



## שליטה ללא שליטה



אייל סולגניק

אברהם כרמלי

דן וייס

רוני גולן

דני בן-שחר

פרופ' דני בן-שחר הוא חבר סגל בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב ומכהן כראש מכון אלרוב לחקר הנדל"ן. מחקריו מתרכזים בעיקר בתחומים של כלכלת נדל"ן, כלכלה עירונית ושוקי דיור. בן-שחר הוא בעל תואר B.A. בכלכלה מאוניברסיטת תל אביב ותואר Ph.D. ומימון נדל"ן מ-University of California at Berkeley.

ד"ר רוני גולן הוא ראש צוות data science ב-NICE Actimize ועמית מחקר במכון אלרוב לחקר הנדל"ן באוניברסיטת תל אביב. עבודותיו האקדמיות עוסקות בעיקר בכלכלת נדל"ן ובשוק הדיור. גולן הוא בוגר תואר B.Sc. בהנדסת מבנים ותואר Ph.D. ומימון ערים ואזורים מהטכניון, וכן השתלמות בתר-דוקטורט בבית הספר לניהול של UCLA.

פרופ' דן וייס, רוי"ח, הוא חבר סגל בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב ועומד בראש מרכז הראל לחקר שוק ההון. מחקריו עוסקים בחשבונאות, ביטוח, ממשל תאגידי ובעלות משפחתית על עסקים. הצטרף לפקולטה לניהול בשנת 2003 מ-University of California at Davis, וערך את *Journal of Management Accounting Research*. כיהן כדירקטור חיצוני בבורסה לניירות ערך בתל אביב, כיו"ר דירקטוריון וזירקטור בחברות ציבוריות.

פרופ' אברהם כרמלי הוא חבר סגל בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב החוקר בתחומי האסטרטגיה והניהול. הוא הצטרף לפקולטה לניהול באוקטובר 2010. תחומי המחקר של פרופסור כרמלי כוללים: מנהיגות אסטרטגית (מנכ"לים/ות, הנהלות בכירות, מועצות מנהלים), תהליכי קבלת החלטות אסטרטגיות, דעיכה וכישלונות של ארגונים, ניהול משברים, קלות תנועה וחוסן, למידה ותהליכי יצירת ידע חדש, יצירתיות, חדשנות ויזמות פנים-ארגונית, וכן מערכות יחסים חיוביות בארגונים, גיוון והכלה, וארגונים אחראים וקיימות.

ד"ר אייל סולגניק, רוי"ח, הוא חבר סגל אקדמי בבית הספר אריסון למנהל עסקים באוניברסיטת רייכמן. פרסם מאמרים בתחום כלכלת מידע, לרבות בדבר הערך השלילי של אינפורמציה בשווקים כלכליים שונים, וכן מאמרים העוסקים ביישום מודלים מתמטיים מתורת המשחקים ותחומים נוספים לשאלות בתחום כלכלת נדל"ן, דירקטוריונים ועסקים משפחתיים. שימש בעבר כרואה החשבון הראשי של רשות ניירות ערך ואחר כך כמייסד ומנהל מחלקת תאגידיים בה; כשותף בפירמת רואי חשבון (אז תחת KPMG); כמנהל הכספים הראשי של קונצרן אי.די.בי; וכסגן הפרובוסט באוניברסיטת רייכמן. בין היתר כיהן כחבר במועצת השמאים, חבר במועצת רואי חשבון וחבר במועצת המוסד לתקינה בחשבונאות.

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

## תקציר

בשנים האחרונות הולך וגדל מספרן ומשקלן הכלכלי של החברות שבהן אין בעל שליטה מובהק. אנו בוחנים את סוגיית השליטה בחברה ציבורית על ידי בעל בלוק מניות המחזיק עד 25% מהמניות חברה ציבורית, כאשר שאר המניות מתחלקות בין מספר גופים מוסדיים (כל גוף מחזיק בבלוק מניות) והציבור הרחב (כל יחיד מחזיק כמות זניחה של מניות). תוצאות הניתוח שלנו מראות כי לבעל בלוק מניות (עד 25%), שבניגוד לגופים המוסדיים אינו מוגבל רגולטורית לקיים קשר, לשתף פעולה ולתאם החלטות עם בעלי המניות האחרים, יש כוח אפקטיבי גבוה משמעותית משיעור החזקתו בחברה להשפיע על קבלת החלטות באספת בעלי מניות, ודרכה על ניהולה של החברה. כלומר, אנו מוצאים כי אפשרות שיתוף הפעולה והתיאום בינו לבין הגופים המוסדיים לכשעצמה מחזקת את כוחו של בעל בלוק המניות להשפיע על קבלת החלטות בחברה מעבר לחלקו במניות החברה. אולם כנגד פוטנציאל שליטה עודף זה, המחליש את שליטת הגופים המוסדיים, יכולים האחרונים למכור בלוק מניות לגוף נוסף שאינו מוסדי (כגון קרן גידור), שגם עליו לא חלות מגבלות תקשורת ותיאום. קיום גוף נוסף כזה, או אף הפוטנציאל לכך, גורע מכוחו העודף של בעל בלוק המניות הראשון. במילים אחרות, הגופים המוסדיים עשויים להיות "ממליכי המלכים" – מכירת בלוק מניות תמליך את הרוכש כבעל יכולת לכוון את פעילות החברה, אך תותיר בידיהם את האפשרות להחלישו בכל עת באמצעות מכירה נוספת של בלוק מניות נוסף לגורם אחר.

