

דיני חברות

תפקידם המרכזי של דיני ניירות ערך

מאת

זוהר גושן* וגדעון פרחמובסקי**

הטענה המועלית במאמר היא כי תפקידם המרכזי של דיני ניירות ערך הוא לפתח שוק תחרותי של משקיעים מקצועיים ואנליסטים ("סוחרי מידע"). על רקע זה מקדם המאמר שתי תיזות קשורות – האחת פוזיטיבית והשנייה נורמטיבית. מבחינה פוזיטיבית, המאמר מבסס את הטענה כי דיני ניירות ערך עוצבו במיוחד על מנת לעודד את עבודתם של סוחרי מידע ולהגן עליה. בהקשר זה, מפריך המאמר את הדעה המקובלת, שלפיה דיני ניירות ערך מבקשים להגן על המשקיע הקטן. אכן, דיני ניירות ערך אינם דיני הגנת הצרכן. מבחינה נורמטיבית, המאמר מראה כי סוחרי המידע הם היכולים לקדם בצורה הטובה ביותר שווקי הון יעילים, ועל-כן סוחרי המידע הם קבוצת שחקני השוק שעל דיני ניירות ערך לשאוף להגן עליה. הגנה על סוחרי המידע תאפשר לדיני ניירות ערך לייעל את שוק ההון ולהגביר את נזילותו. יתרה מכך, בגונם על סוחרי המידע, מפתחים דיני ניירות ערך את יושרתו של השוק ואת הגינותו, על ידי הבטחת תמחור מדויק של ניירות הערך הנסחרים בו ונזילות מספקת של המסחר. אכן, שוק יעיל הוא ההגנה הטובה ביותר על המשקיע הקטן, אשר יכול לסמוך על כך שהמחירים אכן משקפים את שוויים של ניירות הערך. בדרך זו משפרים דיני ניירות ערך את ההקצאה של המשאבים בכלכלה.

המאמר מראה כי תפקידם המרכזי של דיני ניירות ערך הוא לקדם שוק

* פרופסור למשפטים, הקריה האקדמית, קרית אונו, ואוניברסיטת קולומביה, ניו-יורק.
** פרופסור למשפטים, בית הספר למשפטים באוניברסיטת פנסילבניה, ופרופסור אורח, הפקולטה למשפטים אוניברסיטת בר-אילן.

על הערותיהם המועילות אנו מודים לאבי בל, ג'ק קופי, רוב דיינס, סטניסלב דולגופולוב, מל איזנברג, מריט פוקס, יאיר גליל, ויק גולדברג, ג'ף גורדון, הנרי הנסמן, ויק כהנא, דונלד לאנגוורט, שמוליק לשם, תמרה לוטיאן, לואיס לוונשטיין, פול מאהוני, קרטיס מילהאופט, קתרינה פיסטור, אד רוק, רוברטה רומנו, אלכס רסקולניקוב, הילארי סייל, גואהן סובראמאניאן, וג'וש וילקנפלד. על עזרה מצוינת במחקר אנו מודים למוס צ'ביד, שון מקאלדוני, יעד רותם ואביטל סילמן-טנא.

תחרותי של סוחרי מידע. דיני ניירות ערך נחלקים לשלוש קבוצות רחבות של דינים – חובות גילוי, איסורים על תרמית ומניפולציה, ואיסור על מסחר במידע פנים – שכל אחת מהן תורמת ליצירת שוק תחרותי של סוחרי מידע. חובות גילוי מפחיתות את עלויות המידע ואיסופו, שבהן נושאים סוחרי המידע. האיסורים על תרמית ומניפולציה מקטינים את עלות אימות אמינות המידע שבה נושאים סוחרי המידע, ומגבירים את יכולתם להפיק תחזיות מדויקות. לבסוף, האיסור על מסחר במידע פנים מגונן על סוחרי המידע מפני תחרות מצידם של אנשי פנים. תחרות, שיש בה כדי לפגוע ביכולתם של סוחרי המידע להשיב לעצמם את השקעתם במידע, באופן שבסופו של דבר ידחף את סוחרי המידע אל מחוץ לשוק.

זאת ועוד, שוק תחרותי של סוחרי מידע מקטין את עלויות הנציג הכרוכות בפעילותם של מנהלי החברות הנסחרות בשוק ההון. הגם שבתי המשפט מסוגלים להתמודד עם תרמית או עם העברות בלתי חוקיות מצידם של המנהלים, הם אינם מסוגלים להעריך את איכותן של ההחלטות העסקיות שמקבלים מנהלים אלו. פיקוח שיפוטי עשוי אפוא להפחית את כמות ההפרות של חובות אמונים מצד המנהלים, אך לא את כמות ההפרות של חובות זהירות. את המשימה של מניעת הפרות של חובות זהירות ממלאים סוחרי המידע.

מבוא

א. מנגנון השוק

1. יעילות ונזילות בשווקים הפיננסיים
 - (א) גילום המידע לתוך מחירי ניירות הערך
 - (ב) הגברת הנזילות במסחר
2. שחקני השוק
3. תהליך התמחור

ב. דיני ניירות ערך: השגת שווקים יעילים ונזילים

1. איסור על מסחר במידע פנים: הבחירה בסוחרי המידע
2. חובות גילוי: הפחתת עלויות איסוף המידע
3. איסורים על תרמית ומניפולציה: הפחתת עלויות אימות אמינות המידע
4. מניעת עלויות נציג של אנליסטים: קידום ניתוחים בלתי מוטים
5. עלויות נציג
6. השפעות חיצוניות חיוביות
 - (א) שוק המידע
 - (ב) תעשיית בנקאות ההשקעות

ג. השלכות התיאוריה על דיני ניירות ערך

1. גילוי מנדטורי
2. עיון מחדש בתיאוריית התרמית על השוק
 - (א) הטיעון המניח שוק בלתי יעיל
 - (ב) הטיעונים המניחים שוק יעיל

- (1) התשובות הקיימות
- (2) התשובות שהמודל החדש מציע
 - (א) רצף שלם של נזקים
 - (ב) עלות אימות אמינות המידע מול עלות איסופו?
 - (ג) היסוד הנפשי הנדרש במסגרת תובענה ייצוגית

סיכום

מבוא

דיון מעמיק בעיצוב הפיקוח על שוק ההון מחייב לזנוח את התפישה הרווחת, אך המוטעית, שלפיה דיני ניירות ערך שואפים להגן על המשקיע הקטן¹. דיני ניירות ערך אינם דיני הגנת הצרכן. נקודת המוצא צריכה להתבסס על ההבנה, כי מטרתם של דיני ניירות ערך היא להשיג שווקים פיננסיים יעילים, ובאופן זה לשפר את הקצאת המשאבים בכלכלה². בנקודת מוצא זו אין כמוכן כדי לומר מאומה על האופן שבו דיני ניירות ערך מקדמים את יעילות שוק ההון. למרבה ההפתעה, דווקא שאלה מרכזית וחשובה זו טרם זכתה למענה ממצה³. המאמר מבקש לתקן חסר משמעותי זה באמצעות הצגת תיאוריה כללית, חדשנית ומקיפה, המבהירה את תפקידם המרכזי של דיני ניירות ערך⁴. התובנה המרכזית של המאמר היא כי תפקידם של דיני ניירות ערך הוא ליצור ולקדם שוק תחרותי של סוחרים מידע. בהתבסס על התובנה האמורה, מציג המאמר תיאור של המנגנונים שבאמצעותם מקדמים דיני ניירות ערך שוק הון יעיל, ומציעים מסגרת משפטית קוהרנטית לניתוח מדיניות הפיקוח על שוק ההון.

- 1 בארצות הברית, למשל, התמקדו במשך תקופה ארוכה בתי המשפט בהגנה על המשקיע הקטן. ראו *Schlesinger Inv. Partnership v. Fluor Corp.*, 671 F.2d 739, 743 (2d Cir. 1982); *Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp.*, 332 F. Supp. 544, 565 (E.D.N.Y. 1971). גם הקונגרס האמריקני התמקד בהגנה על המשקיע הקטן. ראו H.R. REP. NO. 85, 73d Cong., 1st Sess. (1933); H.R. REP. NO. 1383, 73d Cong., 2d Sess. (1934). זו במשקיע הקטן, אך לא הציעו חלופה קוהרנטית. ראו R.K. Winter "On 'Protecting the Ordinary Investor'" 63 *Wash. L. Rev.* (1988) 881 (ביקורת על ההשקפה המוגבלת להגנה על משקיעים פשוטים).
- 2 J.N. Gordon & L.A. Kornhauser "Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research" 60 *N.Y.U. L. Rev.* (1985) 761, 802.
- 3 ראו, למשל, R.M. Bushman, J.D. Piotroski, & A.J. Smith "What Determines Corporate Transparency?" 42 *J. Account. Research* (2004) 207, 208 (המעירים כי חרף התפקיד המרכזי שממלאת הסוגיה של עלויות מידע בתיאוריות העוסקות בהשפעה שיש להתפתחותן של מערכות פיננסיות פנימיות על צמיחה ויעילות, קיים מחקר מועט באשר להבדל שבין מערכות פיננסיות שונות ברחבי העולם).
- 4 יש לציין כי הדיון כאן מתמקד אך ורק בניירות ערך הנסחרים בבורסה. אין אנו דנים בהשפעת דיני ניירות ערך על עסקאות המתבצעות מחוץ לבורסה או על עסקאות הכרוכות בהעברת נכסים לא הומוגניים.

שתי התכונות העיקריות הקובעות את יעילותו של שוק ההון הן מידת הדיוק של מחירי ניירות הערך הנסחרים בו, ומידת הנזילות הפיננסית שהשוק מספק⁵. ככלל, יעילותו של שוק ההון גוברת ככל שמחיריהם של ניירות הערך הנסחרים בו מדויקים יותר, וככל שהמסחר בשוק נזיל יותר⁶. כאשר מידע רב יותר משתקף היטב במחיר ניירות הערך, איכות התימחור עולה, וכאשר היקפי המסחר עולים, הנזילות גדלה. לפיכך, השאלה המתבקשת היא מי ימלא משימות אלו? מי יפעל לשיקופו של המידע במחיר תוך הספקת נזילות לשוק?

