



## נייר עמדה

### שליטה ללא שליטה

דני בן-שחר, רוני גולן, דן וייס, אברהם כרמלי, איל סולגניק

יוני 2024

תובנות מהמאמר הוצגו בערב העיון "שליטה ללא שליטה" שהתקיים בפקולטה לניהול ע"ש קולר ביזמת מרכז יששכר ובתיה פישר לממשל תאגידי ורגולציה של שוק ההון ומרכז הראל לחקר שוק ההון. אנו מבקשים להודות למשתתפי ערב העיון על ההערות ובמיוחד להדר אודלר, מורן אופיר, שוני אלבק, בני גבאי, לימור דנש, דני ויטן, אמיר וסרמן, אסף חמדני, שרון חנס, יונל כהן, ניסן לנגברג, אילנית לנדסמן-יוגב, ניר עובדיה, משה פרץ, רועי שלם ונעמי שפירר בלפר על תובנותיהם והארותיהם. תודה מיוחדת ליו"ר רשות ניירות ערך, עו"ד ספי זינגר. אנו מבקשים להודות למרכז הראל לחקר שוק ההון בפקולטה לניהול ע"ש קולר על תמיכתו במחקר זה.

# שליטה ללא שליטה

## 1. מבוא

מבנה השליטה בחברות הציבוריות מהווה את אחד מיסודות שוק ההון בישראל. מבנה שליטה זה עובר בשנים האחרונות תמורה משמעותית. בעוד שבעבר רוב מכריע של החברות נשלט בידי גופים שהחזיקו בידם למעלה מ-50% מהון המניות, הולך וגדל בשנים האחרונות מספרן ומשקלן הכלכלי של החברות בהן אין בעל שליטה מובהק, כזה המחזיק מעל 50% מכוח ההצבעה. בעת האחרונה, אנו עדים לחברות בהן יש בעלי מניות המחזיקים בלוקי החזקה של פחות מ-25% מהון המניות באמצעותו הם מנסים להשפיע על קבלת החלטות בחברה. במקביל, אנו עדים לעליה באחזקות הגופים המוסדיים בחברות הציבוריות. תופעה זו אינה ייחודית לישראל ובמקומות אחרים היא אף עמוקה ורחבה יותר. כך, לדוגמה, בארצות הברית, שלושה גופים מוסדיים (BlackRock, State Street Global Advisors, and Vanguard) מחזיקים בקרוב ל-25% מהון ההצבעה ואף מהווים את בעלי המניות הגדולים ביותר בכ-90% מהחברות הגדולות ברשימת ה-S&P 500 (Bebchuk and Hirst, 2019; Fichtner et al., 2017). תמורות אלו מעלות שאלה בדבר קיומו וזהותו של בעל השליטה, בעיקר כאשר מחד גיסא בעלי מניות מסוימים מחזיקים בפחות מ-25% מהמניות ומאידך גיסא, על גופים מוסדיים, המחזיקים נתחים משמעותיים מהמניות של החברות הציבוריות, נאסר להיות בעלי שליטה ואף נקבעו הגבלות על שיתוף פעולה ביניהם, שמטרתן מניעת הסדר כובל העלול לפגוע בתחרות.

לאור התפתחות זו אנו בוחנים את שאלת קיומה של שליטה בחברה ציבורית על ידי בעל בלוק מניות המחזיק עד 25% מהמניות חברה ציבורית, כאשר יתר המניות מתחלקות בין מספר גופים מוסדיים המחזיקים כל אחד בבלוק מניות וציבור רחב שכל יחיד בו מחזיק החזקה זניחה של מניות. שאלת השליטה נבחנת בהיבט של הכוח האפקטיבי להשפיע על קבלת ההחלטות בחברה. אנו בוחנים באיזו מידה יש לבעלי מניות המחזיקים בבלוקים לא גדולים של מניות את הכוח להשפיע על תהליכי קבלת החלטות באסיפת בעלי המניות של החברה, ודרכה בדירקטוריון ועל ניהול החברה.

כדי לבחון את כוח ההשפעה האפקטיבי, אנו מציעים ניתוח תורת משחקי המתבסס על ערך מאיירסון (Myerson, 1977). ערך מאיירסון הוא הרחבה של ערך שפלי (Shapley, 1953; Shapley and Shubik, 1954). ערכי שפלי ומאירסון מודדים את הכוח של כל שחקן להכריע בתהליך קבלת החלטות. ערך שפלי משמש פעמים רבות לאפיון וכימות כוחם של שחקנים במערכות פוליטיות, שוקי הון, ועדות ועוד (Hart, 1989). ביסודו של ערך שפלי קיימת ההנחה שבין כל זוג שחקנים קיים שיח ושיתוף פעולה מלא לצורך קבלת החלטות. לעומת זאת, על פי הגישה של מאיירסון, ההנחה בדבר קיומו של שיח ושיתוף פעולה מלא בין כל זוג שחקנים לא מתקיימת. מודל מאיירסון מאפשר לבחון את כוחו האפקטיבי של כל בעל מניות להשפיע על קבלת החלטות בחברה בהתבסס הן על שיעור ההחזקה הפורמלי במניות החברה והן על יכולתו (או אי-יכולתו) של כל בעל מניות לשותף פעולה ולתאם עמדות עם בעלי מניות אחרים. במילים אחרות, הגישה של מאיירסון מתאימה למציאות בה קיימות הגבלות על תיאום בין גופים מוסדיים.

