



## עקרונות "מניה אחת – קול אחד": השוואה בינלאומית והשפעה על שוק ההון בישראל



טליה אינהורן

דן וייס

פרופ' דן וייס, רו"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 ודירקטור בחברות ציבוריות.

פרופ' טליה אינהורן היא חוקרת בכירה אורחת בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב וחברה קבועה (Titular Member) באקדמיה הבין-לאומית למשפט השוואתי. בין תפקידיה הייתה עורכת מייסדת ועורכת ראשית של כתב העת *European Business Organization Law Review* וחברת המערכת המייעצת של כתב העת, חברת מערכת בכתב העת "הון משפחתי", חוקרת את המשפט הכלכלי הבין-לאומי ומשפט פרטי השוואתי, מחברת הספרים *Private International Law in Israel* ומשפט בינלאומי פרטי ובין-דתי בישראל (נבו, 2023).

### תקציר

עקרונות "מניה אחת – קול אחד" מחייב סוג אחד של מניות בעלות זכויות הצבעה שוות בחברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. לעומת זאת, קיום שני סוגי מניות בחברה מאפשר ליוזמים לשמר את ניהול החברה הציבורית בידיהם גם כאשר זכויותיהם ליהנות מדיבידנדים מוגבלות. מאמר זה סוקר את תהליך חקיקת העיקרון הזה בישראל, עורך השוואה בין-לאומית, ומוצא כי בניגוד למצב החוקי בישראל, הבורסות המובילות בעולם מאפשרות רישום למסחר של מניות חברה כאשר קיימים בה שני סוגי מניות. ממצאים אמפיריים מראים כי החלק היחסי של הנפקות של מניות חברות עם מספר סוגי מניות עלה בשנים האחרונות בארצות הברית, והן מהוות חלק משמעותי בהיקפי המסחר בבורסות. אסדרה רגולטורית המתירה שני סוגי מניות בעלות זכויות הצבעה שונות בחברות ציבוריות בישראל, חקיקה המסדירה את הכללים הראויים שיחולו על גילוי נאות, חובת אמונים, עסקאות עם בעלי עניין, וגם אכיפה קפדנית של כללים אלה, כל אלה יהיו עקביות עם החקיקה בעולם ויעודדו חברות לגייס הון בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

\* תודה מיוחדת לנב חני שטרית בך ולמר שריה תבור על הערות חשובות שתרמו לשיפור המאמר. המחברים מודים למרכז רעיה שטראוס לחקר עסקים משפחתיים בפקולטה לניהול ע"ש קולר על תמיכתו במחקר זה.

ומקנות בעיקר זכות לקבל דיבידנד, ומניות מהסוג שני אינן סחירות ומקנות בעיקר זכות למנות דירקטורים ולשלוט בניהול החברה.

כמו כן, החקיקה במרבית מדינות אירופה אינה מאמצת את עקרון "מניה אחת קול אחד". במקביל, השאלה האם העיקרון הזה הוא רצוי העסיקה את נציבות האיחוד האירופי. ב-12/12/2007 פרסמה נציבות האיחוד האירופי נייר עבודה בדבר הערכת ההשפעה על היחס בין הון החברה לשליטה בחברה בחברות רשומות למסחר. נייר העבודה בחן שורה של אמצעים שקיימים במדינות החברות באיחוד האירופי ומחזקים את השליטה בחברות הנסחרות בבורסה (CEMs Control Enhancing Mechanisms). על פי נייר העבודה, 44% מהחברות שנבחנו השתמשו בסוג אחד לפחות של CEM, כשהסוגים הנפוצים ביותר הם פירמידות, סוגי מניות שבהן כל מניה מזכה בזכויות הצבעה שונות (MVS, Multiple Voting Shares) והסכמים בין בעלי מניות. השורה התחתונה של נייר העבודה היא שלא נמצאה עדות אמפירית המצביעה על פגיעה בזכויותיהם של בעלי מניות שאין להם שליטה בחברה. בהמשך, הבורסה לניירות ערך בהונג קונג ביטלה בתהליך הדרגתי את עקרון "מניה אחת – קול אחד" לגבי חברות היי-טק, לאחר שב-2013 חברת עליבאבא בחרה לרשום את מניותיה למסחר עם סוגי מניות בבורסת NYSE בניו יורק ולא בהונג קונג.

סקירת המשמעות הכלכלית של תשתית רגולטורית המתירה רישום למסחר של מניות בחברות שיש בהן מספר סוגי מניות בבורסות לניירות ערך מעלה מספר תובנות ראשיות, בשנים האחרונות קיימת עלייה משמעותית בהנפקות של חברות עם מספר סוגי מניות ביחס לכלל ההנפקות בארצות הברית. בשנים 1993-2014 שיעור ההנפקות של חברות עם מספר סוגי מניות עמד על יחס של כ-5% עד 15% מכלל ההנפקות, ובשנים 2015-2020 חלה עלייה משמעותית לשיעור של מעל 28% מההנפקות. הנתון הזה מראה כי חלק משמעותי מניוסי ההון המציבור באמצעות הנפקת מניות נעשה בחברות שבהן קיימים מספר סוגי מניות.

עוד מראים הממצאים כי החלק של החברות הציבוריות בעלות מספר סוגי מניות עמד בשנת 2016 בארצות הברית על כ-9% מכלל החברות הציבוריות ובקנדה על כ-11%. ומה קורה באירופה? כ-47% (!) ממספר החברות הציבוריות שמניותיהן נסחרות בשוודיה הן בעלות מספר סוגי מניות,

בני הדור הרביעי של משפחת זלצבורגר שולטים בחברה הציבורית המוציאה לאור את העיתון ניו יורק טיימס. בחברה יש שני סוגי מניות. בני המשפחה מחזיקים בכ-1.4% ממניות מסוג A הנסחרות בבורסת NYSE בניו יורק, וזכאיות למנות שלושה דירקטורים, וכמעט בכל המניות מסוג B, שאינן סחירות, וזכאיות למנות שישה דירקטורים. המשפחה שולטת בניהול העיתון באמצעות מינוי שבעה דירקטורים מתוך תשעה, אך זכאית רק לחלק זעיר מהדיבידנדים. באופן דומה, מארק צוקרברג שולט בפייסבוק-מטא, ולארי פיינג' וסרגיי גרין שולטים בנגול-אלפאבית באמצעות החזקת שני סוגי מניות, כשלכל סוג מניות יש זכויות שונות. לעומת זאת, עקרון "מניה אחת – קול אחד" התקף בישראל, מחייב סוג אחד של מניות בעלות זכויות שוות בחברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

העיקרון הזה אומץ בישראל על ידי הכנסת ונכנס לתוקף ב-1 ביולי 1991 כסעיף 46 לחוק ניירות ערך, התשנ"א-1990. בינואר 2024 פרסם משרד האוצר להערות הציבור תזכיר חוק לעידוד פעילות בשוק ההון (תיקוני חקיקה), התשפ"ד-2023, אשר אם יאומץ בידי הכנסת יאפשר לחברות דואליות להירשם למסחר בישראל עם מספר סוגי מניות, בכפוף לתנאים ומגבלות שתקבע הרשות לניירות ערך. כיום, החוק קובע כי בהון החברה יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב. כחריג, החברה יכולה להנפיק מניות בכורה המקנות זכות עדיפה לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה. החקיקה הושלמה לפני למעלה משלושים שנה ובמהלך תקופה זו שוקי ההון השתנו במידה רבה, אך מכשיר מניות הבכורה לא צלח בשוק הישראלי. אנו משחזרים את הסיבות לחקיקה בישראל ואת הפסיקה הרלוונטית, ועורכים השוואה בין-לאומית של החקיקה הרלוונטית בבורסות שונות בארצות הברית, במדינות האיחוד האירופי, בסינגפור ובהונג קונג.

מבדיקתנו עולה כי במדינות רבות קיימת חקיקה שנטשה, או כלל לא אימצה, את העיקרון של "מניה אחת – קול אחד". להיפך – במדינות רבות החקיקה מתירה לסחור בבורסה במניות של חברות שיש בהן מספר סוגי מניות בעלות זכויות הצבעה שונות. בפרט, הרגולציה על הבורסות בארה"ב מאפשרת מזה עשרות שנים רישום למסחר של מניות בחברות ציבוריות שיש בהן מניות משני סוגים שונים (Dual Class Shares). בדרך כלל, מניות מסוג אחד נסחרות בבורסה

אביב ותביא לצמיחת שוק ההון בישראל לטובת המשקיעים והחברות המגייסות הון.

