

שווי והשגת שליטה

* אלונה בר און *

* יצחק סוארי *

דצמבר 2005

* הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל אביב

תודתנו נתונה לשאול (סם) ברונפלד, אמיר ברנע, אסנת ורצקי, רונן ישראל, אורי כהן, שמחה סדן, אייל סולגניק ודני פסרמן על הערותיהם המועילות לטיוטות המאמר.

תוכן העניינים

א-ד	עיקרי הדברים
1	1. רקע – משמעות השליטה במסטר החברות
4	2. מהות השליטה וחשיבותה
8	3. <u>השגת שליטה</u>
8	3.1 הגדרת השליטה
9	3.2 דרכים להשגת שליטה
10	3.3 קבוצת שליטה
11	3.4 זכויות הצבעה
13	3.5 שיטת הפירמידה
15	3.6 השלכות הפרדת זכויות ההצבעה והזכויות ההוניות
17	4. <u>הערך הכלכלי של שליטה</u>
17	4.1 מקורות הערך הכלכלי של שליטה
18	4.2 בדיקה אמפירית של שווי השליטה בחברות
20	4.3 פרמיה בעסקאות שליטה וזכויות הצבעה – השוואה בינלאומית
24	4.4 גורמים המשפיעים על ערך השליטה הנצפה
27	5. <u>הערך הכלכלי של שליטה מנתוח עסקאות בישראל</u>
27	5.1 עסקאות "טהורות" בזכויות הצבעה
28	5.2 עסקאות העברת שליטה
28	5.3 מודל טברסקי-רוזן להערכת שווי שליטה
31	6. <u>מניות בעלות זכויות הצבעה וזכויות הוניות שונות</u>
31	6.1 תיקון 11 לחוק ניירות ערך
32	6.2 התנהגות מחירי מניות בעלות זכויות הצבעה שונות
35	7. <u>השוואת זכויות הצבעה</u>
35	7.1 שיקולים בקביעת הפיצוי בהשוואת זכויות הצבעה
37	7.2 מודלים להערכת שווי זכויות הצבעה
40	8. <u>נזילות והשוואת זכויות הצבעה</u>
40	8.1 חשיבות הנזילות בקביעת שווי חברה
43	8.2 השוואת זכויות הצבעה ונזילות
	<u>נספחים</u>
45	א. ניתוח עסקאות בהן הועברה שליטה בחברות בורסאיות
48	ב. מיפוי הפרמיה הנצפית בעסקאות העברת שליטה וזכויות הצבעה, לפי מדינות
49	ג. איחודי הון שבוצעו
51	ד. התפתחות הפרמיה על מניות בעלות זכויות הצבעה עודפות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב (בשנים 2004-1992)
65	ביבליוגרפיה

עיקרי הדברים

סוגית השליטה הינה אחת השאלות המורכבות ביותר בתחום הערכת שווי חברות, והינה בעלת השלכות משמעותיות על רבות מהעסקאות במשק. לאחרונה הופך נושא זה לשכיח אף יותר, במקביל לצמיחתן בישראל של קרנות ההשקעה (Private Equity), אשר בעבר היו מזוהות בעיקר עם ענפי ההון סיכון, והיום מתפתחות לענפי תעשייה ופיננסים מסורתיים. למבנה השליטה עשויה להיות השפעה שוטפת בחיי חברה, ועוד יותר מכך על מהלכי האסטרטגים. מבנה השליטה משפיע ומושפע מאינטרסים של בעלי העניין השונים בחברה. לפיכך, חשוב להבין את השלכות מבנה השליטה המתגבש בבחינת עסקאות מיזוגים ורכישות, בהם פוטנציאל העברת השליטה הינו ממשי.

העבודה שלפנינו דנה בנושא השליטה על היבטיו השונים. החל מתפקיד השליטה במשטר החברות וחיבורה, דרך הדרכים להשגת השליטה, ועד מקורות ערכה הכלכלי של שליטה וסוגיות בכימותו. העבודה סוקרת את מבנה ההתזקה ושווי השליטה בישראל, על רקע המציאות הבינלאומית, תוך התמקדות בנושא מניית סחירות בעלות זכויות הצבעה שונות, ובהתפתחות שווי השוק והמסחר בהן, מאז נאסרו (הלכה למעשה) להנפקות נוספות, בשנת 1991.

משטר החברות

מבחינת משטר החברות, קבוצת שליטה מסדירה לכאורה את תהליך קבלת ההחלטות וזאת בהשוואה לאלטרנטיבה של ניהול עצמאי על ידי מנהלים. יחד עם זאת, הקונפליקטים הבסיסיים בפעילות חברה, לרבות בעיות סוכן של ההנהלה, ממשיכים להתקיים ובנוסף מתחדד קונפליקט בין בעלי מניות בקבוצת השליטה ובעלי מניות המיעוט.

חשיבות השליטה

חשיבות השליטה ושווייה הנגזר עשויים להתבטא בשלושה היבטים עיקריים:

- (1) המשמעות ה"חיובית": ניווט החברה, התווית דרכה העסקית וכפיית ניהול יעיל
מהותה הבסיסית ביותר של השליטה, הינה ניווט החברה והתווית דרכה העסקית. השליטה מאפשרת, במישורין - באמצעות האסיפה הכללית או בעקיפין - באמצעות מינוי דירקטורים, קבלת החלטות בנושאי השקעה, מבנה הון, חלוקת דיבידנד וכדומה. שווי השליטה נובע מפוטנציאל שיפור תפעולי ואסטרטגי שעשוי להעלות את שווי החברה, ממנו נהנים כלל בעלי המניות. שאלה בסיסית המתעוררת בהקשר זה, הינה סיבות לקיומו של שווי עודף בידי בעלי השליטה, כאשר כלל בעלי המניות נהנים מפירותיה באופן יחסי להחזקותיהם בהון. תשובות אפשריות לכך הינם פערים באינפורמציה ובהערכת פוטנציאל הגדלת השווי בין הגורם המשתלט ובין בעלי מניות המיעוט וכן גידול בהסתברות להשגת עליית הערך עקב השתלטות. השגת שליטה ממניעים אלה תלווה בהחזקת חלק גדול יחסית בהון החברה, ככל שבעל השליטה מאמין ביכולת הניהול שלו ובפוטנציאל רווחיות החברה שנגזר מניהולו.

(2) המשמעות ה"שליטת": צריכת שכר וטובות הנאה

לבעלי השליטה שמורה היכולת למנות מנהלים ואנשי מפתח בחברה ולקבוע את שכרם. לכן, יכולים בעלי השליטה לצרוך שכר וטובות הנאה אחרות, מעבר למתחייב על פי כישוריהם ותנאי ההעסקה המקובלים במשק (השתכרות עודפת זו ידועה בספרות המקצועית בשם (Perks).

מובן, כי במקרה זה נהנים בעלי השליטה מצריכת משאבי החברה על חשבון בעלי המניות האחרים (Private Benefit of Control). לכן, על מנת למקסם ערך טובות הנאה, ישאף בעל השליטה להחזיק את השיעור הנמוך ביותר בהון, המאפשר שימור שליטתו, כך שמרכיב מהותי בטובות הנאה יהיה על חשבון בעלי המניות האחרים (ניצול המיעוט).

(3) סינרגיזם לעסקים אחרים

מקור נוסף לשווי השליטה הינו קיומו של סינרגיזם לעסקים אחרים של בעל השליטה: השתלטות על חברה דומה בענף לצורך השגת התייעלות ו/או רווחים מונופוליסטים, או לחילופין השגת כח באמצעות נכסים משותפים לחברה ולבעליה וכדומה. במקרים כאלה, שיקולי בעל שליטה, הנובעים ממכלול האינטרסים האישיים, עלולים לעמוד בניגוד לטובת החברה או בעלי המניות האחרים בה.

להשלמת התמונה, לבעל השליטה עלולות להיגרם גם עלויות בגין החזקת השליטה, כמו:

- הגבלת יכולת פיזור השקעות.
- מגבלות על עסקאות בין חברות ציבוריות ובעל שליטה ("עסקאות בעלי עניין").
- מחויבויות אישיות הנדרשות פורמאלית או בפועל על ידי גורמים הנמצאים במגע עם החברה, כגון רשויות (רגולציה), בנקים וספקים (אחריות לגורלה של החברה).
- ביצועים עסקיים (חברות בקשיים) אשר עלולים לפגוע במוניטין של בעל השליטה.
- הרמת מסך אשר עשויה להטיל התחייבויות חוקיות על בעלי השליטה.

המחקר האקדמי בנושא מהות השליטה ושוויה, עוסק בעיקר בתמריץ ה"שליטי" של השגת השליטה – "עושה המיעוט" באמצעות צריכת שכר וטובות הנאה. בכך, ניתן לטעמנו משקל יתר לתמריץ ה"שליטי" על פני התמריץ ה"חיובי", ניווט החברה והתווית דרכה העסקית - כפיית ניהול יעיל.

דרכים להשגת שליטה

ניתן להשיג שליטה במספר דרכים:

דרך ראשונה: השקעה במניות המקנה רוב בהון ושליטה בזכויות הצבעה;
דרך שנייה: שימוש בזכויות הצבעה שונות על מנת ליצור הפרדה בין זכויות הונויות וזכויות הצבעה ושליטה, אשר משמעה אפשרות השגת שליטה עם השקעה נמוכה יותר בהון;
דרך שלישית: שיטת הפירמידה, בה שימוש במבנה של חברות בנות ונכדות מבטיח שליטה הכרוכה בזכויות הונויות נמוכות יותר.

שתי האפשרויות האחרונות מעניינות משקיעים, שכן הן מאפשרות יצירת קבוצת שליטה בהשקעה נמוכה יחסית, ובנוסף מאפשרות שימור השליטה (במידה מוגבלת) גם בחברה צומחת, וזאת בעלויות נמוכות יחסית. לכן, יישומן עלול להגביר את הקונפליקט הפוטנציאלי בין בעלי מניות שליטה ובין בעלי מניות מיעוט.

כימות שווי השליטה

מחקרים רבים מצאו באופן מובהק כי לשליטה קיים ערך חיובי. כימות שווי השליטה כרוך בהערכות סובייקטיביות ובאי ודאות רבה, הן לגבי ערכה ה"שליילי" של השליטה, צריכת השכר וטובות ההנאה ובוודאי ככל שהדברים אמורים בהשפעות החיוביות של כפיית הניהול היעיל, כלומר יכולת לשפר הפעילות ו/או להביא לשינוי אסטרטגי לרבות יצירת סינרגיה לעסקים אחרים. שווי השליטה כרוך יחדיו נושאים רבים השלובים זה בזה, ביניהם שווי החברה עצמו (שאף הוא נקבע בדרך כלל עבור כל מקרה לגופו), זהות ושיקולי בעל השליטה, אופן התפלגות האחזקות בין בעלי מניות, ועוד. לא רק שבכל מקרה ומקרה מדובר בשילוב גורמים ייחודיים, אלא שמדובר בשילוב גורמים בעלי אופי דינמי, כך שגם עבור מקרה משתנה שווי השליטה על פני זמן.

החשיבות והבעייתיות של נושא השליטה על היבטיו מוצא ביטוי ממוקד באותם מקרים של החלפת שליטה בחברה בקשיים. במקרים אלה ברור ששינוי השליטה מהווה מהלך אינטגרציה בו משולבים שינויים ניהוליים, שינויים אסטרטגיים ושינויים סינרגטיים המוכתבים על ידי בעל השליטה החדש. מובן שתוכן השינויים התפעוליים, האסטרטגיה והסינרגיה, כמו גם סיכויי הצלחתם הם סובייקטיביים וייחודיים לכל רוכש. אופן חלוקת ערך צפוי זה בין בעלי המניות הקיימים ובין בעלי המניות החדשים משקף, לטעמנו, את שווי השליטה.

ברי מתוך דוגמא זו, כי אין מקום ו/או יכולת לדיון כמותי מוגדר ומדויק של שווי שליטה וכימותה.

העדויות האמפיריות לקיום שווי שליטה בישראל ואינדיקציות לגובהו

במסגרת העבודה נבחנו היבטים שונים והשיקולים בקביעת שווי שליטה וכן נבחנו גבולות קביעת ערך שווי השליטה (12%-5%).

הבחינה נעשתה עבור:

- עסקאות טהורות – בהן הועברה שליטה בלבד, ואשר בהן נצפתה פרמיית שליטה של 12%-16% משווי החברה (בשנים 1990-1991).
- עסקאות בהן הועברה שליטה בחברות ציבוריות, תוך סקירת המאפיינים הייחודיים לכל עסקה ועסקה. בעסקאות אלו נצפתה פרמיית שליטה שנעה בין 6%-22% משווי החברה.
- עסקאות במהלך המסחר בבורסה במניות בעלות זכויות הצבעה שונות. בשנת 1991 הוחל תיקון מספר 11 לחוק ניירות ערך, אשר קבע כי הנפקת מניות נוספת תעשה במניות העדיפות ביותר בזכויות ההצבעה. ממצאינו מראים כי במקביל לירידה במספר החברות להן שני סוגי מניות סחירות, מ-80 ב-1988 ל-10 ב-2004, ירד גם גובה הפרמיה הגלומה במחיר זכויות

ההצבעה העודפות, מ-105% ממחיר המניה הנחותה ב-1986, ל-50% ב-1989 ול-13% בממוצע, בשנים 1992-2004.

- הפיצוי המתקבל (כשעור מהון החברה) בעת השוואת זכויות הצבעה, תהליך אותו עברו עשרות חברות ישראליות בעקבות החלת תיקון 11 לחוק ניירות ערך, מצוי אף הוא במגמת ירידה, מ-9%-0% בשנים 1993-1997 ל-0.3%-0% בשנים 1998-2004. עם זאת, במקרים רבים כרוך תהליך זה ביכולות המיעוט לכפות את דעתו באמצעות סיכול מהלכי הנפקה לציבור, באמצעות הכלים אותם הקנה להם התיקון האמור לחוק ניירות ערך.

כאמור, יישום במקרה ספציפי מחייב התייחסות למספר רב של גורמים והיבטים ייחודיים.

1. רקע – משמעות השליטה במשטר החברות

החברה בכלכלה המודרנית כוללת מספר רב של קבוצות בעלות אינטרסים שונים - לרבות בעלי מניות שליטה ומיעוט, נושים מובטחים ושאנים מובטחים, מנהלים, עובדים וספקים - אשר במקרים רבים מנוגדות בעמדותיהן לגבי החלטות הפירמה. החלטות בנושאי מינוף, השקעות, נטילת סיכונים, חלוקת דיבידנד וכו', עשויות להיטיב עם חלק מהקבוצות ועלולות לפגוע בקבוצות אחרות. התיאוריה של משטר החברות (Corporate Governance), עוסקת ביצירת הסדרים משפטיים וכלכליים של תהליכי קבלת ההחלטות, תוך איזון האינטרסים של הקבוצות השונות. סוגי הקונפליקטים האפשריים בין קבוצות שונות ועוצמתם הינם ספציפיים לכל חברה ולמבנה המשפטי במדינה בה היא פועלת. הקונפליקטים העיקריים הינם בין בעלי המניות ומנהלי החברה או בין בעלי המניות ונושי החברה. דוגמא לא שגרתית לקונפליקט בין הקבוצות השונות ניתן היה לראות לאחרונה (אפריל 2005) במכרז למכירת מניות בזק על ידי ממשלת ישראל. במהלך המכרז דרשה נציגות ועד העובדים מעורבות בהחלטת הרוכשים לגבי מדיניות הדיבידנד בחברה - למרות שעל פניו, נושא זה אינו קשור במישרין לעובדי החברה.

הפרדת השליטה והניהול: בעיית הסוכן

התיאוריה המימונית המסורתית מדגישה את הקונפליקט הבסיסי בין בעלי מניות מחד ומנהלי החברה מאידך¹. קונפליקט זה בולט מאד בשוק ההון האמריקאי, המאופיין בחברות רבות עם מבנה בעלות מפוזר, כלומר, כולל מספר רב של משקיעים קטנים, נטולי יכולת ואפשרות להתארגן². חברות כאלה, לפיכך, נשלטות בעיקר על ידי ההנהלה. קונפליקט זה מכונה בעיית הסוכן (Agency Problem) והוא נובע מהפרדת הבעלות מהניהול. העלות הנובעת מבעיה זו נקראת עלות הסוכן (Agency Cost).

הפרדת השליטה והניהול יוצרת פוטנציאל לניגוד עניינים, שכן המנהל עצמו משקיע בדרך כלל בעסק את מרבית הונו האנושי ופועל עם פונקציה מטרה עצמאית, שאינה תואמת בהכרח את טובת החברה או בעלי מניותיה. כך, עשוי המנהל לצרוך הטבות שונות אשר יכולות להיות כספיות (ניצול במישרין), כמו שכר, או לא כספיות (ניצול בעקיפין), כמו תרומות והשקעות, העשויות לגלם מוניטין אישי למנהל, הגובר על תועלתן לחברה בניהולו. אמנם, ניתן לתחום את סמכויות המנהל באמצעות חוזה ניהול, אך גם אז יוקנו למנהל זכויות שליטה שיויריות (Residual Control Rights) אשר יתירו בידיו חופש פעולה רב. במצבים כאלו יתומחרו המניות בניכיון על ידי המשקיעים ושוק ההון, כביטוי לעלות הסוכן.

¹ קונפליקט נוסף הוא בין נושים לבין בעלי מניות. קונפליקט זה מתבטא, לדוגמא, בהחלטה על חלוקת דיבידנד. טענה זו בדבר הפיזור הרחב של המשקיעים האמריקנים עומדת בבסיס מחקרים רבים. עם זאת, נציין טענתו של Holdemess (2005), כי על בסיס מדגם בן 428 חברות אמריקניות משנת 1995, כי ב-96% מהחברות האמריקניות מוחזקים בממוצע 38% מההון של החברה על ידי בעלי הענין (כלומר, על ידי בעלי מניות המחזיקים בלמעלה מ-5% מההון של החברה, כל אחד). בתוך חברות אלה - המשקיע הגדול ביותר מבין בעלי הענין מחזיק בממוצע 26% מההון של החברה. על בסיס השוואת המידע עם מידע מקביל ל-7,842 חברות מ-22 מדינות באירופה ובמזרח אסיה, טוען Holdemess כי רמת פיזור המשקיעים בארה"ב אינה גבוהה באופן מיוחד.

מקרים של ניצול משאבי חברה במישרן למטרותיו הפרטיות של המנהל ניתן למצוא בארצות כמו קוריאה, איטליה ורוסיה.

בארצות הברית, בה שקיפות תוצאות החברות גבוהה במיוחד, ייעשה הניצול לרוב בעקיפין, למשל על ידי בחירת הפרויקטים להשקעה¹. היכולת לניצול נכסי החברה במישרין או בעקיפין מכונה בספרות "רווח אישי משליטה" (Private Benefit of Control).

כפתרון לבעיית הסוכן, מעלים (1986) Grossman and Hart, (1960) Coase ו-Lambert (1985) and Larcker את האפשרות "לקנות" את המנהלים באמצעים דוגמת מצנחי זהב. פתרונות מסוג זה מבוססים על משפט קוואז (The Coase Theorem), אשר טוען כי יעילות כלכלית מושגת כאשר קיים שוק משוכלל לזכויות קניין על מוצרים, אשר יאפשר חלוקה יעילה של המקורות. כך כביכול, מאפשר משפט קוואז מתן זכויות קניין על מוצרים ציבוריים לצרכנים, ובאותה רוח - זכויות קניין על נכסי החברה למנהלים. עם זאת, מנגנון "קניית המנהלים" הינו קשה ליישום ואינו פועל בחברות בעלות מבנה בעלות מפוזר.

פתרון מעשי יותר הוא מערכות תגמול, המבוססות על תמריצים ארוכי טווח, אשר גורמות למנהל לפעול לטובת בעלי המניות, תוך מדידת ביצועי החברה והמנהל. יעילות חוזה כזה תושפע במידה רבה משנאת הסיכון של המנהל (אשר רמתה אינה ידועה). הבעיות העיקריות בחוזה תגמול כאלה הם "עידוד" המנהלים להשפיע על הערכים הנמדדים על ידי "שינויי נתונים חשבונאיים, או על ידי נטילת סיכונים מיותרים ובסופו של דבר, להשפיע על מחירי מניות (בעיקר במקרי תמרוץ בשיטת האופציות למנהלים).

מקורן של חלופות פתרון נוספות הינו בתיאורית תזרים המזומנים החופשי (Free Cash Flow). (1986) Jensen הגדיר את "תזרימי המזומנים החופשיים" של הפירמה כתזרימי המזומנים העודפים על אלו הנדרשים לממן את כל הפרויקטים בעלי ערך נוכחי נקי חיובי. מתוך אותם תזרימי המזומנים החופשיים יכול המנהל לצרוך הטבות לסוגיהן. חלק מהדרכים האפשריות לפתרון הבעיה² הינן לחלק מזומנים לבעלי המניות או לבעלי חוב באמצעות חלוקת דיבידנד, רכישה עצמית של מניות והחלפת הון בחוב, אשר תיצור תשלומי מזומנים בגין ריבית.

חלוקת מזומנים משמעותית עשויה להקטין את עלות הסוכן על ידי הקטנת כמות המזומנים אותם יכולים המנהלים לנתב לשימושים אינטרסנטיים, וכן על ידי אילוף המנהלים לפנות לגיוס הון חיצוני אשר יעמיד את ביצועיהם במבחן השוק. בנוסף, ככל שהשליטה בפועל והזכויות ההוניות קרובות זו לזו, הרי שבעיית הסוכן ועלותה מצטמצמות.

קבוצת שליטה כפתרון לבעיית הסוכן

פתרון, ולו גם חלקי, לבעיית הסוכן, מתקיים כאשר קבוצת בעלי שליטה, המחזיקה חלק ניכר בזכויות ההצבעה, מתאגדת ומפעילה את החברה. ריכוז זכויות ההצבעה בקבוצת בעלי שליטה אמור לאפשר פיקוח צמוד ומעורבות בהחלטות ההנהלה ובכך לצמצם את בעיית הסוכן. ככל שלבעל השליטה חלק גדול יותר בהון, כך מצטמצמת בעיית הסוכן.

1 ראו (1988) Grossman and Hart, (1959) Baumol.
2 ראו (1984) Easterbrook ו-(1986) Jensen.

מבנה בעלות מרוכז, היוצר קבוצות שליטה, קיים בארצות רבות, כמו ישראל, גרמניה, איטליה, פינלנד, שבדיה ולמעשה, מרבית העולם. לעומת זאת, אנגליה וארצות הברית מאופיינות במבנה החזקות מפוזר.

קיימים מחקרים רבים העוסקים בהשפעת השתלטויות כפתרון לבעיית הסוכן והסדרת ניהול חברות. כאמור, פעילות קבוצת שליטה אמורה לצמצם את בעיית הסוכן (Agency Cost). מאידך, פעילות קבוצת השליטה עשויה ליצור פוטנציאל לקונפליקט אחר בין בעלי מניות השליטה לבין בעלי מניות המיעוט וכן עם האורגנים האחרים של החברה. פוטנציאל קונפליקט זה יידון בקטע הדן בחשיבות השליטה והשגתה.

2. מהות השליטה וחשיבותה

דיני החברות המודרניים חידדו את האבחנה בין השליטה והבעלות כמאפיינים של הזכויות הנלוות למניות. אבחנה זו יסודה בכך שלעיתים קרובות אין בידם של משקיעים בחברות ציבוריות ומיעוט בחברות פרטיות יכולת ו/או רצון להתערב בניהול השוטף, הן במישור המעשי (מנהלים) והן במישור האסטרטגי (דירקטוריון) של הכוונת פעילות תאגיד. הגדרת "שליטה" המקובלת בחוק ניירות ערך תשכ"ח – 1968, ובחוק החברות התשנ"ט-1999 הינה:

(א) "היכולת לכוון את פעילותו של תאגיד".

(ב) "חזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד".

ניתן לחלק את יכולת ההכוונה של פעילות חברה על פי הסמכויות המוקנות לאסיפה הכללית (על פי מסמכי ההתאגדות של התאגיד) והסמכויות המוקנות למינוי ופיטורי חברי הדירקטוריון. השליטה מקנה יחס כפיפות בין החברה כנשלטת לבין המחזיק במשרת השליטה. מהותה היא זיקה לנכסי החברה שהופקדו בידי השולט או מפעיל השליטה, על ידי כלל בעלי המניות, לרבות בעלי מניות המיעוט¹.

קיים קושי רב בכימות ערכה של שליטה. קושי זה נובע מצירוף תנאי אי ודאות, המאפיינים הערכות שווי בכלל, למכלול של פרמטרים עסקיים וניהוליים המתאימים לכל מקרה לגופו. כמו כן, במקרים רבים, ערך החברה כמכלול, נקבע סימולטנית עם שווי השליטה בה, כך שקשה לבדד את מרכיב השליטה.

כתוצאה מכך, ועל רקע הדיון הנרחב בערכי השליטה בשוק בישראל (כפועל יוצא של תיקון מס' 11 לחוק ניירות ערך²), קיימת שונות גדולה יחסית בערכי השליטה שנקבעו לגבי תאגידים שונים. בנוסף, בעבודות שונות שהתפרסמו בנושא זה הוגדרה "שליטה" באופנים שונים, ולפיכך הערכים שהתקבלו לשווי השליטה (בדרך כלל כאחוז משווי הון החברה) נסמכים למעשה על פרמטרים כלכליים שונים.

חשיבות השליטה ושוויה הנגזר עשויים להתבטא בשלושה היבטים עיקריים:

1) המשמעות ה"חיובית": ניווט החברה, התווית דרכה העסקית וכפיית ניהול יעיל

מהותה הבסיסית ביותר של השליטה, הינה ניווט החברה והתווית דרכה העסקית. השליטה מאפשרת, במישרין - באמצעות האסיפה הכללית או בעקיפין - באמצעות מינוי דירקטורים, קבלת החלטות בנושאי השקעה, מבנה הון, חלוקת דיבידנד וכדומה. המשקיעים מייחסים ערך חיובי לשליטה, המאפשרת להם לקבוע את האסטרטגיה העסקית בהתאם לטעמיהם, וזאת מבחינת הגישה לסיכון, תקופת ההשקעה, מבנה ההון של הפירמה וכו'.

¹ ראה פלמן, בר-מור (1994).

² תיקון מס' 11 לחוק ניירות ערך קובע שחברות הנסחרות בבורסה יכולות להנפיק רק מניות בעלות זכויות הצבעה עדיפות. ראה הרחבה להלן.

השליטה מופעלת בדרך כלל באמצעות מינוי דירקטורים ואנשי מפתח, אשר מאפשר מעורבות בקבלת החלטות ניהוליות. בעל שליטה ירצה לבסס שליטתו, על ממת לכפות ניהול יעיל לטעמו, ועל ידי כך למקסם את ערך השקעתו. אחד הרכיבים החשובים בכלכלה המודרנית בעולם המערבי מושתת על התפתחות השוק לשליטה (The Market for Corporate Control), אשר משמעותו: אפשרות החלפת ניהול לא יעיל באמצעות שליטה ומנגנוני שוק.

לשליטה ערך כלכלי גבוה יותר, ככל שפוטנציאל שינוי האסטרטגיה העסקית של החברה ושיפור הניהול שלה, כתוצאה משינוי השליטה, הינו גבוה יותר. לחילופין, לשליטה משמעות שולית במידה ולבעל השליטה אין כוונה, או יכולת, לערוך שינויים תפעוליים ואסטרטגיים בפעילות החברה.

כלומר, שווי השליטה נובע מפוטנציאל שיפור תפעולי ואסטרטגי שעשוי להעלות את שווי החברה, ממנו נהנים כלל בעלי המניות. לפיכך, ככל שבעל השליטה מאמין ביכולת הניהול שלו ובפוטנציאל רווחיות החברה שנגזר מניהולו הוא יעדיף להחזיק חלק גדול יותר בהון החברה, על מנת למקסם רווחיו. דוגמאות מובהקות למקרים אלו הן רכישת חברות בקשיים.

(2) המשמעות ה"שליטית": צריכת שכר וטובות הנאה

לבעלי השליטה שמורה היכולת למנות מנהלים ואנשי מפתח בחברה ולקבוע את שכרם. לכן, יכולים בעלי השליטה לצרוך שכר וטובות הנאה אחרות, מעבר למתחייב על פי כישוריהם ותנאי ההעסקה המקובלים במשק (השתכרות עודפת זו ידועה בספרות המקצועית בשם Perks).

מובן, כי במקרה זה נהנים בעלי השליטה מצריכת משאבי החברה על חשבון בעלי המניות האחרים. לכן, על מנת למקסם ערך טובות הנאה, ישאף בעל השליטה להחזיק את השיעור הנמוך ביותר בהון, המאפשר שימור שליטתו, כך שמרכיב מהותי בטובות הנאה יהיה על חשבון בעלי המניות האחרים (ניצול המיעוט).

מנגד, מנהל או בעל שליטה המסוגל לצרוך הטבות מהפירמה עשוי להגדיל מחויבות ומאמצים על מנת להגדיל את הסיכוי לצריכת הטבות והיקפן. בגישה זו, ניתן לראות בצריכת טובות הנאה מעין תוספת לחוזה השכר אשר עשויה אף להיטיב עם החברה.

