שווייה של שליטה בחברה ציבורית בעקבות רפורמות מקיפות בממשל התאגידי הישראלי

מאת

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

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

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

מבוא

זה לא מכבר מלאו 20 שנים לכניסתו לתוקף של חוק החברות הישראלי. חוק החברות הוא חוק מודרני, אשר החליף את פקודת החברות שמקורה בימי המנדט הבריטי. משכך,

* עו״ד אילון בלום, הפקולטה למשפטים ע״ש בוכמן, אוניברסיטת תל אביב.

** פרופ׳ שרון חנס, דיקאן הפקולטה למשפטים ע״ש בוכמן, אוניברסיטת תל אביב.

*** ד״ר רויטל יוסף, בית הספר למנהל עסקים, אוניברסיטת בר־אילן.

**** פרופ׳ בני לאוטרבך, ראש הקתדרה ע״ש משפחת אקרמן לממשל תאגידי בישראל, בית הספר למנהל עסקים, אוניברסיטת בר־אילן.

על הערות מועילות אנו מודים לאסף חמדני, לקובי קסטיאל, לאהוד קמר, לשריה אורגד, לדן עמירם וכן למשתתפי הסמינר לממשל תאגידי בפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל אביב. על סיוע מצוין במחקר אנו מודים לאלון לוקסנבורג ולאמיר בן מויאל.

הציפייה 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 ״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, בין השאר באמצעות עסקאות שונות, במישרין ובעקיפין, של בעל השליטה עם החברה הציבורית.

כך, מחקר בין־לאומי 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] לעומת ממוצע של 14% ב־39 כלכלות מפותחות בעולם.[2] במחקר מאוחר יותר של ברק ולאוטרבך, שבחן העברות שליטה בשנים 1993–2005, נמצא כי שווי השליטה הממוצע בישראל בשנים אלו היה כ־31% משווי השוק של מניות החברה.[3] מקובל לטעון כי שווי השליטה הוא אומדן להיקף טובות ההנאה הפרטיות שבעלי השליטה מתכננים להפיק מהחברה.[4] לפיכך המחקרים דלעיל, המוצאים בישראל שווי שליטה כפול מהממוצע במדינות מפותחות אחרות, מצביעים על חולשה מהותית בממשל התאגידי בארץ ערב המילניום הנוכחי.

מטרתו המרכזית של מאמר זה היא לבחון אם חוק החברות ומהפכת הממשל התאגידי שבאה בעקבותיו אכן שיפרו את המצב בפועל והביאו לירידה בתועלת הפרטית שמפיק בעל השליטה. המחקר מקיף את כל החברות הציבוריות בישראל, החל משנת 2001 וכלה בסוף 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 העשרים ואחת בכשני שלישים לעומת המחקרים הקודמים.

כמו כן נבחנות במחקר תקופות משנה בתוך התקופה הכוללת כדי לבסס סיבתיות בין הרפורמות לבין הירידה בשווי השליטה. החלוקה נועדה גם להפריד בין רפורמה משפטית שהדגש בה הוא על הגברת האכיפה הציבורית מצד רשויות אכיפת החוק, לבין רפורמה שהדגש בה הוא על אכיפה פרטית (כלומר באמצעות תביעות מצד בעלי מניות). מהפכת

1 Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537, 544 (2004) (להלן: Dyck & Zingales, *Private Benefits*).

2 שם, בעמ׳ 538.

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

4 ראו Lucian Arye Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q. J. ECON. 957, 962 (1994). כן ראו שרון חנס ״הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עויינות על חברות בישראל״ **עיוני משפט** כו 819, 834 (2003).

הממשל התאגידי בישראל כללה כמה שלבים: השלב הראשון של המהפכה טמון בהגברת האכיפה הציבורית. בשנים הראשונות לאחר חקיקת חוק החברות נשארו מקצת הוראותיו החשובות עלי ספר בלבד, והחברות הציבוריות ובעלי השליטה לא התקשו להתגבר בפועל על חלק מהמחסומים שהוצבו בפניהם מכוח הוראות אלה. ניתן לומר גם כי זהו ביטוי להבחנה הוותיקה בין החוק כפי שהוא ״על הנייר״ (law in books) לבין פעולת החוק הלכה למעשה (law in action).[5]

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

לאחר שרשות ניירות ערך נכנסה בעובי הקורה, ובמקרים מסוימים עירבה גם את הפרקליטות הפלילית, באה לעולם האכיפה הציבורית של חוק החברות, אף שחוק החברות עצמו לא הסמיך את רשות ניירות ערך לאכוף את הוראותיו העיקריות.[9] תהליך הגברת האכיפה הציבורית הוא מטבעו תהליך הדרגתי, אך בעינינו קו פרשת המים היה פסק הדין בבית המשפט העליון בעניין **ערד**.[10] באותו מקרה נפל דבר, ובאופן חסר תקדים 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 המונח ״עניין אישי״, אשר מי שנגוע בו כפוף לכללי אישור מיוחדים.[11]

פסק הדין, אשר ניתן ביום 2.6.2005, גרם לטלטלה של ממש בשוק ההון, והוא מצדיק לשיטתנו בחינה נפרדת של שווי השליטה לאחר המועד שבו הוא ניתן. הגברה ניכרת זו באכיפה הציבורית לוותה בהתגברות דומה של תשומת הלב התקשורתית לסוגיה

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

6 ראו את הנוסח המקורי של סעיף 275 לחוק החברות, התשנ״ט–1999. ראו גם אסף חמדני ושרון חנס ״הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית״ **משפט ועסקים** ט 75, 86 (2008).

7 ראו החלטה 5-101 של הרשות לניירות ערך ״עניין אישי בעסקאות עם בעלי שליטה״ (19.10.2004) https://bit.ly/3BN6rgq (סיווג בעל מניות המנהל יחסים עסקיים משמעותיים ומתמשכים עם בעל השליטה כבעל עניין אישי); ״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״ **רשות ניירות ערך** (14.1.2004) https://bit.ly/3FIildY (להלן: רשות ניירות ערך ״פרשנות עניין אישי״). ראו גם את להלן הטקסט הסמוך לה״ש 40.

8 ראו ע״פ 3891/04 **ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע״מ נ׳ מדינת ישראל**, פ״ד ס(1) 294 (2005).

9 השוני לעניין זה בולט בהשוואת חוק החברות לחוק ניירות ערך, התשכ״ח–1968 (המסמיך בסעיף 2 לחוק זה את הרשות מפורשות לאכוף את הוראותיו).

10 עניין **ערד**, לעיל ה״ש 8.

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

הרלוונטית.[12] במהלך שנת 2005 הושקה המהדורה היומית של עיתון **דה מרקר**,[13] אשר חרט על דגלו את המאבק בבעלי שליטה.[14] גם כלי תקשורת אחרים הגבירו בהדרגה את תשומת הלב המופנית לסוגיה.[15] עלייה בחשיפה ובכיסוי תקשורתי מוכרת בספרות כגורם אשר יכול למתן הפקת תועלות פרטיות של בעל השליטה.[16] מאמרים נוספים בנושא כמו אלה של דייק, וולצ׳קובה וזינגאלאס,[17] ליו ומק׳קונל[18] ולאוטרבך ופזוסטה,[19] מעידים כולם על השפעה של התקשורת על ריסון בעלי השליטה ושיפור הממשל התאגידי ועל תרומתה הניכרת לכך. למעשה, אכיפה ציבורית ותשומת לב תקשורתית הן גורמים השלובים זה בזה. מן העבר האחד, תקשורת דוחפת לעיתים את רשויות אכיפת החוק לפעולה, ומן העבר השני, פעולת הרשויות מדרבנת לעיתים את הדיווח התקשורתי.[20] כך או כך, הן האכיפה הציבורית והן תשומת הלב התקשורתית לשאלות הרלבנטיות התעצמו בשנת 2005. ואכן, אנו מוצאים ירידה מסוימת בשווי השליטה לאחר שנת 2005, אולם זוהי ירידה בהיקף מתון בלבד, והיא אינה מובהקת סטטיסטית. ייתכן שהדבר נובע ממיעוט העסקאות בכל אחת מתקופות המשנה או מכך שההתגברות באכיפה הציבורית היא תהליך מתמשך ללא מועד חתך ברור.

12 ראו אודליה מינס ״ההסדר המשפטי החל על פירמידות שליטה בחוק הריכוזיות והשפעתו על שוק ההון והמשק הישראליים: ממצאים ראשוניים״ **מחקרי משפט** לא 55, 87 (2017). כן ראו תמרה לב ״בית המשפט העליון חיזק ההלכה לגבי קיומו של ׳עניין אישי׳ ושלח את שלמה אייזנברג לשנת מאסר״ **הארץ** (5.6.2005) https://bit.ly/3aGxluG; תמרה לב ״אלמוג: ׳בפעם הראשונה מסדיר בית המשפט העליון נושא חשוב ביותר בתחום ניירות ערך שהיה פרוץ עד היום׳״ **TheMarker** (5.6.2005) https://bit.ly/3AJCdtB; אסף ברגרפרוינד ״שבע שנים לאחר פרשת ערד־ישרס קיבל שלמה אייזנברג עונש מאסר של שנה וחצי״ **הארץ** (10.2.2004) https://bit.ly/3DIUgBV.

13 רתם קלינה ״דה מרקר מתרחב״ **nrg** (7.2.2007) https://bit.ly/3AJYoQg.

14 ראו חגי עמית ״עשר חברות שולטות על 80% מאחזקות הציבור בבורסה״ **TheMarker** (2.7.2011) https://bit.ly/3BPHsJy; אורן הלר ״מחקר: בעלי השליטה בפירמידות מרוויחים כ־850 מיליון שקל בשנה על חשבון הציבור״ **TheMarker** (30.8.2011) https://bit.ly/3lHv2O7; עידו באום ״איך לוקחים בעלי השליטה את ההזדמנויות המוצלחות לכיסם״ **TheMarker** (2.10.2012) https://bit.ly/3aFZcLG.

15 הדבר נכון הן לעיתונות הכתובה (בעיקר **כלכליסט** ו**גלובס**), והן למדורים כלכליים בולטים בטלוויזיה.

16 ראו Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537 (2004); Dyck & Zingales, *The Corporate Governance Role of the Media*, *in* THE RIGHT TO TELL: THE ROLE OF MASS MEDIA IN ECONOMIC DEVELOPMENT 107 (2002) (להלן: Dyck & Zingales, *The Corporate*); לעיל ה״ש 1.

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

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

19 Beni Lauterbach & Anete Pajuste, *The Media and Firm Reputation Roles in Corporate Governance Improvements: Lessons from European Dual Class Share Unifications*, 25 CORP. GOVERNANCE: INT'L REV. 4 (2017).

20 Dyck & Zingales, *The Corporate*, לעיל ה״ש 16, בעמ׳ 117.

במהפכת הממשל התאגידי קיימת משמעות רבה גם לשנת 2010. בשנה זו הוקמה והחלה לפעול המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב.[21] במסגרת זו מונו שלושה שופטים ייעודיים לנושא אשר מרכזים בידיהם את הטיפול במרב 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 נעוצה בתיקון נרחב לחוק ניירות ערך, אשר במרכזו יצירת מערכת לאכיפה מנהלית של הפרות דין באמצעות ועדת האכיפה המנהלית של רשות ניירות ערך.[22] תיקון זה נכנס לתוקפו בראשיתה של שנת 2011.

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

לצד השינויים בחזית המשפטית חלו שינויים נוספים שאותם נפרט **בפרק ב** של המאמר, בעיקר מחאה חברתית רחבת היקף, שהתרחשה בשנת 2011, ושבמהלכה הותקפו נמרצות בתקשורת בעלי ההון (ה״טייקונים״) ובהם בעלי השליטה בחברות הציבוריות.[28] בשל כל השינויים המרכזיים והתכופים האלו נקבעה שנת 2010 במחקר לשנה שיש לבחון אם לאחריה התחולל שינוי נוסף בשווי השליטה. לפי השערת המחקר, התוצאה היא שיש ירידה בשווי השליטה גם בשנים 2011–2019, לעומת התקופה שבין 2001 ל־2010. בפועל, גילינו כי הערך החציוני של השליטה בתקופה המוקדמת היה 9.9%, ובתקופה המאוחרת 5.5%.[29] אולם מאחר שההפרדה של תקופת המחקר לשתי תקופות מקטינה את כמות העסקאות בכל אחת מתקופות המשנה, לא ניתן לקבוע מובהקות סטטיסטית למסקנה זו.