## 1. מבוא

לאור התפתחות זו, אנו בוחנים את סוגיית השליטה בחברה ציבורית על ידי בעל בלוק מניות המחזיק עד 25% מהמניות חברה ציבורית, כאשר שאר המניות מתחלקות בין מספר גופים מוסדיים (כל גוף מחזיק בבלוק מניות) והציבור הרחב (כל יחיד מחזיק כמות זניחה של מניות). שאלת השליטה נבחנת בהיבט של הכוח האפקטיבי להשפיע על קבלת החלטות בחברה. אנו בוחנים באיזו מידה יש לבעלי מניות המחזיקים בבלוקים לא גדולים של מניות את הכוח להשפיע על תהליכי קבלת החלטות באספת בעלי המניות, על פעילות הדירקטוריון ועל ניהול החברה בפועל.

כדי לבחון את כוח ההשפעה האפקטיבי, אנו מציעים ניתוח תורת משחקים המתבסס על ערך מאיירסון (Myerson, 1977), שהוא הרחבה של ערך שפלי (Shapley, 1953; Shapley & Shubik, 1954). ערכי שפלי ומאירסון מודדים את הכוח של כל שחקן להכריע בתהליך קבלת החלטות. ערך שפלי משמש פעמים רבות לאפיין וכימות כוחם של שחקנים במערכות פוליטיות, שוקי הון, ועדות ועוד (Hart, 2011; Dressler 2020; Aminadav et al. 1989). ביסודו של ערך שפלי קיימת הנחה כי בין כל זוג שחקנים קיים שיח ושיתוף פעולה מלא לצורך קבלת החלטות. לעומת זאת, הגישה של מאיירסון מניחה שאין שיח ושיתוף פעולה מלא בין כל זוג שחקנים. מודל מאיירסון מאפשר לבחון את כוחו האפקטיבי של כל בעל מניות להשפיע על קבלת החלטות בחברה הן על בסיס שיעור החזקה הפורמלי במניות החברה

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

והן על בסיס יכולתו (או אי יכולתו) של כל בעל מניות לשתף פעולה ולתאם עמדות עם בעלי מניות אחרים. במילים אחרות, הנישה של מאירסון מתאימה למציאות שבה קיימות הגבלות על תיאום בין גופים מוסדיים.

תוצאות הניתוח שלנו מראות כי לבעל בלוק מניות (עד 25%) שיכול לקיים קשר, שיתוף פעולה ולתאם החלטות עם הגופים המוסדיים, יש כוח אפקטיבי משמעותי להשפיע על קבלת החלטות באספת בעלי מניות ודרכה על הניהול של החברה. בפרט, תוצאות המודל המשחקי מראות שקיום הגבלות משמעותיות על תיאום עמדות ותקשורת בין הגופים המוסדיים מעביר מהם כוח בקבלת ההחלטות אל בעל בלוק המניות. כלומר, ההגבלות על תיאום בין מוסדיים מחלישות במידה רבה את כוחם האפקטיבי להשפיע על קבלת החלטות באספת בעלי המניות, ובמקביל מחזקות באופן משמעותי את כוחו האפקטיבי של בעל בלוק המניות, הרשאי לתקשר ולתאם עם כל אחד מן הגופים המוסדיים. למעשה, התוצאות לפי חישוב ערך מאירסון מראות שלבעל בלוק המניות יש כוח אפקטיבי משמעותי שעולה על 50% לכוון את פעילות החברה, ולכן יש בו פוטנציאל לשקף שליטה בחברה.<sup>1</sup>