## הליכי החקיקה שבהם התקבל העיקרון "מניה אחת – קול אחד" בחוק ניירות ערך

העיקרון "מניה אחת – קול אחד" הועלה לראשונה בהצעת חוק מטעם הממשלה בתיקון מס' 10 לחוק ניירות ערך (התש"ן-1990). בהצעה הראשונית נאמר כי סעיף 46 לחוק יתוקן כך שיתנאי לרישום למסחר של מניות של חברה שמניותיה אינן רשומות למסחר הוא כי יהיה בהונה סוג מניות אחד בלבד, אשר מקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב; הוראה זו לא תחול על מניות בכורה ועל מניות מדינה מיוחדות.<sup>1</sup> לדירקטוריון הבורסה הוענקו סמכויות לסרב לרשום נייר ערך למסחר בהתקיים ניגודי עניינים מסוימים.

קודם לכניסתו של החוק לתוקף, כל החברות (לרבות חברות ציבוריות) יכלו לגוון את הון המניות שלהן בסוגים שונים, הנבדלים זה מזה בזכויות ההצבעה הצמודות להן. דפוס האפליה השכיח ביותר היה ביחס של חמש לאחת, כאשר מי שהשתייכו למעגל הפנימי של בעלי השליטה הותרו בידיהם את המניות בעלות כוח ההצבעה הגבוה יותר, ושיווקו לציבור בעיקר את המניות בעלות כוח ההצבעה הנחות. השוק תמחר את ההבדלים בזכויות ההצבעה, ורוכשי המניות הנחותות שילמו מחירים נמוכים משמעותית ממחיר המניות המועדפות. במחקר מקיף של שוק ההון הישראלי, שנעשה בידי פרופ' חיים לוי (Levi, 1983), הוכח אמפירית ששיעור ה-discount על המניות הנחותות בישראל היה גבוה משמעותית מהמקובל בעולם, מצב שנבע ככל הנראה מכך שבעלי השליטה דאגו לעצמם להטבות שלא חולקו לבעלי המניות הנחותות.

בסופו של דבר הדרישה לדמוקרטיזציה של זכויות ההצבעה נשאא פרי כאשר הבורסה קבעה הנחיות שלפיהן יש חובת שוויון בזכויות ההצבעה, וגם קבעה הנחיה משלימה שלפיה מי שמחזיקים במניות יסוד (אף אם אינן רשומות בבורסה) המקנות 50% לפחות מזכויות ההצבעה בחברה, יתחייבו

1 ההצעה החריגה מהכלל שני סוגי מניות – מניות בכורה ומניות מדינה. מניות בכורה הוגדרו כמניות המקנות זכות עדיפה לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה. מניות מדינה מיוחדות הוגדרו כמניות שהממשלה החליטה כי הן דרושות לה לצורך שמירה על עניין חיוני, ומקנות לה זכויות מיוחדות כפי שקבעה הממשלה בהחלטתה.

כ-32% בהונגריה, כ-31% בדנמרק, כ-27% בפינלנד, כ-20% ברוסיה, כ-12% בהולנד, כ-8% ביוון, כ-6% באוסטריה, כ-5% בשווייץ, כ-4% בצרפת, כ-3% באיטליה, כ-2% בנורווגיה, כ-2% בפורטוגל, כ-2% בספרד וכ-1% בבריטניה. בנרמניה הותר הרישום של חברות עם מספר סוגי מניות, לאחר שהדבר נאסר ב-2003. לעומת זאת, רק בבליה, אירלנד, פולין וצ'כיה לא נסחרות מניות של חברות עם מספר סוגי מניות. תוצאות דומות עולות מבדיקת היקפי המסחר בניירות ערך של חברות עם מספר סוגי מניות בבורסות במדינות רבות. המסקנה העולה היא כי מסחר במניות של חברות ציבוריות בעלות מספר סוגי מניות מהווה חלק חשוב בפעילות של הבורסות המובילות.

קיומו של שוק הון משגשג חשוב למשק המדינה. הוא מאפשר לתאגידים עסקיים מכל הסוגים לגייס הון מהציבור, ומנגד פותח אפיקי השקעה נזילים בפני הציבור ונופים מוסדיים. אולם כדי ששוק ההון בכלל והבורסה לניירות ערך בפרט ישגשגו, מדינת ישראל חייבת לבדוק באופן ביקורתי את התשתית המשפטית הקיימת הן ביחס לצורכי המשקיעים והן ביחס לצורכי החברות הציבוריות. התובנות העולות מהשוואת האסדרה החקיקתית הקיימת בישראל לחקיקה המקבילה במדינות אחרות ובבורסות זרות, מראות כי עקרון "מניה אחת – קול אחד" אומץ בישראל בניגוד למקובל במדינות רבות. חשיבות התובנות העולות מהמחקר ההשוואתי מתעצמת לאור העובדה שחברות יכולות לבחור את הבורסה שבה יבחרו לרשום את מניותיהן למסחר. לכן ברור כי לעקרון "מניה אחת – קול אחד" (החל בישראל מאז 1991) יש השלכות ישירות ועקיפות על היקף הפעילות הכלכלית והתפתחות שוק ההון במדינה. ברור כי שיזמים ובעלי שליטה השואפים לגייס הון תוך שימור הזכות לנהל את החברה, יעדיפו לגייס הון בבורסות זרות המאפשרות שני סוגי מניות בעלות זכויות שונות. בפרט, האסדרה הקיימת מעלה חשש כי חברות משפחתיות וחברות היי-טק יימנעו מגיוס הון בבורסה בתל אביב בשל תשתית רגולטורית שאינה מאפשרת מספר סוגי מניות. ברור כי על דיני ניירות הערך להגן על המשקיעים בשוק ההון, שאם לא כן הם יזירו רגליהם מהבורסה. לצורך הזה ערים גם מחוקקים ורגולטורים במדינות רבות, ואין סיבה להבדל משמעותי בנקודה זו בין שוק ההון בישראל לשוקי ההון במדינות אחרות. בידי האסדרה בישראל להתיר סטיות מעקרון "מניה אחת – קול אחד" כדי לקדם את פיתוח שוק ההון בישראל, והכול תוך כדי הסדרת כללים ראויים שיחולו על גילוי נאות, חובת אמונים, עסקאות עם בעלי עניין וכדומה, וכן אכיפה קפדנית של כללים אלה. חקיקה עקבית עם החקיקה בעולם תעודד חברות לגייס הון בבורסה לניירות ערך בתל

המקנה זכויות הצבעה בהתאם לערכן הנקוב. החוק לא אסר במפורש את הרישום למסחר של חברות שיש בהן "גלולת רעל". בית המשפט הדגיש שרק עניינן של חברות דואליות ניתן להתייחס באופן שונה לחברות ישראליות ולחברות זרות הרשומות ברישום דואלי.

בית המשפט הדגיש את יתרונותיו של הסדר הרישום הכפול, המגדיל את נפח הפעילות בשוק המקומי ומספק מקורות הכנסה לסקטור הפיננסי במדינה המארחת. מבחינת שוק ההון, ההסדר גם מגדיל את מגוון ניירות הערך הנסחרים. מטרתו של הסדר הרישום הכפול לא הייתה לשפר את ההגנה על ציבור המשקיעים המשתתפים בשוק הישראלי, והדבר גם מסביר את עמדת המחוקק שלפיה יש לעודד רישום כזה תוך הסתמכות על כללי הבורסה במדינות הזרות שבהן החברות שומות למסחר.

מסקנת בית המשפט היא שעמדה זו של המחוקק מחזקת את המגמה הליברלית בפרשנות סעיף 46 ביחס לחברות זרות ברישום כפול, שכן קיומם של דינים תובעניים לגבי כללי הרישום עלולים לפגוע באטרקטיביות האפשרית של שוק ההון בישראל וברצונן של חברות זרות להירשם למסחר בבורסה בתל אביב. מאחר שהמחוקק סבר שרישום כזה רצוי, יש לפרש את סעיף 46 באופן שיעודד אותו, או לפחות לא ירתיע חברות זרות מלהירשם בישראל גם אם הייבוא של החברות הזרות שייסחרו בבורסה לא ייתן הגנה "הרמטית" על ציבור המשקיעים על פי אמות המידה הקיימות בישראל. משום כך, לא ניתן למנוע מנגנוני ביצור שליטה כ"גלולת רעל", כשהן מותרות על פי דין מקום המושב של החברה.