לבסוף בחנו את שווייה של שליטה בחברות גדולות אל מול חברות קטנות. השערת המחקר היא שככל שהחברה גדולה יותר, במונחי שווי שוק או נכסים במאזן, כך יהיה שווי

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

22 חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע״א–2011, ס״ח 2274.

23 חוק החברות (תיקון מס׳ 16), התשע״א–2011, ס״ח 2281.

24 ראו פרוטוקול ישיבה מס׳ 285 של ועדת החוקה, חוק ומשפט, הכנסת ה־18, 3 (7.12.2010).

25 ס׳ 275(א)(3)(א) לחוק החברות. ראו גם אסף חמדני ושרון חנס ״הגינות מלאה: עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים״ **משפטים** מז 761, 772 (2018).

26 ס׳ 115 לחוק החברות.

27 שם, ס׳ 275(א1).

28 ניר צרפתי ואתי אגא ״שוק ההון ביום שאחרי מחאת האוהלים״ **כלכליסט** (8.8.2011) https://bit.ly/3FSkVOw.

29 החלוקה לתקופות משנה מקטינה את מספר העסקאות בכל תקופה כזאת, 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.

השליטה נמוך יותר, כאשר השווי נמדד באחוזים משווי מניות החברה (אך לא בערך כספי אבסולוטי). להשערה זו כמה טעמים אשר יפורטו בהמשך.[30]

אם כן, ככלל ממצאי המחקר עשויים להעיד על שיפור ניכר בריסון יכולתו של בעל השליטה בחברה ישראלית להפיק תועלת פרטית מהחברה שבשליטתו. הקורלציה בין הירידה בשווי השליטה לבין נקודות ציון בולטות בהתגברות האכיפה ובמהפכת הממשל התאגידי תומכת במסקנה שהרפורמה המקיפה צמצמה במידה ניכרת את ניצול כוחם העודף של בעלי השליטה. עם זאת המחקר שערכנו אינו בוחן את העלות של הרפורמות המשפטיות הרבות והתכופות שעברו על המשק בישראל. בתקופת המחקר חלה ירידה ניכרת בכמות החברות הנסחרות בבורסה בישראל, ואין לשלול את הסברה שהתגברות האסדרה תרמה לתוצאה זו.[31] המחקר שלנו מצביע אפוא על האפקטיביות של הרגולציה בהשגת מטרותיה מבלי להתיימר לבצע מבחן של עלות–תועלת. המאמר ממשיך כדלקמן: **פרק א** סוקר את מהפכת המשטר התאגידי שהתרחשה בישראל בשני העשורים שחלפו, אגב חלוקה למרכיביה השונים ולתקופות משנה; **פרק ב** כולל סקירת ספרות קצרה בעניין מדידת שווי השליטה בחברות ציבוריות ומציג את השערות המחקר; **פרק ג** מציג את המדגם ואת המתודולוגיה; **פרק ד** מציג את תוצאות המחקר; **פרק 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 בשנת 1982 בטיוטה שהכין אוריאל פרוקצ׳יה לבקשתו של שר המשפטים דאז משה ניסים.[32] טיוטה זו שימשה בסיס לעבודתה של ועדה ציבורית בראשות השופט אהרן ברק, אשר ישבה על המדוכה בין השנים 1985 ו־1994.[33] הצעת החוק הוגשה ב־1995, ורק לאחר ארבע שנים נוספות של דיונים בכנסת עבר החוק החדש. בעת הדיון בכנסת הסביר דוד תדמור, אשר כיהן באותה עת כממונה על ההגבלים העסקיים: ״ובגלל שיש ניגוד עניינים אינהרנטי בין בעל השליטה לבין טובת בעלי המניות האחרים שאינם הוא בחברה ציבורית, יש הרבה מאוד הוראות גם בחוק הזה וגם בחוק ניירות ערך שבאות להתגבר על הקושי״.[34] בין השאר

30 ראו להלן פרק ג.

31 ראו אסף אקשטיין ודוד האן ״׳שליטה׳: פסיחה על שתי הסעיפים או שיווי משקל?״ **מחקרי משפט** לד (צפוי להתפרסם ב־2022); מורן אופיר ״פרמיית השליטה בעסקאות מיזוג מסוג going private״ **משפט ועסקים** כ 541, 548–549 (2017). עם זאת, יש לציין כי ערב ירידת מאמר זה לדפוס חלה דווקא עלייה משמעותית בכמות החברות הנסחרות בבורסה, כתוצאה מגל הנפקות חסר תקדים.

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

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

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

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

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

באותן שנים קבע חוק החברות כי עסקאות משמעותיות של החברה עם בעלי השליטה יזכו לאישור של שליש מקולות בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה.[39] אולם בחוק לא נקבע במפורש מי רשאי להיכלל בשליש הנדרש. בדיעבד התברר כי זו הייתה פרצה 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 ואחרים ששיקול דעתם היה נגוע בניגוד עניינים.[40] במקרים קיצוניים נעשו מעשים חמורים יותר, כמו מכירה מלאכותית של מניות כדי לזכות באישור אגב שימוש באנשי קש.[41] דומה כי באותן שנים היה הבדל ניכר בין הוראות חוק החברות כפי שהן כתובות על ספר לבין הדרך שבה הן יושמו הלכה למעשה.

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

36 ראו ס׳ 96ב, 96ח לפקודת החברות; ס׳ 239, 245 לחוק החברות. ערב החוק מונו דירקטורים מקרב הציבור באספה הכללית ברוב רגיל, ולאחריה זכו לאישור ועדה בת שלושה חברים שבה ישבו שופט מכהן, יו״ר הרשות לניירות ערך ויו״ר הבורסה, אשר בחנה את עמידתם בתנאי הכשירות הסטטוטוריים. אולם על פי דברי ההסבר להצעת חוק החברות, הוועדה לא הייתה מנגנון סינון ראוי, והיא הוחלפה בחוק החברות בדרישה כי רוב מקרב המיעוט בחברה יאשר את מינוי הדירקטורים החיצוניים (ראו דברי ההסבר להצעת חוק החברות, התשנ״ו–1995, ה״ח 82).

37 אשר לליקויים ביישום החוק, ראו רשות ניירות ערך ״פרשנות עניין אישי״, לעיל ה״ש 7.

38 Simon Johnson et al., *Tunneling*, 90 AM. ECON. REV. 22 (2000).

39 ראו את הנוסח המקורי של סעיף 275 לחוק החברות.

40 רשות ניירות ערך ״פרשנות עניין אישי״, לעיל ה״ש 7.

41 עניין **ערד**, לעיל ה״ש 8. כן ראו ע״פ 5307/09 **דיוויס נ׳ מדינת ישראל**, פס׳ 7 לפסק דינו של השופט (כתוארו אז) ריבלין (נבו 30.6.2010) (להלן: עניין **צינורות המזרח התיכון**) (״הרנדל נועד, אפוא, לשמש

בתהליך שנמשך כשנתיים, אשר תחילתו בשנת 2002, החלה רשות ניירות ערך לבחון כיצד מתבצעת בפועל ספירת ה״שליש הבלתי נגוע״.[42] ביום 14.1.2004 פרסמה הרשות מסמך שנועד להבהיר מי אינו רשאי להיכלל באישור הנדרש, ובגדר הודעה לעיתונות על אודותיו נכתב כך:

> רשות ניירות ערך פרסמה לאחרונה באתר האינטרנט שלה את פרשנותה 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. על מנת להתמודד עם התופעה פנתה הרשות לחברות שונות שביצעו עסקאות הטעונות אישור אסיפה כללית וביקשה מהן פרטים אודות המצביעים בעד ונגד העסקאות, תוך פירוט קשריהם של המצביעים בעד העסקה, שנמנו על אלה שאינם בעלי ענין אישי, עם החברה ועם בעל השליטה בה.[43]

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

כך באה לעולם אכיפה ציבורית ניכרת של חוק החברות, אף שחוק החברות עצמו לא הסמיך את רשות ניירות ערך לאכוף את הוראותיו המרכזיות. כאמור, זהו תהליך מתמשך, אך ניתן לאתר בו קו פרשת מים – פסק דינו של בית המשפט העליון בעניין **ערד**, שניתן ביום 2.6.2005.[47] בעניין **ערד** לא הסתפקה רשות ניירות ערך בנקיטת עמדה או הנחיה מנהלית,

בהצבעות באסיפה הכללית כצד שלישי בלתי נגוע בעניין אישי, לצורך הסכם דמי הניהול כנדרש על פי חוק החברות״).

42 רשות ניירות ערך ״פרשנות עניין אישי״, לעיל ה״ש 7.

43 רשות ניירות ערך ״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״ (הודעה לעיתונות 14.1.2004).

44 החלטה 5-101 של רשות ניירות ערך, לעיל ה״ש 7.

45 ראו אל על נתיבי אויר לישראל בע״מ ״הבהרות לאופן אישור החלטות באסיפה שתתקיים ב־10.5.05״ **מאיה** (6.5.2005) https://bit.ly/3pb1afv.

46 התפתחות האכיפה הציבורית מצד רשות ניירות ערך מתוארת אצל מוטי ימין ואמיר וסרמן **תאגידים וניירות ערך** 644 (2006), 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׳״.

47 עניין **ערד**, לעיל ה״ש 8.

אלא עירבה את הפרקליטות הפלילית, וזו העמידה את המעורבים לדין.[48] כך, נפל דבר בישראל, ובפעם הראשונה נשלח בעל שליטה של חברה ציבורית למאסר בפועל לאחר שבית המשפט קבע כי הוא ניסה להתגבר שלא כדין על כללי האישור של עסקה בניגוד עניינים.[49] לפסק הדין משמעות נוספת משום שבית המשפט העליון הבהיר לראשונה את המשמעות הנכונה של המושג ״עניין אישי״,[50] אשר מי שנגוע בו כפוף לכללי אישור מיוחדים, וכן המשיך בפיתוח הדוקטרינה של חיוב תאגיד בדין פלילי.[51] פסק הדין אוזכר לאחר מכן לא פחות מ־80 פעמים בפסקי דין מאוחרים יותר[52] וזכה לתהודה רבה גם בתקשורת.[53] על כן לשיטתנו, הגברת האכיפה בשנת 2005 הייתה שיא של תהליך אשר מצדיק בחינה נפרדת של שווייה של השליטה משני עבריה של שנה זו.

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

מלבד תהליך זה של התגברות האכיפה הציבורית והתקשורתית יש למקד תשומת לב גם ברפורמה שבאה לידי ביטוי בשינויי חקיקה רלוונטיים.[58] מאז חקיקת חוק החברות תוקן

48 שם.

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

50 עניין **ערד**, לעיל ה״ש 8, פס׳ 49 לפסק דינו של השופט ריבלין (המבחן שנקבע להגדרת עניין אישי הוא מבחן ״הזיקה העודפת״, כלומר כל תועלת המופקת מהעסקה מלבד זו הנצברת לבעל המניות בשל החזקותיו במניות החברה).

51 שם, פס׳ 66.

52 בהסתמך על ״המקורות שאזכרו״ לפי אתר ״נבו״, נכון לחודש אוקטובר 2020.

53 לדוגמאות נבחרות, ראו עומר שרביט ״שלמה אייזנברג יתחיל לרצות מחר שנת מאסר בכלא על עבירות בניי״ע; בנו ימונה במקומו ליו״ר ערד השקעות״ **TheMarker** (26.6.2005) https://bit.ly/2YRqADu; עמרי ידלין ״שום דבר אישי״ **גלובס** (3.2.2008) https://bit.ly/3vcVuT7. ראו גם ליטל דוברוביצקי ושלומי שפר ״שלמה אייזנברג ייכנס היום לכלא״ **Ynet** (27.6.2005) https://bit.ly/2XjmT9s; ״העליון הפחית עונשו של שלמה אייזנברג לשנת מאסר״ **Ynet** (2.6.2005) https://bit.ly/3aCCTq9.

