יפעת מידע תקשורתי דרך מנחם בגין 96-98 (לשעבר דרך פ"ת) תל אביב 67138 טל. 03-5635050 פקס. 03-5617166

32248091-9	31/05/2012	THE MARKER - הארץ	עמוד 42	31	26.45x36.24
אוניברסיטת בר איל - 80039					

"התיאבון המופרז של בעלי השליטה יצר את ועדת הריכוזיות והמחאה"

פרופ' בני לאוטרבך, ראש הקתדרה לממשל תאגידי באוניברסיטת בר אילן, מסביר איך להקטין את הניצול של בעלי השליטה בחברות ציבוריות ו"להגדיל את חלקו של הציבור בעוגה" ● הוא מציע לקחת מהבעלים את הזכות להמליץ על דירקטורים חיצוניים, לכונן ארגון חוץ־ממסדי שיגן על הציבור ולהכשיר את הדירקטורים ● "מקומם לראות את הזלזול באינטליגנציה של הציבור וכמה לא מתוחכמת התנהלות בעלי השליטה"

מאת **ערן אזרן**



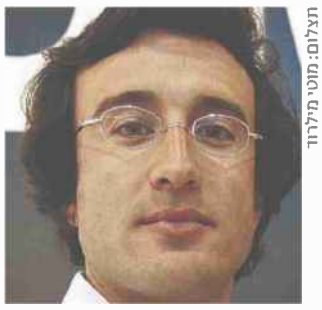
צלום: בלומברג

לוסיאן בבצ'וק. "שם את הרף גבוה מאוד"



צלום: אוליבייה פיטוסי

משה כחלון. "שר יוצא דופן"



צלום: מוטי מילרוד

מיכאל גולן. "יזם משוגע"

פרופ' בני לאוטרבך, ראש הקתדרה לממשל תאגידי באוניברסיטת בר אילן, הצטרף באחרונה למהפכת התקשורת הדיגיטלית. לאוטרבך, בדומה לרבים מתושבי ישראל, מחזיק מכשיר סמארטפון חדיש עם חיבור ישיר לאינטרנט. כאב לשבעה ילדים וכמי שמבלה לא מעט באפליקציות הסלולריות, גם לאוטרבך מברך על הרפורמה בשוק הסלולר, שהביאה להורדה דרסטית במחיר לצרכן.

ואולם, בעיני לאוטרבך הרפורמה בשוק הסלולר רק ממחישה בעיה עמוקה יותר במשק הישראלי – בעיה שבאה לידי ביטוי במחאה החברתית ששטפה את המדינה, בהקמת ועדת הריכוזיות ובתקנות המחמירות של הממשל התאגידי שהשיתו הרגולטורים על חברות בשוק ההון המקומי. "בעיית הגזל מהציבור" – כך הוא מכנה אותה.

"בשנים האחרונות העלו בעלי השליטה את המחירים כדי לספק את תאבונם, והתאבון המופרז הביא לתגובת נגד – שהתבטאה בוועדת הריכוזיות ובמחאה החברתית", אומר לאוטרבך. "היה צריך לבוא שר יוצא דופן (משה כחלון, ע"א) וגם איזשהו יזם 'משוגע' (מיכאל גולן, ע"א) כדי לפתור את בעיית הגזל מהציבור. אם בעלי השליטה היו נוהגים באיפוק, הדברים היו נמשכים בשגרה, בלי לגרור התעודרות יוצאת דופן. בעלי השליטה הביאו את זה על עצמם".

מטוס פרטי־ציבורי

לאוטרבך מדגיש כי בעיית הגזל אינה בלעדית לענף הסלולר, אלא קיימת – ואולי אף ביתר שאת – גם בשוק ההון המקומי. במקרה זה, לדבריו, הגזל אינו מתבצע באמצעות קרטל מחירים, מונופולים או ריכוזיות, אלא על ידי העברת הון מחברות ציבוריות לבעלי השליטה בהן, על חשבון השותף העיקרי של בעלי השליטה – הציבור.

"העברת ההון יכולה להתבצע בדרכים יצירתיות, כמו עסקות עם בעל השליטה ושכר מנהלים גבוה – במקום לחלק דיווידנד לכלל בעלי המניות", מוסיף לאוטרבך. "לפעמים, מקומם לראות כמה מזלזלים באינטליגנציה של הציבור וכמה לא מתוחכמת כל ההתנהלות של בעלי השליטה.