## התפתחויות מאוחרות

בשוק ההון עסקו במהלך השנים בניסיונות לעקוף את עקרון "מניה אחת – קול אחד". אחת הדרכים הייתה באמצעות הקמת מבנים תאגידיים משורשים ("פירמידות"), שבהם מי ששולט בחברה-האם שבצמרת שולט בעקיפין במניות של החברות במורד הפירמידה, גם אם ההשקעה שלו בהן שלהן מזערית. החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013 ("חוק הריכוזיות") ניסה להתמודד עם התופעה הזאת. בחוק הוגבלו פירמידות שליטה לשתי שכבות. החברות קיבלו אורכה של ארבע שנים, עד סוף 2017, כדי לצמצם את השכבה

להחזיק במקביל לפחות 25% מהון החברה, ובכל הנפקה שתבוצע בהמשך אסור יהיה להם לרדת מהחזקה של 25% לכל הפחות. ההנחיות נפסלו בידי בית המשפט המחוזי בערעור שהגישה חברת הכשרת היישוב נגד הבורסה (עש (תא) 272/89), לאחר שבית המשפט מצא כי לבורסה לא הוקנתה סמכות בחוק ליטול או להגביל זכויות קנייניות של בעלי מניות בחברה שרכשו את מניותיהם בתום לב וכחוק, וכי אין היא מוסמכת להפקיע מהם את זכויותיהם ללא פיצוי. אירועים אלה הולידו את הצעת החוק לתיקון חוק ניירות ערך באופן שהעיקרון הדמוקרטי ייקבע בחקיקה ראשית.

לאחר עשרות דיונים בוועדת הכספים, התקיים ביום 14/11/1990 דיון שבו נידונה השאלה האם לקבוע את הכלל "מניה אחת – קול אחד" עצמו בחקיקה ראשית או לקבוע אותו בהנחיות של הבורסה, ושהבורסה תוסמך בידי הכנסת לאמץ. בדיון שהתקיים בכנסת ביום 3/12/1990 הודיע יו"ר הוועדה, ח"כ אברהם שוחט, כי ועדת הכספים קיימה מספר רב של ישיבות, שמעה מספר רב של מומחים, והונחו בפניה תזכירים רבים שהתייחסו לתיקון המוצע. השינוי העיקרי שהביאה הוועדה לעניין חוק זה, לעומת הצעת הממשלה, הוא בכך שעניין שוויון זכויות הצבעה, שבהצעת החוק היה מסור לשיקול דעתם של מתקיני תקנון הבורסה, נקבע כעת בחוק עצמו. נוסף על כך, הסייג המאפשר הנפקת מניות בכורה שונה באופן שהדבר יתאפשר רק אחרי שחלפה שנה מיום שהחברה רשמה את מניותיה למסחר בבורסה. החוק עבר בקריאה השנייה והשלישית בנוסח שהוצע על ידי ועדת הכספים (תיקון 11 התש"ן-1990).

## עיקרון "מניה אחת – קול אחד" בפסיקה

פסיקה ראשונה בעניין זה הניעה לאחר 15 שנה, בשנת 2015, בעניין פרינו נ' מיילן. הרשות לניירות ערך החליטה לנקוט מדיניות חדשה, מקילה בהחלט עקרון "מניה אחת – קול אחד", לגבי חברה זרה הרשומה ברישום דואלי בבורסה בתל אביב. בהחלטת בית המשפט שלא למנוע ממיילן את מתן הצעת הרכש לבעלי המניות של פרינו, נקבע שאין בסעיף 46 קביעה מפורשת וברורה השוללת את האפשרות לרשום למסחר בישראל חברה בעלת הוראות תקנון או הוראות חוזיות שעניינן בביצור השליטה של הנהלת החברה. הדרישה היא שבחברה שתירשם למסחר יהיה סוג אחד בלבד של מניות

הרביעית ואילך בפירמידת השליטה. כמו כן ניתנו לחברות שנתיים נוספות, עד סוף 2019, כדי לצמצם את השכבה השלישית. אולם נמצאו דרכים לעקוף את ההוראה מאחר שחוק הריכוזיות חל רק על שרשרת של חברות ישראליות. דרך אחת הייתה למחוק מהמסחר בבורסה הישראלית חברה מצמרת הפירמידה ולרשום אותה במדינה אחרת. דרך אחרת הייתה להשתמש בחברה אחת של אחת החוליות בשרשרת ולהעביר לבעלותה החזקות במורד הפירמידה. דרך אחרת, שעליה הצביע פרופ' פרוקצ'יה בעת הדיון בוועדת הכספים, הייתה ההנפקה המוגברת של איגרות חוב בשנים האחרונות. בצדק נאמר כי הגדלת חלקו של החוב במימון התאגיד עלולה לערער את היציבות הפיננסית ולעודד את תופעת ה"תספורות" שעלויותיה מוכרות. בחו"ל נמצאה דרך נוספת – הקמת חברה פרטית עם שני סוגי מניות, ולאחר מכן הקמת חברה ציבורית ("החברה האם") שרכושה היחיד הוא המניות הנחותות של החברה הפרטית. בעלי המניות השוויוניות שהונפקו לציבור של החברה האם שולטים בעקיפין רק בעושר המגולם במניות הנחותות.

## עקרון "מניה אחת – קול אחד" – השוואה בין-לאומית

מדינות רבות הנהיגו מנגנונים אחרים ולא אימצו את עקרון "מניה אחת – קול אחד": מנגנונים מקדמי שליטה – מניות בעלות זכויות הצבעה רובניות (multiple voting rights), מניות ללא זכות הצבעה (וללא זכויות בכורה) ומניות בכורה ללא זכות הצבעה. נוסף על כך, חוקי מדינות מאפשרים מבנה פירמידלי שיש בו כדי להקחות את יעילות העיקרון הדמוקרטי. לבסוף, ניתן למצוא בחוקים מדינתיים מנגנונים מנציחי שליטה (lock-in mechanisms) – מניות עדיפות (priority shares) ותעודות הפקדה (depository certificates). בישראל מותרים הסכמי שליטה בין בעלי מניות, אך החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013, הגביל מאוד את השימוש בפירמידות. הדיון להלן סוקר את המנגנונים הקיימים במספר מדינות בעולם.

### ארצות הברית

דיני החברות בארצות הברית, כמו תחומים אחרים של המשפט הפרטי, נתונים – על פי החוקה האמריקאית – לסמכות

השיפוט החקיקתית של כל מדינה (להבדיל מחקיקה פדרלית בתחומים שנמסרו לסמכות השיפוט החקיקתית של הקונגרס האמריקאי). דיני ניירות ערך, לעומת זאת, נקבעה סמכות מקבילה. יש דיני ניירות ערך פדרליים לצד דיני ניירות ערך מדינתיים (Blue Sky Laws).

הזכות להצביע היא זכות טבועה הכרוכה בבעלות במניות. לכן לכל בעל מניות יש זכות להצביע, זכות שאי אפשר למנוע ממנו ללא הסכמתו. כלל ברירת המחדל הוא שכל מניה, ללא קשר לסוג המניות שעומו היא נמנית, מזכה את בעליה בקול אחד, אלא אם כן נקבע אחרת בתקנון החברה.

בתחילה, גישת המשפט המקובל בארצות הברית זיכתה כל בעל מניות בקול אחד ללא קשר למספר המניות שבבעלותו. במאה ה-18 הכלל הזה הומר לנטייה לזכות כל מניה בקול אחד, ובחלק ממדינות ארצות הברית הכלל הזה התקבל אף כהוראה מנדטורית (כלומר, הוראה שאי אפשר להתנות עליה בחקיקה המדינתית).

