



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

Working Paper No. 030

**The Power of the Law: 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

May 2020

האם המשפט משפיע? שוויה של שליטה בחברה בעקבות רפורמות מקיפות בממשל התאגידי הישראלי

מאת

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

מאי 2020

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 2001-2010. 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.

* אוניברסיטת תל אביב.

** דקאן הפקולטה למשפטים, 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.

מבוא

השנה 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 לכתוב אותם במאוחד 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 (Dyck and Zingales, 2004), 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. זאת, לעומת ממוצע של 14% ב-39 כלכלות מפותחות בעולם. במחקר מאוחר יותר של ברק ולאותרבך (Barak and Lauterbach, 2011), שבחן העברות שליטה בשנים 1993-2005, נמצא כי שווי השליטה הממוצע בישראל בשנים אלו היה כ-31% משווי השוק של מניות החברה. מקובל לטעון כי שווי השליטה מהווה אומדן לגובה טובות ההנאה הפרטיות שבעלי השליטה מתכננים להפיק מהחברה. 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 בפרמיית 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) (Pound, 1910).

כך, למשל, חוק החברות דרש באותן שנים שעסקאות משמעותיות עם בעל השליטה יזכו לתמיכה של שליש מקולות בעלי המניות מן המיעוט. 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 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. במקרים קיצוניים נעשו מעשים חמורים יותר, כמו מכירה מלאכותית של מניות כדי לזכות באישור, תוך שימוש באנשי קש.

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. מדובר כמובן בתהליך מתמשך, אך בעינינו קו פרשת המים היה פסק הדין בבית המשפט העליון בעניין ערד. 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.

פסק הדין, אשר ניתן ביום ה-2.6.2005, גרם לטלטלה של ממש בשוק ההון, ומצדיק בחינה נפרדת של פרמיות השליטה לאחר המועד בו הוא ניתן. הגברה ניכרת זו באכיפה הציבורית לוותה בהתגברות מקבילה של תשומת הלב התקשורתית לסוגיה הרלבנטית. במהלך שנת 2005 הושקה המהדורה היומית של עיתון דה מרקר, אשר חרט על דגלו את המאבק בבעלי שליטה. גם כלי תקשורת אחרים הגבירו בהדרגה את תשומת הלב המופנית לסוגיה. עלייה בחשיפה ובכיסוי תקשורתי מוכרת בספרות כגורם אשר יכול למתן הפקת תועלות פרטיות של בעל השליטה (דייק וזינגאלס, 2002, 2004). מאמרים נוספים בנושא כמו דייק, וולצ'קובה וזינגאלס (Dyck, Volchkova and Zingales, 2008), ליו ומק'קונל (Liu and McConnell, 2013) ו-לאוטרבך ופוזסט (Lauterbach and Pajuste, 2017), 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. כך או כך, הן האכיפה הציבורית, והן תשומת הלב התקשורתית התעצמו בשנת 2005. בהתאם, אנו אכן מוצאים ירידה מסוימת בפרמיית 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. 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. תיקון זה נכנס לתוקפו בראשיתה של שנת 2011.

בסמוך לאחר מכן, עבר בכנסת גם "תיקון 16 לחוק החברות". זהו תיקון מקיף ביותר לכללי הממשל התאגידי, עם דגש על הגבלת כוחו של בעל השליטה לנצל את החברה הציבורית לטובתו האישית. במסגרת זו נדרש כי רוב מקרב המיעוט (במקום שליש) יאשר עסקאות משמעותיות של החברה עם בעל השליטה, והוגברו דרישות אי התלות של חברי ועדת הביקורת של הדירקטוריון. 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.

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. בשל כל השינויים המרכזיים והתכופים האלו, שנת 2010 נקבעה במחקר כשנה שיש לבחון אם לאחריה התחולל שינוי נוסף בשווי השליטה. בהתאם להשערת המחקר, התוצאה היא שישנה ירידה בשווי השליטה גם בשנים 2011-2019, לעומת התקופה 2001-2010. הערך החציוני של השליטה בתקופה המוקדמת עמד על 9.9%, ובתקופה המאוחרת על 5.5%. אולם, מאחר שההפרדה של תקופת המחקר לשלוש תקופות מקטינה את כמות העסקאות בכל אחת מתקופות המשנה, לא ניתן לקבוע מובהקות סטטיסטית למסקנה זו.

לבסוף, בחנו במחקר את שוויה של שליטה בחברות גדולות אל מול חברות קטנות. השערת המחקר היא שככל שהחברה גדולה יותר, במונחי שווי שוק או נכסים במאזן, כך תהיה פרמיית השליטה נמוכה יותר, כאשר הפרמיה נמדדת באחוזים משווי מניות החברה. להשערה זו מספר טעמים. ראשית, תשומת הלב של שוק ההון, ובצידה גם תשומת הלב הציבורית והתקשורתית, מתמקדת בחברות הגדולות יותר, ועל כן קשה יותר לבעל השליטה לפגוע בחברה שבשליטתו. על פי האימרה הידועה "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 בשווין הכספי האבסולוטי. 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. מכל מקום, בפועל, ובהתאם להשערת המחקר, מצאנו כי חברות גדולות מניבות לבעלי השליטה שלהן שווי שליטה נמוך יותר ביחס לשווי החברה.

ככלל, אם כן, ממצאי המחקר מעידים 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, מעידה על הצלחת הרפורמה המקיפה במניעת ניצול כוחם העודף של בעלי השליטה. עם זאת, המחקר שלנו 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 (אקשטיין והאן, 2020). המחקר שלנו מצביע, אם כן, על האפקטיביות של הרגולציה בהשגת מטרותיה, מבלי להתיימר לבצע מבחן של עלות-תועלת.

