

ניתוח ממסדי של האספה הכללית בעידן ההצבעה המקוונת

ישראל קליין*

האספה הכללית היא אחד האורגנים שבבסיס הממשל התאגידי של חברת המניות. הסדרים רבים בדיני החברות, לרבות כאלה אשר עוצבו במיוחד כדי להתמודד עם מאפייניו הייחודיים של שוק ההון הישראלי שבו נפוצות חברות עם בעלי שליטה, תלויים בפעולה מיטבית של האספה, כזו הכוללת השתתפות של בעלי מניות שאינם נגועים באינטרס אישי שאינו לטובת החברה.

דא עקא, השתתפות באספה דורשת הוצאת משאבים מבעלי המניות, דבר שמביא לאדישות רציונלית מצד בעלי מניות מהציבור. כדי להתמודד עם אדישות זו, החל "עידן מקוון" בשוק ההון הישראלי, שבמסגרתו ניתנה לבעלי מניות בחברות ציבוריות ישראליות אפשרות להשתתף בהצבעות האספה הכללית בצורה מקוונת המקטינה דרמטית את עלויות ההשתתפות.

רשימה זו בוחנת את שיווי המשקל המוסדי המעודכן בפעולות האספה של חברות ציבוריות ישראליות בעידן המקוון. בחינת היקף ההשתתפות של בעלי השליטה, הגופים המוסדיים ובעלי המניות מהציבור מוצאת כי בעידן המקוון, לצד בעלי השליטה והמוסדיים, מתבסס מוסד דומיננטי נוסף בפעולת האספה – בעלי מניות מהציבור.

הרשימה עומדת על משמעות התבססותו של מוסד הציבור באספה הכללית בעידן המקוון ומעלה תהייה לגבי צורך בבחינה מחודשת של נחיצות כפיית השתתפות המוסדיים בעידן המקוון.

א. מבוא. ב. האספה הכללית; 1. סוגי המשתתפים באספות; 2. דרכי ההשתתפות באספה; 3. הצבעה מקוונת. ג. בחינת פעולת האספה הכללית; 1. ההצבעות הרלוונטיות; 2. שיעור ההשתתפות; 3. פוטנציאל ההכרעה; 4. שונות ההצבעה. ד. ממצאים אמפיריים; 1. שיעור ההשתתפות; 2. פוטנציאל ההכרעה; 3. שונות ההשתתפות. ה. דיון. ו. סיכום.

* ד"ר ישראל קליין, החוג לחשבונאות, אוניברסיטת אריאל. המחבר מודה למשתתפי יום העיון להצגת מקרים בנושא "רגולציה פיננסית" שנערך בתאריך 29 למאי, 2022, למגיבה פרופ' הדס גלנדר, למערכת מחקרי רגולציה ולשופטים האנונימיים של המאמר. המחבר מודה גם למרכז חת לחקר התחרות והרגולציה על התמיכה במימון המחקר.

א. מבורא

אחד המתחים הקלסיים שאיתם מתמודדים דיני התאגידים הוא המתח שבין בעלות (ownership) לבין שליטה (control).¹ למשל, בנסיבות של שוק הון המאופיין בהחזקה מבוזרת ואדישות מצד בעלי המניות, מניות החברות מוחזקות על ידי מספר רב של משקיעים, שאינם מתאחדים לכדי גורם משפיע על ניהול החברה. בנסיבות אלה, יחסי מנהלים-בעלי המניות יוצרים מתח תאגידי – החשש הוא ממנהלים אשר ימקסמו את רווחתם האישית על חשבון החברה ועל חשבון בעלי מניותיה. בניגוד לכך, כאשר לחברה ישנו בעל מניות המחזיק בכמות מניות אשר מאפשרת לו להחליף את המנהלים, נוצר כביכול מנגנון הממסטר את המנהלים: אם המנהלים פועלים בניגוד לטובת החברה או בעלי מניותיה, בעל השליטה יפעל ויחליף אותם באחרים. במובן זה, קיומו של בעל השליטה מגביל את יכולת המנהלים "להסיט ערך" מהחברה ועל חשבון בעלי המניות. דא עקא, כאשר קיים לחברה בעל שליטה, מתעורר מתח תאגידי אחר: בין בעל השליטה לבין יתר בעלי המניות.

כאשר לחברה ציבוריות ישנו בעל שליטה אשר בכוחו לקבוע את תקנון החברה ולמנות את הדירקטורים, עולה חשש שבעל השליטה ינצל את שליטתו כדי לגרום לחברה לפעול תוך העדפת האינטרס האישי של בעל שליטה, ושלא לטובת החברה (וכלל בעלי המניות). למשל, לגרום לחברה למכור לבעל השליטה נכסים במחיר הנמוך מהשווי ההוגן של הנכסים; או, למנות את בעל השליטה ומקורביו למשרות בחברה בתנאים מנופחים. פעולות אלה ואחרות הדומות להן "מסיטות ערך" (tunneling) מהחברה הציבורית לכיסיו הפרטיים של בעל השליטה (ומקורביו).²

אחד ממאפייניו של שוק ההון הישראלי הוא שליטתן של חברות ציבוריות רבות על ידי בעלי שליטה.³ בהתאם, כדי להקטין את החשש מפני הסטות ערך מחברות ציבוריות ישראליות אל בעלי השליטה, הרגולציה החלה על חברות ציבוריות בישראל, במסגרת חוק החברות וחוק ניירות ערך, כוללת כמה מנגנוני ממשל תאגידיים אשר מטילים הגבלות וחובות גילוי המקשות על בעלי השליטה והמנהלים "להסיט ערך" מהחברה הציבורית לכיסיהם הפרטיים.

1 ראו בכלליות: ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (1932).

2 חשש זה להסטת ערך על ידי בעל השליטה נובע מכך ששיעור החזקתו של בעל השליטה בחברה הציבורית הוא גבוה דיו כדי להקנות לו שליטה, ברם לא מדובר בהחזקה מלאה. בהתאם, באופן ערך מהחברה הציבורית בעסקה עם בעל השליטה, למשל במכירה של נכס מהחברה לבעל השליטה במחיר הנמוך משווי הנכס, ההפסד שנוצר לחברה הציבורית מתחלק בין בעל השליטה ויתר בעלי המניות, בהתאם לשיעור החזקתם בחברה. בו בזמן, הרווח שנוצר לבעל השליטה כתוצאה מהרכישה במחיר הנמוך נוצר במישור הפרטי של בעל השליטה והוא כולו רק של בעל השליטה. כך, בכובעו כבעל מניות בחברה הציבורית בעל השליטה מאבד ערך בשיעור הנמוך משיעור מלא (>100%), כאשר מנגד, בכובעו הפרטי, בעל השליטה זוכה במלוא הערך שאבד לחברה.

3 רשות ניירות ערך התפתחויות במבנה האחזקות בשוק ההון הישראלי בשנים 2010–2018 <https://bit.ly/469sJJd> (2019).

האספה הכללית ממלאת תפקיד מרכזי ברבים מאותם מנגנונים: האספה היא אורגן תאגידי המורכב מבעלי המניות של החברה, הנדרש לאשר פעולות שונות בקשר לחברה, ביניהן פעולות המעלות חשש כי יסיטו ערך מהחברה בניגוד לטובת כלל בעלי המניות. לדוגמה, בהתאם להוראות הפרק החמישי לחלק השישי של חוק החברות,⁴ כאשר החברה רוצה להתקשר בעסקה עם בעל השליטה או קרובו, יש צורך לאשר את ההתקשרות גם באספה הכללית, כאשר האישור דורש מעבר לרוב רגיל גם "רוב מקרב המיעוט": כדי לאשר את ההתקשרות, לא מספיק שרוב בעלי המניות מאשרים את העסקה, ישנו גם צורך כי יתקיים רוב מקרב בעלי המניות "שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה, המשתתפים בהצבעה".⁵ החלטות באספה הכללית מתקבלות באמצעות הצבעה של בעלי המניות.⁶ בחברה ציבורית, חוק החברות קובע כי בעל מניות "רשאי להצביע בעצמו או באמצעות שלוח וכן בכתב הצבעה".⁷ בהתאם, כאשר חברה ציבורית נדרשת לכנס את בעלי המניות כדי לאשר החלטות הדורשות את אישור ה הכללית, כמו גם לשם כינוס האסיפה השנתית הסטטוטורית,⁸ החברה "שולחת זימון" לבעלי המניות, והללו יכולים לממש את זכותם ולהצביע לרבות באמצעות שליחה מראש של "כתב הצבעה" הכולל את אופן ההצבעה ("תוכן ההצבעה") של בעל המניות לנושאים שעל סדר יום האספה.⁹

למרות חשיבותה של האספה הכללית, התפיסה הקלסית בדיני חברות היא כי משקיעים שאינם מבעלי השליטה (או בעלי שיעור החזקה משמעותי בחברה) יפגינו "אדישות רציונלית", ולא ישתתפו באספה.¹⁰ אדישותם של המשקיעים נובעת מכך שנתח החזקה של משקיע פרטי בודד לרוב אינו מצדיק את העלות הדרושה לקבלת החלטה מושכלת לגבי אופן ההצבעה, וגם כאשר עלות גיבוש ההחלטה אינה גבוהה, שיעור החזקה אינו מצדיק את הוצאת המשאבים

4 ס' 268–284 לחוק החברות, התשנ"ט–1999.

5 ס' 275 לחוק החברות קובע כי: "א) עסקה שמתקיים בה האמור בס' 270(4) טעונה אישורם של אלה בסדר הזה: (1) ועדת הביקורת, ובעסקה באשר לתנאי כהונה והעסקה – ועדת התגמול; (2) הדירקטוריון; (3) האסיפה הכללית, ובלבד שיתקיים אחד מאלה: (א) במנין קולות הרוב באסיפה הכללית ייכללו רוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה, המשתתפים בהצבעה; במנין כלל הקולות של בעלי המניות האמורים לא יובאו בחשבון קולות הנמנעים; (ב) סך קולות המתנגדים מקרב בעלי המניות האמורים בפסקת משנה (א) לא עלה על שיעור של שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה".

6 ס' 85 לחוק החברות.

7 ס' 83(א) לחוק החברות.

8 "חברה תקיים אסיפה שנתית בכל שנה ולא יאוחר מתום חמישה עשר חודשים לאחר האסיפה השנתית האחרונה... סדר היום באסיפה השנתית יכלול דיון בדוחות הכספיים ובדיווח הדירקטוריון; סדר היום יכול שיכלול מינוי דירקטורים, מינוי רואה חשבון מבקר וכן נושא שנקבע בתקנון שיידון באסיפה שנתית, או כל נושא אחר שנקבע על סדר היום... (ס' 60 לחוק החברות).