קיימות כמה קבוצות של שחקני שוק, שמביניהן יכולים מעצבי המדיניות לבחור. הקבוצה הראשונה היא קבוצת אנשי הפנים, הנהנים מנגישות למידע לא ציבורי על אודות החברה שניירות הערך שלה נסחרים, ואשר ביכולתם לעבד מידע כללי על השוק, כמו גם את המידע המיוחד שברשותם. הקבוצה השנייה היא קבוצת סוחרי המידע, המתמחים באיסוף מידע על אודות השוק בכללו ומידע הנוגע בחברה הספציפית שניירות הערך שלה נסחרים וניתוחו. הקבוצה השלישית היא קבוצת סוחרי הנזילות, הקונים ומחזיקים בתיק ניירות ערך מסוים בהתבסס על שיקולי צריכה/חיסכון, וזאת במנותק מן המידע המצוי ברשותם על השוק בכלל או על החברות שניירות הערך שלהן נסחרים בפרט. הקבוצה הרביעית והאחרונה היא קבוצת סוחרי הרעש. אלו פועלים באורח בלתי רציונלי, ומאמינים — שלא בצדק, למרבה הצער — כי הם נהנים מיתרונות בהשגת מידע רב ערך או ביישום אסטרטגיות מסחר עדיפות. לנוכח רשימת מועמדים זו⁷, חוסר יכולתם של סוחרי רעש לקדם את יעילות השוק, וחוסר העניין שמגלים סוחרי הנזילות בתמחור מדויק⁸, ברי כי יש להפקיד את שתי המשימות, הן זו של גילום מידע במחירי ניירות הערך הנסחרים בשוק, והן זו של הגברת נזילות המסחר, בידי אנשי הפנים או בידי סוחרי המידע.

השוואת שתי קבוצות אלו זו לזו מגלה, כי סוחרי המידע פועלים בסביבה תחרותית

5 ראו E.F. Fama "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" 25 *J. Fin. (1970)* 383; J.R. Macey & D.D. Haddock "Shirking at the SEC: The Failure of the National Market System" 1985 *U. Ill. L. Rev. (1985)* 315, 325-326. (המדגיש את חשיבות מידת הנזילות הפיננסית של השוק); F.A. Longstaff "Optimal Portfolio Choice and the Valuation of Illiquid Securities" 14 *Rev. Fin. Stud. (2001)* 407, 407-408. (מדגיש את חשיבות הנזילות); K. Nyholm "Estimating the Probability of Informed Trading" 25 *J. Fin. Research (2002)* 485, 504. (מחקר המגלה כי שערי מניות שהיקף המסחר בהן נמוך מגלמים מידע חדש באיטיות רבה יותר בהשוואה למניות שהיקף המסחר בהן רב).

6 ראו R. Gilson & R.R. Kraakman "The Mechanisms of Market Efficiency" 70 *Va.L. Rev. (1984)* 549.

7 קבוצה נוספת — זו של עושי שוק — תידון בהמשך המאמר כדי לפשט את המודל. ראו להלן, הערת שוליים והטקסט הנלווה אליה.

8 לדיון מפורט ראו להלן פרק א.3.

למדי, בעוד שאנשי הפנים פועלים בתנאים "מעין מונופוליסטיים". סוחר המידע עדיפים על אנשי הפנים אף במובנים נוספים: ראשית, סוחר המידע נהנים מיתרונות של תשואה לגודל ומגוון ככל שמדובר באיסוף מידע על השוק בכללו ומידע מיוחד על אודות כל אחת מן החברות שניירות הערך שלהן נסחרים בו ובניתוחו. שנית, פעילותם של סוחר המידע יוצרת השפעות חיצוניות חיוביות על שוק המידע ועל ענף בתי ההשקעות. שלישיית, לעומת אנשי הפנים, אין ביכולתם של סוחר המידע להשפיע על החלטות עסקיות שמקבלות החברות הנסחרות או לתזמן את השימוש במידע פנים. רביעית, פעילותם של סוחר המידע מפחיתה את עלויות הנציג הנוכחות מן המשטר התאגידי הנוהג בחברה הנסחרת בשוק ההון. מכל הטעמים שלעיל, מעדיפים דיני ניירות ערך את סוחר המידע על פני אנשי הפנים (ועל פני קבוצות שחקני השוק האחרות).

במאמר הנוכחי נצדיק השקפה זו. נציג שתי תיזות קשורות – האחת פוזיטיבית והשנייה נורמטיבית. מבחינה פוזיטיבית, המאמר מדגים כיצד עוצבו דיני ניירות ערך במיוחד למטרה של עידוד פעילותם של סוחר המידע ולצורך הגנה על פעילות זו. זאת ועוד, המאמר מוכיח, כי סוחר המידע הם למעשה קבוצת שחקני השוק היחידה, שהרגולציה בשוק ההון מיטיבה עימה. יתר הקבוצות – סוחר הנזילות, סוחר הרעש ואנשי הפנים – אינם מסוגלים, או אינם נוהגים, להפיק תועלת מדיני ניירות ערך. מבחינתם של סוחר הנזילות וסוחר הרעש, לדיני ניירות ערך אין חשיבות מעשית מרובה. פעילותם של אנשי הפנים, לעומת זאת, נפגעת כתוצאה מקיומם של דיני ניירות ערך. הקבוצה היחידה המושפעת באורח חיובי מקיומם של דיני ניירות ערך היא, כאמור, קבוצת סוחר המידע.

מבחינה נורמטיבית, המאמר מראה כי קבוצת סוחר המידע היא היחידה המסוגלת להתמודד היטב עם משימת קידום של שוקי הון יעילים ונזילים, ועל כן גם הקבוצה היחידה שדיני ניירות ערך צריכים לשאוף להגן עליה. בגוננם על סוחר המידע, מגבירים דיני ניירות ערך את יעילותם של שוקי ההון ואת נזילותם. הגנה זו מצידה מיטיבה עם יתר סוגי המשקיעים, על ידי הקטנת עלויות העיסקה הכרוכות בפעילות בשוק ההון. זאת ועוד, הגנה זו מספקת את הרמה הגבוהה ביותר האפשרית של יושרת השוק ושל הגינותו על ידי הבטחת דיוק בתמחור מחירי ניירות הערך ונזילות⁹. בכך אף משתפרת הקצאת המשאבים במשק¹⁰.

9 ראו M. Kahan "Securities laws and the Social Costs of 'Inaccurate' Stock Prices" 41 *Duke L. J.* (1992) 977, 988

10 ראו M.B. Fox, A. Durnev, R. Morck & B. Yeung "Law, Share Price Accuracy and Economic Performance: The New Evidence" 102 *Mich. L. Rev.* (2004) 331 (מחקר המגלה כי מחירי מניות מדויקים יותר משפרים את ביצועי הכלכלה); R. Levine "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda" 35 *J. Econ. Lit.* (1997) 688; V. Brudney "Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal

ניתן לחלק את דיני ניירות ערך לשלוש קטגוריות כוללניות של דינים: חובות גילוי, איסורים על תרמית ומניפולציה ומגבלות על מסחר במידע פנים¹¹. כל קטגוריה של דינים תורמת ליצירת שוק מפותח של סוחרי מידע. חובות הגילוי מקטינות עבור סוחרי המידע את עלויות איסוף המידע¹². האיסורים על תרמית ומניפולציה מקטינים עבור סוחרי המידע את עלויות אימות אמינותו של מידע, ומגבירים את יכולתם של סוחרי המידע לספק תחזיות מדויקות¹³. לבסוף, ההגבלות על מסחר פנים מגינות על סוחרי המידע מפני תחרות מצידם של אנשי הפנים, שמצידה עלולה לכרסם ביכולתם של סוחרי המידע להחזיר לעצמם את השקעתם במידע, ועל כן גם להביא לדחיפתם מן השוק החוצה¹⁴. בדרכים אלו מבטיחים דיני ניירות ערך שוק תחרותי של סוחרי מידע. יתרה מכך, קיומו של שוק תחרותי של סוחרי מידע מפחית את עלויות הנציג הכרוכות בפעילותם של מנהלי חברות. במקרים של ניגודי אינטרסים בין ההנהלה לבין בעלי המניות בחברה, צפויים מנהלי החברה לנצל לרעה את כוחם על מנת לקדם את האינטרסים האישיים שלהם על חשבון אלו של בעלי המניות¹⁵. עלויות הנציג הנוצרות כתוצאה מכך, צפויות לבוא לידי ביטוי בהפרה של חובת האמונים לחברה (למשל, עסקאות הנגועות בהתעשרות עצמית), או בהפרה של חובת הזהירות כלפי החברה (למשל, ביצוע השקעות לא יעילות)¹⁶. חובות הגילוי מסייעות לחשוף את פעילותם של המנהלים. הגם שהפרות של חובת אמונים מושכות סיקור תקשורתי רב יותר¹⁷, דווקא הפרות של חובת הזהירות הן נפוצות יותר, ונזקן החברתי גבוה יותר¹⁸. בעוד

