



**The Raymond Ackerman Family Chair
in Israeli Corporate Governance**

Working Paper No. 030

**Changes in the Value of Control Following Reforms
in Israeli Corporate Governance**

Eylon Blum

Tel-Aviv University

Sharon Hannes

Tel-Aviv University

Revital Yosef

Bar-Ilan University

Beni Lauterbach

Bar-Ilan University

December 2020

שוויה של שליטה בחברה ציבורית בעקבות רפורמות מקיפות בממשל התאגידי הישראלי

מאת

אילון בלום*, שרון חנס**, רויטל יוסף*** ובני לאוטרבך****

תקציר

המאמר בוחן אם חקיקת חוק החברות לפני עשרים שנה, ומהפכת הממשל התאגידי שאירעה בישראל לאחר מכן, השפיעו על שוויה של שליטה בחברה ציבורית בישראל. שווי השליטה נבחן במחקר באמצעות מדידת פרמיית השליטה בעסקאות להעברת שליטה בכל החברות שנסחרו בישראל בין השנים 2001 ל-2019. בסך הכל איתרנו בתקופה זו 60 עסקאות שניתן לנתח תוך השוואה למחקרים דומים, שהתמקדו בתקופות מוקדמות יותר. אנו מוצאים כי שווי השליטה הממוצע בחברה ישראלית בתקופת המחקר ירד בכשני שלישים לעומת מחקרים קודמים. לאור ממצאים אלו לא ניתן לומר עוד כי ישראל בולטת לרעה בשווי השליטה בחברות הציבוריות שלה. כמו כן ישנה ירידה בשווי השליטה בשנים 2011-2019, לעומת השנים 2000-2010. הערך החציוני של השליטה בתקופה המוקדמת עמד על 9.9% משווי החברה, ובתקופה המאוחרת על 5.5%, אולם, לאור הירידה בכמות התצפיות בתקופות המשנה, אין לירידה זו מובהקות סטטיסטית. כמו כן, מצאנו מתאם הפוך ומובהק בין גודלה של החברה לבין שווי השליטה בה, כאשר השליטה נמדדת כשיעור משווי השוק של החברה.

מבוא. א. רקע: רפורמה משפטית ושינויים נוספים במשק (2000-2020). ב. סקירת ספרות והשערות המחקר 1. מדידת שווי השליטה; 2. הגורמים שאותרו בספרות כמשפיעים על היקף טובות ההנאה הפרטיות משליטה; 3. מחקרים שבחנו השפעה של רפורמות משפטיות על שווי השליטה; 4. השערות המחקר. ג. המדגם והמתודולוגיה. ד. תוצאות. ה. סיכום ומסקנות.

מבוא

זה לא מכבר מלאו 20 שנים לכניסתו לתוקף של חוק החברות הישראלי. חוק החברות הוא חוק מודרני, אשר החליף את פקודת החברות שמקורה בימי המנדט הבריטי. משכך, הציפיה היא שהחוק יעניק הגנה משופרת לבעלי המניות מן הציבור ומן המיעוט. מאז חקיקת חוק החברות המשיכה מדינת ישראל בשפע של תיקוני חקיקה ושינויים רבים אחרים, אשר ניתן לכנות אותם במאוחד

* אוניברסיטת תל אביב.

** דקאן הפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן, אוניברסיטת תל אביב.

*** בית הספר למנהל עסקים, אוניברסיטת בר אילן.

**** ראש הקתדרה ע"ש משפחת אקרמן לממשל תאגידי בישראל, בית הספר למנהל עסקים, אוניברסיטת בר אילן. על הערות מועילות אנו מודים לאסף חמדני, קובי קסטיאל, אהוד קמר, שריה אורגד, דן עמירם, וכן למשתתפי הסמינר לממשל תאגידי בפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל-אביב. על סיוע מצוין במחקר אנו מודים לאילון לוקסנבורג ואמיר בן מויאל.

כ"מהפכת הממשל התאגידי". רפורמות מקיפות אלו נועדו במידה רבה למנוע מבעלי שליטה לנצל לרעה את החברות שבהן הם שולטים.

מחקרים קודמים, אשר התמקדו בתקופה שקדמה לחוק החברות, ובוודאי לפני עיקרה של מהפכת הממשל התאגידי, חשפו ממצאים עגומים בנוגע לערכה הגבוה של שליטה בחברה ציבורית ישראלית. ערך גבוה לשליטה עלול לנבוע, בין השאר, מיכולתו של בעל השליטה לנצל את החברה לצרכיו על חשבון בעלי המניות מן המיעוט. זאת, בין השאר באמצעות עסקאות שונות, במישרין ובעקיפין, של בעל השליטה עם החברה הציבורית.

כך, מחקר בינלאומי מקיף של דייק וזינגאלס, שבחן עסקאות להעברת שליטה בשנים 1990-2000, מצא כי שווי השליטה (כלומר, הסכום המשולם בעסקה מעבר לשווי השוק של המניות הנמכרות) הממוצע במשק הישראלי, עומד על 27% משווי השוק של מניות החברה.¹ זאת, לעומת ממוצע של 14% ב-39 לכללות מפותחות בעולם.² במחקר מאוחר יותר של ברק ולאטרבך, שבחן העברות שליטה בשנים 1993-2005, נמצא כי שווי השליטה הממוצע בישראל בשנים אלו היה כ-31% משווי השוק של מניות החברה.³ מקובל לטעון כי שווי השליטה מהווה אומדן לגובה טובות ההנאה הפרטיות שבעלי השליטה מתכננים להפיק מהחברה.⁴ לפיכך, המחקרים דלעיל, המוצאים בישראל שווי שליטה כפול מהממוצע במדינות מפותחות אחרות, מצביעים על חולשה מהותית בממשל התאגידי בארץ ערב המילניום הנוכחי.

מטרתו המרכזית של מאמר זה היא לבחון אם חוק החברות ומהפכת הממשל התאגידי שבאה בעקבותיו, אכן שיפרו את המצב בפועל והביאו לירידה בתועלת הפרטית שמפיק בעל השליטה. המחקר מקיף את כל החברות הציבוריות בישראל, החל משנת 2001 ועד לסוף שנת 2019. אנו מוצאים כי בעסקאות להעברת שליטה בחברות ציבוריות שבוצעו בשנים אלו, חלה ירידה דרמטית בשווי השליטה לעומת תקופות קודמות. שווי השליטה הממוצע בחברה ישראלית ירד בשני העשורים הראשונים של המאה ה-21 בכשני שלישים לעומת המחקרים הקודמים.

כמו כן, במסגרת המחקר נבחנות תקופות משנה בתוך התקופה הכוללת, במטרה לבסס סיבתיות בין הרפורמות לבין הירידה בשווי השליטה. החלוקה נועדה גם כדי להפריד בין רפורמה משפטית שהדגש בה הוא על הגברת האכיפה ציבורית על ידי רשויות אכיפת החוק, לבין רפורמה שהדגש בה הוא על אכיפה פרטית (כלומר, באמצעות תביעות מצד בעלי מניות). מהפכת הממשל התאגידי בישראל כללה מספר שלבים. השלב הראשון של המהפכה טמון בהגברת האכיפה הציבורית. בשנים הראשונות לאחר חקיקת חוק החברות נשארו מקצת מהוראותיו החשובות עלי ספר בלבד, כאשר החברות הציבוריות ובעלי השליטה לא התקשו להתגבר בפועל על חלק מהמחסומים שהוצבו בפניהם מכוח הוראות אלה. ניתן לומר גם כי זהו ביטוי לאבחנה הוותיקה בין החוק כפי שהוא "על הנייר" (law in books), לבין פעולת החוק הלכה למעשה (law in action).⁵

¹ Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 JOURNAL OF FINANCE 537, 544 (2004).

² Id., at 538.

³ Ronen Barak & Beni Lauterbach, *Estimating the Private Benefits of Control from Partial Transfers: Methodology and Evidence*, 2 INT. J. CORPORATE GOVERNANCE 183, 192 (2011).

⁴ Lucian Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109(4) QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 957, 962 (1994); ראו גם שרון חנס "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עוינות על חברות בישראל" **עיוני משפט** כו(3) 819, 834 (2003).

⁵ Roscoe Pound, *Law in Books and Law in Action*, 44 AM. L. REV. 12 (1910).

כך, למשל, חוק החברות דרש באותן שנים שעסקאות משמעותיות עם בעל השליטה יזכו לתמיכה של שליש מקולות בעלי המניות מן המיעוט.⁶ אולם, בחוק לא נקבע במפורש מי רשאי להיכלל בשליש הנדרש. כאשר רשות ניירות ערך החליטה לבחון את העניין, התברר כי החברות ספרו במסגרת השליש גם צדדים מקורבים וגורמים נוספים ששיקול הדעת שלהם היה נגוע בניגוד עניינים.⁷ במקרים קיצוניים נעשו מעשים חמורים יותר, כמו מכירה מלאכותית של מניות כדי לזכות באישור, תוך שימוש באנשי קש.⁸

לאחר שרשות ניירות ערך בדקה בעובי הקורה, ובמקרים מסוימים עירבה גם את הפרקליטות הפלילית, באה לעולם האכיפה הציבורית של חוק החברות. זאת, אף שחוק החברות עצמו לא הסמיך את רשות ניירות ערך לאכוף את הוראותיו המרכזיות.⁹ מדובר כמובן בתהליך מתמשך, אך בעינינו קו פרשת המים היה פסק הדין בבית המשפט העליון בעניין **ערד**.¹⁰ באותו מקרה נפל דבר, ובפעם הראשונה (אך לא האחרונה) נשלח בעל שליטה של חברה ציבורית למאסר בפועל על שום שניסה להתגבר בדרך של תרמית על כללי האישור של עסקה של החברה עם בעל השליטה. לפסק הדין משמעות רבה גם משום שבית המשפט העליון הגדיר לראשונה את המושג "עניין אישי", אשר מי שנגוע בו כפוף לכללי אישור מיוחדים.¹¹

פסק הדין, אשר ניתן ביום ה-2.6.2005, גרם לטלטלה של ממש בשוק ההון, ומצדיק לשיטתנו בחינה נפרדת של שווי השליטה לאחר המועד בו הוא ניתן. הגברה ניכרת זו באכיפה הציבורית לוותה בהתגברות מקבילה של תשומת הלב התקשורתית לסוגיה הרלבנטית.¹² במהלך שנת 2005 הושקה המהדורה היומית של עיתון דה מרקר,¹³ אשר חרט על דגלו את המאבק בבעלי שליטה.¹⁴ גם כלי תקשורת אחרים הגבירו בהדרגה את תשומת הלב המופנית לסוגיה.¹⁵ עלייה בחשיפה ובכיסוי תקשורתי מוכרת בספרות כגורם אשר יכול למתן הפקת תועלות פרטיות של בעל השליטה.¹⁶

⁶ ראו את הנוסח המקורי של ס' 275 לחוק החברות, התשנ"ט-1999; ראו גם אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה: בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית" **משפט ועסקים** ט 86, 75 (2008).

⁷ החלטה 101-5 של הרשות לניירות ערך "עניין אישי בעסקאות עם בעלי שליטה" (19.10.2004) (סיווג בעל מניות המנהל יחסים עסקיים משמעותיים ומתמשכים עם בעל השליטה כבעל עניין אישי); ראו גם עמדה של רשות ניירות ערך מיום 14.1.2004 שכותרתה: "רשות ניירות ערך מפרשת 'עניין אישי' בחוק החברות: בעל מניות הנתון להשפעה של בעל השליטה או נמצא עמו ביחסים הגורמים לו להצביע בניגוד לאינטרס שלו כבעל מניות".

www.isa.gov.il/%d7%94%d7%95%d7%93%d7%a2%d7%95%d7%aa%20%d7%95%d7%a4%d7%a8%d7%a2%d7%95%d7%9e%d7%99%d7%9d/175/2004/Pages/ISA-interpret.aspx

⁸ ראו ע"פ 3891/04 **ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל**, פ"ד ס(1) 294 (2005) (להלן: "עניין ערד").

⁹ השוני לעניין זה בולט בהשוואה בין חוק החברות לבין חוק ניירות ערך אשר מסמיך את הרשות מפורשות לאכוף את הוראותיו. ראו ס' 2 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.

¹⁰ עניין **ערד**, לעיל ה"ש 8.

¹¹ יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי** 186-187 (מהדורה ראשונה, 2010).

¹² ראו אודליה מינס "ההסדר המשפטי החל על פירמידות שליטה בחוק הריכוזיות והשפעתו על שוק ההון והמשק הישראלי: ממצאים ראשוניים" **מחקרי משפט** לא 55, 87 (2017).

¹³ רתם קלינה "דה מרקר מתרחב" **nrg מעריב** 7.2.2007 <https://www.makorrishon.co.il/nrg/online/1/ART1/540/779.html>

¹⁴ חגי עמית "עשר חברות שולטות על 80% מאחזקות הציבור בבורסה" **TheMarker** 2.7.2011 www.themarker.com/markerweek/1.662629; אורן הלר "מחקר: בעלי השליטה בפרמידות מרוויחים כ-850

מיליון שקל בשנה על חשבון הציבור" **TheMarker** 30.8.2011 www.themarker.com/opinion/1.1086091; עידו באום "איך לוקחים בעלי השליטה את ההזדמנויות המוצלחות לכיסם" **TheMarker** 2.10.2012 www.themarker.com/law/1.1834005

¹⁵ הדבר נכון הן לגבי העיתונות הכתובה (בעיקר כלכליסט וגלובס), והן לגבי מדורים כלכליים בולטים בטלוויזיה.

¹⁶ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1; ראו גם Alexander Dyck & Luigi Zingales, *The Corporate Governance Role of the Media*, in *THE RIGHT TO TELL: THE ROLE OF MASS MEDIA IN ECONOMIC DEVELOPMENT* 107 (2002)

מאמרים נוספים בנושא כמו דייק, וולצ'קובה וזינגאלס,¹⁷ ליו ומק'קונל,¹⁸ ו-לאוטרבך ופוזוסטה,¹⁹ מעידים כולם על השפעה ותרומה ניכרת של התקשורת לריסון בעלי השליטה ושיפור הממשל התאגידי. למעשה, אכיפה ציבורית ותשומת לב תקשורתית הם גורמים שלובים זה בזה. מן העבר האחד, תקשורת דוחפת לעיתים את רשויות אכיפת החוק לפעולה, ואילו מן העבר השני, פעולת הרשויות מדרבנת לעיתים את הדיווח התקשורתי.²⁰ כך או כך, הן האכיפה הציבורית, והן תשומת הלב התקשורתית התעצמו בשנת 2005. בהתאם, אנו אכן מוצאים ירידה מסוימת בשווי השליטה לאחר שנת 2005, אולם, זוהי ירידה בהיקף מתון בלבד, שאינה מובהקת סטטיסטית. יתכן שהדבר נובע ממיעוט העסקאות בכל אחת מתקופות המשנה, או מכך שההתגברות באכיפה הציבורית הינה תהליך מתמשך ללא מועד חתך ברור.

במסגרת מהפכת הממשל התאגידי, קיימת משמעות גם לשנת 2010. בשנה זו הוקמה והחלה לפעול המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב.²¹ במסגרת זו מונו שלושה שופטים ייעודיים לנושא, אשר מרכזים בידיהם את הטיפול במירב ענייני התאגידים במדינה, הן במישור האזרחי והן במישור הפלילי. על כן, זוהי תחילתה של מהפכה באכיפה הפרטית של חוק החברות, ותגבור של האכיפה הציבורית. סיבה נוספת להתגברות האכיפה הציבורית בתקופה זו נעוץ בתיקון משמעותי לחוק ניירות ערך, אשר במרכזו יצירת מערכת לאכיפה מנהלית של הפרות דין באמצעות ועדת האכיפה המנהלית של רשות ניירות ערך.²² תיקון זה נכנס לתוקפו בראשיתה של שנת 2011.

בסמוך לאחר מכן, עבר בכנסת גם "תיקון 16 לחוק החברות".²³ זהו תיקון מקיף ביותר לכללי הממשל התאגידי, עם דגש על הגבלת כוחו של בעל השליטה לנצל את החברה הציבורית לטובתו האישית.²⁴ במסגרת זו נדרש כי רוב מקרב המיעוט (במקום שלישי) יאשר עסקאות משמעותיות של החברה עם בעל השליטה,²⁵ והוגברו דרישות אי התלות של חברי ועדת הביקורת של הדירקטוריון.²⁶ כמו כן, נקבע כי עסקאות קיימות של החברה עם בעל שליטה יפקעו, אלא אם כן יזכו לאישור מחודש של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט, וכי אישור חוזר יידרש אחת לשלוש שנים.²⁷

בצד השינויים בחזית המשפטית, חלו שינויים נוספים אותם נפרט **בפרק ב'** של המאמר. בפרט, בשנת 2011 התרחשה מחאה חברתית רחבת היקף שבמהלכה הותקפו נמרצות בתקשורת בעלי ההון ("טייקונים") ובעלי השליטה בחברות הציבוריות.²⁸ בשל כל השינויים המרכזיים והתכופים האלו, שנת 2010 נקבעה במחקר כשנה שיש לבחון אם לאחריה התחולל שינוי נוסף בשווי השליטה.

Alexander Dyck, Natalya Volchkova & Luigi Zingales, *The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia*, 63 JOURNAL OF FINANCE 1093 (2008).

Baixiao Liu & John J. McConnell, *The Role of the Media in Corporate Governance: Do the Media Influence Managers' Capital Allocation Decisions?*, 110(1) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 1 (2013).

