



**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

June 2020

שוויה של שליטה בחברה ציבורית בעקבות רפורמות מקיפות בממשל

התאגידי הישראלי

מאת

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

יוני 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 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 לאלון לוקסנבורג ואמיר בן מויאל.

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 לכנות 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 הגבוהה 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 וזינגאלאס, 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 כלכלות מפותחות בעולם.² במחקר מאוחר יותר של ברק ולאטרבך, שבחן העברות שליטה בשנים 1993-

¹ Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59

JOURNAL OF FINANCE 537, 544 (2004)

Id, at 538. ²

יצירת מערכת לאכיפה מנהלית של הפרות דין באמצעות ועדת האכיפה המנהלית של רשות ניירות ערך.²¹ תיקון זה נכנס לתוקפו בראשיתה של שנת 2011.

בסמוך לאחר מכן, עבר בכנסת גם "תיקון 16 לחוק החברות".²² זהו תיקון מקיף ביותר לכללי הממשל התאגידי, עם דגש על הגבלת כוחו של בעל השליטה לנצל את החברה הציבורית לטובתו האישית.²³ במסגרת זו נדרש כי רוב מקרב המיעוט (במקום שלישי) יאשר עסקאות משמעותיות של החברה עם בעל השליטה,²⁴ והוגברו דרישות אי התלות של חברי ועדת הביקורת של הדירקטוריון.²⁵ כמו כן, נקבע כי עסקאות קיימות של החברה עם בעל השליטה יפקעו, אלא אם כן יזכו לאישור מחודש של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט, וכי אישור חוזר יידרש אחת לשלוש שנים.²⁶

בצד השינויים בחזית המשפטית, חלו שינויים נוספים אותם נפרט □ □ □ □ של המאמר. בפרט, בשנת 2011 התרחשה מחאה חברתית רחבת היקף שבמהלכה הותקפו נמרצות בתקשורת בעלי ההון ("טייקונים") ובעלי השליטה בחברות הציבוריות.²⁷ 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%.²⁸ 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 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 יהיה □ □ □ □ נמוך יותר,

²¹ חוק ניירות ערך (תיקון מס' 45), התשע"א-2011, ס"ח 2274.

²² חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 2281.

²³ ראו פרוטוקול ישיבה מס' 285 של ועדת החוקה, חוק ומשפט, הכנסת ה-18, 3.

²⁴ 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).

²⁵ ס' 115 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

²⁶ ס' 275(א) לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

²⁷ ניר צרפתי ואתי אגא "שוק ההון ביום שאחרי מחאת האוהלים" **כלכליסט** 8.8.2011.

<https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3527260,00.html>

²⁸ 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.

כאשר Δ נמדד באחוזים משווי Δ (אך לא באופן אבסולוטי). להשערה זו מספר טעמים. ראשית, תשומת הלב של שוק ההון, ובצידה גם תשומת הלב הציבורית והתקשורתית, מתמקדת בחברות הגדולות יותר,²⁹ 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.³⁰ 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.³¹ 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.³² המחקר שלנו מצביע, אם כן, על האפקטיביות של הרגולציה בהשגת מטרותיה, מבלי להתיימר לבצע מבחן של עלות-תועלת. המאמר ממשיך כדלקמן: Δ סוקר את מהפכת המשטר התאגידי שהתרחשה בישראל בשני העשורים שחלפו, תוך חלוקה למרכיביה השונים ולתקופות משנה; Δ כולל סקירת ספרות קצרה

²⁹ ראו Dyck, Volchkova & Zingales, לעיל ה"ש 16, בעמ' 1096.

³⁰ Sharon Hannes, Private Benefits of Control, Antitakeover Defenses, and the Perils of Federal Innovation, 2 BERKELEY BUS. L.J. 263, 270 (2005).

³¹ תקנה 5ד' לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) התש"ל-1970.

³² 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).

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).³⁸ אלו מוכרות בספרות כאחת הדרכים המרכזיות שבהן בעל השליטה יכול להטות את משאבי החברה לעצמו ולצבור תועלות פרטיות משליטה בחברה.³⁹

באותן שנים חוק החברות קבע, כי עסקאות משמעותיות של החברה עם בעלי השליטה, יזכו לאישור של שליט מקולות בעלי המניות שאין להם ענין אישי באישור העסקה.⁴⁰ אולם, בחוק לא נקבע במפורש מי רשאי להיכלל בשליט הנדרש. בדיעבד התברר כי מדובר היה בפרצה שנוצלה לרעה – היו חברות שספרו במסגרת השליט 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.⁴¹ במקרים קיצוניים נעשו מעשים חמורים יותר, כמו מכירה מלאכותית של מניות כדי לזכות באישור, תוך שימוש באנשי קש.⁴² באותן שנים דומה כי היה הבדל ניכר בין הוראות חוק החברות כפי שהן כתובות עלי ספר, לבין הדרך בה הן יושמו הלכה למעשה.