54 קלינה, לעיל ה״ש 13.

55 ראו את המקורות המוזכרים לעיל בה״ש 14.

56 ראו למשל עירית אבישר ואבי שאולי ״חולבים את פרת המזומנים עד הסוף״ **גלובס** (12.11.2008) https://bit.ly/3DKJIT2; לירוי פרי ״משיבים אש לטענות הטייקונים: ׳פירמידות השליטה מייצרות שוק עבדים׳״ **כלכליסט** (17.11.2011) https://bit.ly/3FJBX1v.

57 ראו Dyck & Zingales, *Private Benefits*, לעיל ה״ש 1; Dyck & Zingales, *The Corporate*, לעיל ה״ש 16; Dyck, Volchkova & Zingales, לעיל ה״ש 17. ראו גם Liu & McConnell, לעיל ה״ש 18; Lauterbach & Pajuste, לעיל ה״ש 19.

58 אופיר, לעיל ה״ש 31.

החוק לא פחות מ־33 פעמים,[59] אולם רק מקצת התיקונים היו בעלי חשיבות ניכרת.[60] התיקון החשוב ביותר לעניין ההגנה על האינטרסים של בעלי המניות מן הציבור היה תיקון 16 לחוק החברות, אשר התקבל ביום 7.3.2011.[61] זהו תיקון חקיקה מקיף אשר מתמקד לענייננו בשיפור מנגנון אישור העסקאות עם בעל השליטה.[62] במחקרם של פריד, קמר ויפה נמצא כי הייתה למנגנון החדש השפעה ניכרת על השכר שקיבלו בעלי שליטה בישראל מחברותיהם.[63] בתיקון הוחמר מנגנון אישור העסקה, ונדרש אישורם של בעלי המניות ברוב (ולא בשליש כבעבר) מהמניות הלא נגועות בניגוד עניינים.[64] כמו כן התבצע ״טיהור״ של ועדת הביקורת, שהיא 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.[65] בהזדמנות זו הורחבה גם הגדרת ״עניין אישי״ שבחוק על מנת לכלול מקרה שבו בעל המניות מְמַנֶּה מיופה כוח אשר יצביע עבורו.[66]

כמו כן נקבע במסגרת תיקון 16 כי כל עסקה משמעותית נמשכת של החברה עם בעל השליטה, לרבות הנוגעת לשכרו, תאושר מחדש מדי שלוש שנים (ואם ביום כניסת תיקון

59 שוק ההון, ובעלי השליטה שבו, הושפעו גם מחקיקה חיצונית לחוק החברות. דוגמה בולטת לכך היא החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע״ד–2013, אשר הטיל בהדרגה איסור על מבנים פירמידליים 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 (תיקוני חקיקה), התשס״ה–2005 (פיצול קופות הגמל וקרנות הנאמנות) והחוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל (תיקוני חקיקה), התשע״ז–2017 (פיצול חברות האשראי מהבנקים).

60 ראו, בין השאר, חוק החברות (תיקון מס׳ 3), התשס״ה–2005, ס״ח 1989 (בין השאר עיצוב מחדש של מנגנון הרמת המסך); חוק החברות (תיקון מס׳ 17), התשע״א–2011, ס״ח 2315 (הכפפת חברות אג״ח פרטיות למנגנונים שונים של החוק); חוק החברות (תיקון מס׳ 20), התשע״ג–2012, ס״ח 2385 (שכר בכירים).

61 חוק החברות (תיקון מס׳ 16).

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

63 Jesse Fried, Ehud Kamar & Yishay Yafeh, *The Effect of Minority Veto Rights on Controller Tunneling*, 138 J. FIN. ECON. 777, 778 (2020).

64 ס׳ 275(א)(3)(א) לחוק החברות.

65 שם, ס׳ 115. ראו גם את דברי ההסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס׳ 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש״ע–2010, ה״ח 496, 570–571 (״כדי להבטיח את עצמאותה של ועדת הביקורת מוצע להגדיל את משקלם היחסי של 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״).

66 ס׳ 1 לחוק החברות.

החוק לתוקף כבר חלפו שלוש שנים, אזי בתוך חצי שנה מכניסת התיקון לחוק לתוקף).[67] מטרתו של שינוי זה היא לאפשר למיעוט להביע את עמדתו במקרה של שינוי נסיבות, ואולם מטרה נוספת שלו הייתה ״לנקות״ את כשלי העבר באותן הצבעות מרובות שבהן אושר שכרו של בעל השליטה בטרם התבססה ההגדרה המחמירה לעניין אישי של בעלי המניות המאשרים.[68]

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

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

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

67 שם, ס׳ 275(א1).

68 דברי ההסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס׳ 12), בעמ׳ 579.

69 רשות ניירות ערך **דו״ח הועדה: לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל (Corporate Governance) בישראל** (2006) https://bit.ly/30kGJSG (להלן: דו״ח ועדת גושן).

70 נעמה סיקולר ״גושן: ׳החיים לא קלים כשאתה רגולטור – כל יום מתווספים לך שונאים׳״ **כלכליסט** (1.12.2010) https://bit.ly/2XfWc5n.

71 על הציפיות מהקמת בית המשפט הכלכלי עמד יו״ר רשות ניירות ערך דאז, פרופ׳ זוהר גושן, בטקס השקת המחלקה הכלכלית, ראו הילה רז ״ביניש: ׳המחלקה החדשה תייצר דינים ישראליים בנושאים כלכליים׳״ **הארץ** (15.12.2010) https://bit.ly/3BOldna (״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״).

72 ס׳ 42א–42ה לחוק בתי המשפט [נוסח משולב], התשמ״ד–1984.

לתוקף ועד 2010, הוגשו בממוצע רק עשר תביעות נגזרות בשנה.[73] אולם לאחר הקמת המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב חלה עלייה ניכרת, וכיום מדי שנה מוגשות עשרות בקשות לאישור תביעות נגזרות, אשר לצידן מוגשות גם תביעות ייצוגיות בטענה להפרות דין של בעלי שליטה.[74] בשנת 2012, לדוגמה, הוגשו לא פחות מ־45 בקשות לאישור תביעות נגזרות, ובשנת 2018, שנת השיא עד כה, הוגשו לא פחות מ־60 בקשות.[75] בעקבות זאת ניתן במחלקה הכלכלית, וגם במחוזות אחרים שבהם חלה התעוררות באותה עת, מספר רב של פסקי דין תקדימיים אשר בחלקם הגדול נועדו לשפר את ההגנה על ציבור בעלי המניות.[76] אם כן, אין מדובר רק בשינוי כמותי אלא גם בשינוי איכותי. הקמת בית המשפט הכלכלי היא בבחינת מהפכה רבתי באכיפה הפרטית של חוק החברות.

בספרות קיים ויכוח על התועלת היחסית של מנגנוני אכיפה פרטית אל מול אלו של אכיפה ציבורית בשיפור ההגנה על משקיעים מן הציבור.[77] למשל, מן העבר האחד ג׳קסון ורו מספקים ממצאים התומכים בטענה כי התפקיד המרכזי שמור לאכיפה ציבורית,[78] ומן העבר השני לה פורטה, לופז־דה־סילנס ושלייפר מראים כי הבכורה שמורה דווקא לאכיפה פרטית יעילה.[79] מאחר שמהפכת הממשל התאגידי בישראל החלה בשיפור באכיפה הציבורית (שכאמור הגיעה 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 אצלה גם את הטיפול בתיקים התאגידיים הפליליים. משכך, הקמת בית המשפט הכלכלי מחזקת גם את האכיפה הציבורית. ביטוי נוסף להתגברות האכיפה הציבורית בתקופה זו הוא תיקון חקיקה שלישי, שהוא תיקון בעל חשיבות לחוק ניירות ערך. במרכזו יצירת מערכת לאכיפה מנהלית של הפרות דין באמצעות

73 משה גורלי ״אנטרופי חושפת: זינוק בהיקף התביעות הנגזרות״ **כלכליסט** (15.7.2015) https://bit.ly/2XjoQTk.

74 דוגמה בולטת לתביעה כזאת היא עניין **אלסינט**, לעיל ה״ש 35. במקרה זה אישר בית המשפט העליון תביעה ייצוגית נגד בעל השליטה בשל נזק שגרם לחברה בעסקת ניגוד עניינים (וגם נגד בעל השליטה הקודם אשר מכר לו את השליטה), כאשר אחת הראיות לנזק שציין בית המשפט הייתה פרמיית השליטה הגבוהה ששילם בעל השליטה עובר לביצוע העסקאות.

75 הנתונים נמסרו מאת יחידת חופש המידע בלשכת היועץ המשפטי למחברים בתשובה לבקשת חופש המידע מס׳ 09822519 (19.5.2019) (עותק מצוי בידי המחברים).

76 להפניה לפסקי הדין מרכזיים ולדיון בריבוי התקדימים החשובים ראו חמדני וחנס, לעיל ה״ש 25, ה״ש 18 (והטקסט הסמוך לה).

77 אכיפה ציבורית משמעה פעילות אכיפה שנעשית מטעם גוף ציבורי, כגון רשות ניירות ערך או פרקליטות המדינה, ואילו אכיפה פרטית משמעה הגשת תביעה בידי שחקנים שונים בשוק ההון כדוגמת בעלי מניות או נושים, ובכלל זה בשימוש בתביעות ייצוגיות ונגזרות. ראו הדס אהרוני ברק ״אכיפה ציבורית, ריכוזיות השליטה והגנת המיעוט״ **משפטים** מג 831, 841–853 (2013).

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

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

ועדת האכיפה המנהלית של רשות ניירות ערך.[80] לבסוף תיקון לתקנות ניירות ערך מחייב חברות ציבוריות, למן סוף שנת 2010, להוסיף לדוחות התקופתיים דוח מבוקר בדבר הערכת אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי לצד הצהרות מנהלים בדבר נכונות הדיווח הכספי (תקנות ISOX).[81]

כמו כן בתקופה הסמוכה לשינויים אלו חלו שינויים אחרים, לבר־משפטיים, שיש להם משמעות לענייננו, בעיקר מחאה חברתית רחבת היקף, שהתרחשה בישראל בשנת 2011, ושבמהלכה הותקפו נמרצות בתקשורת ״טייקונים״ ובהם בעלי שליטה בחברות הציבוריות.[82] מחאה זו לוותה בדיונים תכופים בכנסת ובתקשורת. שינוי נוסף חל בשנת 2010 כאשר פעילות הייעוץ למשקיעים המוסדיים, לרבות המלצות בנוגע להצבעה בעסקאות עם בעלי השליטה, עברה לידיה של חברת אנטרופי (מידיה של חברת פועלים סהר, אשר הייתה בבעלות בנק הפועלים).[83] בשל כל השינויים המרכזיים והתכופים האלו, ובראש ובראשונה תגבור האכיפה הפרטית בדיני חברות למן סוף שנת 2010, נראה כי יש הצדקה מיוחדת לבחון אם חל שינוי בשווייה של השליטה בשנת 2011 ואילך. נעבור עתה לסקירת הספרות העוסקת בבירור שווי השליטה ולהשערות המחקר.

ב. סקירת ספרות והשערות המחקר

1. מדידת שווי השליטה

קיים קושי מהותי בזיהוי טובות ההנאה הפרטיות של בעל שליטה ובמדידתן. 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 ולהוכחה.[84] עם זאת קיימות שתי גישות מקובלות בספרות למדידתן של טובות ההנאה הפרטיות משליטה.

גישה אחת מבוססת על פער המחירים בין שני סוגי מניות (או יותר) הנבדלים ביניהם בזכויות ההצבעה (dual class shares).[85] על פי ההבדל בין ערכן של המניות השונות ניתן

80 ראו חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע״א–2011, ס״ח 2274. ראו גם צבי גבאי **אכיפה מנהלית בדיני ניירות ערך** (2012); עדי זלצמן ודותן אלנתן ״האכיפה המנהלית והבטחתה לשינוי איכותי בשוק ההון בישראל״ **תאגידים** ח(43) (2011).

