חשבונאית במוסדות אקדמיים