Securities Laws" 93 *Harv. L. Rev.* (1979) 322, 341; J.F. Barry "The Economics of Outside Information and Rule 10b-5" 129 *U. Pa. L. Rev.* (1981) 1307, 1316; F.H. Easterbrook & D.R. Fischel "Auctions and Sunk Costs in Tender Offers" 35 *Stan. L. Rev.* (1982) 1, 11
 11 באופן מסורתי נהוג לקבץ את הכללים המשפטיים שעניינם איסור על מסחר במידע פנים ביחד עם האיסורים על תרמית ומניפולציה. ברם, מטעמים שיוסברו בהמשך, אנו מבחינים בין מסחר במידע פנים לבין אופנים אחרים של תרמית, שעניינם מידע ומסחר מעוותים.
 12 ראו באופן כללי P. M. Healy & K. G. Palepu "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature" 31 *J. Account. & Econ.* (2001) 405
 13 ראו להלן פרק ב.3.
 14 Z. Goshen & G. Parchomovsky "On Insider Trading, Markets, and 'Negative' Property Rights in Information" 87 *Va. L. Rev.* (2001) 1229, 1250-1251
 15 M.C. Jensen & W.H. Meckling "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure" 3 *J. Fin. Econ.* (1976) 305, 354-355
 16 ראו 2 *Principles of Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125, 130 (Del. 1963); *Model Bus. Corp. Act Annot.* §8.30 at 937-938 (1990); *Corporate Governance* §4.01; S. M. Bainbridge *Corporation Law and Economics* (New York, 2002) 286-304
 17 ראו, למשל, את הסיקור התקשורתי של פרשת אנרון. Hearing Transcripts Oster Dow Jones (2003), available at: URL:<http://web2.westlaw.com/welcome/NewsAndBusiness/default.wl?TF=1&TC=7&MT=NewsAndBusiness&RS=WLW4.09&VR=2.0&SV=Split&FN=>
 18 ראו M.C. Jensen "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers" [_top](#)

שבתי המשפט מסוגלים להבחין בתרמית או בהעברות בלתי חוקיות, הרי שהם מתקשים להעריך את איכותן של החלטות עסקיות¹⁹. לכן, הפיקוח השיפוטי עשוי אומנם להקטין את היקף ההפרות של חובת האמונים, אך לא את היקף ההפרות של חובת הזהירות. בתי המשפט מכירים במגבלתם, ובעת בחינת החלטות עסקיות הם מפעילים את כלל שיקול הדעת העסקי (ה-*business judgment rule*), שתוצאתו היא התערבות שיפוטית מינימלית²⁰. בהעדר פיקוח שיפוטי אפקטיבי, משימת ההתמודדות עם הפרות של חובת הזהירות מוטלת בעיקרה על השוק ועל נורמות חברתיות²¹. ליתר דיוק, ריסון השקעות בלתי יעילות וההתמודדות עם ניהול לקוי נותרו בגדר תפקידיהם של סוחרי המידע. בניגוד לשופטים, מסוגלים סוחרי המידע להעריך את איכותן של החלטות העסקיות שמקבלים מנהלי החברה, והערכות אלו משתקפות במחירי ניירות הערך הנסחרים בשוק. כיסוי מקיף מצידם של אנליסטים – המהווים חלק מסוחרי-המידע – הוא תרופת הנגד היעילה ביותר נגד עלויות הנציג הכרוכות בפעילותם של מנהלים²². ברם, על מנת להשיג כיסוי אנליסטי אינטנסיבי שכזה, יש ליצור את תנאי הרקע המתאימים, שיאפשרו לשוק תחרותי של סוחרי מידע להתפתח.

חשוב לציין, כי תחרות בקרב אנליסטים יוצרת השפעות חיצוניות חיוביות נוספות, מעבר להשפעות הנובעות מיצירת שוקי הון יעילים ונוזלים. ראשית, תחרות בקרב אנליסטים מפתחת את שוק המידע ומשפרת אותו²³. ככל שהתחרות בקרב אנליסטים גוברת, זורם יותר מידע אל השוק. קיומו של מידע טוב יותר, מצידו, משפר את נגישותם של משקיעים אל שוקי ההון. בנוסף, מידע טוב יותר משפר את תחזיותיהם של האנליסטים, ומפחית את השקעת היתר בנייתו ניירות ערך. שנית, שוק תחרותי של אנליסטים תורם להתפתחות שוק בתי ההשקעות²⁴, ומסייע במשיכת חברות זרות –

76 *Am. Econ. Rev.* (1986) 323; M.C Jensen "Eclipse of the Public Corporation" (1997) (*working paper series*) available at: URL:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abs.tract_id=146149

19 ראו M.J. Roe "Corporate Law's Limits" 31 *J. Legal Stud.* (2002) 233, 239–240
 20 ראו, למשל, במשפט האמריקני: *Kamin v. American Express Co.*, 383 N.Y.S.2d 807 (Sup. Ct. aff'd 387 N.Y.S.2d 993 (App. Div. 1976)); *Norlin Corp. v. Rooney, Pace Inc.* 744 F.2d 255 (2d Cir. 1984); *Gearhart Indus. Inc. v. Smith Int'l Inc.*, 741 F.2d 707 (5th Cir. 1984) Appeal of Spering, 71 Pa. 11 (1872); *Hunter v. Roberts, Throp & Co.*, 83 Mich. 63, 47 N.W. 131 (1890); *Berwald v. Mission Dev. Co.*, 185 A.2d 480, 482–483 (Del. 1962)

21 ראו E.B. Rock & M.L. Wachter "Islands of Conscious Power: Law, Norms, and Self-Governing Corporation" 149 *U. Pa. L. Rev.* (2001) 1619, 1623
 22 ראו, למשל, J.A. Doukas, C. Kim & C. Pantzalis "Security Analysis, Agency Costs, and Company Characteristics" 56 *Fin. Anal. J.* (2000) 54 אנליסטיים מפחיתים את עלויות הנציג הנובעות מן ההפרדה בין הבעלות לבין השליטה בחברות הרלבנטיות).

23 ראו להלן פרק ב.6.(א).

24 ראו להלן פרק ב.6.(ב).

ממדינות שבהן שוק האנליסטים תחרותי פחות – להנפיק ניירות ערך ולהירשם למסחר בבורסה המקומית. זאת ועוד, קיומו של שוק אנליסטים מפותח, מעודד ומפשט הנפקות בשוק המשני, מאחר שניירות הערך נסחרים זה מכבר בשוק יעיל ונזיל.

המאמר מציג באור חדש כמה ויכוחים המתנהלים כיום לגבי תפקידם של דיני ניירות ערך ולגבי תוכנם. ראשית, טיעוננו תומך בקיומן של חובות גילוי מנדטוריות²⁵. אנו מראים כי בעוד שכוחות השוק עשויים לספק למנהלים תמריץ נאות לגלות מידע בשלב ההנפקה הראשונית (Initial Public Offering, או IPO), אין לסמוך לאחר מכן על כוחות השוק, שיבטיחו גילוי אופטימלי של מידע. בעוד שבשלב ה-IPO קיימת בעיה קלאסית של פערי מידע (מידע א-סימטרי) בין המוכר (החברה ומנהליה) לבין הקונים (רוכשים פוטנציאליים של נייר הערך), הרי שבשוק המשני אין בעיה של פערי מידע בין מוכרים (בעלים בפועל של נייר הערך) לבין קונים (בעלים פוטנציאליים של נייר הערך), וממילא כל המידע הלא ציבורי על אודות החברה מצוי ברשות המנהלים. על כן, סוחרי המידע – המשתתפים בתחרות בקרב מוכרים וקונים החולקים באופן שוויוני את עמדת הסוחר הלא מידע – אינם יכולים לדחוף לגילוי אופטימלי מצד החברה על ידי אימוץ הנחת "התרחיש הגרוע ביותר" לגבי חברה שמבצעת גילוי תת אופטימלי. מאחר שהאינטרס של המנהלים מנוגד לזה של בעלי המניות, סוחרי המידע אינם יכולים לקרוא לסדר מנהלים "סרבני גילוי" על ידי הורדת מחירי ניירות הערך. מטעם זה נדרש גילוי אופטימלי שיוכתב על ידי הדין.

שנית, המאמר דוחה מכל וכל את הקריאות להגביל את חובות הגילוי לגילוי של מידע קשיח²⁶ ושל מידע על אודות עסקאות הנגועות בהתעשרות עצמית של המנהלים בלבד²⁷. קריאות אלו מבוססות על ההשקפה, שלפיה על דיני ניירות ערך לעסוק אך ורק במזעור עלויות נציג, ולא בהשגת תמחור יעיל. אלא שקריאות אלו מניחות, כך נראה, כי קיים רק סוג אחד של עלויות נציג הכרוכות בפעילותם של מנהלי החברות: הפרות של חובת אמונים. ואומנם, מעת שמביאים בחשבון גם הפרות של חובת הזהירות מצד המנהלים, מתבהר הצורך להימנע מצמצום חובות הגילוי, שכן צמצום שכזה יפגע למעשה ביכולתם של סוחרי המידע למזער את מגוון עלויות הנציג הכרוכות בפעילות מנהלים.

שלישית, המאמר תומך בהיזקקות לחזקת התרמית על השוק גם במקרים שבהם שוק ההון אינו יעיל²⁸. כמה מלומדים טענו לאחרונה, כי הממצאים שעלו מכמה מחקרים בתחום הכלכלה ההתנהגותית, ואשר לימדו כי שווקים למעשה אינם יעילים, שוללים

25 ראו להלן פרק ג.1.

26 "מידע קשיח" מתייחס לעובדות הנוגעות לארועים בעבר או בהווה שניתן לוודא את אמינותן בקלות ובאובייקטיביות, וזאת להבדיל מ"מידע רך", המתייחס לעובדות הנוגעות לארועים בעתיד או לתחזיות, שלא ניתן לוודא את אמינותן בקלות ובאובייקטיביות.

27 ראו להלן פרק ג.1.

28 ראו להלן פרק ג.2.א).