"דוגמה מוכרת: אליעזר פישמן (בעל השליטה בכלכלית ירושלים, ע"א) רצה מטוס מנהלים. הוא הגיע לפתרון מבריק: המשפחה שלו תקנה מטוס פרטי ותחכיר אותו לחברות הציבוריות שבשליטתו, ובסוף השבוע הוא יוכל לטוס לאן שירצה. אני בטוח שאם נברוק את מחירי ההחכרה, נגלה תמונה מעניינת – וכל זה אושר באסיפת בעלי המניות", מדגיש לאוטרבך.

לדבריו, העברת הון מחברות ציבוריות לבעלי השליטה בהן היא משמעותית בישראל גם בהשוואה לשווקים אחרים בעולם. במחקר שביצע לאוטרבך עם ד"ר רונן ברק לפני כמה שנים, נמצא כי טובות ההנאה הפרטיות שמפיקים בעלי השליטה בישראל מהחברות הציבוריות הן כ־30% משווי השוק של החברה – חוץ מהדיווידנדים.

"גם בארה"ב יש הטבות פרטיות. גם שם בעלי השליטה הם לא מלאכים, אבל שיעור טובות ההנאה שלהם מגיע רק ל־4% משווי החברה. בכמה מדינות בדרום אמריקה שיעור ההטבה לבעל השליטה מגיע ל־60% מערך החברה".

מה שאמור להגן על הציבור מאותה העברה של הטבות מהחברה הציבורית לבעל השליטה – המכונה בשפה המקצועית "תיעול" – הם כללי הממשל התאגידי. מדובר באוסף של חוקים ותקנות שקבעה המדינה, שלפיהם מתנהל תאגיד או ארגון באמצעות הדירקטוריון. כללי הממשל התאגידי אמורים, בין השאר, להגן על בעלי מניות המיעוט בחברות הציבוריות – כלומר לוודא כי יישמרו זכויות הציבור, שאינו מאוגד בצורה מאורגנת.

"כללי הממשל התאגידי נועדו מבחינה כלכלית להגיע למצב שבו קיימת חלוקה יותר הוגנת בין בעל השליטה לבין בעלי המניות הרגילים", מסביר לאוטרבך. "התמצית של הממשל התאגידי היא מאבק על חלקו של הציבור בעוגה".

> **"כשהייתי דירקטור באחת החברות הגדולות במשק, הבעתי כמה התנגדויות. לאחר מכן לא חידשו לי את המינוי. בעלי השליטה לא אוהבים 'טראבל מייקרס' – יש מבחינתם גבול לביקורת"**

נחוץ חינוך של הציבור כדי שלא ייצא פראייר

כחלק מהניסיון לשכלל את הדיון בנוגע לממשל התאגידי ולהגביר את מעורבות הציבור, יתקיים בשבוע הבא כנס בתחום ממשל תאגידי באוניברסיטת בר אילן. הכנס יעסוק, בין השאר, ברדרכים שבהן ניתן להגן על האינטרסים של הציבור בשוק ההון, בצורות שבהן מתועל הון מהחברות אל בעלי השליטה, וכן בהשפעת המלצותיה של הוועדה להגברת התחרותיות ("ועדת הריכוזיות"), שהוגשו לא מכבר, על החברות הציבוריות.

בכנס, שבו יתארחו חוקרים מישראל ומחו"ל, יוצגו מחקרים בתחום הממשל התאגידי מהשנים האחרונות. בין המציגים יהיה גם לאוטרבך, שיספר על מחקר חדש המתאר דרכים מתוחכמות שבאמצעותן מצליחים בעלי השליטה להעביר הון מהציבור אליהם. במחקר נטען כי דרך נוספת שבעלי השליטה משיגים טובות הנאה פרטיות היא באמצעות שינויים באחזקות על ידי "עסקות פיננסיות גדולות", כמו הנפקת מניות לציבור או הצעות רכש של מניות מהציבור.

"העסקות הפיננסיות הגדולות, כמו הנפקה או הצעת רכש, מעבירות הון מהציבור אל בעלי השליטה הרבה יותר מעסקות בעלי עניין", מסביר לאוטרבך. "בעסקות הפיננסיות הגדולות, שהן תמימות למראה, בעלי השליטה קונים בזול ומוכרים ביוקר.

"כך, בעלי השליטה בוחרים להגדיל את חלקם במניות החברה בתקופות שמחיר המניה בשפל – בעוד שהקטנת האחזקות מתבצעת בתקופה של גאות או כשמחיר המניה גבוה מהערך הכלכלי הגלום לתפישתם בחברה. בשיטה זו, בעלי השליטה מבצעים שינויים מושכלים בשיעור האחזקות שלהם, על חשבון המשקיעים", מדגיש לאוטרבך.