תוצאות הניתוח שלנו מראות כי לבעל בלוק מניות (עד 25%), אשר יכול לקיים קשר, שיתוף פעולה ולתאם החלטות עם הגופים המוסדיים, יש כוח אפקטיבי משמעותי להשפיע על קבלת החלטות באסיפת בעלי מניות ודרכה על הניהול של החברה. בפרט, תוצאות המודל המשחקי מצביעות על כך שקיום הגבלות

משמעותיות על תיאום עמדות ותקשורת בין הגופים המוסדיים מעביר מהם כוח בקבלת ההחלטות אל בעל בלוק המניות. רוצה לומר, ההגבלות על תיאום בין מוסדיים מחלישות במידה רבה את כוחם האפקטיבי להשפיע על קבלת החלטות באסיפת בעלי המניות ובמקביל, מחזקות באופן משמעותי את כוחו האפקטיבי של בעל בלוק המניות, הרשאי לתקשר ולתאם עם כל אחד מן הגופים המוסדיים. למעשה, תוצאות לפי חישוב ערך מאיירסון, מצביעות על כך שכוחו האפקטיבי המשמעותי לכוון את פעילות החברה של בעל בלוק המניות עולה על 50% ולפיכך, יש בו פוטנציאל להעיד על או לבטא שליטה בחברה.

ברם, פוטנציאל שליטה זה, לגישתנו, אפשר שאינו בר-קיימה, אלא זמני. זאת, הואיל וקיימת האפשרות לפיה אילו מהגופים המוסדיים ימכרו בלוק מניות לגוף נוסף שאינו מוסדי (למשל, קרן גידור) ואשר עליו לא יחולו מגבלות תקשורת ותיאום. כלומר, בהחלטה עצמאית יכול גוף מוסדי אחד או יותר למכור בלוק מניות לצד ג'; האחרון יחזיק מעתה בלוק מניות ויהיה באפשרותו לקיים תקשורת, שיתוף פעולה ותיאום עם כל אחד מהגופים המוסדיים. כתוצאה ממהלך זה, עשוי להיגרע משמעותית כוחו האפקטיבי של מחזיק בלוק המניות הראשון, אף אם ישמור על קשרים עם כל בעלי המניות האחרים, ובמקביל יגדל כוחם האפקטיבי של הגופים המוסדיים. הסיבה לכך היא שבעוד שבעל בלוק המניות הראשון היה השחקן הבלעדי שקיים שיתוף פעולה עם כל שאר בעלי המניות, עתה מצטרף שחקן משמעותי נוסף – בעל בלוק המניות הנוסף – שגם הוא יכול לשתף פעולה עם כל שאר בעלי המניות ובכך נגרעת הבלעדיות האמורה של בעל בלוק המניות הראשון. קיומו של בעל בלוק המניות הנוסף נותנת בידי הגופים המוסדיים את הבחירה עם מי לתאם החלטות – עם בעל בלוק המניות הראשון, עם בעל בלוק המניות השני, עם שניהם או עם אף לא אחד מהם. כך, השליטה של בעל בלוק המניות הראשון נתונה עתה לאיום מתמשך וברור.

ניסיוננו כאן לתת מענה לשאלת השליטה בחברות ציבוריות, יש בו כדי להציע שתי תרומות מרכזיות. ראשית, המחקר מצביע על כך שהכוח האפקטיבי של מחזיק מניות בחברה אינו תלוי בחלקו בהחזקה הפורמלית במניות החברה בלבד, אלא במידה רבה במערכת שיתוף הפעולה והתיאום בינו לבין הגופים המוסדיים. כך, כאשר מוטלות הגבלות על גופים מוסדיים לתקשר זה עם זה, כוחו האפקטיבי של בעל המניות (שהגבלות התקשורת והתיאום אינן חלות עליו) גדל במידה ניכרת (על חשבון כוחם של הגופים המוסדיים) – הרבה מעבר לכוחו הפורמלי הנובע מאחזקותיו היחסיות בהון מניות החברה. מדובר בכוח מעשי להכריע בתהליכי קבלת ההחלטות באסיפת בעלי מניות; דהיינו – כוח שליטה. הדיון כאן בשליטה מבוסס על מדד כמותי לעוצמת השליטה המוסקי מימד משמעותי לדיון על זהות השולט בחברה ציבורית ובעוצמת כוחו האפקטיבי לשלוט בה. התרומה השנייה מסבה את תשומת לב לכך כי הכוח האפקטיבי של בעל בלוק המניות לכוון את פעילות החברה עשוי להיות זמני ולקטון בחטף. שינוי זה אפשרי במקרה שאיזה מהגופים המוסדיים ימכור בלוק מניות נוסף לצד ג' שאינו מוסדי ובכך יסיים את הבלעדיות של בעל בלוק המניות הראשון בתקשורת ובתיאום עם הגופים המוסדיים. מכירה של חלק מאחזקותיו של גוף מוסדי למחזיק מניות נוסף שאינו מוגבל בתקשורת עם הגופים המוסדיים עשויה להביא להקטנת כוחו האפקטיבי של בעל המניות הראשון (אף אל מתחת ל- 50% – על פי חישוב ערך מאיירסון) ובמקביל, להגדלת כוחם האפקטיבי של הגופים המוסדיים. לשון אחר, הגופים המוסדיים עשויים להיות "ממליכי המלכים" – מכירת בלוק מניות לבעל המניות הראשון תמליך אותו כבעל יכולת לכוון את פעילות החברה, ובהמשך, מכירה נוספת של בלוק מניות נוסף תגרע משמעותית מכוחו האפקטיבי של הראשון. כלומר, כניסת בעל בלוק מניות נוסף תביא איתה לירידה משמעותית בכוחו הרב בקבלת ההחלטות בחברה של בעל בלוק המניות הראשון, וממילא לאובדן השליטה.