לאחר שינויים שנערכו לאורך השנים, כיום הן ה-Model Revised Business Corporation Act (1969) (33S) והן ה-Model Act (7.21S), קובעים במפורש כי כל מניה בחברה, ללא קשר לסוג המניות שעומו היא נמנית, זכאית לקול אחד בכל עניין המובא להצבעה באספת בעלי המניות בחברה, אלא אם כן נקבע אחרת בתקנות ההתאגדות של החברה" (ההדגשה הוספה). על פי ה-Model Business Corporation Act (6.01S), אפשר שהיו בחברות סוגים או סדרות של מניות שיש להן זכויות הצבעה שונות (לרבות מניות שאינן מעניקות זכות הצבעה כלל), ובלבד שהדבר נקבע במפורש בתקנות ההתאגדות. אולם גם לבעלי המניות שאין בצינן זכות הצבעה יש זכות הצבעה מוגבלת כאשר מדובר בתיקון שישפיע על זכויותיהם. כמעט כל מדינות ארצות הברית, לרבות אלו שאימצו חוקים שלא על פי ה-Model Act, מסמיכות חברות להנפיק

2 Model Law כשמו כן הוא. הוא אינו מחייב כלשוננו אף אחת ממדינות ארצות הברית, אבל המדינות יכולות להיעזר בו כמודל בעת שהן מחוקקות את חוק החברות המדינתי. ערכו כמודל נובע מכך שהוא מנוסח בידי ועדת דיני החברות (Committee on Corporate Laws) של ה-American Bar Association Business Law Section, ועדה שבין חבריה נמנים לא רק עורכי דין שהתמחו בתחום אלא גם אקדמאים מהשורה הראשונה. מאז חקיקת חוק המודל הכינה הוועדה הן annotations לנוסח המקורי, והן עסקה בהכנת הנוסח המתוקן (Revised) של המודל המקורי כדי לענות על חסרים שהתגלו כמו גם על צורכי הזמן – ר' Elliot Goldstein and Robert Hamilton, "The Revised Model Business Corporation Act", 38 Business Lawyer (1983) 1019-1029

סוגי מניות שונים עם מגוון של זכויות הצבעה (כולל מניות ללא זכות הצבעה), בכפוף להגבלות בודדות, כמו אלה שנידונו לעיל.

ברבע הראשון של המאה ה-20 החלה להתגבר בין חברות אמריקאיות, הנסחרות בבורסה של ניו יורק, הנטייה להגביל את זכויות ההצבעה של סוגים מסוימים של בעלי מניות, מתוך מטרה לאפשר למיעוט בעלי המניות לקיים את השליטה בחברה. ב-1926 החליטה הבורסה של ניו יורק (NYSE, New York Stock Exchange) לראשונה להתנגד לרישום חברה מוזל למסחר. ה-NYSE התמידה בנישה זו ואף הקשיחה אותה, מפני שלדעתה זכות ההצבעה היא "זכות טבועה" של כל בעל מניה. ב-NYSE Listed Company Manual נאמר שיבהתאם למדיניותה המתמדת של הבורסה לעודד סטנדרט גבוה של דמוקרטיה תאגידית, מצופה מכל חברה רשומה לנהוג על פי כללים מסוימים שמטרתם לשמר סטנדרטים ראויים של אחריות תאגידית, יושרה ואחריותיות (accountability) כלפי בעלי המניות. על יסוד הצהרות אלה ודומות להן, מנעה ה-NYSE את הרישום של חברות במספר מקרים.

עם זאת, ב-1984 מינתה ה-NYSE תת-ועדה לעניין השתתפות בעלי מניות ותקני איכות לרישום. הטעם לכך היה שהמשך המדיניות של "מניה אחת – קול אחד" היה מביא לאובדן של מספר רישומים בפועל ובכוח לטובת רישומים ב-NASDAQ או ב-AMEX, שאף אחת מהן לא הנהיגה מדיניות כמו זו שהייתה קיימת ב-NYSE. מנהלי החברות ביקשו למנוע השתלטות (takeover) על החברות, ויצירת סוגי מניות שונים הייתה דרך יעילה להתגונן מפניה. בינואר 1985 המליצה הוועדה שה-NYSE לא תוסיף עוד למנוע את הרישום של חברות המבקשות להנפיק סוגי מניות שונים עם מגוון זכויות הצבעה. לגבי חברות קיימות, הם התנו את הרישום בכך שיתקיימו התנאים המצטברים הבאים: ההנפקה תאושר על ידי שני שלישים מכלל המניות הזכאיות להצביע על ההצעה; אם יש בחברה רוב של דירקטורים בלתי תלויים, רוב הדירקטורים הבלתי תלויים יאשרו את ההצעה, ואם אין רוב של דירקטורים כאלה, יידרש אישורם של כל הדירקטורים הבלתי תלויים; יחס זכויות ההצבעה בין המניות השונות לא יעלה על אחד לעשר; זכויותיהם של בעלי שני סוגי המניות יהיו באופן מהותי זהות, פרט לעניין כוח ההצבעה שיש לכל מניה.

תחת לחץ של תת-הוועדה לענייני ניירות ערך של הסנאט האמריקאי, שאימיה כי תחוקק חוק פדרלי שיכפה את העיקרון הדמוקרטי של "מניה אחת – קול אחד", התכנסו פקידי שלוש

הבורסות לניירות ערך, ה-NYSE, AMEX וה-NASDAQ, כדי לנסות לאחד את הכללים אך המאמצים כשלו. וכך, ב-1986 החליטו מנהלי ה-NYSE לאשר את ההצעה המתירה רישום של סוגי מניות שונים עם מגוון זכויות הצבעה, אף ללא ההגבלות שעליהן המליצה הוועדה. במקום זאת נקבע שחברה שכבר רשומה למסחר תצטרך לקבל את אישורם של רוב בעלי המניות המוחזקות בידי הציבור, וכן את אישורם של רוב הדירקטורים הבלתי תלויים.

יצוין כי התהליך לווה הן במחקרים אקדמיים והן במחקרים שערכה ה-SEC (רשות ניירות ערך הפדרלית בארה"ב, Securities Exchange Commission). בדצמבר 1986 ערכה רשות ניירות ערך הפדרלית שני ימי שימוע פומביים, שבעקבותיהם חזרו ונפגשו פקידי שלוש הבורסות בניו יורק. בסופו של התהליך שכלל קבלת 1,100 תגובות, אימצה רשות ניירות ערך הפדרלית בחודש יולי 1988 את כלל 4-19c, שבו תמכו 1,000 מהמניבים. הכלל, שהתקבל באופן אוטומטי גם על ידי שלוש הבורסות, קבע שורה ארוכה של חריגים מעקרון ה"מניה אחת – קול אחד", ובהם כל הנפקה ראשונית לציבור (initial public offering); הנפקה מאוחרת יותר המקנה מספר נמוך יותר של קולות לכל מניה מהמניות המונפקות בשלב המאוחר יותר; כל תוכנית הנפקה של מניפק זר; גלולות רעל; ועוד.

ב-1990 הכריז בית המשפט הפדרלי לערעורים של ה-District of Columbia שכלל 4-19c איננו חוקתי. הסיבה: ל-SEC לא הוקנתה הסמכות לחוקק כלל כזה, בין היתר מאחר שהכלל מפקח במישרין על חלוקת הסמכויות בין סוגי בעלי מניות ולכן חורג מסמכות ה-SEC על פי סעיף 19 לחוק ניירות ערך מ-1934. עם זאת, לא היה בפסק הדין כדי למנוע מהבורסות להמשיך לאמץ את הכלל באופן עצמאי וכך לחייב את החברות המבקשות לרשום את מניותיהן למסחר בבורסה. ואכן כך נהגו ה-NYSE וה-NASDAQ. מאז 1994 יש התאמה בין הכללים החלים בשלוש הבורסות בניו יורק, שבין היתר קובעים בחינה על ידי הבורסה, האם חברה המבקשת לרשום את מניותיה למסחר נדחתה בעבר על ידי אחת הבורסות האחרות בשל הפרת המדיניות של אותה בורסה לגבי זכויות הצבעה (ראה Loss et al., 2011). נקבע פטור מיוחד לחברות זרות (כלומר חברות שמשרדן הרשום במדינה זרה), שמניותיהן יכולות להתקבל לרישום על ידי כל אחת מהבורסות של ניו יורק ככל שזכויות ההצבעה עומדות בדרישות שקבעה אותה בורסה,

או ככל שזכויות ההצבעה אינן סותרות את זכויות ההצבעה שנקבעו בחוקי מדינת הבית של החברה הזרה.

אם כן, עולה כי הרגולציה על הבורסות בארה"ב מאפשרת מזה עשרות שנים מסחר במניות של חברות ציבוריות שיש בהן מניות מסוגים שונים (Dual Class Shares). בדרך כלל מניות מסוג אחד נסחרות בבורסה ומקנות בעיקר זכות לקבל דיבידנד, ומניות מסוג שני אינן סחירות ומקנות בעיקר זכות למנות דירקטורים ולשלוט בניהול החברה.