אולם לפי גישתנו ייתכן שפוטנציאל שליטה זה אינו בר-קיימה אלא זמני בלבד, מפני שאפשר שהגופים המוסדיים ימכרו בלוק מניות לגוף נוסף שאינו מוסדי (כגון קרן גידור) שלא חלות עליו מגבלות תקשורת ותיאום. כלומר, בהחלטה עצמאית יכול גוף מוסדי אחד או יותר למכור בלוק מניות לצד ג'; והאחרון יחזיק מעתה בלוק מניות ויכול לקיים תקשורת, שיתוף פעולה ותיאום עם כל אחד מהגופים המוסדיים. כתוצאה ממהלך זה, עשוי להיגרע בצורה משמעותית כוחו האפקטיבי של מחזיק בלוק המניות הראשון (גם אם ישמור על קשרים עם כל בעלי המניות האחרים), ובמקביל יגדל כוחם האפקטיבי של הגופים המוסדיים. הסיבה לכך היא שבעל בלוק המניות הראשון היה השחקן הבלעדי שקיים שיתוף פעולה עם כל שאר בעלי המניות, עתה מצטרף למגרש עוד שחקן משמעותי – בעל בלוק המניות הנוסף – וגם הוא יכול לשתף פעולה עם כל שאר בעלי המניות, ובכך נגרעת הבלעדיות האמורה של בעל בלוק

1 לענייננו, היכולת של בעל בלוק המניות לקיים תקשורת עם גופים שהתקשורת ביניהם אינה אפשרית, מקנה לו כוח מיקוח גדול יותר – בין השאר בשל פערי המידע שמתעוררים במצב זה. בנוסף, סוגיה חשובה שמעבר למסגרת הניתוח של מאמר זה נוגעת לזיהוי מנגנוני התיאום בין השחקנים שמקיימים תקשורת ושיתוף פעולה ביניהם, וכן לתוצאת המיקוח ביניהם בשיווי משקל [בהקשר הזה ראו את Felsenthal and Machover (2004) לדיון תיאורי באופיים של מדדי כוח אפרוריים נמדדי השפעה ומדדי "חלוקת עונה"].

המניות הראשון. קיומו של בעל בלוק המניות הנוסף נותן בידי הגופים המוסדיים את הבחירה עם מי לתאם החלטות – עם בעל בלוק המניות הראשון, עם בעל בלוק המניות השני, עם שניהם, או עם אף אחד מהם. כך השליטה של בעל בלוק המניות הראשון נתונה עתה לאיום מתמשך וברור.

ניסוינו לתת מענה לשאלת השליטה בחברות ציבוריות מציע שתי תרומות מרכזיות. ראשית, המחקר מצביע על כך שהכוח האפקטיבי של מחזיק בלוק מניות בחברה אינו תלוי בחלקו בהחזקה הפורמלית במניות החברה בלבד, אלא במידה רבה במערכת שיתוף הפעולה והתיאום בינו לבין הגופים המוסדיים. כך, כאשר מוטלות הגבלות על גופים מוסדיים לתקשר זה עם זה, כוחו האפקטיבי של בעל בלוק מניות (שהגבלות התקשורת והתיאום אינן חלות עליו) גדל במידה ניכרת (על חשבון כוחם של הגופים המוסדיים) – הרבה מעבר לכוחו הפורמלי הנובע מהחזקותיו היחסיות בהון מניות החברה. מדובר בכוח מעשי להכריע בתהליכי קבלת החלטות באספת בעלי מניות, כלומר כוח שליטה. הדיון כאן על שליטה מבוסס על מדד כמותי לעוצמת השליטה, המוסיף פן משמעותי לדיון על זהות השולט בחברה ציבורית ובעוצמת כוחו האפקטיבי לשלוט בה.

התרומה השנייה מסבה את תשומת הלב לכך שהכוח האפקטיבי של בעל בלוק המניות לכוון את פעילות החברה עשוי להיות זמני ולקטון בחטף. שינוי זה אפשרי במקרה שגוף מוסדי ימכור בלוק מניות נוסף לצד ג' שאינו מוסדי, ובכך יסיים את הבלעדיות של בעל בלוק המניות הראשון בתקשורת ובתיאום עם הגופים המוסדיים. מכירה של חלק מהחזקותיו של גוף מוסדי למחזיק מניות נוסף שאינו מוגבל בתקשורת עם הגופים המוסדיים, עשויה להביא להקטנת כוחו האפקטיבי של בעל המניות הראשון (אפילו אל מתחת ל-50% – על פי חישוב ערך מאירסון), ובמקביל להגדלת כוחם האפקטיבי של הגופים המוסדיים. במילים אחרות, הגופים המוסדיים עשויים להיות "ממליכי המלכים" – מכירת בלוק מניות לבעל בלוק המניות הראשון תמליך אותו כבעל יכולת לכוון את פעילות החברה, ובהמשך מכירה נוספת של בלוק מניות נוסף תגרע משמעותית מכוחו האפקטיבי של הראשון. כלומר, כניסת בעל בלוק מניות נוסף תביא לירידה משמעותית בכוחו הרב בקבלת החלטות בחברה של בעל בלוק המניות הראשון, וממילא לאובדן השליטה.