את ההצדקה התיאורטית לחזקת התרמית על השוק²⁹. המודל שלנו מלמד לעומת זאת, כי ההצדקה להיזקקות לחזקת התרמית על השוק מתעצמת דווקא כאשר מניחים כי השוק איננו יעיל. שהרי כאמור, סוחרי המידע הם אלו שהופכים את השוק ליעיל. על כן, כאשר השוק איננו יעיל, חשוב עוד יותר לתמוך בסוחרי המידע ולהגן עליהם. רביעית, המאמר דוחה את הטענות, שלפיו גם בהתקיים שוק יעיל, שומה על בתי-המשפט לזנוח את חזקת התרמית-על-השוק, ולהחזיר למקומם את הכללים – פרי המשפט המקובל – בדבר הוכחת יסוד ההסתמכות על מצג שווא³⁰. מבקרי חזקת התרמית-על-השוק טענו כי חזקה זו מרתיעה יתר על המידה את נכונותם של מנהלים לגלות מרצונם מידע, מאחר שהיא כופה על חברות לפצות לא רק סוחרי מידע שהסתמכו על מצגי שווא, אלא גם סוחרי נזילות, שמצגי השווא לא פגעו בהם³¹. אנו מראים במאמר, כי כאשר מביאים בחשבון את מכלול הנזקים הנגרמים על ידי מצגי שווא, לא ניתן לטעון להרתעת יתר. מצגי שווא גורמים לכמה סוגי נזקים. הם מגדילים את עלויות סוחרי המידע הכרוכות באימות אמינותו של המידע, מגדילים את עלויות הנזילות של סוחרי הנזילות, ומגדילים את עלויות הנציג של כל החברות. חזקת התרמית-על-השוק מבטיחה פיצוי המשקף את מכלול הנזקים הללו. למעשה, אנו מראים במאמר, שבהנחה שמנהלי החברה הם המונעים הזולים ביותר של הנזקים הנגרמים בעטיים של מצגי שווא, רמת הזהירות הראויה צריכה בעיקרון להיות רשלנות ולא תרמית.

הדיון במאמר ייערך בשלושה שלבים. פרק א' יסקור את המנגנונים שבאמצעותם משיגים השוקים הפיננסיים יעילות ונזילות. פרק זה יקדיש תשומת לב מיוחדת לתפקידם של סוחרי המידע בשיפור השוקים הפיננסיים, ויסביר מדוע דיני ניירות ערך צריכים להעדיף את סוחרי המידע על פני שחקני השוק האחרים, ולהבטיח את קיומו של שוק סוחרי מידע מפותח. פרק ב' מדגיש את הדרכים שבהן דיני ניירות ערך מעודדים את עיסוקו של סוחר המידע. פרק ג' דן בהשלכות הנורמטיביות של התיאוריה המוצעת.

29 ראו להלן הכיתוב הסמוך לערת-שוליים 225. ראו גם P.A. Ferrillo, F.C. Dunbar & D. Tabak "The 'Less Than' Efficient Capital Markets Hypothesis: Requiring More Proof From Plaintiffs in Fraud-On-The-Market Cases" 78 *St. John's L. Rev.* (2004) 81, 107-116.

30 ראו להלן פרק 2.ג. (ב). לתיאור המחלוקת שנתגלעה בעניין זה ראו ע' ידלין "תרמית על השוק – גבולות האחריות המשפטית בגין מצגי-שווא בשוק המשוני" משפטים כז (תשנ"ז) 249, 264-265, 319-317.

31 ראו 78 P.G. Mahoney "Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets" 78 *Va. L. Rev.* (1992) 623.

א. מנגנון השוק

שווקים יעילים מאופיינים בתמחור מדויק של הנכסים הנסחרים בשוק וברמה הולמת של נזילות³². השגת תמחור יעיל חיונית לצורך הקצאה יעילה של משאבים במשק³³. תמחור יעיל חיוני, בין היתר, עבור שוק השליטה, לפיקוח ולשליטה על בעיית הנציג הנובעת מפעילותם של מנהלי חברות, להקצאתם של משאבים באמצעות הנפקות ראשוניות (IPO) והנפקות בשוק המשני, ולשם השלמת עסקאות אחרות מחוץ לבורסה, המסתמכות על מחירי שוק³⁴. נזילותם של שווקים היא פונקציה של זמן, מחיר וכמות³⁵. שווקים נחשבים נזילים כאשר הסוחרים יכולים לקנות או למכור כמויות גדולות, באופן מידי, וללא השפעה משמעותית של פעולת הקנייה או המכירה על המחיר. שווקים נזילים מיטיבים את מצב הכלכלה, משום שהם מפחיתים עלויות של עשיית עסקאות, ואת הסיכון הטמון בהשקעות³⁶. בהמשך פרק זה נציג מודל שוק, המסביר את התהליכים שבאמצעותם משיגים השווקים יעילות ונזילות.

1. יעילות ונזילות בשווקים הפיננסיים

(א) גילום המידע לתוך מחירי ניירות הערך

על מנת ששווקים יהיו יעילים, המידע על אודות שוויין של חברות צריך להיות מגולם, במהירות ובמדויק, בתוך מחירי ניירות הערך הנסחרים בשוק³⁷. תהליך זה מורכב משלוש מטלות שונות: איסוף מידע, אימות אמינותו של המידע, ולבסוף, גילום המידע במחירי ניירות הערך. איסוף מידע כרוך בחיפוש אחר מידע בלתי ידוע המשפיע על מחירי ניירות הערך. אימות אמינותו של המידע כרוך בביצוע פעולות הכרחיות לשם בדיקת אמינותו של מקור המידע ואמינותו של המידע עצמו. גילום המידע במחירי ניירות הערך מחייב לנתח את המידע על מנת לקבוע את ערכו, ואז לסחור בניירות ערך, בהסתמך על פערים בין מחיר נייר הערך לבין שוויו.

32 ראו: Gilson & Kraakman, *supra* note 6, at p. 554.

33 ראו Fox et al., *supra* note 10.

34 לניתוח מפורט של השפעות תמחור יעיל ראו: Kahan, *supra* note 9.

35 ראו L.S. Hodrick & P.C. Moulton "Liquidity" (2005) (*working paper series*), available at: URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=449540.

36 ראו Kahan, *supra* note 9, at pp. 1019–1022; Y. Amihud "Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time Series Effects" 5 *J. Fin. Market* (2002) 31 עסקה גבוהות יותר המתבטאות במרווח bid/ask רחב יותר ראו L.R. Glosten & L.E. Harris "Estimating the components of the Bid/Ask Spread" 21 *J. Fin. Econ.* (1988) 123; Harold Demsetz "The Cost of Transacting" 82 *Q. J. Econ.* (1968) 33, 35–36.

37 לדיון מקיף בתהליכים המאפשרים לשווקים להפוך ליעילים ראו Gilson & Kraakman, *supra* note 6.

איסוף מידע עוסק בשני סוגים של מידע: מידע ספציפי ומידע כללי. המידע הספציפי כולל מידע על מאפיינים שונים של החברה, כגון איכות המנהלים המועסקים בה, תוכניותיה העסקיות, עברה העסקי, מעמדה הפיננסי והסתברות הצלחת מאמצי המחקר והפיתוח שמשיקה החברה. מידע כללי על השוק כולל מידע על התנאים הכלליים שבהם פועלת החברה, כגון סיכויי הצלחת מתחריה, מידע על התעשייה בכלל, ומידע על הכלכלה המקומית והעולמית.

אימות אמינותו של המידע מתייחס לשני סוגי מידע: מידע מפורש ומידע משתמע. מידע מפורש כולל את כל סוגי המידע הספציפי והמידע הכללי על השוק, כגון דוחות פיננסיים, הצהרות לעיתונות וחדשות. מידע משתמע כולל את כל סוגי המידע, אשר בעקיפין מאותת על קיומו של מידע מפורש, כגון שינויי השער, מחזורי המסחר, זהות הסוחרים וטיבן של פקודות הקניה והמכירה המוזרמות לשוק.

גילום המידע לתוך מחירי ניירות הערך כולל שתי פעילויות נפרדות: ניתוח המידע ומסחר. ניתוח המידע מצריך את בחינתם של המידע הספציפי ושל המידע הכללי. לא ניתן לגלם במדויק מידע ספציפי כשלעצמו לתוך מחירי ניירות הערך, שכן אין זה אפשרי להעריך את סיכויי הצלחתה של חברה פלונית ללא מידע על מצבה העתידי של הכלכלה המקומית והעולמית. מסחר הינה הפעילות שבאמצעותה מועבר המידע אל השוק. מסחר עשוי לכוש אחת משתי צורות: מסחר ישיר, על ידי מתן פקודות מסחר, או מסחר עקיף, באמצעות מתן המלצות ועצות לאחרים על מנת שיסחרו.

(ב) הגברת הנזילות במסחר

על מנת ששווקים יהיו נזילים, חייבת להתקיים פעילות מסחר שתאפשר למרבית הקונים והמוכרים מימוש עסקאות במהירות. שלושה מקורות עיקריים גורמים להגברת הנזילות: פעילות מסחר להתאמת תיקי השקעות, פעילות מסחר לשינוי היחס צריכה/השקעה ופעילות מסחר שיסודה במגוון הערכות המשקיעים³⁸. התאמת תיקי השקעות מגבירה את נזילות השוק מאחר שמשקיעים מבצעים פעולות רכישה או מכירה כדי להתאים את הרכב תיק ההשקעות לרמות הסיכון והתשואה שנקבעו מראש. פעילות מסחר לשינוי היחס צריכה/השקעה מגבירה את נזילות השוק מאחר שמשקיעים מבצעים פעולות רכישה להגדלת החיסכון או פעולות מכירה להגדלת הצריכה. מגוון הערכות המשקיעים מגביר את נזילות השוק מאחר ששחקני שוק המחזיקים בהערכות שווי נמוכות מוכרים למשקיעים המחזיקים בהערכות שווי גבוהות יותר³⁹.

38 H.R. Stoll "Alternative Views of Market Making" in *Market Making and the Changing Structure of the Securities Industries* (Mass., 1985) 67-68

39 מסחר זה מונע לעתים על ידי התנהגות בלתי רציונלית, שמקורה בשמועות או במידע בלתי מבוסס. במקרים אלו מאמינים הסוחרים (בטעות) כי ברשותם הערכות טובות יותר של ניירות הערך הנסחרים מאשר אלו שבידי מתחריהם.