9 ס' 87 לחוק החברות מסדיר את פרטי השימוש בכתב ההצבעה.

10 השור, Alon Brav et al., *Retail Shareholder Participation in the Proxy Process: Monitoring, Engagement, and Voting*, 144 J. FIN. ECO. 492 (2022) (מוצאים כי בעלי מניות מהציבור משתתפים בהצבעות גם כאשר אין בכוחם להשפיע על ההחלטה, זאת בשל תועלת מההצבעה עצמה).

בגיוס בעלי מניות אחרים בשיעור אשר יהיה מספיק לשם יצירת השפעה באספה.¹¹ בשל "מחסום" זה לפעולתה התקינה של האספה הכללית, הרגולטור הישראלי (בדומה לרגולטורים אחרים בעולם) הטיל חובות השתתפות על גופים שונים המנהלים כספים עבור אחרים¹² "והעצים את כוח המיעוט" כדי שגם השתתפות בשיעור נמוך תהיה בעלת השפעה מכריעה על פעולות האספה (כביכול, ללא צורך לבצע גיוס רחב של מצביעים נוספים כדי ליצור השפעה).¹³

שינויים אלה הפכו את הגופים המוסדיים לגורם דומיננטי ביותר בפעולת האספה הכללית. כפי שמראים הנתונים המובאים ברשימה זו, בין השאר, השתתפות המוסדיים לבדה היא בעלת כוח להכריע למעלה מתשעים אחוזים מההצבעות באספות כלליות של חברות ציבוריות ישראליות.¹⁴ עם זאת, כוחם הרב של המוסדיים מעלה חששות חדשים לגבי ניגודי עניינים אפשריים בין הגופים המוסדיים לחברות הציבוריות ובעלי השליטה אשר נזקקים כעת לתמיכת המוסדיים באספה הכללית.¹⁵

- 11 בהתאם, אדישות זו מכונה "רציונלית". לדיון מקיף בהקשר הישראלי, ראו גם אצל דב סולומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדתו?" **עיוני משפט** לט 317, 326 והלאה (2016).
- 12 ראו, למשל, הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון, חוזר גופים מוסדיים, 11-9-2009 (21 ביוני 2009) <https://bit.ly/3oTemrB>; 59 Fed. ; DOL Interpretative Bulletin § 2509.94-2, (July 29, 1994). Reg. 28,860
- 13 ראו, למשל, הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (**ועדת חמדני**), דו"ח ביניים להערות הציבור 4 (2007) ("במקביל, מן הראוי שהסדרים בחור החברות לעניין ההגנה על זכויות המיעוט יעוצבו תוך התחשבות בגופים המוסדיים וביכולת ההשפעה המוגבלת שלהם").
- 14 ראו להלן, טבלה 6.
- 15 ראו, בין השאר: דב סולומון ואופיר ויצמן "חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים" **המשפט כו** 309 (2020); אסף חמדני וקובי קסטיאל "בעלות מבוזרת, שליטה ושיתופי פעולה בין גופים מוסדיים במינוי דירקטורים" **המשפט כו** 265 (2020); עידו באום ועדי "ארץ'מה עשה הכסף שלנו היום"? (חוסר) שקיפות בהצבעות הגופים המוסדיים באספות כלליות של בעלי מניות" **המשפט כו** 111 (2020); הדס אהרוני-ברק ואסף חמדני "בעקבות פסק דין קיטאל: נטל ההוכחה בהצעת רכש מלאה" **תאגידים ט** 17, 30-31 (2012); אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" **משפטים מ** 309, 321 (2011); Assaf Hamdani & Yishay Yafeh *Institutional Investors as Minority Shareholders* 17 REVIEW OF FINANCE 691 (2013); Gilson, Ronald J. & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863 (2013); David F. Larcker, Allan L. McCall & Gaizka Ormazabal *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms* 58 J. L. & ECO. 173 (2015); Sharon Hannes *Brave New World: A Proposal for Institutional Investors* 16 THEORETICAL INQUIRIES IN LAW 245 (2015); Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen & Scott Hirst, *The Agency Problem of Institutional Investors* 31 JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES 89 (2017); Eric A. Posner, Fiona M. Scott Morton & E. Glen Weyl, *A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors*, 81 ANTITRUST L.J. 669 (2017); Dorothy Lund Shapiro, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 J. CORP. L. 493 (2018); Fiona Scott Morton & Herbert Hovenkamp, *Horizontal Shareholding and Antitrust Policy*, 127 YALE L.J. 1742 (2018); Jill Fisch, Assaf Hamdani & Steven Davidoff Solomon *The New*

בקליפת אגוז,¹⁶ השתתפותם הכפויה¹⁷ של המוסדיים והעצמת כוחם בהכרעת האספות יוצרות מתחים ופוטנציאל לניגוד עניינים בין מנהלי הגופים המוסדיים לבין העמיתים החוסכים, הדומים במהותם לאלה הנוצרים בין מנהלים לבין בעלי מניות.¹⁸ לא זו בלבד, אלא שריכוז כוח הצבעת המיעוט בידי מספר גופים מצומצם, ובמיוחד בשוק ריכוזי כשוק ההון הישראלי, מעלה חשש מהותי לתפקוד הצבעת המוסדיים ולציפייה כי ימלאו תפקיד שאינו נגוע בהחלטות החברה הציבורית. הפתרון המיוחל יכול להימצא בהצבעת משקיעים אחרים שאינם מוסדיים (ואינם בעלי שליטה) – משקיעים מהציבור.¹⁹

בעבר, בעלי מניות היו נדרשים להמציא לחברה כתב הצבעה פיזי, למשל באמצעות משלוח הטפסים בדואר אל משרדי החברה. לאחר תיקון חוק החברות כבר בשנת 2013²⁰ והחל משנת 2015,²¹ נפתחה בפני בעלי המניות בחברות ציבוריות ישראליות אפשרות לשלוח את כתבי ההצבעה בצורה מקוונת ועל גבי מערכת אינטרנטית אשר הוקמה על ידי רשות ניירות ערך ("הצבעה מקוונת").

כאשר בעלי מניות יכולים להצביע באופן מקוון, משתנה איזון התמריצים והחסמים בפעולת האספה הכללית, וישנו פוטנציאל לשינוי בכוחות המוסדות השונים באספה: בעלי שליטה, מוסדיים וציבור. בניגוד לתקופה שקדמה להצבעה המקוונת ("העידן הפרה-מקוון"), כאשר בעלי מניות נדרשו להשתתפות פיזית באספה או למשלוח כתב הצבעה, בעידן המקוון בעלי המניות אינם נדרשים כמעט להשקעה כדי לממש את זכותם להצביע. למשל, אין צורך יותר להקדיש זמן בפנייה אל הבנק כדי להפיק "אישור בעלות במניות", שאותו יש לצרף לכתב ההצבעה הפיזי. כתוצאה מכך, השתתפות באספה הופכת "זולה יותר" ונגישה ליותר בעלי

Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors U. PA. L. REV. 168 (2019); Lucian A. Bebchuk & Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 COLUM. L. REV. 2029 (2019); Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders Be Shareholders*, 100 B.U. L. REV. 1771 (2020); Nicola Cucari et. al., *Determinants of Commitment and Opportunism of Institutional Investors' Behaviour: An Empirical Investigation on Robo-voting Phenomenon* 38 SINERGIE ITALIAN JOURNAL OF MANAGEMENT 191 (2020).

16 להרחבה ראו גם סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 15, בעמ' 315–317.
17 ראו גם עידו באום, עדי ארן "מה עשה הכסף שלנו היום?" (חוסר) שקיפות בהצבעות הגופים המוסדיים באספות כלליות של בעלי מניות "המשפט כו 111, 119–122 (2020).

18 Stephen M. Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 35 UCLA L. REV. 601, 630 (2006).

19 דניאל ג. גאלגהר, *Opening Statement at the Proxy Voting Roundtable*, U.S. SEC. ; EXCH. COMM'N (Feb. 19, 2015) <https://bit.ly/3NkGsEr>; Brav et al. ; לעיל ה"ש 10 ; Jill E. Fisch *Standing Voting Instructions: Empowering the Excluded Retail Investor*, 102 MINNESOTA L. REV. 11, 14 (2017); Kobi Kastiel & Yaron Nili, *In Search of the Absent Shareholders: A New Solution to Retail Investors' Apathy*, 41 DEL. J. CORP. L. 55 (2016).

20 תיקון מס' 21 לחוק החברות, נעשה בס' 9 לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 53), התשע"ד–2013.

21 רשות ניירות ערך משיקה את "הצבעה הון" – מערכת הצבעות אלקטרונית הודעה לעיתונות <https://bit.ly/43TWY15> (29.6.2015).

מניות. לצד השתתפותם הכפויה של המוסדיים, ישנו פוטנציאל להיווצרותה של השתתפות נוספת של משקיעים מהציבור ולהפיכתם של אלה לכוח דומיננטי באספות. מעבר לכך, ייתכן שנוכח התחזקותה של השתתפות הציבור, ניתן – ואולי אף רצוי – לשנות את היקף חובות ההשתתפות של המוסדיים.

לאור הפוטנציאל לשינוי בפעולת האספה בשל פתיחת האפשרות להצבעה מקוונת, רשימה זו עושה שימוש במתודולוגיה המותאמת למאפייני הרגולציה של שוק ההון הישראלי ובוחנת באמצעות כלים סטטיסטיים, המנגישים את המידע לכלל המעורבים בתחום שוק ההון, את "שיווי המשקל המוסדי" בפעולות האספה של חברות ציבוריות ישראליות בעידן המקוון. בחינה זו מתמקדת בשלושה מדדים: (1) היקף ההשתתפות של המוסדות השונים בהצבעות של האספה הכללית בעידן המקוון במובנים אבסולוטיים ובהשוואה להיקף ההשתתפות שהתקיים בעידן הפרה-מקוון; (2) "גורם ההכרעה" העדכני באספה – כאמור, חוק החברות הישראלי דורש קבלת החלטות מסוימות באספה ברוב מיוחס, לרוב, בדרישה של רוב רגיל הכולל גם רוב מקרב בעלי מניות המיעוט.²² "בעלי מניות המיעוט" הם משקיעים מקרב הציבור ומשקיעים מוסדיים. כאמור, על האחרונים חלה רגולציה אשר מחייבת אותם להשתתף ולהצביע, ומכך שנכפה עליהם להיות שחקן מרכזי בהכרעות האספה. בד בבד, בעידן המקוון הפחתת עלויות ההצבעה יכולה להביא להגברת השתתפותם של המשקיעים הפרטיים, בעלי מניות מיעוט שאינם מוסדיים, ובהתאם – תיתכן השפעה על כוחם של המוסדיים בהצבעות שבהן קיימת דרישת רוב מיוחס מקרב בעלי מניות המיעוט; (3) מדד "שונות ההשתתפות", שבמסגרתו תוכן הצבעת הציבור נבחן אל מול תוכן הצבעת המוסדיים, ונמדדת התאמת הצבעת הציבור להצבעת המוסדיים. מדד זה מספק מידע על תפקוד המוסדות ואינדיקציה האם הם ממלאים תפקיד שונה באספה. כפי שיובא להלן, השתתפות מקוונת מגבירה את קונסנזוס ההשתתפות, ממצא התומך בהקלת חובת ההשתתפות של המוסדיים, שכן הצבעת הציבור מתלכדת עם זו של המוסדיים ובמקרים מסוימים יכולה לשמש תחליף.