## 2. רקע סטטוטורי

השינוי במבנה השליטה שעובר שוק ההון הישראלי בשנים האחרונות הוביל, בין היתר, להצעה של משרד המשפטים לתיקון חוק החברות (ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה), התשפ"א-2021. רציונאל מרכזי לתיקון המוצע הוא התמודדות עם בעיית נציג שמקורה בכוח המוקנה להנהלה. וכך בלשון ההצעה: "... בחברות שמבנה הבעלות שלהן מבוזר, בעיית הנציג האופיינית היא בין ציבור בעלי המניות המבוזר של החברה לבין מנהלי החברה השולטים בניהולה השוטף ("בעיית נציג אנכית"), ותפקידו של הממשל התאגידי הוא מניעת שימוש בכוחה ומעמדה של הנהלת החברה באופן שמקדם את האינטרסים שלה על חשבון טובת החברה וציבור בעלי המניות...". כמצוין בהצעה, רכיב חשוב בה הוא שינוי הגדרת "שליטה" בסעיף 1 לחוק החברות המפנה להגדרה הקבועה בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, הכוללת חזקה כמותית לקיומה של שליטה בהחזקה ב-50% או יותר מהון המניות בחברה, ומבחן איכותי המתמקד ב"יכולת לכוון את פעילות התאגיד". הואיל ושליטה עשויה להתקיים גם בשיעורי החזקה נמוכים מ-50% ולאור העובדה שלעיתים ניתן לבסס שליטה לפי המבחן האיכותי רק בחלוף זמן בשים לב לדפוסי התנהגות בחברה, ועל מנת לייצר ודאות לגבי הממשל התאגידי שיחול בחברה לפי החוק המוצע, ההצעה הינה להוסיף חזקה ניתנת לסתירה לפיה, בחברה בה אין מי שמחזיק למעלה מ-50% מהון המניות בחברה, תיחשב החזקה של 25% או יותר מהון המניות בחברה כשליטה בה. השינוי מוצע כתיקון להגדרת שליטה בחוק החברות, אולם הכוונה הינה להציע בהמשך הליך החקיקה שינוי בהגדרה הכללית של שליטה בחוק ניירות ערך.<sup>1</sup>

למעשה, מצב דברים זה מעלה שאלה מעניינת של מדיניות רגולטורית: מחד גיסא, ככל שיונמד רף השליטה (נניח ל-20% ממניות החברה בלבד), כך בעלי בלוקים של מניות יסווגו כבעלי שליטה במקרים רבים יותר. מאידך גיסא, הורדת הסף ל-20% עשויה להביא לידי מצב, מוכר מהספרות,<sup>2</sup> לפיו בעל המניות הגדול יעצור ב 19.9% מסך המניות ובכך ישיג את השליטה בהחזקה קטנה אף יותר.

מאפיין חשוב בשוק ההון הישראלי הוא משקלם של הגופים המוסדיים בהחזקת הון המניות בחברות ציבוריות. בחברות רבות, השיעור המוחזק על ידי גופים אלה הוא גדול. אולם, בה בעת, על גופים אלה מוטלות מגבלות משמעותיות הן לעניין היקף אחזקותיהם בחברות והן לעניין הימנעותן מהשגת שליטה – וכנגזרת מאלה ומשיקולי תחרות, מגבלות על מידת שיתוף הפעולה ביניהם. משקיעים מוסדיים שמחזיקים במניות מיעוט בחברות ציבוריות נחשבים כמשקיעים מקצועיים, שמעורבות פעילה שלהם במנגנוני קבלת החלטות של החברה הציבורית עשויה לשפר את יכולתם של בעלי מניות המיעוט בחברה לפקח על הנעשה בה. מעורבות פעילה זו של הגופים המוסדיים חשובה במיוחד כאשר מדובר בקבלת החלטות עבורן נדרשת בדין תמיכה אקטיבית מצד בעלי מניות בחברה. אלא, ששיתופי פעולה בין גופים מוסדיים מתחרים עלולים לעלות לכדי הסדר כובל לפי סעיף 2 לחוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988. בשנת 2019 פרסמה רשות התחרות את גילוי דעת 1/19, העוסק בשיתופי פעולה בין גופים מוסדיים שלא בתחום התחרות, ובפרט בשיתופי פעולה בין גופים מוסדיים המחזיקים במניותיו של תאגיד מסוים, בכל הנוגע לקבלת החלטות באסיפה הכללית של אותו תאגיד. גילוי דעת זה מציג מקרים נקודתיים בהם מותר שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים. שיתוף פעולה כזה הינו מורכב, כרוך בסיכון ומחייב כל אחד מהגופים להסתייע בחוות-דעת משפטיות יקרות. לפיכך, בפועל, שיתוף פעולה ישיר בין

<sup>1</sup> יודגש, כי המקרה של האחים אמיר בשופרסל מאתגר את שינוי החקיקה המוצע, אף אם היה בתוקף, שכן אחזקתם במניות שופרסל נמוכה במעט מ 25%.

<sup>2</sup> ראו DeGeorge, Patel, and Zeckhauser 1999 וגם Barniv, Stephens, and Sulganik 1994.

גופים מוסדיים הינו נדיר. יצויין, עם זאת, כי קיימים מנגנונים עקיפים המאפשרים שיתוף פעולה מסויים ותקשורת לא ישירה, כגון פרסום מדיניות ההצבעה וגופים המפרסמים המלצות הצבעה. המגבלות הקיימות דה פקטו על שיתוף פעולה בין הגופים המוסדיים עומד בבסיס המחקר שלנו אשר דן בהשפעת ההגבלות האמורות על כוחם האפקטיבי של בעלי המניות בחברה ללא גרעין שליטה פורמלי.<sup>3</sup> בפרט, תוצאות הניתוח שלנו שופכות אור על השאלה האם רכישת 25% מהון המניות אכן מקנה כוח אפקטיבי לשלוט בחברה ציבורית ולכוון את החלטותיה ופעולותיה.