המשך המאמר כולל את הפרקים הבאים: 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 בטיטה שהכין אוריאל פרוקציה לבקשתו של שר המשפטים דאז משה ניסים בשנת 1982. טיטה זו שימשה בסיס לעבודתה של ועדה ציבורית בראשות השופט אהרן ברק, אשר ירשה על המדוכה בין 1985 ל-1994. 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" (מתוך פרוטוקול **ועדת חוקה, חוק ומשפט** מיום 1.12.1998). בין השאר כולל החוק החדש מנגנון סדור וקפדני יותר לאישור עסקאות עם בעל השליטה ביחס לדין שקדם לו, וכן הסדרים חדשים בנוגע למינוי דירקטורים חיצוניים.

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). אלו מוכרות בספרות כאחת הדרכים המרכזיות שבהן בעל השליטה יכול להטות את משאבי החברה לעצמו ולצבור תועלות פרטיות משליטה בחברה (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes and Schleifer, 2000).

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. 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. במקרים קיצוניים נעשו מעשים חמורים יותר, כמו מכירה מלאכותית של מניות כדי לזכות באישור, תוך שימוש באנשי קש. 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". ביום 14.1.2004 פרסמה הרשות מסמך שנועד להבהיר מי אינו רשאי להיכלל באישור הנדרש, ובגדרו נקבע כך:

"שאלת הגדרת 'עניין 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 'עניין אישי' בחוק החברות (מתוך **רשות ניירות ערך – הגדרת 'עניין אישי' בחוק החברות**, מחודש ינואר 2004).

רשות ניירות ערך החלה לפעול במרץ גם במקרים ספציפיים. כך, למשל, בהחלטה בולטת בעניין צים (החלטה 5-101 של רשות ניירות ערך: עניין אישי בעסקאות עם בעלי שליטה, מחודש אוקטובר 2004), 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, אשר נכללה בדיווחי החברה ביום 6.5.2005. 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.¹

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 ברור – פסק דינו של בית המשפט העליון בעניין ערד שניתן ביום 2.6.2005 (ע"פ 3891/04 **ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל**, פ"ד ס(1) 294 (2005)). בעניין ערד, רשות ניירות ערך לא הסתפקה בפעולה מנהלית, אלא עירבה את הפרקליטות הפליליות. כך, נפל דבר בישראל, ובפעם הראשונה בעל שליטה של חברה ציבורית ישראלית נשלח למאסר בפועל לאחר שבית המשפט קבע כי הוא ניסה להתגבר שלא כדין על כללי האישור של עסקה בניגוד עניינים. לפסק הדין משמעות נוספת משום שבית המשפט העליון הבהיר לראשונה את המשמעות הנכונה של המושג "עניין אישי", אשר מי שנגוע בו כפוף לכללי אישור מיוחדים, וכן המשיך בפיתוח הדוקטרינה של חיוב תאגיד בדין פלילי. פסק הדין אוזכר לאחר מכן לא פחות מ-78 פעמים בפסקי דין מאוחרים יותר וזכה לתהודה רבה גם בתקשורת. על כן, לשיטתנו, הגברת האכיפה בשנת 2005 היוותה שיא של תהליך אשר מצדיק בחינה נפרדת של שוויה של השליטה משני עבריה של שנה זו.

¹ התפתחות האכיפה הציבורית בידי רשות ניירות ערך מתוארת בספרם של וסרמן וימין כך: "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 למורכבות הנושא וחיוניותו להגנת ענייניו של ציבור המשקיעים. בניתוח כרונולוגי ניתן לזהות מגמה ברורה של הרחבה בפרשנות הרשות למונח 'עניין אישי'." מתוך מ' וסרמן וא' ימין, תאגידים וניירות ערך (2006), 644.

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, אשר חרט על דגלו את המאבק בבעלי שליטה. גם כלי תקשורת אחרים הגבירו בהדרגה את תשומת הלב המופנית לנושא. כאמור, קיימות עדויות לכך שלאמצעי התקשורת השפעה ותרומה ניכרת לריסון בעלי השליטה ושיפור הממשל התאגידי. ראו למשל, דייק וזינגאלאס (2002), (2004), דייק, וולצ'קובה וזינגאלאס (2008), ליו ומקי'קונל (2013) ו-לאוטרבך ופוזסטה (2017). 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. מאז חקיקת חוק החברות, תוקן החוק לא פחות מ-33 פעמים,² אולם רק מקצת התיקונים היו תיקונים משמעותיים.³ התיקון המשמעותי ביותר לעניין ההגנה על האינטרסים של בעלי המניות מן הציבור היה תיקון 16 לחוק החברות, אשר התקבל ביום 7.3.2011. זהו תיקון חקיקה מקיף, אשר מתמקד לעניינו בשיפור מנגנון אישור העסקאות עם בעל השליטה. במחקרם של Fried, Kamar and Yafeh (2020) נמצא בהתאם כי הייתה למנגנון החדש השפעה משמעותית על השכר שקיבלו בעלי שליטה בישראל מחברותיהם. בתיקון הוחמר מנגנון אישור העסקה, כך שנדרש אישורם של בעלי המניות ברוב (ולא בשליש כבעבר) מהמניות הבלתי נגועות בניגוד עניינים. 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 מגבילות. בהזדמנות זו הורחבה גם הגדרת "עניין אישי" שבחוק על מנת לכלול מקרה שבו בעל המניות ממנה מיופה כוח אשר יצביע עבורו.

כמו כן, נקבע במסגרת תיקון 16 כי כל עסקה משמעותית נמשכת של החברה עם בעל השליטה, לרבות הנוגעת לשכרו, תאושר מחדש מדי 3 שנים (ואם ביום כניסת תיקון החוק לתוקף כבר חלפו 3 שנים, אזי תוך חצי שנה מכניסת התיקון לחוק לתוקף). 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.