הרשימה ממשיכה בכמה חלקים: החלק הראשון מתאר את אורגן "האספה הכללית" תוך התמקדות בסוגי המשתתפים השונים באספה ומשקלם בקבלת ההכרעות, האמצעים העומדים לרשות בעלי מניות הרוצים להשתתף בהצבעה והשינוי שהתרחש והחל את עידן ההצבעה המקוונת; החלק השני מתאר את המחקר האמפירי שבבסיס רשימה זו, מאפייני האספות הכלליות שנבחנו במסגרתו והגדרות הפרמטרים אשר משמשים ברשימה זו למדידת היקף ההשתתפות, זיהוי גורם ההכרעה באספות ומדד "שונות ההשתתפות"; החלק השלישי מביא את ממצאי המחקר האמפירי ומנתח אותם; החלק הרביעי דן בממצאים תוך גיבוש מסקנות ראשוניות; ולבסוף החלק החמישי מסכם את הרשימה.

22 לדוגמה, כדרישת ס' 275 לחוק החברות באישור עסקה חריגה עם בעלי שליטה. ברם, ישנם גם מקרים שבהם חוק החברות דורש שהחלטה תתקבל גם בתמיכת אחוז מינימלי מסוים מקרב בעלי מניות המיעוט, למשל ס' 245(א1)(ב) לחוק החברות העוסק במינוי דירקטור חיצוני לתקופה נוספת כאשר המשך הכהונה מוצע על ידי בעל מניות.

ב. האספה הכללית

חוק החברות הישראלי מונה שלושה אורגנים בבסיס הממשל התאגידי של חברת המניות הישראלית:²³ מנכ"ל, האחראי על הניהול השוטף של פעילות החברה;²⁴ דירקטוריון, האחראי על "ניהול-העל" של התאגיד: התוויית האסטרטגיה של החברה ופיקוח על הניהול השוטף;²⁵ והאספה הכללית, פורום בעלי המניות של החברה האחראי לקבלתן של החלטות תאגידיות שונות והמהווה את הסמכות הממשל תאגידית העליונה בחברה.²⁶ השתתפות המנכ"ל והדירקטוריון בממשל החברה נעשית בצורה מתמשכת וסדירה, המנכ"ל בפעולתו היומיומית בניהול החברה, והדירקטורים בישיבותיהם.²⁷ אך השתתפות בעלי המניות באספה הכללית נעשית אד הוק, על בסיס זימון אספה. אומנם, האספה מתכנסת לכל הפחות אחת לשנה, בין השאר לשם דיון בדו"חות הכספיים, בדיווח הדירקטוריון ומינוי רואה חשבון,²⁸ וכך גם קיימות התפתחויות קבועות בחיי החברה אשר דורשות את כינוס האספה, כגון מינוי דירקטורים או רואה חשבון מבקר, ברם – השתתפות בעלי המניות באותן האספות אינה ברורה מאליה ותלויה למעשה בסוג המשקיעים המחזיקים במניות החברה.

1. סוגי המשתתפים באספות

בין המוסדות הפועלים באספה הכללית ניתן להבחין בין כמה סוגים של בעלי מניות ("משקיעים") הנבדלים באופי ההשקעה ומכך גם בתבנית השתתפותם באספה הכללית. הסוג הראשון של המשקיעים הוא משקיעים שהם "בעלי שליטה": משקיעים שמחזיקים מניות בהיקף גבוה שמקנה להם יכולת – לבד או ביחד עם שותפים – להכריע הצבעות באספה הכללית. באמצעות יכולת זו, בעלי השליטה יכולים, ככלל, לעצב את תקנון החברה בהתאם לצורכיהם ולקבוע את זהות הדירקטורים בהתאם לרצונותיהם, ובכך גם להשפיע על הניהול השוטף של החברה. ככלל, בעלי שליטה נוטים להשתתף באספה הכללית, שכן הם בעלי כוח להכריע את החלטותיה ובכך לקדם את האינטרס שלהם בחברה הציבורית.

- 23 ס' 46 לחוק החברות קובע כי "האורגנים של החברה הם האסיפה הכללית, הדירקטוריון, המנהל הכללי וכל מי שעל פי דין, או מכוח התקנון רואים את פעולתו בענין פלוני כפעולת החברה לאותו ענין".
- 24 ס' 121(א) לחוק החברות קובע כי "למנהל הכללי יהיו כל סמכויות הניהול והביצוע שלא הוקנו בחוק זה או בתקנון לאורגן אחר של החברה, והוא יהיה נתון לפיקוחו של הדירקטוריון".
- 25 ס' 92 לחוק החברות מפרט את סמכויות הדירקטוריון ותפקידיו, לרבות כך ש"הדירקטוריון יתווה את מדיניות החברה ויפקח על ביצוע תפקידי המנהל הכללי ופעולותיו".
- 26 ס' 57 לחוק החברות מונה רשימה של סמכויות קוגנטיות המוקנות לאספה הכללית, ביניהן הסמכות לשנות את התקנון, להפעיל את סמכויות הדירקטוריון בנסיבות מסוימות, אישור פעולות ועסקאות מסוימות ועניינים אחרים.
- 27 אידיהשתתפות בישיבת דירקטוריון יכולה אף לעלות לכדי הפרה של חובות האמונים והזהירות של הדירקטור, ראו בכלליות: ע"א 610/94 בוכבינדר נ' כונס הנכסים הרשמי בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נז(4) 289, 321 (1953).
- 28 ס' 60 לחוק החברות – "חברה תקיים אסיפה שנתית בכל שנה... סדר היום באסיפה השנתית יכלול דיון בדוחות הכספיים ובדיווח הדירקטוריון...".

סוג נוסף של משקיעים, "משקיעים מוסדיים", מהווה מוסד נוסף בפעולת האספה: מדובר במשקיעים שההשקעה בחברות ציבוריות היא חלק מעיסוקם המקצועי ומשירות שהם מציעים לאחרים, אשר משקיעים באמצעותם בחברות ציבוריות ("עמיתים"). ככלל, משקיעים מוסדיים, כגון חברות ביטוח וגופי חיסכון פנסיוני, ממקסמים את רווחתם מניהול ההשקעה עבור העמיתים באמצעות גביית עמלות על ניהול ההשקעה וביצועה. בשל תפקידם עבור אחרים, לרבות בהסדרים שאינם וולונטריים במלואם והנתונים לכשלי שוק שונים, המשקיעים המוסדיים כפופים לרגולציה. בין השאר, במטרה לטייב את שירותם לעמיתים ולתרום את מומחיותם לטיוב ניהול החברות הציבוריות בשוק ההון הישראלי, משקיעים מוסדיים מחויבים להשתתף באספות כלליות שונות בחברות ציבוריות שבהן הם משקיעים עבור העמיתים.²⁹ חובה זו נדרשת שכן התמריץ "הטבעי" להשתתפות המוסדיים אינו חזק דיו: המוסדיים ממקסמים את רווחתם מעמלות אשר מושפעות בצורה עקיפה וחלשה מאוד מההכרעות המתקבלות באספה הכללית, ולכן, רגולטורים ברחבי העולם בחרו "לכפות" את ההשתתפות על המוסדיים.

סוג נוסף של משקיעים המהווים מוסד שלישי בפעולת האספה הם "משקיעים פרטיים" או "משקיעים מהציבור" (retail investors). משקיעים אלה משקיעים בחברות הציבוריות את כספם שלהם, לרוב במסגרת תיק השקעות מפוזר שבו הם משקיעים בכמה חברות. מאפיין מרכזי שמיחד את המשקיע הפרטי הוא שהיקף ההשקעה בכל חברה ציבורית הוא לרוב בהיקף שאינו מקנה למשקיע השפעה מהותית על הכרעות האספה הכללית. המשמעות היא שלמשקיע הפרטי לרוב אין יכולת להשפיע על ההכרעה באספה הכללית, שכן הוא אינו מחזיק בכל חברה מניות בהיקף גבוה (זאת בשונה מבעלי שליטה ולעיתים ממשקיעים מוסדיים). ממילא, משקיעים מהציבור ממקסמים את רווחתם באמצעות בחירת השקעה ומימושה (רכישה ומכירה של מניות), ללא עשייה אקטיבית מעבר לכך³⁰ ותוך נטייה שלא להשתתף באספה הכללית.³¹ מקובל לראות במשקיעים מהציבור כשחקן "אדיש רציונלית" כלפי אפשרות השפעה ישירה על אופן ניהול החברה.³²

2. דרכי ההשתתפות באספה

סעיף 83 לחוק החברות קובע כי משקיע שרוצה להשתתף בהצבעה באספה הכללית של חברה ציבורית יכול לעשות זאת בכמה דרכים: באמצעות הגעה להתכנסות האספה עצמה והזדהות

29 ראו להלן ה"ש 64 וטקסט מלווה.
 30 משקיעים מהציבור, בשל שיעור ההחזקה הנמוך ייטו לפסיביות אל מול החברה הציבורית ויבחרו באסטרטגיה של "יציאה מהשקעה" מחברה ציבורית אשר אינה מתנהלת בצורה מיטבית. ראו בכלליות: ALBERT O. HIRSCHMAN'S EXIT, VOICE, AND LOYALTY (1970).
 31 רשות ניירות ערך משיקה את "הצבעהוון" – מערכת הצבעות אלקטרונית הודעה לעיתונות (29.6.2015) <https://bit.ly/43TWY15> ("למעלה מ-58% מציבור מחזיקי ניירות הערך מוותר על זכותו לקחת חלק ולהצביע באסיפות בעלי מניות; למעלה משליש מההחלטות נתקבלו כאשר שיעור הציבור שהשתתף בהן היה נמוך מ-30% מסך הציבור באותן חברות").
 32 ראו לעיל ה"ש 15 וטקסט מלווה.