³⁸ 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".
[http://www.isa.gov.il/%d7%94%d7%95%d7%93%d7%a2%d7%95%d7%aa%20%d7%95%d7%a4](http://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-interpret.aspx)
(להלן: [http://www.isa.gov.il/%d7%94%d7%95%d7%93%d7%a2%d7%95%d7%aa%20%d7%95%d7%a4](http://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-interpret.aspx))
"פרשנות הרשות לניירות ערך למונח עניין אישי").

³⁹ Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrei Shleifer, *Tunneling*, 90 AMERICAN ECONOMIC REV. 22 (2000).

⁴⁰ ראו את הנוסח המקורי של ס' 275 לחוק החברות, התשנ"ט-1999. שרון – אין בהצעת החוק התייחסות בדברי הסבר לסעיף החדש.

⁴¹ ראו פרשנות הרשות לניירות ערך למונח עניין אישי, לעיל ה"ש 38.

⁴² 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".

בתהליך שנמשך כשנתיים, אשר תחילתו בשנת 2002, החלה רשות ניירות ערך לבחון כיצד מתבצעת בפועל ספירת ה"שליש הבלתי נגוע".⁴³ ביום 14.1.2004 פרסמה הרשות מסמך שנועד להבהיר מי אינו רשאי להיכלל באישור הנדרש, ובגדרו נקבע כך:⁴⁴

"□□□□ 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 □□□□□ 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".

רשות ניירות ערך החלה לפעול במרץ גם במקרים ספציפיים. כך, למשל, בהחלטה בולטת בעניין צים,⁴⁵ 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.⁴⁶ 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.⁴⁷

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 □□□□ שניתן ביום 2.6.2005.⁴⁸ בעניין □□□□,

⁴³ ראו פרשנות הרשות לניירות ערך למונח עניין אישי, לעיל ה"ש 38 ("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").

⁴⁴ ש.ם.

⁴⁵ החלטה 101-5 של הרשות לניירות ערך "עניין אישי בעסקאות עם בעלי שליטה" (19.10.2004).

⁴⁶ 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>

⁴⁷ 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 וחינויותו להגנת ענייניו של ציבור המשקיעים. בנייתו כרונולוגי ניתן לזהות מגמה ברורה של הרחבה בפרשנות הרשות למונח 'עניין אישי'. " מ' וסרמן וא' ימין, תאגידים וניירות ערך (2006), 644.

⁴⁸ עניין ערד, לעיל ה"ש 8.

רשות ניירות ערך לא הסתפקה בנקיטת עמדה או הנחיה מנהלית, אלא עירבה את הפרקליטות הפלילית אשר העמידה את המעורבים לדין.⁴⁹ 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.⁵⁰ לפסק הדין משמעות נוספת משום שבית המשפט העליון הבהיר לראשונה את המשמעות הנכונה של המושג "עניין אישי",⁵¹ אשר מי שנגוע בו כפוף לכללי אישור מיוחדים, וכן המשיך בפיתוח הדוקטרינה של חיוב תאגיד בדין פלילי.⁵² פסק הדין אוזכר לאחר מכן לא פחות מ-78 פעמים בפסקי דין מאוחרים יותר 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.

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.⁵⁴ גם כלי תקשורת אחרים הגבירו בהדרגה את תשומת הלב המופנית לנושא.⁵⁵ כאמור, קיימות עדויות לכך שלאמצעי התקשורת השפעה ותרומה ניכרת לריסון בעלי השליטה ושיפור הממשל התאגידי.⁵⁶ 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.⁵⁷ מאז חקיקת חוק החברות, תוקן החוק לא פחות מ-33 פעמים,⁵⁸

⁴⁹ ש.ם.

⁵⁰ ש.ם. לא היה זה המקרה האחרון שהביא לתוצאה זו. ראו למשל עניין **צינורות המזרח התיכון**, לעיל ה"ש 42.