### 3. סקירת ספרות: שימושי ערך שפלי וערך מאיירסון בעולם התאגידי

מחקרים קודמים ניתחו מגוון אספקטים של כוח הצבעה של בעלי מניות בשווקים שונים בעולם. Zingales (1994) ו-Nenova (2002) השתמשו בגישה של שפלי מתורת המשחקים השיתופיים לניתוח כוח הצבעה של בעלי מניות. לפנייהם, Powers (1987) יישמה את ערך שפלי לניתוח השפעות כח הצבעה של בעלי מניות על השתלטות תאגידית (Takeover). Ofir (2024) עושה שימוש בערך שפלי לחישוב כוח אפקטיבי של בעלי מניות על בסיס ניתוח אקונומטרי.

ערך שפלי מוגבל בכך שאינו מתייחס למגבלות על העדר תקשורת, שיח ושיתוף פעולה בין חלק מהשחקנים במגרש התאגידי. הגישה של Myerson (1977) מאפשרת לבחון את חלוקת הכוח האפקטיבי בין בעלי מניות, כאשר חלקם, למשל הגופים המוסדיים, אינם משתפים פעולה עם אחרים. לעניין זה, לאחרונה, Ben-Shahar, Carmeli, Sulganik, and Weiss (2023) הראו את השימוש בגישה של Myerson (1977) להערכת כוח ואפיון קואליציות דומיננטיות בהקשר של עסקים משפחתיים.

המתודה אותה אנו מיישמים במחקר זה מבוססת על הגישה שמציע מאיירסון (Myerson, 1977), אשר מהווה הכללה של גישה שפלי (Shapley & Shubik, 1954; Shapley, 1953). בפרט, מאיירסון מציע שיטת ניתוח לכוח האפקטיבי של כל שחקן במצב בו קיימים זוגות של שחקנים שאינם מקיימים תקשורת ביניהם. דהיינו, ערך מאיירסון מודד את כוחם האפקטיבי של שחקנים להשפיע על קבלת החלטות, כאשר קיימים שחקנים שאינם משתפים פעולה עם חלק מהשחקנים האחרים. סיטואציה זו תואמת במידה רבה לרגולציה ולמציאות של קבלת החלטות על ידי גופים מוסדיים כמתואר לעיל וכן למצב בו החזקות הציבור מפוזרות מאוד ("אוקיינוס של מחזיקים מזעריים").

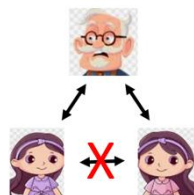
כדי להבין את האינטואיציה מאחורי המונח כוח אפקטיבי, נעניין בדוגמה פשוטה. הניחו חברה משפחתית דור שני, שבה בעלי המניות הם אח ושתי אחיות, כאשר לכל אחד שליש מהמניות. נניח כי בשלב ראשון קיימת הרמוניה בין השחקנים: כולם מתייעצים ומשוחחים זה עם זה ותהליך קבלת החלטות באסיפה הכללית של החברה הינו פורמלי, לאחר שיחות ותאום מקדים. במצב זה בו כל השלושה מתקשרים זה עם זה, חישוב ערך שפלי מראה כי לכל בעל מניות יש כוח שווה בקבלת החלטות בחברה – דהיינו, שליש לכל אחד ואחת.

<sup>3</sup> עסקת רכישת מניות בשופרסל מהגופים המוסדיים על ידי האחים אמיר מן העת האחרונה (ועסקאות דומות אשר נדונות אף כי טרם התממשו) מעלה נושא חשוב זה שוב לסדר היום. בפרט, האחים אמיר הציעו לשישה גופים מוסדיים לרכוש מהם 24.9% ממניות שופרסל באופן יחסי לאחזקותיהם במניות החברה. ההצעה הותנתה בקיבול על ידי כל ששת הגופים המוסדיים, כאשר הגופים המוסדיים לא ניהלו תקשורת ביניהם. העסקה הושלמה והעיתונות הכלכלית ראתה בה רכישת שליטה על ידי האחים אמיר. לימים, לאחר דין ודברים עם רשות ניירות ערך, הודיעו האחים אמיר כי יראו בעצמם בעלי שליטה בשורה של עניינים, לרבות הרוב הדרוש למינוי וסיום כהונה של דירקטורים חיצוניים. <https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1587001-1588000/P1587940-00.pdf>

נניח עתה כי לאחר זמן מה, ביוזמת אחת האחיות, עולה לדיון בין האחים החלטה מורכבת – להפסיק חלוקת דיבידנד למשך מספר שנים כדי להשקיע בפיתוח עסקי החברה. אולם, הואיל ואחת מהאחיות נזקקת לתזרים המזומנים השוטף של הדיבידנדים והחלטה זו אינה תואמת לצרכיה, נוצר סכסוך בין האחיות והן חדלות לדבר זו עם זו. במצב חדש זה, שתי האחיות לא יכולות להעביר החלטה ללא הסכמת האח כי הן אינן משתפות פעולה זו עם זו. בפועל, אף לא אחת מהאחיות יכולה להעביר החלטה ללא שיתוף פעולה ותיאום עם האח. במצב זה, לאח נוצר כוח אפקטיבי רב להשפיע על קבלת ההחלטות בחברה. נשים לב שבמקרה זה, אף אם לכל אחת מהאחיות היו 100 מניות ולאח הייתה רק מניה אחת – כוחו האפקטיבי של האחרון עדיין היה גדול מזה של כל אחת מהאחיות. יתר על כן, הואיל וסך הכוח לקבל החלטות בחברה מסתכם ל-100%, הרי שמתקיים פה משחק סכום אפס: כוח שנגרע מהאחיות עובר אל האח. הנה כי כן, היכולת של בעלי מניות להשפיע על החלטות בחברה אינה תלויה רק בחלקם הפורמלי באחזקות המניות בחברה, אלא גם ביכולת לשתף פעולה עם בעלי מניות אחרים והיכולת של בעלי המניות האחרים לשתף פעולה ביניהם. למעשה, גישת מאיירסון לחישוב כוחם של בעלי המניות מעלה כי כוחו האפקטיבי של האח להשפיע על קבלת ההחלטות בחברה הוא  $2/3$  וכוחן של כל אחת מהאחיות, שאינן מדברות זו עם זו, הוא  $1/6$ . קל לראות כי כוחו של האח להכריע את הכף בקבלת החלטות גדול בהרבה מכוחה של כל אחות – ראה תרשים א. יתר על כן, חשוב לשים לב כי אף אם האח היה אחוז במניה אחת בלבד ולכל אחות היו מאה מניות – עדיין חלוקת הכוח האפקטיבי היתה נותרת על כנה  $2/3$  לאח ו- $1/6$  לכל אחת מן האחיות. ראה נספח להרחבה על ערך שפלי וערך מאיירסון.