(Dyck and Zingales (2004) טוענים, שבמציאות המודרנית צריכת טובות הנאה ישירות (כמו שכר) אינה יכולה להצדיק, כשלעצמה, תשלומים נכבדים להשגת שליטה. הם מדגישים צריכת טובות הנאה עקיפות, כמו קבלת החלטות עסקיות על רכישת נכסים ושירותים מחברות אחרות בבעלותם של בעלי השליטה (שימוש במחירי העברה שאינם תואמים את מחירי השוק), על מנת להשיג הנאות אישיות על חשבון בעלי המניות האחרים (Private Benefit of Control).

ככלל, הדיון האקדמי בנושא השפעת שליטה מתמקד בעיקר בהשפעה השלילית: יכולת קבוצת השליטה לנצל לרעה (to Expropriate) את בעלי מניות המיעוט בחברה ונושיה, וזאת במסגרת המגבלות החוקיות בסביבה המשפטית בה פועלת החברה¹.

(3) סינרגיזם לעסקים אחרים

מקור נוסף לשווי השליטה הינו קיומו של סינרגיזם לעסקים אחרים של בעל השליטה: השתלטות על חברה דומה בענף לצורך השגת התייעלות ו/או רווחים מונופוליסטיים, או לחילופין השגת כח באמצעות נכסים משותפים לחברה ולבעליה וכדומה. במקרים כאלה, שיקולי בעל שליטה, הנובעים ממכלול האינטרסים האישיים, עלולים לעמוד בניגוד לטובת החברה או בעלי המניות האחרים בה.

- להשלמת התמונה, לבעל השליטה עלולות להיגרם גם עלויות בגין החזקת השליטה, כמו:
 - הגבלת יכולת פיזור השקעות של בעל שליטה (אלא אם ההשקעה עצמה מבטאת פיזור – כמו בחברות החזקה).
 - מגבלות על עסקאות בין חברות ציבוריות בשליטת בעל שליטה אחד ("עסקאות בעלי עניין") עשויות להקשות על תפעול שוטף ולהגביל הזדמנויות עסקיות.
 - הטלת מגבלות סטטוטוריות נוספות על פעילות בעלי השליטה. דוגמא קיצונית הינה בעלי שליטה בבנקים. כך, חקיקת וועדת בכר לאחרונה (2005), הטילה מגבלות על החזקת בעלי שליטה בבנקים בחברות לניהול קופות גמל וקרנות נאמנות. בנוסף, קיימת מגבלה לאשראי אשר בעל השליטה יכול ללוות מהבנק בשליטתו (כך, ניתן למנות בשנים האחרונות, את הגבלת חלק מזרחי במימון השקעת האחים עופר בחברה לישראל או את מקרה הגבלת בנק הפועלים במימון פעילות קבוצת דנקנר).
 - מחויבויות אישיות הנדרשות בפועל על ידי גורמים הנמצאים במגע עם החברה, כגון בנקים וספקים, אשר אינן נדרשות מבעלי מניות המיעוט.
 - ביצועים עסקיים אשר עלולים לפגוע במוניטין של בעל השליטה (ראה מקרה קלאבמרקט לאחרונה, בו נשמע הד ציבורי חזק אשר כוון אישית כלפי בעלי השליטה דאז, בעקבות קריסת הרשת).
 - במקרים קיצוניים הרמת מסך עשויה להטיל התחייבויות חוקיות על בעלי השליטה.

הראינו כי ניתן להבחין בין השפעות חיוביות של שליטה, שקיימות בעיקר כאשר לבעלי השליטה יש זכויות הוניות משמעותיות, אשר מגבירות הרצון לפעול לטובת החברה, לבין השפעות שליליות של שליטה, המלווה בזכויות הוניות נמוכות יותר, אשר מגבירות הרצון לניצול המיעוט.

כך, (2002) La Porta, De-Silanes, Shleifer and Vishny בחנו את השפעת מנגנונים חוקיים של הגנה על המיעוט על התפתחות השוק ושווי חברות ב- 27 ארצות שונות. מסקנות המחקר תומכות בטענה, שהעדר הגנה על בעלי מניות מיעוט מפחית את שווי החברות ומעכב

¹ ראו Shleifer and Vishny (1997) וכן Holderness, Kroszner and Sheehan (1999).

את התפתחות שוק ההון ואילו הגדלת האינטרס ההוני של קבוצת השליטה בהון מצמצמת את ניצול המיעוט ומעלה בהתאם את שווי החברה¹. כמו כן, התוצאות עקביות עם הטענה שפרמיית השליטה גבוהה יותר בארצות בהן מקנה החקיקה הגנה חלשה יחסית לבעלי מניות המיעוט (ראו הרחבה להלן).

במאמר המשך בודקים (2005) Durnav and Kim נתוני משטר החברות ב-27 ארצות ומציגים שלושה פרמטרים בפעילות החברה המשפיעים על משטר החברות: מדיניות השקעות (צמיחה), הצורך בגיוסי הון והתפלגות החזקה בין בעלי מניות. מסקנתם הינה, שבמדינות ובפירמות אשר מבצעות השקעות רבות, ונדרשות לפיכך גיוסי הון תכופים, ואשר להן מבנה ריכוזי של החזקה בהון (קבוצת שליטה), יתפתח מבנה של משטר חברות אשר יגן על המשקיעים שאינם בקבוצת השליטה, כתחליף להגנות חוקיות.

(2002) Shleifer and Wolfenzon מציגים את הדילמה של יזם, בין גיוס הון חיצוני לבין שמירה על השליטה, המבטיחה את היכולת להנאות אישיות מעבר לחלקו בהון, כאשר הגנת המשקיעים מתבטאת בסיכוי שלו "להיתפס" (מנגנוני החוק). המודל בנוי על שכר ועונש ומגיע לשיווי משקל, מבחינת גובה ההנאות האישיות. בדומה למחקרים רבים אחרים, מחזק המאמר את הצורך בהגנה על משקיעי מיעוט על מנת לשפר את תפקוד שוק ההון: מספר החברות הרשומות בבורסה, זרימת כספים, שווי פירמות וכו'.

כאמור, המחקר האקדמי בנושא מהות השליטה ושוויה, אשר חלקו מובא להלן, עוסק בעיקר בתמריץ ה"שילילי" של השגת השליטה – "עושה המיעוט" באמצעות צריכת שכר וטובות הנאה. בכך, לטעמנו, מעניק המחקר האקדמי משקל יתר לתמריץ ה"שילילי" על פני התמריץ ה"חיובי", ניווט החברה והתווית דרכה העסקית - כפיית ניהול יעיל.

השאלה אשר נשארת פתוחה היא עד כמה צריכת הנאות אישיות פוגעת בשווי הפירמה או מהווה חלוקת עושר בין בעלי המניות בלבד?

¹ במאמר דומה בודקים (2002) Claessens, Djankov, Fan and Lang את ההשפעה על שווי חברות של הפרדת היזם (בעל השליטה) מהזכויות ההוניות ומגיעים למסקנה דומה למחקר האמור. דהיינו, שליטה של היזם ללא זכויות הוניות מתאימות מפחיתה שווי החברה.

3. השגת שליטה

3.1 הגדרת השליטה

הדרך הפשוטה ביותר להשגת שליטה בחברה הינה החזקה במניות המקנות מעל ל-50% בזכויות ההצבעה. ברם, קביעה זו, הגם שהיא נכונה בבסיסה, הינה פשטנית ויש לסייג אותה בהערות הבאות:

- שליטה אפקטיבית בחברה מושגת בדרך כלל באמצעות שליטה בדירקטוריון. במקרים מסוימים, נעשית אבחנה בין זכויות ההצבעה באסיפה הכללית לבין השליטה בדירקטוריון (הזכויות למינוי דירקטורים). הגם שבדרך כלל, יש קשר הדוק בין זכויות ההצבעה לבין הזכות למנות דירקטורים, בחברות מסוימות תהליך מינוי דירקטורים, בהתאם לתקנון, אינו מסתמך על זכויות ההצבעה באסיפה הכללית בלבד.

- שליטה בפועל מושגת בעת החזקה בנתח המניות הגדול ביותר מבין המשקיעים, שיכול להיות נמוך בהרבה מ-50% (שליטה זו מאפיינת מבנה החברות בארה"ב), על אף ששליטה כזו אינה מוחלטת והיא עשויה להיות בעלת אופי זמני (תנודתי).

- השגת שליטה בפועל אינה מחייבת, בדרך כלל, החזקת שיעור מסוים (מעל 50% או את הנתח הגדול ביותר) מזכויות ההצבעה אלא רק מזכויות ההצבעה הממומשות בפועל. כלומר, כאשר חלק מבעלי זכויות ההצבעה הינם "אדישים" ואינם מממשים את זכויותיהם, ניתן להסתפק בפחות מ-50% מכלל הזכויות על מנת להשיג שליטה אפקטיבית.

לדוגמא, במצב בו חלק ממניות חברה נרכשות על ידי החברה עצמה (מצב הידוע כרכישה עצמית, או הפחתת הון) הופכות המניות, על פי דיני החברות, ל"מניות רדומות" וזכויות ההצבעה שלהן מוקפאות.

דוגמא אחרת הינה כאשר קיימת קבוצת מחזיקי מניות פאסיבית, אשר אין לה עניין או יכולת לניהול החברה, דוגמת משקיעים מוסדיים. זאת, למרות שנראה כי בידי המשקיעים המוסדיים קיים פוטנציאל כוח כלכלי אשר עשוי לאפשר פיקוח יעיל על הנהלת החברה ושמירה על זהות אינטרסים בין הנהלת החברה ובעלי מניותיה (ראו האוזר, שוחט, 1992).

- שליטה הינה מושג דינמי. מעשית ותיאורטית היא מושגת בעת החזקה בזכויות הצבעה מעבר לסף ה-50%. יחד עם זאת, אין דינה של שליטה בשיעור 51% מזכויות ההצבעה כדינה של שליטה בשיעור 70% מזכויות ההצבעה. זאת, בשל האפשרות של דילול יחסי עקב גיוס הון או מימוש חלק מן ההשקעה בצורה אחרת בעתיד.

ככל שהשליטה מושגת באמצעות שיעור גבוה יותר של זכויות הצבעה, דרגות החופש של בעל השליטה רבות יותר. כאמור, בחוק החברות התשנ"ט-1999 מוגדר מצב שליטה יחיד של החזקת מעל 50% מאמצעי השליטה בתאגיד. בפועל, האמור חל על חברות

אשר התאגדו לאחר חקיקת חוק החברות (1999) בעוד על חברות אשר התאגדו קודם לכן, חלה הגדרת פקודת החברות [נוסח חדש] התשמ"ג-1983, לפיה ניתן היה להבחין בארבע דרגות שליטה כדלקמן¹:

- 1) החזקה בשעור 100%-76%, מצב בו אין מיעוט מוגן.
 - 2) החזקה בשעור 75%-51%, אשר מקנה שליטה אך לא מוחלטת, עקב קיום מיעוט מוגן והצורך, על פי דין, לקבל החלטות מיוחדות ברוב של לפחות 75%.
 - 3) החזקה בשעור 50%-25%, אשר מקנה אפשרות לחסום החלטות מיוחדות.
 - 4) החזקה בשעור 25%-0%, העשויה לקבל הגנה על פי דיני עושק המיעוט.
- כאמור, חוק החברות אינו מבחין עוד בסף ה-25% לעניין האפשרות לחסום החלטות מיוחדות.
- בכל מקרה, מצבי השליטה השונים נקבעים קודם כל על ידי התקנון של החברה הספציפית, ורק אחרי כן, על בסיס דיני החברות.

פרמטר נוסף לבחינת יציבות השליטה הינו מידת פיזור יתרת המניות, שאינן כלולות במסגרת גרעין השליטה. כאשר זכויות ההצבעה מוחזקות בידי מספר מועט של מחזיקי מניות, הסיכוי להתערבות בשליטה הינו גבוה יחסית. בנוסף, ריכוז שעור משמעותי מזכויות ההצבעה בידי יותר מאשר קבוצה אחת, חושף את החברה לפוטנציאל מאבקי שליטה בעתיד, ובכך מערער יציבות השליטה.

3.2 דרכים להשגת שליטה

בניית קבוצת שליטה משמעה ריכוז החזקות של בעלי מניות, בהיקף שיבטיח ניהול וקבלת החלטות על פי תקנון מוסכם של החברה. גם באותם מקרים בהם מוגדרת קבוצת שליטה, מוקדשת תשומת לב רבה להרכב המיעוט (יכולת ההתארגנות שלו) והזכויות המוקנות לו, הן בשיתוף בקבלת החלטות והן בהגנה מפני ניצול על ידי קבוצת השליטה.

לפיכך, ברור כי קיימת חשיבות רבה לדרכים ולתנאים להשגת השליטה, ובנוסף, לאפשרות השמירה על זכויות השליטה מבחינה דינמית, דהיינו, בעת גיוסי הון והתפתחות החברה.

ניתן להבחין בשלוש דרכים עיקריות להשגת שליטה אשר מאפייניהן יורחבו להלן:

- ארגון קבוצת שליטה המורכבת ממשקיע אחד או יותר, המחזיקה במרבית זכויות ההצבעה וההון.
- יצירת קבוצת שליטה על ידי השקעה בסוג מניות המקנות זכויות הצבעה עודפות ובהתאם, השקעה הונית נמוכה יחסית. בחלק מהמדינות (לרבות ישראל) מבנה זה אפשרי רק בחברות פרטיות, כך שלא ניתן להפעילו בחברה ציבורית. למבנה יתרון בהשגת שליטה בנקודת זמן מסוימת אך הוא בעל חשיבות רבה גם לסוגיית יכולת שימור השליטה באופן דינמי על פני זמן².

¹ הדיון האקטואלי בנושא "שליטה" הינו רחב ביותר וכולל סוגיות רבות. במסגרת זו נדרש להתייחס למעמד המעשי של זכות סירוב בנושאים מסוימים (לדוגמא – מינוי מנכ"ל).

² אם כי שימוש על פני זמן בשיטת גיוס מניות נחותות ממצה את עצמו בחברות צומחות.

- מבנה חברות רב שכבתי (פירמידה), כאשר בכל שכבה קיים גרעין שליטה (מעל 50%) ויתרת הבעלות מצויה בידי הציבור ובעלי מניות המיעוט. בכך נשמרת השליטה, הגם שהזכויות ההוניות בחברות בתחתית השרשרת נמוכות ביותר (בארבע שכבות של 50%, שעור ההחזקה המשורשר בזכויות ההוניות בשכבה הרביעית יהיה 6.25% בלבד). מבנה הפירמידה יעיל בחברה דינמית ומתפתחת, אשר נזקקת גיוסי הון לצורך השקעות חדשות.

במרבית הארצות מיושמות הצורות השונות להשגת שליטה, בכפוף לחוקי החברות וניירות ערך המקומיים. לכל אחת מהצורות השלכות נוספות – חשבונאיות, משפטיות וכד' - אשר הינן מעבר לנושא עבודה זו.

3.3 קבוצת שליטה

קיומה של קבוצת שליטה, אשר תוגדר, לצורך הדיון בלבד, כקבוצה המחזיקה ב-50% או יותר מזכויות ההצבעה, מצמצמת מראש "בעיית הסוכן", שכן השליטה בנכסי הפירמה ובמנהלים מוגדרת מראש. ככל שלבעלי השליטה חלק גדול יותר בהון [או במלים אחרות: ככל שהמתאם בין השליטה לזכויות ההוניות יותר גבוה] כך תתכוון עלות הסוכן.

קבוצת שליטה נדירה יחסית בארצות הברית ובאנגליה, ככל הנראה בשל קיום מגבלות על החזקות בנקים מחד, והשקעות רחבות של קרנות נאמנות, חברות ביטוח וגופים מוסדיים אחרים מאידך¹. אם כי, גם בארצות הברית ניתן למנות מאות חברות ציבוריות אשר נשלטות על ידי משפחות וקבוצות שליטה².

להבדיל, בגרמניה, הבנקים המסחריים מחזיקים מעל 25% מהון של מרבית החברות הציבוריות במישרין (שיטת ה-Universal Banking) ובאמצעות הסדרים עם משקיעים אחרים. בנוסף, בכ-80% מהחברות בגרמניה קיים משקיע נוסף (לא בנקאי) המחזיק מעל 25% ממניות החברה.

בצרפת וביפן, יצירת קבוצת השליטה מתבצעת על ידי החזקות הדדיות (צולבות) בין חברות (Cross Ownership), כך שמבנה ההחזקות יוצר מעין חברות החזקה עם קשרים פנימיים מורכבים. משמעות מבנה זה הינה: כולם שולטים ואף אחד לא שולט. במרבית המדינות האחרות קיימות קבוצות שליטה מוגדרות.

בישראל, אמנם החזקות ריאליות של תאגידים בנקאיים מוגבלות ל-20%, אולם הנפקת מגבלות השקעה של גופים מוסדיים (ובראשן – הנפקת אג"ח מיועדות) מנעו פיזור השליטה, כך שהשליטה הקיימת הינה ברמה גבוהה ביותר. כיום, עם הפסקת הנפקת האג"ח המיועדות והירידה ההדרגתית בהיקפן, ניתן לצפות לשינוי עתידי במבנה השליטה בישראל.

העדויות האמפיריות הינן שקבוצת שליטה פעילה לרב בשיפור התוצאות העסקיות, בהחלפת דירקטורים ומנהלים בחברות ובהפחתת הוצאות בשליטת הנהלה

¹ Roe (1994)

² Holderness and Sheehan (1998)

(Discretionary Spending), כמו פרסום ושיווק, מחקר ופיתוח ורווחה. כלומר, הממצאים האמפיריים תומכים בטענה שלקבוצת שליטה קיים תפקיד חשוב בניהול חברות.

קבוצת שליטה נבנית לעיתים ממשקיע יחיד ולעיתים מהסדרים בין קבוצות של בעלי מניות. הגדרת קבוצת השליטה היא סטטית ומתארת מבנה שליטה נתון בנקודת זמן מסוימת. המציאות היא דינאמית, והצמיחה במרבית החברות מחייבת גיוסי הון חיצוניים והשקעות נוספות של הבעלים. גיוסי הון אלה עלולים ליצור מצב בו לחלק מבעלי השליטה אין אמצעים או רצון להגדיל השקעתם בפירמה, כך שגיוסי ההון עלולים לדלל חלקם בהון ובכך ליצור זעזוע במבנה והרכב קבוצת השליטה. לכן, תוצאה אפשרית של רצון קבוצת השליטה לשמור על מעמדה והרכבה כמות שהוא, הוא מניעת צמיחה והתרחבות של הפירמה. בהתאם, העדויות האמפיריות הינן כי קבוצת שליטה מקטינה סיכויי השתלטות.

Gompers, Ishii and Metrick (2003) דנים במשמעות ובהשפעה של משטר החברות ושל היחסים בין משקיעים ומנהלים על פעילות החברה. המחברים בוחנים את השלכות משטר החברות, תוך שימוש ב-24 פרמטרים שונים, על מדגם של כ-1,500 חברות בארצות הברית במהלך שנות ה-90. לכל פירמה במדגם חושב אינדקס, G , המבטא את מבחן מאזן הכוח בין מנהלים ובעלי מניות. המחברים בוחנים את היחס בין אינדקס זה לבין ביצועי החברות. הממצאים תומכים בטענה שחברות בעלות קבוצת שליטה חזקה מקרב בעלי המניות (G נמוך) הינן יעילות בהרבה מתברות בשליטת מנהלים (G גבוה). משמע, לקבוצת שליטה מוגדרת ישנה חשיבות רבה במשטר החברות, והיא תורמת מהותית לפתרון בעיית הסוכן.

לסיכום, על פי העדויות האמפיריות, קבוצת שליטה מוגדרת מחלישה את בעיית הסוכן והיא אפקטיבית בקביעת מדרג הניהול וקבלת ההחלטות בחברה. תוצאות שליליות אפשריות של מבנה זה, לרבות עושק המיעוט, מותנות ברמת ההגנה המשפטית בארצות השונות. לבסוף, השוויון בזכויות ההון וההצבעה, שהינו אחד מיתרונות שיטת השליטה באמצעות קבוצת שליטה, עלול להפוך חסרון, בשל הגבלת אפשרות שימור השליטה במהלך צמיחת חברות.

3.4 זכויות הצבעה

הנפקת מניות אשר להן זכויות הוניות (הזכות לקבלת דיבידנד, הזכות לקבלת עודף נכסי החברה בעת פירוק) וזכויות הצבעה שונות, התפתחה במספר ארצות בעולם, לרבות בישראל, כאחת הדרכים לפתרון סימולטני של הרצון לאפשר יצירת קבוצת שליטה מחד וצמצום הצורך של אותה קבוצת שליטה להשתתף במימון ההשקעות, מאידך. השיטה פופולארית במיוחד באירופה הקונטיננטלית (במדינות כמו שוודיה, שוויצריה, גרמניה, צרפת). במדגם של חברות בעלות שני סוגי מניות סחירות מצאו

DeAngelo and DeAngelo (1985) שבעלי ענין בחברות החזיקו בחציון 56.9% מזכויות ההצבעה ו-24% מהזכויות ההוניות.

הבחנה זו בין סוגי מניות עשויה להתקיים הן בחברות פרטיות והן בחברות ציבוריות, אם כי במדינות רבות - לרבות הבורסה של ניו יורק (NYSE) וישראל - השימוש בשיטה זו בחברות ציבוריות נאסר או הוגבל במהלך העשורים האחרונים.

כך, בחברות ציבוריות ישראליות של שנות ה-70 וה-80 היה מקובל שילוב שני סוגי מניות סחירות ביחס של 5:1. משמעות מבנה זה הינה שמניה אחת מייצגת 5 ש"ח ע.ג. וזכות הצבעה אחת, ומניה שניה מייצגת 1 ש"ח ע.ג. וזכות הצבעה אחת. דהיינו, מניה מסוג 5 מחייבת השקעה של פי חמש (לערך) כדי להגיע לאותה זכות הצבעה של מניה מסוג 1. מנגד, מבחינת הזכויות לדיבידנד, כל 1 ש"ח ע.ג. זכאי לאותה זכות לדיבידנד, או במילים אחרות, מנייה מסוג 5 זכאית לדיבידנד זהה לחמש מניות מסוג 1.

השימוש בשני סוגי מניות מאפשר לבעלי מניות לבטא את העדפותיהם. המשקיעים אשר אינם אמונים על ניהול החברה יעדיפו את המניות עם זכויות ההצבעה הנחותות (בישראל: 5 ש"ח ע.ג.), בעוד המשקיעים המעוניינים לנהל בפועל ישקיעו במניות בעלות זכויות הצבעה עודפות (בישראל: 1 ע.ג.). כתוצאה מכך נדרשת השקעת הון מצומצמת יחסית להשגת שליטה.

כך, מתן האפשרות לבטא העדפות המשקיעים, הופך את מנגנון זכויות ההצבעה לאפקטיבי מאוד באפשרות בניית קבוצת שליטה. החשיבות הרבה של המבנה למשקיעים נבעה מהאפשרות לשימור שליטה על פני זמן ותוך גיוסי כספים עם איום מינימלי על מבנה השליטה¹.

מאידך, הפרדת קבוצת השליטה והשקעת ההון יצרה ניצול לרעה ופגיעה בבעלי המניות האחרים ע"י קבוצת השליטה. שיטה זו להשגת שליטה עומדת במרכז עבודה זו והיותה כר נרחב לדיון ציבורי בנושא זה בארץ ובעולם. בארץ הוכרע הדיון בשנת 1990, עת נחקק תיקון מס' 11 לחוק ניירות ערך משנת 1991 אשר אסר על הבורסה להנפיק הנפקות נוספות של מניות שאינן העדיפות ביותר, ובכך הניע את החברות לבצע איחוד מניות בעת גיוסי הון נוספים בבורסה.

מספר הערות לשיטת השליטה באמצעות מניות בעלות זכויות הצבעה עודפות:

- הפער בין הזכויות ההוניות וזכויות השליטה נגזר למעשה מהיחס בערך הנקוב בין סוגי המניות (5:1, או כל יחס אחר). ככל שהפער בין סוגי המניות (X) גדול יותר (1:X) כך הפער בין הזכויות ההוניות וזכויות ההצבעה גדול יותר. ככל שמספר המניות בעלות זכויות ההצבעה הנחותות גדול יותר, כך ניתן להשיג

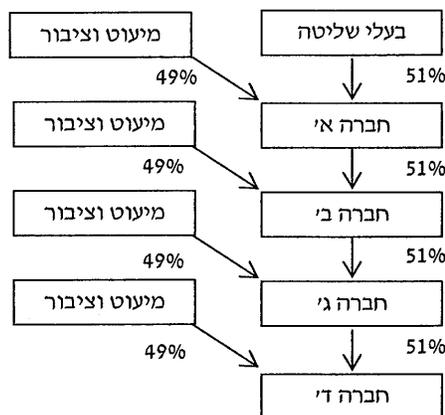
¹ השימוש בכלי זה מוגבל על פני זמן, שכן המשך הנפקת מניות נחותות יצמצם האפקטיביות של המניות העודפות.

שליטה בהשקעה הונית נמוכה יותר. מניות יסוד (או זהב) הן הביטוי הקיצוני ביותר לפער בין הזכויות ההוניות לזכויות ההצבעה.

- בשנת 1988, ערב חקיקת תיקון מס' 11 לחוק ניירות ערך, נעשה מאמץ מצד הבורסה לניירות ערך לצמצם את הפער בין הזכויות ההוניות לזכויות ההצבעה במקרה של מניות יסוד; זאת, באמצעות דרישה (במסגרת התדיינות משפטית עם הכשרת הישוב בישראל בע"מ) שבעלי מניות (יחיד או קבוצה הפועלת במשותף) המחזיקים במניות יסוד המקנות 50% ומעלה מזכויות ההצבעה יחזיקו לפחות ב-25% בהון החברה, וכן, כי החזקת שיעור מינימלי זה בזכויות ההוניות גם בהנפקות עתידיות. חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ ערערה לבית המשפט המחוזי כנגד החלטה זו, ובית המשפט פסק¹ כי הבורסה אינה יכולה ליטול או להגביל זכויות קנייניות של בעלי מניות ואינה מוסמכת להפקיע מהם זכויות ללא פיצוי. לאחר מכן פעלה הבורסה במשותף עם הרשות לניירות ערך לחקיקת תיקון 11.

3.5 שיטת הפירמידה

דרך נוספת להשגת שליטה ושימורה, אשר יעילה במיוחד בחברות צומחות, הינה יצירת מבנה אחזקות רב שכבתי, כאשר בכל שכבה משתתף הציבור ו/או בעלי מניות מיעוט, בשיעור הנמוך מ-50%. לדוגמא:



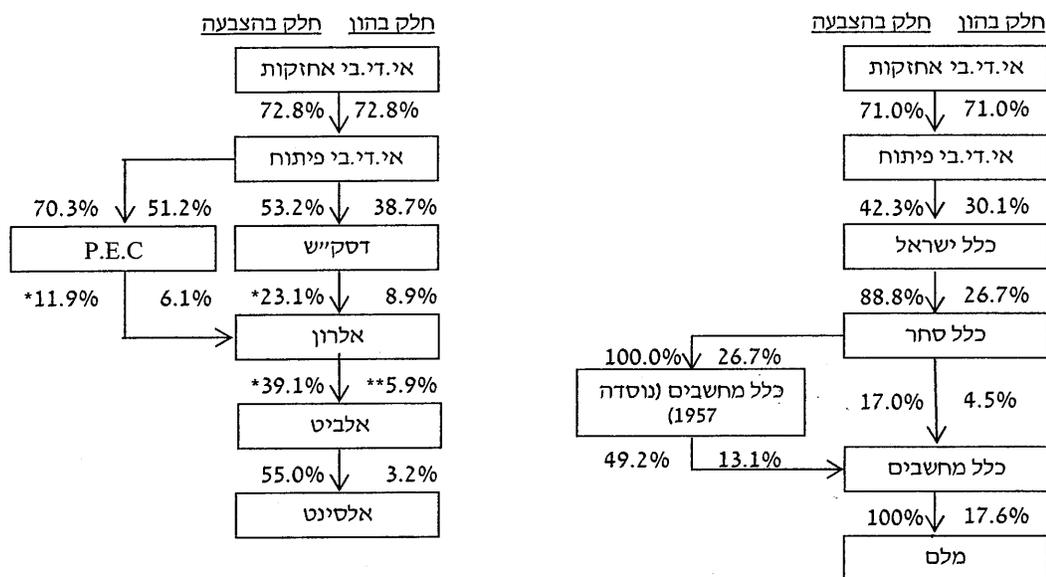
בדוגמא זו, השליטה בחברה ד' מצויה בפועל בידי קבוצת השליטה בחברה א' שכן מכוח זכותה לנהל את חברה ב' (מינוי דירקטורים ומנהלים) נגזרת זכותה לנהל חברה ג', וכן הלאה. כך שבפועל השליטה מתקיימת לכל אורך השרשרת. מאידך, הזכויות ההוניות נגזרות משרשור אחזקות כך ששיעור ההחזקה האפקטיבי של חברה א' בחברה ד' (ובמלים אחרות, השפעת חברה ד' על הון חברה א') הינו כ-6.25% בלבד. כלומר, רק 6.25% מרווחי חברה ד' יכללו ברווח המאוחד של חברה א'. מבנה זה של אחזקת פירמידה מאפיין בעיקר חברות החזקה צומחות עם השקעות רבות והוא מאפשר גיוסים נרחבים והשקעות ללא איבוד שליטה (הנפקות חברות בנות,

¹ עש (ת"א) 272/89, נמרודי לנד דבלופמנט בע"מ נ' הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ.