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). תיקוני החקיקה נעשו כחלק ממהלך

² שוק ההון, ובעלי השליטה שבו, הושפעו גם מחקיקה חיצונית לחוק החברות. דוגמה בולטת לכך היא החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות משנת 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 משנת 2005 (פיצול קופות הגמל וקרנות הנאמנות) והחוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל משנת 2017 (פיצול חברות האשראי מהבנקים).

³ ראו, בין השאר, תיקון מס' 3 לחוק החברות משנת 2005 (בין השאר עיצוב מחדש של מנגנון הרמת המסד); תיקון מס' 17 לחוק החברות משנת 2011 (הכפפת חברות אג"ח פרטיות למנגנונים שונים של החוק); תיקון מס' 20 לחוק החברות משנת 2012 (שכר בכירים).

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" (כנס תאגידים של רשות ניירות ערך, דצמבר 2010).

מבין שלושת התיקונים ראוי לציין במיוחד את הקמתו של "בית המשפט הכלכלי" של ישראל.⁴ 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. 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. מדי שנה, לאחר כניסת החוק לתוקף, הוגשו בממוצע רק 8 תביעות נגזרות בשנה (כאשר מספר זה כולל גם תביעות נגזרות בחברות פרטיות). 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.⁵ בשנת 2012, לדוגמה, הוגשו לא פחות מ-45 בקשות לאישור תביעות נגזרות, ובשנת 2018, שנת השיא עד כה, הוגשו לא פחות מ-60 בקשות. כתוצאה מכך, ניתנו במחלקה הכלכלית, וגם במחוזות אחרים שבהם חלה התעוררות מקבילה, מספר רב של פסקי דין תקדימיים אשר בחלקם הגדול נועדו לשפר את ההגנה על ציבור בעלי המניות.⁶ אם כן, אין המדובר אפוא רק בשינוי כמותי אלא גם בשינוי איכותי. הקמת בית המשפט הכלכלי מהווה מהפכה רבתי באכיפה הפרטית של חוק החברות.

⁴ 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 שדרכו את השוק ויעצבו את נורמות ההתנהלות בו. יעילות השוק תעלה, פרמיית השליטה תקטן והמרוויח העיקרי יהיה הציבור". (14.12.2010) (<https://www.haaretz.co.il/misc/1.1235260>)

⁵ דוגמה בולטת לתביעה כזאת א"ע 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.

⁶ ראו למשל את ההחלטות הבאות, וזאת מתוך מגוון רחב ביותר של החלטות ופסקי דין בסוגיות עקרוניות ותקדימיות: ה"פ (מחוזי ת"א 44660-12) איי אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדיב בע"מ (פורסם בנבו, 7.5.2012) (השופט רונן); ה"פ (מחוזי י-ם) 7236-05-11 גולדפון בע"מ נ' ב. יאיר חברה קבלנית לעבודות בניה 1988 בע"מ (פורסם בנבו, 11.8.2011) (השופט סולברג); תנ"ג (מחוזי ת"א) 21785-02-11 בן עמי נ' מנורה מבטחים החזקות בע"מ (פורסם בנבו, 29.5.2012) (השופט כבוב); ת"צ (מחוזי מרכז) 14144-05-09 איפקס חיתום וניהול הנפקות בע"מ נ' הראל נהול קרנות בע"מ (פורסם בנבו, 3.10.2010) (השופט גרוסקופף); ת"א (מחוזי מרכז) 8746-10-09 חן ברדיצ'ב בתפקידו כנאמן על הסדר הנושים של חברות אפקון תעשיות בע"מ נ' פויכטונגר (פורסם בנבו, 16.12.2010) (השופט גרוסקופף); תנ"ג (מחוזי ת"א) 52117-02-12 בש נ' רסולי (פורסם בנבו, 28.1.2013) (השופט רונן); ת"צ (מחוזי ת"א) 2484-09-12 הצלחה התנועה הצרכנית לקידום חברה כלכלית הוגנת נ' כהן (פורסם בנבו, 18.2.2013) (השופט כבוב); ת"א (מחוזי ת"א) 1570-06 עוז נ' פרבר (פורסם בנבו, 19.5.2013) (השופט אבניאל); תנ"ג (מחוזי מרכז) 11266-07-08 שטיינסקי נ' פסיפיקה (פורסם בנבו, 8.4.2013) (השופט גרוסקופף); ע"א 7735/14 אילן ורדניקוב נ' שאול אלוביץ (פורסם בנבו, 28.12.2016); תנ"ג (מחוזי ת"א) 20136-09-12 ביטון נ' פאנאגיה נדל"ן בע"מ (פורסם בנבו, 21.10.2013) (השופט קרת-מאיר); ת"צ (מחוזי ת"א) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, 15.5.2011) (השופט קרת-מאיר); רע"א 2903/13 אינטרקולוני השקעות בע"מ נ' שמואל שקדי (פורסם בנבו, 27.8.2014); תנ"ג (מחוזי ת"א) 8095-09-15 ק.נ.א בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ (פורסם בנבו, 05.07.2017) (השופט רונן); פ"ק (מחוזי

בספרות קיים ויכוח לגבי התועלת היחסית של מגנוני אכיפה פרטית אל מול אלו של אכיפה ציבורית בשיפור ההגנה על משקיעים מן הציבור. Jackson and Roe (2009) מספקים ממצאים התומכים בטענה כי התפקיד המרכזי שמור לאכיפה ציבורית, ואילו La Porta, Lopez-de-Silanes and Schleifer (2006) מראים כי הבכורה שמורה דווקא לאכיפה פרטית יעילה. 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. 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).