כבעל מניות, לרבות בדרך של הצגת אסמכתאות; באמצעות שליחת מיופה כוח להתכנסות; ובאמצעות שליחת כתב ההצבעה.³³

עוד לפני התפרצות מגפת הקורונה, תאגידיים רבים השתמשו באמצעים מקוונים כדי לשפר את התקשורת שלהם עם בעלי מניותיהם. בעקבות המגפה הנוכחית, השימוש בפלטפורמות מקוונות באספות בעלי מניות הפך לדבר מובן מאליו. עם זאת, גם כאשר אספות משודרות ומתנהלות על גבי פלטפורמות מבוססות אינטרנט, ברוב המדינות פעולות מסוימות עדיין דורשות התנהלות "פיזית", זאת כדי לוודא ולהבטיח את אמינות הפעולות ודיוקן.

אחת מאותן הפעולות שבהן נדרשת מידה גבוהה של אמינות ודיוק היא הצבעת בעלי המניות, כאמור, תהליך תאגידי שבאמצעותו בעלי המניות מוציאים לפועל את שליטתם בחברת המניות ואשר נתפס כמנגנון קרדינלי בממשל התאגידי. בהתאם, אמצעי ההשתתפות המופיעים בסעיף 83 הם כאלה אשר מבטיחים אמצעים פיזיים לצמצום האפשרות לזיופים או טעויות. "פיזיות ההשתתפות" התחייבה בשל העידן שבו נקבעו ההסדרים, כאשר אסמכתאות כתובות ונוכחות פיזית שימשו להוכחה ולבקרה. בד בבד, בימינו, כאשר ישנם אמצעים מקוונים מספקים על מנת לאפשר לבעלי מניות להצביע בצורה "מקוונת", ובפרט, דרך שימוש ברשת האינטרנט, מתבקשת "תשתית הצבעה" (proxy plumbing) מאובטחת ואמינה, לצד חוק חברות ורגולציה מתאימים, אשר ירתמו את האמצעים המקוונים העדכניים כדי לאפשר הצבעה שאינה פיזית.

3. הצבעה מקוונת

המדינה הראשונה שהציגה תשתית הצבעה מקוונת ברמה הלאומית וכן סביבה רגולטורית מתאימה הייתה טורקיה. בשנת 2012 השיקה הבורסה של איסטנבול פלטפורמה מבוססת אינטרנט המשמשת לאינטראקציה בזמן אמת בין בעלי המניות לנציגי החברות וכן השתתפות והצבעה מקוונת.

מאוחר יותר, בשנת 2013, רשות ניירות ערך החרתה החזיקה והובילה תיקון לחוק החברות (תיקון מס' 21), אשר הוסיף את האפשרות לבעל מניות בחברה ציבורית למסור כתב הצבעה באמצעות מערכת מקוונת,³⁴ וכן תיקון לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 53), אשר הוסיף את סימן ב' – "מערכת הצבעה אלקטרונית" – לפרק ז' שבחוק.³⁵

33 ס' 83(א) לחוק החברות קובע כי "בעל מניה בחברה ציבורית רשאי להצביע בעצמו או באמצעות שלוח וכן בכתב הצבעה לפי הוראות סימן ז'".

34 לס' 87 לחוק החברות ("הצבעה באסיפה כללית באמצעות כתב הצבעה") נוסף ס"ק (ה) אשר קובע כי "נוסף על הוראות סעיף קטן (א), בעל מניה בחברה ציבורית כאמור בס' 177(1) רשאי להצביע באסיפה כללית ובאסיפת סוג באמצעות כתב הצבעה שיועבר לחברה במערכת ההצבעה האלקטרונית לפי סימן ב' לפרק ז' לחוק ניירות ערך, גם בהחלטות בכל נושא אחר שעל סדר יומה של אסיפה כאמור".

35 ס"ח תשע"ד מס' 2410 מיום 31.10.2013 עמ' 24 (ה"ח הממשלה תשע"ג מס' 790 עמ' 1166) – תיקון מס' 53.

בהמשך לכך, בשנת 2015 רשות ניירות ערך השיקה פלטפורמה מקוונת, מערכת "הצבעהון", תוך שחייבה את כל החברות הנסחרות בבורסה בתל אביב להתחבר לפלטפורמה ולאפשר לבעלי ניירות הערך להצביע דרך המערכת. עם השקת מערכת "הצבעהון", ניבאה רשות ניירות ערך כי המערכת "... צפויה לשנות את כללי המשחק. המערכת תנגיש את יכולת ההצבעה באמצעות אתר האינטרנט, מכל מקום, גם מביתו של המשקיע. היא תאפשר לציבור להצביע מבלי שייאלץ לפנות לקבלת אישורי בעלות מהבנק ומבלי הצורך לטרוח ולשלוח בפקס או בדואר כתבי הצבעה וכל זאת עד שעות ספורות לפני מועד האספה".³⁶ כעבור תקופה מאז השקת המערכת ועם הצטברות נתונים לגבי הצבעות אשר התקיימו באמצעות מערכת "הצבעהון" ניתן כעת לספק תמונת מצב על פעולת האספה הכללית תחת הסדר ההצבעה המקוונת.

ג. בחינת פעולת האספה הכללית

כדי לספק תמונת מצב על פעולת האספה הכללית בעידן המקוון ובפרט לבחון את שיווי המשקל המוסדי הנוכחי בפעולות האספה של חברות ציבוריות ישראליות, רשימה זו מתמקדת באספות שבהן ישנו כוח למוסדות שונים שאינם רק בעל השליטה, ותוך שימוש בשלושה מדדים: היקף ההשתתפות, גורם ההכרעה ושונות ההצבעה.

1. ההצבעות הרלוונטיות

כאמור לעיל, שוק ההון הישראלי מאופיין בקיום בעלי שליטה. מכך, שתוצאת האספה שבה מתקיימת הצבעה רגילה נקבעת בהתאם להצבעת בעל השליטה. אך באותן אספות הדורשות קבלת החלטה תוך שימוש בכלל המעצים את כוח המיעוט, למשל בשל דרישה לזיהוי בעלי אינטרס בהחלטה תוך טיפול שונה בהצבעתם או בשל דרישה לאישור ההחלטה גם "ברוב מקרב המיעוט",³⁷ השתתפותם של המוסדיים ושל הציבור, לרבות הימנעותם מלהשתתף, הופכת למכרעת בפעולת האספה.

בהתאם, המחקר מתמקד בפעולות המוסדות ובהשתתפותם באספות שבהן נערכות הצבעות שבהן להשתתפות זו שאינה של בעל השליטה ישנו פוטנציאל להשפיע ולהכריע את תוצאות האספה. בהתאם להוראות דיני ניירות ערך, תוצאות אספות אלה מדווחות בצורה מפורטת (להלן).

36 רשות ניירות ערך משיקה את "הצבעהון" – מערכת הצבעות אלקטרונית הודעה לעיתונות (29.6.2015).

37 ראו לדוגמה ה"ש 22 לעיל וטקסט מלווה.

2. שיעור ההשתתפות

ככלל, חברות ציבוריות בשוקי הון ברחבי העולם נדרשות לדווח תוצאות אגרגטיביות של הצבעות בעלי מניות, ללא פילוח של סוגי המצביעים או פרטים אחרים המאפשרים זיהוי של המשתתפים. בד בבד, גופים מוסדיים רבים מפרסמים עצמאית ובצורה שיטתית את הצבעותיהם באספות של חברות ציבוריות. אומנם, פרסומים אלה של הגופים המוסדיים יכולים ללמד על שיעור השתתפות המוסדיים ותוכן הצבעותיהם³⁸ ומכך כביכול לאפשר את זיהוי שאר המשתתפים מהציבור, אלא שכאשר ישנה גם השתתפות של בעלי שליטה, אשר הצבעתם נשארת סמויה, לא ניתן לאמוד את השתתפות הציבור רק על בסיס הגילוי האגרגטיבי של תוצאות האספה וזה המפורסם על ידי המוסדיים.

כללי הגילוי החלים על החברות הציבוריות הישראליות מהווים חריג לאמור. תקנה 36 ד לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 דורשת מחברה ציבורית אשר קיימה אספת בעלי מניות שבמסגרתה נערכה הצבעה בנושא "המחייב בחינת קיומו של עניין אישי של מצביע או בחינת מאפיין אחר שלו"³⁹ לשון אחר – הצבעה אשר בה מתעורר חשד לנגיעות ובשל כך מוחל כלל תאגידי המעצים את כוח המיעוט – לדווח את תוצאות האספה תוך פירוט "באשר לאופן ההצבעה של מחזיקי ניירות הערך שהם בעלי עניין, נושאי משרה בכירה, גופים מוסדיים או מנהלי קרנות"⁴⁰.

הדיווח המפורט כולל גם פירוט על אופן הצבעת בעלי השליטה,⁴¹ כך שהמידע המפורט כולל מידע על אופן ההצבעה של בעל השליטה והגופים המוסדיים – ומכך באמצעות השוואת מידע זה לתוצאת האספה האגרגטיבית ניתן למצוא את שיעור השתתפות הציבור.

3. פוטנציאל ההכרעה

כאמור, אחד מתפקידי האספה הכללית הוא לאשר פעולות שונות בקשר לחברה אשר יש חשש כי יסיטו ערך מהחברה בניגוד לטובת כלל בעלי המניות. כדי למלא תפקיד זה חרף הרוב הקיים לבעל השליטה, חוק החברות דורש "רוב מקרב המיעוט" לגבי החלטות מסוימות, ברם תוך דרישה כי שיעור התנגדות המיעוט יהיה גדול משיעור מינימלי מסוים (בדרך כלל מדובר

38 ותחת משטרי פיקוח מסוימים אף מחויבים בכך, למשל – בישראל, ראו לעיל ה"ש 12.

39 תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, תקנה 36(ב).

40 שם, תקנה 36(ג).

41 שם, תקנה 36(ב) ("התקבלה החלטה, באסיפה בנושא המחייב בחינת קיומו של עניין אישי של מצביע או בחינת מאפיין אחר שלו או התקבלה החלטה באסיפה של מחזיקי תעודות התחייבות שעניינה החלטה בהליך לפי ס' 350 לחוק החברות, החלטה לפי ס' 235(2) לחוק או החלטה לפי ס' 135 לחוק, יובאו בדוח גם פרטים אלה: סך כל ניירות הערך שהשתתפו בהצבעה, מספר ניירות הערך שהצביעו בעד ההצעה ונגדה ושיעורם של אלה מסך כל ניירות הערך שנכללו במניין הקולות לצורך ההצבעה, בהבחנה בין בעלי שליטה או מי שהם בעלי עניין אישי באישור ההחלטה לבין אלה שאינם בעלי שליטה או אינם בעלי עניין אישי באישור ההחלטה, לרבות כל הבחנה אחרת בין בעלי ניירות הערך הנדרשת לשם קבלת ההחלטה").