נכדות ונינות). המבנה מקנה כוח רב לקבוצת השליטה עקב שכבות הניהול הרבות ומהווה מקור לפיזור השקעות וסיכונים. חסרונותיו הניהוליים של מבנה הפירמידה (בדומה לחסרונות המאפיינים חברות החזקה בכלל) הינם הפוטנציאל לחוסר מיקוד עסקי, הסכנה להיגררות לתחומי פעילות בהם אין לחברה כל יתרון וכן יצירת הוצאות מטה גבוהות. כמו כן, במצב הקצה, אשר הודגם לעיל, בעל השליטה, האחראי לניווט דרכה העסקית של החברה, נהנה מ-6.25% בלבד משווייה הכלכלי. מצב זה עשוי לגרום להפקרת החברה, כיוון שלהצלחתה או כשלונה אין השפעה מהותית על בעל השליטה.

במחצית שנות השבעים ובמהלך שנות השמונים עשו קבוצת אי.די.בי אחזקות וחברת כלל ישראל בע"מ שבבעלותה שימוש כה נרחב בשיטת הפירמידה, עד כי זכויות המיעוט בהון, במאזן המאוחד של קבוצת כלל ישראל היו גדולות מזכויות קבוצת השליטה (כלל ישראל) בהון החברה המאוחדת. בעזרת השימוש הנרחב בשיטת הפירמידה שלטה משפחה אחת (רקנאטי) בחלק מאד מהותי מהסטור העסקי במדינת ישראל.

להלן דוגמאות לשתי השקעות אופייניות אשר בוצעו על ידי קבוצת אי.די.בי אחזקות, כאשר שרשור ההחזקה מוצג מבחינת אי.די.בי¹:



* גם בשכבות בהן שיעור ההחזקה היה נמוך מ-50% היוו החברות המופיעות במבנה המתואר את בעלי המניות הגדולים ביותר, כך שהשליטה בפועל התקיימה.
 ** בפירמידת אלסינט: שרשור ההחזקה בהון המשותפת דרך דסק"ש ו-PEC: $(6.1\%+8.9\%)*39.1\%$.
 בפירמידת מלם: שרשור ההחזקה בהון המשותפת דרך כלל סחר וכלל מחשבים (נוסדה 1957): $(4.5\%+13.1%)*100\%$.

¹ נתוני פירמידת אלסינט: קירוב על בסיס ההחזקות ב-11/1992 ו-7/1994.
 נתוני פירמידת מלם: קירוב על בסיס ההחזקות ב-12/1996 ו-12/1997. ההשקעה בכלל סחר נמכרה בתחילת 1998.

בשכבה הנמוכה ביותר, שיעור ההחזקות ההוניות מגיע לאחוזים בודדים בלבד. מאידך, החברות נחשבות כחלק לגיטימי מן הקבוצה. נראה שזכויות ההצבעה השונות מחד ויצירת מבנה רב שכבתי מאידך מהווים אמצעים תחליפיים להשגת שליטה בחברות צומחות ודינמיות תוך שמירת יציבות השליטה. תיקון 11 לחוק ניירות ערך בישראל צמצם במידה רבה את השמוש בזכויות הצבעה עודפות כאמצעי לשימור שליטה ובכך, אולי, עודד שמוש בשיטת הפירמידה.

3.6 השלכות הפרדת זכויות ההצבעה והזכויות ההוניות

הספרות המימונית מקדישה חשיבות רבה למשמעות התפעולית של הפרדת זכויות ההצבעה מהזכויות ההוניות. (Cronqvist and Nilsson (2003) - משתמשים במושג ¹CMS (Controlling Minority Shareholders), המתאר מצב בו קבוצת בעלי מניות מחזיקה שליטה באמצעות זכויות הצבעה, כאשר זכויותיה בהון נמוכות מ-50% (בין אם בשיטת הפירמידה, החזקות הדדיות, או שימוש במניות בעלות זכויות שונות). המחברים מנסים לאמוד את השפעת המבנה האמור וצריכת טובות הנאה אישיות על ביצועי הפירמות, על בסיס מדגם של כ-300 חברות אשר נסחרו בבורסה בשבדיה – בה שכיחים מקרי CMSs - בשנים 1991-1997². החוקרים מגיעים למסקנות הבאות:

- משפחות פרטיות עושות שמוש רב, הנאמד כמותית בפי 1.5-2 יותר ממשקיעים אחרים (חברות ומוסדות פיננסים), במנגנוני CMS.
- קיים קשר שלילי מובהק בין זכויות הצבעה עודפות של קבוצת שליטה (CMS) ובין שווי הפירמה. כך, לחברות המוחזקות במנגנון של CMS, נאמד ניכיון של כ- 6%-25% משווי החברה (על בסיס ³Tobin's Q). חברות משפחתיות הנשלטות במנגנון CMS מזוהות עם ערכי הניכיון הגבוהים ביותר.
- הירידה בשווי הפירמה נובעת בעיקר מחוסר יעילות עסקית המתבטא בתשואה נמוכה יחסית על נכסים.
- מבנה הבעלות ב-CMS משמר את השליטה ובכך מקהה את מנגנוני השוק לשמירת היעילות התפעולית של חברות. הסבירות להשתלטות על חברות משפחתיות הנשלטות במנגנון CMS נמוכה בכ-50% בהשוואה לחברות אחרות. בכך מצטמצם התמריץ לניהול יעיל.

(Lemmon and Lins (2003) בדקו, במדגם של 800 פירמות בשמונה ארצות במזרח אסיה, את השפעת מבנה הבעלות על שווי החברה במהלך המשבר הפיננסי באיזור, החל מיולי 1997. ממצאיהם הראו כי בתקופת המשבר, התשואה על מניות חברות בהן למנהלים ומשפחות היה כוח שליטה, והזכויות ההוניות היו נפרדות מזכויות השליטה

¹ במושג המקורי של CMS (Controlling Minority Structure) השתמשו (Bebchuk et al.(2000), אשר טענו כי מבנה זה מוביל לעלות סוכן גבוהה.

² במונחי שנות חברה (כאשר נתוני חברה בשנה אחת נספרים כיחידה) נדגמו 1,317 חברות.

³ Tobin's Q הינו יחס שווי השוק של הנכסים לערך השחלוף שלהם, באמצעות יחס זה מודדים את הערך העודף של חברות.

בעיקר תוך שימוש בשיטת הפרמידה) היתה נמוכה בכ- 20%-10%, ובממוצע בכ- 12%, מהתשואה על המניות של חברות אחרות. תוצאה זו עקבית עם הטענה שמבנה הבעלות הינו בעל חשיבות בקביעת מידת הניצול של בעלי שליטה את בעלי מניות מיעוט, תופעה אשר מתגברת בעתות משבר וירידה באפשרויות ההשקעה.

Francis, Schipper and Vincent (2005) סקרו במאמרם נתוני 205 חברות אמריקניות ציבוריות בשנים 1990-1999, אשר להן שני סוגי מניות סחירים הנבדלים בזכויות ההצבעה ובזכויות ההוניות, בהשוואה לקבוצת ביקורת של 5,764 פירמות הפועלות עם סוג מניות אחד. מסקנת המחקר הינה, שהשפעת פרסום רווחים על מחירי המניות הרבה יותר נמוכה בפירמות עם שני סוגי מניות, בעוד השפעת פרסום דיבידנד דומה בשניהם. משמע, בפירמות בהן קיימת הפרדה בין זכויות השליטה והזכויות ההוניות, האינפורמציה לגבי רווחיות הפירמות הינה באיכות ואמינות נמוכות יותר.

4. הערך הכלכלי של שליטה

4.1 מקורות הערך הכלכלי של שליטה

כפי שעולה מן האמור לעיל, השליטה עשויה להיות בעלת ערך רב עבור משקיעים מסוימים והיא בעלת משמעויות והשלכות על בעלי המניות לסוגיהם השונים. השאלה הבסיסית המתעוררת הינה האם קיים ערך כלכלי כלשהו לשליטה, ואם הוא קיים, מה גודלו.

מחקרים רבים מצאו באופן מובהק כי לשליטה קיים ערך חיובי. חשוב לציין, כי ערכה של שליטה צריך להיבחן בהכרח בכל מקרה לגופו, שהרי עסקין בשווי כלכלי הנגזר מגורמים רבים השלובים זה בזה, ביניהם שווי החברה עצמו (שאף הוא נקבע בדרך כלל עבור כל מקרה לגופו), זהות ושיקולי בעל השליטה, אופן התפלגות האחזקות בין בעלי מניות, ועוד (ראו ניתוח הגורמים המשפיעים על גובה פרמיית השליטה בהמשך). לא רק שבכל מקרה ומקרה מדובר בשילוב גורמים ספציפיים, אלא שמדובר בשילוב גורמים בעלי אופי דינמי, כך שגם עבור מקרה ספציפי משתנה שווי השליטה על פני זמן.

באופן תיאורטי אמור שווי השליטה להתאים להגדרת מהות השליטה:

א. שווי כפיית ניהול יעיל: שווי השליטה ייגזר משווי השיפור התפעולי אותו עשוי ליצור ניהול יעיל בחברה (דהיינו, הפער בין שווי חברה דומה בניהול אופטימלי לשווי החברה בניהול הנוכחי) כשזה מוכפל בהסתברות להחלפת השליטה (והניהול במקביל). שווי זה צריך להיות זהה לכל מניה מעל הנקודה בה מושגת שליטה (כלומר, שווי מניית ה-51% צריך להיות זהה לשווי מניית ה-52% וכן הלאה) כיוון שבעל השליטה ייהנה מהשבחת הערך בהתאם לחלקו בהון.

כך, במדגם של 312 חברות בריטיות גדולות מצאו Weir, Laing and (2002) McKnight כי חברות בענפים מרובי מיזוגים מאופיינות במחירי שוק גבוהים יחסית לענפים אחרים, הן ביחס לשווי בספרים והן ביחס לערכי השחלוף. ממצא זה עקבי עם טענתם, כי גידול בהסתברות לרכישה/שינוי שליטה מעלה את המחירים בענף בכללותו.

ככל ששוק החלפת הניהול, לרבות אפשרויות חוץ בנקאיות למימון עסקאות רכישה יהיה, יהיה משוכלל יותר, כך עולה למעשה שווי השליטה.

ב. שווי צריכת שכר וטובות הנאה פרטיות: שווי השליטה ייגזר משווי טובות ההנאה הפרטיות אותן ניתן לצרוך. שווי זה צריך להגיע בשיאו בנקודה בה מושגת השליטה (כלומר, "מניית ה-51%" תהא היקרה ביותר), כיוון שהנאת בעל השליטה עולה ככל שחלק המיעוט גדל. לרכיב זה של השווי לא קיימים הוכחות אמפיריות ישירות, בין היתר משום שצריכת ההטבות, מעצם טיבן, אינה ניתנת להוכחה בבית משפט. קיומו של שווי צריכת השכר וטובות ההנאה הוכח אמפירית רק באופן עקיף:

1. מחקרים בין לאומיים¹ אשר הוכיחו קשר שלילי בין גובה פרמיית שליטה (פרמיית שליטה: הפער הנצפה בין מחירי עסקאות הכוללים שליטה למחירי

¹ ראו הרחבה להלן (Dyck & Zingales (2004), Nenova (2003).

עסקאות שאינם כוללים שליטה) ששולמה בעסקאות שונות לבין חוקי הגנה על המיעוט במדינות שונות.

2. במחקרים אשר מצאו קשר שלילי בין גובה פרמיית שליטה ששולמה בעסקאות שונות לבין התפתחות בחוקי ההגנה על המיעוט בתוך מדינה ספציפית¹.

ג. שווי הסינרגיה בין הנכס בו נרכשה השליטה לנכס הנוסף של בעל השליטה. נשאלת השאלה היכן יבוא לידי ביטוי התזרים שיוצרת סינרגיה. אם התזרים יבוא לידי ביטוי בתוך העסק בו נרכשת השליטה, יתנהג השווי כמו במקרה כפיית הניהול היעיל, דהיינו, לבעל השליטה שווי המניה ה-51% זהה לשווי המניה ה-52%. אם התזרים יבוא לידי ביטוי בתוך עסק אחר של בעל השליטה, יתנהג השווי כמו בצריכת שכר וטובות הנאה פרטיות, דהיינו, לבעל השליטה מנית ה-51% היא בעלת השווי המקסימלי.

מובן כי בעת רכישת השליטה בפועל, מחיר העסקה לא יכלול את מלוא הערך העתידי של ההתייעלות, הסינרגיה או טובות ההנאה הפרטיות, אלא חלק ממנו בלבד, בעוד יתרת השווי תישאר בידי בעל השליטה החדש.

4.2 בדיקה אמפירית של שווי השליטה בחברות

קיים קושי רב בבדיקה אמפירית של גובה שווי השליטה בחברות, משום שבדרך כלל העסקאות אינן "טהורות" - משקפות רכישת שליטה בלבד - אלא כוללות גם זכויות הוניות (בעלות) בחברה, וכן הן מושפעות מגורמים "חיצוניים" נוספים (כמו נזילות - ראו להלן).

מלאכת ההפרדה בין הרכיבים בעייתית ביותר, ובפרט שכן במרבית המקרים, שווי החברה במלואו (כלל זכויות ההון וההצבעה) אינו ידוע.

כאמור, לעתים נדירות נעשות עסקאות שליטה "טהורות". כך, במשק הישראלי, היו לדוגמא, עסקאות הכשרת הישוב ודלק בשנים 1988 ו-1991, בהן נרכשו מניות יסוד המקנות זכויות הצבעה בלבד, ללא זכויות הוניות. נתוח עסקאות אלה יובא בהמשך.

בספרות מקובלות שתי דרכים לאמוד פרמיית שליטה²:

1. שימוש בנתוני מחירים של מניות בורסאיות בעלות זכויות הצבעה וזכויות הוניות שונות³, אשר נסחרות בבורסה לניירות ערך כאשר שני סוגי מניות נפרדים לחלוטין (על אף הקשר בערכם). לכל סוג מתקיים ביקוש, היצע, היקף מסחר ומחיר עצמאי.

1 ברזיל – (2001) Nenova; איטליה – (1994) Zingales.
2 פרמיית שליטה – המחיר העודף אשר שולם על המניות המכילות שליטה/זכויות הצבעה עודפות, בהשוואה למחיר הבורסאי. נהוג לתרגם את פרמיית השליטה לשיעור משווי החברה. על אף הנוחות הגלומה בתרגום זה, הוא עלול להטעות. זאת, ראשית, כיוון שפרמיית השליטה אינה מתנהגת באופן ישר עם גודל החברה. בנוסף, יש להגדיר מהו שווי השליטה על מנת לבצע התחשב – האם שליטה תעשה בעת השגת 51%? 75%? 100%?
3 הוצגה לראשונה על ידי Lease et al. ב-1983.

קיומן של מניות בעלות זכויות הצבעה שונות אינו מעיד כשלעצמו על מעמד שליטה או מעמד של מיעוט בקרב מחזיקי המניות, אך עם זאת מצמצם את ההשקעה הנדרשת כדי להגיע למעמד שליטה. לפיכך, המניות בעלות זכויות ההצבעה העודפות מבוקשות במסגרת מאבקי שליטה או במסגרת ניסיון להגיע לשליטה.

בעסקאות אלה מועברים הרכיבים הבאים:

- חלק בהון;
 - זכויות הצבעה שבדרך כלל אינן מקנות שליטה, אך יש להן פוטנציאל לכך;
 - אופציה למימוש בעת מאבקי שליטה בעתיד;
- בנוסף, הפרמיה הנצפית בין סוגי המניות יכולה לכלול גם הפרשי דיבידנדים בין סוגי המניות (במדינות מסוימות) וכן הפרשי סחירות בין שני סוגי המניות. השימוש בנתונים אלה למחקר עלול להיות מוטא כלפי מעלה, בשל קיום קשר חיובי בין גובה ההנאה משליטה לבין עצם הרישום בבורסה של יותר מסוג מניות אחד. כלומר, חברות בהן קיימת הנאה גבוהה משליטה עשויות לרשום מניות בעלות זכויות הצבעה שונות בבורסה¹ (כלומר, חברות בהן הפרמיה היא גבוהה הן החברות שיופיעו במדגם).

2. בחירת עסקאות מחוץ לבורסה בחבילת מניות המקנות שליטה² בחברות ציבוריות

והשוואתן למחירי המניות בבורסה, המשקף את שווי ההון "ללא שליטה". כך, הפער בין שווי המניות על פי נתוני העסקאות הפרטיות לבין שווי המניות בבורסה משקף את שווי השליטה. בעסקאות אלה מועברות זכויות הוניות והשליטה בפועל.

בעסקאות אלה משולמת בדרך כלל פרמיה נכבדה מעבר למחירי הבורסה. יחד עם זאת, גובה הפרמיה יכול להיות מוסבר גם, למשל, בהערכת שווי של החברה בעסקה, הגבוהה משווייה הנגזר ממחיר המניה בבורסה. כך אירע בעסקאות שנעשו בישראל בתקופת המשבר בבורסה, משנת 1994 ואילך³, ובהן, כדוגמא, עסקת מכירת מניות כלל (ישראל) לקבוצת IDB משנת 1996⁴. מקרים אלה מאפיינים מניות בסחירות נמוכה, אשר נתוני שוק ההון לגביהן אינם אינפורמטיביים באופן מספק לקביעת שווי כלכלי.

בעסקאות אחרות ניתן להסביר את הפרמיה ששולמה בסינרגיה לרוכש הנוצרת כתוצאה מהעסקה, כמו בעסקת רכישת משפחת שטראוס את השליטה בקונצרן עלית מידי משפחת פדרמן (1997). בנוסף, קיימים מקרים רבים בהם גובה הפרמיה משלב את שני הגורמים לעיל, הן הערכת שווי שונה מהמחיר הבורסאי והן גורם סינרגיה, כמו למשל בעסקת מכירת מניות אסם לנסטלה (6-1995).

1 Grossman and Hart (1988), Zingales (1995)
2 הוצגה לראשונה על ידי Barclay and Holderness (1989).
3 הכוונה הינה לשווי בורסאי לא מייצג, ולא לפער הניהול היעיל.
4 פירוט העסקאות המוזכרות מופיע בנספח א.

חלק מהעסקאות נחתמות לאחר מאבק שליטה (פועלים השקעות (1996), עליה (1997), אפריקה-ישראל (1997)), אשר מגדיל, ככל הנראה, את הפרמיה ששולמה בפועל בהשוואה לפרמיה שהייתה משולמת ללא מאבק שליטה. מנגד, עסקאות אלה עשויות גם לשקף ניכיון בגין גורמים שונים, אשר העיקרי בהם הינו מיעוט קונים (סחירות).

לכאורה, נראה כי מנייה בורסאית, אשר מטיבה אינה חלק מדבוקת שליטה, תתומחר ללא רכיב השליטה. אכן, רכיב שווי השליטה הקשור בצריכת טובות ההנאה אינו אמור להיות מגולם במנייה רגילה הנסחרת בבורסה. מנגד, רכיב שווי השליטה הקשור בניהול היעיל צפוי להיות מגולם בחלקו במנייה הנסחרת, שכן גם המיעוט עתיד להשתתף בהנאה משיפור בשווי החברה.

כלומר, מחיר המנייה הבורסאית אמור לכלול את שווי השיפור התפעולי כשזה מוכפל בהסתברות למאבקי השליטה. פרמיית השליטה נצפית אמורה לשקף, לפיכך:

$$\begin{aligned} & \text{שווי חלק הניהול היעיל אותו מוכן הרוכש לשלם לבעלים הנוכחי} - \\ & \text{שווי הניהול היעיל} * \text{הסתברות להחלפת השליטה} + \\ & \text{שווי חלק טובות ההנאה האישיית אותו מוכן הרוכש לשלם לבעלים הנוכחי} + \\ & \text{שווי חלק הסינרגיה אותו מוכן הרוכש לשלם לבעלים הנוכחי} \\ & = \text{פרמיה נצפית (תיאורטית)} \end{aligned}$$

4.3 פרמיה בעסקאות שליטה וזכויות הצבעה – השוואה בינלאומית

במהלך השנים האחרונות נבנו ונחקרו שני מסדי נתונים, הגדולים מסוגם, להשוואה בינלאומית של פרמיית השליטה (כשיעור משווי החברה בבורסה):

1. המאגר הראשון, חלק ממחקרם של Dyck & Zingales (2004), בוחן פרמיית שליטה על בסיס עסקאות העברת שליטה מחוץ לבורסה (להלן: "מדגם Zingales"). המדגם מבוסס על מסד נתונים בינלאומי הכולל עשרות אלפי עסקאות מחוץ לבורסה בשנים 1990-1999. מתוך מסד הנתונים נבררו 393 עסקאות ב-39 מדינות שונות אשר כוללות רק עסקאות של העברת שליטה בפועל, על פי הקריטריונים הבאים:
 - עסקאות בהן הועברו לפחות 10% ממניות החברה;
 - עסקאות שבעקבותיהן עבר הרוכש מהחזקה של פחות מ-20% מזכויות הצבעה למעמד של בעל שליטה;
 - הוצאו עסקאות של הצעות רכש, פיצולים, רכישה עצמית, החלפת מניות, מימוש אופציות וחבילת נירות ערך;

2. המאגר השני, המהווה חלק ממחקרה של Nenova (2003), בוחן שווי שליטה על פי מניות בעלות זכויות הצבעה שונות הנסחרות בבורסה, (להלן: "מדגם Nenova"). המדגם מבוסס על 661 חברות, להן מניות בעלות זכויות הצבעה שונות, אשר

נסחרו ב-18 מדינות שונות בשנים 1997-1998. מספר המדינות מצומצם מזה של Dyck & Zingales (2004), שכן בחלק מהמדינות (יפן, שוויצריה, סינגפור, בלגיה וסין) נאסר השימוש בסוגי מניות בעלי זכויות הצבעה שונות, בחלק מהמדינות (ניו-זילנד, פורטוגל, רוסיה, אוסטריה, תורכיה) היקף השימוש בפועל בסוגי מניות שונים הינו זעום ולפיכך לא מייצג, ובחלק מהמדינות המידע אינו זמין.

הממצאים מושווים לסביבה המשפטית המאפיינת את המדינה הנדגמת, על בסיס סוגי סביבות המשפט המסחרי, אותן הגדירו La Porte, Vishny et al. (1999): ה-Common Law אשר התפתח באנגליה, וה-Civil Law, אשר התפתח באירופה המערבית, על בסיס המשפט הרומי וקיבל אפיוני משנה של הסביבה הצרפתית, הסקנדינבית והגרמנית. למעט הסביבה הסקנדינבית, התפשטו אותן סביבות משפטיות למדינות רבות, כתוצאה מאימפריאליזם, קשרים עסקיים וחקוי.

במאמרם, בחנו La Porte, Vishny et al. (1999) את הקשר בין מבנה החקיקה המסחרית ואופן אכיפתה לבין ההגנה על משקיעים, ומצאו כי הסביבה האנגלית מעניקה את ההגנה המשפטית החזקה ביותר למשקיעים שאינם בעלי שליטה, בעוד הסביבה הצרפתית מעניקה את ההגנה החלשה ביותר. מסקנתם הינה כי קיים קשר שלילי בין הסביבה המשפטית וההגנה המוענקת בה למשקיעים, לאיכות שוק ההון (היינו, ככל שמוענקת הגנה חזקה יותר על משקיעי מיעוט תעלה איכות שוק ההון), וקשר חיובי עם ריכוזיות בעלי המניות (היינו, ככל שמוענקת הגנה חזקה יותר על משקיעי מיעוט תרד ריכוזיות בעלי המניות).

להלן ריכוז תוצאות שני המדגמים על פי הסביבות המשפטיות (טבלה המפרטת את התוצאות לפי המדינות מצורפת בנספח ב'):

Nenova - מניות בעלות זכויות הצבעה שונות				Zingales - עסקאות שליטה פרטיות			סביבה משפטית
T Statistic	פרמייה ממוצעת	מספר	מדינות	פרמייה ממוצעת	מספר	מדינות	
	כשעור משווי החברה	ממוצע התצפיות ¹	תצפיות	כשעור משווי החברה	תצפיות	תצפיות	
0.4	0.5%	109	4	4.1%	42	4	סקנדינבי
6.3	4.5%	161	6	4.5%	196	11	אנגלי
2.8	16.2%	167	3	5.1%	57	6	גרמני
18.3	25.4%	224	5	25.1%	88	16	צרפתי
	=	=	=	40.0%	10	2	סובייטי
	11.3%	661	18	10.1%	393	39	סה"כ/ממוצע
	12.7%			14.0%			ממוצע המדינות

Zingales - נתונים נוספים			סביבה משפטית
שעור	טווח	מינימום	
תצפיות שליליות	מקסימום	מדינות	
29%	26%	-7%	סקנדינבי
34%	89%	-20%	אנגלי
35%	52%	-34%	גרמני
13%	299%	-40%	צרפתי
0%	217%	1%	סובייטי
28%	299%	-40%	סה"כ

מסקירת תוצאות המדגמים עולות הנקודות הבאות:

א. השונות בתצפיות הינה גבוהה ביותר. כך, בעסקאות השליטה הפרטיות הפרמיה הנצפית נעה בין 40%- ל-300% משווי החברה בבורסה² (השונות הרבה ביותר הינה בסביבה הצרפתית).

בשני המדגמים השונות בין המדינות הינה גבוהה גם כן. במדגם Zingales נעים ממוצעי המדינות בין פרמיה שלילית של 4%- (יפן) לפרמיה של 65% (ברזיל). במדגם Nenova נעים הממוצעים בין 5%- (פינלנד) ל-36% (מקסיקו). בממוצע, מגיעים שני המדגמים לפרמיה בגובה 13%-14% משווי החברה, על בסיס ממוצעי מדינות (דהיינו, הענקת משקל שווה לכל מדינה), ו-10%-11% על בסיס ממוצעי הדגימה (דהיינו, הענקת משקל שווה לכל דגימה).

Nenova קושרת את השונות בין המדינות לסביבה המשפטית, ומסבירה 68% מההפרשים בין המדינות במשתנים של אכיפת חוק, הגנה על משקיעים וחוקי רכישות. גם מסקנת Zingales הינה שלסביבה העסקית חשיבות רבה בקביעת גובה ויכולת צריכת ההנאות הפרטיות, וזאת באמצעות כללים וסטנדרטים

¹ Zingales אומד את הפרמיה כשעור משווי החברה באופן הבא: הפער בין המחיר ששולם למניה בפועל (Pa) למחיר בבורסה יומיים לאחר ההודעה (Pt), חלקי המחיר בבורסה (Pt) וכפול החלק הנרכש בעסקה (X%). להלן: $(Pa - Pt) / (Pt) * X\%$.

Nenova אומדת את הפרמיה כשעור משווי החברה באופן הבא: הפער במחיר המניה העדיפה (P1) למניה הנחותה (P2), חלקי [היחס בין זכויות הצבעה של המניה הנחותה לאלו של מניה העדיפה (1-K)], כפול מחצית כמות המניות העדיפות (Q1) ועוד כמות המניות הנחותות (Q2) מוכפלות ב-K, חלקי השווי הבורסאי של סך המניות. להלן: $[P1 - P2] / [1 - k] * [(Q1 + Q2 * k) / 2] / [(Q1 * P1 + Q2 * P2)]$.

² נתונים בערכים מוחלטים (שווי החברה) לא פורסמו.

חשבונאיים, הגנה על המיעוט, אכיפת החוק, תחרות בשווקים, מערכות המס ורמת השקיפות הציבורית (חשיפה לתקשורת).

ב. ממוצע העסקאות במדינות בסביבה משפטית אנגלית וצרפתית מקבלים ערכי פרמיה זהים בשני סוגי המדגמים, הן על בסיס עסקאות מחוץ לבורסה והן על בסיס זכויות הצבעה שונות, כ-4.5% משווי החברה בסביבה האנגלית וכ-25% בסביבה הצרפתית. במדינות אלה מספר התצפיות הינו גבוה (200-100 תצפיות לכל שיטה, בכל סביבה חוקית) וה-t הסטטיסטי במחקר Nenova הינו מובהק ביותר.

עם זאת, יצוין כי השונות בין תוצאות שני סוגי המדגמים במדינות עצמן הינה גבוהה, במיוחד מעניינת עובדה זו במדינות בהן המדגמים היו גדולים יחסית: בריטניה (1% מול 10%), פינלנד (2% מול -5%), שוודיה (7% מול 1%) וברזיל (65% מול 23%).