## 2. רקע סטטוטורי

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

המגבלות הקיימות דה פקטו על שיתוף פעולה בין הגופים המוסדיים, עומד בבסיס המחקר שלנו שדן בהשפעת ההגבלות האמורות על כוחם האפקטיבי של בעלי המניות בחברה ללא נרעין שליטה פורמלי.<sup>4</sup> בפרט, תוצאות הניתוח שלנו שופכות אור על השאלה האם רכישת 25% מהון המניות אכן מקנה

השינוי במבנה השליטה שעובר שוק ההון הישראלי בשנים האחרונות הוביל, בין היתר, להצעה של משרד המשפטים לתיקון חוק החברות (ממשל תאגיד בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה), התשפ"א-2021. רציונל מרכזי לתיקון המוצע הוא התמודדות עם בעיית נציג שמקורה בכוח המוקנה להנהלה. וכך בלשון ההצעה: "...בחברות שמבנה הבעלות שלהן מבוזר, בעיית הנציג האופיינית היא בין ציבור בעלי המניות המבוזר של החברה לבין מנהלי החברה השולטים בניהולה השוטף ("בעיית נציג אנכית"), ותפקידו של הממשל התאגידי הוא מניעת שימוש בכוחה ומעמדה של הנהלת החברה באופן שמקדם את האינטרסים שלה על חשבון טובת החברה וציבור בעלי המניות...". כמצוין בהצעה, רכיב חשוב בה הוא שינוי הגדרת "שליטה" בסעיף 1 לחוק החברות המפנה להגדרה הקבועה בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, הכוללת חזקה כמותית לקיומה של שליטה בהחזקה ב-50% או יותר מהון המניות בחברה, ומבחן איכותי המתמקד ב"יכולת לכוון את פעילות התאגיד". הואיל ושליטה עשויה להתקיים גם בשעורי החזקה נמוכים מ-50%, ולאור העובדה שלעיתים ניתן לבסס שליטה לפי המבחן האיכותי רק בחלוף זמן בשים לב לדפוס התנהגות בחברה, ועל מנת לייצר ודאות לגבי הממשל התאגידי שיחול בחברה לפי החוק המוצע, ההצעה היא להוסיף חזקה ניתנת לסתירה שלפיה בחברה שבה אין מי שמחזיק למעלה מ-50% מהון המניות בחברה, תיחשב החזקה של 25% או יותר מהון המניות בחברה כשליטה בה. השינוי מוצע כתיקון להגדרת שליטה בחוק החברות, אולם הכוונה היא להציע בהמשך הליך החקיקה שינוי בהגדרה הכללית של שליטה בחוק ניירות ערך.<sup>2</sup>

למעשה, מצב דברים זה מעלה שאלה מעניינת של מדיניות רגולטורית: מצד אחד, ככל שרף השליטה יונמך (נניח ל-20% ממניות החברה בלבד), כך בעלי בלוקים של מניות יסוגנו כבעלי שליטה במקרים רבים יותר. מצד שני, הורדת הסף ל-20% עשויה להביא לידי מצב מוכר מהספרות,<sup>3</sup> שלפיו בעל המניות הגדול יעצור ב-19.9% מסך המניות ובכך ישיג את השליטה בהחזקה קטנה אף יותר.

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

2 יודגש כי המקרה של האחים אמיר בשופרסל מאתגר את שינוי החקיקה המוצע אף אם היה בתוקף, שכן החוקתם במניות שופרסל נמוכה במעט מ-25%.

3 ראו DeGeorge, Patel, and Zeckhauser, 1999 וגם Barniv, Stephens, and Sulganik, 1994.

כוח אפקטיבי לשלוט בחברה ציבורית ולכוון את החלטותיה ופעולותיה.

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

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

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

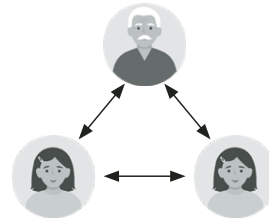
המתודה שאנו מיישמים במחקר זה מבוססת על הגישה שמציע מאיירסון (Myerson, 1977), המהווה הכללה של גישה שפלי (Shapley, 1953 Shapley & Shubik, 1954). בפרט, מאיירסון מציע שיטת ניתוח לכוח האפקטיבי של כל שחקן במצב שבו קיימים זוגות של שחקנים שאינם מקיימים תקשורת ביניהם. כלומר, ערך מאיירסון מודד את כוחם האפקטיבי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

כדי להבין את האינטואיציה מאחורי המונח כוח אפקטיבי, נציג דוגמה פשוטה. הניחו חברה משפחתית דור שני, שבה בעלי המניות הם אח ושתי אחיות ולכל אחד שלישי מהמניות. נניח כי

בשלב הראשון קיימת הרמוניה בין השחקנים: כולם מתייעצים ומשוחחים זה עם זה ותהליך קבלת ההחלטות באספה הכללית של החברה הוא פורמלי לאחר שיחות ותיאום מקדים (ראו תרשים א1). במצב כזה שבו כל השלושה מתקשרים זה עם זה, חישוב ערך שפלי מראה כי לכל בעל מניות יש כוח שווה בקבלת ההחלטות בחברה – כלומר שלישי לכל אחד ואחת.