כדוגמה מביא לאוטרבך את המקרה של חברת הצבעים טמבור. ב־2001, סמוך לשפל של פקיעת בועת הדוט.קום, טמבור נמחקה מהמסחר בהצעת רכש מלאה למניות הציבור. ב־2005, עם הגאות בשוק ההון, החברה הונפקה שוב במחיר גבוה. ב־2008, ימי המשבר בשווקים, בעלי השליטה הגישו שוב הצעת רכש למחיקת החברה (שנכשלה לבסוף). בחודשים האחרונים, כשנרשם שפל נוסף בבורסה, הוגשה הצעת רכש חוזרת למניות טמבור, והחברה נמחקה מהמסחר – נכון לעכשיו. בעיני לאוטרבך, להגדלת האחזקה בשפל והקטנתה בגאות יש שני הסברים: "או שהציבור פראייר וחסר חינוך פיננסי נאות, או שלבעלי השליטה יש מידע פנים שבאמצעותו הם יכולים להעריך טוב יותר את שוויה הכלכלי של החברה בעתיד. ייתכן כי פער המידע הזה מאפשר לבעלי השליטה לתמרן ולשנות את אחזקותיו במחירי קצה. לכן, דרוש בעיני פיקוח הדוק יותר על עסקות פיננסיות כאלה – ובכל מקרה, נחוץ חינוך של הציבור כדי שלא ייצא פראייר".

המגדלור של שוק ההון

כדי להגן על הציבור מעסקות בעלי עניין "רגילות" עם בעל השליטה או מהעסקות הפיננסיות הגדולות, ממקד לאוטרבך את הדיון בדח"צים – הדירקטורים החיצוניים שמציעים בעלי השליטה וממונים באסיפה הכללית על ידי בעלי המניות מקרב הציבור. הדח"צים הם דירקטורים שתפקידם לאזן את השפעתו של בעל השליטה ולוודא כי האינטרסים של הציבור, השותף בחברה, אינם נפגעים.

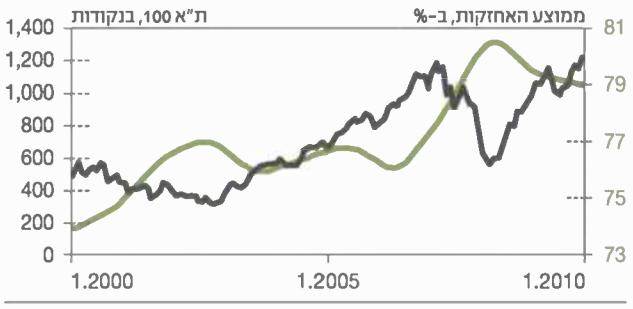
"הדח"צים שלנו הם מתחת לכל ביקורת בגלל חוסר

מי ישמור על הציבור עיקרי הצעותיו של לאוטרבך

1. הקמת פורום מקצועי חוץ־ממסדי בענייני ממשל תאגידי שיגן על זכויות הציבור מפני ניצול ואי הגינות של בעלי השליטה
2. הקמת מאגר דירקטורים חיצוניים ברשות ניירות ערך או העברת הזכות להמליץ עליהם לידי הגופים המוסדיים
3. הקמת בית ספר לדירקטורים שיכשיר אותם להגנה על זכויות הציבור בחברות, והתניה של מינוי דירקטור חיצוני בתעודת סיום

מגדילים את האחזקות בשפל, נהנים בגאות

אחזקות בעלי השליטה בחברות לעומת מדד ת"א 100



"הזלזול של בעלי השליטה בציבור – מקומם"

פרופ' בני לאוטרבך, מומחה לממשל תאגידי: **ועדת הריכוזיות היא תוצאה של התיאבון המופרז של בעלי השליטה**

יפעת מידע תקשורתי דרך מנחם בגין 96-98 (לשעבר דרך פ"ת) תל אביב 67138 טל. 03-5635050 פקס. 03-5617166

25.8x27.22	32	עמוד 42	הארץ - THE MARKER	31/05/2012	32248113-4
אוניברסיטת בר איל - 80039					



צילום: אייל טואג

פרופ' בני לאוטרבך

גיל: 58 **מצב משפחתי:** נשוי + 7 **השכלה:** תואר ראשון בהנדסה מהטכניון, תואר שני במינהל עסקים מבר אילן, דוקטורט במימון מאוניברסיטת שיקאגו

העצמאות שלהם", מצהיר לאוטרבך. "יש בעיה קרדינלית - דירקטורים חיצוניים לא יכולים להתמנות על ידי בעלי השליטה. מערכת המוטיווציה שלהם לא ראויה. כשאתה ממונה על ידי בעל השליטה, אתה חייב לו.