81 תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) (תיקון מס׳ 3), התש״ע–2009, ק״ת 319.

82 צרפתי ואגא, לעיל ה״ש 28.

83 גיל קליאן ״פועלים סהר מוכר את פעילות הייעוץ לאנטרופי יועצים״ **כלכליסט** (14.10.2010) https://bit.ly/3aFRWzb.

84 Dyck & Zingales, *Private Benefits*, לעיל ה״ש 1, בעמ׳ 540–541.

85 ראו Haim Levy, *Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock*, 38 J. FIN. ECON. 79 (1983); Ronald C. Lease, John J. McConnell & Wayne H. Mikkelson, *The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations*, 11 J. FIN. ECON. 439 (1983); Ronald C. Lease, John H. McConnell & Wayne H. Mikkelson, *The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations*, 57 J. BUS. 443 (1984). ראו גם Harry DeAngelo & Linda DeAngelo, *Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock*, 14 J. FIN. ECON. 33 (1985); KRISTIAN RYDQVIST, THE

לבודד את שווייה של זכות ההצבעה הצמודה למניה, ומשווייה של הזכות להסיק על התועלת הפרטית משליטה.[86] לצורך החישוב יש להוסיף הנחות בדבר 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 בדבר כוח המיקוח של בעלי המניות מן הציבור ביחס לרוכש השליטה, שכן בהיעדר כוח מיקוח לא יציע הרוכש פרמיה גדולה גם אם הוא עומד להפיק תועלת פרטית רבה מתפיסת השליטה. לבסוף, השיטה לוקה בחשש שהחברות שבחרו מלכתחילה להיסחר עם שני סוגי מניות הן חברות שבהן התועלת הפרטית משליטה גדולה במיוחד,[87] ועל כן התועלת הפרטית המחושבת בשיטה זו נוטה להיות מופרזת ביחס לממוצע שווי השליטה בכלל החברות בשוק.[88]

מכל מקום, מחקרה הבין־לאומי של ננובה,[89] שננקטה בו שיטה זו, בחן את שווי השליטה ב־661 חברות ציבוריות הנסחרות ב־18 מדינות בשנת 1997. הממוצע העולמי לשווי השליטה אשר עלה מהמחקר הוא 12.7% מתוך שווי השוק של מניות החברות.[90] כך או כך, גישה זו לא ניתנת ליישום כיום בשוק הישראלי, בשל האיסור על גיוון זכויות הצבעה בחברות ציבוריות ישראליות נוספות אשר חל משנת 1991 ואילך.[91] התיקון לחוק אומנם לא אסר על חברות ותיקות להמשיך ולהחזיק בשני סוגי מניות, אך במאה העשרים ואחת לא נותרו חברות רבות כאלו בישראל. לאחרונה איחדה חברת הכשרת היישוב את שני סוגי מניותיה, ולא נותרה ולו חברה ישראלית אחת עם שני סוגי מניות הנבדלות ביניהן בזכויות ההצבעה בלבד.[92]

גישה שנייה, שאותה פיתחו ברקלי והולדרנס,[93] אומדת את גודלן של טובות ההנאה הפרטיות משליטה באמצעות מדידתה של פרמיית השליטה בעסקאות להעברת שליטה בחברות בורסאיות. ההנחה היא שמחיר השוק (לאחר שהשוק לומד על העסקה) משקף את ערכה הציבורי של החברה עבור כלל בעלי המניות שלה, ומכאן שהפער בין המחיר שמשלם

PRICING OF SHARES WITH DIFFERENT VOTING POWER AND THE THEORY OF OCEANIC GAMES (1987).

86 Levy, **לעיל ה״ש 85, בעמ׳ 80–82.**

87 Evangelos Benos & Michael S. Weisbach, *Private Benefits and Cross-Listing in the United States*, 5 EMERGING MKT. REV. 217, 222 (2004).

88 Barak & Lauterbach 2011, **לעיל ה״ש 3, בעמ׳ 184–185.**

89 Tatiana Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, 68 J. FIN. ECON. 325 (2003).

90 **שם, בעמ׳ 334.** ראו גם אלונה בר און ויצחק סוארי **שווי והשגת שליטה** 22 (2005).

91 ס׳ 46ב(א)(1) לחוק ניירות ערך (״לעניין חברה שמניותיה נרשמות לראשונה למסחר – בהון החברה יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב״).

92 ראו קובי ישעיהו ״לאחר התיקונים בהסכם: אושר איחוד הון בחברת הכשרת הישוב״ **גלובס** (5.8.2019) https://bit.ly/2YRwV1I. כן ראו חברת הכשרת הישוב בישראל בע״מ ״באסיפה מיום 4.8.19 אושר ביטול הזכויות העודפות למניות היסוד, כנגד הקצאת 17מ׳ כ. אופציה״ **מאיה** (4.8.2019) https://bit.ly/3lGJlCO.

93 Michael J. Barclay & Clifford G. Holderness, *Private Benefits from Control of Public Corporations*, 25 J. FIN. ECON. 371 (1989).

רוכש השליטה למחיר השוק מייצג את טובות ההנאה הפרטיות שהרוכש מצפה להפיק מן החברה,[94] או לפחות את ערכן המינימלי. המחקר שעשו ברקלי והולדרנס כלל ממצאים אמפיריים בנוגע 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% מההון (סף שנראה נמוך במידה מוגזמת לצורך הגדרה של העברת השליטה). שווי השליטה שנאמד במחקר היה 4% בממוצע מתוך שווי השוק של החברות.

החוקרים דייק וזינגאלאס השתמשו במתודולוגיה שפיתחו ברקלי והולדרנס[95] ועשו מחקר בין־לאומי מקיף למדידת שווי השליטה ב־39 מדינות מפותחות בעולם. בסיס הנתונים כלל 393 עסקאות של העברת שליטה שהתרחשו בשנים 1990–2000, ונמצא כי שווי השליטה העולמי הממוצע הוא 14%.[96] המדינה שבה נצפה השווי הנמוך ביותר הייתה יפן (4%-), ואילו בברזיל נצפה שווי השליטה הממוצע הגבוה ביותר (65%).[97] במדינות מערביות מפותחות, כדוגמת אנגלייה וארצות הברית, היה שווי השליטה הממוצע 1% בלבד![98] במדינת ישראל איתרו החוקרים בשנות המחקר תשע עסקאות העברת שליטה בלבד, ומצאו כי שווי השליטה הממוצעת היה 27% משווי החברה.[99]

ברק ולאוטרבך פיתחו מתודולוגיה אשר מרחיבה את המתודולוגיה של ברקלי והולדרנס בכך שהיא מכסה גם עסקאות העברת שליטה חלקיות.[100] העברות חלקיות אלו כוללות הן עסקאות שבהן הקונה רוכש רק חלק מבלוק השליטה והן עסקאות שבהן לרוכש כבר הייתה החזקה בנתח גדול ממניות החברה טרם העסקה. ברק ולאוטרבך הציגו שני מודלים שונים – האחד מבוסס על רציונליות של רוכש השליטה, והשני מבוסס על רציונליות של מוכר השליטה.[101] היישום האמפירי של המודל המוצע בישראל הביא לאיתור 52 עסקאות (לאחר הפחתת שתי עסקאות עם ערכי קיצון) בשנים 1993–2005, וממצאי מחקר זה הראו כי שווי השליטה בחברה ישראלית הוא 31.5% בממוצע משווי החברה.[102] ברק ולאוטרבך יישמו גם את המתודולוגיה של ברקלי והולדרנס ב־30 עסקאות של העברת שליטה מלאה מתוך המדגם שלהם, ומצאו כי שווי השליטה במדגם (המוקטן) הוא 31.4% מערך השוק של החברה בישראל.[103]

94 אף שקיימת בספרות סברה כי לעיתים פרמיית השליטה היא 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 מגאוותנות שלו (היבריס).

95 Dyck & Zingales, *Private Benefits*, לעיל ה״ש 1.

96 שם, בעמ׳ 538.

97 שם.

98 שם, בעמ׳ 551.

99 שם.

100 Barak & Lauterbach 2011, לעיל ה״ש 3.

101 שם, בעמ׳ 186–188.

102 שם, בעמ׳ 193.

103 שם.

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

דייק וזינגאלאס מצאו כי שווי השליטה במדינות שבהן שוקי ההון היו מפותחים פחות ובמדינות אשר בהן יש חברות רבות יותר שבהן בעלות מרוכזת, היה גבוה בממוצע[104] מזה שהיה במדינות בעלות המאפיינים האלה: הסטנדרטים החשבונאיים קפדניים יותר, בעלי המניות מן המיעוט נהנים מהגנה משפטית טובה יותר, הנורמה הכללית בדבר אכיפת החוק הייתה טובה יותר, השוק תחרותי יותר, ושוק התקשורת מבוזר יותר.[105]

במאמר נוסף של ברק ולאוטרבך (2012) בנושא העברות שליטה בישראל (תוך שימוש באותו מדגם של עסקאות של המאמר מ־2011) נמצא כי שווייה של השליטה קטן יותר כאשר החברה גדולה יותר, כאשר החברה ממונפת, וכאשר החברה רווחית יותר.[106] מנגד, שווי השליטה היה גדול יותר כאשר בחברה שלט יחיד או משפחה, וכאשר הפער בין כוח ההצבעה לשיעור ההחזקה בהון של בעל השליטה היה גדול יותר.[107] גם החוקרים אלבוקרק וסקרוש מצאו מתאם שלילי בין גודל החברה לשווי השליטה כאשר זו נמדדת כשיעור משווי השוק של החברה.[108]

3. מחקרים שבחנו השפעה של רפורמות משפטיות על שווי השליטה

ניתן למצוא בעולם מחקרים רבים שבחנו את השינויים בשווי השליטה כדי לבחון את השפעתן של רפורמות משפטיות שונות. למשל, דייק וזינגאלאס בחנו את שווי השליטה באיטליה ובברזיל, שעברו רפורמות נרחבות בשנות התשעים של המאה שעברה, ומצאו שינויים ניכרים בשווי השליטה.[109] באיטליה שווי השליטה לפני הרפורמה היה 47%, ואילו אחרי הרפורמה 6% בלבד.[110] בברזיל נמצא שווי שליטה בשיעור 53% בתקופה שלפני הרפורמה, לעומת שווי שליטה עצום של 119% לאחר רפורמה שצמצמה את ההגנות על המיעוט והיטיבה עם בעלי שליטה, ושווי שליטה בשיעור 37% לאחר שרפורמה זו בוטלה ובמקומה נוספו חובות גילוי חדשות.[111]

במחקר אחר, שבחן עסקאות העברת שליטה בשנים 1999–2007 באיטליה, נמצא ששווי השליטה הממוצע באיטליה צנח לשיעור של 5.34% בעקבות רפורמה משפטית,[112] לעומת

104 Dyck & Zingales, *Private Benefits*, לעיל ה״ש 1, בעמ׳ 560–562, 572.

105 שם, בעמ׳ 590.

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

107 שם.

108 Rui Albuquerque & Enrique Schroth, *Quantifying Private Benefits of Control from a Structural Model of Block Trades*, 96 J. FIN. ECON. 33, 48 (2009).

109 Dyck & Zingales, *Private Benefits*, לעיל ה״ש 1, בעמ׳ 570–571.

110 שם.

111 שם.

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

שווי שליטה של 37% ששרר בשנות התשעים של המאה שעברה.[113] בדומה לזה נעשה בצ׳ילה מחקר שבחן את השפעת הרפורמות המשפטיות המקיפות שנערכו בה בשנת 2000. במחקר זה ג׳ורפסט, פרדס וריוטורט 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.[114] בשל מהפכת הממשל התאגידי בישראל החלטנו אפוא לעשות מחקר מקיף שיבחן את השפעתה של הרפורמה על שווייה של שליטה בשוק הישראלי. להלן נפרט את השערות המחקר.

4. השערות המחקר

השערה ראשונה: שווי השליטה בחברה ציבורית בישראל בתקופת המחקר (2001–2019) נמוך משווי השליטה שמצאו מחקרים קודמים (דייק וזינגאלאס, לשנים 1990–2000, וברק ולאוטרבך לשנים 1993–2005).