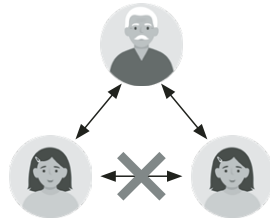
עתה נניח כי לאחר זמן מה, ביוזמת אחת האחיות, עולה לדיון בין האחים החלטה מורכבת – להפסיק חלוקת דיבידנד למשך מספר שנים כדי להשקיע בפיתוח עסקי החברה. אולם הואיל ואחת האחיות נזקקת לתזרים המזומנים השוטף של הדיבידנדים והחלטה זו אינה תואמת לצרכיה, נוצר סכסוך בין האחיות והן חדלות לדבר זו עם זו (ראו תרשים א2). במצב החדש שהתהווה שתי האחיות לא יכולות להעביר החלטה ללא הסכמת האח כי הן אינן משתפות פעולה זו עם זו. בפועל, אף אחת מהאחיות לא יכולה להעביר החלטה ללא שיתוף פעולה ותיאום עם האח. במצב כזה, לאח נוצר כוח אפקטיבי רב להשפיע על קבלת ההחלטות בחברה. נשים לב שבמקרה זה, גם אם לכל אחת מהאחיות היו 100 מניות ולאח הייתה רק מניה אחת – כוחו האפקטיבי של האחרון עדיין היה גדול מזה של כל אחת מהאחיות. יתרה מזאת, הואיל וסך הכוח לקבל החלטות בחברה מסתכם ל-100%, הרי שמתקיים פה משחק סכום אפס: כוח שנגרע מהאחיות עובר אל האח. אם כן, היכולת של בעלי מניות להשפיע על החלטות בחברה אינה תלויה רק בחלקם הפורמלי בהחזקת המניות בחברה, אלא גם ביכולת לשתף פעולה עם בעלי מניות אחרים והיכולת של בעלי המניות האחרים לשתף פעולה ביניהם. למעשה, גישה מאיירסון לחישוב כוחם של בעלי המניות מעלה כי כוחו האפקטיבי של האח להשפיע על קבלת ההחלטות בחברה הוא  $2/3$ , וכוחן של כל אחת מהאחיות שאינן מדברות זו עם זו הוא  $1/6$ . קל לראות כי כוחו של האח להכריע את הכף בקבלת החלטות גדול בהרבה מכוחה של כל אחות – ראו תרשים א2. עוד חשוב לשים לב כי גם אם האח היה אוחד במניה אחת בלבד ולכל אחות היו מאה מניות – חלוקת הכוח האפקטיבי עדיין הייתה נותרת על כנה:  $2/3$  לאח ו- $1/6$  לכל אחת מן האחיות. ראו נספח להרחבה על ערך שפלי וערך מאיירסון.

א1. הרמוניה - תקשורת מלאה בין כולם



כח שווה לכל אחד ואחת -  $\frac{1}{3}$

א2. "ברוגז" - שתי האחיות לא מדברות



כח לאח -  $\frac{2}{3}$ , כח לכל אחות -  $\frac{1}{6}$

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

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

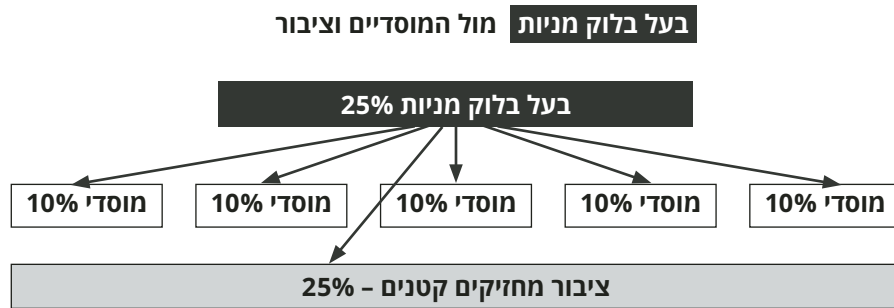
היכולת לתאם במשחק זה באה לידי ביטוי בכך שבעל בלוק המניות יכול לדבר עם הגופים המוסדיים ולתאם איתם, אך הגופים המוסדיים אינם יכולים לדבר בינם לבין עצמם. על פי מודל מאיירסון, הכוח של בעל בלוק המניות להשפיע על קבלת ההחלטות הוא גדול מאוד. למעשה, ערך מאיירסון של בעל בלוק המניות עומד על כ-66%. לעומת זאת, כוחו של כל גוף מוסדי להכריע את הכף בקבלת ההחלטות הנמדד על ידי ערך מאיירסון הוא כ-5% בלבד, נמוך משיעור החזקות הגוף בהון המניות. כמו כן, ערך מאיירסון המצרפי של ציבור בעלי