⁵¹ עניין **ערד**, לעיל ה"ש 8, פס' 49 לפסק דינו של השופט ריבלין. המבחן שנקבע להגדרת עניין אישי הוא מבחן ה"זיקה העודפת", כלומר כל תועלת המופקת מהעסקה מעבר לזו הנצרכת לבעל המניות בשל אחזקותיו במניות החברה.

⁵² ש.ם, פס' 66 לפסק דינו של השופט ריבלין.

⁵³ בהסתמך על אזכורי נבו (מאי 2020).

⁵⁴ רתם קלינה "דה מרקר מתרחב" **nrg מעריב** 7.2.2007.

<https://www.makorrishon.co.il/nrg/online/1/ART1/540/779.html>

⁵⁵ הכוונה לעיתון גלובס, למוסף הכלכלי "כלכליסט" של עיתון ידיעות אחרונות, וכן לעיסוק בנושא בפינות מיוחדות בערוצי הטלוויזיה.

⁵⁶ ראו Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1; Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 15; Dyck, Volchkova & Zingales, לעיל ה"ש 16; Liu & McConnell, לעיל ה"ש 17; ראו גם Lauterbach & Pajuste, לעיל ה"ש 18.

⁵⁷ ראו אופיר, לעיל ה"ש 31.

⁵⁸ 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

אולם רק מקצת התיקונים היו תיקונים משמעותיים.⁵⁹ התיקון המשמעותי ביותר לעניין ההגנה על האינטרסים של בעלי המניות מן הציבור היה תיקון 16 לחוק החברות, אשר התקבל ביום 7.3.2011.⁶⁰ זהו תיקון חקיקה מקיף, אשר מתמקד לענייננו בשיפור מנגנון אישור העסקאות עם בעל השליטה.⁶¹ במחקרם של Fried, Kamar and Yafeh נמצא בהתאם כי הייתה למנגנון החדש השפעה משמעותית על השכר שקיבלו בעלי השליטה בישראל מחברותיהם.⁶² בתיקון הוחמר מנגנון אישור העסקה, כך שנדרש אישורם של בעלי המניות ברוב (ולא בשליש כבעבר) מהמניות הבלתי נגועות בניגוד עניינים.⁶³ 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.⁶⁴ בהזדמנות זו הורחבה גם הגדרת "עניין אישי" שבחוק על מנת לכלול מקרה שבו בעל המניות ממנה מיופה כוח אשר יצביע עבורו.⁶⁵

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).⁶⁶ 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

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).

⁵⁹ ראו, בין השאר, תיקון מס' 3 לחוק החברות משנת 2005 (בין השאר עיצוב מחדש של מנגנון הרמת המסך); תיקון מס' 17 לחוק החברות משנת 2011 (הכפפת חברות אג"ח פרטיות למנגנונים שונים של החוק); ותיקון מס' 20 לחוק החברות משנת 2012 (שכר בכירים).

⁶⁰ חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ה 2281.

⁶¹ 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".

⁶² Jesse Fried, Ehud Kamar & Yishay Yafed, *The Effect of Minority Veto Rights on Controller Tunneling*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS (Forthcoming 2020).

⁶³ סעיף 275(א)(3) לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

⁶⁴ 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, 571-570: "כדי להבטיח את עצמאותה של ועדת הביקורת מוצע להגדיל את משקלם היחסי של הדירקטורים 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".

⁶⁵ סעיף 1 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

⁶⁶ סעיף 275(א) לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

שבהן אושר שכרו של בעל השליטה בטרם התבססה ההגדרה המחמירה לעניין אישי של בעלי המניות המאשרים.⁶⁷

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).⁶⁸ תיקוני החקיקה נעשו כחלק ממהלך מחושב שמטרתו להפחית את טובות ההנאה הפרטיות משליטה בחברות ישראליות. כפי שהסביר גושן בנאום שנשא בכנס של רשות ניירות ערך⁶⁹:

"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".

מבין שלושת התיקונים ראוי לציין במיוחד את הקמתו של "בית המשפט הכלכלי" של ישראל.⁷⁰ בסוף שנת 2010 הוקמה והחלה לפעול המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב. במסגרת זו מונה שלושה שופטים ייעודיים, אשר מרכזים בידיהם את הטיפול במירב ענייני התאגידים במדינה, הן במישור האזרחי והן במישור הפלילי.⁷¹ 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 נגזרות בשנה.⁷² אולם, לאחר הקמת המחלקה

⁶⁷ דברי הסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול ממשל תאגידי), התש"ע-2010, ה"ח 496, 15.