בשיעור מינימלי של שני אחוזים מסך זכויות ההצבעה בחברה).⁴² ברומה, להחלטות מסוימות נדרש שיעור תמיכה מינימלי מצד בעלי מניות המיעוט אשר ללא התקיימותו ההחלטה אינה מתקבלת.⁴³

הדרישה, מחד גיסא, לרוב מקרב המיעוט, משמשת להתגברות על מצבים שבהם בעל השליטה תומך בפעולה שאינה לטובת החברה בשל מניעים זרים. עם זאת, הדרישה, מאידך גיסא, לשיעור התנגדות מינימלי (או תמיכה מינימלית) משמשת הן כבקרה על מקרים שבהם ישנו מיעוט סחטן (מעבר לדרישת גילוי בדבר "עניין אישי שלילי") והן כ"הגבלה מידתית" של חופש הפעולה של רוב בעלי הזכויות, גם אם מדובר בבעלי שליטה החשודים בנגיעות: כאשר ישנו בעל שליטה אשר נושא ברוב משמעות השלכות הפעולה על החברה, לא מידתי "לכבול את ידיו" בשל התנגדות נמוכה מצד בעלי מניות אחרים אשר נושאים בהשלכות ההתנגדות בצורה נמוכה ביותר. השילוב בין כלל של "רוב מקרב המיעוט" לדרישה להתנגדות (תמיכה) בשיעור מינימלי מביא לכך שלעיתים השתתפות המיעוט, לרבות המוסדיים, אינה אפקטיבית. מדד "גורם ההכרעה" בוחר את כוח המוסדות המשתתפים באספה, בעלי שליטה (לרבות הנהלת החברה ובעלי עניין), משקיעים מוסדיים ומשקיעים מהציבור. המדידה נעשית תוך שקלול שיעור ההשתתפות ותוכנה (תמיכה או התנגדות) והמגבלות שמטיל חוק החברות לעניין שיעורים מינימליים. לגבי כל אחד מסוגי המשקיעים נבחנת היכולת להכריע את ההחלטה: בעלי השליטה נחשבים כבעלי יכולת להכריע את ההחלטה כאשר לא קיימת התנגדות של משקיעים מהציבור או מוסדיים או ששיעור ההתנגדות נמוך מהשיעור המינימלי. ההנחה לגבי בעלי השליטה היא כי הם שולטים על עיתוי הבאת נושא מסוים להצבעה וממילא יכולים להכריע הצבעה גם תוך יצירת הנסיבות המתאימות.⁴⁴

המוסדיים נחשבים כבעלי יכולת להכריע את ההחלטה כאשר שיעור הצבעתם – ללא שקלול הצבעות בעלי המניות מקרב הציבור – מהווה רוב מקרב המיעוט והוא מעל לשיעור ההתנגדות (תמיכה) המינימלי הנדרש. בעלי המניות מקרב הציבור נחשבים כבעלי יכולת להכריע את ההחלטה כאשר שיעור הצבעתם – ללא שקלול הצבעות המוסדיים – מהווה רוב מקרב המיעוט והוא מעל לשיעור ההתנגדות (תמיכה) המינימלי הנדרש.

למעשה, "פוטנציאל ההכרעה" מספק מידע על יכולתם של המוסדיים והציבור ליצור השתתפות אפקטיבית בפעולת האספה. בעוד בתקופה הפרה-מקוונת משקיעים מהציבור היוו מוסד חלש אשר הסתמכות בלעדית על פעולתו הייתה מאיינת ברוב ההצבעות את אפקטיביות מנגנוני הממשל התאגידי המיושמים בפעולת האספה, כפי שיורחב להלן – בעידן המקוון

42 ראו למשל ס' 121(ג)(2), 239(ב)(2), 267א(ב)(2), 275(א)(3)(ב) לחוק החברות ("ובלבד שיתקיים אחד מאלה... סך קולות המתנגדים מקרב בעלי המניות האמורים... לא עלה על שיעור של שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה"), וכן ס' 245(1)(18)(ב) לחוק החברות ("סך קולות התומכים... עולה על שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה").

43 ראו למשל ס' 245(1)(18)(א)(1)(ב) לחוק החברות העוסק במינוי דירקטור חיצוני לתקופה נוספת כאשר המשך הכהונה מוצע על ידי בעל מניות.

44 ראו גם Choonsik Lee & Matthew E. Souther, *Managerial Reliance on the Retail Shareholder Vote: Evidence from Proxy Delivery Methods*, 66 MGMT. SCI. 1717 (2020) (אמצעים שונים שאותם נוקטים המנהלים כדי למקסם את תוצאת האספה לטובתם).

ביותר ממחצית ההצבעות השתתפות הציבור הופכת לאפקטיבית וכביכול יכולה למלא את התפקיד אשר נכפה על המוסדיים.⁴⁵

4. שונות ההצבעה

האפשרות להצביע באופן מקוון ללא הזדקקות לאמצעים פיזיים "מוזילה" את עלות ההשתתפות באספה (מרכיב ההצבעה). להזולה זו יכולות להיות השלכות שונות, ביניהן הגברת היקף ההשתתפות של משקיעים אשר לא היו מוכנים "לשלם" את מחיר ההצבעה הפיזית וייתכן אף משיכת "הצבעות זולות" – כאלה אשר אינן מחושבות דיין ונעשות רק בשל קלות יכולת הוצאת ההצבעה אל הפועל, למשל, אדם אשר נכנס למערכת לצורך הצבעה מושכלת בחברה פלונית רואה כי ישנה גם אספה של חברה אלמונית ומצביע גם שם "על הדרך".⁴⁶

פרמטר "שונות ההצבעה" ממפה את תפקוד המוסדות כפי שהוא משתקף בתוכן הצבעותיהם. קונקרטי, באופן שבו המדד מחושב במחקר זה – על-ידי מדידת ההפרש בשיעור ההצבעה "בעד" של המוסדיים ושל משקיעים מהציבור, המדד מספק אינדיקציה אם המוסדיים והציבור ממלאים תפקיד שונה בקבלת ההכרעות באספה: ככל שישנו פער גדול בתמיכה בהחלטות נראה שכל מוסד מייצג מגמה/אינטרס נפרדים; אך ככל שהפער בתמיכה בין המוסדות מצטמצם, הרי שתפקוד המוסדות באספה מתכנס, וכביכול מתייתרת פעולתם הכפולה באספה. כפי שיורחב בחלק הבא, בעידן המקוון קונסנזוס ההצבעה באספה גדל בצורה סובסטנטיבית.

ד. ממצאים אמפיריים

לצורך בחינת פעולת האספה הכללית נאספו ונותחו הצבעות של חברות ציבוריות בישראל אשר נערכו בארבע השנים 2013, 2014, 2017 ו-2019. ההצבעות שנאספו משנים אלה היו של החברות שקיימו אספות בכל ארבע השנים, וכאמור – אספות שבהן תקנות ניירות ערך דורשות

45 עם זאת, ראו ישראל קליין "הצבעה מקוונת של בעלי מניות: האם מדובר בחרב פיפיות? בחינה אמפירית-נורמטיבית של מערכת 'הצבע-הון'" **מחקרי משפט** לה 1 (2023) (קשר מהותי ומובהק סטטיסטית בין השתתפות מוגברת ובין הצבעה "בעד" בעידן המקוון מרמז על גיוס של קולות "בעד" על ידי בעלי שליטה ודירקטורים שמינויים עומד להכרעת האסיפה).

46 בנוסף, קיימת גם אפשרות שהזולת עלות ההצבעה מקילה את גיוס הקולות הנדרשים לשם אישור החלטה באספה. כאמור, החלטות מסוימות דורשות רוב מקרב המיעוט או אחוז תמיכה מינימלי. בהתאם לכך, ייתכן שבעל אינטרס באישור החלטה, למשל, דירקטור חיצוני המועמד למינוי, ינהל קמפיין לגייס קולות תומכים. בעידן הפרה-מקוון, כל גיוס מצביע דרש טיפול אדמיניסטרטיבי נרחב בהוצאתה לפועל של ההצבעה הפיזית (בין השאר, הנפקת אישור בעלות במניה). אך כאשר ניתן להצביע בצורה מקוונת – מצביע מגויס נדרש רק להיכנס למערכת, וקל הרבה יותר לרתום משקיעים לשם העברת החלטות. הדיון לקמן בממצאים מתייחס גם לכך.

גילוי מפורט בקשר להצבעת בעלי עניין, נושאי משרה בכירה וגופים מוסדיים.⁴⁷ גילוי זה מדווח במסגרת דיווח ייעודי: "דו"ח מידי על תוצאות אספה לאישור עסקה עם בעל שליטה ו/או לאישור הצעה פרטית (ת049)" ("טופס ת-49").

ארבע השנים הקונקרטיות נבחרו במיוחד כדי לדגום הצבעות מהעידן המקוון והפרה-מקוון, ובהתאם נבחרו סביב שנת 2015 שבה הושקה בישראל מערכת "הצבעה-הון" אשר מאפשרת הצבעה מקוונת בחברות הנסחרות בבורסה של תל אביב. כמו כן, הפער בין השנים בשתי התקופות נקבע על שלוש (2014–2017) ושש שנים (2013–2019), במטרה לנצל את העובדה שנושאים מסוימים, כגון עסקה מתמשכת של החברה עם בעל השליטה או מינוי דירקטורים חיצוניים, מחייבים אישור מחדש והצבעה כל שלוש שנים, ובכך משפרים את הומוגניות ההחלטות בכלל השנים הנדגמות ויוצרים "מדגמים מזווגים" אשר מקילים על תוקף השוואת ההחלטות בין השנים שנבחנו.

בשנים 2013, 2014, 2017 ו-2019 דווחו, בהתאמה, 757, 777, 672 ו-689 טפסי ת-49, זאת, על ידי 536 חברות שונות.