2. שחקני השוק

על-פי המודל שאנו מציגים, פועלות בשוק ההון חמש קבוצות של שחקנים: אנשי פנים, סוחרי מידע, סוחרי נזילות, סוחרי רעש, ועושי שוק. אנשי פנים נהנים מנגישות למידע פנים ולהם יש גם קרבה לחברה. לאנשי הפנים יש גם את הידע ואת היכולת להעריך את המידע ולתמחר אותו. אנשי פנים מסוגלים לאסוף גם מידע כללי על השוק ולתמחרו. עם זאת, התמקדותם הכמעט בלעדית בחברה שהם מנהלים מונעת מהם לנצל יתרונות לגודל ולמגוון באיסוף, בהערכה, ובגילום מידע כללי על השוק⁴⁰. יתרה מכך, לנוכח קירבתם לחברה, אין לאנשי פנים היכולת להעריך באובייקטיביות את ערך ההחלטות העסקיות שלהם עצמם⁴¹.

לסוחרי המידע, קבוצת השחקנים השניה הפועלת בשוק ההון, אין גישה למידע פנים, אך הם מוכנים ויכולים להקדיש משאבים לאיסוף מידע ולניתוחו, על מנת לבסס את החלטות ההשקעה שלהם. סוחרי מידע מורכבים משתי קבוצות משנה: משקיעים מקצועיים ומתוחכמים, ואנליסטים. המשקיעים המקצועיים המתוחכמים כוללים מגוון רחב של משקיעים מוסדיים, מנהלי כספים ושחקני שוק מקצועיים אחרים, אשר לצורך קבלת החלטות השקעה מסתמכים כולם, במידה זו או אחרת, על עבודת ניתוח פיננסית/עסקית. האנליסטים כוללים שלוש קבוצות משנה: אנליסטים מטעם המוכרים (sell-side), אנליסטים מטעם הקונים (buy-side), ואנליסטים עצמאיים. אנליסטים מטעם המוכרים מועסקים על ידי בתי השקעות על מנת לעקוב אחר ניירות ערך מסוימים ולהעריכם. אנליסטים אלו משחררים את ניתוחיהם לשוק בחינם, ואינם מנסים להרוויח ממסחר על בסיס הערכותיהם. הכיסוי שמספקים אנליסטים אלו הוא בעיקרו שירות הניתן ללקוחות של בתי ההשקעות. הכיסוי של האנליסטים מטעם המוכרים מיועד למשוך משקיעים לניירות הערך שהינם מושא הכיסוי האנליסטי, וכן חברות לבתי ההשקעות. על כן, אנליסטים מטעם המוכרים תומכים בעקיפין בחטיבות בתי ההשקעות המשמשות כחתמים בהנפקות ראשוניות. אנליסטים מטעם הקונים מועסקים על ידי משקיעים מוסדיים גדולים (כגון קרנות נאמנות, קרנות גידור (hedge), קרנות פנסיה) על מנת לנהל תיקי השקעות. אנליסטים אלו שומרים את

40 בנוסף, אנשי-פנים סובלים מבעיות בעיבוד מידע. ראו, למשל, H.N. Seyhun "The Information Content of Aggregate Insider Trading" 61 *J. Bus.* (1988) 1 לעתים להבחין בין השפעות של גורמים המיוחדים לחברה לבין השפעתם של גורמים כללי משקיים).

41 ראו D.C. Langevoort "Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Misllead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms)" 146 *U. Pa. L. Rev.* (1977) 101, 157 (in particular note 196); J.R. Macey & A.W.A. Boot "Monitoring Corporate Performance: The Role of Objectivity, Proximity and Adaptability in Corporate Governance" 89 *Cornell L. Rev.* (2004) 356

ניתוחיהם בסוד, ואת רווחיהם הם מפיקים על ידי מסחר שיסודו באיתור פערים בין מחיר השוק לבין הערכותיהם (קרי, איתור ניירות ערך הנסחרים מעל ל"ערכם" או מתחת לו). במהלך עבודתם עושים האנליסטים מטעם הקונים שימוש בניתוחיהם של האנליסטים מטעם המוכרים, כמקור מידע נוסף. אנליסטים עצמאיים אינם מזוהים עם בית השקעות, והם מייצרים ניתוחים אנליסטיים, שאותם הם מוכרים ללקוחות המנויים בדרך כלשהי על שירותיהם. אנו מקבצים את מגוון המשקיעים המקצועיים המתוחכמים ואת שלוש קבוצות האנליסטים תחת הכותרת "סוחרי מידע".

בדומה לאנשי הפנים, לסוחרי המידע יש את היכולת ואת הידע לאסוף, להעריך ולגלם במחירי ניירות הערך מידע ספציפי ומידע כללי על השוק. אך בניגוד לאנשי הפנים, ולנוכח התמקדותם הרחבה יותר בענפים ובשווקים, יכולים סוחרי המידע לנצל את יתרונות הגודל והמגוון בהערכת מידע ובגילומו למחירי ניירות ערך. פעמים רבות, עשוי ידע הנוגע לחברה אחת בענף מסוים לשמש גם ביחס לחברה אחרת, וידע ביחס לכלכלה בכללותה ישים לצורך ניתוח כל החברות.⁴²

הקבוצה השלישית של שחקני השוק, סוחרי נזילות, אינה אוספת ומעריכה מידע, אלא משקפת בהשקעתה את ההקצאה המועדפת עליה בין חיסכון וצריכה.⁴³ סוחרי הנזילות אינם מקדישים משאבים לחיפוש ולניתוח מתמיד של מידע חדש, ואם הם רציונליים, הם יאמצו אסטרטגיה של רכישת תיק מגוון של ניירות ערך (בדרך-כלל רכישת מדד כלשהו של ניירות ערך) ושל החזקתו.⁴⁴

סוחרי הרעש – הקבוצה הרביעית – פועלים, בין כיחידים ובין כקבוצה, באורח לא רציונלי על פי שיטות שונות ומשונות של השקעה.⁴⁵ סוחרי רעש מאמינים בדרך כלל כי מצוי ברשותם מידע רב ערך, והם משקיעים כאילו היו סוחרי מידע. במקרים כאלו, שחקני השוק האחרים אינם מסוגלים להבחין בין סוחרי רעש לבין סוחרי מידע אמיתיים. אכן, קיימות רמות שונות של אי רציונליות בין סוחרי הרעש. בקצה האחד,

42 A.R. Admati & P. Pfleiderer "Forcing Firms to Talk: Financial Disclosure Regulation and Externalities" 13 *Rev. Fin. Stud.* (2000) 479, 480; B.J. Bushee & C. Leuz "Economic Consequences of SEC Disclosure Regulation: Evidence from the OTC Bulletin Board" 39 *J. Account. & Econ.* (2005) 233

43 קבוצה נוספת שיש להזכירה תחת כותרת זו היא של אנשי הארביטראז', המחפשים אחר נכסים דומים הנסחרים במחירים שונים, ומבצעים פעולות למסחר כדי להפיק רווח מן ההפרש במחירים. לאנשי הארביטראז' נוגעים רק המחירים היחסיים של נכסים דומים. מסחר ארביטראז' מונע על ידי הבדלים במחירים של שני הנכסים, והשווי האמיתי של כל אחד מן הנכסים הוא בלתי רלבנטי. מאחר שהמידע על אודות השווי האמיתי של החברה אינו רלבנטי לאנשי הארביטראז', יש לחייג אותם כסוחרי נזילות.

44 D.D. Haddock & J.R. Macey "A Coasian Model of Insider Trading" 80 *Nw. U. L. Rev.* (1986) 1449, 1453

45 לדיון בקיומם של סוחרי רעש בשוק ההון ראו J. Bradford De Long, A. Shleifer, L.H. Summers & R. J. Waldmann "Noise Trader Risk in Financial Markets" 98 *J. Pol. Econ.* (1990) 703

ניתן למצוא סוחרים בלתי רציונליים, הפועלים על פי שמועות, אופנות ואסטרטגיות השקעה חסרות רציונל כלכלי, כגון מעקב אחר תנודות מחיר אקראיות במהלך יום מסחר. בקצה האחר של הרצף, ניתן למצוא מלקטי מניות, האוספים מידע ומעריכים אותו, בדומה לסוחרי המידע, ומנסים לקבל החלטות השקעה רציונליות ומושכלות מבחינה כלכלית. אולם מלקטי המניות פחות יעילים מסוחרי המידע בביצוע משימות אלו. מלקטי מניות אינם משיגים את כל המידע הרלבנטי, הם "איטיים" יותר בניתוח המידע שאספו, וכתוצאה מכך מידת הדיוק של הערכותיהם נחותה לעומת זו של סוחרי המידע. למעשה, מלקטי מניות מתבססים בעיקר על מידע "ישן", שכבר משתקף במחיר השוק של נייר הערך, כגון ניתוחים שפורסמו על ידי אנליסטים מטעם המוכרים, מידע שנמצא באתרי אינטרנט פיננסיים, מידע ששודר בערוצים הפיננסיים בטלוויזיה וניתוחים אנליסטיים אחרים שפורסמו בעיתונות ובכתבי-עת. בהימנעם מאימוץ אסטרטגיה של קנה-והחזק-תיק-השקעות, מלקטי מניות מפסידים בתדירות רבה יותר לסוחרי המידע, ונושאים בעלויות עסקה מבוזבזות. על כן, הגם שמלקטי מניות נראים רציונליים בתגובתם למידע כלכלי רלבנטי, למעשה הם אינם כאלו כלל וכלל, ועל כן יש לתייגם כסוחרי רעש⁴⁶.