המניות הקטנים הוא כ-9%, נמוך בהרבה משיעור החזקות הציבור בהון המניות. ממודל מאיירסון אנו לומדים כי במקרה זה, על אף שהחזקותיו הפורמליות בהון המניות עומדות על שיעור של 25% בלבד, כוחו של בעל בלוק המניות עולה על 50% - אינדיקציית שליטה ברורה.<sup>5</sup> אם כן, לבעל בלוק המניות יש כוח משמעותי להכריע את קבלת ההחלטות באספה הכללית הואיל והוא בעל המניות היחיד שיכול לדבר עם כלל בעלי המניות האחרים, כולל הגופים המוסדיים והציבור, ולכן כוחו גדול משיעור החזקותיו הפורמלי בהון המניות. באותה העת, כוחם של הגופים המוסדיים קטן משיעור החזקותיהם הפורמלי. תוצאה זו נובעת במידה רבה מהיעדר היכולת של המוסדיים לתקשר בינם לבין עצמם. אם הגופים המוסדיים היו יכולים לתאם בינם לבין עצמם ועם הציבור, כמובן שהפער בכוח האפקטיבי בין השחקנים היה פוחת משמעותית.

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

<sup>5</sup> פרט, מדידת ערך מאיירסון מראה כי כוחו המרבי של בעל בלוק מניות המחזיק ב-25% מהון המניות יכול להגיע עד 66%, וכוחו המרבי של בעל בלוק מניות של 18% מהון המניות יכול להגיע עד 60%.

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



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

בעלי המניות הקטנים עלה מ-9% לכ-19%. יוצא, אפוא, כי כוחם האפקטיבי של הגופים המוסדיים ושל הציבור עדיין נמוך משיעור החזקותיהם הפורמליות בהון המניות של החברה.<sup>6</sup>

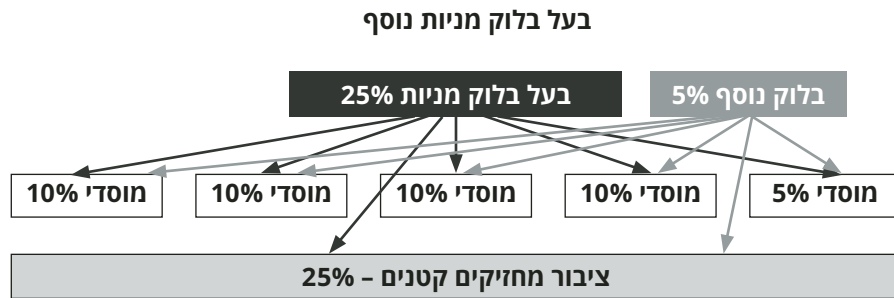
אם כן, ניתן לראות כי הופעת בעל בלוק המניות הנוסף מחלישה את כוחו של בעל בלוק המניות הראשון, ובו-בזמן עשויה להגדיל את הכוח של הגופים המוסדיים בהשוואה למצב שבו יש בעל בלוק מניות יחיד. קיום בעל בלוק מניות נוסף מאפשר לגופים המוסדיים בחירה עם מי לתאם החלטות – עם בעל בלוק המניות הראשון, עם בעל בלוק המניות השני,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

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

למעשה, גם לפני שנכנס בעל בלוק המניות הנוסף יש בידי כל אחד מהגופים המוסדיים איום על בעל בלוק המניות הראשון, שלפיו הוא ימכור מניות לבעל בלוק מניות נוסף ובכך יגרע באופן משמעותי מכוחו של בעל בלוק המניות הראשון. איום זה הוא אמין ומשמעותי, שכן מכירה כזו לא רק תצמצם במידה רבה את הכוח האפקטיבי של בעל בלוק המניות הראשון, אלא גם עשויה להגדיל את כוחם האפקטיבי של הגופים המוסדיים. לפיכך אנו לומדים כי קיום הגבלות על תיאום בין הגופים המוסדיים לבין עצמם אומנם מחליש את כוחם להשפיע על תהליכי קבלת החלטות באספות בעלי מניות, אך בה בעת אינו נוטל מהגופים המוסדיים את האיום למכור מניות