סך הכול נאספו ונותחו 1,977 הצבעות שהתקיימו במסגרת 941 אספות של 144 חברות אשר קיימו אספות בכל אחת מארבע השנים ("מדגם ההצבעות"). כאמור, לגבי הצבעות אלה קיים דיווח מפורט מאת החברות לגבי השתתפותם של כל אלה שאינם משקיעים פרטיים. טבלה מס' 1 מציגה את חלוקת ההצבעות הנכללות במדגם תוך הבחנה בין השנים:

שנה	מס' הצבעות	אחוז
2013	431	21.8%
2014	614	31%
2017	541	27.4%
2019	391	19.8%
סה"כ	1,977	100.00%

(טבלה מס' 1, התפלגות ההצבעות בין השנים הנדגמות)

1. שיעור ההשתתפות

כאמור, מוסדיים מחויבים להשתתף באספות מסוימות בחברות שבהן הם מושקעים; הציבור אינו מחויב, וקיימת סבירות שיגלה אדישות רציונלית ולא ישתתף. טבלה מס' 2 מציגה את מיפוי השתתפות השחקנים השונים באספות שנכללות במדגם ההצבעות, כזכור – מדובר

47 למשל, בכל ההצבעות שבהן נדרשה בחינת קיומו של עניין אישי, ראו לעיל טקסט מלווה ה"ש 40, ועל בסיס ניתוח טפסי ת-49, ראו בהקשר זה גם את הודעת רשות ניירות ערך: פיתוח כלי טכנולוגי משודרג לדיווח אלקטרוני בדבר אופן ההצבעה של מחזיקי ניירות ערך באסיפות כלליות (ת-049 ות-051) (13.2.2020) <https://bit.ly/42NxAwN>

בארבע שנים של אספות על ידי אותן 144 חברות ותוך חלוקה בין אספות שבהן לא השתתפו לא מוסדיים ולא ציבור; אספות שבהן השתתפו מוסדיים, אך לא ציבור; אספות שבהן השתתפו ציבור, אך לא מוסדיים; ואספות שבהן השתתפו גם מוסדיים וגם ציבור:

מאפיין האספה	העידן הפרה־מקוון	העידן המקוון	ההבדל בין התקופות ⁴⁸
ללא השתתפות מוסדיים או ציבור	2%	1%	*-1%
השתתפות מוסדיים (ללא ציבור)	52%	20%	***-32%
השתתפות ציבור (ללא מוסדיים)	4%	6%	2%
השתתפות מוסדיים וציבור	42%	73%	***31%

(טבלה מס' 2א, הרכב ההשתתפות באספות, התקופה המקוונת והפרה־מקוונת)

* - $p \leq 0.05$; ** - $p \leq 0.01$; *** - $p \leq 0.001$

כפי שנתוני הטבלה מלמדים, העידן המקוון מתאפיין בגידול סובסטנטיבי בשיעור האספות שבהן ישנה השתתפות של הציבור (שיעור האספות שבהן השתתפו רק מוסדיים ירד דרמטית).

השתתפות במונחי שיעור מניות החברה

דרך נוספת לבחון את שיעור ההשתתפות הוא בחישוב אחוז מניות החברה אשר שימש להשתתפות כל סוג משקיע. בהתאם, שיעור ההשתתפות של כל אחד מסוגי המשקיעים: בעלי עניין, מוסדיים והציבור, חושב כמספר המניות שהשתתפו בהצבעה על ידי סוג המשקיע, חלקי סך כל מניות החברה (שלהן קיימות זכות הצבעה, רכישות עצמיות של החברה נוטרלו, ראו גם בהמשך).

טבלה מס' 2ב מציגה את שיעור ההשתתפות הממוצע של כל אחד מסוגי המשקיעים, כפי שעולה ממדגם ההצבעות, לגבי העידן המקוון והעידן הפרה־מקוון:

48 הערכים בעמודת "ההבדל בין התקופות" מייצגים את ההבדל בין אחוז ההצבעות בכל אחת מהתקופות; מובהקות ההבדל נבחנה באמצעות $t\text{-test}(\beta_1=0)$ במודל שבחן את הקשר בין מאפיין האספה לתקופה.

ההבדל בין התקופות ⁴⁹	העידן המקוון ממוצע (סטיית התקן)	העידן הפרה־מקוון ממוצע (סטיית התקן)	סוג המשקיעים
50*** -4.2%	53.8% (23.2%)	58% (23.8%)	בעלי עניין
51* 1.8%	22.7% (20.3%)	21% (20.3%)	מוסדיים
52*** 0.7%	2.1% (3.84%)	1.4% (3.1%)	ציבור

(טבלה מס' 2, שיעור ההשתתפות הממוצע של כל אחד מסוגי המשקיעים, התקופה המקוונת והפרה־מקוונת)

* - $p < 0.05$; ** - $p < 0.01$; *** - $p < 0.001$

אומנם, הנתונים מראים כביכול כי בעידן המקוון קטנה השתתפות בעלי העניין לצד גידול בשיעור ההשתתפות של המוסדיים והציבור, אלא שיש לשים לב כי הנתונים בטבלה מובאים בערכים גולמיים: ללא שקלול שינויים בשיעורי הגדלת הפוזיציות של המוסדיים או בעלי השליטה, ולכן הנתונים שבטבלה 2 משקפים, לפחות לגבי בעלי עניין ומוסדיים, התפתחות במישור שיעורי ההחזקה בחברות. בד בבד, כדי לקבל תמונה מדויקת יותר על ההשתתפות משקיעים מהציבור בעידן המקוון, יש צורך לאמוד את ההשתתפות הציבור במונחים יחסיים.

שיעור ההשתתפות: מבט יחסי על השתתפות הציבור

בנוסף על שיעור ההשתתפות שחושב לעיל, לגבי הציבור – ניתן גם לחשב את שיעור ההשתתפות היחסי של הציבור מתוך כלל פוטנציאל ההשתתפות של הציבור.⁵³ עבור כל

49 בדומה לאמור בה"ש 48, מובהקות ההבדל בין הממוצעים נבחנה באמצעות t-test.
 50 ברם, יש לציין כי בבדיקת ההבדל בין התקופות תחת הנחת תלות בין הצבעות המתקיימות באותה אספה (clustering ברמת האספה) – מובהקות הממצא נחלשת (p value=0.033).
 51 ברם, יש לציין כי בבדיקת ההבדל בין התקופות תוך התחשבות בנושא ההצבעה – רמת המובהקות משתנה ל 0.04; כמו כן, תחת הנחת תלות בין הצבעות המתקיימות באותה אספה (clustering ברמת האספה) – ממצא ההבדל בין התקופות "מאבד את מובהקותו" (p value=0.24).
 52 ברם, יש לציין כי בבדיקת ההבדל בין התקופות תחת הנחת תלות בין הצבעות המתקיימות באותה אספה (clustering ברמת האספה) – מובהקות הממצא נחלשת (p value=0.026).
 53 ההנחה היא כי בעלי העניין השתתפו באמצעות כל החזקותיהם וכך גם המוסדיים – ולכן יתר מניות החברה שלא השתתפו בידי שני סוגים אלה של משקיעים הן מניות המוחזקות על ידי הציבור.

הצבעה במדגם הצבעות הגילוי המפורט שימש כדי לחשב את מספר המניות שהצבעה מכוחן נעשתה על ידי משקיעים מהציבור, ובהתאם לכך את אחוז המניות של המשקיעים הפרטיים שהשתתף בהצבעה מתוך כלל המניות המוחזקות בידי הציבור, להלן – פרמטר "שיעור השתתפות הפרטיים", או RPR (Retail Participation Rate).

ביתר פירוט: כדי לחשב את פרמטר ה-RPR, מלבד חישוב הצבעות הפרטיים שהשתתפו בהצבעה, חושב גם מספר המניות הכולל שהוחזקו על ידי משקיעים פרטיים בעת האספה: נעשה שימוש בדיווחי החברה השוטפים כדי לחשב את מספר המניות שהונפקו ככלל על ידי החברה עד למועד האספה, כאשר מספר זה מתואם להחזקות בעלי עניין ומוסדיים בעת האספה ולרכישות עצמיות עד למועד האספה (כל המידע הוא פומבי ומדווח בהתאם להוראות תקנות ניירות ערך).

טבלה מס' 3א מציגה את הנתונים הסטטיסטיים העיקריים של הפרמטר RPR (בכלל, ובהבחנה בין ארבע השנים הכלולות במדגם).

2019	2017	2014	2013	כל התצפיות	
391	541	614	431	1,977	מס' תצפיות
7.58%	8.7%	5.1%	7.1%	7%	ממוצע
11.4%	17.4%	10.9%	14.2%	13.8%	סטיית תקן

(טבלה מס' 3א, נתונים סטטיסטיים עיקריים בנוגע לפרמטר ה-RPR)

טבלה מס' 3ב מציגה את ערך הפרמטר RPR של התקופה המקוונת: שנת 2017 יחד עם שנת 2019, והפרה-מקוונת: 2013 יחד עם 2014. מוצג בטבלה גם ההבדל בין מדד ה-RPR של שתי התקופות, שהוא גם מובהק סטטיסטית⁵⁴ (דא עקא, יש לשים לב לסטיות התקן הגדולות).

ההבדל בין התקופות ⁵⁵	העידן המקוון	העידן הפרה-מקוון	כל התצפיות	
	932	1,045	1,977	מס' תצפיות
***2.34%	8.24%	5.9%	7%	ממוצע
	15.1%	12.4%	13.8%	סטיית תקן

(טבלה מס' 3ב, נתונים סטטיסטיים עיקריים בנוגע לפרמטר ה-RPR, התקופה המקוונת והפרה-מקוונת)

* - $p \leq 0.05$; ** - $p \leq 0.01$; *** - $p \leq 0.001$

.P value < 0.000 54
ראו ה"ש 49 לעיל. 55

עם זאת, יש לציין כי הצלבה של השנים הבודדות משתי התקופות – קרי, השוואת נתוני שנת 2013 עם נתוני השנים 2017 ו-2019; ונתוני שנת 2014 עם נתוני השנים 2017 ו-2019 – אינה מלמדת על הבדל מובהק בפרמטר ה-RPR בין התקופות.⁵⁶ תוצאה זו, בצירוף השוואת הגדולה בתוך המדגם, מקשות על קביעת מסמרות לגבי מובהקות השינוי בפרמטר ה-RPR, ונדרש מחקר נוסף כדי שניתן יהיה לגבש מסקנות חד-משמעיות. בהמשך לטבלאות הכלליות, טבלה מס' 3 ג מציגה את ערך הפרמטר RPR בהתייחסות לנושאי הצבעה שונים:

נושא הצבעה	כל התצפיות		העידן הפרה-מקוון		העידן המקוון		ההבדל בין התקופות ⁵⁷
	מס' תצפיות	ממוצע RPR	מס' תצפיות	ממוצע RPR	מס' תצפיות	ממוצע RPR	
מינוי דירקטורים חיצוניים	407	7.1%	203	5.2%	204	9%	**3.8%
מינוי ותנאי העסקה של קרוב שליטה בעל שליטה	172	6.3%	91	5.2%	81	7.6%	*2.4%
מינוי ותנאי העסקה של בעל שליטה	284	7.6%	144	7.1%	140	8%	1%
שיפוי וביטוח של נושאי משרה	257	5.4%	146	4.8%	111	6.3%	1.5%
נושאים אחרים	800	7.1%	436	5.8%	364	8.8%	**3%
הקצאות פרטיות	56	9.8%	25	13.6%	31	6.8%	*-6.8%

(טבלה מס' 3, נתונים סטטיסטיים בנוגע לפרמטר ה-RPR, התקופה המקוונת והפרה-מקוונת, בחלוקה לפני נושאים)

* - $p \leq 0.05$; ** - $p \leq 0.01$; *** - $p \leq 0.001$

56 ראו בדומה אצל קליין לעיל ה"ש 45 (שיעור ההשתתפות הממוצע בכלל ההצבעות גדול אם כי לא באופן מהותי, גם בעידן ההצבעה המקוונת בקרוב למחצית מכלל האסיפות עדיין לא קיימת השתתפות של בעלי מניות מהציבור. עם זאת, גידול של ממש בשיעור ההשתתפות בהצבעות על מינוי דירקטורים חיצוניים).