ג. 109 מתוך 393 (28%) עסקאות מכירת השליטה מחוץ לבורסה נעשו בפרמיה שלילית. חלק העסקאות שנעשו בפרמיה שלילית הינו גבוה במיוחד דווקא במדינות בעלי שוקי הון מפותחים: כך, בארה"ב, 16 מתוך 46 העסקאות במדגם נעשו בפרמיה שלילית, ובאנגליה, כ-20 מתוך 41 העסקאות שנצפו.

Zingales מסביר תופעה זו בקיומן של השפעות שליליות על גובה הפרמיה. ביניהן, כפי שמנינו לעיל, הפגיעה בגיוון תיק ההשקעות של הרוכש; הסיכון לפגיעה במוניטין האישי של בעל השליטה; סנקציות ומגבלות חוקיות המאיימות על בעל השליטה (כגון הרמת מסך); סחירות נמוכה של מניות השליטה; קושי במימון חבילת מניות גדולה. השפעות אלו מתעצמות ככל שהחברה גדולה יותר. בנוסף, ניתן להסביר הפרמיה השלילית במתן הנחה לרוכש אשר עליו מוטלת יצירת השיפור התפעולי בחברה ("כפיית ניהול יעיל"), לאחר שהשוק כבר גילם את שווי ההתייעלות במחיר הבורסאי.

בהקשר זה נזכיר ממצא מעניין ממאמרם של Barclay, Holderness & Sheehan (2001), בו מושווית הפרמיה בעסקאות העברת אגד גדול של מניות (5% ומעלה) בארה"ב בין הקצאות פרטיות ועסקאות אחרות. הפרמיה הממוצעת היתה שלילית בשעור 19% בהקצאות הפרטיות וחיובית בשעור 11% בעסקאות הרגילות. במונחי שעור משווי החברה היוותה הפרמיה -3.7% בהקצאות הפרטיות ו-3% בעסקאות הרגילות.

מבין המדינות במדגם, יפן הינה המדינה היחידה בה הפרמיה הממוצעת בעסקאות העברת השליטה היתה שלילית, בשעור -4% משווי החברות. פרמיה שלילית נצפתה ב-16 מתוך 21 העסקאות. נראה כי תוצאות אלו קשורות במבנה השליטה באמצעות החזקות הדדיות בין חברות (Cross Ownership) המאפיין

את הסביבה העסקית היפנית. כאמור, משמעות סביבת החזקות ההדדיות הינה כי כולם שולטים אך אף אחד לא שולט. במצב זה, עסקאות "שליטה" אינן בהכרח מייצגות העברת שליטה בפועל ולפיכך אינן מתומחרות בפרמיה.

בנוסף, נראה כי הפרמיה השלילית על השליטה עשויה להיות דומה רעיונית לניכיון (דיסקאונט) חברות החזקה. ניכיון זה מופיע במקרים רבים, בהם שווי חברת החזקות נמוך ממצרף שווי הפורטפוליו בו היא מחזיקה. זאת, שכן המשקיעים האחרים בחברות המוחזקות נהנים מטיב הניהול, ומשקפים זאת בערכה של החברה המוחזקת. עם זאת, הם אינם נושאים בעלות הניהול של חברת החזקות ובחבויית המס שלה ואף נהנים מחופש בבחירת תמהיל ההשקעות (דהיינו, הם אינם מחויבים למכלול הפורטפוליו של חברת החזקות). ככלל, ככל שהפורטפוליו סחיר יותר, כך אמור ניכיון חברות החזקה להיות גבוה יותר, שכן למשקיעים האחרים קיימים הגישה הישירה והמידע.

ד. מרבית הפרמיות הגבוהות נצפו במדינות בהן שווי השוק הכולל בבורסה המקומית נמוך יחסית. כך, פרמיה ממוצעת גבוהה מ-10% נצפתה בתאילנד וישראל (סביבה משפטית אנגלית), בפיליפינים, פרו, צילה, פורטוגל, ארגנטינה, קולומביה, ונצואלה, מקסיקו, תורכיה, איטליה וברזיל (סביבה משפטית צרפתית).

באיטליה נצפתה פרמיה ממוצעת של כ-37% משווי החברה בעסקאות העברת שליטה וכ-29% במניות נסחרות בעלות זכויות הצבעה שונות. פרמיה זו משקפת קיטון בהשוואה לממצאי מאמרו של Zingales (1994), במסגרתו נבחנו כל החברות להן שני סוגי מניות באיטליה¹ בשנים 1987-1990 ונמצא כי פער של 90% בין סוגי המניות המשקף כ-60% משווי החברה². Zingales מסביר ממצאים אלה בשני גורמים עיקריים:

- חוסר אפקטיביות של המערכת המשפטית במניעת עושק המיעוט;
- תחרות גבוהה על שליטה בשל מבנה החזקות במדינה, המורכב מבעלי מניות גדולים רבים בכל חברה ולא מבעל מניות גדול אחד (קבוצת שליטה), כמקובל במרבית המדינות.

4.4 גורמים המשפיעים על ערך השליטה הנצפה

מבנה הסביבה המשפטית בה פועלת החברה (אשר משמעותה לעניין זה הינה הגנה על משקיעים במסגרת החוק), משפיע על גובה הפרמיה בין המדינות. במקביל, ניתן למנות ששה גורמים עיקריים המשפיעים על פרמיות זכויות ההצבעה בסביבה משפטית נתונה. גורמים אלה מבטאים את ההסתברות להחלפת שליטה וכך את שווי השליטה עצמה

¹ כשליש מהחברות שנסחרו בבורסת מילאנו באותו מועד, כ-57% משווי השוק הכולל של החברות הנסחרות בבורסה.

² בניכוי דיבידנדים עודפים להן זכאיות המניות הנחותות ("מניות חסכון", נטולות כל זכויות הצבעה).

ככל שההסתברות להחלפת שליטה גבוהה יותר ושווי השליטה עצמו גבוה יותר, כך הפרמיה גבוהה יותר). להלן הגורמים העיקריים כאמור:

א. החזקות בעלי שליטה בהון

ככל שהחזקות בעלי השליטה בהון גדולות יותר, הרי שההסתברות למאבקי שליטה קטנה. הדבר נכון בעיקר כאשר בעלי השליטה מחזיקים בלמעלה מ-50% מאמצעי השליטה. ככל שהחזקותם גדולה יותר מ-50% אזי יכולת התמרון שלהם גדלה, ולפיכך ההסתברות להחלפת שליטה קטנה.

עם זאת, בין סביבות משפטיות (במדגם בינלאומי) תהא התוצאה הפוכה, שכן, ככל שלמדינה הגנה חלשה יותר על המשקיעים, כך פוחת הביקוש להשקעה במניות מיעוט.

כתוצאה מכך, ככל שלמדינה תהא הגנה חלשה יותר על משקיעים, החזקות בעלי שליטה בהון יהיו גדולות יותר ופרמיית השליטה תהיה גבוהה יותר.

ב. ריכוזיות בין קבוצות בעלי ענין

פרמטר משלים לבחינת יציבות השליטה הינו מידת פיזור מניות המיעוט. ככל שריכוזיות המניות אצל בעלי מניות המיעוט נמוכה יותר, הסכנה הנשקפת לבעלי השליטה נמוכה יותר. ריכוז שיעור משמעותי מזכויות ההצבעה בידי יותר מאשר קבוצה אחת, חושף את החברה לפוטנציאל של החלפת שליטה בעתיד וגורם לעלייה בפרמיה (כך גם מוסברת פרמיית השליטה הגבוהה העולה מהתצפיות באיטליה אשר נסקרו לעיל).

התארגנות או החזקה משמעותית של מיעוט תחייב התייחסות אליו בתהליכי קבלת ההחלטות וכן תקנה לו זכות להגנה. עם זאת, לא בכל מערכות המשפט קיימות הגנות משמעותיות על בעלי מניות המיעוט, ועל כן השפעת גורם זה משתנה בהתאם לסביבה המשפטית בה פועלת החברה.

ג. גודל החברה

לגודל החברה השפעה שלילית על פרמית השליטה. ככל שהחברה גדולה יותר אזי יש צורך במשאבים גדולים יותר לצורך ההשתלטות, ומכאן שההשפעה לגודל הפרמיה הינה ביחס הפוך, אם כי גודל החברה אינו משפיע ליניארית על גובה הפרמיה¹. כמו כן, סביר כי טובות ההנאה הפרטיות אותן ניתן לצרוך אינן עולות ביחס ישר עם גודל החברה.

ד. סטיית התקן של המניה

סטיית התקן קשורה לסחירות, לגודל החברה ולרמת הסיכון שלה. ככל שהחברה מסוכנת יותר וסטיית התקן גבוהה יותר, לשליטה משמעות רבה יותר והפרמיה בגינה תגדל.

¹ ראו ברונפלד והראל (1991).

ה. יחס אי השוויון בהצבעה

יחס אי השוויון בוחן את השוני בזכויות ההצבעה וההון בין סוגי המניות השונים של החברה ומחושב כיחס חלק המניות העדיפות בהצבעה לחלקן בהון. היחס הוגדר בגרסאות שונות על ידי החוקרים השונים, אשר הגיעו בסופו של דבר למסקנה, כי קיים קשר חיובי בינו לבין פרמית השליטה. כך (Levy, 1982), (Horner (1988 וברונפלד-הראל (1991), אם כי, ממחקרם של האחרונים עולה, כי תרומת יחס זה לפרמיית השליטה הינה קטנה יחסית.

ו. מהירות מחזור המניות הנסחרות

עזרא (1992) ניסה לבחון מדד משופר למדד נפח המסחר שהוצע על ידי Lease, (1983) McConnell & Mikkelson, אשר בוחן את הקלות בה ניתן להשיג שליטה על ידי רכישת המניות העדיפות בשוק. ההנחה היא, כי ככל שנפח המסחר גדול יותר, פרמיית השליטה גבוהה יותר. עזרא שיפר את המדד והתחשב גם בכמות הרשומה למסחר ביחס לכמות הנסחרת בפועל ("מהירות המחזור"). ממצאיו לא נמצאו מובהקים בכל המקרים, אך במקרים בהם היו מובהקים נמצא קשר חיובי בין מהירות המחזור לפרמיית השליטה.

(1989) Barclay and Holderness חקרו אף הם עסקאות פרטיות המקנות שליטה בחברות ומצאו כי הפרמיה הממוצעת, מעבר למחירי הבורסה, מגיעה לכדי 20% ומתורגמת על פי גודל העסקאות ל-4% משווי החברות, וכי גובה הפרמיה משתנה כפונקציה חיובית של:

- גובה ההחזקות המועברות;
- גובה המנוף הפיננסי;
- שונות גבוהה של מחירי המניה;
- ביצועי החברות סמוך לעסקאות;

5. הערך הכלכלי של שליטה מניתוח עסקאות בישראל

5.1 עסקאות "טהורות" בזכויות הצבעה

להלן ינותחו עסקאות הכשרת הישוב ודלק משנת 1987, אשר במסגרתן הועברה בעלות במניות המקנות זכויות הצבעה בלבד. לצורך הנתוח נתרגם את תוצאות העסקאות למכנה משותף של סה"כ שווי זכויות ההצבעה מתוך סך שווי החברה (מתוך ראיית "עוגת" שווי החברה כמורכבת מסך כל שווי הזכויות בהון זכויות ההצבעה).

(א) עסקת הכשרת הישוב

בחודש אוקטובר 1987 רכשה קבוצת נמרודי 42.9% מההון ו-21.6% מזכויות ההצבעה בחברת הכשרת הישוב, תמורת 19.75 מליון \$, מחיר המשקף שווי של 46 מליון \$ עבור 100% מהזכויות בהון וכ- 50% מזכויות ההצבעה¹.

בפברואר 1988 רכשה החברה את מניות היסוד של החברה, המקנות 50% מזכויות ההצבעה, תמורת 5.6 מליון \$. מעסקה זו מתקבל כי שווי השליטה מהווה כ-11%² משווי החברה.

(ב) עסקאות במניות השליטה של דלק

במהלך 1987 בוצעו שלוש עסקאות במניות העדיפות של חברת דלק, מניות שהקנו 75% מזכויות ההצבעה בחברה, ולא היקנו כל זכויות בהון. במהלך דצמבר 1990 וינואר 1991 בוצעו שלוש עסקאות נוספות במניות אלה. להלן נתוני העסקאות:

שווי סך זכויות ההצבעה משווי החברה ⁴	הסכום ששולם (מליון \$)	אחוזים בשליטה שרכשו בעסקה	שווי שוק "דלק" ³ במועד העסקה	
(%)	(C)	(B)	(A)	
6.6%	1.250	7.426%	122.2	.1
8.4%	0.441	2.623%	94.0	.2
8.4%	0.993	5.900%	94.0	.3
5.9%	0.125	0.660%	137.9	.4
5.9%	2.230	12.870%	137.9	.5
6.1%	2.480	12.870%	139.0	.6
6.1%	7.519	42.349%		סה"כ

יצוין, כי באף אחת מעסקאות אלה לא הועברה שליטה לרוכשים! ערך זכויות ההצבעה כשעור משווי החברה שהתקבל מעסקאות אלה נע בטווח 6%-8%.

¹ 19.75/42.9%=46

² 10.8% = 5.6 / [5.6 + 46] תחשיב זה, האומד את מלוא השליטה כמחירן של מניות היסוד, נכון למקרה המיוחד של הכשרת הישוב, בו הדרך היחידה להשיג שליטה הינה רכישת אותן מניות יסוד המקנות 50% מזכויות ההצבעה.

³ 100% זכויות בהון ו- 25% זכויות הצבעה.

⁴ D = ((C/B)*51%) / ((C/B)*51%+A) משמעות התחשיב – השגת שיטה באמצעות 51%. התחשיב נעשה באופן מצטבר, כך שפרמיית השליטה, בכל שלב, מסכמת את התשלומים עד אותו שלב.

בנוסף, ביטול מניות היסוד במוסדות הבנקאיים בישראל בשנת 1987 המנותח בהמשך היווה למעשה קובץ עסקאות נוספות בהן הועברה שליטה בלבד (תמורת פיצוי הונלי). אולם, עסקאות אלה נעשו במסגרת הסדרים ממשלתיים ולפיכך אינן משקפות מסחר בין קונה מרצון למוכר מרצון.

5.2 עסקאות העברת שליטה

בשנים האחרונות בוצעו מספר עסקאות במניות חברות בורסאיות, אשר במהלכן הועברה השליטה. בעסקאות אלה שולמה בדרך כלל פרמיה נכבדה, מעבר למחיר השוק כפי שנגזר ממחירי המסחר בבורסה. להלן ננתח את הפרמיה שהתקבלה בעסקאות אלה. בהקשר זה נדגיש שנית, כי קיים קושי רב בבידוד רכיב השליטה הגלום בפרמיה, משום שהפרמיה עשויה לכלול מחד תשלום בשל הערכת שווי חברה העולה על השווי בבורסה (בפרט בתקופת השפל בבורסה מאז 1994), תשלום בשל יתרונות סינרגטיים והשפעות חיוביות אחרות. מנגד, היא עלולה לגלם בתוכה ניכיון בגין מגבלת סחירות והשפעות שליליות אחרות.

מנתוח עסקאות שנערכו בישראל בעת האחרונה (ראו נספח א') עולה כי הפרמיה ששולמה במסגרת עסקאות אלה, אשר בחלקה בלבד משקפת שליטה, נאמדת בטווח רחב של 6%-22% מערך החברה.

5.3 מודל טברסקי-רוזן להערכת שווי שליטה

עד לקבלת תיקון 11 לחוק ניירות ערך בשנת 1991, רווחה בישראל, כאמור, התופעה של חברות בעלות מספר סוגי מניות, הנבדלות זו מזו בזכויות ההצבעה שהן מקנות.

תיקון מס' 11 לחוק ניירות ערך קבע, כאמור, שחברות המבקשות להציע מניותיהן למסחר בבורסה, תוכלנה להנפיק רק את המניות בעלות זכויות ההצבעה העדיפות. התיקון עודד השוואת זכויות הצבעה בין סוגי המניות השונים, ובכך עורר את שאלת גובה הפיצוי הראוי, אם בכלל, לבעלי המניות העדיפות, בעת ויתור על זכויות ההצבעה. נושא השוואת זכויות ההצבעה כשלעצמו ידון בחלק הבא. לענייננו, מודל טברסקי-רוזן (1991), שיידון להלן, עשה שימוש בזכויות הצבעה שונות כדי למדוד שווי שליטה.

מודל טברסקי-רוזן מבקש להגדיר ולכמת את שווי שליטה. השליטה מוגדרת כיכולת לקבל החלטות אשר יקבעו את מטרות החברה, האסטרטגיה שלה, אופן ניהולה וכדומה. כלומר, המודל יוצא מההשפעות החיוביות של שליטה – כפיית הניהול היעיל. במודל זה שווי השליטה מוגדר כשעור משווי החברה, וממנו נגזרת הפרמיה הסבירה למנייה העדיפה. את שווי השליטה, לעניין זה, ניתן לאמוד כהפרש בין המחיר אותו מוכן קונה לשלם עבור 50.01% מזכויות ההצבעה לעומת 49.99% מהן. על פי טברסקי-רוזן, ערך השליטה בישראל בתחילת שנת 1990, מתוך ניתוח שערי מניות בסוף 1986 ובסוף 1990 ומניתוח עסקת נמרודי-הכשרת הישוב, מסתכם בכ- 15% מהשווי הכולל של החברה. נציין, כי המודל התבסס על נתונים פיננסיים ישנים יחסית, וכי פרמיית

השליטה שנקבעה בעסקאות מאוחרות יותר הייתה במגמת ירידה (כפי שהודגם לעיל ויודגם להלן).

בסופו של דבר, המודל המוצע משתמש בפרמיה המשתקפת במחירי המסחר בבורסה בין מניות בעלות זכויות הצבעה שונות. טברסקי ורוזן משתמשים בשתי גישות: הגישה המינימליסטית – בדיקת הפרמיה המינימלית הנדרשת בכדי להשיג שליטה בחברה (כלומר, השגת 50% בדיוק מזכויות ההצבעה, בדרך כלל באמצעות רכישת מניות עדיפות בלבד).

הגישה המקסימליסטית – חישוב כל הפרמיה הגלומה במחירי המניות העודפות (כלומר, רכישת כל המניות העדיפות).

על אף שהמודל ניסה למדוד ישירות את ערכה של "השליטה" מתוך ערך החברה בכללותו, הרי שבפועל, "ערך שליטה" הינו השווי העודף של המניות העדיפות על המניות הנחותות (להלן - "הערך העודף") על פי הנוסחה הבאה:

$$\text{ערך עודף של המניות העדיפות} = \frac{P_1 \times Q_1 + P_2 \times Q_2}{P_2 \times (Q_1 + Q_2)}$$

כאשר:

P 1 - מחיר המניה העדיפה.

P 2 - מחיר המניה הנחותה.

Q 1 - כמות מניות עדיפות.

Q 2 - כמות מניות נחותות.

מחישוב גובה פרמיית השליטה $(P_1 - P_2)/P_2$ בשנים 1992-2004 עבור חברות שמניותיהן נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, ואשר להן שני סוגי מניות נסחרות, עולה כי הפרמיה הממוצעת של המניות העדיפות אשר נגזרת ממחירי מניות ממוצעים בשנים 1992-2004 עמדה על כ- 13%, וזאת בהשוואה לפרמיה ממוצעת בשעור כ-105% ב-31/12/1986 וכ-63% ב-31/1/1990, אשר משמעותם (במונחי שווי חברה – לשיטת טברסקי) היה כ-27.4% ו-16.9% משווי החברה, בהתאמה (ראו נספח ד').

יתרונה של השיטה המוצעת על ידי טברסקי ורוזן הוא בכך, שהיא עוסקת ישירות בבעיה, מגדירה מהו שווי שליטה ומכמתת אותו. יחד עם זאת, לשיטה נחשבת לשנויה במחלוקת, עקב חסרונותיה אשר חלקם מובא להלן:

א. המודל הינו כוללני ואינו מתייחס כלל לגודל החברה ולאופן פיזור ההחזקות בין בעלי מניות שאינם בעלי שליטה, משתנים אשר עשויים להשפיע באופן מהותי על שווי השליטה בחברה.

ב. המודל מתבסס על נתונים ישנים למדי, אשר נאספו בשלהי שנות ה-80. ניתוח נתונים מאוחרים יותר בשוק ההון מצביע על כך, שהפרמיה בגין השליטה הינה

במגמת ירידה, ולכן לא ניתן עוד להתבסס על נתונים אלה ועל הממצאים העולים מהם.

ג. השיטה מתבססת על הגדרה שרירותית לשווי השליטה ולכן אינה ניתנת להוכחה אמפירית, כמו כן לא ניתן נימוק משכנע לבחירה בגישה המקסימליסטית.

ד. הפיזור הרחב של התצפיות שנמדדו סביב הממוצע מחליש את תקפות האומדן (חוסר מובהקות סטטיסטית).

6. מניות בעלות זכויות הצבעה וזכויות הונות שונות

6.1 תיקון 11 לחוק ניירות ערך

הצורך במגוון צירופי בעלות ושליטה עורר דיון ציבורי ער וממושך. מחד, מגוון של צירופי שליטה ובעלות עשוי לענות על הביקושים וההעדפות של המשקיעים השונים ולאפשר שליטה על פני זמן. מאידך נטען, כי השונות בין שליטה ובעלות גוררת גם זיקה שונה לנכסי החברה ומהווה פתח לניצול לרעה ופגיעה בתפקוד החברות הציבוריות והבורסה.

בישראל הוכרע הדיון באמצעות תיקון 11 לחוק ניירות ערך¹, אשר קבע, כאמור, כי כל הנפקת מניות נוספת בחברה בה קיים יותר מסוג מניות אחד, תעשה במניות העדיפות ביותר בזכויות הצבעה. מטרת התיקון בחוק היתה להביא לכך שבטווח הארוך, מבנה ההון בכל חברה יהיה על בסיס "מניה אחת = קול אחד" (One Share, One Vote), ועל ידי כך להביא לסגירת הפער בין שעור הבעלות של המשקיע בהון לבין שעור זכויותיו בהצבעה.

כפי שניתן לראות בנספחים ג' ו-ד', מאז החלת תיקון 11 לחוק ניירות ערך בחרו חברות רבות בדרך של השוואת זכויות הצבעה. בשנת 1989 נסחרו בבורסה לניירות ערך בת"א מניותיהן של כ-80 חברות להן לפחות שני סוגי מניות נסחרות בעלות זכויות הצבעה שונות. בשנת 2004 נותרו 11 חברות בלבד. יחד עם זאת, מספר חברות, ובהן אפריקה ישראל להשקעות בע"מ והבנק הבינלאומי הראשון בע"מ, העדיפו להנפיק את המניות בעלות זכויות הצבעה העדיפות, במקום להשוות את זכויות המניות עובר להנפקה. כפי שנראה להלן, מחירי המינימום של ההנפקה שיקפו, בין היתר, פיצוי עבור זכויות הצבעה עודפות ביחס למחירי המניות הנחותות בזכויות הצבעה.

מאחר והנפקות אלה כללו חבילת ניירות ערך (מניות, אופציות וכו'), יש לאמוד את מחיר המניה בחבילה באמצעות פיצול התמורה המינימלית בהנפקה למרכיבי החבילה, כדלקמן:

הנפקת מניות הבנק הבינלאומי הראשון בע"מ

הון המניות של הבנק הבינלאומי כולל שני סוגי מניות:

א. מניות בנות 5 ש"ח ע.ג., הנחותות בזכויות הצבעה, אשר נסחרו בבורסה והקנו למחזיקים בהן, טרם ההנפקה, 64.65% בהון ו-26.78% בזכויות הצבעה.

ב. מניות בנות 1 ש"ח ע.ג., אשר לא נסחרו, והיקנו למחזיקים בהן 35.35% בהון ו-73.22% בהצבעה.

ביום 11.12.1992 פרסם הבנק תשקיף להנפקת חבילת מניות ואופציות לציבור ולעובדי הבנק. המניות שהונפקו על ידי הבנק היו, בהתאם להוראות התיקון לחוק, מניות בנות 1 ש"ח ע.ג., דהיינו, המניות העדיפות בזכויות הצבעה.

עם ההנפקה, קטנה החזקת בעלי השליטה מ-79.96% בזכויות הצבעה ו-51.62% בזכויות בהון, לאחזקה של 66.71% בזכויות הצבעה ו-47.10% בזכויות ההון. כלומר, במקרה זה, גם לאחר ההנפקה, לא נוצר לבעלי השליטה כל חשש מאובדן

¹ תחולת תיקון 11 מיום 4 ביולי 1991.

שליטה וההסתברות להחלפת שליטה נותרה נמוכה, וזאת, תוך שבעלי השליטה השיגו סחירות למניותיהם מסוג 1 ש"ח ע.נ.. המחיר האפקטיבי למניה בת 1 ש"ח ע.נ., על פי נוסחת החישוב שנקבעה בהנחיות הבורסה וכפי שנכלל בתשקיף, היה 355.5 ש"ח. שער הסגירה בבורסה של מניה בת 5 ש"ח ע.נ. של הבנק ביום 9.12.1992 היה 336.54 ש"ח, ולפיכך המחיר האפקטיבי בתשקיף שיקף פרמיה של כ- 5.6% מעל לשווי המניות הנחותות (הפרמיה ביחס לשער הממוצע בשבוע שקדם לפרסום התשקיף היתה כ- 7.0%). יצוין, כי ביום 16.12.1992, ערב פתיחת רשימת החתימות לציבור, שיקף המחיר האפקטיבי דלעיל פרמיה של כ- 2.6% בלבד מעל לשווי המניות הנחותות על פי שער הסגירה.

הנפקת מניות אפריקה-ישראל להשקעות בע"מ
ביום 11.11.1994 פרסמה חברת אפריקה-ישראל להשקעות בע"מ תשקיף להנפקת מניות, כתבי אופציה ואג"ח המירות. טרם ההנפקה נסחרו בבורסה לניירות ערך בתל-אביב שני סוגי מניות של החברה: מניות בנות 0.1 ש"ח ע.נ., העדיפות בזכויות הצבעה, ומניות בנות 1 ש"ח ע.נ., הנחותות בזכויות ההצבעה. חברת אפריקה-ישראל בחרה להנפיק את המניות העדיפות בנות 0.1 ש"ח ע.נ. ולא לבצע הליך של איחוד הון טרם ההנפקה.

הסתמכות על המחיר האפקטיבי של המניה אשר נכללה בחבילה, בהתאם להוראות הבורסה לניירות ערך וכפי שנכלל בתשקיף, הינה בעייתית, מאחר והחישוב מתעלם משווי האופציה הגלומה באגרת החוב להמרה.

עם זאת יצוין, כי שווי המניה העדיפה ביום 9.11.94, אשר שימש בסיס לחישובי המחיר האפקטיבי של כתבי האופציה על פי התשקיף, שיקף פרמיה של 7.9% מעל לשווי המניות הנחותות על פי שערי הסגירה לאותו תאריך (הפרמיה המשתקפת בשערים הממוצעים בשבוע שקדם לפרסום התשקיף היתה 9.5%).

כמו כן, ביום 16.11.94, ערב פתיחת רשימת החתימות לציבור, שיקף שער המניות העדיפות פרמיה של כ- 10.2% על שער המניות הנחותות בזכויות ההצבעה. למען השלמת התמונה יצוין כי בשנת 2003 ביצעה חברת אפריקה-ישראל מהלך של השוואת זכויות הצבעה (במסגרתו לא ניתן כל פיצוי לבעלי המניות העדיפות).

6.2 התנהגות מחירי מניות בעלות זכויות הצבעה שונות

כאמור, קיומן של מניות בעלות זכויות הצבעה שונות אינו מעיד כשלעצמו על מעמד של שליטה או מעמד של מיעוט בקרב מחזיקי המניות, אך מצמצם את ההשקעה הנדרשת כדי להגיע למעמד שליטה. לפיכך, המניות בעלות זכויות ההצבעה העודפות מבוקשות במסגרת מאבקי שליטה או במסגרת ניסיון להגיע לשליטה. בתוך כך, התנהגות מחירי המניות בבורסה על פני זמן ובין חברות שונות הנסחרות בבורסה, כמו גם התנהגות

מחירי המניות במסגרת תהליך השוואת הזכויות עשויים להאיר מעט את הסוגיה של שווי השליטה.

למעשה, אנו מנסים לאמוד את הפער בין שערי המניות העדיפות לבין שערי המניות הנחותות בזכויות ההצבעה (להלן - "הפרמיה" או "פרמית השליטה") ולפיה לגזור את שווי השליטה בחברה הנבחנת.

יש מקום לבחון את התנהגות מחירי המניות בתקופה שלפני תיקון 11 לחוק ניירות ערך (היינו, לפני שנת 1991). במהלך תקופה זו ניתן היה לשמור על שליטה ביתר קלות, שכן לא הייתה מניעה חוקית להנפקת המניות הנחותות בזכויות ההצבעה, ועל כן לפיכך, פוטנציאל החלפת השליטה היה נמוך יחסית. מאידך, לאחר תיקון 11 לחוק ניירות ערך, בעלי מניות הרוב "שבויים" בידי בעלי מניות המיעוט, ולכן ערך זכויות ההצבעה העודפות שבידיהם קטן.