## אנגליה

בדין האנגלי, מספר הסוגים של מניות שחברה (פרטית או ציבורית) רשאית להנפיק מוגבל רק למספר המניות הכולל. עם זאת, בפועל למרבית החברות הציבוריות אין סוגים רבים של מניות. בדרך כלל סוגי המניות והזכויות שיש לכל סוג נקבעים בתקנות החברה, אבל אין חובה לעשות זאת (בניגוד למצב במדינות שבהן קיימת שיטת המשפט המקובל). עם זאת, החוק מבטיח שבמסמכים הציבוריים של החברה יימסר מלוא המידע לגבי הזכויות שכל סוג של מניות מקנה. אם החברה מחליטה לשנות את הזכויות הצמודות לסוג מניות מסוים, יש למסור הודעה על כך גם כן. ככל שההודעה על ההנפקה איננה קובעת זכויות מיוחדות למניות, הן נחשבות כמקנות זכויות שוות. אולם אם נעשתה חלוקה לסוגים, הרי שעצם החלוקה מפריכה את חזקת השוויון.

יצוין כי הרגולטור, ה-FCA, Financial Conduct Authority, שבעבר פרסם הצהרת מדיניות (PS, Policy Statement) PS14/8 שמטרתה הייתה למנוע מבנים מלאכותיים הכוללים DCSS (Dual Class Shares Structures), הגמיש ב-2021 את עמדתו כשהתיר את הרישום למסחר של חברות עם סוגי מניות שונים, בהגבלות משמעותיות ועם sunset clause בן חמש שנים. ביוני 2023 פרסם ה-FCA מסמך התייעצות CP23/10 (CP, Consultation Paper) מקיף מאוד במסגרת ה-Primary Markets Effectiveness Review, שבו הציע לבטל את מרבית ההגבלות שקבע בעבר ולהמיר את ההגבלות האלה בחובות גילוי ושקיפות, כאשר בעינינו נותרו רק מספר הוראות שנראו לרגולטור כחיוניות. הטעם שניתן לשינוי המוצע היה הצורך במשיכת משקיעים לבורסה בלונדון לנוכח הכללים החלים בארצות הברית ולנוכח ההגמשה שחלה בשוקי הון אחרים, כולל אלה של הונג קונג וסינגפור. גורם נוסף שהשפיע

על הרגולטור היה דרישה שהגיעה מהחברות הפועלות בשוק ההון, שביקשו לאפשר להן לבצע הנפקות התואמות באופן מיטבי את הצרכים של המנפיקים האינדיבידואלים ושל המשקיעים הפוטנציאליים. המסמך מיוני 2023 עודכן בדצמבר 2023, וכעת הוא מתייחס גם לחברות משפחתיות. המסמך המעודכן מבטא את התובנה שהגמשת ההתייחסות ל-DCSS תהיה מועילה ולכן ויתר לחלוטין על ה-sunset clause, שבנייר העמדה הקודם הורחב מחמש שנים לעשר שנים. עוד הורחבה רשימת הפרטים היכולים להחזיק במניות בעלות זכויות הצבעה שונות. במקביל, CP23/31 משמר (סעיף 5.17) את הדרישה למסמך בכתב שיש לו תוקף משפטי מחייב בין החברה המסחרית לבעל מניות השליטה כדי להבטיח שבעל המניות יקיים את ההתחייבויות שנקבעו בו, ומציין דרישה זו כאמצעי ההולם ביותר שבאמצעותו יכולה החברה להציג את מחויבותה להלימות (compliance).

ב-11 ביולי 2024 אימץ ה-FCA את הצהרת המדיניות PS24/6, שנכנסה לתוקף ב-29 ביולי 2024 והרחיבה את האפשרות להחזיק במניות בעלות זכויות הצבעה עדיפות (enhanced voting shares) גם למשקיעים מוסדיים, דבר שהותר קודם לכן רק למשקיעים פרטיים, כגון דירקטורים או בעלי מניות בשר ודם, אך זאת בכפוף ל-sunset clause בן 10 שנים (שאינו חל עוד על המשקיעים הפרטיים).

## האיחוד האירופי

עקרונות, גם באיחוד האירופי דיני החברות מוסדרים במשפט הפרטי של כל מדינה חברה בנפרד, ואינם בגדר סמכות האיחוד האירופי. ואולם, באיחוד האירופי קיים, בעיקר מאז 1992, הליך התאמה של הדינים בתחומים רבים שיש להם השפעה על התפקוד של השוק הפנימי (functioning of the internal market) בין המדינות, שנעשה באמצעות הנחיות (directives), שהן חקיקה של האיחוד האירופי שעל כל מדינה לחוקק לתוך המשפט המדינתי עד למועד שנקבע בהנחיה הספציפית. מטבע הדברים שתחומים מגוונים של דיני החברות עברו הליך התאמה שכזה.

השאלה האם העקרון "מניה אחת – קול אחד" הוא עיקרון רצוי העסיקה את נציבות האיחוד האירופי. לשם קבלת דעה מושכלת הזמינה הנציבות מ-Institutional Shareholder Services, דוח לבחינת העיקרון הזה. הדוח הוכן והוגש

ב-2007 בשיתוף פעולה עם Shearman&Sterling LLP ו-European Corporate Governance Institute (ECGI), ולאחר קבלת הדוח פרסמה נציבות האיחוד האירופי נייר עבודה בדבר הערכת ההשפעה על היחס בין הון החברה לשליטה בחברה בחברות רשומות למסחר.

מחברי נייר העבודה בחנו שורה של אמצעים שקיימים במדינות החברות באיחוד האירופי המחזקים את השליטה בחברות הנסחרות בבורסה (CEMs, Control Enhancing Mechanisms). על פי נייר העבודה, 44% מהחברות שנבחנו השתמשו בסוג אחד לפחות של CEM, כשהסוגים הנפוצים ביותר הם פירמידות, סוגי מניות שבהן כל מניה מזכה במספר זכויות הצבעה (MVS, Multiple Voting Shares) והסכמים בין בעלי מניות.

השורה התחתונה של המסמך היא שבהיעדר מחקר אמפירי המצביע על הפגיעה בזכויותיהם של בעלי מניות שאין להם שליטה בחברה, אימוץ העיקרון בידי האיחוד האירופי לא יהיה מידתי, מפני שהוא יכול סיכון להטלת עלויות משמעותיות על החברות וגם על משקיעים בלי שיניב תועלת למשקיעים שתאזן את הסיכון. ואכן, מאז פורסם נייר העבודה, לא קודמה תוכנית לבצע חקיקה של האיחוד האירופי שתדרוש מהמדינות החברות להחיל את העיקרון "מניה אחת- קול אחד".

באפריל 2024 אימץ הפרלמנט של האיחוד האירופי חבילת הצעות שכונתה EU Listing Act, שנוסחה על ידי נציבות האיחוד האירופי במטרה לפשט את כללי הרישום למסחר במדינות האיחוד האירופי ולעשות את שוקי ההון במדינות האיחוד האירופי יותר אטרקטיביים לחברות, בין היתר באמצעות ה-Multiple Voting Rights Directive שתחייב את המדינות החברות לאפשר לחברות לרשום למסחר סוגי מניות שונים, אך זאת לצד הגבלות משמעותיות שיגנו על האינטרסים של בעלי מניות שאינם מחזיקים במניות בעלות זכויות עודפות. עם זאת, היקף התחולה של דירקטיבה זאת מצומצם, והיא חלה רק על חברות המבקשות לרשום את מניותיהן למסחר בשוקי ה-MTF, multilateral trading facilities וה-SME Growth Markets (Small and Medium Enterprises).

ב-2024 הותר בגרמניה הרישום למסחר של חברות עם מספר סוגי מניות, לאחר שהדבר נאסר ב-2003. צעד זה הונע מהרצון לקדם התאגדויות ורישומים בגרמניה בקרב מייסדי ארגוני טכנולוגיה וחדשנות. באיטליה החוק שונה

באופן שבו חברות שנסחרות בבורסה רשאיות כעת (בדומה למצב במדינות חברות אחרות, דוגמת צרפת) להעניק "מניות נאמנות" (loyalty shares), בעלות זכות הצבעה כפולה, לבעלי מניות שהתמידו להחזיק במניותיהן במשך שנתיים רצופות. בנוסף, חברות המבקשות להציע מניות למסחר בבורסה, רשאיות קודם להנפקה ליצור הון מניות הכולל קבוצות בעלות זכויות הצבעה שונות – כפולות ומשולשות (אך לא יותר מכך) מאלה של המניות הרגילות, והן רשאיות לשמר את הקבוצות השונות גם לאחר ההנפקה.

הדחיפה לשינוי החוק באיטליה נבעה מההגירה של חברת פיאט, בעקבות המיזוג עם חברת קרייזלר, לבורסה בהולנד, שם חברה שנסחרת בבורסה רשאית להנפיק מניות עם זכויות הצבעה שונות. הגמשת העיקרון גם מקילה על הפרטת חברות ממשלתיות תוך מתן מניית זהב לגוף ממשלתי.