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

השערה שלישית: בעקבות השיפור באכיפה הפרטית ובאכיפה הציבורית בסוף שנת 2010 והחל משנת 2011 שווי השליטה בשנים 2011–2019 נמוך משווי השליטה בשנים 2001–2010.

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

ג. המדגם והמתודולוגיה

מחקרנו מתבסס על העברות שליטה בחברות ציבוריות הנסחרות בבורסה בתל אביב שהושלמו בשנים 2001–2019. הודעות על העברות השליטה ותנאי העסקה, כדוגמת כמות המניות בעסקה והמחיר ששולם עבור כל מניה, נאספו ממערכת ה״מאיה״ של הבורסה.[115] נתונים חשבונאיים על החברות כגון סך מאזן, רווח נקי וחוב החברה נלקחו מהדוחות הכספיים של החברות במערכת המאיה (בהשלמה של ארבע חברות שהדוחות שלהן נלקחו

113 Dyck & Zingales, *Private Benefits*, לעיל ה״ש 1, בעמ׳ 570.

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

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

ממקור אחר, כפי שנפרט בהמשך). הקריטריונים שהפעלנו לסינון עסקאות העברת שליטה הם אלה:

1. כמות המניות הנרכשת היא 10% לפחות מהון המניות המונפק של החברה, וכמות המניות בידי הרוכש לאחר השלמת עסקת הרכישה היא 20% לפחות מהון המניות המונפק של החברה (ללא מניות באוצר).[116]
2. העסקה הושלמה בתקופה שמתחילת שנת 2001 ועד סוף שנת 2019.
3. העסקה היא עסקת מזומן (לרבות עסקה בתשלומים).[117]
4. העסקה היא עסקה להעברת מלוא השליטה (בשונה מעסקה שבה הרוכש מצטרף לגרעין השליטה או עסקה שבה הרוכש הוא אחד מבעלי השליטה הקיימים).

מעסקאות העברת השליטה שמצאנו ניפינו גם את אלה: עסקאות מורכבות הכוללות מלבד מניות החברה ניירות ערך נוספים כגון אופציות רכש ומכר או חוב החברה, וכן עסקאות שבהן שיעור התמורה הסופי מבוסס על תוצאות עסקיות עתידיות ועל פרמטרים חשבונאיים מהדוחות הכספיים; עסקאות קטנות בשווי של פחות משלושה מיליוני ש״ח;[118] עסקאות אשר לווו בהצעות רכש לציבור.[119] מטרת כל קריטריוני הקבלה והניפוי, שרובם נעשו בהשראת המחקרים הקיימים בספרות, היא להגיע למדגם של העברות שליטה מלאה, שבעניינן ניתן להעריך את שווי השליטה באמצעות הנוסחאות הקיימות בספרות.

המדגם הסופי כולל 60 עסקאות. לשם השוואה, הממצאים של המחקר הבין־לאומי המקיף של דייק וזינגאלאס על ישראל התבססו על 9 עסקאות רלוונטיות בלבד, שאותרו בשנים 1990–2000. המחקר של ברק ולאוטרבך על שווייה של שליטה בישראל בשנים 1993–2005 איתר במתודולוגיה דומה 30 עסקאות של העברת שליטה מלאה (ברק ולאוטרבך חקרו בסך הכול 52 עסקאות, אך 22 מתוכן הן העברות שליטה חלקיות).[120]

116 קריטריוני סינון אלו הוצעו במחקרם של דייק וזינגאלאס (Dyck & Zingales, *Private Benefits*, לעיל ה״ש 1, בעמ׳ 545) ואומצו גם בידי ברק ולאוטרבך (Barak & Lauterbach 2011, לעיל ה״ש 3, בעמ׳ 189).

117 בעסקאות שאינן במזומן קיים קושי להעריך הערכה מהימנה את שיעור התמורה הכוללת ואת המחיר ששולם עבור כל מניה. למשל, קיימות עסקאות הכוללות מתן אופציית רכישה נוספת לרוכש השליטה, או אופציית מכירה נוספת למוכר השליטה. הקושי להעריך את שווי האופציות הכלולות בעסקה אינו מאפשר להעריך במדויק את שיעור התמורה בעסקה. קריטריון סינון זה קיים הן במחקרם של דייק וזינגאלאס (Dyck & Zingales, *Private Benefits*, לעיל ה״ש 1, בעמ׳ 545) והן במחקרם של ברק ולאוטרבך (Barak & Lauterbach 2011, לעיל ה״ש 3, בעמ׳ 189).

118 אנו סבורים כי עסקה שבה סך התמורה נמוך משלושה מיליוני ש״ח אינה עסקה אשר ראוי ללמוד ממנה על שווייה של שליטה בחברה ציבורית. זאת ועוד, בחינת העסקאות שבהן שיעור התמורה נמוך משלושה מיליוני ש״ח מעלה כי לרוב מדובר בהעברת שליטה בחברות הנתונות בקשיים, שבהן לעיתים רוכש השליטה מתחייב לפירעון חלק מחובות החברה, ותמורת הרכישה המדווחת היא הערכת חסר לתמורת הרכישה כפי שזו נראתה בעיניו של הרוכש בעת ביצוע העסקה.

119 הוראת הדין מחייבת להציע מחיר שווה לכל הניצעים במסגרת הצעת הרכש, לפיכך השמטנו עסקאות מסוג זה. ניתן למצוא התייחסות לקריטריון סינון זה במחקרם של דייק וזינגאלאס. ראו Dyck & Zingales, *Private Benefits*, לעיל ה״ש 1, בעמ׳ 546.

120 Barak & Lauterbach 2011, לעיל ה״ש 3, בעמ׳ 193.

מתוך 60 העסקאות מצאנו כי ב־9 עסקאות מדובר ברוכשים אשר אינם צפויים להפיק בעצמם תועלות פרטיות רבות משליטה (לדוגמה, רכישת שליטה באמצעות קרנות השקעה פרטיות). על כן בחנו בנפרד גם את 51 העסקאות שאינן כוללות את הרכישות בידי רוכשים אלו. מדגם 51 העסקאות שבהן הקונה צפוי להפיק בעצמו טובות הנאה פרטיות (להלן: ״המדגם המצומצם״), משמש אותנו לחישוב ״שווי שליטה לרוכש״. ההנחה היא שהרוכש משלם עבור השליטה בעסקאות אלו סכום המהווה לכל הפחות את הגבול התחתון לטובות ההנאה שהוא מצפה להפיק. לעומת זאת המדגם המלא של 60 העסקאות משמש אותנו לחישוב ״שווי שליטה למוכר״ (להלן: המדגם הרחב). אנו מתייחסים גם לעובדה שלעיתים חברות נתונות במצוקה ובמצב של אובדן דרך, המובילים לכך שפרמיית המחיר שמשיג המוכר בהעברת השליטה זעומה או אפילו שלילית. אלבוקרק וסקרוש מציגים מודל של משא ומתן המראה שפרמיית מחיר שלילית ושווי שליטה שלילי לכאורה אפשריים כאשר הרוכש יעיל בהרבה מהבעלים הקודם, או שהבעלים הקודם ״לחוץ״ מבחינה כלכלית.[121] דוגמה מהתקופה האחרונה היא מכירת חברת הבת כהן פיתוח על ידי חברת דלק לקבוצת שותפים.[122] נושא ההתייחסות לשווי שליטה שלילי יידון בהרחבה בהמשך.

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

לוח 1. סטטיסטיקה תיאורית של מדגם העברות השליטה

פאנל א: המדגם הרחב (60 תצפיות)

	ממוצע	ממוצע מתוקן לערכי קיצון	חציון	סטיית תקן	מספר תצפיות
סך מאזן (באלפי ש״ח)	4,186,336	2,213,702	305,352	13,611,449	60
חוב/סך מאזן	0.58	0.58	0.62	0.28	60
רווח נקי/סך מאזן	0.03	0.04	0.03	0.16	60
שווי שוק/שווי ספרים של ההון העצמי	1.93	1.61	1.31	3.05	60
גודל גוש המניות הנרכש	56.8%	56.6%	53.7%	15.6%	60
פרמיית המחיר ששולמה בעסקה (יחסית למחיר המניה יומיים לאחר ההודעה)	18.3%	18.2%	16.6%	26.0%	60

121 Dyck & Zingales, *Private Benefits*, לעיל ה״ש 1, בעמ׳ 541.

122 ערן אזרן ״המרוץ למזומן: דלק מוכרת את מניות כהן פיתוח – מחצית מהתמורה תלך לבנקים״ **TheMarker** (19.4.2020) https://bit.ly/3mW9MUl.

פאנל ב: המדגם המצומצם (51 תצפיות)

	ממוצע	ממוצע מתוקן לערכי קיצון	חציון	סטיית תקן	מספר תצפיות
סך מאזן (באלפי ש״ח)	4,528,561	2,237,528	336,691	14,559,637	51
חוב/סך מאזן	0.57	0.57	0.59	0.27	51
רווח נקי/סך מאזן	0.03	0.05	0.03	0.17	51
שווי שוק/שווי ספרים של ההון העצמי	2.05	1.68	1.29	3.29	51
גודל גוש המניות הנרכש	56.9%	56.7%	54.0%	15.5%	51
פרמיית המחיר ששולמה בעסקה (יחסית למחיר המניה יומיים לאחר ההודעה)	22.6%	22.9%	20.1%	25.5%	51

בלוח 1 מופיעים מאפיינים של חברות המדגם ושל עסקאות העברת השליטה. סך מאזן (באלפי ש״ח) הוא סך המאזן בדוחות החברה בסוף השנה שקדמה לעסקה, תוך התאמה למדד המחירים לצרכן בדצמבר 2010. הפרמטר חוב/סך מאזן הוא יחס המבטא את המנוף הפיננסי של החברה ומחושב כיחס בין ההון הזר (סך כל 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 הוא מכפיל ההון של החברה ומחושב כיחס בין שווי השוק של מניות החברה לשווי בספרים של ההון העצמי שלה. גודל גוש המניות הנמכר הוא השיעור מהון המניות המונפק של החברה (בניכוי מניות רדומות) שנרכש בעסקה. פרמיית המחיר ששולמה בעסקה היא הפרמיה (העודף באחוזים) של המחיר שבו בוצעה העסקה ביחס למחיר השוק של המניה הנמכרת, כאשר מחיר השוק נמדד יומיים לאחר ההודעה הראשונה על עסקת העברת השליטה. כל המשתנים (לבד משני המשתנים המתארים את העסקה) נמדדים בסוף השנה הקלנדרית שקדמה לעסקת העברת השליטה. הלוח מציג גם ממוצע מתוקן לערכי קיצון שהוא ממוצע אשר בעת חישובו הוחלפו ערכי הקיצון לערכים הנמצאים באחוזונים ה־5% וה־95%. בארבע מהחברות לא נמצאו נתוני הדוחות הכספיים 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,[123] ובמבחני Wilcoxon Rank Sum לבחינת שינוי או הבדל בחציון שווי השליטה.[124] נוסף על זה, לעיתים ביצענו חלוקה של המדגם לקבוצות על מנת לאפשר בחינה של השערות 2 ו־3 של המחקר (שלפיהן יש ירידה בשווי השליטה עם הזמן בד בבד עם שיפור בממשל התאגידי), חילקנו את תקופת המדגם המלאה לשלוש תקופות משנה

123 מבחן t למדגמים בלתי תלויים הוא מבחן סטטיסטי המאפשר לבחון את הפרש התוחלות (ממוצעים) בין שתי קבוצות האוכלוסייה שאותן אנו משווים זו לזו, כאשר ההנחה היא שהנתונים בכל קבוצה מגיעים מהתפלגות נורמלית ושונות הקבוצה אינה ידועה.

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

רלוונטיות. 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 ההשערה השלישית חילקנו את תקופת המדגם המלאה לשתי תקופות משנה רלוונטיות – 2001–2010 (עם 43 עסקאות) לעומת 2011–2019 (עם 17 עסקאות). כפי שנראה בהמשך, מספר העסקאות הקטן בתקופות המשנה מקשה להסיק מסקנות מתקופות אלו.

