

ערך השליטה בחברות עסקיות

פרופ' בני לאוטרבך

כנס אוניברסיטאות בר אילן ורייכמן, 4 ביולי 2024

שווי השליטה

- נתחיל בדוגמא הלקוחה מתוך המאמר המרכזי בנושא - Dyck and Zyngales (2004) ע"מ 544:

- “In January 1999 Ofer Brothers Investment Limited, an investment vehicle of Sami and Yuli Ofer of Israel, bought 53 percent of the shares and control of Israel Corporation Limited from the Eisenberg family. The price per share for the control block was reported to be 508 shekels per share while the exchange price after announcement of the transfer was 363 shekels per share. The price premium paid per share for the controlling block over the post-announcement price in this case is 40 percent. "

שווי השליטה (המשך)

- בדוגמא זו ניתן להבחין בשני דברים מעניינים לפחות. הראשון הוא שהמלומדים ממליצים לבדוק את פרמיית המחיר ששולמה בעסקה יחסית למחיר המניה בשוק לאחר ההודעה, כלומר יחסית למחיר לאחר שהשוק ומשתתפיו קיבלו הזדמנות להעריך את זרמי המזומנים שינבעו למניות הנסחרות בציבור תחת שליטת הבעלים החדשים (משפחת עופר). זהו אומדן שווי המניה לציבור לאחר שינוי השליטה.

- עוד מעניינת השאלה: למה האחים עופר (בעלי השליטה החדשים) שילמו עבור כל מניה שרכשו 508 שקל, 40% יותר משווי המניה למחזיק פשוט מהציבור? התשובה המקובלת היא שהתשלום העודף הינו כנראה עבור טובות ההנאה הפרטיות העתידיות הצפויות לאחים עופר בעקבות השליטה בחברה. טובות הנאה אלו יתקבלו על ידם בנוסף לתשלום הרגיל לכל מניה שיקבל בעל מניות מהמיעוט. עבור טובות הנאה עתידיות אלה שולמה מראש פרמיית המחיר הנכבדת.

הגדרת שווי השליטה

- שווי השליטה הוא ערך טובות ההנאה הפרטיות (זרמי מזומנים ותועלות אחרות) שבעלי השליטה מפיקים לעצמם מהחברה, מעבר, כלומר בנוסף, לזרמי המזומנים המחולקים פרו-ראטה בין כלל מחזיקי מניות החברה.

טובות הנאה פרטיות

- מקובל לחשוב שהמקור העיקרי של טובות הנאה פרטיות הוא "תיעול" – עסקאות שונות, חלקן תמימות למראה, המזרימות כספים ומשאבים מהחברה לכיסם הפרטי של בעלי השליטה.
- Atanasov, Black and Ciccotello (2011) מבחינים בין שלושה סוגים של "תיעולים": 1) תיעול זרמי מזומנים – דהיינו הסטת זרמי מזומנים מהחברה אל כיסם הפרטי של בעלי השליטה או אל חברות פרטיות בבעלות בעלי השליטה. 2) תיעול נכסים – מכירת נכסים לבעלי השליטה במחיר נמוך יחסית או רכישת נכסים מבעלי השליטה במחיר גבוה יחסית. 3) תיעול הוני – עסקאות של הגדלת או הקטנת אחזקות בעלי השליטה בהון החברה במחירים או בעיתויים המטיבים עם בעלי השליטה.

דוגמאות של תיעול

- תיעול זרמי מזומנים כולל עסקאות בין החברה לבעלי השליטה תוך שימוש במחירי העברה שאינם הוגנים. לדוגמא, אם לבעל השליטה 60% במניות החברה הציבורית, על כל שקל רווח המועבר מהחברה הציבורית לחברה פרטית שלו (באמצעות מנגנון מחירים לא הוגן) בעל השליטה מרוויח שקל בחברה הפרטית אך מפסיד רק 60 אגורות (חלקו בהון החברה הציבורית). תיעול זרמי מזומנים כולל גם תגמול מופרז לבעלי השליטה או בני משפחותיהם עבור שרותי הניהול.
- תיעול נכסים כולל עסקאות של נכסים ממשיים במחירים שאינם הוגנים. כך, למשל, בעלי השליטה יכולים למכור (לקנות) נכסים לחברה במחיר הגבוה (נמוך בהתאמה) מהמחיר בשוק.
- תיעול הון כולל פעולות שנועדו לשנות את חלקם של בעלי השליטה בהון החברה במחירים שאינם הוגנים.(2015) Abudy and Lauterbach מתארים ומנתחים את שינויי אחזקות בעלי השליטה בחברות ישראליות, ומזהים יכולות ופעילות של בעלי שליטה ישראליים לרכישת מניות "בזול" ולמכירתם "ביוקר".

טובות הנאה פרטיות אחרות

- מותרות. בעלי השליטה מסוגלים לצרוך על חשבון החברה כל מיני מותרות כגון: שימוש במטוס פרטי של החברה, רכב יוקרתי, חשבון הוצאות נדיב (שמשלמת החברה), משרד מפואר, עוזרים אישיים מסורים (המשרתים אותם גם בבעיות שאינן קשורות ישירות בחברה), חברות במועדונים יוקרתיים, ורכישת שרותים יוקרתיים.
- מעמד חברתי וסיפוק האגו. גם המעמד החברתי והסטטוס המגיע עם תואר בעל שליטה בחברה הם חלק מטובות ההנאה הפרטיות. לכאורה זה לא עולה לחברה כסף. אבל, אם חברה משפחתית תורמת לפרויקט ציבורי הנקרא על שמה (כולל הן מוזיאונים והן קבוצות ספורט), משקיעה רבות ביחסי ציבור ובקשרים עם התקשורת, קיים בפועל תיעול של זרמי מזומנים.