57 ראו ה"ש 49 לעיל.

כפי שעולה מהנתונים המובאים בטבלאות 3 עד 33, שיעור השתתפות הציבור עלה בעידן המקוון ביחס לעידן הפרה-מקוון. נתון זה מצטרף למובא לעיל בטבלאות 2 ו-2ב לגבי הגידול באספות שבהן הציבור משתתף והגידול במונחי שיעור המניות מהחברה אשר משמש להצבעה בידי הציבור. ברם, נדרש מחקר נוסף לביסוס ממצאים אלה, וכן כי ממצאים אלה גם נראה כי אין מדובר "בנהירה" של הציבור אל עבר האספות, שכן שיעורי ההשתתפות בעידן המקוון עומדים על פחות מעשירית הפוטנציאל ($RPR=8.24\%$ ממוצע). עוד יש לציין כי חיתוך הממצאים לסוגי הצבעות מלמד כי ישנם נושאים שבהם הציבור הגביר את השתתפותו בשיעור גדול יותר מאחרים – למשל, בהצבעות על מינוי דירקטורים חיצוניים.

2. פוטנציאל ההכרעה

לצורכי מחקר זה, יכולת הכרעה הוגדרה כהשתתפות שיש לה את הכוח להכריע תוצאות אספה (באמצעות הצבעה). הפרמטר נועד לשקף את אפקטיביות ההשתתפות של המוסדות השונים תחת התנאים השונים שחוק החברות מציב לשם קבלת החלטות על ידי האספה הכללית. לצורך מדידת יכולת ההכרעה של סוגי המשקיעים השונים, מדגם ההצבעות נותח תוך חלוקה בין הצבעות שנערכו בעידן המקוון והפרה-מקוון ותוך התייחסות לכללי קבלת ההצבעות שבחוק החברות לגבי נושאים שונים העומדים להצבעה. לדוגמה, אישור עסקה עם בעל שליטה דורש רוב באספה הכללית הכולל גם רוב מקרב המיעוט ("קולות בעלי המניות שאינם בעלי ענין אישי באישור העסקה, המשתתפים בהצבעה") או שסך קולות המתנגדים (מקרב אלה שאינם בעלי עניין אישי) אינו עולה על שיעור שני אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה.⁵⁸ בהתאם, בהצבעה לאישור עסקה עם בעל שליטה: אם העסקה אושרה ללא כל השתתפות של משקיעים מוסדיים או של הציבור – בעל השליטה והנהלת החברה הם אשר הכריעו את האספה בכך שהביאו את ההחלטה לאישור בעיתוי והנסיבות המתאימים. אך אם הייתה השתתפות של מוסדיים או ציבור: אם הצבעתם הייתה בעד, היא נחשבת כמכריעה;⁵⁹ אם הצבעתם הייתה נגד והייתה מעל לשיעור שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה – השתתפותם נחשבת כזו שהכריעה את האספה. אם הצבעתם הייתה נגד, אך לא הייתה מעל לשיעור שני אחוזים ולכן ההחלטה אושרה – בעל השליטה והנהלת החברה הם אשר הכריעו את האספה בכך שהביאו את ההחלטה לאישור בעיתוי והנסיבות המתאימים.

חשוב לציין כי הצבעת המוסדיים והצבעת הציבור נבחנות במצטבר עבור כל סוג משקיעים, אך בנפרד זו מזו כך שדרישת הרוב או דרישת שיעור ההתנגדות המינימלי (למשל,

58 ס' 275(א) לחוק החברות.

59 שכן קיימה את תנאי הרוב מקרב המיעוט; הצבעת בעל השליטה או פעולתו להבאת הנושא לאספה לא הכריעו את התוצאה שכן הייתה השתתפות של גורמים אחרים שבהם ההחלטה הייתה תלויה.

באישור עסקה עם בעלי שליטה – שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחרה) – נמדדות ונדרשות עבור כל סוג משקיע בפני עצמו. טבלה מס' 4 מציגה את שיעורי ההצבעות שאותן יכלו להכריע המשקיעים השונים בשתי התקופות:

ההבדל בין התקופות ⁶⁰	העידן המקוון	העידן הפרה־מקוון	סוג המשקיעים
-0.8%	0.8%	1.6%	הנהלה / בעלי השליטה / בעלי עניין
1%	91%	90%	מוסדיים
***21%	58%	37%	ציבור

(טבלה מס' 4, שיעורי ההצבעות שאותן יכלו להכריע המשקיעים השונים, התקופה המקוונת והפרה־מקוונת)

* - $p \leq 0.05$; ** - $p \leq 0.01$; *** - $p \leq 0.001$

כפי שעולה מנתוני הטבלה, בעידן המקוון הציבור יכול להכריע קרוב לשישים אחוזים מההצבעות המתקיימות באספה הכללית. מדובר בשיפור דרמטי ביחס לאשר התקיים בעידן הפרה־מקוון, כאשר השתתפות הציבור יכלה להכריע פחות מארבעים אחוזים מההצבעות.

3. שונות ההשתתפות

שונות ההשתתפות מתייחסת לשיעור השונות בין תוכן הצבעת המוסדות השונים. מאחר ששוק ההון הישראלי מאופיין בריבוי חברות שיש להן בעל שליטה שממנה את רוב חברי דירקטוריון החברה, הנושאים אשר מגיעים להצבעה (בהנחיית הדירקטוריון) הם נושאים המתואמים עם בעל השליטה וצפויים ליהנות מתמיכתו באספה, וייתכן אף שהנושאים מלכתחילה מובאים לאספה ביוזמתו המלאה של בעל השליטה. בהתאם, בעל השליטה צפוי להצביע בעד הנושאים העולים באספה.

בניגוד לבעל השליטה אשר צפוי להצביע בעד, הצבעת משקיעים מוסדיים והצבעת הציבור אינן ברורות מאלהן. אלה לעיתים יתנגדו ולעיתים יצביעו בעד.⁶¹ קונקרטי, פרמטר שונות ההשתתפות חושב לגבי הצבעות אשר נכללות במדגם ההצבעה ובהן ישנה השתתפות של שלושת השחקנים. הפרמטר נמדד כהפרש בין שיעור תמיכת המוסדיים לשיעור תמיכת הציבור (שיעור תמיכת המוסדיים פחות שיעור תמיכת הציבור).

60 ראו ה"ש 48 לעיל.

61 על תפקיד המוסדיים כ"גורם ממתן" בעיצוב החלטתה אשר תובא לאספה ותינה מתמיכתם, ראו שמואל האזור, יהודית רוזנברג ושרון אופיר, "בחינת התועלת הנובעת מחובת ההשתתפות של קרנות נאמנות באסיפות כלליות של חברות ציבוריות", רשות ניירות ערך (1999) https://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_1688.pdf

"שיעור התמיכה" הוא פרמטר ששיעורו יכול לנוע בין 0% ל-100% והוא מייצג את שיעור ההצבעה "בעד" של סוג המשקיע (מספר המניות של סוג המשקיע שהצביעו בעד, חלקי כלל המניות של אותו המשקיע שהשתתפו בהצבעה). בהתאם, אם כלל המשקיעים מהציבור הצביעו בעד, שיעור התמיכה של הציבור שווה ל-100%; אם כלל המשקיעים הצביעו נגד – 0%; ואם מחציתם הצביעו בעד ומחציתם נגד – 50%.

בהמשך לכך, שונות ההשתתפות בהצבעה קונקרטית חושבה כשיעור תמיכת המוסדיים פחות שיעור תמיכת הציבור. בהתאם, אם כלל המוסדיים הצביעו בעד (תוכן הצבעתם שווה ל-100%), וכלל הציבור הצביעו נגד (תוכן הצבעתם שווה ל-0%), שונות ההשתתפות שווה ל-100% והיא מייצגת פער של 100% בתמיכת המוסדיים אל מול תמיכת הציבור; אם כלל המוסדיים הצביעו בעד וכלל הציבור הצביעו נגד, שונות ההשתתפות שווה ל-0% והיא מייצגת היעדרו של פער בין שיעור התמיכה של המוסדות.

טבלה מס' 5 להלן מציגה את ההבדל בין שיעור תמיכת המוסדיים לשיעור תמיכת הציבור הממוצעת תוך חלוקה לנושאים העיקריים שנכללו בהצבעות הרלוונטיות שבמדגם ההצבעות ותוך הבחנה בין שתי התקופות:

הפער בין שיעור תמיכת המוסדיים לשיעור תמיכת הציבור (נתון שלילי -> תמיכה נמוכה יותר של המוסדיים מאשר של הציבור; נתון חיובי -> תמיכה גבוהה יותר של הציבור)			
ההבדל בין התקופות ⁶²	העידן המקוון	העידן הפרה-מקוון	
15%***	-1%	-16%	לא חלוקה לנושאים
			<u>בחלוקה לנושאים</u>
3%	11%	8%	מינוי דירקטורים חיצוניים
21%**	1%	-20%	מינוי ותנאי העסקה של קרוב של בעל שליטה
9%	-11%	-20%	מינוי ותנאי העסקה של בעל שליטה
27%**	-1%	-28%	שיפוי וביטוח של נושאי משרה
16%***	-4%	-20%	נושאים אחרים

(טבלה מס' 5, נתונים סטטיסטיים בנוגע לשונות ההשתתפות, התקופה המקוונת והפרה-מקוונת, בחלוקה לפי נושאים)

* - $p \leq 0.05$; ** - $p \leq 0.01$; *** - $p \leq 0.001$

כפי שעולה מהנתונים המובאים בטבלה, למעט בהצבעות למינוי דירקטורים חיצוניים אשר בהן הנתונים מלמדים על גידול בשונות ההצבעה של הציבור והמוסדיים,⁶³ ביתר ההצבעות השונות קטנה: הפער בין תמיכת הציבור לתמיכת המוסדיים קטן; לשון אחר – ההשתתפות בעידן המקוון מתאפיינת בהגברת הקונסנזוס בין המוסדיים לציבור.