Beni Lauterbach & Anete Pajuste, *The Media and Firm Reputation Roles in Corporate Governance Improvements: Lessons from European Dual Class Share Unifications*, 25(1) CORPORATE GOVERNANCE: AN INTERNATIONAL REVIEW 4 (2017).

Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 16, בעמ' 117.

²¹ הצעת חוק בתי המשפט (תיקון מס' 59) (סמכות בעניינים כלכליים), התש"ע-2010, ה"ח 484; ראו גם זוהר גושן "בית משפט כלכלי וקו הגבול שבין ניהול כושל לניהול חובל" **משפטים** מז(3) 541 (2018).

²² חוק ניירות ערך (תיקון מס' 45), התשע"א-2011, ס"ח 2274.

²³ חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 2281.

²⁴ ראו פרוטוקול ישיבה מס' 285 של ועדת החוקה, חוק ומשפט, הכנסת ה-18, 3.

²⁵ ס' 275(א)(3) לחוק החברות, התשנ"ט-1999; ראו גם אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה: עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים" **משפטים** מז(3) 761, 772 (2018).

²⁶ ס' 115 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

²⁷ ס' 275(א)(1) לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

²⁸ ניר צרפתי ואיתי אגא "שוק ההון ביום שאחרי מחאת האוהלים" **כלכליסט** 8.8.2011 www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3527260,00.html.

בהתאם להשערת המחקר, התוצאה היא שישנה ירידה בשווי השליטה גם בשנים 2011-2019, לעומת התקופה שבין 2001-2010. הערך החציוני של השליטה בתקופה המוקדמת עמד על 9.9%, ובתקופה המאוחרת על 5.5%.²⁹ אולם, מאחר וההפרדה של תקופת המחקר לשתי תקופות מקטינה את כמות העסקאות בכל אחת מתקופות המשנה, לא ניתן לקבוע מובהקות סטטיסטית למסקנה זו.

לבסוף, בחנו את שוויה של שליטה בחברות גדולות אל מול חברות קטנות. השערת המחקר היא שככל שהחברה גדולה יותר, במונחי שווי שוק או נכסים במאזן, כך יהיה שווי השליטה נמוך יותר, כאשר השווי נמדד באחוזים משווי מניות החברה (אך לא באופן אבסולוטי). להשערה זו מספר טעמים אשר יפורטו בהמשך.³⁰

ככלל, אם כן, ממצאי המחקר עשויים להעיד על שיפור ניכר בריסון יכולתו של בעל השליטה בחברה ישראלית להפיק תועלת פרטית מהחברה שבשליטתו. הקורלציה בין הירידה בשווי השליטה לבין נקודות ציון בולטות בהתגברות האכיפה, ובמהפכת הממשל התאגידי, תומכת במסקנה שהרפורמה המקיפה צמצמה באופן משמעותי את ניצול כוחם העודף של בעלי השליטה. עם זאת, המחקר שערכנו אינו בוחן את העלות של הרפורמות המשפטיות הרבות והתכופות שעברו על המשק בישראל. בתקופת המחקר חלה ירידה משמעותית בכמות החברות הנסחרות בבורסה בישראל, ואין לשלול את הסברה שהתגברות הרגולציה תרמה לתוצאה זו.³¹ המחקר שלנו מצביע, אם כן, על האפקטיביות של הרגולציה בהשגת מטרותיה, מבלי להתיימר לבצע מבחן של עלות-תועלת. המאמר ממשיך כדלקמן: **פרק א' סוקר את מהפכת המשטר התאגידי שהתרחשה בישראל בשני העשורים שחלפו, תוך חלוקה למרכיביה השונים ולתקופות משנה; פרק ב' כולל סקירת ספרות קצרה לגבי מדידת שווי השליטה בחברות ציבוריות ומציג את השערות המחקר; פרק ג' מציג את המדגם והמתודולוגיה; פרק ד' מציג את תוצאות המחקר; ופרק ה' מסכם בקצרה.**

א. רקע: רפורמה משפטית ושינויים נוספים במשק (2000-2020)

חוק החברות נכנס לתוקפו ביום 1.2.2000. החוק החליף את פקודת החברות, אשר מקורה בתקופת המנדט. חוק החברות הוא חוק מודרני, אשר עוצב בקפידה על מנת להתמודד עם האתגרים של שוק ההון המקומי. העבודה על החוק ארכה כמעט 20 שנה. תחילתה בטיוטה שהכין אוריאל פרוקציה לבקשתו של שר המשפטים דאז משה ניסים בשנת 1982.³² טיוטה זו שימשה בסיס לעבודתה של ועדה ציבורית בראשות השופט אהרן ברק, אשר ישיבה על המדוכה בין השנים 1985 ל-1994.³³ הצעת החוק הוגשה ב-1995, ורק לאחר 4 שנים נוספות של דיונים בכנסת עבר החוק החדש. בעת הדיון בכנסת הסביר דוד תדמור, אשר כיהן באותה עת כממונה על ההגבלים העסקיים: "... בגלל שיש ניגוד עניינים אינהרנטי בין בעל השליטה לבין טובת בעלי המניות האחרים שאינם הוא בחברה ציבורית, יש הרבה מאוד הוראות גם בחוק הזה וגם בחוק ניירות ערך שבאות להתגבר על הקושי".³⁴

²⁹ החלוקה לתקופות משנה מקטינה את מספר העסקאות בכל תקופה כזו, ובהינתן המדגם הקטן יחסית אנו סבורים שהחציון הוא המדד המשקף באופן הטוב ביותר את התמונה הכללית. מטבע הדברים הממוצע במדגם קטן מושפע מאוד גם ממספר קטן ביותר של נתונים חריגים.

³⁰ ראו להלן בפרק ג'.

³¹ ראו אסף אקשטיין ודוד האן "שליטה": פסיחה על שתי הסעיפים או שיווי משקל? **מחקרי משפט** (צפוי להתפרסם ב-2020); מורן אופיר "פרמיית השליטה בעסקאות מיזוג מסוג going private" **משפט ועסקים** כ 417, 424-428 (2017).

³² אוריאל פרוקציה **דיני חברות חדשים לישראל – דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה** 1 (1989).

³³ יוסף גרוס **חוק החברות** 56 (מהדורה חמישית, 2016). יתר חברי הוועדה היו עמיהוד בן פורת, מאיר גבאי, יוסף גרוס, אליהו לחובסקי, מאיר חת וזאב שר.

³⁴ פרוטוקול ישיבה מס' 266 של ועדת החוקה, חוק ומשפט, הכנסת ה-14, 24 (1.12.1998).

בין השאר כולל החוק החדש מנגנון סדור וקפדני יותר לאישור עסקאות עם בעל השליטה ביחס לדין שקדם לו,³⁵ וכן הסדרים חדשים בנוגע למינוי דירקטורים חיצוניים.³⁶

בשנים הראשונות לאחר חקיקת חוק החברות, ועל אף הציפיות הרבות ממנו, נראה כי לעיתים קרובות הצליחו בעלי השליטה להתל בחוק. טעם מרכזי לכך היה היעדר אכיפה משמעותית של הוראות החוק. במיוחד בלט הדבר בכל הנוגע לעסקאות של החברה הציבורית אשר בעל השליטה נגוע לגביהן בניגוד עניינים (Self-dealing transactions).³⁷ אלו מוכרות בספרות כאחת הדרכים המרכזיות שבהן בעל השליטה יכול להטות את משאבי החברה לעצמו ולצבור תועלות פרטיות משליטה בחברה.³⁸

באותן שנים חוק החברות קבע, כי עסקאות משמעותיות של החברה עם בעלי השליטה, יזכו לאישור של שליש מקולות בעלי המניות שאין להם ענין אישי באישור העסקה.³⁹ אולם, בחוק לא נקבע במפורש מי רשאי להיכלל בשליש הנדרש. בדיעבד התברר כי מדובר היה בפרצה שנוצלה לרעה – היו חברות שספרו במסגרת השליש גם צדדים מקורבים כדוגמת בעלי מניות שהם מנהלים בכירים בחברות, בעלי מניות שהם ספקים או לקוחות קבועים של החברה, וגורמים נוספים ששיקול הדעת שלהם היה נגוע בניגוד עניינים.⁴⁰ במקרים קיצוניים נעשו מעשים חמורים יותר, כמו מכירה מלאכותית של מניות כדי לזכות באישור, תוך שימוש באנשי קש.⁴¹ באותן שנים דומה כי היה הבדל ניכר בין הוראות חוק החברות כפי שהן כתובות עלי ספר, לבין הדרך בה הן יושמו הלכה למעשה.

בתהליך שנמשך כשנתיים, אשר תחילתו בשנת 2002, החלה רשות ניירות ערך לבחון כיצד מתבצעת בפועל ספירת ה"שליש הבלתי נגוע".⁴² ביום 14.1.2004 פרסמה הרשות מסמך שנועד להבהיר מי אינו רשאי להיכלל באישור הנדרש, ובגדרו נקבע כך :

³⁵ עובר לחקיקת חוק החברות היה מנגנון נפרד לאישור עסקאות עם בעל שליטה שמכהן כנושא משרה בתאגיד ומנגנון נפרד לאישור עסקאות עם בעל שליטה שאינו מכהן כנושא משרה. בעוד שהראשון היה כפוף לסעיף 96 לפקודת החברות, התשמ"ג-1983, בו הגדרת בעל שליטה דומה להגדרה המודרנית והמחמירה בסעיף 268 לחוק החברות (הכוללת מי שאוחז מעל 25% ממניות התאגיד כשאין אחר האוחז ב-50% ומעלה), השני היה כפוף לתקנות ניירות ערך (הגבלות בעניין ניגוד עניינים בין חברה רשומה בין בעל שליטה בה), התשנ"ד-1994, בהן חלה חזקת השליטה של 50%. ראו בעניין זה את דברי יו"ר רשות ניירות ערך דאז, עו"ד אריה מינסקביץ, בתשובה לשאלה מיהו בעל שליטה בדיון בכנסת, פרוטוקול ישיבה מס' 286 של ועדת הכספים, הכנסת ה-13, 7 (14.3.1994). ראו גם ע"א 2718/09 גדיש קרנות גמלים בע"מ נ' אלסינט בע"מ (פורסם בנבו, 28.5.2012) (להלן: "עניין אלסינט"). ענין אלסינט עוסק בעסקאות של החברה הציבורית עם בעל השליטה שלה מוטי זיסר, ערב כניסת חוק החברות לתוקף, אשר לו היו מתרחשות לאחר כניסת החוק לתוקף היו כפופות להסדר המחמיר של חוק החברות אולם בזמנו לא נדרשו לאישור של האסיפה הכללית.

³⁶ ס' 96 ו-96ח' לפקודת החברות, התשמ"ג-1983; ס' 239 ו-245 לחוק החברות, התשנ"ט-1999. ערב החוק דירקטורים מקרב הציבור מונו על ידי האסיפה הכללית ברוב רגיל, ולאחריה זכו לאישור ועדה בת שלושה חברים בה ישובו שופט מכהן, יו"ר הרשות לניירות ערך ויו"ר הבורסה, אשר בחנה את עמידתם בתנאי הכשירות הסטטוטוריים. אולם, על פי דברי ההסבר להצעת חוק החברות הועדה לא היוותה מנגנון סינון ראוי, והיא הוחלפה בחוק החברות בדרישה כי רוב מקרב המיעוט בחברה יאשר את מינוי הדירקטורים החיצוניים. ראו דברי ההסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ז-1995, ה"ח 2432, 82.

³⁷ לגבי הליקויים ביישום החוק ראו "רשות ניירות ערך מפרשת 'עניין אישי' בחוק החברות: בעל מניות הנתון להשפעה של בעל השליטה או נמצא עמו ביחסים הגורמים לו להצביע בניגוד לאינטרס שלו כבעל מניות". www.isa.gov.il/%d7%94%d7%95%d7%93%d7%a2%d7%95%d7%aa%20%d7%95%d7%a4%d7%a8%d7%a1%d7%95%d7%9e%d7%99%d7%9d/175/2004/Pages/ISA-interprets.aspx (להלן: "פרשנות הרשות לניירות ערך למונח עניין אישי").

³⁸ Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrei Shleifer, *Tunneling*, 90 AMERICAN ECONOMIC REV. 22 (2000).

³⁹ ראו את הנוסח המקורי של ס' 275 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

⁴⁰ ראו פרשנות הרשות לניירות ערך למונח עניין אישי, לעיל ה"ש 37.

⁴¹ עניין ערד, לעיל ה"ש 8; ראו גם ע"פ 5307/09 איאן נייג'ל דיוויס נ' מדינת ישראל, פס" 7 לפסק דינו של השופט ריבלין (פורסם בנבו, 30.7.2009) (להלן: "עניין צינורות המזרח התיכון"); "הרנדל נועד, אפוא, לשמש בהצבעות באסיפה הכללית כצד שלישי בלתי נגוע בעניין אישי, לצורך הסכם דמי הניהול כנדרש על פי חוק החברות".

⁴² ראו פרשנות הרשות לניירות ערך למונח עניין אישי, לעיל ה"ש 37 ("רשות ניירות ערך פרסמה לאחרונה באתר האינטרנט שלה את הפרשנות להגדרה של המונח 'עניין אישי' בחוק החברות. זאת, לאחר שבמשך תקופה ארוכה מתמודדת הרשות עם התופעה של ריבוי עסקאות עם בעלי שליטה, והכללתם של גורמים הקשורים לבעל השליטה במסגרת השליש הבלתי נגוע הדרוש לאישור ההצעה").

"שאלת הגדרת 'ענין אישי' היא נושא שהעסיק רבות את הרשות במהלך השנתיים האחרונות. לדעתנו אחת התופעות העלולות לפגוע באמינות החברות הנסחרות בבורסה היא ריבוי של עסקאות עם בעלי שליטה, והכללתם של גורמים הקשורים לבעל השליטה במסגרת השליש הבלתי נגוע. על מנת לנסות ולהתמודד עם התופעה פנתה הרשות לחברות שונות שביצעו עסקאות כאלה וביקשה מהן פרטים אודות המצביעים בעד ונגד באסיפה כללית תוך פירוט קשריהם של המצביעים בעד העסקה שנמנו כמי שאינם בעלי עניין אישי, עם החברה ועם בעל השליטה בה. בעקבות הממצאים, מוצע לאמץ פרשנות כמפורט להלן למונח 'ענין אישי' בחוק החברות".⁴³

רשות ניירות ערך החלה לפעול במרץ גם במקרים ספציפיים. כך, למשל, בהחלטה בולטת בעניין צים,⁴⁴ הרשות התנגדה לסיווג בנק לאומי כבעל מניות בלתי תלוי בעסקת ניגוד עניינים בחברה לישראל, על שום קשריו של הבנק עם בעל השליטה. דוגמה בולטת אחרת היא עמדת הרשות בעניין אל-על.⁴⁵ באותה עמדה קבעה הרשות כי תאגיד המחזיק מניות בנאמנות עבור עובדי החברה, ייחשב כבעל עניין אישי באסיפה שזומנה לצורך אישור תנאי כהונה והעסקה לבעל שליטה.⁴⁶

כך, באה לעולם אכיפה ציבורית משמעותית של חוק החברות. זאת, אף שחוק החברות עצמו לא הסמיך את רשות ניירות ערך לאכוף את הוראותיו המרכזיות. כאמור, מדובר בתהליך מתמשך, אך ניתן לאתר בו קו פרשת מים – פסק דינו של בית המשפט העליון בעניין ערד שניתן ביום 2.6.2005.⁴⁷ בעניין ערד, רשות ניירות ערך לא הסתפקה בנקיטת עמדה או הנחיה מנהלית, אלא עירבה את הפרקליטות הפלילית אשר העמידה את המעורבים לדין.⁴⁸ כך, נפל דבר בישראל, ובפעם הראשונה בישראל בעל שליטה של חברה ציבורית נשלח למאסר בפועל לאחר שבית המשפט קבע כי הוא ניסה להתגבר שלא כדין על כללי האישור של עסקה בניגוד עניינים.⁴⁹ לפסק הדין משמעות נוספת משום שבית המשפט העליון הבהיר לראשונה את המשמעות הנכונה של המושג "עניין אישי",⁵⁰ אשר מי שנגוע בו כפוף לכללי אישור מיוחדים, וכן המשיך בפיתוח הדוקטרינה של חיוב תאגיד בדין פלילי.⁵¹ פסק הדין אוזכר לאחר מכן לא פחות מ-80 פעמים בפסקי דין מאוחרים יותר,⁵² וזכה לתהודה רבה גם בתקשורת.⁵³ על כן, לשיטתנו, הגברת האכיפה בשנת 2005 היוותה שיא של תהליך אשר מצדיק בחינה נפרדת של שוויה של השליטה משני עבריה של שנה זו.

⁴³ שם.

⁴⁴ החלטה 101-5 של הרשות לניירות ערך "עניין אישי בעסקאות עם בעלי שליטה" (19.10.2004).

⁴⁵ דיווח מיידי של חברת אל על מיום 6.5.2005 **מערכת המאיה של הבורסה לניירות ערך** (2005) <https://maya.tase.co.il/reports/details/136909>.

⁴⁶ התפתחות האכיפה הציבורית בידי רשות ניירות ערך מתוארת בספרם של וסרמן וימין כן: "את ה'חלל' שהותירו המחוקק ובתי המשפט מילאה רשות ניירות ערך בשורת החלטות שניתנו במהלך השנים אגב טיפול ובדיקה של עסקאות עם בעלי שליטה. עיון בהחלטות הרשות על ציר הזמן מעניק הזדמנות מרתקת להיווכח עד כמה העמיקה בשנים האחרונות המודעות לנושא וחיוניותו להגנת ענייניו של ציבור המשקיעים. בניתוח כרונולוגי ניתן לזהות מגמה ברורה של הרחבה בפרשנות הרשות למונח 'עניין אישי'. מ' וסרמן וא' ימין, תאגידים וניירות ערך (2006), 644.