במחקרם של ברונפלד-הראל נאמדה פרמית שליטה ממוצעת של כ-53% (!) במדגם של 67 חברות אשר מניותיהן נסחרו בשנת 1989 (למעשה חושב הממוצע על בסיס ארבע תצפיות לכל מניה, במועדים 12/88, 6/89, 8/89 ו-1/90). חשוב עוד לציין כי בכל המדגם האמור לא נמצאה ולו מניה עדיפה אחת עם פרמיה שלילית. משמע, שוק המניות ככלל ייחס ערך כלכלי חיובי מובהק לזכויות ההצבעה העודפות בתקופה שלפני תיקון 11 לחוק ניירות ערך.

המסקנה מנתונים אלה היא, כי במספר רב של מקרים ועל פני תקופות ארוכות, התקיים שווי כלכלי לזכויות הצבעה עודפות, וזאת באופן חד משמע ובמובהקות סטטיסטית ברורה, גם בחברות בהן החזקות בעלי השליטה הינן בשעור המקנה שליטה בדרגה גבוהה (המאפיינת את השוק בישראל). חיזוק לממצא זה ניתן למצוא בעבודתו של עזרא (1992), שהביא דוגמאות למחקרים בנושא, אשר נערכו במדינות אחרות:

- Lease, McConnel & Mikkelson (1983) בחנו את פרמית השליטה בחברות הנסחרות בבורסה בארה"ב במהלך השנים 1940-1978. במדגם, שכלל 30 חברות להן שני סוגי מניות סחירות, שנבדלו ביניהן בזכויות ההצבעה, נמצא, כי מחיר המניה העדיפה בזכויות ההצבעה היה גבוה באופן מובהק ממחיר המניה הנחותה.

- Horner (1988) בחן את התנהגות מחירי המניות, הנבדלות בזכויות ההצבעה בבורסה בשוויץ בין השנים 1973-1983 ומצא, כי מחיר המניות העדיפות בזכויות ההצבעה היה גבוה באופן מובהק ממחיר המניות הנחותות, אם כי במשך השנים הצטמצם פער מחירים זה.

מבדיקת הפרמיה במחירי המניות בשנים 1992-2004 בכל החברות ששני סוגי מניותיהן נסחרו בבורסה, עולה שאמנם על פני זמן ירדה הפרמיה, אך עם זאת נותרה בדרך כלל חיובית וגבוהה מ- 10% בממוצע (פירוט הממצאים בנספח ד' להלן) להלן ריכוז תוצאות הבדיקה:

<u>שנה</u>					
פרמיה חיובית ממוצעת בין שני סוגי המניות	שעור תצפיות שליליות	מספר תצפיות שליליות	פרמיה ממוצעת בין שני סוגי המניות	מספר חברות בעלות שני סוגי מניות נסחרות	
<u>לפני תיקון 11 לחוק ניירות ערך</u>					
					31/12/1986 - מודל
105.1%	0%	0	105.1%		טברסקי-רוזן
					1989 - מודל
53.0%	0%	0	53.0%	80	ברונפלד-הראל
<u>אחרי תיקון 11 לחוק ניירות ערך</u>					
19.9%	0%	0	19.9%	32	1992
19.3%	3%	1	18.7%	32	1993
13.0%	6%	2	12.1%	32	1994
14.7%	0%	0	14.7%	31	1995
13.1%	7%	2	12.1%	30	1996
16.0%	7%	2	14.5%	28	1997
18.8%	7%	2	17.3%	27	1998
21.4%	8%	2	20.4%	24	1999
16.5%	32%	7	8.7%	22	2000
20.7%	40%	8	9.5%	20	2001
15.1%	28%	5	7.2%	18	2002
19.1%	21%	3	12.8%	14	2003
7.2%	18%	2	4.8%	11	2004
<u>16.5%</u>			<u>13.3%</u>		ממוצע 1992-2004

כלומר, עולה כי לזכויות הצבעה עודפות קיים שווי כלכלי, אשר מוצא ביטוי בעובדה שבשוק ההון מחירן של מניות בעלות זכויות הצבעה עדיפות גבוה ממחירן המניות הנחותות בזכויות הצבעה. ממצא זה נכון לגבי מספר רב של חברות ועל פני תקופה ארוכה, הן לפני חקיקת תיקון 11 לחוק ניירות ערך והן לאחריו. עם זאת, בשנים שלאחר תיקון 11 הולך וגדל שעור התצפיות השליליות מסך החברות בעלות שני סוגי מניות. לדוגמא, בשנת 2001 נסחרו בפרמיה שלילית מניותיהן העדיפות של 8 מתוך 20 חברות בעלות שני סוגי מניות בבורסה בת"א. נראה כי תוצאה זו עקבית עם הטענה כי תיקון מס' 11 הוציא את מרבית השווי מהמניות בעלות זכויות הצבעה העודפות.

7. השוואת זכויות הצבעה

7.1 שיקולים בקביעת הפיצוי בהשוואת זכויות הצבעה

במהלך השנים האחרונות עברו עשרות חברות בישראל תהליכים במסגרתם הושאו זכויות ההצבעה במניות מסוגים שונים. במרבית המקרים נדרשה השוואת זכויות ההצבעה כמהלך מקדים לגיוס הון בבורסה (שכן, כאמור, תיקון 11 אסר על הנפקת המניות הנחותות). בנסיבות אלו, תהליך השוואת הזכויות נכפה על ידי המחוקק עקב פוטנציאל ניגודי העניין הנובע מהפער שבין זכויות ההצבעה (שליטה) וההון (תזרים). עקב כפיית התהליך ע"י גורם חיצוני נאלצים, למעשה, בעלי זכויות ההצבעה העודפות לוותר על זכויותיהם העודפות, שלא במסגרת חליפין הנערכים מתוך בחירה חופשית, בתמורה שתתקבל מבעלי המניות בעלי זכויות הצבעה נחותות. התמורה (או הפיצוי) מתקבלת בפועל על ידי הנפקת מניות נוספות לבעלי המניות ה"עדיפות", וכתוצאה גדל חלקם בהון.

"עסקה" זו בין בעלי המניות, כאשר קבוצה אחת מעבירה (מוכרת) זכויות הצבעה עודפות וקבוצה אחרת מקבלת זכויות אלה ועלולה לשלם בהון, יוצרת מפגש של חוסר רצונות. בעלי זכויות ההצבעה העודפות התעניינו מראש במניות אלה עקב רצונם לשלוט. ומאידך, בעלי המניות הנחותות, גופים מוסדיים בעיקר, רכשו מניות אלה עקב חוסר רצונם לעסקו בניהול ובשליטה בחברה.

הערכת גובה הפיצוי נועדה לקבוע את מחיר שווי המשקל התיאורטי בין קונה מרצון ומוכר מרצון. בקביעת פיצוי נכון, הצדדים אינם אמורים להיפגע או להנות, מבחינה כלכלית, מתהליך ההשוואה. נתוני הבורסה, לפיהם המניות בעלות זכויות הצבעה עודפות נסחרות בפרמיה בהשוואה למניות בעלות זכויות ההצבעה הנחותות, וזאת באופן עקבי, הן בין חברות והן על פני זמן, מעידה על שוויון של אלה. עדות זו לקיומו של השווי גוזרת את הדרישה לפיצוי.

בעקבות התהליך הטכני של השוואת זכויות הצבעה יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה שיעור זהה של זכויות בהון ובהצבעה. בתהליך השוואת הזכויות משתנה ההחלטה הוא גובה הפיצוי באמצעות הגדלת הון לבעלי זכויות ההצבעה העודפות עבור הקיטון בזכויות ההצבעה שלהם. בנספח ג' מצורפות התוצאות של עשרות איחודי הון שנעשו בבורסה לניירות ערך בתל אביב. מתוך הטבלה ניתן לראות חוסר אחידות בגובה הפיצוי בין חברות שונות, לרבות מספר רב של איחודי הון ללא פיצוי, וכן ירידה משמעותית בגובה הפיצוי באיחודי הון שבוצעו במהלך השנים האחרונות.

להערכתנו, הירידה בגובה הפיצוי לאורך זמן, נובעת מהקשחת מדיניות הגופים המוסדיים, המהווים את עיקר הכוח של המשקיעים שאינם בעלי שליטה בחברות. המשקיעים המוסדיים (חברות ביטוח, קופות גמל, קרנות נאמנות וכ"ו) התנגדו למתן פיצוי גבוה לבעלי השליטה במרבית המקרים. לאור העובדה, שתהליך השוואת הזכויות ביסודו ובעיקרו הוא הסכם (או עסקה) בין בעלי מניות, הרי שההחלטה נתונה בסופו של דבר בידי בעלי המניות. במקרים הבודדים בהם ההחלטה בדבר גובה הפיצוי בגין אובדן

זכויות ההצבעה העודפות הועברה להכרעת בתי משפט (לדוגמא מקרה כבלי ציון¹), התקשו אלה, באופן טבעי, להכריע בנושא.

ניתן להזכיר גם את הסדר המניות הבנקאיות בישראל משנת 1987, במסגרתו בוטלו מניות היסוד בנקים. במהלך השוואת הזכויות כאמור, איבדו בעלי השליטה בבנקים את שליטתם, ועל כך קיבלו פיצוי במניות המקנות להם זכויות נוספות בהון. להלן סיכום החזקות בעלי השליטה בהון ובהצבעה בארבעת הבנקים בהם בוצע תהליך השוואת הזכויות, לפני ההסדר ואחריו:

לפני ההסדר	אחרי ההסדר	לפני ההסדר		אחרי ההסדר	
		% בהון	% בהצבעה	% בהון	% בהצבעה
בנק הפועלים	בנק הפועלים	0.11	50.06	3.12	6.41
בנק לאומי	בנק לאומי	1.96	75.49	4.97	4.27
בנק המזרחי	בנק המזרחי	0.03	50.02	3.04	6.41
בנק דיסקונט	בנק דיסקונט	6.15	26.85	9.15	16.95

בנק הפועלים - עד לחתימת הסכם בדבר השוואת זכויות ההצבעה בבנק הפועלים החזיקה חברת העובדים ב-100 מניות יסוד, אשר הקנו לה 50% מזכויות ההצבעה בכל נושא, פרט לחלוקת רווחי הבנק. מניות היסוד לא הקנו לחברת העובדים כל זכויות בהון. במסגרת ההסדר המקיף להחזקה במניות הבנקים בישראל נחתם הסכם בין בעלי המניות, לפיו ויתרה חברת העובדים על זכויות ההצבעה המיוחדות שלה, ובתמורה לכך קיבלה 3% מהון המניות של הבנק. פיצוי זה מגלם שווי זכויות הצבעה של 6.4% משווי החברה.

בנק לאומי - עד לחודש דצמבר 1991 החזיק אוצר התיישבות היהודים בע"מ במניות הצבעה מיוחדות, אשר ייצגו 1.936% מזכויות ההון ו-75.48% מזכויות ההצבעה בבנק. ביום 12.12.91, לאחר משא ומתן שנמשך מספר שנים, נחתם הסכם לפיו קיבלה אוצר התיישבות היהודים בע"מ 3% מהון המניות של הבנק בתמורה לויתורה על זכויות ההצבעה המיוחדות שלה. פיצוי זה מגלם שווי זכויות הצבעה בשעור של 4.3% משווי החברה.

גם לגבי **בנק המזרחי** ו**בנק דיסקונט** נקבע פיצוי בשעור 3% מהון המניות של הבנק לבעלי השליטה בתמורה לויתור על מניות השליטה. פיצוי זה מגלם שווי זכויות הצבעה בשעור של כ-6.4% ו-17% משווי החברה, בהתאמה.

בכל המקרים השוואת הזכויות התבצעה אמנם בין מניות יסוד/הנהלה למניות רגילות, אך השליטה עברה בפועל מבעלי השליטה למדינה.

¹ ת"ה 9465/91 לאומי פ"א, חברה לניהול קרנות נאמנות בע"מ נ' חברת כבלי ציון מפעלים מאוחדים בע"מ, פ"מ תשנ"ב (1) 485.
² $6.41 = (3.12 - 0.11) / (0.5 - 0.0312)$

לסיכום, שווי סה"כ זכויות ההצבעה המתקבל מעסקאות אלה נע בטווח רחב יחסית של 4%-17% משווי החברה. יחד עם זאת יודגש, כי על אף שבעסקאות אלה הועברה שליטה, הרי שמדובר בעסקאות שלא במסגרת הנורמטיבית של "קונה מרצון" מ"מוכר מרצון", ועל כן אינן משקפות את שווי השליטה בשוק החופשי בצורה אופטימלית.

7.2 מודלים להערכת שווי זכויות ההצבעה

המודל האמפירי אשר הוצע על ידי ברונפלד-הראל (1991), ניסה להסביר באמצעות שימוש בכלים סטטיסטיים (רגרסיה), את השונות בשעורי הפרמיה המיוחסת למניות בעלות זכויות הצבעה עודפות על פי מחירי אותן מניות בבורסה, כאשר המשתנים המסבירים אמורים להיות אותם משתנים אשר מיוחסת להם השערה בדבר השפעה על שווי השליטה או על סיכוי מימוש שליטה באמצעות זכויות ההצבעה העודפות.

לפי השערת ברונפלד-הראל שעור הפרמיה תלוי במספר משתנים :

A- החזקות בעלי השליטה בהון (באחוזים) - ככל שסך החזקות בהון של קבוצת השליטה העיקרית גבוה יותר, יש לצפות לפרמיה נמוכה יותר עבור מניות בעלות זכויות הצבעה עודפות.

B- גודל החברה - גם כאן, הקשר הצפוי בין גודל החברה לבין שעור הפרמיה הינו שלילי, היינו, יש לצפות לפרמיה נמוכה יותר (ב-%) ככל שהחברה גדולה יותר.

C- סטיית התקן של המניה הנחותה - ככל שאי הוודאות הכרוכה בפעילות החברה רבה יותר (היינו, סטיית התקן תהא גדולה יותר) כן תגדל הפרמיה עבור מניות השליטה כביטוי לשווי השליטה ויכולת ההשפעה על פעילות החברה.

D- "יחס אי השוויון בהצבעה" - משקלן של המניות העדיפות בהצבעה, מחולק במשקלן בהון. מובן, שככל שיחס זה גדול יותר, יש לצפות לפרמיה גבוהה יותר שכן ניתן להשיג שליטה ולשמר אותה בהשקעת הון נמוכה יותר.

ההשערה התקבלה באמצעות שתי משוואות מובהקות סטטיסטית, כאשר הראשונה בעלת שלושה משתנים מסבירים (A-C) והשנייה בעלת ארבעה משתנים מסבירים (A-D), כדלקמן :

$$I \quad 1 + \text{שעור הפרמיה} = 2.65 - 1.06A + 0.16B + 0.15C$$

$$II \quad 1 + \text{שעור הפרמיה} = 2.35 - 1.15A - 0.14B + 0.15C + 0.17D$$

כפי שניתן לראות, מודל ברונפלד-הראל אינו מתעמת עם הגדרת המושג "שליטה" או עם הערכת שוויה הכלכלי. המשתנה המוסבר באמצעות המודל הינו הפרמיה שמשלם השוק עבור המניות בעלות זכויות ההצבעה העודפות ביחס למניות הנחותות. במובן זה, המודל נוגע ישירות לנושא שבפנינו - פיצוי עבור אובדן זכויות הצבעה עדיפות. יתרונו הוא בכך, שהוא

מתבסס על כלי סטטיסטי מוכר ועל מדגם חברות רחב למדי ביחס לשוק ההון הישראלי – 67 חברות מתוך 80 חברות אשר להן שני סוגי מניות אשר רשומים למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בשנת 1989.

תרומתו החשובה של מודל זה הינה, לדעתנו, באבחנה שהוא עורך בין שווי השליטה עצמה ובין הפוטנציאל להשפיע על השליטה. שווי פוטנציאל זה בא לידי ביטוי בפער בין שערי הבורסה של המניות העדיפות לבין שערי המניות הנחותות. המודל אינו דן ישירות בשאלת שווי השליטה.

המשתנים המסבירים במודל ברונפלד-הראל קשורים לפוטנציאל ההשפעה בעתיד. כך, למשל, יש לצפות לקשר שלילי בין החזקות בעלי השליטה בהון ובין פוטנציאל ההשפעה. זאת, כיוון שכאשר החזקות אלה גבוהות, אין בעלי השליטה צפויים להזדקק לרכישת המניות העדיפות בזכויות ההצבעה, על מנת לשמור על שליטתם. פרמטר נוסף הוא יחס אי השוויון בהצבעה. ככל שיחס זה גבוה יותר, השפעתן היחסית של המניות העדיפות גבוהה יותר, ולכן פוטנציאל ההשפעה בעתיד על זהות בעלי השליטה הינו גבוה יותר.

לסיכום, המודל מציג באופן כללי את הפרמטרים העיקריים המשפיעים באופן סטטיסטי מובהק על שעור הפרמיה הממוצע. יחד עם זאת, המודל הינו אמפירי כללי ואינו נותן מענה למקרים ספציפיים, בהם יש לקבוע את שווי הפיצוי המדויק בעבור אובדן זכויות ההצבעה העדיפות. המודל אינו מבחין בין רמות שונות של סחירות מניות, אשר עשויות להשפיע על מהימנות מידע פערי המחירים. בנוסף, כאמור לעיל, קיים שוני משמעותי בין הפרמטרים ומצב השוק שנמדדו בשנת 1989 לבין אלה השוררים כיום, ועל כן לא ניתן לקבוע על סמך פרמטרים אלו את שווי זכויות ההצבעה העודפות.

במחקר נוסף ביקשו (2004) Hauser and Lauterbach לאמוד, באמצעות מדגם של 84 חברות ישראליות, את הגורמים הקובעים את גובה הפיצוי במהלך השוואת זכויות הצבעה והגיעו למסקנות הבאות:

- הפיצוי גבוה יותר ככל שהיתור על זכויות ההצבעה (על ידי קבוצת השליטה) בתהליך השוואת הזכויות גבוה יותר.
- הפיצוי גבוה יותר בחברות הנשלטות על ידי משפחות.
- הפיצוי נמוך יותר ככל שיש החזקה משמעותית יותר של גופים מוסדיים במניות החברה.
- הפיצוי יהיה בשעור דומה לפרמיה שנצפית בבורסה במחירי המניות בעלות זכויות הצבעה עודפות.

אחת הסוגיות, אשר הועלו בפתח הדברים, הייתה האם השוואת זכויות ההצבעה של מניות הינה "משחק בסכום אפס". כלומר, האם תהליך השוואת זכויות הצבעה הוא תהליך ניטראלי במובן זה שאינו משפיע על שווי החברה בכללותה, ולאור כך הוא כרוך בהעברת עושר בין קבוצת בעלי מניות לאחרת בלבד, או שמא יש לתהליך זה השפעה על שווי החברה בכללותה.

ניתן לחשוב על מספר גורמים אשר עשויים להשפיע על שווי חברה כתוצאה מתהליך השוואת זכויות כולל:

- שיפור הנזילות והסחירות במניות החברה בבורסה.
- הרחבת אפשרויות גיוס הון.
- שכלול השוק לשליטה (The Market for Corporate Control): השוואת הזכויות מקשה על הפרדת השליטה והזכויות ההוניות. בכך, מרופף התהליך את אחזקתו של בעל השליטה בחברה, ולמעשה מגדיל את ההסתברות להחלפת שליטה. כך, פרמיית הניהול היעיל אשר תגולם במחיר מנית המיעוט (המניה הבורסאית) תעלה.

בסופו של דבר הסוגיה ניתנת לבחינה אמפירית: האם שווי כלל המניות לאחר השוואת הזכויות גבוה מסכום שווי כלל המניות ערב (ההכרזה על) השוואת הזכויות.

8. זילות והשוואת זכויות הצבעה

8.1 חשיבות הזילות בקביעת שווי חברות

אחת מאבני היסוד של הערכת שווי חברות בשיטת תזרים המזומנים היא הנחת העסק החי. היינו, הפעילות העסקית תמשיך להתקיים בעתיד הנראה לעין. בעלי המניות בחברה רואים נגד עיניהם אופק השקעה קצר יותר, והשאלה היא מהן אפשרויות המימוש העומדות בפניהם?

דרכי המימוש האפשריות שונות בתכלית בין חברה ציבורית לפרטית, ובין בעלי ענין לבין משקיעים שאינם בעלי ענין. אפשרויות המימוש, בעיקר בחברה פרטית, נגזרות, בין היתר, ממערכות היחסים בין בעלי המניות ומעוגנות בהסדרים כמו: הימנעות מרכישת מניות, זכות סירוב במכירה, זכות הצטרפות למכירה (tag along), חובת השתתפות במכירה, וכן הסדרים של חלוקת התמורה במקרה של מכירה בין בעלי השליטה (פיצוי עבור שליטה). חלופה נוספת למימוש השקעה היא משיכת דמי ניהול וחלוקת דיבידנד. כלומר, אפשרויות המימוש של השקעה בחברה פרטית אינן מוגדרות חד-משמעית, ונסמכות באופן פרטני על הסדרים בין בעלי המניות לבין עצמם, ובינם לבין החברה.

בחברות ציבוריות, אפשרות נוספת למימוש ההשקעה הינה במסגרת המסחר בבורסה. אחת הסיבות העיקריות להפיכת חברה פרטית לציבורית הינה הרחבת אפשרויות גיוס ההון של הפירמה והנזלת ההשקעה בה, בעיקר כאשר מדובר במשקיעים שאינם בעלי ענין. הפיכת השקעה בעלת אופי של טווח ארוך ("עסק חיי"), להשקעה הניתנת למימוש בטווח הקצר הופכת את ההשקעה לאטרקטיבית. כלומר, בהנחה ששאר הדברים נשארים קבועים, ככל שההשקעה "נזילה" יותר, האטרקטיביות של ההשקעה, ובהתאם מחירה, עולים.

בהקשר זה, זילות משקפת את הפער בין התמורה הצפויה במימוש מידי לעומת התמורה הצפויה במימוש עתידי בעיתוי ובתנאים נוחים יותר.

ככל שהדברים נוגעים לבורסה, הזילות נגזרת משיטת המסחר. מחקרים רבים עסקו בהשפעת שיטת המסחר על שערי המניות ונפח המסחר, יעילותו וזילותו¹. רבים מן המחקרים מתייחסים לחוסר זילות במניה כהוצאות עסקה (Transaction Cost). האזור ותנחומא (1998) ו-Amihud, Mandelson and Lauterbach (1997) דנו בהרחבה בהשפעת המעבר למסחר הרציף בבורסה בתל אביב על הזילות, התנודתיות ואיכות המסחר. כך, אחת התכונות החשובות של המסחר האלקטרוני האוטומטי היא ששקיפות המסחר והנגישות הקלה של המשתתפים משפרים את הזילות ואת יעילות המסחר². על פי אומדן המחברים, באותן מניות בהן בוצע השינוי חלה עליית ערך של כ- 5.5%, המיוחסת לשיפור בזילות. זילות המניה הינה, אם כן, גורם משמעותי בקביעת ערכה.

1 ראו לדוגמה: Domwitz (1993), Amihud and Mendelson (1986), Haug and Stoll (1997).

2 ראו Silber (1975).

א. מדדי נזילות

המדדים המקובלים משקפים היבטים שונים של נזילות. ניתן לכלול כאן את:

- **מדד סילבר**: % שינוי בשער (ערך מוחלט)
עודף ביקוש/היצע ב"שער הטוב" באפלי ש"ח, תמורה כספית

מדד זה אומץ על ידי הבורסה לניירות ערך בתל אביב ותמציתו היא תרגום ההשפעה של עודף ביקוש או היצע לשינויים במחיר המניה. ככל שביקוש או היצע מתורגם לשינוי גדול יותר בשער המניה כך נזילות המניה נמוכה יותר. המבחן מקיף היבטים שונים של סוגיית הנזילות ומהווה מבחן מסכם, בכך שהוא משקף את התנודה בשער הנדרשת לקליטת היצע או ביקוש נתון. לחלופין, ככל שביקוש או היצע ממומש ללא שינוי בשער, משמע שאין פער בין מימוש מיידי ומימוש בטווח הארוך. נקודת המוצא הינה שהתנודה נובעת מביקוש או היצע לצורך מימוש השקעה או רכישת השקעה, ואינה תוצאה של אינפורמציה חדשה. מובן שמדד זה עשוי להיות תוצאה הן של מצב נזילות והן של השפעת אינפורמציה חדשה. מבחינה סטטיסטית, ההנחה היא שהשפעת האינפורמציה הנוספת מתקזזת על פני מספר רב של תצפיות. בנספח ד' ניתן לראות את הנזילות היחסית של מניות חברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

- **פער התיווך – bid – ask spread**: $\frac{bid - ask}{bid + ask}$

מדד זה נגזר משיטת המסחר של עושי שוק (Dealers), אשר תפקידם העיקרי הינו שיפור הנזילות בשוק. הפער מציין את ההפרש בין המחיר בו משקיע יכול לקנות מניה לבין המחיר בו הוא יכול למכור את אותה המניה. על פי מחקרים רבים פער זה משקף שלושה רכיבים: עלות ניהול המסחר על ידי עושה השוק, עלות ניהול המלאי של עושה השוק, וכן עלות ההפסדים ממסחר אל מול גורמים בעלי אינפורמציה פנימית¹. היחס, כמו גם רכיביו, משקף את האופי של חוסר נזילות כהוצאות עסקה. בפועל, הפער היחסי נמצא עם מתאם שלילי מובהק למאפייני נזילות כמו נפח מסחר, מספר בעלי מניות ומספר עושי השוק במניה². מדד זה הוא אידיאלי, אך אינו תואם את סדרי המסחר בחלק מהבורסות בעולם, אשר אינן נסמכות על עושי שוק, כדוגמת הבורסה בתל אביב.

¹ לדיון בסיסי במשמעות הפער, מרכיבי הפער ואומדנם, ראו לדוגמה: Haug and Stoll (1997).

² ראו לדוגמה: Garbade (1982).

נפח מסחר ממוצע לתקופה (בשקלים) היקף המניות הסחירות (float)*

* מהמכנה מנוטרלות מניות של בעלי עניין ומניות חסומות (לדוגמא, עקב הנפקה).

המדד מהווה אינדיקציה בסיסית לקיום נזילות בשוק, אך הוא מתעלם מהיבט חשוב של הנזילות: תנודתיות המחירים הנגזרת מהיקפי המסחר.

ב. השפעת נזילות על שיעורי תשואה ושווי חברות

ממצאי מחקרים רבים תומכים בטענה, שמשקיעים מפוצים בפרמיה עבור העדר נזילות¹. משמע, משקיע במניה בעלת סחירות ונזילות נמוכים נדרש לשלם מחיר נמוך יותר עבורה, וכך הוא מקבל פיצוי בצורת תוספת תשואה עבור הנזילות הנמוכה.

בנוסף, נראה כי קיימת העדפת משקיעים נגלית, כך שמניות נזילות פחות מוחזקות על ידי משקיעים לטווח ארוך (עבורם מחיר חוסר הנזילות כהוצאות עסקה הינו נמוך יותר)². למעשה, ה"קנס" על חוסר נזילות אמור לעודד חברות לשפר את נזילות מניותיהן באמצעות פישוט המסחר והשפעה על היצע המניות. הן הספרות התיאורטית והן הממצאים האמפיריים תומכים בטענה, ששעור התשואה על מניות שאינן סחירות (נזילות) גבוה מזה של מניות בעלות סחירות גבוהה יותר.

ממצאים אלה תואמים במידה רבה את הממצאים המעדידים שהתשואה על מניות של חברות קטנות (להן בממוצע נזילות מניות נמוכה יותר מזו של פירמות גדולות) גבוהה מזו של חברות גדולות.

מן האמור לעיל עולה, כי בהנחה ששאר הפרמטרים קבועים, שווי חברות הרשומות למסחר בבורסה עומד ביחס הפוך לנזילות המניות ושווי חברה לבעלי מניותיה נמוך יותר מהשווי המתקבל מהערכת שווי הפעילות. יתרה מכך, ההשפעה אינה סימטרית בין בעלי מניות, ועיקר הפחתת השווי (בפועל) תמצא בהחזקות משקיעים שאינם בעלי עניין בחברה, כלומר שצפויה השפעה פחותה על החזקות בעלי עניין. למעשה, תוצאה זו נגזרת מהסתכלות על חוסר הנזילות כרכיב של הוצאות עסקה.

השפעת הנזילות על שווי חברות הינה מורכבת. נתייחס למספר היבטים חשובים:

- הנושא שופך אור על ההשוואה בין חברות שמניותיהן נסחרות בבורסה לבין חברות פרטיות. נזילות גבוהה מעלה שווי החברה בעיני בעלי מניותיה ומאפשרת הרחבת גיוסי הון.