⁶⁸ דוח ועדת גושן לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל (Corporate Governance) בישראל (2006).

⁶⁹ נעמה סיקולר "החיים לא קלים כשאתה רגולטור – כל יום מתווספים לך שונאים" כלכליסט 1.12.2010.

<https://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3438598,00.html>

⁷⁰ 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)

<https://www.haaretz.co.il/misc/1.1235260>

⁷¹ ס' 42-א42 לחוק בתי המשפט [נוסח משולב], התשמ"ד-1984.

⁷² משה גורלי "אנטרופי חושפת: זינוק בהיקף התביעות הנגזרות" כלכליסט 15.7.2015.

<https://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3664382,00.html>

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.⁷³ בשנת 2012, לדוגמה, הוגשו לא פחות מ-45 בקשות לאישור תביעות נגזרות, ובשנת 2018, שנת השיא עד כה, הוגשו לא פחות מ-60 בקשות.⁷⁴ 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.⁷⁵ 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. למשל, מן העבר האחד Jackson and Roe מספקים ממצאים התומכים בטענה כי התפקיד המרכזי שמור לאכיפה ציבורית,⁷⁶ ואילו מן העבר השני La Porta, Lopez-

⁷³ דוגמה בולטת לתביעה כזאת א 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 הגבוה ששילם בעל השליטה עובר לביצוע העסקאות.

⁷⁴ הנתונים נמסרו על ידי יחידת חופש המידע בלשכת היועץ המשפטי תשובה לבקשת חופש המידע מס' 09822519 (19.5.2019) (עותק בידי המחבר).

⁷⁵ 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' תדביק בע"מ (פורסם בנבו, 7.5.2012) (עניין אישי שלילי); 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) (עניין אישי נסתר); תנ"ג (מחוזי ת"א) 21785-02-11 בן עמי נ' מנורה מבטחים החזקות בע"מ (פורסם בנבו, 29.5.2012) (גילוי מסמכים בתביעה נגזרת ותביעה נגזרת כפולה); ת"צ (מחוזי מרכז) 14144-05-09 איפקס חיתום וניהול הנפקות בע"מ נ' הראל נהול קרנות בע"מ (פורסם בנבו, 3.10.2010) (פרט מטעה בתשקיף ותפקיד המשקיעים המוסדיים בתביעה ייצוגית); ת"א (מחוזי מרכז) 8746-10-09 רו"ח חן ברדיצ'ב בתפקידו כנאמן על הסדר הנושים של חברות אפקון תעשיות בע"מ נ' פויכטונגר (פורסם בנבו, 2.7.2017) (מכירה "חובלת"); תנ"ג (מחוזי ת"א) 52117-02-12 בש נ' רסולי (פורסם בנבו, 28.1.2013) (אישור עסקאות בניגוד עניינים); ת"צ (מחוזי ת"א) 2484-09-12 הצלחה התנועה הצרכנית לקידום חברה כלכלית הוגנת נ' כהן (פורסם בנבו, 22.4.2014) (הצעת רכש מיוחדת); ת"א (מחוזי ת"א) 1570-06 עוז נ' פרבר (פורסם בנבו, 19.5.2013) (חובת גילוי וחישוב הנזק בגין הטעיה); תנ"ג (מחוזי מרכז) 11266-07-08 שטבינסקי נ' פסיפיקה (פורסם בנבו, 8.4.2013) (פטור מאחריות בדיעבד בגין הפרת חובת הזהירות); ע"א 7735/14 אילן ורדניקוב נ' שאול אלוביץ (פורסם בנבו, 28.12.2016) (כלל שיקול הדעת העסקי וסטנדרט הביקורת השיפוטית); תנ"ג (מחוזי ת"א) 20136-09-12 ביטון נ' פאנגאיה נדל"ן בע"מ (פורסם בנבו, 21.10.2013) (חובת האמונים ולקייח הזדמנות עסקית); ת"צ (מחוזי ת"א) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, 15.5.2011) (ביקורת שיפוטית על עסקאות בעלי עניין); רע"א 2903/13 אינטרקולוני השקעות בע"מ נ' שמואל שקדי (פורסם בנבו, 27.8.2014) (תביעה נגזרת מרובה); תנ"ג (מחוזי ת"א) 8095-09-15 ק.ר.נ.א בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ (פורסם בנבו, 05.07.2017) (אישור מחודש לעסקאות עם בעל השליטה); פר"ק (מחוזי ת"א) 35560-08-10 סלע קפיטל נדל"ן בע"מ נ' בעלי המניות בחברה (פורסם בנבו, 7.11.2010) (רכישה באמצעות ס' 350 לחוק החברות); ה"פ (מחוזי ת"א) 30950-08-12 פולאר השקעות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, 21.10.2013) (כפיית הסדר נושים על בעלי המניות באמצעות חובת תום הלב).