על מנת לבחון את השערת המחקר הרביעית הפרדנו את העסקאות לשתי קבוצות שוות בגודלן, על פי גודל החברה שבה חלה העברת השליטה. משתנה גודל החברה חושב לפי שווי השוק של מניות החברה יומיים לפני מועד ההודעה על העסקה, ובנפרד על פי השווי המאזני של נכסיה בדוח הכספי השנתי האחרון שפורסם טרם העסקה. שווי השוק הנמוך ביותר של ״חברה גדולה״ במדגם שלנו היה כ־134 מיליון ש״ח. בחישוב גודל החברה לפי סך מאזן, הסף של סך הנכסים היה 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 שמשלם הרוכש ביחס למחיר המניה בשוק יומיים לאחר פרסום ההודעה הראשונה על עסקת העברת השליטה;

W – גודל הבלוק הנרכש כפרופורציה מסך מניות החברה.

בארבעה מקרים שבהם הייתה לרוכשים החזקה קטנה קודמת בחברה ביצענו התאמות קלות לנוסחת ברקלי והולדרנס, לפי הנוסחה הזאת שפיתחו ברק ולאוטרבך (2011):

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

כאשר כל הסימבולים הם כמו קודם, ונוסף על אלה:

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

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

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

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

לאור האמור לעיל התלבטנו כיצד להתייחס לעסקאות שבהן שווי שליטה שלילי לכאורה. ניתן לטעון שיש להשמיטן מהמדגם, שכן מעסקאות כאלה לא ניתן להסיק על שווי השליטה. אנו בחרנו שלא להשמיט תצפיות כלשהן מהמדגם הראשי שלנו, כיוון שמרבית המחקרים הקודמים (דייק וזינגאלאס, למשל) לא השמיטו תצפיות אלה.[128] כך, תוצאותינו תהיינה ניתנות להשוואה למחקרים קודמים. עם זאת בשל ההסתייגות האמורה ובשל העובדה שברק ולאוטרבך השמיטו את כל העסקאות שבהם פרמיית מחיר שלילית,[129] דיווחנו גם תוצאות לתת־המדגם של עסקאות שבהן פרמיות חיוביות בלבד. בהשוואת התוצאות שלנו לאלו של ברק ולאוטרבך השתמשנו בתת־המדגם שלנו אשר כולל עסקאות שבהן פרמיות חיוביות בלבד.

כדרך ביניים חישבנו את ממוצע וחציון שווי השליטה כאשר בעסקאות שבהן שווי השליטה שלילי, החלפנו את שווי השליטה השלילי בערך ״0״, והצגנו את התוצאות בכל הלוחות. בדרך ביניים זו אנו מניחים שעסקאות שבהן פרמיה שלילית משקפות מקרים שבהם שווי השליטה אפסי. ההיגיון שמאחורי גישת ביניים זו טמון בהנחה ששווי השליטה אינו יכול להיות שלילי מהסיבה הפשוטה שהשליטה אינה נכפית על בעל השליטה, והוא יכול, לפחות בתאוריה, לפזר את מניותיו בשוק ולחדול להיות בעל שליטה. עם זאת שיטת הביניים בוחרת שלא להתעלם מהעסקאות שבהן פרמיה שלילית, אלא כאמור רואה בהן עסקאות שאין בהן פרמיה (כלומר הפרמיה היא ״0״). דרך ביניים זו מתקנת את העיוות

125 Albuquerque & Schroth, לעיל ה״ש 108, בעמ׳ 37. לפי משוואה (5) שם, ייתכן מצב שבו שווי השוק של המניה (השווי לבעל מניות קטן מהציבור) לאחר העברת השליטה לבעלים החדש עולה על שווי המניה לבעלים הישן (שווי הכולל הן את שווי המניה בשוק לפני העברת השליטה והן את טובות ההנאה הפרטיות של הבעלים הישן). מצב כזה נוצר כאשר הבעלים החדש יעיל בהרבה מהבעלים הישן, או כאשר הבעלים הישן ״לחוץ״, והמחיר האפקטיבי של המשך החזקת המניה עבורו באילוצים שבהם הוא נתון גבוה ממחיר המניה בשוק.

126 שם.

127 שם.

128 Dyck & Zingales, *Private Benefits*, לעיל ה״ש 1.

129 Barak & Lauterbach 2011, לעיל ה״ש 3, בעמ׳ 189.

שעלול להיגרם מהתעלמות כוללת מעסקאות שבהן פרמיה שלילית, שכן התעלמות כזאת עלולה להוביל למסקנות מופרזות בנוגע לשווי השליטה השכיח במשק.

ד. תוצאות

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

לוח 2. שווי השליטה בחברות ישראליות

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

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

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

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

ניתן להיווכח כי הממוצע והחציון של שווי השליטה נמוכים במידה ניכרת מהממוצע ומהחציון שדווחו במחקר של דייק וזינגאלאס (״מבחן 1״) ובמחקר של ברק ולאוטרבך (״מבחן 2״). ממוצע שווי השליטה הוא 10.1% (12.3%) מתוך שווי השוק של מניות החברה במדגם הרחב (והמצומצם, בהתאמה) לעומת 27% אצל דייק וזינגאלאס (בשנים 1990–2000), וכ־31% אצל ברק לאוטרבך (בשנים 1993–2005). חציון שווי השליטה הוא 8.6% (10.0%) מתוך שווי השוק של מניות החברה במדגם הרחב (המצומצם, בהתאמה) לעומת 21% אצל דייק וזינגאלאס ו־24% אצל ברק ולאוטרבך.[130] נזכיר כי בחינת מובהקות השינוי בממוצע שווי השליטה ביחס למחקרים קודמים בוצעה באמצעות מבחן t, ואילו בחינת מובהקות השינוי בחציון שווי השליטה ביחס למחקרים קודמים בוצעה באמצעות מבחן Wilcoxon Rank-Sum.

הירידה בשווי השליטה בישראל לעומת מחקרים קודמים היא מובהקת סטטיסטית ברמה של 1%, והיא משמעותית מאוד מבחינה כלכלית. בעבר טובות ההנאה הפרטיות משליטה בישראל היו שקולות לכ־30% מהשווי הציבורי של החברות,[131] ואילו כיום שווי השליטה הוא כעשירית משווי החברה בממוצע. אם כן, ההשערה הראשונה של המחקר, הנוגעת לירידה בשווי השליטה בחברה בד בבד עם מהפכת הממשל התאגידי בישראל, נתמכת בנתונים תמיכה מובהקת ובולטת.

ביצענו גם כמה בדיקות לבחינת רגישות תוצאותינו. מצאנו למשל 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), הוא 9.9% במדגם הרחב ו־12.1% במדגם המצומצם. זהו שינוי מזערי לעומת הממוצעים שחושבו ללא תיקון זה.

תיקון חריף יותר מניח ששווי השליטה איננו יכול להיות שלילי. כאשר ערכי שווי שליטה שליליים מוחלפים בערך ״0״, ממוצע שווי השליטה המתוקן לערכים שליליים הוא 11.7% במדגם הרחב ו־13.4% במדגם המצומצם, וכאשר אנו משמיטים כליל תצפיות עם שווי שליטה שלילי, שווי השליטה הממוצע הוא 16.0% במדגם הרחב ו־16.3% במדגם המצומצם. בשני התיקונים האפשריים לשווי השליטה, שווי השליטה הממוצע המתקבל קטן במובהק (ברמת מובהקות של 1% לפחות) מממוצעי שווי השליטה במחקריהם של דייק וזינגאלאס וברק ולאוטרבך.

ניתוח ערכי שליטה שליליים מגלה כמה עובדות מעניינות. במדגם הרחב, ב־16 עסקאות, שהן 27% מהמקרים, נאמד שווי שליטה שלילי. לעומת זאת במדגם המצומצם רק ב־9 עסקאות, שהן 18% מהמקרים, נאמד שווי שליטה שלילי. ההבדל בין המדגם הרחב למצומצם נובע מתשע עסקאות (שאינן נכללות במדגם המצומצם) שבהן לכאורה אין צפויות לרוכש טובות הנאה פרטיות גדולות משליטה (עסקאות רכישה על ידי קרנות השקעה פרטיות או מוסדים זרים וכדומה). ברוב גדול, 7 מתוך 9 עסקאות אלה, נאמד שווי שליטה שלילי, כלומר הרוכש שילם מחיר נמוך ממחיר השוק. ממצא זה מחזק את החלטתנו להפריד בין המדגם הרחב למדגם המצומצם. עוד נעיר, לשם השוואה, כי במחקר של ברקלי

130 Dyck & Zingales, *Private Benefits*, לעיל ה״ש 1; Barak & Lauterbach 2011, לעיל ה״ש 3.

131 שם.

והולדרנס בכ־20% מהעסקאות נאמד שווי שליטה שלילי,[132] ובמחקר של דייק וזינגאלאס, בכ־28% מהעסקאות (בכל המדינות הנכללות במחקרם) נקבע ערך שליטה שלילי.[133] אם כן, פרופורציית העסקאות שבהן 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 בהיותם בלחץ (fire sales), מבלי לקבל פיצוי הולם תמורת מכירת השליטה. אולם במדגם שלנו יש לכל היותר עסקה אחת (שיכון ובינוי) אשר הושפעה מחוק הריכוזיות.[134] בדקנו גם מהן התוצאות כאשר משמיטים חמש תצפיות של עסקאות העברת שליטה בחברות דואליות, הנסחרות הן בארץ והן בארצות הברית, כיוון שהאסדרה החלה על חברות דואליות שונה בחלקה מזו החלה על חברות הנסחרות בישראל בלבד,[135] וכן מאחר שהן חשופות לתרבות עסקית זרה שאינה סובלנית לטובות הנאה פרטיות משליטה.[136] ממוצע שווי השליטה במדגם הרחב, לאחר השמטת החברות הדואליות, הוא 10.3% והחציון הוא 9.0%. בהשוואה למספרים המקבילים במדגם הרחב ללא השמטה זו (10.1% ו־8.6% בהתאמה – ראו לוח 2 לעיל) נראה שאין לחברות הדואליות השפעה מהותית על שווי השליטה שהערכנו. העלייה המזערית הנאמדת בשווי השליטה כאשר משמיטים עסקאות בחברות דואליות עשויה להעיד (אף שהדבר אינו מובהק סטטיסטית) ששווי השליטה בחברות דואליות נמוך יותר.

לבסוף, כפי שעוד נראה, שווי השליטה כשיעור משווי מניות החברה משתנה לפי גודל 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 לפי שווי השוק של מניות כל חברה, שווייה של השליטה הוא 3.24% בלבד במדגם הרחב, ו־3.48% במדגם המצומצם. בהנחה שהחברות במדגם שלנו משקפות את השוק הישראלי כולו, משמעות ממצא זה היא שהסך הכולל של טובות ההנאה שמפיקים בעלי השליטה במשק הוא אחוזים ספורים 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 ובשנת 2010 חלו שני שינויים ניכרים בממשל התאגידי,

132 Barclay & Holderness, לעיל ה״ש 93, בעמ׳ 380.

133 Dyck & Zingales, *Private Benefits*, לעיל ה״ש 1, בעמ׳ 551.

134 עומרי כהן ״הסיבות שגרמו לשרי אריסון למכור מהר, ובהנחה משמעותית״ **גלובס** (14.6.2018) https://bit.ly/2YXbLzQ.

135 הועדה לרישום כפול של ניירות ערך **דו״ח הוועדה** (1998) https://bit.ly/3DMQlV0 (ועדת ברודט). כן ראו פרק ה׳3 לחוק ניירות ערך (ניירות ערך הרשומים למסחר בבורסה בחו״ל) (״חוק הרישום הכפול״); תקנות החברות (הקלות לחברות שניירות ערך שלהן רשומים למסחר בבורסה מחוץ לישראל), התש״ס–2000.

136 עמיר ליכט ״רישום כפול של ניירות ערך״ **משפטים** לב 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״).