¹ ראו לדוגמא (2002) Amihud, (1996) Brennan and Subrahmanyam, (1986) Amihud and Mendelson.
² ממצא זה אינו אחיד בספרות. כך, לדוגמא: (1996) Brennan and Subrahmanyam.

- השפעת מידת הנזילות על שווי החברה אינה משחק בסכום אפס, אלא יש בה כדי להשפיע על שווי החברה עבור כלל בעלי מניותיה. בפועל, הרגישות הישירה של בעלי עניין לנזילות המניות נמוכה יותר, בדומה להוצאות העסקה.
- מחקרים רבים¹ בחנו את השפעת שינוי (ייעול) שיטת המסחר על שווי חברות, ומצאו עלית מחיר הנובעת מצמצום הניכיון (דיסקאונט) בגין העדר סחירות.
- רמת הנזילות של מניות החברה הינה משתנה אנדוגני ולא אקסוגני, כיוון שהפירמה יכולה להשפיע על נזילות מניותיה.
- סחירות נמוכה הינה בעלת השפעה דומה, אך פחותה, לחסימת מניות.

לבסוף, תרגום העדר נזילות להערכת שווי כרוך בהיבטים רבים וספציפיים לחברה הנבחנת. ניתן ללמוד על שוויה הכלכלי של סחירות מניות, בין השאר, ממחקרים שנערכו בארה"ב בנושא השפעת חסימת מניות (שמשמעותה היא אי סחירות לתקופה מסוימת). על פי המחקרים, ניכיון בגין אי סחירות עשוי להקטין שווי המניה בתחום של 25%-30% ויותר.

באומדנים שנעשו במחקר של Amihud and Mendelson (1986) הגיע שווי הסחירות לרמה של עד 50% מהשווי במקרים הקיצוניים של מצב הנזילות (בפער בין החברות שמניותיהם הינן הנזילות ביותר לחברות שסובלות מהעדר נזילות). אומדן זה מבוסס על תרגום מרווח המסחר (Bid-ask spread) בין קבוצת מניות ממוינות לפי פרמטר זה, לשווי חברה.

8.2 השוואת זכויות הצבעה ונזילות

מניות חברה בעלות זכויות הצבעה והון שונות (דוגמת 1:5 אשר הובאה לעיל) נסחרות בבורסה לניירות ערך כשני סוגי מניות נפרדים, על אף הקשר בערכי המניות, כאשר לכל סוג מתקיים ביקוש, היצע, היקף מסחר ומחיר עצמאי.

בנספח ד' לעבודה מוצגת התנהגות המחירים בין שני סוגי המניות של חברות שונות בבורסה לניירות ערך בתל אביב במהלך התקופה 1992-2004 והפרמיה שמתקיימת באופן כמעט מוחלט הן על פני זמן והן על פני החברות שונות.

תהליך השוואת הזכויות אשר הופעל במרבית החברות בבורסה בתל אביב מאחד את שני סוגי המניות ומיד לאחריו נסחרת מניה אחת בלבד. תהליך זה מגדיל, אם כן, את היצע המניות כמו גם את הביקושים, כך שבעקבותיו צפוי גידול בנזילות המניות. יתרה מכך, בנטרול היקף המניות המייצג בעלי עניין, שהינו גבוה ביותר בשוק הישראלי, שעור הגידול בכמות הצפה של המניות עשוי לעלות משמעותית.

בדקנו את המשמעות והמובהקות של שינוי היקפי המסחר והנזילות כתוצאה מהשוואת זכויות הצבעה בארבעה מקרים של חברות גדולות (במונחי השוק הישראלי)

¹ ראו (2003) O'hara.

אשר ביצעו השוואת זכויות במהלך השנים 4-2003: מנורה, הראל, אפריקה-ישראל והחברה לישראל. הבדיקה משווה את היקף המסחר בין שלושת החודשים אשר קדמו לביצוע השוואת הזכויות לבין שלושת החודשים שלאחר ביצוע השוואת הזכויות. הבדיקה מתבצעת הן עבור סכומי המסחר והן עבור כמויות המסחר. תוצאות הבדיקה מוצגות להלן:

השפעת איחוד הון על סחירות מניות

השוואת מחזורי מסחר סביב מועד איחודי הון במניות חברות ציבוריות בשנים 2003-2004

**t- value	בדיקה – 3 חודשים סביב המועד*		שם המניה	מועד איחוד ההון
	היקף מסחר ביחידות (אלפי יחידות)	היקף מסחר ממוצע* (אלפי ש"ח)		
5.2	6	202	<u>מנורה</u>	17/08/2004
	47	1,591	לפני	
	41	1,389	אחרי	
	696%	688%	פער אבסולוטי שעור השינוי	
3.9	17	2,462	<u>הראל</u>	03/06/2004
	33	4,657	לפני	
	16	2,195	אחרי	
	91%	89%	פער אבסולוטי שעור השינוי	
8.6	6	1,899	<u>אפריקה – ישראל</u>	19/05/2003
	46	3,152	לפני	
	40	1,253	אחרי	
	691%	66%	פער אבסולוטי שעור השינוי	
5.5	8	1,661	<u>החברה לישראל</u>	20/03/2003
	6	2,549	לפני	
	(2)	888	אחרי	
	-21%	53%	פער אבסולוטי שעור השינוי	

* הממוצעים אינם כוללים 3 ימים לפני ואחרי מועד ההשוואה. כמו כן, נטרלו מהממוצעים העסקאות החריגות הבאות:

הראל – 3 עסקאות חריגות. האחת בהיקף 141 מיליוני ש"ח ושתיים בהיקף 49 מיליוני ש"ח.
אפריקה ישראל – עסקה חריגה בהיקף 60 מיליוני ש"ח.
החברה לישראל – עסקה חריגה בהיקף 35 מיליוני ש"ח.

** t-Value: מובהק ברמת 0.1% (מבחן דו-זנבי).

כמוצג בטבלה, התוצאות תומכות בטענה שנפחי המסחר - הן במונחים כספיים והן במונחי יחידות נסחרות - עלו משמעותית בעקבות ביצוע הליך השוואת הזכויות. על פי התיאוריה והפרקטיקה כאחד, שיפור בנזילות והיקפי המסחר מעלים את שווי חברות באחוזים ניכרים. משמע, שבהתאם לממצאים אלה, תהליך השוואת הזכויות שלעצמו מעלה את שווי הפירמה בכללותה ואינו מהווה Zero Sum Game.

נספח א' - ניתוח עסקאות בהן הועברה שליטה בחברות בורסאיות

א. עסקאות מגדל-אלרן ומגדל-אלגר

במהלך החודשים מאי-ספטמבר 1993 רכשה חברת מגדל את השליטה בחברות ההשקעה אלרן ואלגר, אשר מניותיהן הרגילות נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. ההשתלטות בוצעה באמצעות שתי עסקאות מחוץ לבורסה עם בעלי השליטה בחברה (בין השאר באמצעות רכישת מניות ההנהלה, המקנות שיעור הצבעה גדול פי 20 מאשר המניות הרגילות, ואשר אינן נסחרות בבורסה). בעסקה הראשונה, שהקנתה למגדל 51.3% מזכויות ההצבעה באלרן, שולמה פרמיה על המניות העדיפות בשיעור של 95% ממחיר המניה הרגילה. בעסקה השנייה מחיר המניה העדיפה היה גבוה בכ- 260% ממחיר המניה הרגילה. סה"כ הפרמיה ששולמה על ידי מגדל בשתי עסקאות אלה מגלמת שווי שליטה (המוגדר כשווי זכויות הצבעה עודפות) בשיעור של כ- 7.25% משווי החברה.

בעסקת מגדל-אלגר רכשה מגדל בחודש ספטמבר 1993 גם את השליטה בחברת אלגר, חברה בת של אלרן. עבור מניות הנהלה שנרכשו בעסקה זו (המקנות זכויות הצבעה עודפות פי 10 ביחס למניות הרגילות) שולם מחיר הגבוה ב- 327% ממחיר המניות הרגילות, מחיר המגלם שווי שליטה כהגדרתו לעיל בשיעור של כ- 22.2% משווי החברה.

ב. עסקת אורדן - פועלים השקעות

בחודש אוגוסט 1996 רכשה אורדן, מקבוצת דוברת-שרם את השליטה בפועלים השקעות מידי בנק הפועלים. העסקה, בה נמכרו כ-24% ממניות פועלים השקעות, המקנות שליטה אפקטיבית לרוכש, בוצעה תמורת סך של כ-66.5 מליון \$, המשקף שווי חברה של כ-277 מליון \$. שווי השוק של פועלים השקעות באותה עת הסתכם בכ-154 מליון \$ בלבד.

נראה כי הפרמיה ששולמה כוללת סכום מסוים בעבור הערכת החסר של השוק את שווי החברה. אם נייחס את מלוא הפרמיה שהתקבלה לשליטה נקבל כי ערכה מסך כל ערך החברה יהיה כ-16%¹.

ג. עסקת IDB-כלל (ישראל)

בחודש אוקטובר 1996 רכשה IDB מחוץ לבורסה חבילת מניות המהווה 5.9% ממניות כלל (ישראל) תמורת כ-137 מליון ש"ח, מחיר הגבוה בכ-2.5% ממחיר הבורסה של כלל. בכך הושלמה השתלטותה של IDB על קונצרן כלל, תוך רכישת 10% ממניות הקונצרן מידי בנק הפועלים, אשר נאלץ למכור עקב כפייה רגולטורית (כפועל יוצא מהמלצות ועדת ברודט לעניין ריכוזיות מערכת הבנקאות).

¹ פרמיה ששולמה עבור השליטה: $29.5 \text{ מליון } \$ = 66.5 - 154 \times 24\%$
ערך השליטה: $16.1\% = 29.5 / (29.5 + 154)$

על פי נתונים אלה, ערכה של השליטה בקונצרן זניח. הסבר אפשרי לכך הוא שהשליטה האפקטיבית היתה מצויה כבר בידי IDB קודם לעסקה, וזאת בהתייחס לעובדה שהבנק אולץ למכור את אחזקותיו העודפות בקונצרן כלל.

ד. עסקת עלית

בחודש מאי 1997 הושלמה העברת השליטה בקונצרן עלית מידיה של משפחת פדרמן לידי קבוצת שטראוס. בעסקה זו הועברו 13% מזכויות ההון וכ-27.2% מזכויות ההצבעה בחברה תמורת כ-62 מליון \$, כאשר שווי השוק של החברה בבורסה היה כ-260 מליון \$.

גם בעסקה זו ניתן לייחס את הפרמיה ששולמה לגורמים נוספים מעבר לגורם השליטה, ובפרט לפוטנציאל הסינרגיה לעסקי שטראוס כתוצאה ממנה. מניתוח הפרמטרים בעסקה עולה, כי אם נייחס את מלוא הפרמיה לגורם השליטה, נקבל כי ערכה נאמד בכ-10% מערך החברה¹.

ה. עסקת נסטלה-אסם

במספר עסקאות שהחלו בחודש יולי 1995 ונמשכו לאורך כשנה רכשה נסטלה, חברת המזון הבינלאומית, 39.7% ממניות אסם, וקיבלה לידיה את השליטה האפקטיבית בחברה.

העסקה האחרונה, בה נרכשו 25.2% ממניות החברה ובמסגרתה הושגה השליטה בה נעשתה במחיר של כ-140.3 מליון \$, המשקף פרמיה בשיעור של כ-22% מעבר למחירי השוק באותו מועד (456 מליון \$ בחודש יולי 1996).

אם נייחס את כל הפרמיה לגורם השליטה, נקבל כי ערכה מהווה כ-5.5% מסך כל ערך החברה. יצוין כי אסם הינה חברה גדולה במונחים ישראלים ובדרך כלל פרמיית השליטה קטנה ככל שעולה גודל החברה. מנגד, הפרמיה עשויה לשקף פוטנציאל סינרגיה, שכן הרוכשת הינה בתחום המזון הבינלאומי, וכן תשלום עודף בגין הזדמנות נדירה לדריסת רגל משמעותית בשוק חדש.

ממספר בחינות, עסקת רכישת השליטה באסם היא הרלוונטית ביותר לענייננו, משום שמדובר בעסקה שבה נמכר נתח ניכר הן של ההון והן של השליטה, ללא "קרב". יחד עם זאת, מדובר, כאמור, בחברה גדולה במונחי השוק הישראלי, וכן בחברה ציבורית, שני אלמנטים המקטינים, ככלל, את פרמיית השליטה. מנגד, עשויה הפרמיה לכלול גם פוטנציאל סינרגיה ותשלום עודף בשל דריסת רגל ראשונה לגוף בינלאומי. בנוסף, קיים כאמור הקושי לבדוד מהפרמיה ששולמה את הפער, אם קיים, בין שווייה הכלכלי של החברה ושווייה כפי שזה משתקף במחיר המניה בשוק ההון.

1 פרמיה ששולמה עבור השליטה: $28.2 \text{ מ' } = 13\% \times 260 - 62$
ערך השליטה $28.2 / [28.2 + 260] = 9.8\%$

2 פרמיה ששולמה עבור השליטה: $25 = [456 \times 25.2\% - 140.3]$
ערך השליטה $25 / [456 + 25] = 5.2\%$

1. עסקת הפניקס-מאיר חברה למכוניות

בחודש יולי 2002, בתום משא ומתן שנמשך כשנה, רכשה מאיר חברה למכוניות ומשאיות בע"מ, בבעלות משפחות שחר וקז, את השליטה בחברת הביטוח "הפניקס". בעסקה נרכשו 57.65% מהון המניות המונפק וכ-58.79% מזכויות ההצבעה (לחברת "הפניקס" מניות נסחרות בעלות שיעורי החזקה שונים) במחיר של 314 מליון \$, המשקף פרמיה בשיעור כ-48% מעבר למחירי השוק באותו זמן (366 מליון \$ בחודש פברואר¹ 2002).

אם נייחס את כל הפרמיה לגורם השליטה, נקבל כי ערכה מהווה כ-22% מסך כל ערך החברה.

עסקה זו היא "נקייה" מגורמים כגון סינרגיה וכן ממאבקי שליטה. לאור כך, מפתיע גובה הפרמיה ששולמה.

¹ מועד חתימת העסקה. ה-Closing היה כ-5 חודשים מאוחר יותר, בשל המתנה לאישורי רגולציה.

² $[314.2 - 58\% * 366] = 102$

$.102 / [102 + 366] = 22\%$

נספח ב' - מיפוי הפרמיה הנצפית בעסקאות העברת שליטה מחוץ לבורסה, לפי מדינות

עסקאות זכויות הצבעה		עסקאות העברת שליטה מחוץ לבורסה					שווי שוק	
מדגם Nenova		מדגם Zingales					בורסאי כולל	
מס' תצפיות	פרמייה כשעור משווי החברה	% תצפיות שליליות	מס' תצפיות	מס' מקסימום	מינימום	ממוצע	שווי שוק	סקנדינבי
	ממוצע							
15	6%	33%	12	13%	-5%	1%	45	נורווגיה
21	-5%	36%	14	13%	-7%	2%	44	פינלנד
43	1%	9%	11	22%	-1%	7%	178	שוודיה
30	1%	40%	5	26%	-1%	8%	56	דנמרק
109	1%	29%	42	26%	-7%	5%	81	ממוצע/סיכום
גרמני								
אסור		76%	21	9%	-34%	-4%	3,667	יפן
א.א.		33%	3	0%	-1%	0%	187	טייוואן
37	5%	0%	8	15%	1%	6%	434	שוויצריה
65	10%	18%	17	32%	-24%	10%	577	גרמניה
65	29%	0%	6	22%	4%	16%	182	דרום קוריאה
הוצא מהמדגם		0%	2	52%	25%	38%	33	אוסטריה
167	15%	35%	57	52%	-34%	11%	847	ממוצע/סיכום
אנגלי								
5	-3%	25%	8	5%	-12%	0%	304	הונג קונג
27	10%	49%	41	17%	-6%	1%	1,408	בריטניה
65	3%	50%	4	6%	-2%	1%	366	קנדה
39	2%	41%	46	25%	-20%	1%	6,858	ארה"ב
22	7%	50%	4	7%	0%	2%	281	דרום אפריקה
3	23%	33%	12	11%	-3%	2%	245	אוסטרליה
אסור		25%	4	6%	-1%	3%	148	סינגפור
הוצא מהמדגם		25%	16	18%	-17%	3%	32	ניו זילנד
א.א.		25%	40	39%	-8%	7%	223	מלזיה
א.א.		8%	12	64%	-8%	12%	142	תאילנד
		11%	9	89%	-1%	27%	36	ישראל
161	7%	34%	196	89%	-20%	5%	913	ממוצע/סיכום
צרפתי								
9	28%	50%	4	17%	-10%	2%	522	צרפת
אסור		20%	5	6%	-7%	2%	356	הולנד
א.א.		20%	5	13%	-3%	4%	198	ספרד
0		0%	2	7%	1%	4%	א.א.	מצרים
א.א.		0%	2	9%	5%	7%	67	אינדונזיה
א.א.		27%	15	82%	-40%	13%	59	פיליפינים
0		0%	3	23%	3%	14%	א.א.	פרו
7	23%	14%	7	51%	-8%	18%	74	צ'ילה
הוצא מהמדגם		0%	2	30%	11%	20%	א.א.	פורטוגל
0		0%	5	66%	5%	27%	38	ארגנטינה
0		0%	5	87%	6%	27%	א.א.	קולומביה
0		0%	4	47%	4%	27%	א.א.	וונצואלה
5	36%	20%	5	77%	-4%	34%	91	מקסיקו
הוצא מהמדגם		0%	5	141%	5%	37%	21	תורכיה
62	29%	13%	8	164%	-9%	37%	210	איטליה
141	23%	0%	11	299%	6%	65%	148	ברזיל
224	28%	13%	88	299%	-40%	21%	162	ממוצע/סיכום
סובייטי								
		0%	4	28%	2%	13%	א.א.	פולין
		0%	6	217%	1%	58%	א.א.	צ'כיה
		0%	10	217%	1%	36%		ממוצע/סיכום
661	13%	28%	393	299%	-40%	14%	538	ממוצע/סיכום

מקור: נתוני עסקאות העברת שליטה מחוץ לבורסה: (2004) Zingales על בסיס עסקאות מהשנים 1990-1999.
 נתוני עסקאות זכויות הצבעה: (2003) Nenova. על בסיס מחירי מניות בשנים 8-1997.
 נתוני שווי שוק בורסאי כולל: (2003) Nenova. על בסיס סיכום שווי כל המניות הנסחרות בשנת 1995.

**נספח ג' - איחודי הון שבוצעו עם פיצוי
בשנים 1993-1996**

פרמיה בשוק ערב העסקה	פיצוי בהון לבעלי ענין	החזקות בעלי ענין			יחס ע.ג.	תאריך האיחוד	החברה	
		לאחר האיחוד	לפני האיחוד					
			בהון ובהצבעה	בהצבעה				
	7.31	(1) 57.77	74.71	50.46	1:5	10.1.93	רפק	1
	3.33	69.8	93.86	66.47	1:10000	1.2.93	אלקטרוניקה	2
	0.2	(1) 77.26	77.37	77.05	1:5	11.2.93	משכן	3
8%-11%	0.8	(2)(1) 50.05	57.68	49.25	1:5	14.3.93	יעסור	4
NR	2.4	(2) 50.30	61.5	47.87	1:20	5.5.93	שופרסל	5
70%-100%	9.5	(2)(1) 49.30	63.9	39.8	1:5	12.5.93	פריון	6
	0.6	(1) 74.20	80.6	73.6	1:5	8.4.93	ציון החזקות	7
	5.0	68.98	84.31	63.94	1:5	3.8.93	דרעד	8
NR	1.7	(2) 45.00	58.3	43.3	1:5	8.8.93	מולט	9
NR	9.3	(2)(1) 54.84	72.05	45.53	1:5	31.10.93	אגן	10
125%-220%	2.3	(2)(1) 51.50	62.09	49.2	1:5	7.12.93	לוינשטיין	11
	0.01	(1) 62.20	62.38	62.19	1:5	13.3.94	פמה	12
	4.45	(1) 77.16	84.79	72.71	1:5	28.3.94	כבלי ציון	13
	1.31	(1) 77.57	84.7	76.26	1:5	4.4.94	ברטון	14
NR	8.5	(2) 51.70	56.2	43.2	1:2	15.6.95	אנדין	15
	4.15	33.49	46.14	29.34	1:8	5.5.96	תעל	16
	2.31	57.74	68.81	55.43	1:5	1.8.96	ארגמן	17
							יוניבאר	

- (1) שתי המניות נסחרות.
(2) אובדן שליטה / פוטנציאל לאובדן שליטה.

נספח ג' - איחודי הון שבוצעו עם וללא מתן פיצוי¹

מאז 1997

חברת	תאריך האיחוד	יחס ע.ג.	החזקות בעלי שליטה			שווי חברה במועד האיחוד (מ' \$)	פיצוי בהון לבעלי שליטה (בהון %)
			לפני האיחוד		לאחר האיחוד		
			% בהון (אפקטיבי)	% בהצבעה	% בהון ובהצבעה		
1	דשנים	1:5	1.6.97	85.18	89.77	85.18	10
2	קטלנה	1:5	16.9.97	68.91	80.61	68.91	5
3	התכוף	1:5	17.9.97	2 ^{43.04}	62.49	52.58	7
4	קליל	1:5	25.9.97	54.62	60.89	54.62	41
5	די רום חברה לבניה	1:5	29.12.97	73.65	82.86	73.65	18
6	נפטא	1:10	1.10.97	86.56	86.1	86.56	25
7	כלל (ישראל)	1:5	27.7.98	73.5	73.61	73.5	878
8	דלתא	1:3	2.9.98	3 ^{83.26}	80.36	83.62	135
9	קרור והפקה	1:5	3.1.99	59.92	65.51	59.92	54
10	קרדן	1:5	8.3.99	71.42	78.45	71.72	50
11	זיקה	1:5	1.11.99	74.38	76.95	74.59	8
12	ישרס	1:5	10.11.99	66.37	65.52	66.26	63
13	זיקית נכסים ופיתוח	1:5	6.4.00	86.82	87.56	86.84	22
14	טפחות	1:10	22.11.00	85.93	94.59	85.93	331
15	החברה לישראל	1:5	13.12.00	79.24	80.53	79.24	953
16	רמגור	1:4	20.6.01	85.91	87.7	85.91	3
17	לודז'יה רוטקס	1:4	3.7.01	73.01	80.12	73.01	10
18	בנק דיסקונט למשכנתאות	יסוד	6.9.01	65.07	91.27	65.07	88
19	אלרן (ד.ד.) השקעות	1:20	3.12.01	61.34	66.26	61.34	31
20	אלגר מגדל להשקעות	1:10	6.12.01	84.75	88.75	84.75	10
21	ליפשיר	1:5	4.8.02	66.05	66.72	66.05	6
22	אפריקה ישראל	1:10	18.5.03	66.2	65.62	66.2	607
23	שטראוס עלית	1:5	24.2.04	51.74	62.64	51.74	545
24	הראל	1:5	31.5.04	48.79	55.24	48.79	720
25	מנורה	1:5	17.8.04	79.9	78.66	79.9	362
26	פולגת	1:4	9.2.05	68.81	69.64	68.81	50

הערות:

- א. בכל החברות נסחרו בבורסה טרם האיחוד שני סוגי המניות, פרט למקרים הבאים:
1. נפטא;
 2. בנק טפחות - ערב האיחוד היו בחברה שלושה סוגי מניות, מתוכם שני סוגי מניות נסחרות;
 3. בנק דיסקונט למשכנתאות - ויתור על מניות יסוד אשר לא נסחרו;
 4. אלרן (ד.ד.) השקעות;
 5. אלרן (ד.ד.) החזקות.
- ב. שיעורי ההחזקה מתייחסים לשיעורי החזקה אפקטיביים של בעלי השליטה⁴, בהתבסס על המקורות הבאים: דוחות מיידיים של החברות; ספרי החזקות בעלי עניין של הבורסה לסוף הרבעון שטרם איחוד ההון; דוחות החזקות בעלי עניין של הבורסה למועדים ספציפיים; חוות דעת אשר פורסמו במסגרת דוחות מידיים.

1. הטבלה אינה כוללת הון אשר בוצעו שלא במסגרת השוואת זכויות הצבעה, מטעמים כגון כללי שימור.
2. 46.58% כולל מניות באוצר שהוחזקו באמצעות חברת בת.
3. 83.78% כולל מניות באוצר שהוחזקו באמצעות חברת בת.
4. למעט קטלנה, די רום וכלל (ישראל), ברך הנתונים מתייחסים ל"בעלי עניין".

**נספח ד' - התפתחות הפרמנייה על מניית בעלות זכויות הצבעה עודפות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב
 וליכו הממצאים על פני זמן**

פרמטרים ממוצעים		החזקות		פרמניה חיובית		שעור תצפיות שליליות		מספר תצפיות שליליות		פרמניה ממוצעת בין שני סוגי המניות		מספר חברות בעלות שני סוגי מניות נסתרות		שנת
שווי שוק (מיליוני ש"ח)	סטטית תקן המנייה הנחתה	מדד אי שוויון	קבוצת בעלי השליטה	ממוצעת בין שני סוגי המניות	תצפיות שליליות	מספר תצפיות שליליות	מספר תצפיות שליליות	מספר תצפיות שליליות	מספר תצפיות שליליות	מספר תצפיות שליליות	מספר תצפיות שליליות	מספר תצפיות שליליות	מספר תצפיות שליליות	
269.8	2.5	1.8	63.2%	19.9%	0%	0	19.9%	32	1992					
453.1	6.6	1.8	57.1%	19.3%	3%	1	18.7%	32	1993					
285.4	8.4	1.7	59.9%	13.0%	6%	2	12.1%	32	1994					
290.4	6.0	1.7	60.1%	14.7%	0%	0	14.7%	31	1995					
309.0	6.2	1.7	64.0%	13.1%	7%	2	12.1%	30	1996					
399.3	5.9	1.7	63.6%	16.0%	7%	2	14.5%	28	1997					
445.3	5.2	1.7	70.5%	18.8%	7%	2	17.3%	27	1998					
776.5	5.2	1.7	71.7%	21.4%	8%	2	20.4%	24	1999					
638.2	4.3	1.7	72.0%	16.5%	32%	7	8.7%	22	2000					
747.5	4.5	1.6	76.3%	20.7%	40%	8	9.5%	20	2001					
696.7	5.1	1.6	81.0%	15.1%	28%	5	7.2%	18	2002					
1,079.2	3.7	1.7	79.9%	19.1%	21%	3	12.8%	14	2003					
728.7	3.8	1.6	81.3%	7.2%	18%	2	4.8%	11	2004					
547.6	5.2	1.7	69.3%	16.5%			13.3%		1992-2004 ממוצע					

אחרי תיקון 11 לחוק ניירות ערך

לפני תיקון 11 לחוק ניירות ערך
 31/12/1986 - מודל
 טברסקי-רוזן
 1989 - מודל
 ברנפלד-הראל
 80

נספח ד' - התפתחות הפרמיה על מניות בעלות זכויות האבעה עודפות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב-המשך

1992

שם חברת	31/12/1992		31/12/1992		31/12/1992		פרמיה ממוצעת	שווי שוק ל-31/12/1992	סטיות נתון	מדד אי	שוויון	החזקות בעלי	שם חברת
	ערך	ערך	ערך	ערך	ערך	ערך							
אינטראמא	85.35%	2.14	2.92	57.1	7.51%	1,020.4	2.82	2.14	1.56	52.40%	אינטראמא	אינטראמא	
אפריקה ישראל	52.40%	1.56	1.37	1,020.4	5.54%	250.1	2.50	1.79	1.79	52.66%	אפריקה ישראל	אפריקה ישראל	
אקושיטיו אב"ב	52.66%	1.79	2.50	1,020.4	9.03%	1,747.3	1.55	1.89	1.89	77.88%	אקושיטיו אב"ב	אקושיטיו אב"ב	
בילאומי ⁽¹⁾	77.88%	1.89	1.55	1,747.3	14.32%	420.8	1.38	1.49	3.57	72.00%	בילאומי ⁽¹⁾	בילאומי ⁽¹⁾	
ג.י.מ.	72.00%	1.49	1.38	420.8	2.00%	60.5	3.11	3.57	1.45	60.65%	ג.י.מ.	ג.י.מ.	
דלסיס	72.00%	3.57	3.11	60.5	3.30%	278.0	2.26	2.14	1.45	63.22%	דלסיס	דלסיס	
הראל המשמר	91.83%	2.14	2.26	278.0	7.06%	80.5	3.29	2.75	1.41	56.37%	הראל המשמר	הראל המשמר	
ולפמן	63.22%	1.48	1.41	80.5	13.52%	1,065.4	1.63	1.10	1.10	68.97%	ולפמן	ולפמן	
זיקית	37.32%	1.77	1.82	1,065.4	8.53%	34.3	1.82	1.77	1.41	37.32%	זיקית	זיקית	
חירון	54.75%	1.49	3.00	30.4	7.67%	12.31%	3.00	1.49	1.10	74.25%	חירון	חירון	
ישרם	74.25%	2.39	2.99	12.31%	12.31%	264.8	2.39	1.42	1.42	52.89%	ישרם	ישרם	
ליפסיר	39.21%	1.37	3.41	264.8	21.92%	31.6	3.41	1.37	1.80	52.89%	ליפסיר	ליפסיר	
מגן ופט	35.30%	2.01	2.34	31.6	3.96%	70.0	2.34	2.01	1.80	35.30%	מגן ופט	מגן ופט	
מטע הרד	58.66%	1.22	3.13	73.5	35.53%	22.70%	3.13	1.22	1.42	65.22%	מטע הרד	מטע הרד	
מלבו	80.62%	1.52	2.89	134.5	23.46%	363.0	2.89	1.52	1.42	80.62%	מלבו	מלבו	
מקסמה	88.49%	2.14	3.15	124.0	118.93%	124.0	3.15	2.14	1.70	59.87%	מקסמה	מקסמה	
מקורן	75.96%	1.67	2.84	124.0	12.46%	83.8	2.84	1.67	1.89	71.49%	מקורן	מקורן	
סו	75.96%	1.89	1.49	83.8	3.09%	137.3	1.49	1.89	1.59	41.47%	סו	סו	
פויטנונגר	71.49%	1.59	1.40	137.3	17.60%	754.6	1.40	1.59	1.98	85.49%	פויטנונגר	פויטנונגר	
הפניקס	85.49%	1.98	3.31	754.6	74.85%	57.8	3.31	1.98	1.12	63.75%	הפניקס	הפניקס	
קליל	63.75%	1.12	2.59	57.8	18.04%	28.7	2.59	1.12	1.98	56.48%	קליל	קליל	
קורד השקעות	56.48%	1.37	2.69	314.6	10.37%	52.3	2.69	1.37	1.42	49.19%	קורד השקעות	קורד השקעות	
קורד וסופקה	49.19%	1.42	2.85	52.3	13.59%	165.6	1.89	1.42	1.71	70.57%	קורד וסופקה	קורד וסופקה	
רמבון	70.57%	1.71	3.25	165.6	5.02%	62.4	3.25	1.71	2.65	40.92%	רמבון	רמבון	
תת	63.23%	1.78	2.53	269.8	19.94%	27.34%	722	2.53	1.78	63.23%	תת	תת	

(1) מניות ו' ש"ח ע.ג. של הבנק נרשמו לראשונה לנסחר בדצמבר 1992.