שווי השליטה בישראל ובעולם

- שני מאמרים עוסקים בשווי השליטה בישראל, Barak and Lauterbach (2011) ו- בלום, חנס, יוסף ולאוטרבך (2020).
- המאמר המוקדם יותר בוחן 52 עסקאות העברת שליטה בשנים 1993-2005 ומוצא ששווי השליטה הממוצע בחברה ישראלית הוא כ-31% משווי השוק של מניות החברה. המאמר המאוחר יותר, בלום ושותפיו (2020) בוחן 60 עסקאות העברת שליטה מלאה בשנים 2001-2019 ומוצא שווי שליטה ממוצע נמוך בהרבה – כ-10% בלבד.

שווי השליטה בישראל ובעולם (המשך)

- בלום ושותפיו (2020) מזהים גם ירידה בשווי השליטה בתוך תקופת המדגם שלהם. הערך החציוני של השליטה בעשור הראשון, 2001-2010, עמד על 9.9% משווי החברה, כמעט כפול מהערך החציוני של השליטה בעשור השני, 2011-2019, שעמד על 5.5%. לדעת בלום ושותפיו (2020), חוק החברות החדש (משנת 2000) ומהפכת הממשל התאגידי בארץ שקרתה מאוחר יותר (תיקון 16 לחוק החברות ומאורעות נוספים), הפחיתו מאוד את שווי השליטה בחברה ציבורית ישראלית.

- Dyck and Zyngales (2004) אומדים שווי שליטה של עד 4% בכלכלות המתקדמות בעולם, ומסתבר שישראל מתקרבת לתחום זה במהירות.

הבעיה החדשה: חברות ללא גרעין שליטה

- בארה"ב, ברוב גדול של החברות הציבוריות אין בעלי שליטה, המחזיקים 20% לפחות מהחברה (הגדרת השליטה לפי Dyck and Zyngales).
- את הואקום ממלא בדרך כלל המנכ"ל של החברה שבהרבה מקרים שולט בחברה.
- במקרה כזה המשקיעים מן הציבור "נעשקים" על ידי המנכ"ל שפועל לטובתו האישית במקום לטובתם. מבעית "סוכן" בין בעלי השליטה לבעלי המניות מהציבור אנו עוברים לבעית סוכן בין המנכ"ל לבעלי המניות מהציבור.

טובות הנאה למנכ"ל בחברות ללא גרעין שליטה

- מותרות, מעמד חברתי וסיפוק האגו. הוצאות אלה פוטנציאלית גבוהות יותר בחברה ללא גרעין שליטה. בעלי שליטה מרסנים את עצמם כי מותרות והוצאות תדמית עולות להן כסף מכוח אחזקתם המשמעותית בחברה. אחזקות המנכ"ל בהון החברה הן בדרך כלל נמוכות ביותר.
- שכר. הבעיה של שכר עודף מחריפה בחברות ללא בעל שליטה.
- תיעול מזומנים, נכסים והון. נחלשים בחברה ללא גרעין שליטה.
- לסיכום, נראה שבעיית טובות ההנאה הפרטיות מצומצמת יותר בחברות ללא גרעין שליטה. **אבל, אין זה אומר שבעית הסוכן מתונה יותר בחברות ללא גרעין שליטה!**

הבעיה הנוספת בחברות ללא גרעין שליטה

- McConnell and Servaes (1990) מראים שערך החברה עולה עם אחוז האחזקה של בעלי השליטה עד לגבול של 40-50%. חברה עם גרעין שליטה שווה בשוק יותר מאשר חברה ללא גרעין שליטה. ההסבר: לבעלי השליטה Skin in the Game.
- האם מנכ"ל שאינו בעלים אינו מתאמץ דיו? איך רותמים מנכ"ל שאינו בעלים להשיא את ערך החברה?
- הפתרון בדרך כלל הוא לתת למנכ"ל שכר הוני – מניות ואופציות בחברה. אבל, צריך לוודא שתמריץ כזה יהיה אפקטיבי, כי הסתבר שלמנכ"לים בחברות ללא גרעין שליטה, נטייה להשיא את תועלתם האישית בטווח הקצר. האופק שלהם קצר יותר מאשר לבעלים של חברה עם גרעין שליטה.

סיכום

- להערכתי, בחברות עם בעלי שליטה, החוק והרגולציה הישראליים הגיעו פחות או יותר לבשלות. בממוצע, טובות ההנאה הפרטיות של בעלי השליטה בארץ נמוכות (אחוזים בודדים מערך החברה), וברות השוואה למקובל בכלכלות המתקדמות בעולם.
- בחברות ציבוריות ללא גרעין שליטה, הניהול והשאת ערך החברה מורכבים ומאתגרים יותר. לכאורה, טובות ההנאה הפרטיות נמוכות יותר, אך הנזק הפוטנציאלי של בעיית הסוכן בין המנכ"ל לבעלי המניות מהציבור, הוא לדעתי חמור יותר.
- לכן, הדיון בכנס זה והחקיקה בנושא הממשל התאגידי בחברות שהן למעשה או לכאורה ללא גרעין שליטה, חשובים!

תודה רבה