ואת ההשערה כי שינויים אלו הביאו להפחתה בשווי השליטה. ההשערה השניה נובעת מההערכה שצפויה ירידה בשווי השליטה בשנת 2006 ואילך, וההשערה השלישית נובעת מההערכה שצפויה ירידה בשווי השליטה בשנת 2011 ואילך. כמו כן מאחר שהשיפור בשנת 2005 הוא באכיפה הציבורית, ואילו חלק מרכזי של השינוי בשנת 2010 הוא בשיפור האכיפה הפרטית, יש בשתי ההשערות כדי לבחון את האפקטיביות היחסית של שני כלי האכיפה האמורים. התוצאות מפורטות בלוח 3, אשר הפרמטרים והמבחנים הסטטיסטיים שבו זהים לאלו של לוח 2, אך נוספה בו חלוקה לתקופות משנה.

לוח 3. השתנות שווי השליטה לאורך זמן

פאנל א: המדגם הרחב (60 תצפיות)

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

פאנל ב : המדגם המצומצם (51 תצפיות)

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

כפי שניתן להתרשם מלוח 3, לא ניתן להגיע לתוצאות מובהקות מן הבחינה הסטטיסטית בדבר שינויים בשווי השליטה בין תקופות המשנה של המדגם, הן בנוגע למדגם הרחב (פאנל א – 60 עסקאות) והן בנוגע למדגם המצומצם (פאנל ב – 51 עסקאות). מבחן 3 בוחן אם חל שינוי בממוצע ובחציון של שווי השליטה בשנים 2001–2010 לשנים 2011–2019, ומבחן 4 בוחן אם חל שינוי בממוצע ובחציון של 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 היותו של השינוי בממשל התאגידי מתמשך, ועל כן אין משמעות מיוחדת ל״מהפכים״ בשנים 2005 ו־2010 כפי שהגדרנו. ניסינו גם, בשיטות של רגרסיה,[137] להעריך

137 רגרסיה ליניארית היא מדידה של סכום השינוי במשתנה אחד (המשתנה התלוי), הקשור בשינויים באחד או ביותר משתנים אחרים (המשתנים הבלתי תלויים) במקום שהקשר בין המשתנה התלוי למשתנה

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 שינוים ניכרים בשווי השליטה בתקופות המשנה של המדגם, אף כי אין מדובר בשינויים שניתן להוכיח בעניינם מובהקות סטטיסטית. בהקשר זה לדעתנו מדד האמצע המשקף היטב את השינויים שחלו בתקופות המשנה הוא החציון של הדגימה מאחר שבמדגמים קטנים הערך הממוצע מושפע במידה ניכרת ממספר זניח של עסקאות. כשמדובר בחציון, ניתן לראות ירידה מתונה 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 בערכים החציוניים. במדגם הרחב הירידה בחציון שווי השליטה היא מ־9.9% ל־5.5%, ובמדגם המצומצם הירידה היא מ־11% ל־7.8%. לירידות אלה חשיבות מבחינה כלכלית, כיוון שהן מצביעות על צמצום שווי השליטה בכ־40% לערך בין העשור הראשון לשני של המאה הנוכחית. ייתכן שהאכיפה הפרטית והציבורית שהתגברו משנת 2011 כרסמו מהותית בשווי השליטה בחברות ציבוריות ישראליות. אולם כפי שכבר הזכרנו, לא ניתן להוכיח מובהקות סטטיסטית לירידה זו.

מעניין לחזור למדגם של ברק ולאוטרבך לשנים 1993–2005 כדי לבדוק אם חל שינוי בשווי השליטה בישראל בין 1993–2000 ל־2001–2005.[138] לפי חישובים שערכנו במדגם ברק ולאוטרבך, שווי השליטה הממוצע בשנים 1993–2000 הוא כ־40%, והוא גבוה במידה ניכרת משווי השליטה הממוצע של 21% לערך בשנים 2001–2005.[139] גם חציון שווי השליטה במדגם ברק ולאוטרבך ב־1993–2000 – כ־27% – גבוה במידה ניכרת 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.

כאן המקום לציין כי התקופה 2001–2005 נחקרה הן במחקרנו והן בזה של ברק ולאוטרבך. כאשר משווים את העסקאות בשני המדגמים ניתן להבחין בשני הבדלים ביניהם בתקופה החופפת הזאת: האחד, אנו השמטנו ארבע עסקאות שבהן הוענקו במסגרת העסקה אופציות לצד אחד בעסקה או לשני הצדדים; השני, אנו הוספנו שלוש עסקאות העברת שליטה מלאה, כאשר הבלוק המועבר היה קטן מ־50%. ההבדלים בתצפיות גורמים לכך שאנו אומדים שווי שליטה ממוצע (בהשמטת ערכים שליליים) של כ־17% ל־2001–2005, ואילו אצל ברק ולאוטרבך האומדן המקביל הוא כ־21%. לטעמנו, הבחירות להכללה

הבלתי תלוי הוא קווי (ליניארי), הווה אומר: ניתן להצגה בקו ישר. ראו ״הגדרת רגרסיה ליניארית״ **מעות** https://bit.ly/3p6AhJE.

138 אנו מודים לברק ולאוטרבך על ההרשאה להשתמש במדגם שלהם.

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

ולהשמטה שביצענו במדגם הן שיפור לעומת ברק ולאוטרבך,[140] ולכן אומדנינו לתקופה זו מדויקים יותר. אם כך, הממוצע והחציון של שווי השליטה אצל ברק ולאוטרבך 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 ההשערה הרביעית, שווייה של השליטה מושפע מגודלה של החברה (במונחי שווי שוק או שווי מאזני), ולכן בחברות גדולות יותר שווי השליטה יהיה קטן יותר. לוח 4 מציג את התוצאות בדבר התלות שבין שווי החברה לגודל החברה.

לוח 4. התלות של שווי השליטה בגודל החברה

פאנל א: גודל חברה נאמד באמצעות שווי השוק של מניות החברה

	המדגם הרחב (60 תצפיות)			**המדגם המצומצם (51 תצפיות)**		
	חברות קטנות	חברות גדולות	**מבחן 5**	חברות קטנות	חברות גדולות	**מבחן 6**
	N=30	N=30	**האם ההבדל בין חברות קטנות לגדולות מובהק?**	N=25	N=26	**האם ההבדל בין חברות קטנות לגדולות מובהק?**
ממוצע שווי שליטה	14.7%	5.5%	כן, ברמה של 5%	18.4%	6.4%	כן, ברמה של 1%
חציון שווי שליטה	12.1%	5.3%	כן, ברמה של 5%	15.7%	5.8%	כן, ברמה של 1%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון	13.7%	6.2%	כן, ברמה של 5%	17.1%	7.4%	כן, ברמה של 1%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים	15.9%	7.6%	כן, ברמה של 1%	18.7%	8.4%	כן, ברמה של 1%
ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים	19.9%	11.4%	כן, ברמה של 5%	20.3%	11.5%	כן, ברמה של 5%
(מספר תצפיות)	(N=24)	(N=20)		(N=23)	(N=19)	

140 כאמור לעיל, ההבדל בין בסיס הנתונים במחקרנו לבין בסיס הנתונים במחקרם של ברק ולאוטרבך בתקופה שבה המחקרים חופפים, נבע מכך שהשמטנו ארבע עסקאות שבהן לא היה אפשר לברר את התמורה במדויק (שכן הן כללו אופציות כחלק מהתמורה), ומשלוש עסקאות שאיתרנו וכללנו במדגם לפי הכללים הרגילים שלנו (אף שבלוק השליטה שעבר ידיים היה קטן מ־50%).

פאנל ב: גודל חברה נאמד באמצעות סך המאזן של החברה

	המדגם הרחב (60 תצפיות)			**המדגם המצומצם (51 תצפיות)**		
	חברות קטנות	חברות גדולות	**מבחן 7**	חברות קטנות	חברות גדולות	**מבחן 8**
	N=30	N=30	**האם ההבדל בין חברות קטנות לגדולות מובהק?**	N=26	N=25	**האם ההבדל בין חברות קטנות לגדולות מובהק?**
ממוצע שווי שליטה	12.9%	7.2%	לא מובהק	16.8%	7.5%	כן, ברמה של 5%
חציון שווי שליטה	10.0%	7.3%	לא מובהק	15.0%	8.3%	כן, ברמה של 5%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכי קיצון	12.0%	7.9%	לא מובהק	15.6%	8.5%	כן, ברמה של 5%
ממוצע שווי שליטה מתוקן לערכים שליליים	14.5%	9.1%	כן, ברמה של 10%	17.5%	9.2%	כן, ברמה של 5%
ממוצע שווי שליטה ללא ערכים שליליים	19.6%	12.4%	כן, ברמה של 5%	20.6%	11.5%	כן, ברמה של 5%
(מספר תצפיות)	(N=22)	(N=22)		(N=22)	(N=20)	

פאנלים א ו־ב בלוח 4 מציגים את שווי השליטה (כשיעור 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, 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 המאזן 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 ניכר בשווייה של השליטה (כשיעור משווי מניות החברה) בין חברות קטנות לגדולות הן במדגם הרחב והן במדגם המצומצם. למשל, במדגם המצומצם ממוצע שווי השליטה בחברות קטנות הוא 18.4%, ואילו בחברות גדולות הוא 6.4% בלבד, 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 הוא 16.8%, ואילו בחברות גדולות הוא 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) הוא 3.24% בלבד.

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

לוח 5. רגרסיות לבחינת השפעת גודל החברה על שווי השליטה

	משתנה תלוי: שווי השליטה			
	המדגם הרחב		המדגם המצומצם	
	(1)	(2)	(1)	(2)
חותך	0.38***	0.28***	0.42***	0.33***
לוגריתם טבעי של שווי שוק	-0.023***		-0.025***	
לוגריתם טבעי של סך מאזן		-0.014*		-0.016**
מספר תצפיות	60	60	51	51
מקדם ההסבר המתוקנן (Adjusted R-Square)	0.10	0.04	0.15	0.07

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

המשתנה המוסבר הוא שווי השליטה, המחושב כשיעור משווי השוק של מניות החברה, כשהוא מתוקן לערכי קיצון (ערכי הקיצון הוחלפו לערכים הנמצאים באחוזונים ה־5% וה־95%). המשתנה המסביר ברגרסיות בטור (1) הוא הלוגריתם הטבעי של שווי השוק של מניות החברה, כאשר שווי השוק (באלפי ש״ח) נמדד יומיים לפני ההודעה הפומבית הראשונה על העסקה ומותאם למדד דצמבר 2010. המשתנה המסביר ברגרסיות בטור (2) הוא הלוגריתם הטבעי של סך מאזן החברה, כאשר סך מאזן החברה נמדד באלפי ש״ח על פי הדוחות של החברה לסוף השנה הקלנדרית שקדמה להודעה הפומבית הראשונה ומותאם למדד דצמבר 2010. קיימת מובהקות סטטיסטית ברמה של 1% למתאם השלילי שבין שווי השליטה לגודל החברה, כאשר גודל החברה נמדד על פי שווי השוק של מניות החברה, הן במדגם המצומצם והן במדגם הרחב. קיימת מובהקות סטטיסטית חלשה יותר כאשר גודל החברה נמדד במונחי שווי מאזני.

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

הממצאים בלוח 5 תומכים בהשערה הרביעית, שלפיה קיים מתאם שלילי בין גודל החברה לשווי השליטה בה. להשערה זו, אשר נתמכת בממצאים, כמה טעמים: ראשית, תשומת הלב של שוק ההון, ובצידה גם תשומת הלב הציבורית והתקשורתית, מתמקדות בחברות הגדולות יותר,[141] ומשכך קשה יותר לבעל השליטה לפגוע בחברה שבשליטתו. זהו אפוא ביטוי לאמרה הידועה של השופט ברנדייס: ״אור השמש הוא המטהר הטוב ביותר״; שנית, בהתחשב במשאבים המוגבלים של רשויות האכיפה הציבוריות אשר עשויות לתעדף

141 Dyck, Volchkova & Zingales, לעיל ה״ש 17, בעמ׳ 1096.

בשל כך אכיפה נגד חברות גדולות, ואולי גם עניין מוגבר של תובעים פרטיים בחברות הגדולות, יש מקום לסברה כי האכיפה על חברות גדולות היא מוגברת; שלישית, חלק ממקורות התועלת הפרטית משליטה, כדוגמת הטבות הנובעות מתפקיד בכיר (perks), מוגבלות בשוויין הכספי האבסולוטי.[142] לפיכך כאשר הטבות אלו נמדדות ביחס לשווי השוק של החברה, יש להן משקל קטן יותר בחברה גדולה; לבסוף קיימות לעיתים הטבות רגולטוריות לחברות קטנות אשר מקילות על הפקת תועלות פרטיות משליטה. כך, למשל, חברות מתחת לרף מסוים יכולות להימנע מדיווח על בסיס רבעוני.[143] מכל מקום, בפועל, ולפי השערת המחקר, נמצא כי חברות גדולות מניבות לבעלי השליטה שווי שליטה נמוך משווי החברה.