עוד מתברר שמדינות האיחוד האירופי פועלות למנוע הנירה של חברות ציבוריות מהבורסות שבתחומן. הן אימצו בפועל מגמה של ליברליזציה (חלקית) באוטונומיה של בעלי שליטה ומנהלי חברות לשמר את שליטתם בחברות, מגמה המאוזנת באופן חלקי על ידי קביעת הוראות מנדטוריות נוספות המספקות הגנה לבעלי מניות מיעוט. באשר לשאלה האם הליברליזציה אפקטיבית במניעת הנירה של חברות מתחומן, אין עדיין ממצאים אמפיריים.

## הונג קונג

עמדתה העקרונית של הבורסה בהונג קונג שלא לסטות מהעיקרון של "מניה אחת – קול אחד" זכתה לתשבחות ממי שקיווה שבאמצעות העמידה על העיקרון תהיה הבורסה בהונג קונג אטרקטיבית לחברות מיבשת סין, גם אם לא תהפוך לשער לחברות מערביות לשוק הסיני. אלא שב-2013 חברת עליבאבא בחרה לרשום את מניותיה למסחר דווקא בניו יורק ולא בהונג קונג, לאחר שכשלו מאמציה לשכנע את הבורסה בהונג קונג לסטות מהעיקרון של "מניה אחת – קול אחד". בינואר 2018, לאחר דיונים שנמשכו מספר שנים, ריככה הבורסה בהונג קונג את העיקרון לגבי חברות היי-טק, והותר להן להנפיק קבוצות שונות של מניות שיש להן WVR, Weighted Voting Rights, אך ההחזקה במניות מרובות הקולות הותרה רק לאנשים פרטיים. הרקע לכך היה ההתפתחות הטכנולוגית בסין, הקמתן של חברות הכלכלה



## תרשים 1: החלק היחסי של הנפקות של חברות עם מספר סוגי מניות בארה"ב בשנים 1993 עד 2020.

D. Aggarwal, O. Eldar, Y.V. Hochberg et al.

Journal of Financial Economics 144 (2022) 122–153

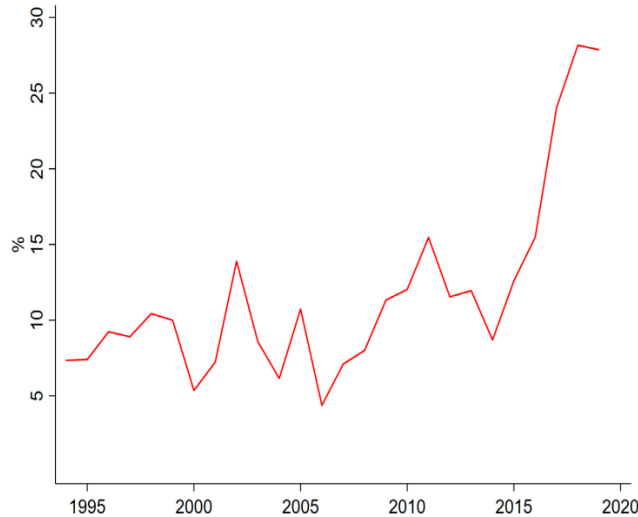


Fig. 1. The rise of dual-class stock IPOs.

This figure shows the three-year rolling percentage of companies conducting Initial Public Offerings (IPOs) that went public with multiple classes of shares.

בשנים 2015 עד 2020 חלה עלייה משמעותית לשיעור של מעל 28% מכלל ההנפקות. נתונים אלה מלמדים כי חלק משמעותי מניוסי ההון מהציבור באמצעות הנפקת מניות נעשה בחברות שבהן קיימים מספר סוגי מניות, והכול ברוח התשתית הרגולטורית בארצות הברית המאפשרת להנפיק מניות של חברות שיש בהן שני סוגי מניות.

כמו כן, חשוב ללמוד באיזו מידה נפוץ מסחר בבורסות במניות חברות שיש בהן מספר סוגי מניות במדינות שונות. חלק 1 בתרשים 2, הלקוח ממאמרם של קים, מתוס וקסו משנת 2018, מראה כי מספר החברות הציבוריות בעלות מספר סוגי מניות עמד בארצות הברית בשנת 2016 על כ-9% מסך כל מספר החברות הציבוריות, ובקנדה על כ-11% בהתאמה. באירופה, כ-47% (!) ממספר החברות הציבוריות שמניותיהן נסחרות בשוודיה הן בעלות מספר סוגי מניות, כ-32% בהונגריה, כ-31% בדנמרק, כ-27% בפינלנד, כ-20% ברוסיה, כ-12% בהולנד, כ-10% בגרמניה, כ-8% ביוון, כ-6% באוסטריה, כ-5% בשווייץ, כ-4% בצרפת, כ-3% באיטליה, כ-2% בנורווגיה, כ-2% בפורטוגל, כ-2% בספרד וכ-1% בבריטניה. לעומת זאת, בבלגיה, אירלנד, פולין וצ'כיה לא נסחרות מניות של חברות עם מספר סוגי מניות.

החדשה, והחשש של הבורסה בהונג קונג שחברות אלה ינהגו כמו עליבאבא.

בינואר 2020 פרסמה הבורסה של הונג קונג הצעה שעל פיה חברות תוכלנה להנפיק מניות שיש להן WVR (ראו Alun, 2020). יצרנית הסמארטפון הייתה החברה הראשונה שנרשמה למסחר בהונג קונג במתכונת הזאת. הבורסה של הונג קונג הסבירה את הצעד שנקטה ברצונה למשוך אליה חברות טכנולוגיה, שכן קודם לכן רוב החברות בבורסה בהונג קונג היו מתחום השירותים הפיננסיים והנדל"ן.

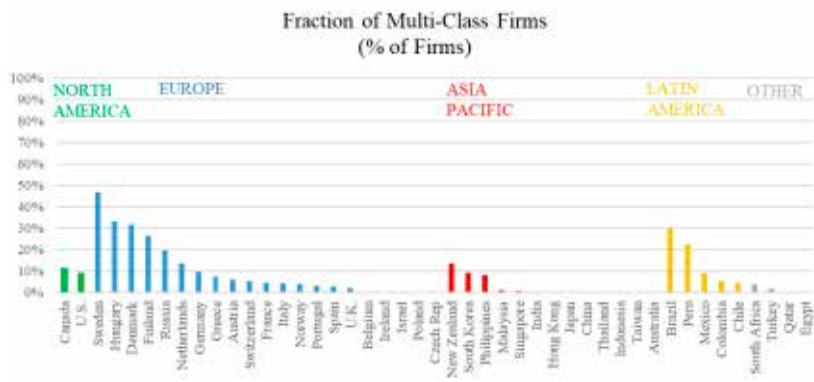
## מבט אמפירי לפרקטיקה במדינות שונות

לאור המצב המשפטי, סקרנו את חלק החברות הציבוריות בעלות מספר סוגי מניות בשוקי ההון במדינות שונות באמצעות עדויות שדווחו בספרות המימון והחשבונאות. לגבי ארצות הברית, תרשים 1, הלקוח ממאמרם של אגרבל, אלדר והוכברג משנת 2022, מציג עלייה משמעותית בחלק היחסי של הנפקות של חברות עם מספר סוגי מניות. במהלך השנים 1993 עד 2014 החלק היחסי של הנפקות של חברות עם מספר סוגי מניות עמד על 5% עד 15% מכלל ההנפקות, ואילו

## תרשים 2: שונות בין מדינות בשכיחות חברות ציבוריות עם שני סוגי מניות

This figure shows the prevalence of multi-class firms as a fraction of listed firms and as a percentage of total market capitalization by country at the end of 2016. The sample covers publicly-listed firms from MSCI ACWI countries with total assets above \$100 million and excludes financial and utility companies. Countries are sorted by the fraction of multi-class firms in each of the geographical regions.