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 נמרצות בתקשורת "טייקונים" ובעלי שליטה בחברות הציבוריות. 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 (מידיה של חברת פועלים סהר, אשר הייתה בבעלות בנק הפועלים). 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

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 ניתנת לזיהוי והוכחה (דייק וזינגאלאס, 2004). 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") (Levy (1982), McConnell and Mikkelsen, Lease (1983, 1984), DeAngelo and DeAngelo (1985), Rydqvist (1987)). 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. לצורך החישוב יש להוסיף הנחות לגבי ההסתברות

ת"א (35560-08-10) סלע קפיטל נדל"ן בע"מ נ' בעלי המניות בחברה (פורסם בנבו, 7.11.2010) (הנשיא אורנשטיין); ה"פ (מחוזי ת"א) 30950-08-12 פולאר השקעות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, 21.10.2013) (השופטת אגמון-גונן).

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 (Benos and Weisbach, 2004), ועל כן התועלת הפרטית המחושבת בשיטה זו נוטה להיות מופרזת ביחס למוצג שווי השליטה בכלל החברות בשוק.

מכל מקום, מחקרה הבינלאומי של Nenova (2003), בו נעשה שימוש בשיטה זו, בחן את שווי השליטה ב-661 חברות ציבוריות הנסחרות ב-18 מדינות בשנת 1997. הממוצע העולמי לשווי השליטה אשר עלה מהמחקר עמד על 12.7% מתוך שווי השוק של מניות החברות. 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 (ס' 46 לחוק ניירות ערך). 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.

גישה שנייה, אותה פיתחו ברקלי והולדרנס (Barclay and Holderness, 1989), 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,⁷ 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 שנסחרו בבורסות ניו יורק ואמקס, וכללו לפחות 5% מהון (סף שנראה נמוך באופן מוגזם לצורך הגדרה של העברת השליטה). שווי השליטה שנאמד במחקר היה 4% בממוצע מתוך שווי השוק של החברות.

החוקרים דייק וזינגאלס (2004) השתמשו במתודולוגיה שפיתחו ברקלי והולדרנס, 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 פרמיית השליטה העולמית הממוצעת היא 14%. המדינה בה נצפתה הפרמיה הנמוכה ביותר הייתה יפן (-4%), ואילו בברזיל נצפתה פרמיית השליטה הממוצעת הגבוהה ביותר (65%). במדינות מערביות מפותחות, כדוגמת אנגליה וארה"ב, פרמיית השליטה הממוצעת עמדה על 1% בלבד. במדינת ישראל החוקרים איתרו תשע עסקאות העברת שליטה בלבד בשנות המחקר, ומצאו כי פרמיית השליטה הממוצעת עמדה על 27% משווי החברה.

⁷ זאת, אף שקיימת בספרות סברה כי לעיתים פרמיית השליטה מהווה תשלום שהרוכש מוכן לשלם עבור החזון שלו. Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE L. J. 560 (2016). אפשרויות נוספות הן שמדובר בתשלום הנובע מאופטימיות יתר של הרוכש או אפילו מגאוותנות שלו (היבריס).

ברק ולאטרבך (2011) פיתחו מתודולוגיה אשר מרחיבה את המתודולוגיה של ברקלי והולדרנס (1989), בכך שהיא מכסה גם עסקאות העברת שליטה חלקיות. 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 על רציונאליות רוכש השליטה, והשני מבוסס על רציונאליות מוכר השליטה. 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. 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.

הגורמים שאותו בספרות כמשפיעים על היקף טובות ההנאה הפרטיות משליטה

דייק וזינגאלס (2004) מצאו כי שווי השליטה היה בממוצע גבוה יותר במדינות שבהן שוקי ההון היו מפותחים פחות, ובמדינות אשר בהן יותר חברות עם בעלות מרוכזת. 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.

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. 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. גם אלבווקר וסקרוש (Albuquerque and Schroth, 2010) מצאו מתאם שלילי בין גודל החברה לשווי השליטה כאשר זו נמדדת כאחוז משווי השוק של החברה.

מחקרים שבחנו השפעה של רפורמות משפטיות על שווי השליטה

ניתן למצוא בעולם מחקרים רבים שבחנו את השינויים בפרמיית השליטה במטרה לבחון את השפעתן של רפורמות משפטיות שונות. כך למשל, דייק וזינגאלס (2004) בחנו את פרמיית השליטה באיטליה ובברזיל, שעברו רפורמות משמעותיות בשנות ה-90 של המאה שעברה, ומצאו שינויים משמעותיים בפרמיית השליטה. באיטליה, פרמיית השליטה לפני הרפורמה הייתה 47%, ואילו אחרי הרפורמה 6% בלבד. בברזיל, נמצאה פרמיית שליטה בגובה 53% בתקופה שלפני הרפורמה, פרמיה עצומה בגובה 119% לאחר רפורמה שצמצמה את ההגנות על המיעוט והיטיבה עם בעלי שליטה, ופרמיה בשיעור 37% לאחר שהרפורמה זו בוטלה ובמקומה נוספו חובות גילוי חדשות.

במחקר אחר, שבחן עסקאות העברת שליטה בין השנים 1999-2007 באיטליה, נמצא שפרמיית השליטה הממוצעת באיטליה צנחה לשיעור של 5.34% בעקבות רפורמה משפטית (Intriso, 2012). זאת לעומת פרמיה של 37% ששררה בשנות ה-90 של המאה שעברה. באופן דומה, נערך בצ'ילה מחקר שבחן את השפעת הרפורמות המשפטיות המקיפות שנערכו בה בשנת 2000. Jurfest, Paredes and Riutort (2015) בחנו 43 עסקאות העברת שליטה בשנים 1995-2012. הם מצאו כי פרמיית השליטה צנחה משיעור של 18.2% לפני הרפורמה, לשיעור של (-2.2%) לאחריה. 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.