⁴⁷ עניין ערד, לעיל ה"ש 8.

⁴⁸ שם.

⁴⁹ שם. לא היה זה המקרה האחרון שהביא לתוצאה זו. ראו למשל עניין **צינורות המזרח התיכון**, לעיל ה"ש 41.

⁵⁰ עניין ערד, לעיל ה"ש 8, פס' 49 לפסק דינו של השופט ריבלין. המבחן שנקבע להגדרת ענין אישי הוא מבחן ה"זיקה העודפת", כלומר כל תועלת המופקת מהעסקה מעבר לזו הנצרכת לבעל המניות בשל אחזקותיו במניות החברה.

⁵¹ שם, פס' 66 לפסק דינו של השופט ריבלין.

⁵² בהסתמך על אזכורי נבו (אוקטובר 2020).

⁵³ ראו להלן מספר דוגמאות נבחרות: עומר שרביט "שלמה אייזנברג יתחיל לרצות מחר שנת מאסר בכלא על עבירות בני"ע; בנו ימונה במקומו ליו"ר ערד השקעות" 26.5.2005, **TheMarker** <https://www.themarker.com/markets/1.304058>; "שום דבר אישי" **גלובס** 3.2.2008, <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000305254>; ליטל דוברוביצקי ושלומי שפר "שלמה אייזנברג

בד בבד עם התגברות האכיפה הציבורית, ראוי לציין גם את התגברות העניין הציבורי והתקשורתית בפעולותיהם של בעלי השליטה בחברות הציבוריות בישראל. בשנת 2005 הושקה המהדורה היומית של עיתון דה מרקר,⁵⁴ אשר חרט על דגלו את המאבק בבעלי שליטה.⁵⁵ גם כלי תקשורת אחרים הגבירו בהדרגה את תשומת הלב המופנית לנושא.⁵⁶ כאמור, קיימות עדויות לכך שלאמצעי התקשורת השפעה ותרומה ניכרת לריסון בעלי השליטה ושיפור הממשל התאגידי.⁵⁷ במקרה הישראלי, וכפי שניתן להתרשם, הן האכיפה הציבורית, והן תשומת הלב התקשורתית התגברו במידה ניכרת בשנת 2005.

לבד מתהליך זה של התגברות האכיפה הציבורית והתקשורתית, יש למקד תשומת לב גם ברפורמה שבאה לידי ביטוי בשינויי חקיקה רלבנטיים.⁵⁸ מאז חקיקת חוק החברות, תוקן החוק לא פחות מ-33 פעמים,⁵⁹ אולם רק מקצת התיקונים היו תיקונים משמעותיים.⁶⁰ התיקון המשמעותי ביותר לעניין ההגנה על האינטרסים של בעלי המניות מן הציבור היה תיקון 16 לחוק החברות, אשר התקבל ביום 7.3.2011.⁶¹ זהו תיקון חקיקה מקיף, אשר מתמקד לעניינו בשיפור מנגנון אישור העסקאות עם בעל השליטה.⁶² במחקרם של Fried, Kamar and Yafeh נמצא בהתאם כי הייתה למנגנון החדש השפעה משמעותית על השכר שקיבלו בעלי שליטה בישראל מחברותיהם.⁶³ בתיקון הוחמר מנגנון אישור העסקה, כך שנדרש אישורם של בעלי המניות ברוב (ולא בשליש כבעבר) מהמניות הבלתי נגועות בניגוד עניינים.⁶⁴ כמו כן, התבצע "טיהור" של ועדת הביקורת, המהווה את החוליה הראשונה בשרשרת האישורים, מכל דירקטור שיש לו זיקה של ממש לבעל השליטה. רוב הדירקטורים בוועדה חייבים להיות בלתי תלויים, וגם על שאר הדירקטורים המכהנים בוועדה הוטלו דרישות כשרות

ייכנס היום לכלא" Ynet 27.6.2005, <https://www.ynet.co.il/articles/0,7340,L-3104526,00.html>; "העליון הפחית את עונשו של שלמה אייזנברג לשנת מאסר" Ynet 2.6.2005, <https://www.ynet.co.il/articles/0,7340,L-3094009,00.html>.

⁵⁴ רתם קלינה "דה מרקר מתרחב" nrg מעריב 7.2.2007 www.makorishon.co.il/nrg/online/1/ART1/540/779.html.

⁵⁵ לעיל, ה"ש 14.
⁵⁶ הכוונה לעיתון גלובס www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000397443; למוסף הכלכלי "כלכליסט" של עיתון ידיעות אחרונות www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3552153,00.html ולמקורות תקשורת נוספים.

⁵⁷ ראו Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1; Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 16; Dyck, Volchkova & Zingales, לעיל ה"ש 17; Liu & McConnell, לעיל ה"ש 18; ראו גם Lauterbach & Pajuste, לעיל ה"ש 19.
⁵⁸ ראו אופיר, לעיל ה"ש 31.

⁵⁹ שוק ההון, ובעלי השליטה שבו, הושפעו גם מחקיקה חיצונית לחוק החברות. דוגמה בולטת לכך היא החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013, אשר הטיל בהדרגה איסור על מבנים פירמידאליים רב שכבתיים בשוק ההון, והורה על הפרדה בין בעלות בחברות פיננסיות לריאליות. דוגמאות בולטות נוספות הן החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל, התשס"ה-2005 (פיצול קופות הגמל וקרנות הנאמנות) והחוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל, התשע"ז-2017 (פיצול חברות האשראי מהבנקים).
⁶⁰ ראו, בין השאר, חוק החברות (תיקון מס' 3), התשס"ה-2005, ס"ח 1989 (בין השאר עיצוב מחדש של מנגנון הרמת המסך); חוק החברות (תיקון מס' 17), התשע"א-2011, ס"ח 2315 (הכפפת חברות אג"ח פרטיות למנגנונים שונים של החוק); חוק החברות (תיקון מס' 20), התשע"ג-2012, ס"ח 2385 (שכר בכירים).
⁶¹ חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 2281.

⁶² ראו דבריו של המשנה ליועץ המשפטי לממשלה דאז, עו"ד אבי ליכט, בדיון בכנסת, פרוטוקול ישיבה מס' 285 של ועדת החוקה, חוק ומשפט, הכנסת ה-18, 3 (7.12.2010): "אנחנו עדיין רוצים ששוק ההון יהיה אטרקטיבי להשקיע. אם נבנה את שוק ההון בצורה כזאת שבעלי השליטה יעשו מה שהם רוצים והגופים המוסדיים ובעלי המניות לא יוכלו להשפיע, אז זה יהיה שוק הון חולה. אנחנו לא רוצים להגיע למצב שכל אדם יוכל לעשות מה שהוא רוצה בלי שתהיה לנו יכולת לפקח, בלי שתהיה לאנשים הקטנים יכולת לפקח".

⁶³ Jesse Fried, Ehud Kamar & Yishay Yafed, *The Effect of Minority Veto Rights on Controller Tunneling*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS (Forthcoming 2020).

⁶⁴ סעיף 275(א)(3)(א) לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

מגבילות.⁶⁵ בהזדמנות זו הורחבה גם הגדרת "עניין אישי" שבחוק על מנת לכלול מקרה שבו בעל המניות ממנה מיופה כוח אשר יצביע עבורו.⁶⁶

כמו כן, נקבע במסגרת תיקון 16 כי כל עסקה משמעותית נמשכת של החברה עם בעל השליטה, לרבות הנוגעת לשכרו, תאושר מחדש מדי שלוש שנים (ואם ביום כניסת תיקון החוק לתוקף כבר חלפו שלוש שנים, אזי תוך חצי שנה מכניסת התיקון לחוק לתוקף).⁶⁷ מטרתו של שינוי זה היא לאפשר למיעוט להביע את עמדתו במקרה של שינוי נסיבות, ואולם מטרה נוספת שלו הייתה "לנקות" את כשלי העבר באותן הצבעות מרובות שבהן אושר שכרו של בעל השליטה בטרם התבססה ההגדרה המחמירה לעניין אישי של בעלי המניות המאשרים.⁶⁸

תיקון 16, על אף מרכזיותו, הוא רק אחת הסיבות שבעטיין ראוי למקד את תשומת הלב בשינויים אפשריים בשוויה של השליטה במשק הישראלי החל משנת 2011. תיקון 16 הוא חוליה אחת מתוך שלושה תיקוני חקיקה מרכזיים שיזם ראש רשות ניירות ערך דאז, זוהר גושן (תיקונים שאת רובם הגה כבר בדו"ח ועדה ציבורית בראשותו בסוף שנת 2006).⁶⁹ תיקוני החקיקה נעשו כחלק ממהלך מחושב שמטרתו להפחית את טובות ההנאה הפרטיות משליטה בחברות ישראליות. כפי שהסביר גושן בנאום שנשא בכנס של רשות ניירות ערך:

"המטרה שלנו היא להתקרב לצד האמריקני ולצמצם את טובות-ההנאה, כך שהבחירה בין להיות חברה עם בעל שליטה לבין להיות חברה עם שליטה מפוזרת, תילקח על פי פרמטרים עסקיים ולא על בסיס חישוב פרמיית שליטה. את העוגה הזו שנקראת פרמיית שליטה אנחנו רוצים לקחת".⁷⁰

מבין שלושת התיקונים ראוי לציין במיוחד את הקמתו של "בית המשפט הכלכלי" של ישראל.⁷¹ בסוף שנת 2010 הוקמה והחלה לפעול המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב. במסגרת זו מונו שלושה שופטים ייעודיים, אשר מרכזים בידיהם את הטיפול במירב ענייני התאגידים במדינה, הן במישור האזרחי והן במישור הפלילי.⁷² הקמתה של מחלקה זו הביאה לשינוי ניכר באכיפה הפרטית של דיני החברות בישראל. קודם להקמתה נכלל בחוק החברות מנגנון התביעה הנגזרת, המאפשר להתמודד עם ניצול של החברה בידי בעל השליטה שלה, אך השימוש בו היה מועט. כך, למשל, מדי שנה, לאחר כניסת החוק לתוקף ועד 2010, הוגשו בממוצע רק 10 תביעות

⁶⁵ סעיף 115 לחוק החברות, התשנ"ט-1999; ראו גם דברי ההסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010, ה"ח 496, 570-571: "כדי להבטיח את עצמאותה של ועדת הביקורת מוצע להגדיל את משקלם היחסי של הדיקטורים שאינם תלויים בבעל השליטה ולקבוע כי רוב חבריה ובהם יושב ראש הוועדה יהיו דירקטורים בלתי תלויים... כדי להגביר את העצמאות של ועדת הביקורת מוצע לקבוע כי גם מי שמועסק על ידי בעל השליטה או על ידי תאגיד שבשליטתו וכן מי שנותן להם שירותים דרך קבע, לא יהיו חברים בוועדת הביקורת".

⁶⁶ סעיף 1 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

⁶⁷ סעיף 275(א) לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

⁶⁸ דברי הסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול ממשל תאגידי), התש"ע-2010, ה"ח 496, 15.

⁶⁹ דוח ועדת גושן לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל (Corporate Governance) בישראל (2006).

⁷⁰ נעמה סיקולר "החיים לא קלים כשאתה רגולטור – כל יום מתווספים לך שונאים" **כלכליסט** 1.12.2010 www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3438598,00.html

⁷¹ על הציפיות מהקמת בית המשפט הכלכלי עמד יו"ר רשות ניירות ערך דאז, זוהר גושן, בטקס השקת המחלקה הכלכלית: "בית המשפט הכלכלי הוא הכלי החשוב ביותר להתמודדות עם תופעת מבנה השליטה הריכוזי בישראל. בית המשפט יצוק תוכן מעשי לחובות האמונים של נושאי משרה, ולחובות ולהגבלות שמטיל הדין על יכולתם של בעלי שליטה לנצל לרעה את כוחם על חשבון החברה ובעלי מניות המיעוט בה. בית המשפט יקבע תקדימים שידריכו את השוק ויעצבו את נורמות ההתנהלות בו. יעילות השוק תעלה, פרמיית השליטה תקטן והמרוויח העיקרי יהיה הציבור".

(14.12.2010) www.haaretz.co.il/misc/1.1235260

⁷² ס' 42-44 לחוק בתי המשפט [נוסח משולב], התשמ"ד-1984.

נגזרות בשנה.⁷³ אולם, לאחר הקמת המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב, חלה עליה משמעותית, וכיום מדי שנה מוגשות עשרות בקשות לאישור תביעות נגזרות, אשר לצידן מוגשות גם תביעות ייצוגיות בטענה להפרות דין של בעלי שליטה.⁷⁴ בשנת 2012, לדוגמה, הוגשו לא פחות מ-45 בקשות לאישור תביעות נגזרות, ובשנת 2018, שנת השיא עד כה, הוגשו לא פחות מ-60 בקשות.⁷⁵ כתוצאה מכך, ניתנו במחלקה הכלכלית, וגם במחוזות אחרים שבהם חלה התעוררות במקביל, מספר רב של פסקי דין תקדימיים אשר בחלקם הגדול נועדו לשפר את ההגנה על ציבור בעלי המניות.⁷⁶ אם כן, אין המדובר אפוא רק בשינוי כמותי אלא גם בשינוי איכותי. הקמת בית המשפט הכלכלי מהווה מהפכה רבתי באכיפה הפרטית של חוק החברות.

בספרות קיים ויכוח לגבי התועלת היחסית של מנגנוני אכיפה פרטית אל מול אלו של אכיפה ציבורית בשיפור ההגנה על משקיעים מן הציבור.⁷⁷ למשל, מן העבר האחד Jackson and Roe מספקים ממצאים התומכים בטענה כי התפקיד המרכזי שמור לאכיפה ציבורית,⁷⁸ ואילו מן העבר השני La Porta, Lopez-de-Silanes and Schleifer מראים כי הבכורה שמורה דווקא לאכיפה פרטית יעילה.⁷⁹ מאחר שמהפכת הממשל התאגידי בישראל החלה בשיפור באכיפה הציבורית (שכאמור הגיע לשיא בשנת 2005), ואילו השלב השני במהפכה (בסוף 2010 ותחילת 2011) התבטא גם בשיפור האכיפה הפרטית, קיים במחקר שלנו פוטנציאל לתרום לספרות גם לעניין זה. אולם, כאן המקום להזכיר כי המחלקה הכלכלית (וליתר דיוק אחד משופטיה, סגן הנשיא כבוב) מרכזת בידיה גם את הטיפול בתיקים התאגידיים הפליליים. משכך, הקמת בית המשפט הכלכלי מחזקת גם את האכיפה הציבורית. סיבה נוספת להתגברות האכיפה הציבורית בתקופה זו היא תיקון חקיקה שליש. הכוונה לתיקון משמעותי לחוק ניירות ערך, אשר במרכזו יצירת מערכת לאכיפה מנהלית של הפרות דין באמצעות ועדת האכיפה המנהלית של רשות ניירות ערך.⁸⁰ לבסוף, תיקון לתקנות ניירות ערך, מחייב חברות ציבוריות החל מסוף שנת 2010 להוסיף לדוחות התקופתיים דוח מבוקר בדבר הערכת אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי לצד הצהרות מנהלים בדבר נכונות הדיווח הכספי (תקנות ISOX).⁸¹

כמו כן, בתקופה הסמוכה לשינויים אלו חלו שינויים אחרים, לבר-משפטיים, להם משמעות לענייננו. בפרט, בשנת 2011 התרחשה בישראל מחאה חברתית רחבת היקף שבמהלכה הותקפו

⁷³ משה גורלי "אנטרופי חושפת: זינוק בהיקף התביעות הנגזרות" **כלכליסט** 15.7.2015 www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3664382,00.html.

⁷⁴ דוגמה בולטת לתביעה כזאת היא ע"א 2718/09 "גדיש" **קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ** (פורסם בנבו, 28.5.2012). במקרה זה בית המשפט העליון אישר תביעה ייצוגית כנגד בעל השליטה בשל נזק שגרם לחברה בעסקת ניגוד עניינים (וגם כנגד בעל השליטה הקודם אשר מכר לו את השליטה), כאשר אחת הראיות לנזק שציין בית המשפט הייתה פרמיית השליטה הגבוהה ששילם בעל השליטה עובר לביצוע העסקאות.

⁷⁵ הנתונים נמסרו על ידי יחידת חופש המידע בלשכת היועץ המשפטי **תשובה לבקשת חופש המידע מס' 09822519** (19.5.2019) (עותק בידי המחבר).

⁷⁶ להפניה לפסקי הדין מרכזיים ולדיון בריבוי התקדימים החשובים ראו אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה: עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים" **משפטים** מז 761, ה"ש 18 והטקסט מעל (2018).

⁷⁷ אכיפה ציבורית משמעה פעילות אכיפה שנעשית מטעם גוף ציבורי, כגון רשות ניירות ערך או פרקליטות המדינה, ואילו אכיפה פרטית משמעה הגשת תביעה על ידי שחקנים שונים בשוק ההון כדוגמת בעלי מניות או נושים, ובכלל זה תוך שימוש בתביעות ייצוגיות ונגזרות. ראו הדס אהרונ ברכ "אכיפה ציבורית, ריכוזיות השליטה והגנת המיעוט" **משפטים** מג 831, 853-841 (2013).