⁷⁶ Howell E. Jackson & Mark J. Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Law: Resource- Based Evidence*, 93(2) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 207 (2009).

de-Silanes and Schleifer מראים כי הבכורה שמורה דווקא לאכיפה פרטית יעילה.⁷⁷ 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 שלישי. הכוונה לתיקון משמעותי לחוק ניירות ערך, אשר במרכזו יצירת מערכת לאכיפה מנהלית של הפרות דין באמצעות ועדת האכיפה המנהלית של רשות ניירות ערך.⁷⁸ 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).⁷⁹

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.⁸⁰ 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).⁸¹ 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.

Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrei Shleifer, *What Works in Securities Laws?*,⁷⁷ 61(1) JOURNAL OF FINANCE 1 (2006).

⁷⁸ 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).

⁷⁹ תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) (תיקון מס' 3), התש"ע-2009, ק"ת 6841.

⁸⁰ ניר צרפתי ואתי אגא "שוק ההון ביום שאחרי מחאת האוהלים", לעיל ה"ש 27.

⁸¹ גיל קליאן "פועלים סהר מוכר את פעילות הייעוץ לאנטרופי יועצים" *כלכליסט* 14.10.2010.

<https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3420496,00.html>

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.⁸² 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").⁸³ על פי ההבדל בין ערכן של המניות השונות, ניתן לבודד את שווייה של זכות ההצבעה הצמודה למניה, ומשוויה של הזכות להסיק על התועלת הפרטית משליטה.⁸⁴ 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,⁸⁵ ועל כן התועלת הפרטית המחושבת בשיטה זו נוטה להיות מופרזת ביחס לממוצע שווי השליטה בכלל החברות בשוק.⁸⁶

⁸² Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 541-540.

⁸³ 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. Mikkelson, *The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations*, 11 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 439 (1983); Ronald C. Lease, John H. McConnell & Wayne H. Mikkelson, *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).

⁸⁴ ראו Levy, לעיל ה"ש 83, עמ' 82-80.

⁸⁵ Evangelos Benos & Michael S. Weisbach, *Private Benefits and Cross-Listing in the United States*, 5(2) EMERGING MARKETS REVIEW 217, 222 (2004).

⁸⁶ ראו Barak & Lauterbach, לעיל ה"ש 3, עמ' 184-185.

מכל מקום, מחקרה הבינלאומי של Nenova,⁸⁷ 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.⁸⁸ 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.⁸⁹ 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.⁹⁰

גישה שנייה, אותה פיתחו ברקלי והולדרנס,⁹¹ 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,⁹² 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.

Tatiana Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*,⁸⁷ 68(3) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 325 (2003).

⁸⁸ שם, בעמ' 334; ראו גם, אלונה בר און ויצחק סוארי "שווי והשגת שליטה" 22 (2005) (לא פורסם).

⁸⁹ ס' 46 ב' לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("לעניין חברה שמניותיה נרשמות לראשונה למסחר – בהון החברה יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב").

⁹⁰ 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 מיידי של חברת הכשרת היישוב מיום 4.8.2019 **מערכת המאיה של אתר הבורסה לניירות ערך** (2019).

<https://maya.tase.co.il/reports/details/1245702>

Michael J. Barclay & Clifford G. Holderness, *Private Benefits from Control of Public Corporations*, 25(2) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 371 (1989).

⁹² 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). אפשרויות נוספות הן שמדובר בתשלום הנובע מאופטימיות יתר של הרוכש או אפילו מגאוונות שלו (היבריס).