הקבוצה האחרונה, עושי שוק, הם אנשי מקצוע התורמים למסחר ומקיימים שוק לניירות ערך על ידי פרסום הצעות לרכישת ניירות ערך או למכירתם על בסיס קבוע. הם מפרסמים מחיר קנייה (bid price) ומחיר מכירה (ask price) לניירות הערך, ובמידת הצורך משמשים כצד לעסקה למשקיעים המעוניינים לסחור. עושי השוק מכירים היטב את ההיצע והביקוש הקיימים ביחס לנייר ערך, מאחר שהם משתמשים במידע זה על מנת לקבוע את מחירי הקנייה והמכירה שלהם (מרווח ה-bid/ask)⁴⁷. עם זאת, בהשוואה לסוחרי מידע, לעושי השוק אין די מידע ספציפי על החברה, מאחר שהם אינם משקיעים את הזמן ואת המאמץ שמשקיעים סוחרי המידע באיתור מידע ספציפי על החברה ובניתוחו⁴⁸. לאור העובדה שהמסחר שלהם מונע בעיקרו על ידי

46 הסיווג שאנו מציעים הוא פונקציונלי במובן זה שחלק משחקני השוק יהיו לעתים סוחרי מידע ולעתים סוחרי רעש, בהתאם לפעולות שהם מבצעים. אכן, ישנם סוחרי רעש שלעולם יפעלו כסוחרי רעש, וזאת מטעמים של נחיתות אינטלקטואלית או מקצועית. ברם, יש סוחרי מידע שינסו להביס את סוחרי הרעש במגרשם של האחרונים, על ידי הצטרפות לעדר של סוחרי רעש ועיסוק במסחר רועש.

47 R.D. Huang & H.R. Stoll "Dealer versus Auction Markets: A Paired Comparison of Execution Costs on NASDAQ and the NYSE" 41 *J. Fin. Econ.* (1996) 313, 322-326; S. Dolgoplov "The Relationship Between Insider Trading and the Bid-Ask Spvn read: a Critical Evaluation of the 'Adverse Selection' Model" (2003) (*working paper series*), available at: ULR:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=440380. מרווח ה-bid/ask הינו הפער בין המחיר שבו מוכן עושה השוק לקנות נייר ערך (bid) לבין המחיר שבו החברה מוכנה למכור את נייר הערך (ask). המרווח מתקצר או מתרחב בהתאם להיצע ולביקוש לנייר הערך הנסחר.

48 I.R.C Hirst "A Model of Market-Making with Imperfect Information" 1 *Managerial*

הצעות הקנייה והמכירה שמציבים שחקני השוק האחרים, מצד אחד, ובכך שהם אינם מסתמכים על הערכות שווי עצמאיות משל עצמם, מצד אחר, עושי שוק אינם סוחרים מידע וגם לא סוחרים נזילות.

3. תהליך התמחור

אנשי פנים או סוחרים מידע מאתרים פערים בין שווי (value) לבין מחיר (price), בהתבסס על המידע שברשותם, ואז סוחרים על מנת להפיק רווח מן היתרון שלהם במידע⁴⁹. כאשר הם מבחינים בהערכת-חסר של נייר-ערך כלשהו, הם קונים אותו, ובכך מעלים את מחירו; ולהיפך: כאשר הם מבחינים בהערכת יתר של נייר ערך, הם מוכרים אותו, וגורמים למחירו לרדת. מאחר שבשיטת השקעה זו נערכת השוואה מתמדת בין המחיר, או שינויים בו, ובין הערכת שווי סובייקטיבית של הסוחר, מתקיים מסחר כשלמחיר או לשינויים בו אין הצדקה על בסיס המידע הידוע לסוחר. ברור, על כן, שבשיטת השקעה זו, מסחר מול צד הנהנה מעדיפות במידע, או מסחר תוך הסתמכות על מידע שיתגלה כשקרי, יסתיים בהפסד. זאת ועוד, לא ניתן להמנע מהסיכון להפסיד במסחר מול בעל מידע עדיף על ידי גיוון תיק ההשקעות, מאחר שכל פעולות המסחר מונעות על ידי שינויים במחיר או על ידי הגעת מידע חדש⁵⁰.

סוחרים נזילות, המבצעים פעולות מסחר ללא קשר למידע חדש, כלומר, מוכרים לצורך הנזלת נכסים ורוכשים לצורך חיסכון, יסחרו ללא קשר לפעולותיהם של אנשי הפנים וסוחרים המידע. אם סוחרים הנזילות פועלים באותו אופן שבו פועלים אנשי הפנים וסוחרים המידע, כלומר, קונים כאשר אנשי הפנים או סוחרים המידע קונים, או מוכרים כאשר הללו מוכרים — הם יפסידו⁵¹. אם סוחרים הנזילות סוחרים בניגוד

12 *Decision Econ.* (1980). אכן, הטענה היא כי בעוד שעושי השוק בבורסה של ניו יורק אינם עוסקים בניתוח אנליטי, עושי השוק בבורסת ה-NASDAQ דווקא עוסקים בכך. ראו J. Chai Lin *et al.* "External Information Costs and the Adverse Selection Problem: A Comparison of NASDAQ and NYSE Stocks" 7 *Int'l Rev. Fin. Analysis* (1998) 113 חשוב להדגיש כי איננו טוענים כי עושי השוק הם מיודעים או כי הם אינם מיודעים, כתיאור פוזיטיבי של העולם. אנו משתמשים בעושי שוק בלתי מיודעים כהנחה המפשטת את המודל. מנקודת מבטינו, כאשר עושי השוק מיודעים, יידרש מודל אחר שבו סוחרים נזילות מבצעים פעולות מסחר ישירות מול סוחרים מיודעים, ובאופן זה ההפסדים מן המסחר כנגד סוחרים מיודעים יותר מגולגלים ישירות אל סוחרים הנזילות והרעש. ואולם, המסקנות העיקריות העולות ממאמר זה לא ישתנו גם אם נניח שעושי שוק מיודעים לחלוטין.

49 ראו, למשל, E.F. Fama "Random Walks in Stock Market Prices" 21 *Fin. Analysis J.* (1965) 55 (תיאור התהליכים שבאמצעותם אנשי המקצוע בשוק משלבים מידע לתוך מחירי ניירות הערך).

50 ראו Goshen & Parchomovsky, *supra* note 14, at pp. 1240–1241.

51 נניח כי מחירה של מניה הוא \$100. החלטות המסחר של סוחרים נזילות מנותקות מן המחיר. על כן, בהיעדר מסחר במידע פנים, הם יקנו וימכרו ב-\$100. נניח עתה כי אנשי פנים קונים את המניה והמחיר עולה ל-\$110. אם סוחרים הנזילות קונים אף הם, הם יפסידו משום שיידרשו לשלם

למהלכיהם של אנשי הפנים או סוחרי המידע – הם ירוויחו⁵². על כן, סוחרי נזילות הפועלים לפי האסטרטגיה של קנה-והחזק-תיק-מניות, אינם מפסידים בממוצע, לא לאנשי הפנים ולא לסוחרי המידע. כאשר סוחרי נזילות קונים תיק מניות הם מפסידים בחלק מן העסקאות (כאשר הם קונים ביחד עם אנשי הפנים או סוחרי המידע), ומרוויחים על עסקאות אחרות (כשהם קונים, בעוד אנשי הפנים או סוחרי המידע מוכרים). בדומה, סוחרי הנזילות מפסידים לעתים, ומרוויחים לעתים אחרות, כאשר הם מוכרים את תיק ההשקעות. בממוצע הם מרוויחים את תשואת השוק עבור תקופת אחזקתם⁵³. בסיכומו של דבר, סוחרי נזילות יכולים לגוון את הסיכון הטמון במסחר כנגד סוחרים מיודעים⁵⁴. רק סוחרים שפעילות המסחר שלהם מונעת על ידי שינויים במחיר יפסידו כאשר יסחרו כנגד סוחרים מיודעים יותר⁵⁵.

הגם שסוחרי נזילות מסוגלים לגוון את הסיכון הטמון בפעילות מסחר עם סוחרים מיודעים יותר, עדיין הם נושאים בחלק מן העלויות של גילום המידע במחיר⁵⁶. לסוחרי נזילות חשובה הנזילות (כלומר, היכולת לבצע עסקה גדולה במהירות, ומבלי

יותר עבור המניה. בדומה, כאשר אנשי פנים מוכרים את המניה, המחיר יירד ל-\$90. אם סוחרי הנזילות מוכרים אף הם, הם יפסידו משום שהם יאלצו למכור את המניה במחיר נמוך יותר.

52 נניח כי מחירה של מניה הוא \$100. החלטות המסחר של סוחרי נזילות מנותקות מן המחיר. על כן, בהיעדר מסחר במידע פנים, הם יקנו וימכרו ב-\$100. נניח עתה כי אנשי פנים קונים את המניה והמחיר עולה ל-\$110. אם סוחרי הנזילות מוכרים את המניה, הם ירוויחו מכיוון שהמניה תימכר במחיר גבוה יותר. נניח עתה כי אנשי הפנים מוכרים ומחיר המניה יורד ל-\$90. אם סוחרי הנזילות קונים, הם ירוויחו משום שיירשו לשלם מחיר נמוך יותר עבור המניה.

53 במלים אחרות, הרציונל של "משחק הוגן" או "הוגנות השוק" אינן תופשות ככל שמדובר במשקיעים אלו: הם אינם מצפים כי תינתן להם גישה שוויונית – ובעיתוי המתאים – למידע, והם גם אינם ניזוקים מכך שגישה שכזו נשללת מהם. ראו R.J. Haft "The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation" 80 *Mich. L. Rev.* (1982) 1051 H. Heller "Chiarella, ; "משחק הוגן" ו"הוגנות השוק";" 37 *Bus. Law.* (1982) 517, 555-556 (המציין כי ספק אם משקיעים מפקפקים ביושרת השוק לנוכח ההבדלים הידועים ביניהם ככל שמדובר בנגישות למידע).

54 הסיכון הטמון בקיומם של פערי מידע נובע מן השימוש במידע פנים בלתי חוקי, מתרמיות (המבוצעות על ידי אלו שביצעו תרמית או על ידי אלו שגילו זאת עוד לפני כלל השוק), או כתוצאה מגילוי חוקי של מידע פרטי מיוחד על החברה או מידע כללי על השוק. כל עוד פערי מידע משפיעים על מחירי ניירות הערך באופן מקרי, ניתן לצמצם את הסיכון שבקיומם על ידי גיוון תיק ההשקעות.

55 W. Wang "Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who Is Harmed, and Who Can Sue Whom Under SEC Rule 10b-5?" 54 *S. Cal. L. Rev.* (1981) 1217.