⁷⁸ Howell E. Jackson & Mark J. Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Law: Resource-Based Evidence*, 93(2) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 207 (2009).

⁷⁹ Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrei Shleifer, *What Works in Securities Laws?*, 61(1) JOURNAL OF FINANCE 1 (2006).

⁸⁰ חוק ניירות ערך (תיקון מס' 45), התשע"א-2011, ס"ח 2274; צבי גבאי **אכיפה מנהלית בדיני ניירות ערך** (2012); עדי זלצמן ודודן אלנתן "האכיפה המנהלית והבטחתה לשינוי איכותי בשוק ההון בישראל" **תאגידים** ח(43) (2011).

⁸¹ תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) (תיקון מס' 3), התש"ע-2009, ק"ת 6841.

נמרצות בתקשורת "טייקונים" ובעלי שליטה בחברות הציבוריות.⁸² מחאה זו לוותה בדיונים תכופים בכנסת ובתקשורת. שינוי נוסף חל בשנת 2010 כאשר פעילות הייעוץ למשקיעים המוסדיים, לרבות המלצות בנוגע להצבעה בעסקאות עם בעלי השליטה, עברה לידיה של חברת אנטרופי (מידה של חברת פועלים סהר, אשר הייתה בבעלות בנק הפועלים).⁸³ בשל כל השינויים המרכזיים והתכופים האלו, ובראש ובראשונה תגבור האכיפה הפרטית בדיני חברות החל מסוף שנת 2010, נראה כי יש הצדקה מיוחדת לבחון אם חל שינוי בשוויה של השליטה בשנת 2011 ואילך. נעבור עתה לסקירת הספרות העוסקת בבירור שווי השליטה ולהשערות המחקר.

ב. סקירת ספרות והשערות המחקר

1. מדידת שווי השליטה

קיים קושי מהותי בזיהוי ומדידת טובות ההנאה הפרטיות של בעל שליטה. מעצם טיבן, חלק ניכר מטובות ההנאה, אשר כוללות ניצול לרעה של החברה בידי בעל השליטה שלה, הן כאלו אשר ניתן להפיק אותן רק כאשר הן אינן ניתנות לזיהוי והוכחה.⁸⁴ עם זאת, קיימות שתי גישות מקובלות בספרות למדידתן של טובות ההנאה הפרטיות משליטה.

גישה אחת מבוססת על פער המחירים בין שני סוגי מניות (או יותר) הנבדלים ביניהם בזכויות ההצבעה ("Dual class shares").⁸⁵ על פי ההבדל בין ערכן של המניות השונות, ניתן לבדוד את שוויה של זכות ההצבעה הצמודה למניה, ומשוויה של הזכות להסיק על התועלת הפרטית משליטה.⁸⁶ לצורך החישוב יש להוסיף הנחות לגבי ההסתברות להשתלטות עתידית על החברה, שכן בעל מניות מן הציבור אינו יכול להפיק בעצמו את התועלת הפרטית משליטה ועליו להמתין לרוכש שיהיה מוכן לשלם פרמיה על כך. כמו כן, יש להוסיף הנחות לגבי כוח המיקוח של בעלי המניות מן הציבור ביחס לרוכש השליטה, שכן בהיעדר כוח מיקוח הרוכש לא יציע פרמיה משמעותית גם אם הוא עומד להפיק תועלת פרטית גבוהה מתפיסת השליטה. לבסוף, השיטה לוקה בחשש שהחברות שבחרו מלכתחילה להיסחר עם שני סוגי מניות הן חברות שבהן התועלת הפרטית משליטה גדולה במיוחד,⁸⁷ ועל כן התועלת הפרטית המחושבת בשיטה זו נוטה להיות מופרזת ביחס לממוצע שווי השליטה בכלל החברות בשוק.⁸⁸

מכל מקום, מחקרה הבינלאומי של Nenova,⁸⁹ בו נעשה שימוש בשיטה זו, בחן את שווי השליטה ב-661 חברות ציבוריות הנסחרות ב-18 מדינות בשנת 1997. הממוצע העולמי לשווי השליטה אשר

⁸² ניר צרפתי ואיתי אגא "שוק ההון ביום שאחרי מחאת האוהלים", לעיל ה"ש 28.

⁸³ גיל קליאן "פועלים סהר מוכר את פעילות הייעוץ לאנטרופי יועצים" כלכליסט 14.10.2010.

⁸⁴ www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3420496,00.html

⁸⁵ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 540-541.

⁸⁶ Haim Levy, *Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock*, 38(1) JOURNAL OF FINANCE 79 (1983); Ronald C. Lease, John J. McConnell & Wayne H. Mikkelsen, *The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations*, 11 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 439 (1983); Ronald C. Lease, John H. McConnell & Wayne H. Mikkelsen, *The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations*, 57(4) JOURNAL OF BUSINESS 443 (1984); Harry DeAngelo & Linda DeAngelo, *Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock*, 14(1) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 33 (1985); KRISTIAN RYDQVIST, THE PRICING OF SHARES WITH DIFFERENT VOTING POWER AND THE THEORY OF OCEANIC GAMES (1987).

⁸⁷ ראו Levy, לעיל ה"ש 85, עמ' 80-82.

⁸⁸ Evangelos Benos & Michael S. Weisbach, *Private Benefits and Cross-Listing in the United States*, 5(2) EMERGING MARKETS REVIEW 217, 222 (2004).

⁸⁹ ראו Barak & Lauterbach, לעיל ה"ש 3, עמ' 184-185.

⁸⁹ Tatiana Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, 68(3) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 325 (2003).

עלה מהמחקר עמד על 12.7% מתוך שווי השוק של מניות החברות.⁹⁰ כך או כך, גישה זו לא ניתנת ליישום כיום בשוק הישראלי, וזאת לאור האיסור על גיוון זכויות הצבעה בחברות ציבוריות ישראליות נוספות אשר חל משנת 1991 ואילך.⁹¹ התיקון לחוק אמנם לא אסר על חברות ותיקות להמשיך ולהחזיק בשני סוגי מניות, אך במאה ה-21 לא נותרו חברות רבות כאלו בישראל. לאחרונה איחדה חברת הכשרת היישוב את שני סוגי מניותיה, ולא נותרה ולו חברה ישראלית אחת עם שני סוגי מניות הנבדלות ביניהן בזכויות ההצבעה בלבד.⁹²

גישה שנייה, אותה פיתחו ברקלי והולדרנס,⁹³ אומדת את גודלן של טובות ההנאה הפרטיות משליטה באמצעות מדידתה של פרמיית השליטה בעסקאות להעברת שליטה בחברות בורסאיות. ההנחה היא שמחיר השוק (לאחר שהשוק לומד על העסקה) משקף את ערכה הציבורי של החברה עבור כלל בעלי המניות שלה, ומכאן שהפער בין המחיר שמשלם רוכש השליטה למחיר השוק מייצג את טובות ההנאה הפרטיות שהרוכש מצפה להפיק מן החברה,⁹⁴ או לפחות את ערכן המינימלי. המחקר, שערכו ברקלי והולדרנס, כלל ממצאים אמפיריים ביחס לשוק האמריקאי. השניים ניתחו את המחיר ב-63 עסקאות למכירת בלוקים של מניות בשנים 1978-1982 של חברות שנשחרו בבורסות ניו יורק ואמקס, וכללו לפחות 5% מהון (סך שנראה נמוך באופן מוגזם לצורך הגדרה של העברת השליטה). שווי השליטה שנאמד במחקר היה 4% במוצע מתוך שווי השוק של החברות.

החוקרים דייק וזינגאלאס השתמשו במתודולוגיה שפיתחו ברקלי והולדרנס,⁹⁵ וערכו מחקר בינלאומי מקיף למדידת שווי השליטה ב-39 מדינות מפותחות בעולם. בסיס הנתונים כלל 393 עסקאות העברת שליטה שהתרחשו בשנים 1990-2000, ונמצא כי שווי השליטה העולמי הממוצע הוא 14.6%.⁹⁶ המדינה בה נצפה השווי הנמוך ביותר הייתה יפן (-4%), ואילו בברזיל נצפה שווי השליטה הממוצע הגבוה ביותר (65%).⁹⁷ במדינות מערביות מפותחות, כדוגמת אנגליה וארה"ב, שווי השליטה הממוצע עמד על 1% בלבד.⁹⁸ במדינת ישראל החוקרים איתרו תשע עסקאות העברת שליטה בלבד בשנות המחקר, ומצאו כי שווי השליטה הממוצעת עמד על 27% משווי החברה.⁹⁹

ברק ולאטרבך פיתחו מתודולוגיה אשר מרחיבה את המתודולוגיה של ברקלי והולדרנס, בכך שהיא מכסה גם עסקאות העברת שליטה חלקיות.¹⁰⁰ העברות חלקיות אלו כוללות הן עסקאות שבהן הקונה רוכש רק חלק מבלוק השליטה, והן עסקאות שבהן לרוכש כבר הייתה החזקה בנתח משמעותי ממניות החברה טרם העסקה. ברק ולאטרבך הציגו שני מודלים שונים – האחד מבוסס

⁹⁰ שם, בעמ' 334; ראו גם, אלונה בר און ויצחק סוארי "שווי והשגת שליטה" 22 (2005) (לא פורסם).

⁹¹ ס' 446 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("לעניין חברה שמניותיה נרשמות לראשונה למסחר – בהון החברה יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערך הנקוב").

⁹² קובי ישעיהו "לאחר התיקונים בהסכם: אושר איחוד הון בחברת הכשרת היישוב" **גלובס** 5.8.2019. <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001296051>; ראו גם דיווח מידי של חברת הכשרת היישוב מיום 4.8.2019 **מערכת המאיה של אתר הבורסה לניירות ערך** (2019).

<https://maya.tase.co.il/reports/details/1245702>
⁹³ Michael J. Barclay & Clifford G. Holderness, *Private Benefits from Control of Public Corporations*, 25(2) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 371 (1989).

⁹⁴ זאת, אף שקיימת בספרות סברה כי לעיתים פרמיית השליטה מהווה תשלום שהרוכש מוכן לשלם עבור החזון שלו. ראו Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE L. J. 560 (2016).

⁹⁵ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1.

⁹⁶ שם, בעמ' 538.

⁹⁷ שם.

⁹⁸ שם, בעמ' 551.

⁹⁹ שם.

¹⁰⁰ Barak & Lauterbach, לעיל ה"ש 3.

על רציונאליות רוכש השליטה, והשני מבוסס על רציונאליות מוכר השליטה.¹⁰¹ היישום האמפירי של המודל המוצע בישראל הביא לאיתור 52 עסקאות (לאחר הפחתת שתי עסקאות עם ערכי קיצון) בשנים 1993-2005, וממצאי מחקר זה הראו כי שווי השליטה בחברה ישראלית הוא 31.5% בממוצע משווי החברה.¹⁰² ברק ולאטרבך יישמו גם את המתודולוגיה של ברקלי והולדרנס על 30 עסקאות של העברת שליטה מלאה מתוך המדגם שלהם, ומצאו כי שווי השליטה במדגם (המוקטן) עומד על 31.4% מערך השוק של החברה בישראל.¹⁰³

2. הגורמים שאותרו בספרות כמשפיעים על היקף טובות ההנאה הפרטיות משליטה

דייק וזינגאלס מצאו כי שווי השליטה היה בממוצע גבוה יותר במדינות שבהן שוקי ההון היו מפותחים פחות, ובמדינות אשר בהן יותר חברות עם בעלות מרוכזת.¹⁰⁴ מנגד, שווי השליטה היה נמוך יותר במדינות בעלות המאפיינים הבאים: הסטנדרטים החשבונאיים קפדניים יותר, בעלי המניות מן המיעוט נהנים מהגנה משפטית טובה יותר, הנורמה הכללית בדבר אכיפת החוק הייתה טובה יותר, השוק תחרותי יותר, ושוק התקשורת מבוזר יותר.¹⁰⁵

במאמר נוסף של ברק ולאטרבך (2012) לגבי העברות שליטה בישראל (תוך שימוש באותו מדגם של עסקאות של המאמר מ-2011), נמצא כי שוויה של השליטה קטן יותר כאשר החברה גדולה יותר, כאשר החברה ממונפת, וכאשר החברה רווחית יותר.¹⁰⁶ מנגד, שווי השליטה היה גדול יותר כאשר בחברה שלט יחיד או משפחה, וכאשר הפער בין כוח ההצבעה לאחוז ההחזקה בהון של בעל השליטה היה גדול יותר.¹⁰⁷ גם החוקרים Albuquerque & Schroth מצאו מתאם שלילי בין גודל החברה לשווי השליטה כאשר זו נמדדת כאחוז משווי השוק של החברה.¹⁰⁸

3. מחקרים שבחנו השפעה של רפורמות משפטיות על שווי השליטה

ניתן למצוא בעולם מחקרים רבים שבחנו את השינויים בשווי השליטה במטרה לבחון את השפעתן של רפורמות משפטיות שונות. כך למשל, דייק וזינגאלס בחנו את שווי השליטה באיטליה וברזיל, שעברו רפורמות משמעותיות בשנות ה-90 של המאה שעברה, ומצאו שינויים משמעותיים בשווי השליטה.¹⁰⁹ באיטליה, שווי השליטה לפני הרפורמה היה 47%, ואילו אחרי הרפורמה 6% בלבד.¹¹⁰ בברזיל, נמצא שווי שליטה בגובה 53% בתקופה שלפני הרפורמה, לעומת שווי שליטה עצום של 119% לאחר רפורמה שצמצמה את ההגנות על המיעוט והיטיבה עם בעלי השליטה, ושווי השליטה בשיעור 37% לאחר שרפורמה זו בוטלה ובמקומה נוספו חובות גילוי חדשות.¹¹¹

במחקר אחר, שבחן עסקאות העברת שליטה בין השנים 1999-2007 באיטליה, נמצא ששווי השליטה הממוצע באיטליה צנח לשיעור של 5.34% בעקבות רפורמה משפטית.¹¹² זאת לעומת שווי השליטה

¹⁰¹ שם, בעמ' 186-188.

¹⁰² שם, בעמ' 193.

¹⁰³ שם.

¹⁰⁴ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 560-562, 572.

¹⁰⁵ שם, בעמ' 590.

¹⁰⁶ Ronen Barak & Beni Lauterbach, *Firm-Specific Factors Affecting the Private Benefits of Control in Concentrated Ownership Economies*, 15 ADVANCES IN FINANCIAL ECONOMICS 59, 72 (2012).

¹⁰⁷ שם.

¹⁰⁸ Rui Albuquerque & Enrique Schroth, *Quantifying Private Benefits of Control from a Structural Model of Block Trades*, 96(1) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 33, 48 (2010).

¹⁰⁹ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 570-571.

¹¹⁰ שם.

¹¹¹ שם.

¹¹² Carmelo Intrisano, *Have the Private Benefits in Italian Firms Decreased?*, 11(10) CHINESE BUSINESS REV. 911, 918 (2012).

של 37% ששרר בשנות ה-90 של המאה שעברה.¹¹³ באופן דומה, נערך בצ'ילה מחקר שבחן את השפעת הרפורמות המשפטיות המקיפות שנערכו בה בשנת 2000. במחקר זה Jurfest, Paredes & Riutort בחנו 43 עסקאות העברת שליטה בשנים 1995-2012. הם מצאו כי שווי השליטה צנח משיעור של 18.2% לפני הרפורמה, לשיעור של (-2.2%) לאחר. ¹¹⁴ לאור מהפכת הממשל התאגידי בישראל, החלטנו אפוא לבצע מחקר מקיף שיבחן את השפעתה של הרפורמה על שוויה של שליטה בשוק הישראלי. להלן נפרט את השערות המחקר.

4. השערות המחקר:

השערה ראשונה: שווי השליטה בחברה ציבורית בישראל בתקופת המחקר (2001-2019) נמוך יותר משווי השליטה שמצאו מחקרים קודמים (דייק וזינגאלאס, לשנים 1990-2000, ו-ברק ולאורבך לשנים 1993-2005).

השערה שנייה: בעקבות השיפור באכיפה הציבורית בשנת 2005, שווי השליטה בשנים 2006-2010 נמוך יותר משווי השליטה בשנים 2001-2005.

השערה שלישית: בעקבות השיפור באכיפה הפרטית ובאכיפה הציבורית, בסוף שנת 2010 ותחילת שנת 2011, שווי השליטה בשנים 2011-2019 נמוך משווי השליטה בשנים 2001-2010.

השערה רביעית: שוויה של השליטה (כאחוז משווי השוק של מניות החברה) מצטמצם עם עליית גודל החברה.

ג. המדגם והמתודולוגיה

מחקרנו מתבסס על העברות שליטה בחברות ציבוריות הנסחרות בבורסה בתל אביב שהושלמו בשנים 2001-2019. הודעות על העברות השליטה ותנאי העסקה, כדוגמת כמות המניות בעסקה והמחיר ששולם עבור כל מניה, נאספו ממערכת ה'מאיה' של הבורסה.¹¹⁵ נתונים חשבונאיים אודות החברות כגון סך מאזן, רווח נקי וחוב החברה נלקחו מהדוחות הכספיים של החברות במערכת ה'מאיה' (בהשלמה של 4 חברות שהדוחות שלהן נלקחו ממקור אחר). הקריטריונים שהפעלנו לסינון עסקאות העברת שליטה הם:

1. כמות המניות הנרכשת עומדת על לפחות 10% מהון המניות המונפק של החברה וכמות המניות בידי הרוכש לאחר השלמת עסקת הרכישה עומדת על 20% לפחות מהון המניות המונפק של החברה (ללא מניות באוצר).¹¹⁶
2. העסקה הושלמה בתקופה שמתחילת שנת 2001 ועד סוף שנת 2019.