"כשהייתי דירקטור באחת החברות הגדולות במשק, הבעתי כמה התנגדויות. לאחר מכן לא חידשו לי את המינוי. בעלי השליטה לא אוהבים 'טראבל מייקרס' - יש מבחינתם גבול לביקורת", מבהיר לאוטרבך את עמדתו.

נוסף על חוסר העצמאות של הדירקטורים החיצוניים, גם המקצועיות שלהם לוקה בחסר בעיני לאוטרבך. "הדח"צים זקוקים להכשרה שתסייע להם להבין מהם המצבים הרגישים שבהם עלולה להיפגע טובת הציבור. יש מצבים שבהם צריך ניסיון וחריפות, כי הרי בעל השליטה לא מביא הצעה לדיון ואומר שיש כאן דילמה וששההחלטה כרוכה בניגוד עניינים. הרבה פעמים הדח"צים פשוט לא שמים לב לזה - לפעמים יש עומס עבודה, לפעמים מבינים חצאי דברים ולפעמים לא מעמיקים בהם כלל. לכן צריך אנשים בעלי ניסיון".

הפתרון הראוי לבעיה, לפי לאוטרבך, הוא שהדירקטורים החיצוניים בחברות ימונו מבחוץ - כלומר לא על פי הצעתו של בעל השליטה. "צריך להקים מאגר של דירקטורים חיצוניים ברשות ניירות ערך, או שהמוסדיים יהיו אלה שיוכלו להציע את הדירקטור החיצוני. במקביל, חשוב שהרשות תיזום קורס מקצועי שיסייע להקנות לדח"צים ידע חשבונאי ויעניק להם הכשרה ספציפית בהגנה על זכויות הציבור. הקורס צריך לכלול סיטואציות שונות וקווים האדומים".

מלבד "מאגר הדח"צים", דעיון שהועלה לא פעם בעבר, לאוטרבך מציע אף להקים "פורום חוץ-ממסדי", שיהיה מקצועי וחסר פניות לטובת הציבור. "תפקיד הפורום יהיה להביע עמדות בעניינים שעל הפרק, כמו הגנה על זכויות הציבור וניצול או אי-הגינות מצד בעלי השליטה. מעין 'אמנה חברתית' - ועדה ערכית שתוכל לתווך ולקבוע עמדה מקצועית לטובת המשקיעים הקטנים. הוועדה תהיה המגדלור של שוק ההון.

"בגוף כזה יכולים להיות פרופסורים מהאקדמיה, אנשים מהשטח ואפילו עיתונאים, שידונו בסוגיות שעל הפרק, כמו שכר המנהלים או ריכוזיות השליטה בחברות. התרומה העיקרית של גוף כזה היא בהצגת עמדות. יתקיים בו דיון ענייני ופתוח לטובת המשקיעים. צריך לזכור, רוב הגופים המצליחים כיום הם חוץ-ממסדיים - כמו תנועת המאהה החברתית או התקשורת העצמאית - ולכן יש מקום לגוף כזה שיפתח דיון ענייני".

אבל יש את אנטרופי - גוף מקצועי שמייעץ למוסדיים איך להצביע בעניינים שעל הפרק, לטובת הציבור.

"אנטרופי מנפיקה החלטות להצבעות ספציפיות ולא בנושאים העקרוניים, הגדולים, שעומדים על הפרק. אחת הבעיות היא שהגופים המוסדיים (גופים המנהלים את חסכונות הציבור, כמו חברות ביטוח ובתי השקעות - ע"א) לא מוכנים לשלם על ייעוץ בכל הקשור לממשל תאגידי. הם רואים בכך עוד מטלה שצריך לעשות בחוסר רצון. מסיבה זו הם עשו לייעוץ מיקוד חוץ, והעבירו את ההחלטות לאנטרופי.

"הייעוץ של אנטרופי אינו מקצועי. הוא אמנם אובייקטיבי, אבל משום שחתכו אותם מאוד במחיר - הייעוץ הוא ברמה שטחית למדי. ועדת הריכוזיות היתה חייבת להיות הדה בנקודה זו, ולקבוע כי מי שמייעץ להצבעות של המוסדיים צריך לעבור הכשרה ובחינות מתאימות - עוד לפני הדח"צים".

ממשל תאגידי זה לא פתרון של זבנג וגמרנו

מלבד סוגיות בממשל תאגידי, בכנס שיתקיים בשבוע הבא תעניק הקתדרה את אות "איש השנה בממשל תאגידי ל-2011" ללוסיאן אריה בבצ'וק, פרופסור בעל שם עולמי לממשל תאגידי מאוניברסיטת הרווארד, שהיה היועץ המרכזי של ועדת הריכוזיות.