מגזרים

החזקות נקובות בעלי ענין (ללא גופים מסויימים) - על פי שיעור החזקה בוניות הון. במקרה של פני משועות ביג לבין שיעור החזקה בוניות האבעה זיון גם שער זה.
 מדד אי שווייון - מבטא את היקף העריות בוניות האבעה המקושרות למניות העדיפות בוניות האבעה. שיעור זכויות האבעה על כל המניות בעלות זכויות האבעה
 עריות חלקי שיעור החזקה בוניות הון על מניות אלו.

סטיות נתון - סטיות נתון שבויות. באחוזים. של המניה החתונה בוניות האבעה.
 שווי שוק - על פי שווי המניות ביום המסחר האחרון בשנה (31 בדצמבר).
 פרמיה=(1-P1/P5).

נספח ד' - התפתחות הפרמיה על מניות בעלות זכויות האבעה עודפות בבורסה לניירות ערך במל-איבי-המשך

1994

שם תבורה	קב"ה	בעלי השליטה	מדרג א	סטיות תתן	שווי שוק ל- פתחה	31/12/1994		31/11/1994		30/09/1994		30/06/1994		31/03/1994	
						תוחבה	נרתיק	שער	ע"ג	שער	ע"ג	שער	ע"ג	שער	ע"ג
אינטראמא	69.04%	50.37%	2.14	9.02	100.4	6.10%	3,139	4,406	3,349%	4,406	4,533	3,285	3,528	5,955	5,498
אפרקה ישראל	50.37%	54.19%	7.32	8.19	1,517.1	6.63%	316,281	436,155	6.79%	408,424	436,155	291,120	1,034	424,728	401,245
אקרטיון צבי	54.19%	75.74%	1.79	4.79	98.1	5.67%	737	1,244	6.78%	1,165	1,244	1,034	962	1,699	1,614
בובילאומי	61.18%	61.18%	1.89	6.12	1,738.6	6.07%	34,061	33,915	9.08%	31,092	33,915	28,065	28,065	37,289	34,745
ג.ג.מ	85.18%	85.18%	552.1	6.12	552.1	-0.95%	29,171	32,129	-6.57%	34,390	32,129	26,019	26,019	29,905	29,031
ד.ד.מ	60.39%	60.39%	239.5	10.18	88.0	22.43%	1,079	1,594	15.12%	2,203	2,536	1,144	1,144	1,605	1,531
ה.ה.מ	67.20%	67.20%	264.1	6.23	1,132	4.91%	1,079	1,261	4.65%	1,205	1,261	1,338	1,338	1,805	1,531
ה.ה.מ	60.20%	60.20%	264.1	9.51	22.6	9.87%	1,297	1,500	6.84%	1,404	1,500	1,266	1,266	2,336	1,971
ו.ו.מ	51.61%	51.61%	22.6	9.51	22.6	7.62%	297	447	7.45%	416	524	484	524	1,275	1,192
ז.ז.מ	57.48%	57.48%	53.9	9.2	53.9	6.73%	1,707	1,663	6.88%	1,556	1,663	1,402	1,510	1,879	1,741
ח.ח.מ	35.15%	35.15%	103.3	5.64	103.3	6.48%	4,011	4,291	6.98%	4,267	4,383	4,165	4,358	5,213	4,692
ט.ט.מ	68.76%	68.76%	1,295.7	6.87	1,295.7	4.91%	21,753	23,378	7.47%	24,901	24,699	22,894	23,483	39,190	36,015
י.י.מ	54.75%	54.75%	46.0	7.54	46.0	10.89%	9,504	9,176	-3.45%	8,617	9,819	7,627	8,455	10,485	8,461
יא.יא.מ	40.30%	40.30%	200.0	6.7	200.0	18.29%	4,573	4,788	9.37%	6,105	6,677	6,171	7,654	9,690	7,505
יב.יב.מ	45.11%	45.11%	78.5	10.07	78.5	28.12%	175	276	15.42%	214	247	203	268	364	310
יג.יג.מ	47.99%	47.99%	9.22	9.22	9.22	6.74%	1,746	2,080	-0.16%	2,544	2,250	2,256	2,250	3,707	3,363
יד.יד.מ	35.88%	35.88%	16.4	8.34	16.4	19.78%	5,388	6,028	7.68%	7,432	8,003	7,127	11,198	56,823	48,553
טו.טו.מ	63.33%	63.33%	55.9	2.01	55.9	13.23%	20,032	24,533	14.24%	25,004	28,564	24,622	32,768	30,219	30,219
טז.טז.מ	75.11%	75.11%	110.1	2.13	110.1	-0.87%	767	819	-6.69%	882	823	608	646	1,582	1,647
טז.טז.מ	43.11%	43.11%	282.5	4.34	282.5	5.89%	931	987	5.42%	1,181	1,245	1,204	1,204	1,581	1,503
יז.יז.מ	68.24%	68.24%	53.7	12.14	53.7	7.88%	1,331	972	0.61%	1,472	1,481	1,085	1,085	2,496	2,246
יח.יח.מ	83.20%	83.20%	7.54	7.12	7.54	11.57%	1,187	1,187	1.267	1,267	1,310	1,018	923	1,506	1,182
יט.יט.מ	51.91%	51.91%	1.67	2.12	1.67	1.42%	1,522	1,522	1.490	1,490	1,465	1,366	1,465	1,563	1,428
כ.כ.מ	49.66%	49.66%	304.8	7.12	304.8	26.49%	6,045	8,017	18.21%	5,694	6,731	3,608	4,442	3,876	2,868
כא.כא.מ	53.78%	53.78%	200.7	14.03	200.7	8.26%	2,086	6,987	14.90%	1,490	1,712	1,465	1,465	1,563	1,428
כב.כב.מ	64.85%	64.85%	102.8	7.42	102.8	34.25%	5,223	6,987	9.128	9,128	11,939	7,082	7,082	20,399	13,799
כג.כג.מ	51.57%	51.57%	10.49	1.98	10.49	7.47%	2,068	2,068	4.40%	2,674	2,674	2,255	2,255	2,452	2,243
כד.כד.מ	72.38%	72.38%	248.9	8.11	248.9	3.54%	1,966	2,152	4.61%	521	545	391	485	801	801
כה.כה.מ	67.51%	67.51%	84.0	9.69	84.0	4.63%	1,131	1,217	2.362	2,362	1,847	1,882	1,882	3,042	3,038
כו.כו.מ	16.82%	16.82%	54.2	11.35	54.2	52.37%	327	503	1.66%	1,148	1,167	1,179	1,179	1,534	1,426
כז.כז.מ	59.89%	59.89%	286.4	8.37	286.4	12.12%	53,822%	503	8.82%	451	571	330	432	1,511	872
כח.כח.מ				1.72			12,533%							1,511	872

החזקות קבוצת בעלי השליטה - על פי שער החזקה ביוניות חוץ. במקרה של פער משמעותי בינו לבין שער החזקה ביוניות האבעה אויזן גם שער זה. מדרג א' - שוויון - מבטא את היקף העדיפות ביוניות האבעה המקוננות לעדיפות העדיפות ביוניות האבעה: שער זכויות האבעה של כל המניות בעלות זכויות האבעה עודפות חליק - שער החזקה ביוניות חוץ של מניות אלו. סטיות תתן - סטיות תתן שבועיות, באחוזים, של המניה החוזרת ביוניות האבעה. שווי שוק - על פי שווי המניות ביום המסחר האחרון בשנה (31 בדצמבר). פרמיה=(1-CP1)P

נספח ד' - התפתחות הפרמייה על מניות בעלות זכויות האגעה עודפוסה בבורסה לניירות ערך בתל-אביב - המשך

1996

שם המניה	31/12/1996		31/12/1996		31/12/1996		31/12/1996		מאונעת	פרמייה	שיווי שוק ל-1 מנייה	קודן (מיליון ש"ח)	סטיות תקן	מחזור	מדד א. שווי	מחזור	קבל	החזקות רגל	גובה השליטה	31/12/96
	ערך 1 ש"ח	ערך 5 ש"ח																		
אינטראגמא	2,722%	2,538	2,607	4,41%	2,632	2,748	6,26%	2,219	2,358	3,23%	2,973	3,069	4,15%	94.6	7.89	2.14	87.16%	אינטראגמא	31/12/96	
אפריקה ישראל	8.91%	289,411	315,196	13.08%	271,320	306,822	13.50%	347,820	394,765	6.34%	382,844	407,104	10.46%	1,830.8	7.58	1.57	68.81%	אפריקה ישראל	31/12/96	
אקושיטיו צבי	12.82%	991	1,118	11.21%	883	982	1.94%	875	892	4.14%	1,255	1,307	7.53%	168.5	6.38	1.78	57.17%	אקושיטיו צבי	31/12/96	
בוליאמי	4.76%	37,408	35,627	-6.76%	35,876	33,449	1.78%	33,867	34,471	-3.88%	37,430	35,978	-3.41%	1,847.7	2.70	1.88	77.30%	בוליאמי	31/12/96	
ג.ג.ג	5.24%	25,073	26,386	1.63%	24,795	25,189	1.50%	22,780	23,121	3.68%	28,920	29,984	3.01%	568.5	4.52	1.43	70.04%	ג.ג.ג	31/12/96	
ד.ד.ד	15.12%	602	693	30.09%	545	709	6.40%	578	615	13.20%	588	643	16.20%	109.5	6.06	1.55	85.18%	ד.ד.ד	31/12/96	
ה.ה.ה	11.17%	403	448	4.28%	397	414	14.00%	350	399	21.38%	449	545	12.71%	109.5	8.52	1.44	69.14%	ה.ה.ה	31/12/96	
ו.ו.ו	4.63%	1,490	1,559	7.28%	1,735	1,861	5.68%	1,656	1,750	11.72%	2,202	2,460	7.32%	463.9	6.12	2.17	72.40%	ו.ו.ו	31/12/96	
ז.ז.ז	19.72%	563	674	7.81%	627	676	1.17%	597	604	7.08%	763	817	8.95%	57.2	8.27	1.48	51.61%	ז.ז.ז	31/12/96	
ח.ח.ח	21.42%	733	890	20.25%	716	861	14.70%	551	632	15.21%	710	818	17.90%	35.9	6.25	1.41	66.98%	ח.ח.ח	31/12/96	
ט.ט.ט	5.43%	2,725	2,873	11.56%	2,509	2,799	24.56%	2,211	2,754	10.65%	3,089	3,418	13.05%	80.8	5.70	1.77	42.98%	ט.ט.ט	31/12/96	
י.י.י	14.55%	18,930	21,685	22.80%	16,485	20,243	21.62%	14,685	17,860	13.74%	18,598	18,598	23.56%	1,009.2	6.07	1.09	65.42%	י.י.י	31/12/96	
יא.יא.יא	13.45%	6,753	7,661	21.81%	6,643	8,092	11.30%	6,882	7,660	9.08%	9,086	10,482	15.48%	48.9	4.76	1.48	65.83%	יא.יא.יא	31/12/96	
יב.יב.יב	2.34%	4,187	4,285	18.52%	4,299	5,095	3.86%	4,495	4,846	11.13%	5,167	5,742	8.84%	234.6	3.42	1.46	76.54%	יב.יב.יב	31/12/96	
יג.יג.יג	31.85%	135	178	27.71%	125	159	33.60%	124	165	14.51%	162	186	26.92%	60.9	4.56	1.13	54.44%	יג.יג.יג	31/12/96	
יד.יד.יד	9.66%	1,760	1,930	7.57%	1,731	1,862	23.13%	1,591	1,959	11.00%	2,190	2,431	12.84%	49.7	6.52	1.75	58.91%	יד.יד.יד	31/12/96	
טו.טו.טו	13.44%	744	844	-0.49%	813	809	3.61%	638	661	0.76%	793	799	27.71%	55.9	5.12	1.21	62.93%	טו.טו.טו	31/12/96	
טז.טז.טז	5.53%	850	897	5.30%	1,018	1,072	4.15%	906	861	7.55%	941	1,012	1.74%	61.0	8.16	2.14	47.80%	טז.טז.טז	31/12/96	
יז.יז.יז	9.96%	1,044	1,148	-5.56%	1,039	981	-4.97%	906	861	7.55%	941	1,012	1.74%	61.0	8.16	2.14	47.80%	יז.יז.יז	31/12/96	
יח.יח.יח	27.67%	553	706	20.80%	524	633	4.46%	672	702	13.49%	786	892	16.60%	53.7	3.87	1.63	93.53%	יח.יח.יח	31/12/96	
יט.יט.יט	14.91%	979	1,125	26.33%	885	1,118	11.69%	830	927	15.54%	1,049	1,212	17.12%	139.0	5.64	1.66	76.28%	יט.יט.יט	31/12/96	
כ.כ.כ	4.34%	1,197	1,249	-0.92%	1,200	1,189	-3.93%	1,247	1,198	0.89%	1,578	1,592	0.10%	763.4	6.43	2.13	55.85%	כ.כ.כ	31/12/96	
כא.כא.כא	3.40%	7,168	7,412	13.55%	6,559	7,448	15.43%	5,723	6,606	3.16%	6,937	7,156	8.89%	208.3	4.65	1.54	43.17%	כא.כא.כא	31/12/96	
כב.כב.כב	13.87%	2,083	2,372	20.37%	2,514	3,026	36.25%	1,785	2,432	17.24%	2,228	2,612	21.93%	332.4	8.54	1.11	84.57%	כב.כב.כב	31/12/96	
כג.כג.כג	0.12%	1,600	1,602	12.01%	1,274	1,427	5.25%	1,258	1,324	6.02%	1,528	1,620	5.85%	156.0	5.50	1.36	56.48%	כג.כג.כג	31/12/96	
כד.כד.כד	19.76%	339	406	12.72%	338	381	41.77%	237	336	23.89%	293	363	24.54%	97.3	6.45	1.97	45.54%	כד.כד.כד	31/12/96	
כה.כה.כה	3.76%	1,647	1,709	2.01%	1,744	1,269	-8.13%	1,070	983	-0.14%	1,426	1,424	-0.62%	88.8	8.25	2.67	52.42%	כה.כה.כה	31/12/96	
כו.כו.כו	4.08%	784	816	5.11%	782	782	1.82%	881	897	-0.32%	1,243	1,239	2.67%	88.8	7.00	1.70	70.73%	כו.כו.כו	31/12/96	
כז.כז.כז	53.13%	160	245	48.44%	192	285	56.28%	183	286	8.33%	240	260	41.54%	36.8	8.13	2.88	17.82%	כז.כז.כז	31/12/96	
כח.כח.כח	12.81%			13.51%			12.28%			9.86%			12.12%	309.0	6.15	1.70	64.02%	כח.כח.כח	31/12/96	

תחשיבות באונות בעלי השליטה באוניות האגעה:

- (1) עלות 72.15%
- (2) קודן חשוקעות 63.11%
- (3) תאית 43.73%

מבטות

החזקות קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בוניות הון. במקרה של פער משמעותי בין דבר שער החזקה בוניות האגעה ציין גם שיווי זה. מדד אי שיווי - מבטא את היקף העדיפות בוניות האגעה החזקות לעניות המאגעות. שער יכויות האגעה של כל המניות בעלות זכויות האגעה עדיפות חלקי שער החזקה בוניות הון של מניות אלו. עדיפות חלקי שער החזקה בוניות הון של המניה המוחזקת בוניות האגעה. שיווי שוק - על פי שיווי מניות תקן שומעות, באחוזים, של המניה המוחזקת בוניות האגעה. פרמייה=(1-CP)

נספח ד' - התפתחות הפרמיה על מניות בעלות זכויות האבאה עודפות בבורסה לניירות ערך במל-איבי-המשך

1997

שם חברת	31/03/1997		30/06/1997		30/09/1997		31/12/1997		ממונת 1997	שווי שוק ל-31/12/97 (מיליון ש"ח)	סטיות נתון 31/12/97	מדד אי. שוון 31/12/97	התקנת קרב בעלי השליטה 31/12/97
	שער 1 ש"ח	שער 5 ש"ח											
אונדראמא	2,876	2,837	3,071	3,380	3,209	3,152	3,323	3,152	4,256%	102.9	6.37	2.14	87.36%
אפריקה ישראל	17,076	22,674	194,829	273,739	23,701	22,298	20,747	22,298	23.09%	1,004.0	4.75	1.56	68.33%
אקולטאיו (1)	1,117	1,293	1,391	1,488	1,457	1,298	1,211	1,298	9.99%	164.8	6.06	1.78	61.15%
בולטאיו	44,211	41,971	55,378	51,997	46,474	47,900	51,920	47,900	-6.27%	2,521.4	4.32	1.88	76.33%
גב דים	34,974	37,530	46,405	47,411	49,072	43,600	40,205	43,600	5.88%	549.0	5.68	1.43	70.83%
הדר	555	705	757	755	953	695	564	695	16.03%	139.0	8.16	1.44	70.31%
הראל	2,891	3,058	3,514	3,538	4,070	3,149	3,078	3,149	7.17%	656.6	5.60	2.22	69.14%
הלפמ (2)	1,037	1,122	691	836	813	604	503	604	18.11%	40.5	6.78	1.48	51.61%
זיקר (3)	670	781	908	1,035	1,028	692	641	692	15.55%	31.0	5.27	1.27	60.73%
זיקר (4)	4,163	4,707	4,568	4,505	5,015	4,295	4,295	4,654	6.12%	111.3	5.07	1.77	44.39%
החברה לישראל	18,301	22,279	16,451	20,323	21,225	26,700	22,167	26,700	20.76%	1,463.6	4.90	1.09	67.34%
חירו	9,264	11,472	12,485	14,006	10,273	12,602	9,165	12,602	26.28%	53.0	6.78	1.48	66.84%
ישרא	6,145	6,645	7,398	8,415	7,336	5,846	4,975	5,846	17.31%	237.0	5.88	1.47	80.11%
לפטר	220	225	226	264	281	219	181	219	15.23%	71.4	4.53	1.13	55.56%
מנו	2,506	2,922	2,557	3,213	2,952	2,145	2,145	2,540	19.52%	50.3	8.59	1.75	56.08%
מטע הדר	21,685	27,506	17,348	21,369	20,239	18,732	11,880	18,732	38.18%	41.1	5.21	1.21	51.79%
מלבו	936	968	1,346	1,457	1,320	808	921	808	12.57%	124.0	5.33	2.12	51.02%
מורה	1,466	1,466	1,659	1,730	2,027	1,615	1,358	1,615	2.31%	397.3	7.36	1.42	74.91%
מקסמה	952	1,322	1,110	1,253	1,129	1,005	1,005	1,005	17.75%	60.0	5.11	2.14	70.93%
נחשת	868	965	738	888	804	838	787	838	12.29%	51.9	6.33	1.63	93.53%
נס	1,165	1,315	1,394	1,612	1,751	1,897	1,861	1,897	13.29%	8.0	5.03	1.66	78.17%
עלית (5)	1,677	1,923	1,737	1,873	2,058	2,089	2,104	2,089	5.55%	1,009.3	5.94	2.13	56.55%
פוטנור (6)	9,073	9,220	9,203	9,111	11,509	10,365	10,801	10,365	-0.99%	36,311.5	5.57	1.58	36.58%
פניקס	3,111	4,075	4,106	4,563	4,704	5,889	4,292	5,889	20.52%	968.9	8.86	1.11	90.73%
קליל	1,668	1,817	1,876	1,938	1,916	1,463	1,637	1,463	7.68%	140.0	7.59	1.68	57.21%
קרו השקעות (7)	388	435	346	360	481	390	363	390	4.17%	201.2	4.21	2.67	52.48%
קרו והסקפה	1,536	1,624	1,638	1,843	1,916	1,463	1,637	1,463	59.28%	58.2	4.52	2.88	16.75%
תת (8)	308	383	316	487	502	607	336	607	14.50%	399.3	5.93	1.71	63.58%
	24.35%	54.11%	12.52%	78.01%	282	78.01%	282	78.01%					
	14.04%	12.76%	15.74%	14.93%									

בתחנות קבוצת בעלי השליטה באונות האבה:

- (1) אקריטיטו יבני 73.89%
- (2) וולפון 62.96%
- (3) זיקה 72.76%
- (4) זיקת 57.51%
- (5) עלית 70.12%
- (6) פוטנור 47.24%
- (7) קרו השקעות 75.93%
- (8) תת 43.15%

מבונב

החזקות קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה באונות הון. במקרה של פער משמעותי בינו לבין שער החזקה באונות האבה צוין גם שער הון.

מדד אי. שוון - מבטא את היקף העדויות באונות האבה תוקנות למניות העדיפות באונות האבה: שער זכויות האבה של כל המניות בעלות זכויות האבה עודפות חלקי שער החזקה באונות הון על מניות האבה.

סטיות נתון - סטיות נתון שבוטות. באחוזים. של המניה הנחותה באונות האבה.

פרמיה (1-1/P) - על פי שווי השוק באונות האבה. (31 בדצמבר).

נספח ד - התפתחות הפרמיה על מניות בעלות זכויות האבעה עודפות בבורסה לניירות ערך במל-איבי-המשך

1999

שם התורה	החזקות ק"ל בעלי השליטה	מדד א שוויון	סטיות תקן הותה	שווי שוק ל- 31/12/99 (מיליון ש"ח)	פרמיה ממוצעת 1999	31/1/1999			30/9/1999			30/6/1999			31/3/1999		
						ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג
איטליאנא	88.04%	2.14	3.30	101.7	29.57%	2,852	2,800	3,456	23.43%	2,800	3,504	2,480	2,480	2,599	2,280	2,280	13.99%
אפריקה ישראל	75.15%	5.31	2,173.8	6.70%	45,338	2,852	3,980	3,456	1.79%	3,1258	30,699	30,699	26,429	23,101	20,581	12,244	2.56%
אקריסטיוני צ'כ	81.16%	5.63	187.5	2.11%	1,369	1,369	1,488	1,496	-11.90%	1,698	1,496	1,733	1,589	2,000	1,950	2,569	4.21%
בולאמיו	89.03%	4.84	2,794.4	-0.64%	549	549	549	456	-1.51%	463	456	494	510	470	451	4,214	10.83%
ג'ביס	68.11%	1.43	1,116.9	6.93%	58,296	58,296	58,296	61,202	7.76%	56,797	61,202	64,000	60,549	55,200	49,805	26,644	0.13%
הדר	75.27%	5.30	482.5	13.14%	935	935	935	853	6.13%	759	853	912	849	675	533	3,985	22.27%
האל	69.34%	2.22	1,205.0	4.44%	5,779	5,639	5,809	5,809	2.48%	4,939	5,809	5,190	5,320	3,990	458	8,244	36.20%
ולפמו	55.28%	1.48	60.5	19.18%	872	872	872	867	29.16%	718	867	829	667	560	522	37,314	22.55%
זיקור	86.87%	1.77	104.8	35.03%	4,742	4,742	4,997	4,997	53.71%	631	4,997	2,498	2,022	2,754	2,022	36,204	11.47%
החברה לישראל	79.53%	4.67	3,217.6	4.37%	58,499	58,499	43,900	43,900	-5.11%	46,266	43,900	50,200	52,857	39,899	35,794	37,314	53.40%
חורן	71.89%	1.48	44.4	36.87%	97	97	10,513	10,513	28.97%	8,125	10,513	13,493	8,472	10,136	7,382	22,554	3.09%
יורס	69.94%	1.09	58.3	תמניות אחרות במהלך הרבעון הרביעי	125	125	138	138	21.63%	6,140	7,468	8,519	7,140	6,739	5,499	53,404	8.99%
ליפשיך	69.70%	4.00	4.00	תמניות אחרות במהלך הרבעון הרביעי	97	97	107	107	28.97%	107	138	139	93	158	103	30,866	8.99%
ממר	70.53%	1.75	41.1	35.97%	22,200	1,725	2,640	2,640	68.35%	1,587	2,640	2,189	1,759	1,887	1,442	30,866	43.22%
מטבע הדר	77.40%	3.63	95.4	36.02%	40,801	40,801	32,889	32,889	23.948	23,948	32,889	30,897	20,177	31,597	22,062	43,222	8.99%
מטרה	93.44%	1.42	739.3	17.85%	2,900	2,709	2,700	2,700	28.88%	2,095	2,700	2,579	2,039	1,722	1,580	8,999	5.67%
מקסימה	79.21%	7.30	101.7	13.37%	572	572	437	437	16.50%	485	584	650	586	429	406	5,674	-10.42%
מחשתן	83.15%	6.90	56.0	1.27%	941	810	810	810	-0.68%	440	810	379	379	464	518	8,099	2.34%
מט	47.12%	2.13	473.1	8.35%	3,899	3,899	3,899	3,440	2.61%	3,800	3,440	3,990	3,839	2,939	2,719	2,344	8.76%
עלית (1)	37.65%	4.06	287.0	0.83%	4,290	9,822	9,653	9,653	-2.50%	4,400	4,040	3,990	3,939	3,280	3,205	31,833	53.28%
פוטנור (2)	92.34%	4.11	1,578.0	1.47%	872	872	872	923	-1.72%	7,917	7,948	9,427	9,577	7,979	7,336	8,766	31,833
רפניק (3)	17.01%	2.88	58.5	1.97%	1,578.0	1,578.0	1,578.0	1,578.0	43.32%	644	923	1,049	1,027	816	619	31,833	53.28%
ראת (3)	71.69%	5.16	776.5	20.38%	531	531	498	498	16.74%	186	498	469	193	397	259	18,533	18.53%
תלמיטה	103.40%	58.5	103.40%	15.34%	355	355	498	498	25.04%	186	498	469	193	397	259	18,533	18.53%
תלמיטה	20.38%	776.5	20.38%	15.34%	355	355	498	498	25.04%	186	498	469	193	397	259	18,533	18.53%

תמניות קבוצת בעלי השליטה בתמניות האבעה:

- (1) עלית - 62.59%
- (2) פוטנור - 49.60%
- (3) ראת - 47.94%

מבטוח

החזקות קבוצת בעלי ע"ג (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בזכויות הון. במקרה של פער משמעותי בינו לבין שער החזקה בזכויות המאבעה ניתן גם שער זה. מדד א - שוויון - מבטא את היקף העדיפות בזכויות האבעה המקומות למניות בעלות זכויות האבעה: שער זכויות האבעה של כל המניות בעלות זכויות האבעה. שווי שוק - שער חלקי שער החזקה בזכויות הון של מניות אלו. עודפות תקן - סטיות תקן בשווי, באחוזים, של המניה הנחותה בזכויות האבעה. סטיות תקן - שווי שוק - על פי שווי המניות ביחס המסחר האחרון בשנה (31 בדצמבר). פרמיה (1-1/P1).