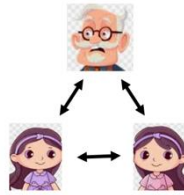
#### תרשים א: חברה משפחתית דור שני

##### ברוגז - שתי האחיות לא מדברות



כח לאח –  $2/3$   
כח לכל אחות –  $1/6$

##### הרמוניה - תקשורת מלאה בין כולם



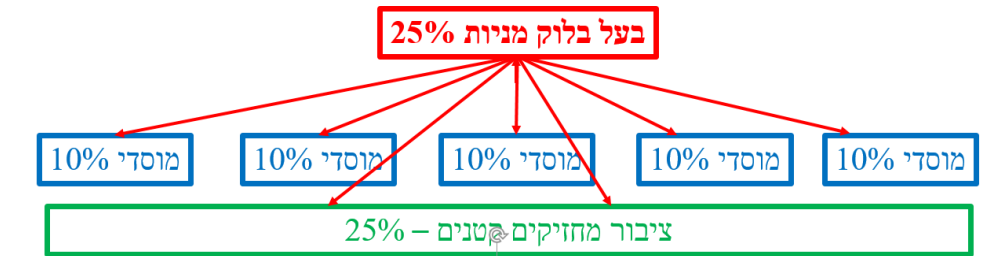
כח שווה לכל אחד ואחת –  $1/3$

#### 4. משחק תאגידי: בעל בלוק מניות וחמישה גופים מוסדיים

נתחיל במשחק תאגידי בו יש בעל בלוק מניות יחיד, חמישה גופים מוסדיים ובעלי מניות רבים מאוד מקרב הציבור שלכל אחד מהם החזקה זניחה במניות החברה. אנו מודדים את כוחם של בעלי מניות להכריע את הכף בהחלטות באסיפת בעלי מניות. נניח כי בעל בלוק המניות מחזיק ב-25% מהון המניות, כל אחד מחמשת הגופים המוסדיים מחזיק ב-10% מהון המניות, ובעלי מניות רבים ומפוזרים מקרב הציבור מחזיקים ביתרת 25% מהון המניות. בעל בלוק המניות יכול לתקשר ולתאם עם כל אחד מחמשת הגופים המוסדיים וגם עם הציבור המפוזר (למשל דרך הודעות לתקשורת). לעומת זאת, חמשת הגופים המוסדיים אינם מקיימים ביניהם שיתוף פעולה (ואף לא מתקשרים עם הציבור), אך כל אחד מהם מצוי בתקשורת עם בעל בלוק המניות. הסף הדרוש להעברת החלטה באסיפה הכללית הינו תמיכה של בעלי מניות המחזיקים מעל 50% מהון המניות.

**תרשים ב:** משחק בין בעל בלוק מניות, גופים מוסדיים וציבור

## בעל בלוק מניות מול המוסדיים והציבור



היכולת לתאם במשחק זה באה לידי ביטוי בכך שבעל בלוק המניות יכול לדבר עם הגופים המוסדיים ולתאם איתם, אך הגופים המוסדיים אינם יכולים לדבר בינם לבין עצמם. על פי מודל מאיירסון, הכוח של בעל בלוק המניות להשפיע על קבלת ההחלטות הוא גדול מאוד. למעשה, ערך מאיירסון של בעל בלוק המניות עומד על כ-67%. לעומת זאת, כוחו של כל גוף מוסדי להכריע את הכף בקבלת ההחלטות הנמדד על ידי ערך מאיירסון הינו כ-4.6% בלבד, נמוך משעור אחזקות הגוף בהון המניות. כמו כן, ערך מאיירסון המצרפי של ציבור בעלי המניות הקטנים הינו כ-10%, נמוך בהרבה משעור אחזקות הציבור בהון המניות. ממודל מאיירסון אנו לומדים כי במקרה זה, על אף שאחזקותיו הפורמליות בהון המניות עומדות על שיעור של 25% בלבד, כוחו של בעל בלוק המניות עולה על 50% – אינדיקציית שליטה ברורה.<sup>4</sup> הנה כי כן, לבעל בלוק המניות יש כוח משמעותי להכריע את קבלת ההחלטות באסיפה הכללית הואיל והוא בעל המניות היחיד שיכול לדבר עם כלל בעלי המניות האחרים, כולל הגופים המוסדיים והציבור, ולכן כוחו גדול משיעור אחזקותיו הפורמלי בהון המניות. באותה העת, כוחם של הגופים המוסדיים קטן משיעור אחזקותיהם הפורמלי. תוצאה זו נובעת במידה רבה מהיעדר היכולת של המוסדיים לתקשר בינם לבין עצמם. אם הגופים המוסדיים היו יכולים לתאם בינם לבין עצמם ועם הציבור, אזי הפער בכוח האפקטיבי בין השחקנים היה כמובן פוחת משמעותית.