החוקרים דייק וזינגאלאס השתמשו במתודולוגיה שפיתחו ברקלי והולדרנס,⁹³ 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 14.14%⁹⁴. המדינה בה נצפה השווי הנמוך ביותר הייתה יפן (-4%), ואילו בברזיל נצפה שווי השליטה הממוצע הגבוה ביותר (65%).⁹⁵ במדינות מערביות מפותחות, כדוגמת אנגליה וארה"ב, שווי השליטה הממוצע עמד על 1% בלבד!⁹⁶ במדינת ישראל החוקרים איתרו תשע עסקאות העברת שליטה בלבד בשנות המחקר, ומצאו כי 0% השליטה הממוצעת 0000 27% משווי החברה.⁹⁷

ברק ולאטרבך פיתחו מתודולוגיה אשר מרחיבה את המתודולוגיה של ברקלי והולדרנס, בכך שהיא מכסה גם עסקאות העברת שליטה חלקיות.⁹⁸ 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.⁹⁹ 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.¹⁰⁰ 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.¹⁰¹

הגורמים שאותרו בספרות כמשפיעים על היקף טובות ההנאה הפרטיות משליטה

דייק וזינגאלאס מצאו כי שווי השליטה היה בממוצע גבוה יותר במדינות שבהן שוקי ההון היו מפותחים פחות, ובמדינות אשר בהן יותר חברות עם בעלות מרוכזות.¹⁰² מנגד, שווי השליטה היה נמוך יותר במדינות בעלות המאפיינים הבאים: הסטנדרטים החשבונאיים קפדניים יותר, בעלי המניות מן המיעוט נהנים מהגנה

⁹³ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1.

⁹⁴ שם, בעמ' 538.

⁹⁵ שם.

⁹⁶ שם, בעמ' 551.

⁹⁷ שם.

⁹⁸ Barak & Lauterbach, לעיל ה"ש 3.

⁹⁹ שם, בעמ' 186-188.

¹⁰⁰ שם, בעמ' 193.

¹⁰¹ שם.

¹⁰² Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 560-562, 572.

משפטית טובה יותר, הנורמה הכללית בדבר אכיפת החוק הייתה טובה יותר, השוק תחרותי יותר, ושוק התקשורת מבוזר יותר.¹⁰³

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.¹⁰⁴ 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.¹⁰⁵ גם החוקרים Albuquerque & Schroth מצאו מתאם שלילי בין גודל החברה לשווי השליטה כאשר זו נמדדת כאחוז משווי השוק של החברה.¹⁰⁶

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 וזינגאלאס בחנו את שווי השליטה באיטליה ובברזיל, שעברו רפורמות משמעותיות בשנות ה-90 של המאה שעברה, ומצאו שינויים משמעותיים בשווי השליטה.¹⁰⁷ באיטליה, שווי השליטה לפני הרפורמה הייתה 47%, ואילו אחרי הרפורמה 6% בלבד.¹⁰⁸ בברזיל, נמצא שווי שליטה בגובה 53% בתקופה שלפני הרפורמה, לעומת שווי שליטה עצום של 119% לאחר רפורמה צמצמה את ההגנות על המיעוט והיטיבה עם בעלי השליטה, ושווי שליטה בשיעור 37% לאחר שרפורמה זו בוטלה ובמקומה נוספו חובות גילוי חדשות.¹⁰⁹

במחקר אחר, שבחן עסקאות העברת שליטה בין השנים 1999-2007 באיטליה, נמצא ששווי השליטה הממוצע באיטליה צנח לשיעור של 5.34% בעקבות רפורמה משפטית.¹¹⁰ זאת לעומת שווי שליטה של

¹⁰³ שם, בעמ' 590.

¹⁰⁴ Ronen Barak & Beni Lauterbach, *Firm-Specific Factors Affecting the Private Benefits of Control* in *Concentrated Ownership Economics*, 15 ADVANCES IN FINANCIAL ECONOMICS 59, 72 (2012).

¹⁰⁵ שם.

¹⁰⁶ 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).

¹⁰⁷ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 570-571.

¹⁰⁸ שם.

¹⁰⁹ שם.

¹¹⁰ Carmelo Intrisano, *Have the Private Benefits in Italian Firms Decreased?*, 11(10) CHINESE BUSINESS REV. 911, 918 (2012).

37% ששרר בשנות ה-90 של המאה שעברה.¹¹¹ 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%) לאחריה.¹¹² 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 שנייה: 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 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 והשולם עבור כל מניה, ממערכת 'מאיה' של הבורסה. נתונים חשבונאיים אודות החברות כגון סך מאזן, רווח נקי, וחוב החברה נלקחו מהדוחות הכספיים של החברות במערכת 'מאיה' (בהשלמה החברה).

¹¹¹ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 570.