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 ולאوترבך לשנים 1993-2005).

השערה שניה: כתוצאה מהשיפור באכיפה הציבורית בשנת 2005, שווי השליטה בשנים 2006-2010 נמוך יותר משווי השליטה בשנים 2001-2005.

השערה שלישית: כתוצאה מהשיפור באכיפה הפרטית ובאכיפה הציבורית, בסוף שנת 2010 ותחילת שנת 2011, שווי השליטה בשנים 2011-2019 נמוך משווי השליטה בשנים 2006-2010.

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. נתונים חשבונאיים אודות החברות כגון סך מאזן, רווח נקי, וחוב החברה נלקחו אף הם ממערכת ה'מאיה'. הקריטריונים שהפעלנו לסינון עסקאות העברת שליטה הם:

1. כמות המניות הנרכשת עומדת על 20% לפחות מהון המניות המונפק של החברה (ללא מניות באוצר).
2. העסקה הושלמה עד סוף 2019.
3. העסקה הינה עסקת מזומן (לרבות עסקה בתשלומים).
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 ניפנו בנוסף: עסקאות מורכבות, הכוללות בנוסף למניות החברה גם ניירות ערך נוספים כגון אופציות רכש ומכר או חוב החברה; עסקאות קטנות בשווי של פחות מ-3 מיליוני ש"ח; ועסקאות אשר לוו בהצעות רכש לציבור. 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 וזינגאלאס לגבי ישראל התבססו על 9 עסקאות רלבנטיות בלבד, שאותו בשנים 1990-2000. המחקר של ברק ולאوترבך, לגבי שוויה של שליטה בישראל בשנים 1993-2005, איתר במתודולוגיה דומה 30 עסקאות של העברת שליטה מלאה (ברק ולאوترבך חקרו בסך-הכל 54 עסקאות, אך 24 מתוכן הן העברות שליטה חלקיות).

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 הנקי" 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 שמשגי המוכר בהעברת השליטה זעומה או אפילו שלילית. אלבוקרק וסקרוש (2010) 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. דוגמא מהתקופה האחרונה היא מכירת כהן פיתוח על ידי דלק לקבוצת שותפים. נושא ההתייחסות לפרמיית שליטה שלילית ידון בהרחבה בהמשך.

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

לוח 1: סטטיסטיקה תיאורית של מדגם העברות השליטה

פאנל א': המדגם הרחב (60 תצפיות)

מספר תצפיות	סטיית תקן	חציון	ממוצע מתוקן לערכי קיצון	ממוצע	
56	14,050,892	346,840	2,366,587	4,480,124	סך מאזן (באלפי ש"ח)
56	0.28	0.66	0.60	0.60	חוב/סך מאזן
56	0.16	0.03	0.04	0.03	רווח נקי/סך מאזן
56	3.15	1.32	1.63	1.97	שווי שוק/שווי ספרים של ההון העצמי
60	15.6%	53.7%	56.6%	56.8%	גודל גוש המניות הנרכש
60	26.0%	16.6%	18.2%	18.3%	פרמיית המחיר ששולמה בעסקה (יחסית למחיר המניה יומיים לאחר ההודעה)

פאנל ב': המדגם הנקי (51 תצפיות)

מספר תצפיות	סטיית תקן	חציון	ממוצע מתוקן לערכי קיצון	ממוצע	
47	15,117,649	365,773	2,421,717	4,907,731	סך מאזן (באלפי ש"ח)
47	0.27	0.66	0.60	0.59	חוב/סך מאזן
47	0.17	0.03	0.05	0.03	רווח נקי/סך מאזן
47	3.41	1.42	1.71	2.11	שווי שוק/שווי ספרים של ההון העצמי
51	15.5%	54.0%	56.7%	56.9%	גודל גוש המניות הנרכש
51	25.5%	20.1%	22.9%	22.6%	פרמיית המחיר ששולמה בעסקה (יחסית למחיר המניה יומיים לאחר ההודעה)

בלוח 1 מופיעים, אם כן, מאפיינים של חברות המדגם ושל עסקאות העברת השליטה. סך מאזן (באלפי ש"ח) הוא סך המאזן בדוחות החברה בסוף השנה שקדמה לעסקה, ובתאום למדד דצמבר 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 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.

בדיקת ההשערות של המחקר מבוססת ברובה על מבחני t לבחינת שינוי או הבדל בממוצע שווי השליטה, ובמבחני Wilcoxon Rank Sum 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 התאגידי), 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. 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, ולחילופין 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 357 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 ;

$$prem = \frac{P_{Bid} - P_M}{P_M}$$

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 ציפה לתועלת פרטית משליטה. ההשפעה של התאמות אלו על התוצאות שלנו קטנה, והיא מפחיתה את ממוצע שווי השליטה במדגם הרחב ב-0.4% בלבד.

לבסוף, ראוי לדון באופן התייחסותנו לפרמיית מחיר שליליות. אלבוקרק וסקרוש (2010) טוענים כי גם בעסקאות עם פרמיית מחיר שלילית (מחיר רכישה נמוך ממחיר המניה בשוק יומיים לאחר ההודעה על העסקה), המוכרים קיבלו פיצוי עבור השליטה. פרמיית מחיר שלילית עשויה לכלול פיצוי כאמור למוכר במקרים בהם שווי המניה למוכרים נמוך ממחירה בשוק (למשל, בשל אילוצים שונים של המוכרים), וכן כאשר שווי המניה לאחר השתלטות הבעלים החדשים עולה משמעותית על שוויה 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). מכל מקום, פרמיית מחיר שלילית, אינה מצביעה על שווי שליטה שלילי.