שתי מסקנות עולות מתוצאות המקרה שניתחנו. ראשית, כוחו של בעל בלוק המניות האוחז 25% מהון המניות להכריע את קבלת החלטות באספת בעלי מניות גדול מ-50%, ומכאן עולה אינדיקציה של קיום שליטה בעוצמה גבוהה. כלומר, אינדיקציה ברורה של יכולת בעל בלוק המניות לכוון את קבלת ההחלטות בחברה. שנית, הכוח האפקטיבי של הגופים המוסדיים להכריע את קבלת החלטות באסיפת בעלי מניות, כאשר קיימות הגבלות על יכולתם לתאם בינם לבין עצמם, קטן משיעור אחזקותם הפורמלית בהון המניות. במצב שגופים מוסדיים מוגבלים בתאום קבלת החלטות באסיפה הכללית בינם לבין עצמם – כוחם להכריע את קבלת החלטות באסיפת בעלי המניות עובר במידה רבה אל בעל בלוק המניות.

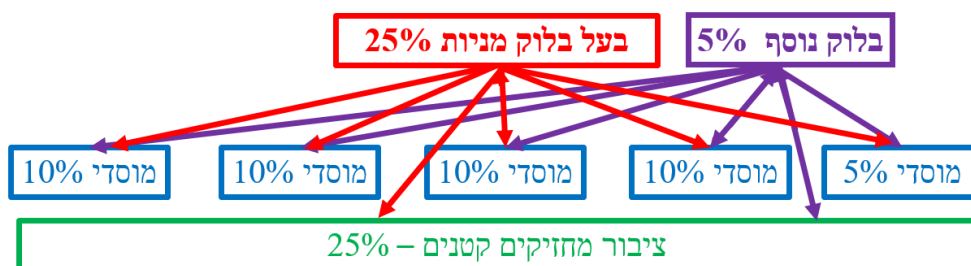
### 5. משחק תאגידי: איום על יכולת בעל בלוק המניות להכריע את הכף

<sup>4</sup> בפרט, מדידת ערך מאיירסון מראה כי כוחו המירבי של בעל בלוק מניות המחזיק ב 25% מהון המניות יכול להגיע עד 67% וכוחו המירבי של בעל בלוק מניות של 18% מהון המניות יכול להגיע עד 60%.

עתה נעמיק את ההבנה לגבי משמעות היכולת להוות הגורם הבלעדי המקיים שיתוף הפעולה ותיאום בין בעלי המניות לאורך זמן. כדי לשפוך אור על משמעות התאום ושיתוף הפעולה – נרחיב לפיכך את המשחק בין בעלי המניות. במשחק הבא, מתווסף בעל בלוק מניות אחר (שאינו מוסדי ואינו מוגבל בתקשורת עם בעלי המניות האחרים), אשר רכש 5% מהון המניות מאחד הגופים המוסדיים.

**תרשים ג: משחק הכולל בעל בלוק מניות נוסף**

### בעל בלוק מניות נוסף



תרשים ג מתאר מצב בו כל הגופים המוסדיים יכולים לתקשר, לשוחח ולתאם עם בעל בלוק המניות הראשון וגם עם בעל בלוק המניות הנוסף. מודל מאיירסון מאפשר למדוד את הכוח האפקטיבי של כל אחד מבעלי המניות להשפיע על קבלת ההחלטות באסיפת בעלי המניות במצב זה. במשחק עתה יכול כל אחד מהגופים המוסדיים לתאם ולשתף פעולה עם כל אחד מבעלי בלוק מניות – זה הראשון וזה הנוסף. מהניתוח על-פי גישת מאיירסון עולה כי כוחו האפקטיבי של בעל בלוק המניות הראשון הוא כ-34% בעוד הכוח של בעל בלוק המניות הנוסף הוא כ-7.7%. דהיינו, כוחו האפקטיבי להשפיע על קבלת ההחלטות בחברה של כל בעל בלוק מניות הוא עתה קטן מ-50%; במילים אחרות, אף לא אחד מהם בעל עוצמת שליטה משמעותית בקבלת ההחלטות בחברה. במקביל, כוחו של כל אחד מארבעת הגופים המוסדיים המחזיקים 10% מהון המניות להכריע את הכף בקבלת ההחלטות הינו כ-8.8% (לעומת כ-4.6% קודם לכניסת בעל הבלוק הנוסף), בעוד כוחו של הגוף המוסדי בעל 5% מהון המניות הוא כ-3.9%. לבסוף, כוחו האפקטיבי המצרפי של ציבור בעלי המניות הקטנים עלה מ-10% לכ-19%. יוצא איפוא, כי כוחם האפקטיבי של הגופים המוסדיים ושל הציבור עדיין נמוך משיעור אחזקותיהם הפורמליות בהון המניות של החברה.<sup>5</sup>

ניתן לראות, אם כן, כי הופעת בעל בלוק המניות הנוסף מחלישה את כוחו של בעל בלוק המניות הראשון, ובו-זמנית עשויה להגדיל את הכוח של הגופים המוסדיים בהשוואה למצב שבו יש בעל בלוק מניות יחיד. קיום בעל בלוק מניות נוסף מאפשר לגופים המוסדיים בחירה עם מי לתאם החלטות – עם בעל בלוק המניות הראשון, עם בעל בלוק המניות השני, עם שניהם או עם אף לא אחד מהם. כאשר נכנס בעל בלוק מניות נוסף, נוצרת תחרות ביניהם וכוחו של בעל בלוק המניות הראשון יורד.