¹¹³ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 570.

¹¹⁴ Sonia P. Jurfest, Ricardo D. Paredes & Julio Riutort, *Control Premium and Corporate Regulatory Changes: Theory and Evidence*, 53(3) THE DEVELOPING ECONOMICS 159, 169 (2015).

¹¹⁵ קיימות שתי מערכות מידע מקבילות ומהימנות המציגות את מכלול הדיווחים המיידיים הנדרשים מגופים הכפופים לפיקוחה של הרשות לניירות ערך בישראל. הראשונה היא מערכת ה'מאיה' של הרשות לניירות ערך, והשנייה היא מערכת ה'מאיה' של הבורסה לניירות ערך. במחקר זה בחרנו לעשות שימוש במערכת 'מאיה', שכן היא מאפשרת לבצע חיפוש וסינון הודעות על העברת שליטה בתוך כלל הדיווחים המיידים של החברות. בנוסף, מערכת ה'מאיה' היא מערכת מקיפה יותר ממערכת ה'מאיה' ונמצאת בשימוש נרחב במחקרים אמפיריים בישראל. מערכת 'מאיה' כוללת גם הודעות והחלטות בורסה ומידע על חברות בורסאיות ועל ניירות הערך הנסחרים בבורסה.

¹¹⁶ קריטריוני סינון אלו הוצעו במחקרם של דייק וזינגאלאס (ראו Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 545) ואומצו גם על-ידי ברק ולאורבך (ראו Barak & Lauterbach, לעיל ה"ש 3, בעמ' 189).

3. העסקה הינה עסקת מזומן (לרבות עסקה בתשלומים).¹¹⁷
4. העסקה הינה עסקה להעברת מלוא השליטה (להבדיל מעסקה שבה הרוכש מצטרף לגרעין השליטה, או עסקה בה הרוכש הוא אחד מבעלי השליטה הקיימים).

מעסקאות העברת השליטה שמצאנו ניפינו בנוסף: עסקאות מורכבות, הכוללות בנוסף למניות החברה גם ניירות ערך נוספים כגון אופציות רכש ומכר או חוב החברה, וכן עסקאות בהן גובה התמורה הסופי מבוסס על תוצאות עסקיות עתידיות ופרמטרים חשבונאיים מהדוחות הכספיים; עסקאות קטנות בשווי של פחות מ-3 מיליוני ש"ח;¹¹⁸ ועסקאות אשר לוו בהצעות רכש לציבור.¹¹⁹ מטרת כל קריטריוני הקבלה והניפוי, שרובם נעשו בהשראת המחקרים הקיימים בספרות, היא להגיע למדגם של העברות שליטה מלאה משמעותיות, עבורן ניתן להעריך את שווי השליטה באמצעות הנוסחאות הקיימות בספרות.

המדגם הסופי כולל 60 עסקאות. לשם השוואה, הממצאים של המחקר הבינלאומי המקיף של דייק וזינגאלס לגבי ישראל התבססו על 9 עסקאות רלבנטיות בלבד, שאותו בשנים 1990-2000. המחקר של ברק ולאوترבך, לגבי שווייה של שליטה בישראל בשנים 1993-2005, איתר במתודולוגיה דומה 30 עסקאות של העברת שליטה מלאה (ברק ולאوترבך חקרו בסך-הכל 52 עסקאות, אך 22 מתוכן הן העברות שליטה חלקיות).¹²⁰

מתוך 60 העסקאות מצאנו כי ב-9 עסקאות מדובר ברוכשים אשר אינם צפויים להפיק בעצמם תועלות פרטיות משמעותיות משליטה (לדוגמא, רכישת שליטה על ידי קרנות השקעה פרטיות). על כן בחנו בנפרד גם את 51 העסקאות שאינן כוללות את הרכישות בידי רוכשים אלו. מדגם 51 העסקאות ("המדגם המצומצם" להלן) שבהן הקונה צפוי להפיק בעצמו טובות הנאה פרטיות, משמש אותנו לחישוב "שווי שליטה לרוכש". ההנחה היא שהרוכש משלם עבור השליטה בעסקאות אלו סכום המהווה לכל הפחות את הגבול תחתון לטובות ההנאה שהוא מצפה להפיק. לעומת זאת, המדגם המלא של 60 העסקאות משמש אותנו לחישוב "שווי שליטה למוכר" ("המדגם הרחב" להלן). אנו מתייחסים גם לכך שלעיתים חברות נמצאות במצוקה ובאובדן דרך, המובילים לכך שפרמיית המחיר שמשיג המוכר בהעברת השליטה זעומה או אפילו שלילית. אלבווקר וסקרוש מציגים מודל של משא ומתן המראה שפרמיית מחיר שלילית ושווי שליטה שלילי לכאורה אפשריים כאשר הרוכש יעיל הרבה יותר מהבעלים הקודם, או שהבעלים הקודם "לחוץ" מבחינה כלכלית.¹²¹

¹¹⁷ בעסקאות שאינן במזומן קיים קושי להעריך בצורה מהימנה את גובה התמורה הכוללת ואת המחיר ששולם עבור כל מניה. כך למשל, קיימות עסקאות הכוללות מתן אופציית רכישה נוספת לרוכש השליטה, או אופציית מכירה נוספת למוכר השליטה. הקושי להעריך את שווי האופציות הכוללות בעסקה אינו מאפשר להעריך במדויק את גובה התמורה בעסקה. קריטריון סינון זה קיים הן במחקרם של דייק וזינגאלס (ראו Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 545) והן במחקרם של ברק ולאوترבך (ראו Barak & Lauterbach, לעיל ה"ש 3, בעמ' 189).

¹¹⁸ אנו סבורים כי עסקה שבה סך התמורה נמוך מ-3 מיליוני ש"ח אינה מהווה עסקה משמעותית אשר ראוי ללמוד ממנה לגבי שווייה של שליטה בחברה ציבורית. זאת ועוד, בחינת העסקאות בהן גובה התמורה נמוך מ-3 מיליוני ש"ח מעלה כי לרוב מדובר בהעברת שליטה בחברות הנתונות בקשיים, בהן לעיתים רוכש השליטה מתחייב לפירעון חלק מחובות החברה, כך שתמורת הרכישה המדווחת היא הערכת חסר לתמורת הרכישה כפי שזו נראתה בעיניו של הרוכש בעת ביצוע העסקה.

¹¹⁹ הוראת הדין מחייבת להציע מחיר שווה לכל הניצעים במסגרת הצעת הרכש, לפיכך השמטנו עסקאות מסוג זה. ניתן למצוא התייחסות לקריטריון סינון זה במחקרם של דייק וזינגאלס (ראו Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 546).

¹²⁰ Barak & Lauterbach, לעיל ה"ש 3, בעמ' 193.

¹²¹ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 541.

דוגמא מהתקופה האחרונה היא מכירת חברת הבת כהן פיתוח על ידי חברת דלק לקבוצת שותפים.¹²² נושא ההתייחסות לשווי שליטה שלילי ידון בהרחבה בהמשך.

לוח 1, להלן, כולל סטטיסטיקה תיאורית של העסקאות שבשני המדגמים (הרחב והמצומצם). כל הנתונים הכספיים מתואמים למדד דצמבר 2010.

לוח 1: סטטיסטיקה תיאורית של מדגם העברות השליטה

פאנל א': המדגם הרחב (60 תצפיות)

ממוצע	ממוצע מתוקן לערכי קיצון	חציון	סטיית תקן	מספר תצפיות
סך מאזן (באלפי ש"ח)	4,186,336	2,213,702	13,611,449	60
חוב/סך מאזן	0.58	0.58	0.28	60
רווח נקי/סך מאזן	0.03	0.04	0.16	60
שווי שוק/שווי ספרים של ההון העצמי	1.93	1.61	3.05	60
גודל גוש המניות הנרכש	56.8%	56.6%	15.6%	60
פרמיית המחיר ששולמה בעסקה (יחסית למחיר המניה יומיים לאחר ההודעה)	18.3%	18.2%	26.0%	60

פאנל ב': המדגם המצומצם (51 תצפיות)

ממוצע	ממוצע מתוקן לערכי קיצון	חציון	סטיית תקן	מספר תצפיות
סך מאזן (באלפי ש"ח)	4,528,561	2,237,528	14,559,637	51
חוב/סך מאזן	0.57	0.57	0.27	51
רווח נקי/סך מאזן	0.03	0.05	0.17	51
שווי שוק/שווי ספרים של ההון העצמי	2.05	1.68	3.29	51
גודל גוש המניות הנרכש	56.9%	56.7%	15.5%	51
פרמיית המחיר ששולמה בעסקה (יחסית למחיר המניה יומיים לאחר ההודעה)	22.6%	22.9%	25.5%	51

בלוח 1 מופיעים, מאפיינים של חברות המדגם ושל עסקאות העברת השליטה. סך מאזן (באלפי ש"ח) הוא סך המאזן בדוחות החברה בסוף השנה שקדמה לעסקה, ובתיאום למדד המחירים לצרכן בדצמבר 2010. הפרמטר חוב/סך מאזן הינו יחס המבטא את המנוף הפיננסי של החברה, ומחושב כיחס בין ההון הזר (סה"כ התחייבויות החברה) לסך מאזן החברה (שווי נכסיה במאזן). הפרמטר רווח נקי/סך מאזן, מדד התשואה על הנכסים (ROA), מחושב כיחס בין הרווח הנקי של החברה לסך מאזנה. שווי שוק/שווי ספרים של ההון העצמי הינו מכפיל ההון של החברה, ומחושב כיחס בין שווי השוק של מניות החברה לשווי בספרים של ההון העצמי שלה. גודל גוש המניות הנמכר הינו האחוז מהון המניות המונפק של החברה (בניכוי מניות רדומות) שנרכש בעסקה. פרמיית המחיר ששולמה בעסקה הינה הפרמיה (העודף באחוזים) של המחיר בו בוצעה העסקה ביחס למחיר השוק

¹²² ערן אזור "המרץ למזומן: דלק מוכרת את מניות כהן פיתוח – מחצית מהתמורה תלך לבנקים" TheMarker <https://www.themarker.com/markets/1.8781913> 19.4.2020.

של המניה הנמכרת, כאשר מחיר השוק נמדד יומיים לאחר ההודעה הראשונה על עסקת העברת השליטה. כל המשתנים (פרט לשני המשתנים המתארים את העסקה) נמדדים בסוף השנה הקלנדרית שקדמה לעסקת העברת השליטה. הלוח מציג גם ממוצע מתוקן לערכי קיצון אשר הינו ממוצע אשר בעת חישובו ערכי הקיצון הוחלפו לערכים הנמצאים באחוזונים ה-5% וה-95%. בארבע מהחברות נתוני הדוחות הכספיים לא נמצאו במערכת מאיה של הבורסה לניירות ערך, והם הושלמו ממחולל הדוחות "סופר אנליסט".

בדיקת ההשערות של המחקר מבוססת ברובה על מבחני t^{123} לבחינת שינוי או הבדל בממוצע שווי השליטה, ובמבחני Wilcoxon Rank Sum 124 לבחינת שינוי או הבדל בחציון שווי השליטה. בנוסף, לעיתים ביצענו חלוקה של המדגם לקבוצות. כך, על מנת לאפשר בחינה של השערות 2 ו-3 של המחקר (לפיהן יש ירידה בשווי השליטה עם הזמן במקביל לשיפור בממשל התאגיד), חילקנו את תקופת המדגם המלאה ל-3 תקופות משנה רלבנטיות. תקופת המשנה הראשונה (2001-2005) כוללת 23 עסקאות, תקופת המשנה השנייה (2006-2010) כוללת 20 עסקאות, ותקופת המשנה השלישית (2011-2019) כוללת 17 עסקאות. לבחינת השערה 3 חילקנו את תקופת המדגם המלאה גם ל-2 תקופות משנה רלבנטיות – 2001-2010 (עם 43 עסקאות) מול 2011-2019 (עם 17 עסקאות). כפי שנראה בהמשך, מספר העסקאות הקטן בתקופות המשנה מקשה על הסקת מסקנות מתקופות אלו.

על מנת לבחון את השערת המחקר הרביעית, הפרדנו את העסקאות לשתי קבוצות שוות בגודלן, על פי גודל החברה שבה חלה העברת השליטה. משתנה גודל החברה חושב לפי שווי השוק של מניות החברה יומיים לפני מועד ההודעה על העסקה, ובנפרד על פי השווי המאזני של נכסיה בדו"ח הכספי השנתי האחרון שפורסם טרם העסקה. שווי השוק הנמוך ביותר של "חברה גדולה" במדגם שלנו עמד על כ-134 מיליון ש"ח. בחישוב גודל החברה לפי סך מאזן, הסף עמד על סך נכסים של 310 מיליון ש"ח. גם כאן כל הנתונים הכספיים הותאמו למדד דצמבר 2010.

את שווי השליטה מדדנו על פי המתודולוגיה של ברקלי והולדרנס:

$$Control Value (CV) = \frac{P_{Bid} - P_M}{P_M} \times w = prem \times w$$

כאשר:

CV – שווי השליטה בחברה (סך שווי טובות ההנאה הפרטיות המינימליות הצפויות לרוכש כפרופורציה מסך ערך השוק של מניות החברה);

P_{Bid} – מחיר מניית החברה בעסקת העברת השליטה;

P_M – מחיר המניה בשוק יומיים לאחר ההודעה הראשונה על עסקת העברת השליטה;

¹²³ מבחן t למדגמים בלתי תלויים הוא מבחן סטטיסטי המאפשר לבחון את הפרש התוחלות (ממוצעים) בין שתי האוכלוסיות אותן אנו משווים, כאשר ההנחה היא שהנתונים בכל אוכלוסייה מגיעים מהתפלגות נורמלית ושונות האוכלוסייה לא ידועה.

¹²⁴ מבחן Wilcoxon Rank-Sum למדגמים בלתי תלויים הוא מבחן סטטיסטי א-פרמטרי שאינו מניח השערות כלשהן לגבי התפלגות הנתונים בכל אוכלוסייה (דהיינו, ההתפלגות איננה חייבת להיות נורמלית). מבחן זה מאפשר לבחון הבדלים בחציון בין שתי אוכלוסיות.

$prem = \frac{P_{Bid} - P_M}{P_M}$ - הפרמיה המשולמת על-ידי הרוכש ביחס למחיר המניה בשוק יומיים לאחר פרסום ההודעה הראשונה על עסקת העברת השליטה;

w - גודל הבלוק הנרכש כפרופורציה מסך מניות החברה.

בארבעה מקרים, בהם הייתה לרוכשים אחזקה קטנה קודמת בחברה, ביצענו התאמות קלות לנוסחת ברקלי והולדרנס, בהתאם לנוסחה הבאה שפותחה על ידי ברק ולאטרבך (2011):

$$CV = \frac{w \times (1 + r_i) \times prem - w_0 \times r_i}{(1 + r_i)}$$

כאשר כל הסימבולים הם כמו קודם, ובנוסף:

r_i - תשואת מניית החברה בתגובה לפרסום העסקה. התשואה נמדדה כשיעור השינוי במחיר המניה בשוק בתקופה שבין יומיים לפני עד יומיים אחרי ההודעה הראשונה על עסקת העברת השליטה;

w_0 - שיעור ההחזקה של הרוכש בהון מניות החברה לפני ביצוע העסקה להעברת השליטה.

התאמות אלו משקפות את העובדה שהרכישה משפיעה על שווי המניות שהרוכש כבר מחזיק בחברה, ומכאן שפרמיית המחיר שהוא מוכן לשלם מושפעת גם משינוי זה, ואינה משקפת אך ציפייה לתועלת פרטית משליטה. ההשפעה של התאמות אלו על התוצאות שלנו קטנה, והיא מפחיתה את ממוצע שווי השליטה במדגם הרחב ב-0.05% בלבד.

לבסוף, ראוי לדון באופן התייחסותנו לפרמיות מחיר שליליות. אלבוקרק וסקרוש טוענים כי גם בעסקאות עם פרמיית מחיר שלילית (מחיר רכישה נמוך ממחיר המניה בשוק יומיים לאחר ההודעה על העסקה), המוכרים קיבלו פיצוי עבור השליטה.¹²⁵ פרמיית מחיר שלילית עשויה לכלול פיצוי כאמור למוכר במקרים בהם שווי המניה למוכרים נמוך ממחירה בשוק (למשל, בשל אילוצים שונים של המוכרים),¹²⁶ וכן, כאשר שווי המניה לאחר השתלטות הבעלים החדשים עולה משמעותית על שווייה תחת הבעלים הישנים (בשים לב לכך שבמתודולוגיה המקובלת, בה השתמשנו גם אנו, מחיר הרכישה מושווה למחיר המניה לאחר העסקה, אך הרווח של המוכר מהעסקה תלוי במחיר שקדם לעסקה).¹²⁷ מכל מקום, פרמיית מחיר שלילית אינה מצביעה על שווי שליטה שלילי.