ה. דיון

הממצאים בכללותם מצביעים על כך שלצד בעלי השליטה והמשקיעים המוסדיים, התבסס בעידן המקוון מוסד נוסף המשפיע על תפקוד האספה הכללית – משקיעים מהציבור. עם זאת, השלכות התבססותו של המוסד השלישי אינן חד־משמעיות, ולא בהכרח כי הדבר מוביל להקלה בחובות או בהגבלות החלות על שני המוסדות האחרים.

החל משנות התשעים של המאה הקודמת, עת חויבו בחוק קרנות נאמנות להשתתף באספות כלליות בנסיבות מסוימות,⁶⁴ מתנהל בשוק ההון הישראלי דיון בשאלה האם ראוי לחייב משקיעים מוסדיים להשתתף באספות, ובכך, בין השאר, לחייבם "להיות מעורבים בפעילות הכלכלית של החברות במקרים שבהם קיים ניגוד עניינים פוטנציאלי בין החברה ובעלי העניין בה לבין בעלי המניות ה'חיצוניים'".⁶⁵

בהתאם לדיון החל היום, על משקיעים מוסדיים חלה ככלל חובת השתתפות גורפת בהצבעות שבהן נקבע שהחלטה תתקבל באספה ברוב מיוחד ובמקרים אחרים שבהם להצבעה ישנה השלכה על אינטרס העמיתים (עסקאות עם בעל השליטה, שינוי תקנון שיש בו כדי לפגוע בבעלי מניות, מינוי ופיטורין של דירקטור וכדומה).⁶⁶ הדין הקיים מחייב את הגופים המוסדיים להצביע בעד או נגד הצעת ההחלטה ואינו מאפשר הימנעות (אלא במקרה חריג של ניגוד עניינים).⁶⁷

בגיבוש ההסדר הנוכחי לקחה חלק "הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל", הידועה גם כ"וועדת חמדני". המלצות הוועדה התמקדו, בין השאר, בחובת ההשתתפות של הגופים המוסדיים באספות בעלי מניות ועידוד המוסדיים למעורבות פעילה בתחומים אחרים של ממשל תאגידי.⁶⁸ אחד מעקרונות ההסדרה

63 ברם, השינוי אינו מובהק סטטיסטית.

64 ס' 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994, ס"ח תשנ"ד מס' 1480 מיום 23.8.1994 עמ' 308 (ה"ח תשנ"ד מס' 2258 עמ' 342).

65 ראו שמואל האוזר, יהודית רוזנברג ושרון אופיר, ה"ש 61 לעיל, בעמ' 1.

66 ראו באום וארן, ה"ש 17 לעיל, בעמ' 100–121.

67 שם.

68 הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון, חוזר גופים מוסדיים, 11-9-2009 (21 ביוני 2009) <https://bit.ly/3oTemrB>.

אשר עלה בעבודת הוועדה היה כי יש לקבוע את היקף חובת ההשתתפות בהתחשב בטובת העמיתים וביכולת ההשפעה של הגופים המוסדיים.⁶⁹

כאמור, בעידן הפרה-מקוון, יותר ממחצית מההצבעות לא כללו השתתפות כלשהי של הציבור (טבלה 2א לעיל), וכמו כן יכולת הציבור להכריע הצבעות באספות הייתה נמוכה מארבעים אחוזים. אך הנתונים שהובאו לעיל מלמדים כי בעידן המקוון הציבור השתתף ביותר משבעים אחוזים מההצבעות (שיפור של יותר משלושים אחוזים ביחס לעידן הפרה-מקוון, טבלה 2א לעיל), וכי בכוח הציבור להכריע קרוב לשישים אחוזים מההצבעות (שיפור של יותר מעשרים אחוזים ביחס לעידן הפרה-מקוון, טבלה 4 לעיל). נתונים אלה מלמדים כי השתתפות הציבור מהווה, או לכל הפחות היא בעלת פוטנציאל להוות, מוסד משמעותי בפעולת האספה הכללית, זאת – בדומה לפעולת המוסדיים.

זאת ועוד, קונסנזוס ההשתתפות של הציבור, כנמדד בפער בין שיעור תמיכת המוסדיים לשיעור תמיכה הציבור, עומד בעידן המקוון על אחוז בודד (בבחינה מצרפית). ממצא זה מלמד שהשתתפות הציבור מתלכדת ברמה המצרפית עם השתתפות המוסדיים, כאשר ברמת ההצבעה באספה (לא בהכרח בהליך שקודם לאספה – ראו להלן), תוצאת הצבעת הציבור מתלכדת עם תוצאת הצבעת המוסדיים. במובן שיעור התמיכה בהחלטות, נראה כי תוצאת השתתפות הציבור מתלכדת עם תוצאת השתתפות המוסדיים.

לצד כל האמור, בטרם נמהר לשחרר את המוסדיים מחובת ההשתתפות ולהחליפה בהשתתפות הציבור, חשוב להבחין כי במונחים אבסולוטיים, השתתפות הציבור אומנם עלתה, אלא שמדובר באחוזים בודדים בלבד. כמובא לעיל (טבלה 2ב), שיעור המניות (הממוצע) שמכוחו הצביע הציבור גדל מ-1.4% ל-2.1%, כך שהתחזקותו של מוסד הציבור באספה היא תולדה של השתתפות נוספת בשיעור של 0.7% מהון החברה, בלבד. בהתאם, הפיכת השתתפות הציבור למוסד הדומיננטי ביותר (למשל, בשל מתן פטור מהשתתפות לגופים המוסדיים) יכולה להוביל ל"לכידת" האספה הכללית בידי בעלי אינטרס אשר יוכלו להשפיע על תוצאותיה באמצעות גיוס קולות בשיעור נמוך.⁷⁰

מעבר לכך, יש לזכור כי התועלת הנובעת מחובת ההשתתפות של המוסדיים אינה מצטמצמת לתוצאות ההצבעה בלבד. המחקר הקיים מלמד כי המוסדיים מצליחים להגיע להסכם עם החברות במשא ומתן מוקדם.⁷¹ לכן, נראה כי לצד התחזקות מוסד הציבור בפעולתה של האספה, השתתפות המוסדיים עודנה נדרשת – אם כי ייתכן שהגיעה העת לשקול את מתכונתה האופטימלית בעידן המקוון.⁷²

69 הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל, דו"ח ביניים להערת הציבור, 9-12 (2007).

70 ראו קליין, לעיל ה"ש 45.

71 האזור, רוזנברג ואופיר, לעיל ה"ש 65, מדווחים על הסכמה מוקדמת כאמור ב-366 הצעות החלטה מתוך 563 הצעות שנכללו במדגם (שם, בעמ' 36) <https://bit.ly/3P7mVn2>.

72 ראו גם Leon Yehuda Anidjar, *Toward Relative Corporate Governance Regimes: Rethinking Concentrated Ownership Structure around the World*, 30 STAN. L. & POL'Y REV. 197 (2019) (מודל ממשלתי-אגידרי גמיש ביחסי בעלי שליטה ובעלי מניות מיעוט).

ו. סיכום

האספה הכללית היא אחד האורגנים שבבסיס הממשל התאגידי של חברת המניות הישראלית. הסדרים רבים בדיני החברות, לרבות כאלה אשר עוצבו במיוחד כדי להתמודד עם מאפייניו הייחודיים של שוק ההון הישראלי שבו נפוצות חברות עם בעלי שליטה, תלויים בפעולה מיטבית של האספה, פעולה הדורשת השתתפות של בעלי מניות שאינם נגועים באינטרס אישי שאינו בטובת החברה.

דא עקא, בשל שיעור החזקותיהם הנמוך והעלויות הגבוהות הנדרשות לשם פיקוח ובקרה אפקטיביים על ניהול התאגיד, בעלי מניות שאינם בעלי שליטה או בעלי עניין אישי בהחלטות האספה נוטים שלא לקחת חלק בפעולת האספה. רגולציה שהוחלה לפני כשלושה עשורים כפתה את השתתפותם של הגופים המוסדיים באספות מסוימות ובכך ביססה שני מוסדות דומיננטיים בפעולת האספה: בעלי השליטה והמוסדיים. התפתחות נוספת אירעה בעשור האחרון (העידן המקוון): רשות ניירות ערך השיקה מערכת הצבעה מקוונת המקטינה דרמטית את עלויות ההשתתפות של בעלי המניות מקרב הציבור.

על רקע התפתחות זו, הרשימה בוחנת את שיווי המשקל המוסדי המעודכן בפעולות האספה של חברות ציבוריות ישראליות. בחינת היקף ההשתתפות של בעלי השליטה, הגופים המוסדיים ובעלי המניות מהציבור מוצאת כי בעידן המקוון גדל היקף ההשתתפות של הציבור וכך גם מספר ההצבעות של ציבור היה כוח להכריע. ממצאים אלה מלמדים כי בעידן המקוון מתבסס מוסד דומיננטי נוסף בפעולת האספה – בעלי מניות מהציבור.

זאת ועוד, בחינת שונות ההשתתפות, פרמטר האומד את ההבדל בין תוכן הצבעת המוסדות השונים, מוצאת כי בעידן המקוון מצטמצם ההבדל בין שיעורי התמיכה של הגופים המוסדיים לשל בעלי המניות מהציבור. ממצא זה מרמז כי תוצאת ההשתתפות הציבור מניבה תוצאות הצבעה הדומות להשתתפות המוסדיים.

הממצאים מעלים תהייה האם לא הגיעה העת לבחון מחדש את ההסדר הרגולטורי הקיים, הכופה את הגופים המוסדיים להשתתף באספות של חברות ציבוריות. עם זאת, לגופים המוסדיים ישנו תפקיד נוסף אשר אינו "נקלט" בממצאי מחקר האספות ושמתבטא במשא ומתן הקודם לאספה. תפקוד זה של המוסדיים מושפע מכפיית ההשתתפות ומכך שהתבססות מוסד הציבור בפעולת האספה בעידן המקוון אינה בהכרח מייתרת את כפיית המוסדיים.

זאת ועוד, התבססות מוסד הציבור נוצרת בשל גידול השתתפות שהוא קטן יחסית במונחי הון החברה. דבר זה מעלה חשש לאפשרות של "לכידת" מוסד הציבור בידי בעלי אינטרס. באם מוסד הציבור יהפוך למוסד הדומיננטי ביותר באספה ויחליף את המוסדיים, יעלה חשש שבעלי אינטרס בתוצאות האספה יוכלו לגייס קולות מהציבור בשיעור נמוך ובכך להכריע הצבעות באמצעות "הקול הציבורי"⁷³.

בהמשך לאמור, הרשימה פורסת את הממצאים באמצעות מתודולוגיה מתאימה לשוק ההון הישראלי ובכלים בסיסיים המנגישים את המידע לכלל המעורבים בשוק ומעלה תהייה לגבי צורך בבחינה מחודשת של נחיצות כפיית השתתפות המוסדיים בעידן המקוון.