### חלק I – שכיחות (%) מספר חברות ציבוריות עם שני סוגי מניות לפי מדינות



### חלק II – שכיחות (%) של המסחר במניות החברות הציבוריות בעלות מספר סוגי מניות לפי מדינות



מקור: Figure 2 in Kim, Matos and Xu (2018)

ממצאים דומים עולים כאשר בודקים את החלק היחסי של היקף המסחר במניות חברות שיש בהן מספר סוגי מניות במדינות שונות. חלק II בתרשים 2, הלקוח ממאמרם של קים, מתוס וקסו משנת 2018, מראה כי החלק היחסי של המסחר במניות החברות הציבוריות בעלות מספר סוגי מניות עמד בארצות הברית בשנת 2016 על כ-10% מסך כל המסחר, ובקנדה על כ-14% בהתאמה. באירופה, החלק היחסי של המסחר במניות החברות הציבוריות בעלות מספר סוגי מניות עמד בשוודיה על כ-70% (!), על כ-49% בהונגריה, כ-62%

יצוין כי ההצעות לרפורמה מיוני ומדצמבר 2023 של הרגולטור באנגליה, שנועדו להגמיש מאוד את האפשרות להנפיק חברות שיש בהן סוגי מניות שונים, נבעו בין היתר ממיעוט חברות ההיי-טק שבחרו להירשם למסחר בבורסה בלונדון בהשוואה לארצות הברית, שבה 45% מההנפקות הראשוניות של חברות בסקטור הטכנולוגי היו של חברות בעלות סוגי מניות שונים (סעיף 4.22, CP23/10).

בדנמרק, כ-31% בפינלנד, כ-18% ברוסיה, כ-24% בהולנד, כ-16% בגרמניה, פחות מ-1% ביוון, כ-2% באוסטריה, כ-24% בשווייץ, כ-22% בצרפת, כ-23% באיטליה, כ-4% בנוורווגיה, פחות מ-1% בפורטוגל, כ-4% בספרד, וכ-3% בבריטניה. קל לראות שכמעט בכל המדינות ההיקף היחסי של המסחר במניות חברות ציבוריות עם מספר סוגי מניות גדול בצורה משמעותית ממספרן היחסי של החברות הללו מתוך סך כל מספר החברות הציבוריות. עובדה זו מצביעה על החשיבות הרבה של חברות אלה למסחר ולפעילות בשוקי ההון.

לעקרון "מניה אחת – קול אחד" יש חשיבות מיוחדת עבור חברות משפחתיות המעוניינות לניסיון. בני המשפחה השקיעו בחברה את מרבית חייהם, את ההון הראשוני, הפיתוח והידע, ושואפים לניסיון הון כדי להרחיב את עסקי החברה על ידי הנפקת מניות למשקיעים זרים שאינם מבני המשפחה. לבני המשפחות יש private benefits משימור השליטה וההכוונה של פעולות החברה, הכוללים בין השאר את שימור מוניטין המשפחה. לכן בני משפחה רוצים להמשיך לנהל את החברה ובזמן לחלק לכל המשקיעים את פירות הפעילות, דיבידנד, בצורה שוויונית ביחס להשקעתם בהון החברה. משקיעים רבים משקיעים בחברה כדי ליהנות מיכולת הניהול ומהמוניטין של משפחת המייסדים. במצב החוקי הקיים בישראל, אין כל אפשרות להפריד בין זכות לקבלת דיבידנד לבין הזכות ליהנות בזמן מיכולת הניהול והמוניטין של המשפחה.

כאמור לעיל, למרות החוק, ניתן ליהנות מזכויות הצבעה עודפות בחברה מבלי להשקיע את מלוא ההון הנדרש באמצעות הקמת פירמידות. שיטה זו יושמה בחברות אי.די.בי, החברה לישראל, ועוד. פירמידות מאפשרות לשמר שליטה למרות השקעה נמוכה בהון החברה. המנגנון הזה עלול לפגוע בבעלי מניות המיעוט יותר מאשר שני סוגי מניות בעלות זכויות שונות מפני שפירמידות מעודדות מינוף פיננסי משמעותי. אכן, שימוש בפירמידות הונבל משמעותית עם אימוץ החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ז-2013, שהגביל

3 באיחוד האירופי התקבלה ההגדרה הבאה: חברה רשומה למסחר בבורסה לניירות ערך נחשבת חברה משפחתית אם האדם (אנשים) שהקים את החברה או רכש את מניותיה, או בני משפחתם או צאצאיהם מחזיקים במישרין או בעקיפין, ב-25% ממניות ההצבעה (decision-making rights), על פי חלקם בהון החברה (בניגוד לחברה לא רשומה, אשר בה בחברה משפחתית על האנשים האמורים להחזיק, במישרין או בעקיפין, רוב מניות ההצבעה) – ראו [http://ec.europa.eu/growth/smes/promoting-entrepreneurship/we-work-for/family-business/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/smes/promoting-entrepreneurship/we-work-for/family-business/index_en.htm)

בסעיף 21 פירמידות שליטה בחברות ציבוריות רק לשתי שכבות של חברות ציבוריות ואסר על קיומן של חברות-בנות שהן תאגידים מדווחים. עדיין קיימת האפשרות לשמר את השליטה המשפחתית באמצעות חברת החזקות פרטית שאיננה תאגיד מדווח, ואף בפירמידה של חברות פרטיות, אך כדי לשמר את השליטה חייבת חברת החזקות הפרטית להחזיק ברוב המניות של החברה הציבורית. אלא שכמפורט לעיל, גם כאן נמצאו דרכים עוקפות. דרך אחת, כאשר החברה הפרטית היא בעלת שני סוגי מניות, והחברה הציבורית ("החברה האם") שרכושה היחיד הוא המניות הנחותות של החברה הפרטית, מנפיקה לציבור מניות שוויוניות של החברה האם, אך בעלי מניות אלה שולטים רק בהון המגולם במניות הנחותות. דרך שנייה, על ידי רישום חברה מצמרת הפירמידה מחוץ לישראל, תוך ניצול העובדה שחוק הריכוזיות חל על שרשרים של חברות ישראליות. דרך שלישית, על ידי הנפקת איגרות חוב העלויות לסכן את הציבות הפיננסית של החברה ואף להביא ל"תספורות" שכמותן ראינו בשוק ההון בישראל.

מחקרים אמפיריים הביאו עדויות מעורבות לגבי השפעת שימור השליטה על שווי החברות. במאמר סקירה, אדם ופרירה (2008) מציינים כי בספרות יש ראיות לשווי גבוה יותר של חברות עם זכויות הצבעה מסוגים שונים. כמו כן, מחקרים האמפיריים של גושן וחמדני (2016) הראה כי שווי השוק של חברות מפלות גבוה יותר בשנים הראשונות לאחר ההנפקה, מפני שהן מאפשרות לזימים לממש את החזונות האידיאליים המוצלחים שלהם, שהיו עלולים להיבלם בחברות שוויוניות על ידי משקיעים מוסדיים שאינם מאמינים בחזונם של המייסדים. מלבד זאת, יש עדויות חזקות לכך שההננה על הטבות פרטיות והרצון לשמור על שליטה במשפחה הם סיבות לבחירה בהנפקה עם שני סוגי מניות. עוד הם מציינים כי עדויות המצביעות על כך שניסו הון בבורסה באמצעות מבנה החזקה עם שני סוגי מניות הוא זול יותר בהשוואה לניסו הון מקרן פרייבט אקוויטי. מוקדם יותר, האזור ולאטרברך (2004) חקרו 84 איחודי מניות בחברות בשליטה משפחתית שהיו בהן שני סוגי מניות בישראל (שהיו מותרים בישראל טרום החקיקה משנת 1991). הם מצאו שבעלי מניות בעלות זכויות שליטה קיבלו פיצוי על אובדן מניות השליטה, ושהפיצוי הזה היה פרופורציונלי לשיעור זכויות ההצבעה שאיבדו. מצד שני, גומפרס, אישי ומטריק (2010) מדווחים כי שווי החברות יורד ככל שהאפליה בזכויות ההצבעה גדולה יותר. לאחרונה, קרמר, לאטרברך ופוסקה (2024) דיווחו

בברוסות בניו יורק. כיום, עקרון "מניה אחת – קול אחד" תקף בשוק הראשי של הבורסה לניירות ערך בלונדון, אך הרגולטור FCA דן בימים אלה בעדכון הגישה וההחלטה צפויה במחצית השנייה של 2024. ועדיין, לאחרונה מופעלים על הבורסה לניירות ערך בלונדון לחצים כבדים להתיר שני סוגי מניות בחברות בשל התחרות הבין-לאומית, כולל זו של Euronext Amsterdam.