נשאלת אפוא השאלה 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, כיוון שמרבית המחקרים קודמים (דייק וזינגאלס 2004), (למשל) לא השמיטו תצפיות אלה. כך תוצאותינו תהיינה ניתנות להשוואה למחקרים קודמים. עם זאת, לאור ההסתייגות האמורה ולאור העובדה שברק ולאטרבך השמיטו את כל העסקאות עם פרמיית מחיר שלילית, דיווחנו גם תוצאות עבור תת המדגם של עסקאות עם פרמיית 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 שבעסקאות מסוימות שווי השליטה אפסי.

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 שלנו (60 עסקאות) והן לגבי המדגם הנקי (51 עסקאות).

לוח 2 - שווי השליטה בחברות ישראליות

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

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=60	
כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%	10.1%	ממוצע שווי שליטה
כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%	8.6%	חציון שווי שליטה
כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%	9.9%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון
כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%	11.7%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים
כן, מובהק ברמה של 1%	כן, מובהק ברמה של 1%	16.0% (N=44)	ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)

פאנל ב': המדגם הנקי (51 תצפיות) – שווי שליטה לרוכש

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 (והנקי, 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 (הנקי, בהתאמה), לעומת 21% אצל דייק וזינגאלאס ו-24% אצל ברק ולאوترבך. נזכיר כי בחינת מובהקות השינוי בממוצע שווי השליטה ביחס למחקרים

קודמים בוצע תוך שימוש במבחן t , ואילו בחינת מובהקות השינוי בחציון שווי השליטה ביחס למחקרים קודמים בוצע 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 לכשליש מהשווי הציבורי של החברות, 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 הנקי. זהו שינוי מזערי לעומת הממוצעים שחושבו ללא תיקון זה.

תיקון חריף יותר מניח ששווי השליטה איננו יכול להיות שלילי. כאשר ערכי שווי שליטה שליליים מוחלפים בערך 0, ממוצע שווי השליטה המתוקן לערכים שליליים עומד על 11.7% במדגם הרחב, ועל 13.4% במדגם הנקי, וכאשר אנו משמיטים כליל תצפיות עם שווי שליטה שלילי, שווי השליטה הממוצע הוא 16.0% במדגם הרחב ו-16.3% במדגם הנקי. בשני התיקונים האפשריים לשווי השליטה, שווי השליטה הממוצע המתקבל קטן באופן מובהק (ברמת מובהקות של 1% לפחות) מממוצעי שווי השליטה במחקריהם של דייק וזינגאלס וברק ולאטרבך.

ניתוח ערכי שליטה שליליים מגלה כמה עובדות מעניינות. במדגם הרחב, ב-16 עסקאות, שהן 27% מהמקרים, נאמד שווי שליטה שלילי. לעומת זאת, במדגם הנקי, רק ב-9 עסקאות, המהוות 18% מהמקרים, נאמד שווי שליטה שלילי. ההבדל בין המדגם הרחב והנקי נובע מתשע עסקאות (שאינן נכללות במדגם הנקי) 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 הנקי. עוד נעיר, לשם השוואה, כי במחקר של ברקלי והולדרנס בכ-20% מהעסקאות נאמד שווי שליטה שלילי, ובמחקר של דייק וזינגאלס, בכ-28% מהעסקאות נקבע ערך שליטה שלילי. כך, שפרופרציית 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. 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, וכן מאחר שהן חשופות לתרבות עסקית זרה שאינה סובלנית לטובות הנאה פרטיות משליטה. 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, מרמזת 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 הנקי. בהנחה שהחברות במדגם שלנו משקפות את השוק הישראלי כולו, משמעות ממצא זה היא שהסך הכולל של טובות ההנאה שמפיקים בעלי השליטה במשק עומד על אחוזים בודדים בלבד משווי השוק של כלל החברות הציבוריות.

השלב השני במחקר עוסק בבירור 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)

פאנל ב' : המדגם הנקי (51 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=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 הנקי (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.

העדר 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, 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 שכן במדגמים קטנים הערך הממוצע מושפע במידה ניכרת ממספר זניח של עסקאות. ככל שמדובר בחציון ניתן לראות ירידה צנועה בשווי השליטה בין התקופה הראשונה (2001-2005) לבין התקופה השנייה (2006-2010). לעומת זאת, כאשר משווים את השנים 2001-2010 לשנים 2011-2019 ניתן לראות ירידה גדולה יחסית בחציון. במדגם הרחב הירידה בחציון שווי השליטה היא מ-

9.9% ל-5.5%, ובמדגם הנקי 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 (אנו מודים לברק ולאטרבך על ההרשאה להשתמש במדגם שלהם). במדגם ברק ולאטרבך, שווי השליטה הממוצע בשנים 1993-2000 הוא כ-40%, גבוה באופן משמעותי משווי השליטה הממוצע של 21% לערך שנאמד שם עבור התקופה 2001-2005. גם חציון שווי השליטה ב-1993-2000, 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 בסוף המאה הקודמת לפחות.

בהזדמנות זו ראוי לציין כי התקופה 2001-2005 נמצאת הן במחקרנו והן בזה של ברק ולאטרבך. כאשר משווים את העסקאות בשני המדגמים אנו מבחינים בשני הבדלים בין המדגמים בתקופה החופפת הזו: (1) אנו השמטנו ארבע עסקאות בהן הוענקו במסגרת העסקה אופציות לאחד או לשני הצדדים בעסקה, ו- (2) אנו הוספנו שלוש עסקאות העברת שליטה מלאה, כאשר הבלוק המועבר היה פחות מ-50%. ההבדלים בתצפיות גורמים לכך שאנו אומדים שווי שליטה ממוצע (בהשמטת ערכים שליליים) של כ-17% ל-2001-2005, בעוד שאצל ברק ולאטרבך האומד המקביל הוא כ-21%. לטעמנו, הבחירות להכללה והשמטה שביצענו במדגם מהוות שיפור לעומת ברק ולאטרבך, ולכן אומדננו 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 שוק או שווי מאזני), כך שבחברות גדולות יותר שווי השליטה יהיה קטן יותר. לוח 4 מציג את התוצאות שלנו לגבי התלות שבין שווי החברה לגודל החברה.