¹¹² 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)

אלבוקרק 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.¹¹⁴ דוגמא מהתקופה האחרונה היא מכירת כהן פיתוח על ידי חברת דלק לקבוצת שותפים.¹¹⁵ נושא ההתייחסות לשווי שליטה שלילי 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	ממוצע	ממוצע מתוקן לערכי קיצון	חציון	סטיית תקן	מספר תצפיות
60	4,186,336	2,213,702	305,352	13,611,449	60
60	0.58	0.58	0.62	0.28	60
60	0.03	0.04	0.03	0.16	60
60	1.93	1.61	1.31	3.05	60
60	56.8%	56.6%	53.7%	15.6%	60
60	18.3%	18.2%	16.6%	26.0%	60

פאנל ב': המדגם הנקי (51 תצפיות)

מספר תצפיות	ממוצע	ממוצע מתוקן לערכי קיצון	חציון	סטיית תקן	מספר תצפיות
51	4,528,561	2,237,528	336,691	14,559,637	51
51	0.57	0.57	0.59	0.27	51
51	0.03	0.05	0.03	0.17	51
51	2.05	1.68	1.29	3.29	51
51	56.9%	56.7%	54.0%	15.5%	51
51	22.6%	22.9%	20.1%	25.5%	51

¹¹⁴ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 541.

¹¹⁵ ערן אזרן "המרוץ למזומן: דלק מוכרת את מניות כהן פיתוח – מחצית מהתמורה תלך לבנקים" TheMarker 19.4.2020. <https://www.themarker.com/markets/1.8781913>

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, 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 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 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. 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 $\ln(\text{גודל החברה})$ לפני מועד ההודעה על העסקה, ובנפרד על פי השווי המאזני של נכסיה בדו"ח הכספיים $\ln(\text{שווי מאזן})$.

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;

$prem = \frac{P_{Bid} - P_M}{P_M}$ – 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 וולטרבך (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 החזקה של הרוכש בהון מניות החברה לפני ביצוע העסקה להעברת השליטה.

שלילי, שווי השליטה מוחלף 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 ולאורבך? (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%	ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים
		(N=44)	(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%	ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות) (N=42)

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.¹²¹ 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 לכ-30% מהשווי הציבורי של החברות,¹²² 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 וכולט.

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

¹²¹ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1; Barak & Lauterbach, לעיל ה"ש 3.

¹²² שם.

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. □□□ ערכי □□□ שליטה שליליים מוחלפים 0□□□, □□□□ 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 וזינגאלאס וברק ולאטרברך.

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,¹²³ ובמחקר של דייק וזינגאלאס, בכ-28% מהעסקאות (□□□□□□□□□□ הנכללות במחקר שלו), נקבע ערך שליטה שלילי.¹²⁴ 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.¹²⁵ 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

¹²³ Barclay & Holderness, לעיל ה"ש 91, בעמ' 380.

¹²⁴ Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1, בעמ' 551.

¹²⁵ 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>

מזו החלה על חברות הנסחרות בישראל בלבד,¹²⁶ וכן מאחר שהן חשופות לתרבות עסקית זרה שאינה סובלנית לטובות הנאה פרטיות משליטה.¹²⁷ 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.

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.

¹²⁶ 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"א-2000.

¹²⁷ עמיר ליכט "רישום כפול של ניירות ערך" **משפטים** לב(3) 561, 569-570 (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").

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.

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 התאידי 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 השינויי □ 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- 2001-2005.¹²⁸ לפי חישובים שערכנו במדגם ברק ולאטרבך, שווי השליטה הממוצע בשנים 1993-2000 הוא כ-40%, גבוה באופן משמעותי משווי השליטה הממוצע של 21% לערך בשנים 2001-2005.¹²⁹ גם חציון שווי השליטה במדגם ברק ולאטרבך 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

¹²⁸ אנו מודים לברק ולאטרבך על ההרשאה להשתמש במדגם שלהם.

¹²⁹ נתונים אלו לא הופיעו במאמר המקורי ואנו חישבנו אותם בזכות הגישה שניתנה לנו על ידי המחברים לנתונים הגולמיים.

והשמטה שביצענו במדגם מהוות שיפור לעומת ברק ולאوترבך, ולכן אומדננו מדויקים יותר. אם כך, ממוצע וחציון שווי השליטה אצל ברק ולאوترבך 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.