56 ברי לכל, כי סוחרים מיודעים מרוויחים על חשבון מישהו. על פי המודל שלנו, הגם שסוחרי נזילות מגוונים את הסיכון הטמון בקיומם של פערי מידע, הם עדיין נושאים בעלויות הנובעות מפערים אלו. עושי השוק שאינם יכולים לגוון את הסיכון שבקיומם של פערי מידע מפסידים לסוחרים מיודעים, ומגלגלים הפסדים אלו אל סוחרי הנזילות באמצעות מרווח ה-bid/ask.

שתשפיע על מחירי נייר הערך הנסחר). אם השווקים אינם נזילים, פירוש הדבר הוא, שכאשר סוחרת נזילות רוצה למכור כמות גדולה של ניירות ערך, יהיה עליה לקבל על עצמה ירידה ניכרת במחיר נייר הערך, או למצער להמתין תקופת ארוכה יותר לביצוע הפקודה. כך גם במקרה של רכישה גדולה, שאז יהיה עליה לקבל עליית שער ניכרת או להמתין תקופה ארוכה לביצוע. מנגד, נזילות גבוהה פירושה עלות עסקה נמוכה יותר: ביצוע עסקה בכמות גדולה, במהירות ובזול. אמת המידה העיקרית לבחינת נזילות היא המרווח בין מחיר קניה למחיר מכירה – ה־bid/ask spread. כל אימת שסוחר הנזילות מבצעים פעולות מסחר, הם נושאים בעלות של המרווח בין מחיר הקניה למחיר המכירה, דומה היה זה מס המוטל על העסקה. על כן, סוחר נזילות יפחית את תדירות המסחר שלהם (יחזיקו בתיק השקעות למשך זמן ארוך יותר) כדי להימנע מלשאת בעלויות המרווח פעמים רבות מדי, או יפחיתו את המחיר שהם נכונים לשלם על נייר הערך כדי לפצות עצמם בגין הנשיאה בעלות המרווח⁵⁷. שתי הפעולות שלעיל פוגעות בשוק: הפחתת תדירות המסחר על ידי סוחר הנזילות תצמצם עוד יותר את הנזילות בשוק, ואילו הפחתת הנכונות לשלם עבור ניירות הערך תיקר את עלות גיוס ההון עבור כלל החברות.

המרווח שבין מחיר הקניה למחיר המכירה מושפע מן ההיקף הכולל של המסחר ומרמת פערי המידע בין הסוחרים (מידע א־סימטרי)⁵⁸. השפעת היקף המסחר על רמת הנזילות היא ישירה: ככל שיש סוחרים רבים יותר (מיודעים ובלתי מיודעים), כך השוק נזיל יותר (ולהיפך). ההשפעה של פערי מידע על נזילות היא עקיפה: עושי השוק, הניצבים בפני סיכון בלתי ניתן לגיוון להפסד בעסקאות מול סוחרים מיודעים יותר, יגנו על עצמם על ידי הגדלת מרווח ה־bid/ask⁵⁹. הגדלת המרווח תגדיל את רווחי עושי השוק ותפצה אותם על ההפסדים לסוחרים המיודעים יותר. עם זאת, מאחר שסוחרים מיודעים יסחרו רק אם הם צופים רווח גבוה יותר מן העלות שייאלצו לשאת

57 ראו N.L. Georgakopoulos "Frauds, Markets, and Fraud-On-The-Market: The Tortured Transition of Justifiable Reliance from Deceit To Securities Fraud" 49 *U. Mia. L. Rev.* (1995) 671, 702–711.

58 ראו באופן כללי T.H. McNish & B.F. Van Ness "An Intraday Examination of the Components of the Bid-Ask Spread" 37 *The Fin. Rev.* (2002) 507; R.D. Huang & H.R. Stoll "The Components of the Bid-Ask Spread: A General Approach" 10 *Rev. Fin. Stud.* (1997) 995; Y. He & C. Wu "What Explains the Bid-Ask Spread Decline After Nasdaq Reforms?" 12 *Fin. Markets, Instit. and Instrum.* (2003) 347 שהן הפחתת עלויות עשיית השוק והן התגברות התחרות, שמקורן ברפורמה שנערכה, תרמו לצמצום מרווחי ה־bid/ask בבורסת הנאסד"ק.

59 ראו M. Welker "Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets" 11 *Contemp. Account. Research* (1995) 801, 802; J.C. Bettis, J.L. Coles & M.L. Lemmon "Corporate Policies Restricting Trading by Insiders" 57 *J. Fin. Econ.* (2000) 191 (מסיקים כי בתקופות שבהן חברות אוסרות על מסחר בידי אנשי פנים מרווח ה־bid/ask מצטמצם).

בה בגלל הגדלת מרווח ה-bid/ask, הרי שהעלות האמיתית של הגדלת המרווח תוטל על סוחרי הנזילות (ועל סוחרי הרעש). ההשפעה של מידע א-סימטרי על הנזילות תלויה במספר הסוחרים המיודעים ובשווי המידע שברשותם. ככל שמספר הסוחרים המיודעים גדל, וככל שהתחרות ביניהם מתעצמת, כך קטן היתרון שיש להם במידע⁶⁰. ככל ששוויים של פערי המידע נשחק ותדירותם פוחתת, כך קטן הסיכון להפסד לעושי השוק. כתוצאה מכך, עושי השוק יקטינו את המרווח שביין מחיר הקניה למחיר המכירה, והעלות שתגולגל אל סוחרי הנזילות תקטן. נמצא, כי סוחרי הנזילות דואגים יותר לנזילות מאשר לגילום מדויק של המידע במחיר נייר הערך⁶¹.

סוחרי רעש הם אקטיביים אך אינם רציונליים, וקשה לחזות את פעולותיהם. אם הם פועלים באופן מקרי לחלוטין, יבטל סוחר רעש אחד את ההשפעה על המחיר שיצר סוחר רעש שני, ובממוצע הם לא יפסידו לאנשי הפנים או לסוחרי המידע⁶². עם זאת, לעתים פועלים סוחרי הרעש כעדר⁶³. הם עשויים לפעול כעדר ביחס לנייר ערך מסוים, לענף מסוים, או ביחס לשוק ככלול⁶⁴. במקרה שכזה עלול עדר סוחרי הרעש להשפיע על המחיר ולעוות אותו. השאלה אם יפסידו סוחרי הרעש לאנשי הפנים או לסוחרי המידע תלויה במשך הזמן שנדרש לנייר הערך כדי להגיע ל"שוויו" ה"נכון", כפי שחושב על ידי אנשי הפנים או על ידי סוחרי המידע. נניח כי אנשי הפנים וסוחרי המידע מאמינים כי נייר ערך מסוים הוערך ביתר, ועל כן מוכרים אותו. סוחרי רעש שיקנו נייר ערך זה יפסידו אם יחזיקו בנייר הערך עד שערכו יירד לבסוף. ואולם, סוחרי הרעש יכולים להשיג תשואה חיובית בתקופת הביניים אם מחיר נייר הערך ימשיך לעלות. אכן, זו הסיבה שבעטייה מנסים לעתים מקצת מסוחרי המידע להרוויח על ידי הצטרפות לסוחרי הרעש ועל ידי אימוץ אסטרטגיות של סוחרי רעש. סוחרי מידע אלו מקווים להתחכם לסוחרי הרעש, ו"לקפוץ מן העגלה" בטרם יירד המחיר. למותר לציין כי סוחרי מידע ההופכים לסוחרי רעש יעצימו, בטווח הקצר, את ההשפעה של סוחרי הרעש. עם זאת, בטווח הארוך, סוחרי הרעש יפסידו כקבוצה לאנשי הפנים או לסוחרי

60 B. Caramanolis-Çötelli, L. Gardiol, R. Gibson-Asner & N.S. Tuchschnid "Are Investors Sensitive to the Quality and the Disclosure of Financial Statements?" 3 *Eur. Fin. Rev.* (1999) 131 (הטוענים כי תחרות בקרב אנליסטים מפחיתה את בעיית הבחירה השלילית (adverse selection של המשקיעים); וראו He & Wu, *supra* note 58).

61 סוחרי נזילות מודאגים גם מן הפגיעה בבעלי מניות הנגרמת על ידי מנהלים או בעלי מניות שליטה. מתן הגנה מפני סיכון זה הוא תפקידם של דיני החברות.

62 למסחר מקרי (random) בהיקף גדול יש אותה השפעה מגוננת של רכישת והחזקת תיק השקעות. ואולם אסטרטגיה זו כרוכה בעלויות עסקה גבוהות יותר. דיני ניירות ערך אף אינם רלבנטיים כאשר מאמצת אסטרטגיה זו.

63 D. Hirshleifer & S.H. Teoh "Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: A Review and Synthesis" 9 *Eur. Fin. Management* (2003) 25; De Long et al., *supra* note 45; T. Lux "Herd Behavior, Bubbles and Crashes" 105 *Economic J.* (1995) 881-896.

64 ראו De Long et al., *supra* note 45, at pp. 704, 715.

המידע. זאת ועוד, הודות לתדירות הגבוהה שבה הם סוחרים, סוחרי הרעש יספגו גם הם את עלות הנזילות, כלומר את עלות המרווח שבין מחיר הקניה למחיר המכירה. מחירי השוק הם תוצאה של פעולתן של כל חמש קבוצות שחקני השוק. אנשי פנים וסוחרי מידע עוקבים אחר מחירי השוק, ומתקנים סטיות מן ה"שווי" הסובייקטיבי המחושב על ידיהם. סוחרי נזילות הפועלים על פי אסטרטגיית "קנה-והחזק-תיק-השקעות" אינם גורמים לעיוות במחירי ניירות הערך, מאחר שמרבית פעילות המסחר שלהם היא מקרית. לאור אסטרטגיית ההשקעה הלא-רציונליות שלהם, גורמים סוחרי רעש לעיוות במחירי ניירות הערך. על כן, מידת הדיוק של מחירי ניירות הערך תלויה ביכולתם של אנשי הפנים או סוחרי המידע לתקן את הסטיות הנגרמות על ידי סוחרי הרעש, וכן לגלם במחירי ניירות הערך מידע חדש שנתגלה⁶⁵. ככל שיכולתם של אנשי הפנים ושל סוחרי המידע לתקן סטיות במחירי ניירות הערך הנגרמות על ידי סוחרי הרעש או על ידי המידע החדש שנתגלה טובה יותר, כך יהיה השוק יעיל יותר. עם זאת, שיווי משקל יעיל לחלוטין שבו מחירי ניירות הערך תמיד "נכונים", אינו בר השגה⁶⁶. מחירי ניירות הערך לעולם סוטים משוויים וסוחרי המידע מצויים בתהליך מתמשך של התאמת המחיר לשווי. תנודות מחירי ניירות הערך סביב שוויים גורמות לרמה מסוימת של חוסר יעילות, שהיא היוצרת תמריץ להשקיע במידע ודוחפת את השוק להפוך ליעיל יותר⁶⁷.