לוח 4 : התלות של שווי השליטה בגודל החברה

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

המדגם הנקי (51 תצפיות)			המדגם הרחב (60 תצפיות)		
מבחן 6	חברות גדולות	חברות קטנות	מבחן 5	חברות גדולות	חברות קטנות
האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?	N=26	N=25	האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?	N=30	N=30
ממוצע שווי שליטה	6.4%	18.4%	ממוצע שווי שליטה	5.5%	14.7%
חציון שווי שליטה	5.8%	15.7%	חציון שווי שליטה	5.3%	12.1%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון	7.4%	17.1%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים	6.2%	13.7%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים	8.4%	18.7%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים	7.6%	15.9%
ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)	11.5% (N=19)	20.3% (N=23)	ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)	11.4% (N=20)	19.9% (N=24)

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

המדגם הנקי (51 תצפיות)			המדגם הרחב (60 תצפיות)		
מבחן 8	חברות גדולות	חברות קטנות	מבחן 7	חברות גדולות	חברות קטנות
האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?	N=23	N=24	האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?	N=28	N=28
ממוצע שווי שליטה	6.9%	16.5%	ממוצע שווי שליטה	6.3%	12.8%
חציון שווי שליטה	6.2%	16.0%	חציון שווי שליטה	5.8%	10.0%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון	8.0%	16.1%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים	7.0%	12.6%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים	8.8%	16.9%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים	8.2%	14.1%
ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)	11.2% (N=18)	19.3% (N=21)	ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)	11.5% (N=20)	18.8% (N=21)

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 הנקי. כך למשל, במדגם הנקי, 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 16.5%, ואילו בחברות קטנות הוא עומד על 6.9% בלבד. בכל המקרים מדובר בהבדלים מובהקים סטטיסטית (ראה מבחנים 5-8). כבר הזכרנו כי הממוצע המשוקלל לגודל של שווי השליטה במדגם כולו 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: לוגריתם טבעי של שווי השליטה			
המדגם הרחב		המדגם הנקי	
(1)	(2)	(1)	(2)
0.38***	0.29***	0.42***	0.36***
לוגריתם טבעי של שווי שוק		-0.025***	
לוגריתם טבעי של סך מאזן		-0.015*	
60	56	51	47
מספר תצפיות		0.15	
0.10	0.05	0.1	
מקדם ההסבר המתוקן (Adjusted R-Square)			

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

המשתנה המוסבר הוא הלוגריתם הטבעי של 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 הנקי והן במדגם הרחב. קיימת מובהקות סטטיסטית ברמה נמוכה יותר כאשר גודל החברה נמדד במונחי שווי מאזני.

הממצאים בלוח 5 תומכים בהשערה 4 לפיה קיים מתאם שלילי בין גודל החברה לשווי השליטה בחברה. להשערה זו מספר סיבות אפשריות, עליהן עמדנו מוקדם יותר במאמר (ראה פרק המבוא). בפרט, 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.

לוח 6: שווי השליטה במונחים כספיים (אלפי ₪) בחברות קטנות וגדולות

המדגם הנקי (51 תצפיות)			המדגם הרחב (60 תצפיות)		
מבחן 10	חברות גדולות	חברות קטנות	מבחן 9	חברות גדולות	חברות קטנות
האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?	N=26	N=25	האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?	N=30	N=30
ממוצע שווי שליטה	69,382	7,610	לא מובהק	58,385	5,484
חציון שווי שליטה	45,676	5,215	כן, ברמה של 10%	24,212	4,107
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון	77,742	7,610	כן, ברמה של 1%	64,887	5,484
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים	101,294	7,752	כן, ברמה של 1%	88,426	6,585
ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)	138,612 (N=19)	8,426 (N=23)	כן, ברמה של 1%	132,640 (N=20)	8,231 (N=24)

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

ה. סיכום ומסקנות

המסקנה המרכזית של המחקר שביצענו היא שהתגברות הרגולציה, האכיפה הפרטית והציבורית, והעניין התקשורתי בנושאי ממשל תאגידי, הביאו לקיצוץ 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, המסקנה היא שכיום בעלי השליטה בשוק מפיקים טובות הנאה פרטיות בשיעור קטן בלבד משווי השוק הכולל.

יש להניח שמהפכת הממשל התאגידי, ובצידה עניין תקשורתי וציבורי גובר, עמדו מאחורי השינוי. ממצאי המחקר שלנו מעידים, אם כן, כי הרגולציה הייתה אפקטיבית, ובמידה רבה השיגה את מטרתה. לכל רגולציה יש עלויות, אשר המחקר הנוכחי אינו מתיימר לבחון אותן, אך ניתן להסיק על פי תוצאות המחקר שלנו כי הרגולציה השיגה תוצאה מרשימה. בכל הנוגע לרגולציה עתידית, ובהנחה של תועלת שולית פוחתת לכל רגולציה נוספת, ממצאי המחקר צריכים להוות תמרוך הרגעה מפני עיבוי נוסף של הרגולציה. בהינתן הנתונים לגבי שווי השליטה הנוכחי, לא נראה לנו שנותר מרווח גדול לתועלת מרגולציה נוספת. יש לזכור גם כי שליטה בחברה מאפשרת לקבוצת השליטה להגשים חזון ותוכנית עסקית ייחודית, אשר עשויה לתרום לערך החברה וספק אם הייתה מתממשת ללא ההובלה של בעלי השליטה (ראה גושן וחמדני, 2016). מנגד, יש להיזהר גם מנקיטת צעדים שעלולים לפגוע באכיפה הציבורית והפרטית, שכן מדובר כפי הנראה בכלים אפקטיביים שהניבו שינוי של ממש.