במידה רבה, בבצ'ק היה האיש שעמד מאחורי המלצות הביניים של הוועדה, שכללו שורה של כללי ממשל תאגידי מחמירים לחברות הנמצאות בפירמידות העסקיות. ההמלצות זכו לביקורת חריפה מצד המגזר העסקי, שרבים בו טענו כי יש בהן התערבות חריפה ומרחיקת לכת באוטונומיה של החברות. ואכן, בסופו של דבר הוועדה חזרה בה מרוב המלצותיה בתחום זה והחליטה להגביל את הפירמידות בצורה ישירה - ולא דרך כללי הממשל התאגידי.

אף שהוועדה נסוגה ממרבית המלצותיה בעניין הממשל התאגידי, החלטתם להעניק את אות הממשל התאגידי לבבצ'וק. מה עמד מאחורי החלטתכם?

"בבצ'וק הציב את האידיאל. בלא מסקנות הביניים של הוועדה, גם ההחלטה המשמעותית ביותר שהושגה - צמצום הפידמידה לשתיים או שלוש שכבות - לא היתה מתקבלת. צריך להביא אידיאליסט-חוזה כמו בבצ'וק כדי לעשות צעד גדול, ובבצ'וק שם את הדף מאוד גבוה. ענייני ממשל תאגידי הם לא פתרון של זבנג וגמרנו. מדובר בתהליכים אטיים בכל העולם. מלבד זאת, בבצ'ק הוא הפרופסור לממשל תאגידי המצוטט ביותר במאמרים האקדמיים בעולם".

למרות ההמלצה לשטח את הפירמידות, ביתתיים - לאחר המהפכה בענף הסלולר - השוק אינו ממתין לחקיקת ההמלצות. לפי התמחור בשוק, כמה מבעלי השליטה לא יעמדו בהחזרי החוב. למעשה, השוק מפרק את הפירמידות כבר עכשיו.

"אומרים שמצב כלכלי קשה ותחרותיות פותרים את כל הבעיות הכלכליות. תחרותיות מובילה לכלכלה יעילה והוגנת. אחד התנאים המרכזיים לניצול בעלי מניות המיעוט הוא שיהיו זרמי מזומנים נאים. התחרות מורידה את טובות ההנאה מכיוון שיש פחות רווחים עודפים שניתן לחלק בצורה לא יעילה. קשה להוציא טובות הנאה פרטיות כשהחברה בקושי שורדת.

"הגברת התחרות בענף הסלולר מאיימת בעיקר על חברות האם שבמעלה הפירמידות - הן חייבות הרבה כסף לשוק ההון ולבנקים. אני לא חושב שתהיה בעיה לחברות הריאליות (חברות הסלולר, ע"א), שימשיכו לספק שירותים. ואולם, מבחינת המיקרו, הרבה אנשים יפסידו בגלל ירידת ערך החסכונות והפנסיות, וזה חבל".

פירוק הפירמידות יצמצם את עושק הציבור

איך ישפיע פירוק הפירמידות - דרך השוק או באמצעות ועדת הריכוזיות - על היבטי הממשל התאגידי בחברות?

"הפירמידות יוצרות מצב שבו בעל השליטה מחזיק במעט הון (בשל המבנה המשורשר, ע"א) בעוד יש לו שליטה מלאה בחברה. נוצרים לבעל השליטה תמריצים ופיתויים גדולים מאוד להוציא מהחברה כסף לטובתו. הפיתוי של עושק החברה גובר משמעותית. אם הוא יוציא כספים מהחברה בדרך כלשהי - אפילו בדרך אפורה - הרי שהוא מרוויח הרבה יותר מאשר דרך דיווידנד רגיל.

"פירוק הפירמידות יצמצם את המוטיווציה של בעלי השליטה לתעל כסף החוצה על חשבון הציבור. ברגע ששמים לבעל שליטה את המכשולים ומורידים להם הפיתויים - נראה הרבה פחות עושק של חברות ציבוריות".

"הגברת התחרות בענף הסלולר מאיימת בעיקר על חברות האם שבמעלה הפירמידות - הן חייבות הרבה כסף לשוק ההון ולבנקים. אני לא חושב שתהיה בעיה לחברות הריאליות, שימשיכו לספק שירותים"

"דח"ץ צריך ניסיון וחריפות. בעל השליטה הרי לא מביא הצעה ואומר שההחלטה כרוכה בניגוד עניינים. הרבה פעמים הדח"צים לא שמים לב - יש עומס עבודה, הם מבינים חצאי דברים ולפעמים הם לא מעמיקים מספיק"