לסיכום, הממצאים מתאימים לסברה שחברות גדולות מושכות תשומת לב רבה יותר מצד שוק ההון, התקשורת ורשויות האכיפה, ולכן קשה יותר להפיק מהן טובות הנאה פרטיות משליטה. בהקשר זה ייתכן שהמובהקות הסטטיסטית הגדולה יותר של השפעת פרמטר הגודל כאשר הוא נמדד על פי שווי שוק, מעידה ששווי שוק גדול הוא מדד אמין משווי מאזני לתשומת לב ציבורית. הממצא ששווי השליטה (באחוזים משווי השוק של מניות החברה) קטן עם גודל החברה אינו מעיד 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 ש״ח) בחברות קטנות וגדולות

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

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

143 תק׳ 5ד לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש״ל–1970.

ניתן להבחין כי ממוצע שווי השליטה במונחים כספיים גבוה במידה ניכרת בחברות גדולות. לדוגמה, במדגם המצומצם שווי השליטה הכספי בחברות קטנות (גדולות) נאמד ב־7,610 (69,382) אלפי ש״ח בממוצע. זהו הבדל של יותר מפי תשעה בין חברות קטנות לגדולות. בבירור, טובות ההנאה הכספיות בש״ח גבוהות יותר בחברות גדולות, וייתכן שזו הסיבה שהרגולטור והתקשורת מתמקדים בהן.

ה. סיכום ומסקנות

המסקנה המרכזית של המחקר שעשינו היא שלאחר התגברות הרגולציה, האכיפה הפרטית והציבורית והעניין התקשורתי בנושאי ממשל תאגידי ניתן לחזות בקיצוץ ניכר בשווי השליטה בחברה ציבורית בישראל. חציון שווי השליטה במדגם הרחב שלנו הוא 9.9% משווי השוק של החברה בעשור הראשון של המאה העשרים ואחת, ו־5.5% בלבד בעשור השני. זוהי ירידה ניכרת אל מול המחקרים הקודמים, אשר מצאו כי שווי השליטה בחברה ציבורית בישראל היה בעבר כמעט שליש משווי השוק של החברה.

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

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

כאן המקום להזכיר כי היעד של הפחתת פרמיית השליטה הוצג לעיתים קרובות כיעד הרשמי של הרגולציה. כך למשל התייחס לסוגיה פרופ׳ גושן, בכינוס שנערך בעת שכיהן כראש רשות ניירות ערך: ״השוק הישראלי לא מצטיין בתחרות גבוהה ויש חשש גדול שבעלי שליטה יקחו הרבה טובות־הנאה מפרמיית השליטה. המטרה שלנו היא להתקרב לצד האמריקני ולצמצם את טובות־ההנאה, כך שהבחירה בין להיות חברה עם בעל שליטה לבין להיות חברה עם שליטה מפוזרת, תילקח על פי פרמטרים עסקיים ולא על בסיס חישוב פרמיית שליטה. **את העוגה הזו שנקראת פרמיית שליטה אנחנו רוצים לקחת**״;[145] וכך

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

145 סיקולר, לעיל ה״ש 70 (ההדגשה הוספה).

התבטא בכינוס אחר: ״פרמיית השליטה בחברות ישראליות גבוהה, **תפקידי המרכזי כרגולטור הוא להקטין אותה**... היעד של הפיקוח מצד הרשות, הוא להגדיל את שווי הנכסים שבידי הציבור הרחב של המשקיעים **ולהקטין את פרמיית השליטה** של בעלי השליטה״.[146]

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

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

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

למחקרנו השלכות גם בכל הנוגע לרגולציה עתידית שמטרתה להצר את צעדיהם של בעלי השליטה. בהנחה שלכל רגולציה יש עלות ושלכל רגולציה נוספת תועלת שולית פוחתת, ממצאי המחקר הם, לדעתנו, איתות שיש לשקול היטב כל עיבוי נוסף של הרגולציה. הצעות לעיבוי הרגולציה מוסיפות לעלות מעת לעת. דוגמה להצעת לעיבוי הרגולציה ניתן למצוא בשינויים המוצעים במוסד הדירקטור החיצוני או בכללי אישור העסקאות עם בעל השליטה.[148] אולם בהתחשב בממצאינו על שווי השליטה הנוכחי לא נראה לנו שנותר מרווח גדול לתועלת מרגולציה נוספת. עם זאת לא ניתן ולא ראוי לפסול כל שינוי רגולטורי. הרגולציה צריכה להתעדכן ברוח הזמן ולהגיב להתפתחויות, בין השאר כאשר מדובר בהתפתחויות המאפשרות לשחקנים מתוחכמים לעקוף את הרגולציה. אולם

146 צמרת פרנט ״גושן: ׳התפקיד שלי הוא להקטין את פרמיית בעלי השליטה׳״ **גלובס** (29.12.2010) https://bit.ly/3p3a4eT (ההדגשה הוספה).

147 LUCIAN BEBCHUK, CORPORATE PYRAMIDS IN THE ISRAELI ECONOMY: PROBLEMS AND POLICIES – A REPORT PREPARED FOR THE COMMITTEE ON INCREASING COMPETITIVENESS IN THE ECONOMY 16 (2012), *available at* https://bit.ly/3lJlNx9 (חוות דעתו של היועץ המקצועי לוועדה להגברת התחרותיות במשק).

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

לדעתנו מחקרנו מעיד כי מצבו של השוק המקומי שוב אינו דורש טיפול נמרץ, בניגוד למצב הדברים שנחשף במחקרים הקודמים לגבי תקופות עבר.

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

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

ירידת שווייה של השליטה, אשר כאמור עשויה לתרום לביזור הבעלות, עשויה גם לבשר על האתגר הבא שיעמוד בפני שוק ההון ובפני דיני התאגידים בישראל. ביזור הבעלות יעלה את כוחם של ההנהלות והדירקטוריונים בחברות הציבוריות אשר בעלי השליטה בהן יפזרו את מניותיהם בשוק. מצב חדש זה יעלה שפע של שאלות. לאחרונה כבר החל צוות של משרד המשפטים ורשות ניירות ערך להיערך לשינוי וביקש הערות של הציבור למגוון סוגיות שקשורות לחברות עם בעלות מבוזרת. אלו כוללות את המנגנון לאישור עסקאות עם בעלי מניות דומיננטיים (שאינם בעלי שליטה), הליכי מינוי והצעת מועמדים לדירקטוריון החברה, הפרדה בין תפקיד יו״ר הדירקטוריון לתפקיד מנכ״ל החברה, האפשרות לאמץ מנגנוני הגנה מפני השתלטות עוינת ועוד שלל סוגיות.[153] ביזור הבעלות יגדיל גם את כוחם של שחקנים נוספים – המשקיעים המוסדיים אשר מנהלים את כספי הציבור. בהיעדר בעלי

149 Goshen & Hamdani, לעיל ה״ש 94.

150 יניב פגוט ״בנקים ללא גרעין שליטה: לא טוב ולא רע, שלב טבעי באבולוציה״ **גלובס** (4.9.2018) https://bit.ly/2XoEY5R.

151 אסא ששון ״אי.די.בי מכרה מניות – וכלל ביטוח נהפכה לחברה ללא גרעין שליטה״ **TheMarker** (9.12.2019) https://bit.ly/3lVIHRK.

152 אורי גלאור ״מי מפקח על המנהלים? ריבוי החברות ללא גרעין שליטה דורש התאמות״ **כלכליסט** (26.12.2019) https://bit.ly/3jbfl04 (״המגמה של חברות ללא גרעין שליטה מתפתחת בישראל בשנים האחרונות, בהן תאגידים בנקאיים, כלל ביטוח, פז ומבנה [...]״).

153 משרד המשפטים ורשות ניירות ערך ״קול קורא להתייחסות הציבור לצורך בהתאמות בכללי הממשל התאגידי ביחס לחברות ללא גרעין שליטה״ **משרד המשפטים** (15.9.2019) https://bit.ly/3vppyeg.

שליטה יעבור חלק ניכר מהכוח לשחקנים אלו.[154] בעתיד תידרש אפוא בחינה גם של הרגולציה הנוגעת להם.[155] אנו משאירים את הדיון הנרחב ברגולציה עתידית, אשר תתמודד עם כוחם העולה של הנהלות, דירקטוריון ומשקיעים מוסדיים, לעתיד לבוא.

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

לסיום, ניתן לסכם ולומר כי ממצאי המחקר מעודדים. ישראל, על פי מחקרים קודמים, בלטה לרעה בטובות ההנאה הגבוהות שהפיקו בעלי השליטה. מחקרים אלה השפיעו על הרגולציה המקומית ועל סדר היום הציבורי. בעת חקיקת חוק הריכוזיות (החוק לקידום התחרותיות ולצמצום הריכוזיות, התשע״ד–2013) הסבירה הוועדה הציבורית שעמדה מאחורי החוק כי ״בממצאים [של המחקרים דייק וזינגאלאס ושל ברק ולאוטרבך] יש כדי להגביר את החשש כי קיים ניצול לרעה של בעלי מניות המיעוט״.[156] על פי מחקרנו,

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

155 אחת ההתפתחויות הנוגעת למשקיעים המוסדיים בשוק המקומי היא עמדת רשות התחרות שלפיה אין פגם בתיאום עמדות אד הוק בין משקיעים מוסדיים בכל הנוגע לשאלות העולות על סדר יומה של האספה הכללית של חברה ציבורית שבמניותיה מחזיקים משקיעים מוסדיים שונים. ראו גילוי דעת 1/19 של רשות התחרות ״שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים שלא בתחום התחרות״ **רשות התחרות** (17.6.2019) https://bit.ly/3vs1fMY.

156 הוועדה להגברת התחרותיות במשק **טיוטת המלצות** (משרד האוצר 2011) https://bit.ly/3DX9iEb.

ממצאים אלו הם נחלת העבר, וכיום, לאחר מהפכת הממשל התאגידי, לא ניתן עוד לומר כי ישראל בולטת לרעה בשווי השליטה בחברות הציבוריות שלה.[157]

157 אין בנמצא מחקר בין־לאומי מקיף עדכני על שווייה של שליטה, אולם מחקרים על ארצות ספציפיות מעידים כי מצבה של ישראל בולט לטובה. כך למשל במחקר שהתפרסם בשנת 2017 על אוסטרליה, אשר כלל 463 תצפיות, נמצאה פרמיית שליטה ממוצעת של 26.4%. ראו RSM CONSULTING, CONTROL PREMIUM STUDY 2017, 5 (2018) https://bit.ly/3pgx8Xq. במחקר שהתפרסם בשנת 2015 על פולין (השייכת היום לקהילה האירופית), אשר כלל 38 תצפיות, נמצאה פרמיית שליטה ממוצעת של 12.75%. ראו Katarzyna Byrka-Kita & Matuesz Czerwinski, *Large Block Trades and Private Benefits of Control on Polish Capital Market*, 381 WROCŁAW UNIV. ECON. RES. PAPERS 36 (2015). בארצות מתפתחות שווייה של השליטה גדול יותר. במחקר שהתפרסם בשנת 2018 על מדינות BRICS (ברזיל, רוסיה, הודו, סין ודרום־אפריקה) נמצאה פרמיית שליטה ממוצעת של 34.22%, בהתבסס על 317 עסקאות להעברת שליטה. ראו Yannick Sinke, *The Acquisition Premium and Value of Control in BRICS Countries – A Comparison Between Domestic and Cross Border Transactions*, ERASMUS UNIV. THESIS: BUS. ECON. (Oct. 11, 2018), hdl.handle.net/2105/45076.