לאור האמור לעיל, התלבטנו כיצד להתייחס לעסקאות עם שווי שליטה שלילי לכאורה. ניתן לטעון שיש להשמיטן מהמדגם, שכן מעסקאות כאלה לא ניתן להסיק על שווי השליטה. אנו בחרנו שלא להשמיט תצפיות כלשהן מהמדגם הראשי שלנו, כיוון שמרבית המחקרים קודמים (דייק וזינגאלאס, למשל) לא השמיטו תצפיות אלה.¹²⁸ כך, תוצאותינו תהיינה ניתנות להשוואה למחקרים קודמים. עם זאת, לאור ההסתייגות האמורה ולאור העובדה שברק ולאטרבך השמיטו את כל

¹²⁵ Albuquerque & Schroth, לעיל ה"ש 108, בעמ' 37. לפי משוואה (5) שם, יתכן מצב בו שווי השוק של המניה (השווי לבעל מניות קטן מהציבור) לאחר העברת השליטה לבעלים החדש עולה על שווי המניה לבעלים הישן (שווי הכולל הן את שווי המניה בשוק לפני העברת השליטה והן את טובות ההנאה הפרטיות של הבעלים הישן). מצב כזה נוצר כאשר הבעלים החדש יעיל הרבה יותר מהבעלים הישן או כאשר הבעלים הישן "לחוץ" והמחיר האפקטיבי של המשך החזקת המניה עבורו תחת האילוצים בהם הוא נתון גבוה ממחיר המניה בשוק.

¹²⁶ שם.

¹²⁷ שם.

¹²⁸ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1.

העסקאות עם פרמיית מחיר שלילית,¹²⁹ דיווחנו גם תוצאות עבור תת המדגם של עסקאות עם פרמיות חיוביות בלבד. בהשוואת התוצאות שלנו לאלו של ברק ולאوترבך השתמשנו בתת המדגם שלנו אשר כולל עסקאות עם פרמיות חיוביות בלבד.

כדרך ביניים חישבנו והצגנו גם בכל הלוחות את ממוצע וחציון שווי השליטה כאשר בעסקאות עם שווי שליטה שלילי, שווי השליטה מוחלף בערך "0". בדרך ביניים זו, אנו מניחים שעסקאות עם פרמיה שלילית משקפות מקרים שבהם שווי השליטה אפסי. ההיגיון העומד מאחורי גישת ביניים זו טמון בהנחה ששווי השליטה אינו יכול להיות שלילי מהסיבה הפשוטה שהשליטה אינה נכפית על בעל השליטה, והוא יכול, לפחות בתיאוריה, לפזר את מניותיו בשוק ולחדול להיות בעל שליטה. עם זאת, שיטת הביניים בוחרת שלא להתעלם מהעסקאות עם פרמיה שלילית, אלא כאמור לראות בהן כעסקאות שאין בהן פרמיה (כלומר הפרמיה היא "0"). דרך ביניים זו מתקנת את העיוות שעלול להיגרם מהתעלמות כוללת מעסקאות עם פרמיה שלילית, שכן התעלמות שכזו עלולה להוביל למסקנות מופרזות בנוגע לשווי השליטה השכיח במשק.

ד. תוצאות

התוצאות שלנו מלמדות על ירידה משמעותית ומובהקת מבחינה סטטיסטית בשווי השליטה בחברה ישראלית, לעומת שווי השליטה שנאמד במחקרים קודמים. זאת כאשר שווי השליטה נאמד על בסיס עסקאות להעברת שליטה מלאה בחברה ציבורית ישראלית בין השנים 2001-2019. לוח 2 מציג את התוצאות, הן לגבי המדגם הרחב (60 עסקאות) והן לגבי המדגם המצומצם (51 עסקאות).

לוח 2 - שווי השליטה בחברות ישראליות

פאנל א': המדגם הרחב (60 תצפיות) – שווי שליטה למוכר

2001-2019		מבחן 1	מבחן 2
N=60		האם שווי השליטה השתנה יחסית למחקרם של דייק וזינגאלאס (2004)?	האם שווי השליטה השתנה יחסית למחקרם של ברק ולאטרבך (2011)?
ממוצע שווי שליטה	10.1%	כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%
חציון שווי שליטה	8.6%	כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון	9.9%	כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים	11.7%	כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%
ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)	16.0% (N=44)	כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%

¹²⁹ Barak & Lauterbach, לעיל ה"ש 3, בעמ' 189.

מבחן 2	מבחן 1	2001-2019	
האם שווי השליטה השתנה יחסית למחקרם של ברק ולאوترבך (2011)?	האם שווי השליטה השתנה יחסית למחקרם של דייק וזינגאלאס (2004)?	N=51	
כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%	12.3%	ממוצע שווי שליטה
כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%	10.0%	חציון שווי שליטה
כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%	12.1%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון
כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%	13.4%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים
כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%	16.3% (N=42)	ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)

ניתן להיווכח כי הממוצע והחציון של שווי השליטה נמוכים משמעותית מהממוצע והחציון שדווחו במחקר של דייק וזינגאלאס ("מבחן 1"), ובמחקר של ברק ולאوترבך ("מבחן 2"). ממוצע שווי השליטה עומד על 10.1% (12.3%) מתוך שווי השוק של מניות החברה במדגם הרחב (והמצומצם, בהתאמה). זאת לעומת 27% אחוז אצל דייק וזינגאלאס (עבור השנים 1990-2000), וכ-31% אצל ברק ולאوترבך (עבור השנים 1993-2005). חציון שווי השליטה עומד על 8.6% (10.0%) מתוך שווי השוק של מניות החברה במדגם הרחב (המצומצם, בהתאמה), לעומת 21% אצל דייק וזינגאלאס ו-24% אצל ברק ולאوترבך.¹³⁰ נזכיר כי בחינת מובהקות השינוי בממוצע שווי השליטה ביחס למחקרים קודמים בוצעה תוך שימוש במבחן t, ואילו בחינת מובהקות השינוי בחציון שווי השליטה ביחס למחקרים קודמים בוצעה תוך שימוש במבחן Wilcoxon Rank-Sum.

הירידה בשווי השליטה בישראל לעומת מחקרים קודמים היא ירידה מובהקת סטטיסטית ברמה של 1%, והיא משמעותית מאוד מבחינה כלכלית. בעוד שבעבר טובות ההנאה הפרטיות משליטה בישראל היו שקולות לכ-30% מהשווי הציבורי של החברות,¹³¹ הרי שהשווי הנוכחי של השליטה הוא כעשירית משווי החברה בממוצע. אם כן, השערה 1 של המחקר, הנוגעת לירידה בשווי השליטה בחברה במקביל למהפכת הממשל התאגידי בישראל, נתמכת על ידי הנתונים באופן מובהק ובולט.

ביצענו גם מספר בדיקות לבחינת רגישות תוצאותינו. כך, למשל, מצאנו כי השווי הממוצע של השליטה, לאחר תיקון לערכי קיצון (כלומר החלפת ערכי השליטה הקיצוניים במדגם בערכים של העסקאות שבאחוזונים ה-5% וה-95% של המדגם), עומד על 9.9% במדגם הרחב, ועל 12.1% במדגם המצומצם. זהו שינוי מזערי לעומת הממוצעים שחושבו ללא תיקון זה.

תיקון חריף יותר מניח ששווי השליטה איננו יכול להיות שלילי. כאשר ערכי שווי השליטה שליליים מוחלפים בערך "0", ממוצע שווי השליטה המתוקן לערכים שליליים עומד על 11.7% במדגם הרחב, ועל 13.4% במדגם המצומצם, וכאשר אנו משמיטים כליל תצפיות עם שווי שליטה שלילי, שווי השליטה הממוצע הוא 16.0% במדגם הרחב ו-16.3% במדגם המצומצם. בשני התיקונים האפשריים

¹³⁰ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1; Barak & Lauterbach, לעיל ה"ש 3.
¹³¹ שם.

לשווי השליטה, שווי השליטה הממוצע המתקבל קטן באופן מובהק (ברמת מובהקות של 1% לפחות) מממוצעי שווי השליטה במחקריהם של דייק וזינגאלס וברק ולאوترבך.

ניתוח ערכי שליטה שליליים מגלה כמה עובדות מעניינות. במדגם הרחב, ב-16 עסקאות, שהן 27% מהמקרים, נאמד שווי שליטה שלילי. לעומת זאת, במדגם המצומצם, רק ב-9 עסקאות, המהוות 18% מהמקרים, נאמד שווי שליטה שלילי. ההבדל בין המדגם הרחב והמצומצם נובע מתשע עסקאות (שאין נכללות במדגם המצומצם) בהן לכאורה לא צפויות לרוכש טובות הנאה פרטיות משמעותיות משליטה (עסקאות רכישה על ידי קרנות השקעה פרטיות או מוסדיים זרים וכדומה). ברוב גדול, 7 מתוך 9 עסקאות אלה, נאמד שווי שליטה שלילי, כלומר הרוכש שילם מחיר נמוך ממחיר השוק. ממצא זה מחזק את החלטתנו להפריד בין המדגם הרחב למדגם המצומצם. עוד נעיר, לשם השוואה, כי במחקר של ברקלי והולדרנס בכ-20% מהעסקאות נאמד שווי שליטה שלילי,¹³² ובמחקר של דייק וזינגאלס, בכ-28% מהעסקאות (בכל המדינות הנכללות במחקרם), נקבע ערך שליטה שלילי.¹³³ כך, שפרופורציית העסקאות בהן נאמד שווי שליטה שלילי במחקרנו איננה חריגה.

כמו כן, בדקנו את האפשרות שהירידה בשווי השליטה נובעת מכך שהחוק לצמצום הריכוזיות ולקידום התחרות גרם לבעלי שליטה לבצע מכירות תחת לחץ ("fire sales"), מבלי לקבל פיצוי הולם תמורת מכירת השליטה. אולם, במדגם שלנו יש לכל היותר עסקה אחת (שיכון ובינוי) אשר הושפעה מחוק הריכוזיות.¹³⁴ בדקנו גם מהן התוצאות, כאשר משמיטים 5 תצפיות של עסקאות העברת שליטה בחברות דואליות, הנסחרות הן בארץ והן בארה"ב. זאת כיוון שהאסדרה החלה על חברות דואליות שונה בחלקה מזו החלה על חברות הנסחרות בישראל בלבד,¹³⁵ וכן מאחר שהן חשופות לתרבות עסקית זרה שאינה סובלנית לטובות הנאה פרטיות משליטה.¹³⁶ ממוצע שווי השליטה במדגם הרחב, לאחר השמטת החברות הדואליות, הוא 10.3% והחציון הוא 9.0%. בהשוואה למספרים המקבילים במדגם הרחב ללא השמטה זו (10.1% ו-8.6% בהתאמה - ראו לוח 2 לעיל), נראה שאין לחברות הדואליות השפעה מהותית על שווי השליטה שהערכנו. העלייה המזערית הנאמדת בשווי השליטה כאשר משמיטים עסקאות בחברות דואליות, עשויה להעיד (אף שהדבר אינו מובהק סטטיסטית) על כך ששווי השליטה בחברות דואליות נמוך יותר.

לבסוף, כפי שעוד נראה, שווי השליטה כאחוז משווי מניות החברה משתנה בהתאם לגודל החברה. על כן, הממוצע והחציון של המדגם כולו אינם משקפים נאמנה את ההיקף הכללי של טובות ההנאה הפרטיות של בעלי השליטה במשק הישראלי. כאשר מחשבים במדגם שלנו ממוצע משוקלל לגודל החברה, כלומר נותנים לעסקאות משקל שונה בחישוב הממוצע בהתאם לשווי השוק של מניות כל חברה, שוויה של השליטה עומד על 3.24% בלבד במדגם הרחב, ו-3.48% במדגם המצומצם. בהנחה שהחברות במדגם שלנו משקפות את השוק הישראלי כולו, משמעות ממצא זה היא שהסך הכולל

¹³² Barclay & Holderness, לעיל ה"ש 93, בעמ' 380.

¹³³ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 551.

¹³⁴ ראו, עומרי כהן "הסיבות שגרמו לשרי אריסון למכור מהר, ובהנחה משמעותית" **גלובס** 14.6.2018 <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001241332>

¹³⁵ דוח ועדת ברודט לרישום כפול של ניירות ערך (1998); פרק ה'3 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (ניירות ערך הרשומים למסחר בחו"ל) ("חוק הרישום הכפול"); תקנות החברות (הקלות לחברות שניירות הערך שלהן רשומים למסחר בבורסה מחוץ לישראל), התשס-2000.

¹³⁶ עמיר ליכט "רישום כפול של ניירות ערך" **משפטים** לב(3) 561, 570-569 (2002) ("אם מערכת משטר החברות במדינה הזרה מספקת הגנה עדיפה למשקיעים מהציבור בהשוואה למערכת שבמדינת האם, אזי הרישום הזר יוצר מחויבות מהימנה (credible commitment) של החברה לכפוף את עצמה ואת בעלי העניין בה לאותו משטר חברות עדיף").

של טובות ההנאה שמפיקים בעלי השליטה במשק עומד על אחוזים בודדים בלבד משווי השוק של כלל החברות הציבוריות.

בחנו גם את השינוי בשווי השליטה לאורך זמן. חילקנו את המדגם לתקופות משנה על מנת לבחון את הערכתנו כי בשנת 2005, ובשנת 2010, חלו שני שינויים משמעותיים בממשל התאגידי, ולהשערה כי שינויים אלו הביאו להפחתה בשווי השליטה. השערה 2 נובעת מההערכה שצפויה ירידה בשווי השליטה בשנת 2006 ואילך, והשערה 3 נובעת מההערכה שצפויה ירידה בשווי השליטה בשנת 2011 ואילך. כמו כן, מאחר שהשיפור בשנת 2005 הוא שיפור באכיפה הציבורית, ואילו חלק מרכזי של השינוי בשנת 2010 עוסק בשיפור האכיפה הפרטית, יש בשתי ההשערות כדי לבחון את האפקטיביות היחסית של שני כלים האכיפה האמורים. התוצאות מפורטות בלוח 3, אשר הפרמטרים והמבחנים הסטטיסטיים שבו זהים לאלו של לוח 2, אך יש חלוקה לתקופות משנה.

לוח 3 : השתנות שווי השליטה לאורך זמן

פאנל א': המדגם הרחב (60 תצפיות)

מבחן 4	2011-2019	2006-2010	2001-2005	מבחן 3	2011-2019	2001-2010	
האם ההבדל בין שתי התקופות הראשונות (2001-2005 ו-2006-2010) מובהק?	N=17	N=20	N=23	האם ההבדל בין שתי התקופות מובהק?	N=17	N=43	
לא מובהק	8.7%	7.4%	13.4%	לא מובהק	8.7%	10.6%	ממוצע שווי שליטה
לא מובהק	5.5%	9.5%	9.9%	לא מובהק	5.5%	9.9%	חציון שווי שליטה
לא מובהק	8.3%	8.5%	12.4%	לא מובהק	8.3%	10.6%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון
לא מובהק	10.1%	10.3%	14.2%	לא מובהק	10.1%	12.4%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים
לא מובהק	14.3% (N=12)	15.9% (N=13)	17.2% (N=19)	לא מובהק	14.3% (N=12)	16.7% (N=32)	ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)

מבחן 4	2011-2019	2006-2010	2001-2005	מבחן 3	2011-2019	2001-2010	
האם ההבדל בין שתי התקופות הראשונות ת (-2001 ו 2005 2006- 2010) מובהק?	N=14	N=17	N=20	האם ההבדל בין שתי התקופות מובהק?	N=14	N=37	
לא מובהק	11.5%	9.9%	14.8%	לא מובהק	11.5%	12.6%	ממוצע שווי שליטה
לא מובהק	7.8%	11.0%	12.2%	לא מובהק	7.8%	11.0%	חציון שווי שליטה
לא מובהק	11.2%	11.1%	13.7%	לא מובהק	11.2%	12.5%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון
לא מובהק	12.2%	12.2%	15.4%	לא מובהק	12.2%	13.9%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים
לא מובהק	14.3% (N=12)	15.9% (N=13)	18.1% (N=17)	לא מובהק	14.3% (N=12)	17.1% (N=30)	ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)

כפי שניתן להתרשם מלוח 3, לא ניתן להגיע לתוצאות מובהקות מן הבחינה הסטטיסטית לגבי שינויים בשווי בשליטה בין תקופות המשנה של המדגם. זאת הן בנוגע למדגם הרחב (פאנל א' - 60 עסקאות), והן בנוגע למדגם המצומצם (פאנל ב' - 51 עסקאות). מבחן 3 בוחן האם חל שינוי בממוצע וחציון שווי השליטה בין השנים 2001-2010 לשנים 2011-2019, ומבחן 4 בוחן האם חל שינוי בממוצע וחציון שווי השליטה בין השנים 2001-2005 לשנים 2006-2010.

היעדר היכולת להוכיח מובהקות נובע להערכתנו ממספר העסקאות הקטן בכל תקופת משנה. חלוקת המדגם הכולל לתקופות משנה הקטינה את מספר העסקאות הנכלל בכל תקופת משנה עד כדי כך שקשה להגיע לתוצאות מובהקות. אך, לא ניתן לשלול את הסברה שזו תוצאה של כך שהשינוי בממשל התאגידי היה שינוי מתמשך, ועל כן אין משמעות מיוחדת ל"מהפכים" בשנים 2005 ו-2010 כפי שהגדרנו. ניסינו גם, בשיטות של רגרסיה,¹³⁷ להעריך מגמה עיתית בשווי השליטה, דהיינו מגמה הדרגתית לאורך שנות המדגם. מצאנו מגמה עיתית שלילית בשווי השליטה, ברם מגמה זו איננה מובהקת סטטיסטית.