לוח 4 : התלות של שווי השליטה בגודל החברה

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

מבחן 6 האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?	המדגם הנקי (51 תצפיות)		מבחן 5 האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?	המדגם הרחב (60 תצפיות)		
	חברות גדולות N=26	חברות קטנות N=25		חברות גדולות N=30	חברות קטנות N=30	
כן, ברמה של 1%	6.4%	18.4%	כן, ברמה של 5%	5.5%	14.7%	ממוצע שווי שליטה
כן, ברמה של 1%	5.8%	15.7%	כן, ברמה של 5%	5.3%	12.1%	חציון שווי שליטה
כן, ברמה של 1%	7.4%	17.1%	כן, ברמה של 5%	6.2%	13.7%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון
כן, ברמה של 1%	8.4%	18.7%	כן, ברמה של 1%	7.6%	15.9%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים
כן, ברמה של 5%	11.5%	20.3%	כן, ברמה של 5%	11.4%	19.9%	ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)
	(N=19)	(N=23)		(N=20)	(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=25	N=26	האם ההבדל בין חברות קטנות וגדולות מובהק?	N=30	N=30	
כן, ברמה של 5%	7.5%	16.8%	לא מובהק	7.2%	12.9%	ממוצע שווי שליטה
כן, ברמה של 5%	8.3%	15.0%	לא מובהק	7.3%	10.0%	חציון שווי שליטה
כן, ברמה של 5%	8.5%	15.6%	לא מובהק	7.9%	12.0%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון
כן, ברמה של 5%	9.2%	17.5%	כן, ברמה של 10%	9.1%	14.4%	ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים
כן, ברמה של 5%	11.5% (N=20)	20.6% (N=22)	כן, ברמה של 5%	12.4% (N=22)	19.6% (N=22)	ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים (מספר תצפיות)

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 בשווייה 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 16.8%, 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: לוגריתם טבעי של שווי השליטה				
המדגם הרחב		המדגם הנקי		
(1)	(2)	(1)	(2)	
0.38***	0.28***	0.42***	0.33***	חותך
-0.023***		-0.025***		לוגריתם טבעי של שווי שוק
	-0.014*		-0.016**	לוגריתם טבעי של סך מאזן
60	60	51	51	מספר תצפיות
0.10	0.04	0.15	0.07	מקדם ההסבר המתוקנן (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 ומתאם 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, ומתאם 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 (ראו 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

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

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 שלישי משווי השוק של החברה.

יתר על כן, כאשר Δ 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 Δ 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 מפקימים 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 תמרור 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 לעיתים לקבוצת השליטה להגשים חזון ותוכנית עסקית ייחודית, אשר עשויה לתרום לערך החברה וספק אם הייתה מתממשת ללא ההובלה של בעלי השליטה.¹³⁰ מנגד,

¹³⁰ ראו Goshen & Hamdani, לעיל ה"ש 92.

יש להיזהר גם מן הסכנת הציבורית והפרטית, שכן מדובר כפי הנראה בכלים אפקטיביים שהניבו שינוי של ממש.

יש לשים לב גם להידלדלו 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),¹³¹ חברת ביטוח גדולה (כלל ביטוח),¹³² ומספר חברות בולטות נוספות כמו פז ומבני תעשייה.¹³³ אנו משאירים למחקר עתידי את בדיקת הזיקה בין ירידת שווי השליטה לביזור זה. עם זאת, ירידת כמות העסקאות מן המספר 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 השליטה בחברות גדולות להפיק תועלות פרטיות משליטה. הרגולטור והתקשורת בחברות גדולות מנסות להחליט מושכלת כיון שצמצום טובות ההנאה גדולה חוסך מן החברות הציבוריות כסף וכן יותר מן החברות הציבוריות, איתן ההנאה של החברות הציבוריות גדולה יותר.

¹³¹ יניב פגוט "בנקים ללא גרעין שליטה: לא טוב ולא רע, שלב טבעי באבולוציה" גלובס 4.9.2018. <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001252558>

¹³² אסא ששון "אי.די.בי מכרה מניות – וכלל ביטוח נהפכה לחברה ללא בעל שליטה" TheMarker 9.12.2019. <https://www.themarker.com/markets/1.8234886>

¹³³ 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>

מכל מקום, משרד המסחר והתעשייה, 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: "במצאים [של המחקרים דייק וזינגאלאס, ושל ברק ולאوترבך] יש כדי להגביר את החשש כי קיים ניצול לרעה של בעלי מניות המיעוט".¹³⁴ ממצאים אלו משרד המסחר והתעשייה, וכיום, לאחר מהפכת הממשל התאגידי, לא ניתן לומר עוד כי ישראל בולטת לרעה בשווי השליטה בחברות הציבוריות שלה.

134 טיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק (2011).

https://www.gov.il/BlobFolder/unit/competitiveness-committee/he/Vaadot_ahchud_CompetitivenessCommittee_TyuyatRec_Report.pdf