## סיכום ומסקנות

מאמר זה סוקר את תהליך חקיקת עקרון "מניה אחת – קול אחד" בישראל, עורך השוואה בין-לאומית, ומוצא כי בניגוד למצב החוקי בישראל, רוב הבורסות המובילות בעולם מאפשרות הנפקת מניות של חברות כאשר בחברה קיימים שני סוגי מניות. ממצאים אמפיריים מראים כי החלק היחסי של הנפקות של מניות חברות עם מספר סוגי מניות עלה בשנים האחרונות בארצות הברית, ומניות של חברות אלה מהוות חלק משמעותי מהיקפי המסחר בבורסות מובילות. המסקנה העולה היא כי אסדרה רגולטורית המתירה שני סוגי מניות בעלות זכויות הצבעה שונות בחברות ציבוריות בישראל, חקיקה המסדירה את הכללים הראויים שיחולו על גילוי נאות, חובת אמונים, עסקאות עם בעלי עניין וכדומה, וגם אכיפה קפדנית של כללים אלה, כל אלה יהיו עקביות עם החקיקה בעולם ויעודדו חברות לגייס הון בבורסה לניירות ערך בתל אביב. הדבר חשוב במיוחד לפיתוח וצמיחת שוק ההון בישראל, מפני שבין החברות הישראליות המצליחות יש חברות היי-טק וחברות משפחתיות שביטול העיקרון צפוי לעודד אותן לגייס הון בבורסה בתל אביב ולא בחו"ל.

קל לראות כי במדינות רבות בעולם חברות גדולות מנפיקות בשוק ההון מניות, כאשר בהון המניות שלהן כמה סוגי מניות, דבר המותר על פי הדין החל עליהן. תזכיר החוק לעידוד פעילות בשוק ההון שפרסם משרד האוצר להערות הציבור צפוי, ככל שיאומץ, לאפשר לחברות דאליות להירשם למסחר בישראל עם מספר סוגי מניות. הצעה זו היא בכיוון הנכון. עם זאת, חשוב לתקן את ההצעה באופן שיאפשר גם לחברות ישראליות שבהן המניות שלהן כמה סוגי מניות להנפיק ולהיסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב כמקובל בעולם. חבל ששוק ההון בישראל יישאר מאחור.

על פרמייה חיובית בחברות עם שני סוגי מניות אחרי מועד ההנפקה, אשר מתהפכת בשנים מאוחרות.

באופן דומה, גם העניין של חברות טכנולוגיה ציבוריות בשני סוגי מניות תועד היטב. לאחר ההנפקה של גוגל ב-2004 באמצעות שני סוגי מניות, מייסדי חברות הטכנולוגיה אימצו לעיתים קרובות שיטה זו כדי לגייס הון מהציבור ובו-בזמן לשמור על השליטה בניהול באמצעות זכויות הצבעה באספה הכללית. לל, נטר, פולסון וקווין (2022) דיווחו כי 113 מתוך 517 ההנפקות הראשוניות בארצות הברית בשנים 2017 עד 2020 היו על ידי חברות עם שני סוגי מניות, ברובן חברות טכנולוגיה כמו Zoom, Snap, Blue Apron, Airbnb. כיום יש בחברות הטכנולוגיה הגדולות ביותר שני סוגי מניות: Google (Alphabet), Facebook (Meta), Zoom, Ford והיזמים בחברות אלה ממשיכים לשלוט בניהול החברה באמצעות שני סוגי מניות, גם אם חלקם בזכויות לדיבידנד קטן יחסית.

הצורך של חברות משפחתיות וחברות היי-טק במנגנונים מקדמי שליטה (CEMs) בכלל, ובשני סוגי מניות בעלות זכויות הצבעה שונות בפרט, שבהם מותנה רצונם לגייס כספים מהציבור באמצעות שוק ההון, אינו מיוחד לשוק הישראלי. מנגנונים אלה משקפים את הזכות הטבעה הראויה להתארגנות עצמאית (IRSO – Inherent Right to Self Organization). זכות זו מבוססת על חופש החוזים המסורתי שלפיו, בכפוף לאמצעי זהירות נדרשים, מקובל במדינות רבות להותיר בידי חברות את החירות להתארגן על פי צורכיהן. כל עוד ציבור הוכשי המניות מודע לכך שמדובר בחברה בעלת שני סוגי מניות עם זכויות הצבעה שונות, ויש חקיקה המסדירה את הכללים הראויים שיחולו על גילוי נאות, חובת אמונים, עסקאות עם בעלי עניין וכדומה, וגם אכיפה קפדנית של כללים אלה, יש להותיר בידי החברות את החירות להתארגן על פי צורכיהן מצד אחד, ובידי הציבור המבקש לרכוש את המניות של חברות אלה, מפני שהוא סומך על בני המשפחה או על היום שישתמשו בכוחותיהם וביכולותיהם לטובת החברה, מהצד האחר.

בעקבות המגמה בבורסות בארצות הברית, בורסות במדינות רבות שקבעו בעבר רישומים על פי עקרון "מניה אחת – קול אחד", כמו הונג קונג וסינגפור, החלו לאפשר רישום מניות למסחר כאשר לחברות יש מספר סוגי מניות. סיבה מרכזית לשינוי היא שמירת האטרקטיביות של הבורסות עבור חברות הטכנולוגיה שהעדיפו לגייס הון באמצעות שני סוגי מניות

## רשימת מקורות

- חוק ניירות ערך (תיקון מס' 10), התש"ן-1990, ה"ח 2006 (17 ביולי 1990).
- חוק ניירות ערך (תיקון מס' 11), התשנ"א-1990, ספר החוקים 1334 (13 בדצמבר 1990).
- אוריאל פרוקצ'יה, "הנחות היסוד של חוק החברות במבט לאחור", המשפט כ"ו (תשפ"א-2020) 37, בעמ' 47.
- השופטת רות רונן, Mylan NV נ' Perrigo Company plc, תא (מחוי תל אביב, המחלקה הכלכלית) 40274-09-15 (23/11/2015).
- Adams, R., & Ferreira, D. (2008). One share-one vote: The empirical evidence. *Review of Finance*, 12(1), 51-91.
- Aggarwal, D., Eldar, O., Hochberg, Y. V., & Litov, L. P. (2022). The rise of dual-class stock IPOs. *Journal of Financial Economics*, 144(1), 122-153.
- Alun, J., Update 1-Hong Kong Exchange proposes allowing corporate weighted voting rights", *Reuters*, January 31, 2020, <https://de.reuters.com/article/hkex-wvr/update-1-hong-kong-exchange-proposes-allowing-corporate-weighted-voting-rights-idUKL4N2A03JZ>
- Ballantine H., (1970), *Manual of Corporate Law and Practice* (1930), § 171, at 573, cited by David L. Ratner, "The Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of the 'One Share, One Vote'", 56 *Cornell Law Review* 1, pp. 3, 6 (1970).
- Bueren, E., & Crowder, J. (2024), "Mehrstimmrechte im Spiegel von Rechtsvergleichung und Ökonomie", 88 *Rabels Zeitschrift*, pp. 87-150.
- Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document – Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies", Brussels, 12/12/2007, SEC(2007) 1705.
- Cremers, M., Lauterbach, B. & Pajuste, A., (2024). The life cycle of dual-class firm valuation. *The Review of Corporate Finance Studies*, 13(2), pp.459-493.
- Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations* (by Carol A. Jones), vol. 5 (West 2011), § 2025
- Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A. (2010). Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States, *The Review of Financial Studies*, 23 (3) Issue 3, 1051–1088.
- Goshen, Z., & Hamdani (2016), A., Corporate Control and Idiosyncratic Vision, 125 *Yale Law Journal*. 560
- Hauser, S., & Lauterbach, B. (2004). The value of voting rights to majority shareholders: Evidence from dual-class stock unifications. *Review of Financial Studies*, 17(4), 1167-1184.
- Hopt, K., & Kalss, S. (2024), Multiple-voting shares in Europe – A comparative law and economic analysis. Working Paper No. 786/2024. European Corporate Governance Institute.
- ISS [Institutional Shareholder Services], in cooperation with Shearman & Sterling llp, ecgi – "Report on the Proportionality Principle in the European Union", 2007.

Kim, J., Matos, P., & Xu, T. (2018). *Multi-Class Shares Around the World: The Role of Institutional Investors*. Working paper. Darden School of Business, University of Virginia.

Levi, H., (1983), "Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock", *Journal of Finance* 38 79-93.

Loss, Seligman and Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation*, 6th ed. (Wolters Kluwer 2011), vol. 1, pp. 666.

Lel, U., Netter, J.M., Poulsen, A.B. and Qin, Z., 2021. Dual-Class Shares and Firm Valuation: Market-Wide Evidence from Regulatory Events. *European Corporate Governance Institute–Finance Working Paper*, (807).