



Bar-Ilan University

המלצות ועדת הריכוזיות

**פרספקטיבה מרפורמה קודמת בחברות פער**

*פרופ' בני לאוטרבק*

**ראש הקתדרה לממשל תאגידי בישראל ע"ש משפחת ריימונד אקרמן**

מצגת לפורום פישר באוניברסיטת תל אביב

15 בדצמבר 2011

# רקע

- ב-1989 כ-40% מהחברות שנסחרו בבורסה בת"א היו בעלות שני סוגי מניות.
- בעלי השליטה החזיקו בעיקר במניות 1 בעלות זכויות הצבעה גבוהות, והציבור בעיקר במניות נחותות הצבעה. כך נוצר פער בין הכח בהצבעה והאחזקה בהון של בעלי השליטה.
- ב-1990 חוקק תיקון לחוק החברות שאסר הנפקת מניות נחותות הצבעה.
- מאז כמעט כל החברות בעלות שני סוגי מניות איחדו את שני סוגי המניות. השוואת זכויות ההצבעה של שני סוגי המניות הפכו את כל המניות למניות 1.

# תוצאות ארוכות טווח של איחודי הון

- את איחודי ההון בארץ חקרתי יחד עם פרופ' שמואל האוזר (RFS, 2004) ופרופ' ישי יפה (JCF, 2011).
- הממצא החשוב ביותר הוא שלאחר האחד שגרם לירידה בכח ההצבעה של בעלי השליטה, בעלי השליטה לא ויתרו על כח ההצבעה שאבד, ולאט לאט הגדילו את אחזקתם לכוון הרמה הקודמת. שיקום כח ההצבעה היה חלקי בלבד.
- לא נוצרו פירמידות כתחליף. בעלי השליטה ויתרו על הפערה.
- ערך השוק היחסי של החברות - TOBIN'S Q - עלה מעט, דבר המצביע על צמצום כלשהו בטובות ההנאה הפרטיות של בעלי השליטה. אבל, העלייה ב-Q לא הייתה מובהקת.

## מה אני מצפה מהכלל המוצע שבעל השליטה יצביע במורד הפירמידה לפי חלקו בהון?

- בחברות פירמידה ענפות יתרחש מהלך רב-שנתי של פרוק פירמידות או השטחתן.
- בחברות פער פשוטות (פירמידות קטנות), בעלי השליטה ישאפו לשקם חלקית את כח ההצבעה הקודם שלהם בחברות במורד הפירמידה על ידי רכישת מניות מהציבור.
- בחלק מחברות הפער הפשוטות, בעלי השליטה ישאפו לצאת מהגדרת חברת פער על ידי הגדלת חלקם ל-50% לפחות, כלומר, בעלי השליטה ירכשו מניות מידי הציבור.
- יתכן שהתהליך יתבצע בהדרגה תוך המתנה ל"הזדמנויות".
- כמובן תיתכנה גם תגובות אחרות שלא חזיתי.

# אשראי לפירמידות

- באופן כללי, כיוון שהפירמידות לא צפויות להתרחב (לדעתי, בעלי השליטה יבינו את הרמז) איני רואה דרישה לאשראי מהכיוון הזה.
- אבל, צפויה דרישה רצינית לאשראי מהקומות העליונות של הפירמידה או מבעלי שליטה עצמם. המטרה: להגדיל את אחזקותיהן בקומות התחתונות.
- האם זה לא יגדיל את המינוף מעבר לרמה ההגיונית כלכלית?
- מסקנה: צריך כנראה להגביל את האשראי לבעלי השליטה ולקומות העליונות. אשראי זה נועד לביצור שליטה בלבד ויתכן שעדיף לכוונו לאלו שיעזרו לפירוק הפירמידות.

## שיטות להגבלת אשראי לפירמידות

- דרך אחת להגביל אשראי היא דרך עקיפה – הסתמכות על כוחות השוק. מיסוי דיבידנדים והעברות במעלה הפירמידה או תקנה שהעברת הדיבידנד למעלה כרוכה באישור כמו עסקת בעלי העניין, תצמצם את התיאבון של בעל השליטה לאשראי.
- דרך שניה, ישירה וגמישה יותר להגבלת האשראי היא על ידי פיקוח ותקנות של הממונה על שוק ההון באוצר והמפקח על הבנקים. אני ממליץ על דרך זו.
- צריך אבל לזכור שאחד היתרונות העסקיים של הפירמידה הוא יכולת המינוף שלה כך שלא צריך להגזים ברגולציה.



## שתי הערות האחרות (בכובע של יו"ר ועדת השקעות בגוף גדול)

- המוסדיים עסוקים בהשגת תשואות לעמיתים. הם לא ידאגו כראוי לממשל התאגידי, אלא אם כן תהיה הוראה מפורשת לכך. צריך הוראה מפורשת לכך ובהקדם.
- שוק הייעוץ בנושא ממשל תאגידי דל ביותר. למשל, בייעוץ להצבעות פעילה חברה אחת, וזה די מפחיד. צריך לפתח את שוק הייעוץ. איך? שאלה טובה, אבל לא כדאי שיקרה כמו בחברות דירוג אג"ח שהחברות הן המשלמות על דירוגן.... אתגר רציני!



# תודה