נספח ד'- התפתחות הפרמייה על מניות בעלות זכויות האבעה עודפות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב-המשך

2000

שם חברת	31/12/2000		30/09/2000		30/06/2000		31/03/2000	
	מחיר	שינוי שוק ל-31/12/2000	מחיר	שינוי שוק ל-30/09/2000	מחיר	שינוי שוק ל-30/06/2000	מחיר	שינוי שוק ל-31/03/2000
אינטראקט	142.6	2.14	5.361	30.47%	5.485	26.23%	6.971	26.23%
אפריקה ישראל	1,624.0	1.56	33,750	-8.78%	40,140	-10.80%	45,100	4.62%
אורקלין צב	251.5	0.70	2,000	9.11%	2,389	24.43%	1,909	28.08%
בולקאטי	2,724.5	5.14	540	-0.74%	572	1.78%	595	0.17%
ג.מ.ס	899.3	3.97	46,996	7.21%	57,002	7.55%	64,097	2.53%
הדר	505.4	6.84	921	17.47%	1,164	8.68%	1,080	38.10%
הראל	1,170.8	5.07	5,300	-5.73%	6,200	5.30%	5,890	1.49%
ולפמן	57.7	3.71	757	-12.89%	890	2.42%	916	-2.91%
זיקית		1.48					4,091	
חברת לישראל		5.26					65,099	
חירן	44.4	4.43	9,691	21.50%	10,000	1.72%	12,328	17.19%
לפסי	32.7	4.17	64	-35.35%	101	8.60%	129	-13.28%
מור	34.6	2.62	1,717	14.31%	2,500	3.85%	3,183	18.54%
מטע הדר	97.3	1.21	41,017	3.09%	43,977	10.53%	45,000	-4.22%
מורה	738.9	1.58	2,933	10.72%	2,990	16.84%	3,100	-1.36%
מסקמה	129.8	2.77	410	-4.77%	541	-22.71%	609	0.99%
מחשת	52.1	5.17	819	0.74%	980	1.24%	1,050	-1.65%
מס	346.5	2.44	2,739	-5.55%	3,069	3.085	3,139	15.45%
מעי (1)	2,006.7	5.29	4,165	0.17%	4,351	-0.48%	4,590	-2.43%
פיננטור	149.7	6.26	5,179	4.82%	7,388	2.64%	10,188	10.442
הפניקס	1,702.1	4.58	932	35.27%	815	13.35%	959	23.42%
תת (2)	63.8	8.87	599	56.40%	820	65.66%	701	75.69%
	638.2	4.34		4.71%		7.50%		10.44%

התמזגות קבוצת בעלי השליטה ברשות האבעה:

- (1) עלות: 63.51%
- (2) תוא: 47.94%

החזקות קבוצת בעלי ענין ללא גופים מוסדיים - על פי שער החזקה בזכות און במקרה של פער משמעותי בין לכין שער החזקה בזכות האבעה זיון גם שער זה. מוד א. שיוון - מבטא את היקף העדיפות בזכות האבעה המקנות למניות העדיפות בזכות האבעה: שער זכויות האבעה של כל המניות בעלות זכויות האבעה עודפות חלקי שער החזקה בזכות האבעה הכוללת מניות אלו. מניות חלקי - שער שיוון - על פי שער האחרון, של המניה הזוהרה בזכות האבעה. שווי שוק - על פי שווי המניה בזמן המסחר האחרון בשנה (31 בדצמבר). פרמייה=(1-1/P)P.

נספח ד' - התפתחות הפרמיה על מניות בעלות זכויות האצבעה עודפות בבורסה ללתיירות ערך בתל-אביב-המשך

2003

שם חברת אינטראקט	מדידת שוויין	מדידת תמורה	שווי שוק ל- פרמיה ממוצעת 2003	שווי שוק ל- פרמיה ממוצעת 2003 (מיליון ש"ח)	31/12/2003		30/09/2003		30/06/2003		31/03/2003			
					ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג
אפריקה ישראל	86.16%	2.14	3.27	35.6	7.05%	1050	1450	1,370	1,366	1,342	606	48,710	451	34.37%
ביליט	76.21%	1.88	4.39	2,623.1	2.55%	523	400	402	429	446.6	249.44	234	234	0.60%
גביס	72.86%	1.43	2.37	843.7	8.41%	45,670	42,440	39,420	41,000	44,000	7,32%	30,020	234	6.60%
הראל השקעות	71.24%	2.22	4.22	3,315.1	0.98%	16,290	10,080	9,898	11,320	11,380	0.53%	7,918	7,918	3.93%
ולפון	85.63%	2.14	2.14	59.9	8.67%	930	802	773	880	880	10.00%	790	885	4.65%
חורון	86.20%	2.02	2.02	44.9	21.09%	9,190	9,100	7,400	9,060	9,060	25.83%	6,620	8,820	33.23%
מטרה	68.74%	1.48	2.02	63.4	-21.92%	23,860	30,000	36,000	25,490	25,490	-29.19%	36,000	8,820	-8.11%
מנורה	80.42%	1.21	6.37	1,771.3	15.35%	6,700	4,807	3,912	4,444	4,974	11.93%	3,740	2,884	29.68%
מקיסמה	85.94%	1.42	6.45	71.4	12.46%	364	390	350	280	286	2.14%	240	240	36.25%
מקיסמת	74.22%	2.12	2.12	44.3	64.44%	892	892	554	570	892	56.49%	572	892	55.94%
סמ	86.00%	1.66	4.14	460.8	-0.57%	3,700	3,400	3,190	2,920	2,905	-3.95%	2,404	2,460	-2.28%
עלית	73.52%	2.13	4.06	1,938.1	-2.31%	3,479	3,192	3,254	2,904	2,905	0.03%	2,188	2,188	-6.31%
הפניקס	91.16%	1.11	3.41	2,758.2	50.48%	1,504	1,107	955	1,168	1,525	30.57%	597	1,348	125.80%
	79.87%	1.69	3.75	1,079.2	12.82%						8.77%			22.65%

החזקות קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בזכויות הון. במקרה של פער משמעותי בין לבין שער החזקה בזכויות האצבעה צויין גם שער זה.

מדד אי-שוויון - מבטא את היקף הליקויים בזכויות האצבעה המוקנות לזכויות העדיפות (מיליון ש"ח) 2003. שער זכויות האצבעה של כל המניות בעלות זכויות תמורה קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בזכויות הון. במקרה של פער משמעותי בין לבין שער החזקה בזכויות האצבעה צויין גם שער זה.

מדד אי-שוויון - מבטא את היקף הליקויים בזכויות האצבעה המוקנות לזכויות העדיפות (מיליון ש"ח) 2003. שער זכויות האצבעה של כל המניות בעלות זכויות תמורה קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בזכויות הון. במקרה של פער משמעותי בין לבין שער החזקה בזכויות האצבעה צויין גם שער זה.

מדד אי-שוויון - מבטא את היקף הליקויים בזכויות האצבעה המוקנות לזכויות העדיפות (מיליון ש"ח) 2003. שער זכויות האצבעה של כל המניות בעלות זכויות תמורה קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בזכויות הון. במקרה של פער משמעותי בין לבין שער החזקה בזכויות האצבעה צויין גם שער זה.

מדד אי-שוויון - מבטא את היקף הליקויים בזכויות האצבעה המוקנות לזכויות העדיפות (מיליון ש"ח) 2003. שער זכויות האצבעה של כל המניות בעלות זכויות תמורה קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בזכויות הון. במקרה של פער משמעותי בין לבין שער החזקה בזכויות האצבעה צויין גם שער זה.

מדד אי-שוויון - מבטא את היקף הליקויים בזכויות האצבעה המוקנות לזכויות העדיפות (מיליון ש"ח) 2003. שער זכויות האצבעה של כל המניות בעלות זכויות תמורה קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בזכויות הון. במקרה של פער משמעותי בין לבין שער החזקה בזכויות האצבעה צויין גם שער זה.

מדד אי-שוויון - מבטא את היקף הליקויים בזכויות האצבעה המוקנות לזכויות העדיפות (מיליון ש"ח) 2003. שער זכויות האצבעה של כל המניות בעלות זכויות תמורה קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בזכויות הון. במקרה של פער משמעותי בין לבין שער החזקה בזכויות האצבעה צויין גם שער זה.

מדד אי-שוויון - מבטא את היקף הליקויים בזכויות האצבעה המוקנות לזכויות העדיפות (מיליון ש"ח) 2003. שער זכויות האצבעה של כל המניות בעלות זכויות תמורה קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בזכויות הון. במקרה של פער משמעותי בין לבין שער החזקה בזכויות האצבעה צויין גם שער זה.

מדד אי-שוויון - מבטא את היקף הליקויים בזכויות האצבעה המוקנות לזכויות העדיפות (מיליון ש"ח) 2003. שער זכויות האצבעה של כל המניות בעלות זכויות תמורה קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בזכויות הון. במקרה של פער משמעותי בין לבין שער החזקה בזכויות האצבעה צויין גם שער זה.

מדד אי-שוויון - מבטא את היקף הליקויים בזכויות האצבעה המוקנות לזכויות העדיפות (מיליון ש"ח) 2003. שער זכויות האצבעה של כל המניות בעלות זכויות תמורה קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בזכויות הון. במקרה של פער משמעותי בין לבין שער החזקה בזכויות האצבעה צויין גם שער זה.

מדד אי-שוויון - מבטא את היקף הליקויים בזכויות האצבעה המוקנות לזכויות העדיפות (מיליון ש"ח) 2003. שער זכויות האצבעה של כל המניות בעלות זכויות תמורה קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בזכויות הון. במקרה של פער משמעותי בין לבין שער החזקה בזכויות האצבעה צויין גם שער זה.

נספח ד' - התפתחות הפרמייה על מניות בעלות זכויות האבנה עודפות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב-המשך

2004

שם חברת אינדקס	מדידת שווי	31/12/2004		30/09/2004		30/06/2004		31/03/2004										
										ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג	ע"ג
אינדקס	2,14	2,32	2,14	2,32	2,14	2,32	2,14	2,32	2,14	2,32	2,14	2,32	2,14	2,32	2,14	2,32	2,14	2,32
בילאומי	1,88	4,27	1,88	4,27	1,88	4,27	1,88	4,27	1,88	4,27	1,88	4,27	1,88	4,27	1,88	4,27	1,88	4,27
גב"ם	1,43	3,79	1,43	3,79	1,43	3,79	1,43	3,79	1,43	3,79	1,43	3,79	1,43	3,79	1,43	3,79	1,43	3,79
הראל השקעות	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%	86,16%
ולפון	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0
חירו	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3
מטע הוד	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9
מקסימה	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4
נחשקן השקעות	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2
סמ	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2
הפניקס	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4
הראל השקעות	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7
אינדקס	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80
בילאומי	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41
גב"ם	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80
הראל השקעות	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0
ולפון	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3
חירו	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9
מטע הוד	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4
מקסימה	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2
נחשקן השקעות	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2
סמ	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4
הפניקס	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7
אינדקס	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80
בילאומי	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41	1,11	2,41
גב"ם	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80	1,62	3,80
הראל השקעות	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0	86,39%	65,0
ולפון	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3	86,20%	55,3
חירו	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9	68,74%	57,9
מטע הוד	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4	87,12%	81,4
מקסימה	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2	74,22%	23,2
נחשקן השקעות	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2	84,70%	630,2
סמ	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4	90,70%	2,314,4
הפניקס	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7	81,28%	728,7

מדידת קבוצת בעלי ענין (ללא גופים מוסדיים) - על פי שער החזקה בכויות חון. במקרה של פער משמעותי בין לבין שער החזקה בכויות האבנה אזין גם שער זה.
 מדידת שוויין - מבטא את היקף העדויות בכויות האבנה המקומות למניות העדויות. של המניה הנוחה בכויות האבנה.
 סטיית תקן - סטיית תקן שבוועית באחוזים, של המניה הנוחה בכויות האבנה.
 שווי שקי - על פי שווי המניות ביום המסחר האחרון בשנה (31 בדצמבר).
 פרמייה=(P1/P5)-1.

רשימה ביבליוגרפית

- ברונפלד, שאול ורונית הראל, "הפרמיה על מניות עדיפות בבורסה של תל אביב", הרבעון לבנקאות חוברת מס' 116, יולי 1991, עמ' 67-83.
- ברנר, מנחם, רפי אלדור ושמואל האוזר, "מחיר אי-נזילות של אופציות", רשות ניירות ערך, נובמבר 1999.
- האוזר, שמואל ואיטה שוחט, "הקשר בין ריכוז שליטה בידי בעלי עניין לבין התמורה לבעלי המניות בחברות ציבוריות בישראל", רשות ניירות ערך, דצמבר 1991.
- האוזר, שמואל ואיטה שוחט, "שמוש בזכויות הצבעה של מניות על ידי משקיעים מוסדיים", רשות ניירות ערך, ינואר 1992.
- האוזר, שמואל ויעל תנחומא, "בחינת יעילות המסחר בשיטת הרצף בבורסה בתל אביב", רשות ניירות ערך, יוני 1998.
- טברסקי, אברהם ואילן רוזן, "התמורה הנאותה לבעלי המניות העדיפות בשיא החזקות בע"מ בגין איחוד זכויות ההצבעה במניות החברה", הרבעון לבנקאות מס' 116, יולי 1991, עמ' 36-66.
- "פיצוי בעלי שליטה בגין השוואת זכויות הצבעה – יום עיון" הרבעון לבנקאות מס' 116, יולי 1991 עמ' 84-127.
- סוארי, יצחק, משה ברקת ודן גבעולי, היבטים בחלוקת דיבידנד לאור חוק החברות החדש, מכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות, הוצאת גלובס, 1999.
- סוארי, יצחק, אלון רווח ודניאל פסרמן, רכישה עצמית של מניות לאור חוק החברות החדש, מכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות, הוצאת גלובס, 2001.
- עזרא אילן, "הערכת שווי זכויות הצבעה", עבודת גמר לקראת התואר "מוסמך במנהל עסקים", בפקולטה לניהול - אוניברסיטת תל אביב, ספטמבר 1992.
- פלמן אברהם, הדרה בר - מור, דיני חברות בישראל להלכה ולמעשה, כרכים א ו-ב, כרטא ספרי משפט, 1994, עמ' 750-762.
- Amihud, Yakov, "Illiquidity and Stock Returns: Cross – Section and Time – Series Effects", Journal of Financial Markets 5, January 2002, pp.31-56.

Amihud, Yakov and Haim Mendelson, "Asset Pricing and the Bid – Ask Spreads", Journal of Financial Economics 17, December 1986, pp. 223-249.

Amihud, Yakov, Haim Mendelson and Beni Lauterbach, "Market Microstructure and Securities Values: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange", Journal of Financial Economics 45, September 1997, pp. 365-395.

Ang, James .S and William L. Megginson, "Restricted Voting Shares, Ownership Structure and the Market Value of Dual – Class Firms", The Journal of Financial Research 12, Winter 1989, pp. 301-318.

Barclay, Michael J. and Clifford G. Holderness, "Private Benefits from Control of Public Corporations", Journal of Financial Economics 25, December 1989, pp. 371-395.

Barclay, Michael J., Clifford G. Holderness and Dennis P. Sheehan, "The Block Pricing Puzzle", Working paper, University of Rochester, 2001.

Baumol, William J., "Business Behavior, Value and Growth", Macmillan, New York. 1959.

Bebchuk, Lucian A., Reinier Kraakman and George Triantis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights", Concentrated Corporate Ownership (Morck, Randall K., editor), 2000, pp. 445-460.

Biger, Nahum, "Market Recognition of the Value of Control", Working paper, University of Haifa, 1991.

Brennan, Michael J., and Avanidher Subrahmanyam, "Market Microstructure and Asset Pricing: on the Compensation for Illiquidity in Stock Returns", Journal of Financial Economics 41, July 1996, pp. 441- 464.

Brenner, Menachem, Rafi Eldor and Shmuel Hauser, "The Price of Option Illiquidity", The Journal of Finance 56, April 2001, pp.789-805.

Burkart, Mike, Denis Gromb., and Fausto Panunzi, "Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders", Journal of Political Economy 106, February 1998, pp. 172 – 204.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov., Joseph P.H. Fan and Larry H.P. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", The Journal of Finance 57, December 2002, pp. 2741 – 2771.

Coase, Ronald H., "The Problem of Social Cost", Journal of Law and Economics 3, October 1960, pp. 1-44.

Cronqvist, Henrik and Mattias Nilsson, "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders", Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, December 2003, pp. 695-719.

DeAngelo, Harry and Linda DeAngelo, "Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock", Journal of Financial Economics 14, March 1985, pp. 33-69.

Domwitz, Ian, "Automating the Price Discovery Process: Some International Comparisons and Regulatory Implications", Journal of Financial Services Research 6, June 1993, pp. 305-326.

Durnev, Art and E. Han Kim, "To Steal or not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation", The Journal of Finance 60, June 2005, pp. 1461–1493.

Dyck, Alexander and Luigi Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison", The Journal of Finance 59, April 2004, pp. 537-600.

Easterbrook, Frank H., "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", The American Economic Review 74, September 1984, pp 650-659.

Francis, Jennifer, Katherine Schipper and Linda Vincent, "Earnings and Dividend Informativeness when Cash Flow Rights are Separated from Voting Rights", Journal of Accounting and Economics 39, June 2005, pp. 329–360.

Garbade, Kenneth D., "Securities Markets", McGraw-Hill, New York, 1982.

Gompers, Paul, Joy Ishii and Andrew Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices", The Quarterly Journal of Economics 118, February 2003, pp. 107-155.

Grossman, Sanford J. and Oliver D. Hart, "The Costs and Benefits of ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", Journal of Political Economy 94, August 1986, pp.691-719.

Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart, "One Share – One Vote and the Market for Corporate Control", Journal of Financial Economics 20, 1988, pp. 175 – 202.

Huang Roger D. and Hans R. Stoll, "The Components of the Bid-Ask Spread: A General Approach", The Review of Financial Studies 10, Winter 1997, pp. 995-1034.

Hauser, Shmuel and Beni Lauterbach, "The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual – Class Stock Unifications", The Review of Financial Studies 17, Winter 2004, pp.1167-1184.

Holderness, Clifford G., "A Contrain View of Ownership Concentration in the United States and Around the World", the Symposium on "the Ownership of the Modern Corporation: Economic and Legal Perspectives on Private Versus Publicly Listed Corporations", August 2005.

Holderness, Clifford G. and Dennis P. Sheehan, "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis", Journal of Financial Economics 20, 1998, pp. 317-346.

Holderness, Clifford G., Rondall S. Kroszner and Dennis P. Sheehan, "Were The Good Old Days That Good? Changes in the Managerial Stock Ownership since the Great Depression", The Journal of Finance 54, April 1999, pp. 435-469.

Horner, Melchior R., "The Value of the Corporate Voting Rights: Evidence from Switzerland", Journal of Banking and Finance 12, March 1988, pp. 69-83.

Jarrell, Gregg A. and Annette B. Poulsen, "Dual-Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence", Journal of Financial Economics 20, 1988, pp. 129-152.

Jensen Michael, C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", The American Economic Review 76, May 1986, pp. 323-329.

Lambert, Richard A., and David F. Larcker, "Golden Parachutes, Executive Decision – Making and Shareholder Wealth", Journal of Accounting & Economics 7, April 1985, pp. 179-203.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, "Corporate Ownership Around the World", The Journal of Finance 54, April 1999, pp. 471-517.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Law and Finance", Journal of Political Economy 106, December 1998, pp. 1113-1155.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation", The Journal of Finance 57, June 2002, pp. 1147-1170.

Lemmon, Michael L and Karl V. Lins, "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from East Asian Financial Crisis", The Journal of Finance 58, August 2003, pp. 1445-1468.

Lease, Ronald C., John J. McConnell and Wayne H. Mikkelson, "The Market Value of Control in Publicly - Traded Corporations", Journal of Financial Economics 11, April 1983, pp. 439-471.

Levy, Haim, "Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock", The Journal of Finance 38, March 1983, pp. 79-93.

Longstaff, Francis A., "How Much can Marketability Affect Security Values", The Journal of Finance 50, December 1995, pp. 1767-1774.

O'Hara, Maureen, "Presidential Address: Liquidity and Price Discovery", The Journal of Finance 58, August 2003, pp 1335-1354.

Maher, J. Michael, "Discounts For Lack of Marketability for Closely-Held Business Interests", Taxes 54, September 1976. pp. 562-571.

Morck, Randall, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", Journal of Financial Economics 20, 1988, pp. 293-315.

Nenova, Tatiana, "The Value of Corporate Voting Right and Control: A Cross-Country Analysis", Journal of Financial Economics 68, June 2003, 68, pp. 325-351.

Nenova, Tatiana, "Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil", World Bank Working Paper, 2001.

Partch, M. Megan, "The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth", Journal of Financial Economics 18, June 1987, pp. 313-339.

Roe, Mark J., "Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance", University press, Princeton, N.J, 1994.

Ruback, Richard S., "Coercive Dual-Class Exchange Offers", Journal of Financial Economics 20, 1988, pp. 153-173.

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", The Journal of Finance 52, June 1997, pp. 737-783.

Shleifer, Andrei, and Daniel Wolfenzon, "Investor Protection and Equity Markets", Journal of Financial Economics 66, October 2002, pp. 3-27.

Silber, William L., "Thinness in Capital Markets: The Case of the Tel Aviv Stock Exchange", The Journal of Financial and Quantitative Analysis 10, March 1975, pp. 129-142.

Weir, Charles, David Laing and Phillip .J. McKnight, "An Empirical Analysis of the Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of UK Firms", Working Paper, Cardiff Business School, 2002.

Wruck, Karen Hopper, "Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financing", Journal of Financial Economics 23, June 1989, pp. 3-28.

Zingales, Luigi, "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience", The Review of Financial Studies 7, Spring 1994, pp.125-148.

Zingales, Luigi, "What Determines the Value of Corporate Votes?", The Quarterly Journal of Economics 110, November 1995, pp.1047-1073.

פרסומי המכון:

שנת תשנ"ב:

פרופ' מנחם ברנר פרופ' יצחק סוארי	הנפקות חבילה והנפקות לעובדים	נ"ב-1
פרופ' דן גבעולי רו"ח צבי יוכמן	עקרון העסק החי	נ"ב-2
פרופ' יוסי אהרוני ד"ר אייל סולגניק	"תלויות" בחינה תאורטית ואמפירית של עקרונות המדידה והדיווח	נ"ב-3
ד"ר אהוד סט	"יישום שיטת תזרים המזומנים" לחישוב הוצאות המימון הראליות השלמת "החוליה החסרה" בדו"חות המתואמים לאינפלציה	נ"ב-4
ד"ר יוסי בכר פרופ' נחום מלומד	ניתוח נורמטיבי של כללי הדיווח הכספי בעסקאות של מכשירים פיננסים חדשים	נ"ב-5

שנת תשנ"ג:

פרופ' יצחק סוארי רו"ח רויטל אבירם	שינויים חשבונאיים	נ"ג-1
ד"ר אלי אופק רו"ח דניאל ורקר	חיזוי קשיים פיננסים של חברות ציבוריות על פי נתונים חשבונאיים מותאמים ונומינלים	נ"ג-2
פרופ' בעז רוני פרופ' יורם עדן ד"ר ישי ספקטור	פיתוח כלים תומכי החלטה לתמחור והמחרה בסביבת יצור מודרנית	נ"ג-3
פרופ' נסים ארניה רו"ח שלמה ברטוב	הטיפול החשבונאי ברכישת נכסים וחברות להנפקת מניות	נ"ג-4
ד"ר יוסי בכר פרופ' נחום מלומד	דיווח כספי במחירי שוק	נ"ג-5

שנת תשנ"ד:

פרופ' ברוך לב רו"ח רן זילברמן רו"ח רון קשניק	מידע וולנטרי בשוק ההון הישראלי	נ"ד-1
רו"ח ניר זיכלינסקי רו"ח דורון דבי	הטיפול החשבונאי במגזרים	נ"ד-2
פרופ' אלי אמיר פרופ' אמיר זיו	חשבונאות פנסיה והטבות לעובדים	נ"ד-3
רו"ח שילה ליפשיץ	השפעות של גורמי סיכון והחלקת רווחים על שיעורי ההפרשות לחובות מסופקים של הבנקים המסחריים בישראל	נ"ד-4
רו"ח חיים אשהיים	הכללת מדדי ביצוע (יעילות איכות) בדו"חות כספיים תקופתיים של מלכ"רים (בתי חולים)	נ"ד-5

שנת תשנ"ה:

פרופ' בעז רוני פרופ' יורם עדן	היבטים אסטרטגיים וטקטיים בתהליכי המחרה וקבלת החלטות בסביבה מוגבלת משאבים	נ"ה-1
פרופ' יוסי אהרוני ד"ר עמיהוד דותן ד"ר אייל סולגניק	עקרון המהותיות בדיווח הפיננסי היבטים תאורטיים ואמפיריים	נ"ה-2
רו"ח שילה ליפשיץ	הטיפול החשבונאי במכירת הלוואות	נ"ה-3
פרופ' יצחק סוארי רו"ח אורי כהן	סוגיות בהחזקת מניות חברה על ידה או על ידי חברה בת שלה	נ"ה-4
רו"ח דורון דבי רו"ח ניר זיכלינסקי	ירידת ערך נכסים	נ"ה-5

שנת תשנ"ו:

ני"ו-1	היבטים כלכליים חשבונאיים ומשפטיים בחבויות סביבתיות	רו"ח משה ברקת פרופ' יצחק סוארי רו"ח נחום שויצקי
ני"ו-2	היבטים של עסקאות מכירה בחסר	פרופ' דן גלאי רו"ח רויטל אבירם
ני"ו-3	הקשר שבין שיפור תפעולי לבין חשיפה חשבונאית	פרופ' בעז רוני פרופ' יורם עדן
ני"ו-4	עיון מחודש בחשבונאות על בסיס השווי המאזני	רו"ח אורי כהן פרופ' יצחק סוארי ד"ר אייל סולגניק
ני"ו-5	ייחוס מסים בחשבונאות	פרופ' אלי אמיר

שנים תשנ"ז-תשנ"ח:

ני"ז-ני"ח 1	ראיה משתקית של הדיווח הכספי	פרופ' נסים ארניה רו"ח אהוד ימפולר
ני"ז-ני"ח 2	מדדי רווחיות חשבונאיים ותשואות על מניות בשוק ההון בישראל:	פרופ' אמיר ברנע ד"ר שמואל האוזר ד"ר אייל סולגניק מר אבי שכטר
ני"ז-ני"ח 3	הטיפול החשבונאי בעלויות הפרסום	פרופ' יוסי אהרוני רו"ח ניר יהודה
ני"ז-ני"ח 4	הבקרה בחברות באמצעות הדמ"צ, הדח"צ (דירקטור חיצוני)	פרופ' יוסף גרוס
ני"ז-ני"ח 5	היבטים בחלוקת דיבידנד	פרופ' יצחק סוארי רו"ח משה ברקת פרופ' דן גבעולי

שנת תשנ"ט:

ני"ט - 1	אופציות למנהלים בישראל: תמונת מצב והטיפול החשבונאי	פרופ' ששון בר יוסף פרופ' אלי טלמור
ני"ט - 2	היבטים בפעילות חברות אחזקה בישראל	פרופ' יצחק הדרי רו"ח אלי גילבאי
ני"ט - 3	רפורמת הדיווח ברשויות מקומיות לאור המלצות "ועדת ברנע" ו "ועדת אמרני" ולקחים למתכונת ביצוע רפורמות חשבונאיות במגזרים אחרים	מר שוקי אמרני רו"ח רפאל האפט ד"ר אייל סולגניק
ני"ט - 4	חשבונאות בתנאי אינפלציה - האם להמשיך?	פרופ' אריה גנס

שנת תש"ס - תשס"א:

ש"ס- ס"א 1	חוק החברות החדש - היבטים משפטיים ומיסויים	רו"ח אלי גילבאי
ש"ס- ס"א 2	רכישה עצמית מניות	פרופ' יצחק סוארי רו"ח אלון רווח מר דניאל פסרמן
ש"ס- ס"א 3	"לי זה עולה יותר" - קבלת החלטות ניהוליות תמחיר ומדדדים	פרופ' יורם עדן פרופ' בעז רוני

שנת תשס"ב

ס"ב 1	על הליך קבלת החלטות במוסד לתקינה בחשבונאות	ד"ר אייל סולגניק פרופ' יעקב פרוש
-------	---	-------------------------------------

**שנת תשס"ג
ס"ג 1**

	מושג ה"שליטה" והשלכותיו – מבט אל דיני החברות, דיני ניירות ערך, דיני מס ועקרונות חשבונאות	פרופ' יוסף גרוס
--	--	-----------------

שנת תשס"ד-תשס"ה

ס"ה 1	מתמחיר תרומה לתמחיר מבוסס-פעילויות וחזרה: לקחים מיישום מתודולוגית קבלת ההחלטות הגלובליות	ד"ר ניצה גרי פרופ' בעז רוני
ס"ה 2	חשיפות והגנות מפני סיכוני שוק - פרקטיקה ודיווח	ד"ר דן וייס רו"ח אפרת שוסט
ס"ה 3	שווי והשגת שליטה	רו"ח אלונה בר און פרופ' יצחק סוארי
ס"ה 4	מודל מיסוי החברות בישראל	ד"ר אלי גילבאי