תרשים ג מתאר מצב שבו כל הגופים המוסדיים יכולים לתקשר, לשוחח ולתאם עם בעל בלוק המניות הראשון וגם עם בעל בלוק המניות הנוסף. מודל מאירסון מאפשר למדוד את הכוח האפקטיבי של כל אחד מבעלי המניות להשפיע על קבלת ההחלטות באספת בעלי המניות במצב זה. במשחק עתה יכול כל אחד מהגופים המוסדיים לתאם ולשתף פעולה עם כל אחד מבעלי בלוק מניות – הן הראשון והן הנוסף. מהניתוח על פי גישת מאירסון עולה כי כוחו האפקטיבי של בעל בלוק המניות הראשון הוא כ-34%, בעוד הכוח של בעל בלוק המניות הנוסף הוא כ-7.7%. כלומר, כוחו האפקטיבי להשפיע על קבלת ההחלטות בחברה של כל בעל בלוק מניות הוא עתה קטן מ-50%. במילים אחרות, לאף אחד מהם אין עוצמת שליטה משמעותית בקבלת ההחלטות בחברה. במקביל, הכוח של כל אחד מארבעת הגופים המוסדיים המחזיקים 10% מהון המניות להכריע את הכף בקבלת ההחלטות הוא כ-8.8% (לעומת כ-4.6% קודם לכניסת בעל הבלוק הנוסף), בעוד כוחו של הגוף המוסדי בעל 5% מהון המניות הוא כ-3.9%. לבסוף, כוחו האפקטיבי המצרפי של ציבור

<sup>6</sup> חלוקת כוח זו נובעת ממצב שבו בעלי בלוק המניות מקיימים תקשורת עם כל אחד מהשחקנים האחרים אך אינם משתפים פעולה זה עם זה. אם היו משתפים פעולה ביניהם, כוחם היה גדל במקצת (כ-36.2% לראשון וכ-9.8% לנוסף) ואילו כוחם של שאר בעלי המניות היה פוחת במקצת בהתאם (כ-8.1% לכל אחד מהגופים המוסדיים המחזיקים 10% מהון המניות, כ-3.6% לגוף המוסדי המחזיק 5% בהון המניות, ושיעור מצרפי של כ-18% לציבור בעלי המניות הקטנים).



שחלה על הגופים המוסדיים מלקיים תקשורת ותיאום הצבעות ביניהם באספת בעלי המניות, המלווה בכניסה של בעל בלוק מניות שעליו לא חלות ההגבלות האמורות – מפחיתה בצורה משמעותית מכוחם של הגופים מוסדיים להשפיע על תהליכי קבלת החלטות בחברה.

נוספות לבעל בלוק מניות נוסף. כך הגופים המוסדיים מצויים בעמדת "ממליכי המלכים" ביחס לשני בעלי בלוקי המניות.

## 6. סיכום

אם כן, ממצאי הניתוח שלנו מציעים תובנות חשובות במענה לשאלה יסודית: האם לבעל בלוק מניות יחיד אכן קיימת שליטה בחברה גם לפני שבעל בלוק המניות הנוסף מצטרף? כלומר, האם החזקה של 25% מהמניות במבנה ההחזקות המשותף עם גופים מוסדיים, המעניקה למעשה כוח אפקטיבי הגדול מ-50% לבעל בלוק המניות, יכולה להיחשב לשליטה בהינתן שבידי הגופים המוסדיים קיים איום ממשי ואמין למכור נתח של מניות לצד ג' ובכך לגרום מכוחו האפקטיבי של בעל בלוק המניות? ניתן להבחין כי הכוח האפקטיבי של בעל בלוק המניות הראשון להכריע את קבלת החלטות באספת בעלי המניות תלוי בהמשך התיאום ושיתוף הפעולה שלו עם הגופים המוסדיים. ברצותם – ימשיכו לקיים את כוחו הגדול, וברצות אחד מהם או יותר – יחלישו את כוחו באמצעות מכירת בלוק מניות נוסף לצד ג' חדש. בניגוד לשליטה בתאגיד באמצעות החזקת רוב הון המניות, הכוח האפקטיבי של בעל בלוק המניות הראשון להכריע את קבלת החלטות באספת בעלי המניות עשוי להתגלות כממני ומותנה ברצונם של הגופים המוסדיים. כלומר, שליטה הנובעת מיכולת תיאום עם הגופים המוסדיים, כשהאחרונים מוגבלים בקיום תיאום בינם לבין עצמם, היא כ"שליטה ללא שליטה".