<sup>5</sup> חלוקת כוח זו כאמור נובעת ממצב שבו שני בעלי בלוק המניות מקיימים תקשורת עם כל אחד מהשחקנים האחרים אך אינם משתפים פעולה זה עם זה. אם היו משתפים פעולה ביניהם, כוחם היה גדל במקצת (כ-36.2% לראשון וכ-9.8% לנוסף) בעוד כוחם של שאר בעלי המניות היה בהתאם פוחת במקצת (כ-8.1% לכל אחד מהגופים המוסדיים המחזיקים 10% מהון המניות, כ-6.3% לגוף המוסדי המחזיק 5% בהון המניות ושיעור מצרפי של כ-18% לציבור בעלי המניות הקטנים).



חשוב לשים לב כי, למעשה, גם בטרם נכנס בעל בלוק המניות הנוסף, יש בידי כל אחד מהגופים המוסדיים איום על בעל בלוק המניות הראשון לפיו הוא ימכור מניות לבעל בלוק מניות נוסף ובכך יגרע באופן משמעותי מכוחו של בעל בלוק המניות הראשון. איום זה הוא אמין ומשמעותי, שכן מכירה כזו לא רק תצמצם במידה רבה את הכוח האפקטיבי של בעל בלוק המניות הראשון, היא עשויה אף להגדיל את כוחם האפקטיבי של הגופים המוסדיים. אנו לומדים לפיכך, כי קיום הגבלות על תאום בין הגופים המוסדיים לבין עצמם אמנם מחליש את כוחם להשפיע על תהליכי קבלת החלטות באסיפות בעלי מניות, אך בה בעת אינו נוטל מהגופים המוסדיים את האיום למכור מניות נוספות לבעל בלוק מניות נוסף. בכך, הגופים המוסדיים מצויים בעמדת "ממליכי המלכים" ביחס לשני בעלי בלוקי המניות.

## 6. סיכום

שוק ההון בישראל חווה תמורה משמעותית במבנה השליטה בחברות הציבוריות: מספרן ומשקלן הכלכלי של החברות בהן אין בעל שליטה מובהק הולך ומתרבה. לאור התפתחות זו, בחנו קיום שליטה של בעל בלוק מניות המחזיק עד 25% ממניות חברה ציבורית. הניתוח התבסס על ערך מאיירסון (Myerson, 1977) מתורת המשחקים השיתופיים. מן הניתוח עולות שלוש תובנות עיקריות. ראשית, לבעל בלוק מניות שמחזיק עד 25% מסך המניות, אשר יכול לתאם החלטות עם כלל בעלי המניות האחרים, יש כוח אפקטיבי לכוון את פעילות החברה באמצעות קבלת ההחלטות באסיפת בעלי מניות – כוח העולה על 50%. כוח זה מהווה סממן ברור לשליטה. שנית, לגופים המוסדיים קיים איום אמין ומשמעותי על בעל בלוק המניות. ברצות אחד או יותר מהם, ימכרו נתח מאחזקותיהם לבעל בלוק מניות נוסף ובכך יגרעו משמעותית מכוחו האפקטיבי של בעל בלוק המניות הראשון ובו זמנית אפשר שאף יגדילו את הכוח האפקטיבי שלהם. מכאן עולה כי כוחו של בעל בלוק מניות המחזיק עד 25% ממניות חברה ציבורית ביחד עם גופים מוסדיים עשוי להיות זמני בעיקרו. עצם קיומו של איום אמין על בעל בלוק המניות הראשון לפיו ימכרו מניות לבעל בלוק מניות נוסף צפוי להגביר את מאמצי בעל בלוק המניות הראשון להשיג רמת ביצועים גבוהה ולנקוט בממשל תאגידי ברמה גבוהה. שיפור רמת הממשל התאגידי הוא אתגר שרשות ניירות ערך וגורמים אחרים פועלים להשגתו. לבסוף, ההגבלה הרגולטורית שחלה על הגופים המוסדיים מלקיים תקשורת ותיאום הצבעות ביניהם באסיפת בעלי המניות, המלווה בכניסה של בעל בלוק מניות עליו לא חלות ההגבלות האמורות – מפחיתה משמעותית מכוחם של הגופים מוסדיים להשפיע על תהליכי קבלת ההחלטות בחברה.

ממצאי הניתוח שלנו מציעים, אם כן, תובנות חשובות במענה לשאלה יסודית: האם לבעל בלוק מניות יחיד אכן קיימת שליטה בחברה אף לפני שבעל בלוק המניות הנוסף מצטרף? כלומר, האם אחזקה של 25% מהמניות במבנה האחזקות המשותף עם גופים מוסדיים, המעניקה למעשה כוח אפקטיבי הגדול מ-50% לבעל בלוק המניות יכולה להיחשב לשליטה, בהינתן שבידי הגופים המוסדיים קיים איום ממשי ואמין למכור נתח של מניות לצד ג' ובכך לגרוע מכוחו האפקטיבי של בעל בלוק המניות? ניתן להבחין כי הכוח האפקטיבי של בעל בלוק המניות הראשון להכריע את קבלת החלטות באסיפת בעלי המניות תלוי בהמשך התאום ושיתוף הפעולה שלו עם הגופים המוסדיים. ברצותם – ימשיכו לקיים את כוחו הגדול, וברצות אחד או יותר מהם – יחלישו את כוחו באמצעות מכירת בלוק מניות נוסף לצד ג' חדש. בניגוד לשליטה בתאגיד באמצעות אחזקת רוב הון המניות, הכוח האפקטיבי של בעל בלוק המניות הראשון להכריע את קבלת ההחלטות באסיפת בעלי המניות עשוי

להתגלות כזמני ומותנה ברצונם של איזה מן הגופים המוסדיים. דהיינו, שליטה הנובעת מיכולת תאום עם הגופים המוסדיים, כשהאחרונים מוגבלים בקיום תיאום בינם לבין עצמם, הינה כ"שליטה ללא שליטה".