עם זאת, מלוח 3 ניתן להתרשם כי חלו שינויים משמעותיים בשווי השליטה בתקופות המשנה של המדגם, אף כי לא מדובר בשינויים שניתן להוכיח לגביהם מובהקות סטטיסטית. בהקשר זה, לדעתנו מדד האמצע המשקף באופן נאות ביותר את השינויים שחלו בתקופות המשנה הוא החציון של הדגימה. זאת מאחר שבמדגמים קטנים הערך הממוצע מושפע במידה ניכרת ממספר זניח של

¹³⁷ רגרסיה ליניארית היא מדידה של סכום השינוי במשתנה אחד (המשתנה התלוי), הקשור בשינויים באחד או ביותר משתנים אחרים (המשתנים הבלתי-תלויים), במקום שהקשר בין המשתנה התלוי למשתנה הבלתי-תלוי הוא קווי (ליניארי), הווה אומר: ניתן להצגה על ידי קו ישר. ראו "הגדרת רגרסיה ליניארית" מעות www.maot.co.il/lex6/glossary/g_3693.asp

עסקאות. ככל שמדובר בחציון, ניתן לראות ירידה צנועה בשווי השליטה בין התקופה הראשונה (2001-2005) לבין התקופה השנייה (2006-2010). לעומת זאת, כאשר משווים בין השנים 2001-2010 לבין השנים 2011-2019, ניתן לראות ירידה גדולה יחסית בערכים החציוניים. במדגם הרחב הירידה בחציון שווי השליטה היא מ-9.9% ל-5.5%, ובמדגם המצומצם הירידה היא מ-11% ל-7.8%. ירידות אלה משמעותיות מבחינה כלכלית, כיון שהן מצביעות על צמצום שווי השליטה בכ-40% לערך בין העשור הראשון לשני של המאה הנוכחית. יתכן, שהאכיפה הפרטית והציבורית שהתגברו בשנים 2011 ואילך כרסמו מהותית את שווי השליטה בחברות ציבוריות ישראליות. אולם, כפי שכבר הזכרנו, לא ניתן להוכיח מובהקות סטטיסטית לירידה זו.

מעניין לחזור למדגם של ברק ולאטרבך לשנים 1993-2005, כדי לבדוק האם חל שינוי בשווי השליטה בישראל בין 1993-2000 ו-2001-2005.¹³⁸ לפי חישובים שערכנו במדגם ברק ולאטרבך, שווי השליטה הממוצע בשנים 1993-2000 הוא כ-40%, אשר גבוה באופן משמעותי משווי השליטה הממוצע של 21% לערך בשנים 2001-2005.¹³⁹ גם חציון שווי השליטה במדגם ברק ולאטרבך ב-1993-2000 הוא כ-27%, גבוה באופן משמעותי מהחציון של כ-21% שנאמד לתקופה 2001-2005. ההבדלים בממוצע ובחציון שווי השליטה בין 1993-2000 ל-2001-2005 מובהקים סטטיסטית ברמת מובהקות של 5%. מכאן, שהשיפור בממשל התאגידי בישראל (והירידה בשווי השליטה) הוא תהליך מתמשך, שהחל, לכל הפחות, בסוף המאה הקודמת.

כאן המקום לציין כי התקופה 2001-2005 נחקרה הן במחקרנו והן בזה של ברק ולאטרבך. כאשר משווים את העסקאות בשני המדגמים ניתן להבחין בשני הבדלים בין שני המדגמים בתקופה החופפת הזו: האחד, אנו השמטנו ארבע עסקאות בהן הוענקו במסגרת העסקה אופציות לאחד או לשני הצדדים בעסקה; השני, אנו הוספנו שלוש עסקאות העברת שליטה מלאה, כאשר הבלוק המועבר היה קטן מ-50%. ההבדלים בתצפיות גורמים לכך שאנו אומדים שווי שליטה ממוצע (בהשמטת ערכים שליליים) של כ-17% ל-2001-2005, בעוד שאצל ברק ולאטרבך האומדן המקביל הוא כ-21%. לטעמנו, הבחירות להכללה והשמטה שביצענו במדגם מהוות שיפור לעומת ברק ולאטרבך,¹⁴⁰ ולכן אומדננו לתקופה זו מדויקים יותר. אם כך, ממוצע וחציון שווי השליטה אצל ברק ולאטרבך מוטים כלפי מעלה. לו היו משתמשים בקריטריונים זהים לשלנו, שווי השליטה שהיו אומדים היה נמוך יותר.

לבסוף, בחנו את היחס שבין שווי השליטה לבין גודל החברה. על פי השערה 4, שוויה של השליטה מושפע מגודלה של החברה (במונחי שווי שוק או שווי מאזני), כך שבחברות גדולות יותר שווי השליטה יהיה קטן יותר. לוח 4 מציג את התוצאות לגבי התלות שבין שווי החברה לגודל החברה.

¹³⁸ אנו מודים לברק ולאטרבך על ההרשאה להשתמש במדגם שלהם.

¹³⁹ נתונים אלו לא הופיעו במאמר המקורי ואנו חישבנו אותם בזכות הגישה שניתנה לנו על ידי המחברים לנתונים הגולמיים.

¹⁴⁰ כאמור לעיל, ההבדל בין בסיס הנתונים במחקרנו לבין בסיס הנתונים במחקרם של ברק ולאטרבך, בתקופה שבה המחקרים חופפים, נבע מכך שהשמטנו 4 עסקאות שבהן לא ניתן היה לברר את התמורה באופן מדויק (שכן הן כללו אופציות כחלק מהתמורה), ומ-3 עסקאות שאיתרנו וכללנו במדגם לפי הכללים הרגילים שלנו (אף שבלוק השליטה שעבר ידיים היה קטן מ-50%).

לוח 4 : התלות של שווי השליטה בגודל החברה

פאנל א': גודל חברה נאמד על ידי שווי השוק של מניות החברה

המדגם הרחב (60 תצפיות)			המדגם המצומצם (51 תצפיות)		
חברות קטנות	חברות גדולות	מבחן 5	חברות קטנות	חברות גדולות	מבחן 6
N=30	N=30	האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?	N=25	N=26	האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?
ממוצע שווי שליטה	14.7%	כן, ברמה של 5%	18.4%	6.4%	כן, ברמה של 1%
חציון שווי שליטה	12.1%	כן, ברמה של 5%	15.7%	5.8%	כן, ברמה של 1%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון	13.7%	כן, ברמה של 5%	17.1%	7.4%	כן, ברמה של 1%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים	15.9%	כן, ברמה של 1%	18.7%	8.4%	כן, ברמה של 1%
ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)	19.9% (N=24)	כן, ברמה של 5%	20.3% (N=23)	11.5% (N=19)	כן, ברמה של 5%

פאנל ב': גודל חברה נאמד על ידי סך המאזן של החברה

המדגם הרחב (60 תצפיות)			המדגם המצומצם (51 תצפיות)		
חברות קטנות	חברות גדולות	מבחן 7	חברות קטנות	חברות גדולות	מבחן 8
N=30	N=30	האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?	N=26	N=25	האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?
ממוצע שווי שליטה	12.9%	לא מובהק	16.8%	7.5%	כן, ברמה של 5%
חציון שווי שליטה	10.0%	לא מובהק	15.0%	8.3%	כן, ברמה של 5%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון	12.0%	לא מובהק	15.6%	8.5%	כן, ברמה של 5%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים	14.4%	כן, ברמה של 10%	17.5%	9.2%	כן, ברמה של 5%
ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)	19.6% (N=22)	כן, ברמה של 5%	20.6% (N=22)	11.5% (N=20)	כן, ברמה של 5%

פאנלים א' וב' בלוח 4 מציגים את שווי השליטה (כאחוז משווי השוק של מניות החברה) בעסקאות העברת שליטה מלאה בישראל בחתך של חברות קטנות וגדולות. הפרמטרים בפאנלים (ממוצע, חציון, וממוצעים מתוקנים) הם אותם פרמטרים של לוח 2, אולם הם נבחנים לאחר הפרדה של המדגם לשתי קבוצות של חברות על פי גודלן. בפאנל א' חברה קטנה (גדולה) מוגדרת כחברה ששווי השוק של מניותיה נמוך (גבוה) מחציון שווי השוק של מניות החברות במדגם. זאת כאשר שווי השוק

נמדד יומיים לפני ההודעה הפומבית הראשונה על עסקת העברת השליטה ומותאם למדד דצמבר 2010.

בפאנל ב' חברה קטנה (גדולה) מוגדרת כחברה שסך הנכסים במאזנה נמוך (גבוה) מחציון סך המאזן של החברות במדגם, כאשר סך מאזן נבחן על פי הדוחות הכספיים לסוף השנה הקלנדרית לפני ההודעה על עסקת העברת השליטה, ומותאם למדד דצמבר 2010. ניתן להיווכח, הן בפאנל א' והן בפאנל ב', כי קיים שוני משמעותי בשוויה של השליטה (כאחוז משווי מניות החברה) בין חברות קטנות לגדולות. זאת הן לגבי המדגם הרחב והן לגבי המדגם המצומצם. כך למשל, במדגם המצומצם, ממוצע שווי השליטה בחברות קטנות עומד על 18.4%, בעוד שבחברות גדולות הוא עומד על 6.4% בלבד. זאת כאשר גודל החברה נמדד על פי שווי השוק שלה (פאנל א'). כאשר גודל החברה נמדד לפי השווי המאזני (פאנל ב'), ממוצע שווי השליטה בחברות קטנות עומד על 16.8%, ואילו בחברות גדולות הוא עומד על 7.5% בלבד. במרבית המקרים מדובר בהבדלים מובהקים סטטיסטית (ראו מבחנים 5-8). כבר הזכרנו כי הממוצע המשוקלל לגודל של שווי השליטה במדגם כולו (המדגם הרחב) עומד על 3.24% בלבד.

את הקשר שבין גודל החברה לשוויה של השליטה בחנו גם ברגרסיות המוצגות בלוח 5, להלן.

לוח 5: רגרסיות לבחינת השפעת גודל החברה על שווי השליטה

משתנה תלוי: שווי השליטה			
המדגם הרחב		המדגם המצומצם	
(1)	(2)	(1)	(2)
0.38***	0.28***	0.42***	0.33***
-0.023***		-0.025***	
	-0.014*		-0.016**
60	60	51	51
0.10	0.04	0.15	0.07
מקדם ההסבר המתוקן (Adjusted R-Square)			

***, **, * מציינות מובהקות סטטיסטית ברמה של 1%, 5% ו-10%, בהתאמה.

המשתנה המוסבר הוא שווי השליטה, המחושב כשיעור משווי השוק של מניות החברה, כשהוא מתוקן לערכי קיצון (ערכי הקיצון הוחלפו לערכים הנמצאים באחוזונים ה-5% וה-95%). המשתנה המסביר ברגרסיות בטור (1) הוא הלוגריתם הטבעי של שווי השוק של מניות החברה, כאשר שווי השוק (באלפי ש"ח) נמדד יומיים לפני ההודעה הפומבית הראשונה על העסקה ומותאם למדד דצמבר 2010. המשתנה המסביר ברגרסיות בטור (2) הוא הלוגריתם הטבעי של סך מאזן החברה, כאשר סך מאזן החברה נמדד באלפי ש"ח על פי הדוחות של החברה לסוף השנה הקלנדרית שקדמה להודעה הפומבית הראשונה, ומותאם למדד דצמבר 2010. קיימת מובהקות סטטיסטית ברמה של

1% למתאם השלילי שבין שווי השליטה לגודל החברה, כאשר גודל החברה נמדד על פי שווי השוק של מניות החברה. זאת הן במדגם המצומצם והן במדגם הרחב. קיימת מובהקות סטטיסטית חלשה יותר כאשר גודל החברה נמדד במונחי שווי מאזני.

ניתן להדגים את משמעות התוצאות בלוח 5. כך, ניתן להשתמש ברגרסיה (1) לעיל, עבור המדגם הרחב כדי לחשב את שווי השליטה המוערך בחברה ששווי השוק שלה הוא שווי השוק החציוני של החברות במדגם (133,073 אלפי ש"ח): ניקח $Ln(133,073)$, נכפיל אותו במקדם שהתקבל (-0.023), נסיף את אומדן החותך (0.38), ונמצא כי שווי השליטה על-פי אומדני הרגרסיה מוערך בכ- 10.86%. אם שווי השוק של החברה יגדל ב-10% יחסית לחציון ל-146,380 אלפי ש"ח, שווי השליטה יקטן ל-10.64%. כלומר, העלאת שווי השוק של החברה ב-10% מקטינה את שווי השליטה ב-0.22% יחסית לשווי השליטה שנאמד עבור שווי השוק החציוני. לעומת זאת, אם שווי השוק יקטן ב-10% ל-119,766 אלפי ש"ח, שווי השליטה יעלה ל-11.11%, דהיינו גידול של 0.25% בשווי השליטה יחסית לזה שנאמד עבור שווי השוק החציוני.

הממצאים בלוח 5 תומכים בהשערה 4, לפיה קיים מתאם שלילי בין גודל החברה לשווי השליטה בה. להשערה זו, אשר נתמכת על ידי הממצאים, יש מספר טעמים. ראשית, תשומת הלב של שוק ההון, ובצידה גם תשומת הלב הציבורית והתקשורתית, מתמקדת בחברות גדולות יותר,¹⁴¹ ומשכך קשה יותר לבעל השליטה לפגוע בחברה שבשליטתו. זהו אפוא ביטוי לאימרה הידועה של השופט ברנדייס לפיה "אור השמש הוא המטהר הטוב ביותר". שנית, בהינתן משאבים מוגבלים של רשויות האכיפה הציבוריות אשר עשויות בשל כך לתעדף אכיפה כנגד חברות גדולות, ואולי גם עניין מוגבר של תובעים פרטיים בחברות הגדולות, יש מקום לסברה כי האכיפה כלפי חברות גדולות היא אכיפה מוגברת. שלישית, חלק ממקורות התועלת הפרטית משליטה, כדוגמת הטבות הנובעות מתפקיד בכיר (perks), מוגבלות בשווי הכספי האבסולוטי.¹⁴² כאשר הטבות אלו נמדדות ביחס לשווי השוק של החברה, יש להן לפיכך משקל נמוך יותר בחברה גדולה. לבסוף, קיימות לעיתים הטבות רגולטוריות לחברות קטנות אשר מקלות על הפקת תועלות פרטיות משליטה. כך, למשל, חברות מתחת לרף מסוים יכולות להימנע מדיווח על בסיס רבעוני.¹⁴³ מכל מקום, בפועל, ובהתאם להשערת המחקר, נמצא כי חברות גדולות מניבות לבעלי השליטה שווי שליטה נמוך יותר ביחס לשווי החברה.

לסיכום, הממצאים מתאימים לסברה שחברות גדולות מושכות תשומת לב רבה יותר מצד שוק ההון, התקשורת, ורשויות האכיפה, ולכן קשה יותר להפיק מהן טובות הנאה פרטיות משליטה. בהקשר זה, יתכן והמובהקות הסטטיסטית הגדולה יותר של השפעת פרמטר הגודל כאשר הוא נמדד על פי שווי שוק, מצביעה על כך ששווי שוק גדול הינו מדד אמין יותר לתשומת לב ציבורית מאשר שווי מאזני. הממצא ששווי השליטה (באחוזים משווי השוק של מניות החברה) קטן עם גודל החברה אינו מצביע על כך ששווי השליטה (במונחים כספיים) נמוך יותר בחברות גדולות. לוח 6 מציג את שווי השליטה באלפי ש"ח כאשר חברה קטנה (גדולה) מוגדרת כחברה ששווי השוק של מניותיה נמוך (גבוה) מחציון שווי השוק של מניות החברות שבמדגם.

¹⁴¹ ראו Dyck, Volchkova & Zingales, לעיל ה"ש 17, בעמ' 1096.

¹⁴² Sharon Hanes, Private Benefits of Control, Antitakeover Defenses, and the Perils of Federal Innovation, 2 BERKELEY BUS. L.J. 263, 270 (2005).

¹⁴³ תקנה 5ד' לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) התש"ל-1970.

לוח 6: שווי השליטה במונחים כספיים (אלפי ש"ח) בחברות קטנות וגדולות

המדגם הרחב (60 תצפיות)			המדגם המצומצם (51 תצפיות)		
חברות קטנות	חברות גדולות	מבחן 9	חברות קטנות	חברות גדולות	מבחן 10
N=30	N=30	האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?	N=25	N=26	האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?
ממוצע שווי שליטה	5,484	לא מובהק	7,610	69,382	כן, ברמה של 10%
חציון שווי שליטה	4,107	כן, ברמה של 10%	5,215	45,676	כן, ברמה של 5%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון	5,484	כן, ברמה של 1%	7,610	77,742	כן, ברמה של 1%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים	6,585	כן, ברמה של 1%	7,752	101,294	כן, ברמה של 1%
ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)	8,231 (N=24)	כן, ברמה של 1%	8,426 (N=23)	138,612 (N=19)	כן, ברמה של 1%
	132,640 (N=20)				

ניתן להבחין כי ממוצע שווי השליטה במונחים כספיים גבוה משמעותית בחברות גדולות. כך, לדוגמא, במדגם המצומצם, שווי השליטה הכספי בחברות קטנות (גדולות) נאמד ב-7,610 (69,382) אלפי ש"ח בממוצע. זהו הבדל של יותר מפי 9 בין חברות קטנות לגדולות. בברור, טובות ההנאה הכספיות בש"ח גבוהות יותר בחברות גדולות, ויתכן שזו הסיבה שהרגולטור והתקשורת מתמקדות בהן.