יש לשים לב גם להידלדלות במספר העסקאות במדגם. בעשור הראשון של המדגם נכללו 43 עסקאות, ואילו בעשור השני, יש אך 17 עסקאות. מיעוט העסקאות 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), חברת ביטוח גדולה (כלל ביטוח), ומספר חברות בולטות נוספות כמו פז ומבני תעשייה. 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.

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) שוויה של שליטה בחברה גדולה עולה על זו שבחברה קטנה, אך כאשר שווי השליטה נמדד יחסית לשווי השוק של החברה אנו מוצאים כי שווי השליטה 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 ב-1% בחברה גדולה חוסך למשקיעים מן הציבור כסף רב יותר מאשר צמצום של 1% בטובות ההנאה המופקות מחברה קטנה.

מכל מקום, ממצאי המחקר מעודדים. ישראל, על פי מחקרים קודמים, הייתה ידועה לשמצה בטובות ההנאה 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: "במצאים [של המחקרים דייק וזינגאלאס, ושל ברק ולאטרבך] יש כדי להגביר את החשש כי קיים ניצול לרעה של בעלי מניות המיעוט" (**דוח הביניים של המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק**, מחודש ספטמבר 2011). ממצאים אלו הם נחלת העבר, וכיום, לאחר מהפכת הממשל התאגידי, לא ניתן לומר עוד כי ישראל בולטת לרעה בשווי השליטה בחברות הציבוריות שלה.

מקורות

אקשטיין א' והאן ד' (צפוי להתפרסם ב-2020), "שליטה": פסיחה על שתי הסעיפים או שיווי משקל?," מחקרי משפט.

ועדת הריכוזיות (2011), הוועדה להגברת התחרותיות במשק – דוח הביניים של המלצות הוועדה, ירושלים, משרד האוצר.

Albuquerque, R., and Schroth, E. (2010), "Quantifying Private Benefits of Control from a Structural Model of Block Trades. *Journal of Financial Economics* 96, 33-55.

Barak R. and Lauterbach B. (2011), "Estimating the Private Benefits of Control from Partial Control Transfers: Methodology and Evidence", *International Journal of Corporate Governance* 2, 183-200.

Barak R. and Lauterbach B. (2012), "Firm-Specific Factors Affecting the Private Benefits of Control in Concentrated Ownerships Economies", *Advances in Financial Economics* 15, 59-77.

Barclay M. and Holderness C. (1989), "Private Benefits from Control of Public Corporations", *Journal of Financial Economics* 25, 371-395.

Benos E. and Weisbach M. (2004), "Private Benefits and Cross-Listing in The United States", *Emerging Markets Review* 5, 217-240.

DeAngelo H. and DeAngelo L. (1985), "Managerial Ownership of Voting Rights", *Journal of Financial Economics* 14, 33-69.

Dyck A. and Zingales L. (2002), "The Corporate Governance Role of the Media", in *The Right to Tell: The Role of Mass Media in Economic Development*, 107-137.

Dyck A. and Zingales L. (2004), "Private Benefits of Control: An International Comparison", *The Journal of Finance* 59, 537-600.

Dyck A., Volchkova N. and Zingales L. (2008), "The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia", *Journal of Finance* 63, 1093-1135.

Fried J., Kamar E. and Yafeh Y. (forthcoming 2020), "The Effect of Minority Veto Rights on Controller Pay Tunneling", *Journal of Financial Economics*.

Goshen Z. and Hamdani A. (2016), "Corporate Control and Idiosyncratic Vision", *Yale Law Journal* 125, 560-617.

- Intriso C. (2012), "Have the Private Benefits in Italian Firms Decreased?", *Chinese Business Review* 11, 911-922.
- Jackson H.E. and Roe M.J. (2009), "Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence", *Journal of Financial Economics* 93, 207-238.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. and Schleifer A. (2000), "Tunneling", *American Economic Review* 90, 22-27.
- Jurjest P., Paredes R. and Riutort J. (2015), "Control Premium and Corporate Regulatory Changes: Theory and Evidence", *The Developing Economics* 53(3), 159-187.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F. and Schleifer A. (2006), "What Works in Securities Law?", *Journal of Finance* 61(1), 1-32.
- Lauterbach B. and Pajuste A. (2017), "The Media and Firm Reputation Role in Corporate Governance Improvements: Lessons from European Dual Class Share Unifications", *Corporate Governance: An International Review* 25(1), 4-19.
- Lease R., McConnell J. and Mikkelson W. (1983), "The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations", *Journal of Financial Economics* 11, 439-471.
- Levy H. (1982), "Economic Valuation of Voting Power of Common Stock", *Journal of Finance* 38, 79-93.
- Liu B. and McConnell J. (2013), "The Role of the Media in Corporate Governance: Do the Media Influence Managers' Capital Allocation Decisions?", *Journal of Financial Economics* 110, 1-17.
- Nenova T. (2003), "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis", *Journal of Financial Economics* 68, 325-351.
- Pound R.(1910), "Law in Books and Law in Action" ,*American Law Review* 44, 12-44.
- Rydqvist K. (1987), *The Pricing of Shares With Different Voting Power and The Theory of Oceanic Games*, EFI, Stockholm.