## References

- Banzhaf, John F. (1965). Weighted Voting Doesn't Work: A Mathematical Analysis". *Rutgers Law Review*, 19 (2): 317–343.
- Barniv, R., Stephens R., and Sulganik, E., 1994. Neutrality for Accounting Systems and Setting Accounting Policy, working paper 2/94, The Israel Institute of Business Research, Tel Aviv University.
- Bebchuk, L., & Hirst, S. (2019). Index funds and the future of corporate governance: Theory, evidence, and policy. *Columbia Law Review*, 119(8), 2029–2146.
- Ben-Shahar, D., Carmeli, A., Sulganik, E. and Weiss, D. (2023). Power and dominant coalitions in family business. *Academy of Management Review*, 48(3), 530-555.
- DeGeorge, F., Patel J., and Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business*, 72(1), 1-33.
- Fichtner, J., Heemskerck, E. M., & Garcia-Bernardo, J. (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, 19(2), 298-326.
- Hart, S. ,1989. Shapley Value. In: Eatwell, J., Milgate, M., Newman, P. (eds) *Game Theory*. The New Palgrave. Palgrave Macmillan, London.
- Myerson, R. B. 1977. Graphs and cooperation in games. *Mathematics of Operations Research*, 2: 225–229.
- Nenova, T. 2002, 'The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis', *Journal of Financial Economics*, 68: 325–51.
- Ofir, M. forthcoming. Controlling Non-controlling Shareholders: The Case of Effective Control, *Theoretical Inquiries in Law*.
- Owen, G., 2013. *Game Theory*. Emerald Group Publishing.
- Shapley, L. S. 1953. A value for n-person games. In H.W. Kuhn, & A.W. Tucker (Eds.), *Contributions to the Theory of Games II*: 307–317. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Shapley, L.S. and Shubik, M. 1954, 'A Method for Evaluating the Distribution of Power in a Committee System', *American Political Science Review*, 48: 787–92.
- Yeung Powers, I. 1987, 'A Game-theoretic Model of Corporate Takeovers by Major Stockholders', *Management Science*, 33 (4): 467–83.
- Zingales, L. 1994, 'The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience', *Review of Financial Studies*, 7 (1): 125–148.

אף שמאמרנו מאמץ את ערך מאיירסון ככלי הניתוח המרכזי, הבנה של ערך מאיירסון ראשיתה בהבנה של ערך שפלי. בהינתן משחק שיתופי ובו מספר שחקנים סופי ואשר בו לכל קואליציה של שחקנים יש ערך, ערך שפלי הוא מושג הפתרון היחיד אשר, עבור כל משחק, מציית לארבע האקסיומות המפורטות להלן:

- **יעילות** – שעריך שפלי מחלק בין השחקנים את ערך הקואליציה הגדולה (זו בה משתתפים כל השחקנים). ובענייננו, סך הכוח של 100% מתחלק בין כלל בעלי המניות.
- **שחקן סרק** – ששחקן שאינו תורם לאף קואליציה לא יקבל כל ערך. ובענייננו, בעל מניות אשר אינו יכול לשנות את ערכה של קואליציה כלשהי לא ייחס לו כל כוח אפקטיבי.
- **סימטריה** – ששני שחקנים שתרומתם לכל קואליציה זהה, יקבלו אותו ערך. ובענייננו, לשני בעלי מניות אשר לא ניתן להבדיל ביניהם לעניין תרומתם לקואליציות השונות, ייחס כוח שווה.
- **אדיטיביות** – ערך שפלי של סכום שני משחקים הוא סכום ערכי שפלי.

פרשנות מעניינת לערך שפלי היא שעריך שפלי של בעל מניות הוא, למעשה, הערך המשוקלל של התרומות שלו לכל הקואליציות. במילים אחרות, זוהי ההסתברות שיהווה שחקן פיבוטלי בקבלת ההחלטות. ההסתברות הזו מחושבת לפי שקלול, במשקלות המתאימים, של תוספת הערך משילובו בכל אחת ואחת מהקואליציות האפשריות בין בעלי המניות בחברה. דרך חישוב מקובלת של ערך שפלי הינה בהלימה לתיאור האינטואיטיבי הבא של Owen (2013): נניח שקבוצת שחקנים קובעת להיפגש במקום ובשעה מסויימים. השחקנים עשויים להגיע למקום הפגישה בזמנים שונים. נניח שלסדרים השונים האפשריים של הגעתם ברצף הזמן יש הסתברות שווה. לפי Owen (2013), אם בסדר נתון, השחקן מגיע כך שהוא הופך את קבוצת אלה שכבר הגיעו לקבוצת רוב (דהיינו, שהוא משמש כשחקן פיבוטלי בהפיכת הקואליציה לדומיננטית), אזי הוא מקבל תשלום של 1. במקרה כזה, הכוח האפקטיבי של השחקן תחת גישת שפלי שווה לתוחלת התשלומים של השחקן תחת סכמת האקראיות המתוארת.

שפלי מניח כי כל השחקנים מקיימים תקשורת ויכולים לתאם זה עם זה את הצבעתם. Myerson (1977) מרחיב את גישת Shapley (1953) באמצעות התייחסות למצבים של תקשורת בין חלק מהשחקנים והעדר תקשורת בין חלק מהשחקנים. Myerson מניח כי קיים לפחות צמד אחד של שחקנים שאינם יכולים לתאם עמדות ולשתף פעולה ביניהם באופן ישיר (בשל היעדר שיח ותקשורת יחסיים ביניהם) ללא נוכחות של שחקן שלישי מתווך (שחייב לקיים תקשורת עם שניהם). אנו מאמצים את הגישה של Myerson כדי לחקור את הכוח האפקטיבי של בעלי מניות תחת הנחות שונות על קיום תקשורת ויכולת תיאום ביניהם.