ה. סיכום ומסקנות

המסקנה המרכזית של המחקר שערכנו היא שלאחר התגברות הרגולציה, האכיפה הפרטית והציבורית, והעניין התקשורתי בנושאי ממשל תאגידי, ניתן לחזות בקיצוץ ניכר בשווי השליטה בחברה ציבורית בישראל. חציון שווי השליטה במדגם הרחב שלנו עומד על 9.9% משווי השוק של החברה בעשור הראשון של המאה ה-21, ועל 5.5% בלבד בעשור השני. זוהי ירידה ניכרת אל מול המחקרים הקודמים, אשר מצאו כי שווי השליטה בחברה ציבורית בישראל עמד בעבר על כמעט שליש משווי השוק של החברה.

יתר על כן, כאשר ניתנת לכל עסקה במדגם הרחב משקל שונה בחישוב, בהתאם לשווי השוק של החברה שבה נעשתה העסקה, הממוצע המשוקלל של שווי השליטה בישראל בעשור השני של המאה ה-21 עומד על 3.42% בלבד משווי השוק של החברות. המחקר שערכנו מכסה את כל העסקאות להעברת שליטה מלאה בכל החברות הציבוריות בישראל, במשך כמעט שני עשורים. בהנחה שהחברות והעסקאות שבמדגם משקפות את שוק ההון הישראלי בכללותו,¹⁴⁴ המסקנה היא שכיום בעלי השליטה בשוק מפיקים טובות הנאה פרטיות בשיעור קטן בלבד משווי השוק הכולל.

¹⁴⁴ מאחר שעסקאות להעברת השליטה התרחשו רק בחלק מהחברות הציבוריות בישראל, המחקר שלנו אינו יכול כמובן לבחון במישרין את שוויה של השליטה בחברות שבהן לא התרחשה העברת שליטה.

יש להניח שמהפכת הממשל התאגידי, ובצידה עניין תקשורתי וציבורי גובר, עמדו מאחורי השינוי. ממצאי המחקר שלנו תומכים, אם כן, בטענה כי הרגולציה הייתה אפקטיבית, ובמידה רבה השיגה את מטרתה. מובן כי המחקר שלנו מוגבל לבדיקת קורלציה ואין בידינו להוכיח סיבתיות בין התגברות הרגולציה לירידה בשוויה של השליטה. עם זאת, מהתבוננות על ההתפתחויות שאירעו בישראל בעשורים האחרונים, ומהכרותינו הקרובה את התחום, אנו סבורים כי לרגולציה היה תפקיד מרכזי בשינוי.

כאן המקום להזכיר כי היעד של הפחתת פרמיית השליטה הוצג לעיתים קרובות כיעד הרשמי של הרגולציה. כך למשל התייחס לסוגיה פרופ' גושן, בכנס שנערך בעת שכיהן כראש רשות ניירות ערך: "השוק הישראלי לא מצטיין בתחרות גבוהה ויש חשש גדול שבעלי שליטה יקחו הרבה טובות-הנאה מפרמיית השליטה. המטרה שלנו היא להתקרב לצד האמריקני ולצמצם את טובות-ההנאה, כך שהבחירה בין להיות חברה עם בעל שליטה לבין להיות חברה עם שליטה מפוזרת, תילקח על פי פרמטרים עסקיים ולא על בסיס חישוב פרמיית שליטה. **את העוגה הזו שנקראת פרמיית שליטה אנחנו רוצים לקחת**";¹⁴⁵ וכך התבטא בכנס אחר: "פרמיית השליטה בחברות ישראליות גבוהה, **תפקידי המרכזי כרגולטור הוא להקטין אותה**... היעד של הפיקוח מצד הרשות, הוא להגדיל את שווי הנכסים שבידי הציבור הרחב של המשקיעים **ולהקטין את פרמיית השליטה של בעלי השליטה**".¹⁴⁶

אם כן, נראה כי היעד הושג במידה רבה. כמו כן, בעת אימוץ הרגולציה והחקיקה, עלתה ההצעה למדוד בהמשך הדרך את פרמיית השליטה בעסקאות להעברת שליטה על מנת לבחון את האפקטיביות של הצעדים שננקטו:

"The evidence that private benefits in Israel are high relative to international levels, and are higher than in other advanced OECD countries, indicates that agency problems and extraction of private benefits are especially significant in Israel. The need for measures to address such problems is, correspondingly, relatively significant in Israel. Moreover, **evidence about the levels of control premia will be useful to Israeli authorities in the future as a barometer for the effectiveness of whatever reforms are adopted.** As long as control premia in Israeli public firms do not substantially decline from their high levels, public officials should remain concerned about agency problems and the extraction of private benefits in such firms."¹⁴⁷

המחקר שערכנו מציג אפוא תוצאות מעודדות אשר אלו שעמדו מאחורי השינויים בחקיקה וברגולציה קיוו לראות.

למחקרנו גם השלכות בכל הנוגע לרגולציה עתידית שמטרתה להצר את צעדיהם של בעלי השליטה. בהנחה שלכל רגולציה יש עלות ושלכל רגולציה נוספת תועלת שולית פוחתת, ממצאי המחקר מהווים, לדעתנו, איתות לכך שיש לשקול היטב כל עיבוי נוסף של הרגולציה. הצעות לעיבוי

¹⁴⁵ נעמה סיקולר "גושן: 'החיים לא קלים כשאתה רגולטור - כל יום מתווספים לך שונאים' כלכליסט 01.12.2010 www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3438598,00.html (ההדגשה אינה במקור).

¹⁴⁶ צמרת פרנט "גושן: התפקיד שלי הוא להקטין את פרמיית בעלי השליטה" גלובס 29.12.2010 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000611855 (ההדגשה אינה במקור).

¹⁴⁷ פרק ב' לחוות דעתו של היועץ המקצועי לוועדה להגברת התחרותיות במשק **משרד האוצר**, עמ' 16 (2012) <https://www.gov.il/he/departments/PublicBodies/competitiveness-committee>

הרגולציה ממשיכות לעלות מעת לעת. דוגמה להצעת לעיבוי הרגולציה ניתן למצוא בשינויים המוצעים במוסד הדירקטור החיצוני או בכללי אישור העסקאות עם בעל השליטה.¹⁴⁸ אולם, בהינתן ממצאנו לגבי שווי השליטה הנוכחי, לא נראה לנו שנותר מרווח גדול לתועלת מרגולציה נוספת. עם זאת, לא ניתן ולא ראוי לפסול כל שינוי רגולטורי. הרגולציה צריכה להתעדכן ברוח הזמן ולהגיב להתפתחויות, בין השאר כאשר מדובר בהתפתחויות המאפשרות לעקוף רגולציה קיימת על ידי שחקנים מתוחכמים. אולם, לדעתנו מחקרנו מעיד כי מצבו של השוק המקומי שוב אינו דורש טיפול אינטנסיבי כפי שניתן היה להגדיר את הסיטואציה לאור התוצאות של המחקרים הקודמים.

יש לזכור כי לשליטה בחברה יש גם ערך חיובי. כך, למשל, שליטה בחברה מאפשרת לעיתים לקבוצת השליטה להגשים חזון ותוכנית עסקית ייחודית, אשר עשויה לתרום לערך החברה וספק אם הייתה מתממשת ללא ההובלה של בעלי השליטה.¹⁴⁹ לכן, מערכה כוללת לחיסול שווי השליטה איננה מועילה. מנגד, יש להיזהר גם מנקיטת צעדים שעלולים לפגוע באכיפה הציבורית והפרטית, שכן מדובר כפי הנראה בכלים אפקטיביים שהניבו שינוי של ממש ושמצמצמים ניצול לרעה של השליטה. הממצאים שלנו, כזכור, תומכים בטענה שיש זיקה בין הרגולציה לבין הפחתת שוויה של השליטה, ועל כן יש להיזהר מנסיגה ברגולציה.

יש לשים לב גם להידלדלות במספר העסקאות במדגם. בעשור הראשון של המדגם נכללו 43 עסקאות, ואילו בעשור השני, יש אך 17 עסקאות. מיעוט העסקאות בעשור השני עשוי להעיד כשלעצמו על ירידת ערכה של השליטה בשוק ההון המקומי. ירידת שוויה של השליטה מקשה על מציאת רוכשים לשליטה. כמו כן, קיימים בשוק ניצנים לביזור השליטה במספר חברות בולטות, ובכלל זה שלושה בנקים גדולים (לאומי, פועלים ודיסקונט),¹⁵⁰ חברת ביטוח גדולה (כלל ביטוח),¹⁵¹ ומספר חברות בולטות נוספות כמו פז, גב ים, שופרסל ומבני תעשייה.¹⁵² אנו משאירים למחקר עתידי את בדיקת הזיקה בין ירידת שווי השליטה לביזור זה. עם זאת, ירידת כמות העסקאות קשורה כנראה גם לקיטון במספר החברות הציבוריות בישראל, ונתון זה עשוי להיות קשור לעלויות הטמונות ברגולציה הגוברת.

ירידת שוויה של השליטה, אשר כאמור עשויה לתרום לביזור הבעלות, עשויה גם לבשר על האתגר הבא לשוק ההון ולדיני התאגידים בישראל. ביזור הבעלות יעלה את כוחם של ההנהלות והדירקטוריונים בחברות הציבוריות אשר בעלי השליטה בהן יפזרו את מניותיהם בשוק. מצב חדש זה יעלה שפע של שאלות. לאחרונה, צוות של משרד המשפטים ורשות ניירות ערך כבר החל להיערך לשינוי וביקש הערות של הציבור למגוון סוגיות שקשורות לחברות עם בעלות מבוזרת. אלו כוללות את המנגנון לאישור עסקאות עם בעלי מניות דומיננטיים (שאינם בעלי שליטה), הליכי מינוי והצעת מועמדים לדירקטוריון החברה, הפרדה בין תפקידי יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה, האפשרות

¹⁴⁸ ראו, מבין מספר דוגמאות, את הצעות החוק הבאות: הצעת חוק החברות (תיקון) – הקמת מאגר דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות, התשע"א-2011, 3555/18/פ; הצעת חוק החברות (תיקון) – התניית עסקאות בעלי עניין באישור בית המשפט, התשע"ב-2012, 4393/18/פ.

¹⁴⁹ ראו Goshen & Hamdani, לעיל ה"ש 94.

¹⁵⁰ יניב פגוט "בנקים ללא גרעין שליטה: לא טוב ולא רע, שלב טבעי באבולוציה" **גלובס** 4.9.2018. www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001252558.

¹⁵¹ אסא ששון "אי.די.בי מכרה מניות – וכלל ביטוח נהפכה לחברה ללא בעל שליטה" **TheMarker** 9.12.2019. www.themarker.com/markets/1.8234886.

¹⁵² אורי גלאור "מי מפקח על המנהלים? ריבוי החברות ללא גרעין שליטה דורש התאמות" **כלכליסט** 26.12.2019: "המגמה של חברות ללא גרעין שליטה מתפתחת בישראל בשנים האחרונות, בהן תאגידים בנקאיים, כלל ביטוח, פז ומבנה תעשייה". <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3776535,00.html>.

לאמץ מנגנוני הגנה מפני השתלטות עוינת ועוד של סוגיות נוספות.¹⁵³ ביזור הבעלות יגדיל גם את כוחם של שחקנים נוספים – המשקיעים המוסדיים אשר מנהלים את כספי הציבור. בהיעדר בעלי שליטה, יעבור חלק ניכר מהכוח לשחקנים אלו.¹⁵⁴ בעתיד תידרש אפוא גם בחינה של הרגולציה הנוגעת להם.¹⁵⁵ אנו משאירים את הדיון הנרחב ברגולציה עתידית, אשר תתמודד עם כוחם העולה של הנהלות, דירקטוריון ומשקיעים מוסדיים, לעתיד לבוא.

במחקר מצאנו גם שקיים מתאם הפוך בין גודלה של החברה לבין שווי השליטה בה, כאשר השליטה נמדדת באחוז משווי השוק של החברה. אמנם במונחים כספיים אבסולוטיים (מיליוני ש"ח) שווה של שליטה בחברה גדולה עולה על זו שבחברה קטנה, אך כאשר שווי השליטה נמדד יחסית לשווי השוק של החברה אנו מוצאים כי שווי השליטה בחברה גדולה דווקא קטן יותר ובאופן משמעותי. הממצאים שלנו תומכים במסקנה כי העניין המוגבר של השחקנים בשוק ההון (משקיעים מוסדיים, אנליסטים וכו'), וכן של התקשורת ושל גורמי האכיפה הציבוריים והפרטיים, ממתנים את היכולת של בעלי שליטה בחברות גדולות להפיק תועלות פרטיות משליטה. התמקדות הרגולטור והתקשורת בחברות גדולות מהווה בעינינו החלטה מושכלת כיון שצמצום טובות ההנאה בחברה גדולה חוסך למשקיעים מן הציבור כסף רב יותר מאשר צמצום, באותו שיעור, של טובות ההנאה המופקות מחברה קטנה. עוד נציין כי ניסינו להפריד בין ההשפעה של התגברות האכיפה הציבורית לזו של התגברות האכיפה הפרטית. עשינו זאת תוך הפרדה לתקופות משנה שהתאפיינו במידה רבה יותר בהגברת האכיפה הציבורית אל מול אלו שהתאפיינו במידה רבה יותר בהגברת האכיפה הפרטית. התוצאות אליהן הגענו לא היו מובהקות, וייתכן שהדבר נבע מכך שהפיצול לתקופות משנה, תוך הפחתת כמות התצפיות בכל תקופת משנה שכזו, פגע ביכולת להגיע לתוצאה סטטיסטית מובהקת. עם זאת, יש חשיבות לדיווח על התוצאות שלנו לטובת מחקר עתידי שינסה להתחקות אחר סוג הרגולציה המועיל ביותר ולהתגבר על הקושי בבירור שבו נתקלנו.

לסיום, ניתן לסכם ולומר כי ממצאי המחקר מעודדים. ישראל, על פי מחקרים קודמים, בלטה לרעה בטובות ההנאה הגבוהות שהפיקו בעלי השליטה. מחקרים אלה השפיעו על הרגולציה המקומית ועל סדר היום הציבורי. בעת חקיקת חוק הריכוזיות (החוק לקידום התחרותיות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013), הסבירה הוועדה הציבורית שעמדה מאחורי החוק כי: "בממצאים [של המחקרים דייק וזינגאלאס, ושל ברק ולאטרבך] יש כדי להגביר את החשש כי קיים ניצול לרעה של בעלי מניות המיעוט".¹⁵⁶ על פי מחקרנו, ממצאים אלו הם נחלת העבר, וכיום, לאחר מהפכת הממשל התאגידי, לא ניתן לומר עוד כי ישראל בולטת לרעה בשווי השליטה בחברות הציבוריות שלה.¹⁵⁷

¹⁵³ "קול קורא להתייחסות הציבור לצורך בהתאמות כללי הממשל התאגידי ביחס לחברות ללא גרעין שליטה" **משרד המשפטים ורשות ניירות ערך** (15.9.2019) www.gov.il/he/departments/publications/Call_for_bids/call-for-bids-150919.

¹⁵⁴ תהליך זה הגיע לשיא בשוק האמריקאי, והביא לשינויים מרחיקי לכת. ראו Zohar Goshen & Sharon Hanes, *The Death of Corporate Law*, 94 N.Y.U. L. REV. 263 (2019); Assaf Hamdani & Sharon Hanes, *The Future of Shareholder Activism*, 99(3) B.U. L. REV. 971 (2019).

¹⁵⁵ אחת ההתפתחויות הנוגעת למשקיעים המוסדיים בשוק המקומי היא עמדת רשות התחרות ולפיה אין פגם בתיאום עמדות אד הוק בין משקיעים מוסדיים בכל הנוגע לשאלות העולות על סדר יומה של האסיפה הכללית של חברה ציבורית שבמנייתיה מחזיקים משקיעים מוסדיים שונים. גילוי דעת 1/19 "שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים שלא בתחום התחרות" **רשות התחרות** (17.6.2019) www.gov.il/he/departments/legalInfo/opinion1-19.

¹⁵⁶ טיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק (2011) **משרד האוצר**. https://www.gov.il/BlobFolder/unit/competitiveness-committee/he/Vaadot_ahchud_CompetitivenessCommittee_TyuyatRec_Report.pdf

¹⁵⁷ אין בנמצא מחקר בינלאומי מקיף עדכני לגבי שוויה של שליטה, אולם מחקרים על ארצות ספציפיות מעידים כי מצבה של ישראל בולט לטובה. כך למשל, במחקר שהתפרסם בשנת 2017 על אוסטרליה, אשר כלל 463 תצפיות, נמצאה

פרמיית שליטה ממוצעת של 26.4%. ראו RSM CONSULTING, 2017 CONTROL PREMIUM STUDY 5, www.rsm.global/australia/insights/consulting-insights/rsm-control-premium-study-2017 ;
במחקר שהתפרסם בשנת 2015 על פולין (השייכת היום לקהילה האירופית), אשר כלל 38 תצפיות, נמצאה פרמיית שליטה ממוצעת של 12.75%. ראו Katarzyna Byrka-Kita & Matuesz Czerwinski, *Large Block Trades and Private Benefits of Control on Polish Capital Market*, RESEARCH PAPER NO. 381 (2015) ; בארצות מתפתחות שוויה של השליטה גדול יותר, במחקר שהתפרסם בשנת 2018 על מדינות BRICS (ברזיל, רוסיה, הודו, סין ודרא"פ) נמצאה פרמיית שליטה ממוצעת של 34.22%, בהתבסס על 317 עסקאות להעברת שליטה. ראו Yannick Sinke, *The Acquisition Premium and Value of Control in BRIC Countries: A Comparison Between Domestic and Cross Border Transactions*, ERASMUS SCHOOL OF ECONOMICS THESIS PAPER (2018).