שוק ההון בישראל חווה תמורה משמעותית במבנה השליטה בחברות הציבוריות – מספרן ומשקלן הכלכלי של החברות שבהן אין בעל שליטה מובהק הולך ומתרבה. לאור התפתחות זו, בחנו קיום שליטה של בעל בלוק מניות המחזיק עד 25% ממניות חברה ציבורית. הניתוח התבסס על ערך מאיירסון (Myerson, 1977) מתורת המשחקים השיתופיים ועלו בו שלוש תובנות עיקריות. ראשית, לבעל בלוק מניות שמחזיק עד 25% מסך המניות ויכול לתאם החלטות עם כלל בעלי המניות האחרים, יש כוח אפקטיבי לכוון את פעילות החברה באמצעות קבלת החלטות באספת בעלי מניות – כוח העולה על 50% ומהווה סממן ברור לשליטה. שנית, לגופים המוסדיים קיים איום אמין ומשמעותי על בעל בלוק המניות. ברצות אחד מהם או יותר, ימכרו נתח מהחזקותיהם לבעל בלוק מניות נוסף ובכך יגרעו בצורה משמעותית מכוחו האפקטיבי של בעל בלוק המניות הראשון וייתכן שאף יגדילו את הכוח האפקטיבי שלהם. מכאן עולה כי כוחו של בעל בלוק מניות המחזיק עד 25% ממניות חברה ציבורית יחד עם גופים מוסדיים עשוי להיות זמני בעיקרו. עצם קיומו של איום אמין על בעל בלוק המניות הראשון, שלפיו ימכרו מניות לבעל בלוק מניות נוסף, צפוי להגביר את מאמצי בעל בלוק המניות הראשון להשיג רמת ביצועים גבוהה ולנקוט ממשל תאגידי ברמה גבוהה. שיפור רמת הממשל התאגידי הוא אתגר שרשות ניירות ערך וגורמים אחרים פועלים להשגתו. לבסוף, ההגבלה הרגולטורית



- Aminadav, G., Bachrach Y., Kosenko K., Rosenschein J.S. and Wilf Y. (2011). Rebuilding the great pyramids: A method for identifying control relations in complex ownership structures. Working Paper, Hebrew University.
- Banzhaf, John F. (1965). 'Weighted Voting Doesn't Work: A Mathematical Analysis'. *Rutgers Law Review*, 19 (2): 317–343.
- Barniv, R., Stephens R., and Sulganik, E., (1994). Neutrality for Accounting Systems and Setting Accounting Policy, working paper 2/94, The Israel Institute of Business Research, Tel Aviv University.
- Bebchuk, L., and Hirst, S. (2019). Index funds and the future of corporate governance: Theory, evidence, and policy. *Columbia Law Review*, 119(8), 2029–2146.
- Ben-Shahar, D., Carmeli, A., Sulganik, E. and Weiss, D. (2023). Power and dominant coalitions in family business. *Academy of Management Review*, 48(3), 530-555.
- DeGeorge, F., Patel J., and Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business*, 72(1), 1-33.
- Dressler, E. (2020). Voice and power: Do institutional shareholders make use of their voting power? *Journal of Corporate Finance* 65.
- Felsenthal, D.S. and Machover, M., (2004). A priori voting power: what is it all about?. *Political Studies Review*, 2(1), 1-23.
- Fichtner, J., Heemskerk, E. M., & Garcia-Bernardo, J. (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, 19(2), 298-326.
- Hart, S. (1989). Shapley Value. In: Eatwell, J., Milgate, M., Newman, P. (eds) *Game Theory*. The New Palgrave. Palgrave Macmillan, London.
- Myerson, R. B. (1977). Graphs and cooperation in games. *Mathematics of Operations Research*, 2: 225–229.
- Nenova, T. (2002), 'The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis', *Journal of Financial Economics*, 68: 325–51.
- Ofir, M. (forthcoming). Controlling Non-controlling Shareholders: The Case of Effective Control, *Theoretical Inquiries in Law*.
- Owen, G. (2013). *Game Theory*. Emerald Group Publishing.
- Shapley, L. S. (1953). A value for n-person games. In H.W. Kuhn, & A.W. Tucker (Eds.), *Contributions to the Theory of Games II*: 307–317. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Shapley, L.S. and Shubik, M. (1954), 'A Method for Evaluating the Distribution of Power in a Committee System', *American Political Science Review*, 48: 787–92.
- Yeung Powers, I. (1987), 'A Game-theoretic Model of Corporate Takeovers by Major Stockholders', *Management Science*, 33 (4): 467–83.
- Zingales, L. (1994), 'The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience', *Review of Financial Studies*, 7 (1): 125–148.

## נספח: ערך שפלי וערך מאירסון

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

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

פרשנות מעניינת לערך שפלי היא שערך שפלי של בעל מניות הוא למעשה הערך המשוקלל של התרומות שלו לכל הקואליציות. במילים אחרות, זוהי ההסתברות שיהווה שחקן

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

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