מנקודת מבט זו מתברר אפוא כי יעילות בגילום מידע במחירי ניירות הערך היא עניין של מידה. ככל שהסטייה בין מחיר נייר הערך לבין שווי גדולה יותר, וככל שנדרש למחירי נייר הערך זמן רב יותר להתכנס אל ערך המבטא את שווי האמיתי של נייר הערך, כך השוק יעיל פחות, ולהיפך. משכך, אין זה ראוי לסווג שווקים כ"יעילים" או כ"בלתי יעילים" בהתבסס על רמת הדיוק במחירי ניירות הערך. שווקים עשויים להיות יעילים בתקופות מסוימות, ובלתי יעילים בתקופות אחרות, והכל בהתאם למידתה של הסטייה בין מחירי ניירות הערך לבין שוויים ולמשך הזמן שלה⁶⁸. נכון יותר לסווג שווקים בהתאם לקיומו או העדרו של מנגנון המיועד לתקן

65 אנו מבססים את המנגנון המתואר כאן על זה שתואר על ידי S.J. Grossman & J.E. Stiglitz "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets" 70 *Am. Econ. Rev.* (1980) 393.

66 ראו Grossman & Stiglitz, *ibid*, at p. 393.

67 ראו P.A. Cusick "Price Effects of Addition Or Deletion From the Standard & Poor's 500 Index — Evidence of Increasing Market Efficiency" 11 *Fin. Markets, Instit. & Instrum.* 349 (2002) (המבסס אמפירית את הטענה שיעילות השוק גוברת עם הזמן).

68 B.C. Ayers & R.N. Freeman, למשל, ראו, ביחס לסוגי חברות. ראו, למשל, B.C. Ayers & R.N. Freeman "Evidence That Analyst Following and Institutional Ownership Accelerate the Pricing of Future Earnings" 8 *Rev. Account. Stud.* (2003) 47 (המבססים את הטענה שמחירי ניירות ערך של חברות הזוכות לכיסוי אנליסטי מוגבר מקדימים לשקף מידע לגבי רווחים עתידיים, וזאת בהשוואה למחירי ניירות ערך של חברות שאינן זוכות לכיסוי אנליסטי רב).

סטיות במחירי ניירות הערך ולגרום למחיר להתכנס בסופו של דבר לשווי האמיתי. שוק שבו אין מנגנון כזה הוא שוק "בלתי יעיל", במובן זה שתמחור ניירות הערך הנסחרים בו הוא מקרי לחלוטין, ואין ביטחון שמחירי ניירות הערך יתכנסו לערך המבטא את שוויים האמיתי. נגדיר שוק שכזה כ"בלתי אפקטיבי", במובן מ"בלתי יעיל". שוק שבו יש מנגנון כאמור הוא "יעיל", במובן זה שמנגנון התיקון גורם למחירי ניירות הערך בשוק להתכנס בסופו של תהליך לשוויים האמיתי. נגדיר שוק כזה כ"שוק אפקטיבי". בשוק אפקטיבי יהיו פרקי זמן שבהם סוחרי רעש יהיו הדומיננטיים, ואנשי הפנים וסוחרי המידע לא יוכלו לתקן את עיוותי המחיר שיגרמו סוחרי הרעש. בשוק כזה יהיו סטיות גדולות של מחירי ניירות הערך משוויים האמיתי, וסטיות אלו יתקיימו לאורך זמן. ברי, כי התוצאה תהיה תמחור לא מדויק של ניירות הערך הנסחרים בשוק. ואולם, כל עוד קיים בשוק מנגנון התיקון, בשלב מסוים יתחילו מחירי ניירות הערך להתכנס אל ערך המבטא את שוויים האמיתי. במילים אחרות, שוק יכול שיהיה אפקטיבי באופן כללי, אך ינוע בין מצב של יעילות לבין מצב של חוסר יעילות. שיפור יעילות השוק מחייב אפוא לשפר את אפקטיביות המנגנון הגורם למחירי ניירות הערך להתכנס לשוויים האמיתי. ככל שמנגנון זה יהיה אפקטיבי יותר, כך תקטן מידת הסטייה של מחירי ניירות הערך הנסחרים בשוק משוויים, וכך יתכנסו מחירי ניירות הערך מהר יותר אל שוויים.

מידת האפקטיביות של המנגנון המתקן היא פונקציה של העלויות ושל הסיכונים הכרוכים במסחר על רקע קיומם של פערי מידע. יכולתם של סוחרי המידע או אנשי הפנים לתקן סטיות במחירי ניירות ערך תלויה בסיכון הכרוך בתהליך התיקון ובעלויות. חיפוש מידע כללי על השוק ומידע ספציפי על החברה, אימות אמינותו של מידע זה, ניתוחו וגילומו לתוך מחירי ניירות הערך הן מטלות יקרות. הפקת רווח כתוצאה מאיתור פערים בין מחירי נייר ערך לשווי הוא מיזם מסוכן. נניח כי סוחר מידע מעריך כי המניה של חברת תעשיות בע"מ נסחרת בשיעור הנמוך בעשרה אחוזים משוויה "האמיתי". על מנת להפיק רווח מפער זה, על סוחר המידע לקנות את המניה, וברגע שמחיר המניה יגיע לשווי "האמיתי", למכור את המניה ברווח. אולם לעתים מחיר המניה אינו עולה, וזאת מכמה טעמים: ייתכן שסוחר המידע טעה בהערכתו; אפשר שסוחרי רעש יעוותו את המחיר לתקופה ארוכה מזו שנצפתה; חדשות רעות ובלתי צפויות עלולות להגיע; מצג שווא שלילי על אודות החברה עלול להשתחרר לשוק; שיעורי הריבית או מחירי הנפט עלולים לעלות, וכיוצא באלו טעמים. על כן על סוחר המידע להעריך את שווי של הפער בין המחיר לבין השווי בשקלול ההסתברות שהוא אכן יצליח "לתפוס" פער זה (כלומר, עליו להעריך את התשואה הצפויה מן הפער שבין מחיר המניה לבין שוויה).

על מנת להפיק רווח, ישווה סוחר המידע את העלויות, שהן ודאיות, עם התשואה הצפויה מהפער שבין המחיר לבין השווי. ככל שהעלויות גבוהות יותר, כך נדרש פער גדול יותר בין מחיר המניה לשווייה כדי להניב רווח. לכן כאשר העלויות גבוהות,

סוחרי המידע לא ינסו להפיק רווחים על ידי "תפיסת" פערים קטנים בין מחירי ניירות הערך הנסחרים בשוק לבין שוויים. במקום זאת, סוחרי המידע יאפשרו למחירי ניירות הערך להתרחק משוויים עוד ועוד, לפני שיתערבו במסחר, וזאת על מנת להגדיל את התשואה הצפויה. לחלופין, יקטינו סוחרי המידע את השקעתם במידע ויתמקדו בהשגת מידע כללי על אודות השוק, שימש אותם למסחר במניות רבות, או יתמקדו בהשגת פריטי מידע ספציפי בולטים בחשיבותם בלבד. אסטרטגיה זו תגרום אף היא לכך שרק סטיות גדולות בין מחירי ניירות הערך הנסחרים בשוק לבין שוויים ישמשו סוחרי מידע להפקת רווח. כל אחת מתגובות אלו של סוחרי המידע תגרום לתמחור מדויק פחות של ניירות הערך הנסחרים בשוק, וכתוצאה מכך לשוק הון יעיל פחות. ולהיפך: ככל שהעלויות הכרוכות בהשקעה על בסיס מידע יהיו נמוכות יותר, כך ישקיעו סוחרי המידע יותר בהשגת מידע – גם כזה שחשיבותו פחותה יחסית – ויתקנו גם פערים קטנים בין מחירי ניירות הערך לבין שוויים, באופן שיוכל לתמחור מדויק יותר של ניירות הערך הנסחרים בשוק, ולשווקים יעילים יותר.

בדומה, גם הפחתת הסיכון הכרוך בהסתברות להפקת רווח מאיתור פער בין מחירי ניירות ערך לבין שוויים תיעל את השוק. ככל שהסיכון יהיה נמוך יותר, כך תגדל ההסתברות להפקת רווח מ"תפיסת" הפער שבין מחיר נייר הערך לבין שווייו. הגדלת ההסתברות תגרום לכך שהתשואה הצפויה מכל פער נתון תגדל, וכך יקטן הפער הנדרש בין המחיר לבין השווי שיהיה בו די לכיסוי עלויותיו של סוחר המידע. בעוד שדיני ניירות ערך אינם יכולים להפחית רכיבים מסוימים מן הסיכון הטמון בפעילות סוחר המידע, משום שמדובר ברכיבי סיכון שהם אינהרנטיים לפעילותו, כגון שינויי מחיר כתוצאה מחשיפתו של מידע בלתי צפוי, רכיבים אחרים של הסיכון עשויים להיות מושפעים. למשל, צמצום הסיכון הנובע מטעויות הנגרמות בשל קיומם של מצגי שווא על ידי הרתעה אפקטיבית של תרמיות. אכן, ללא דיני ניירות ערך, איסוף מידע רב יותר והשקעה גדולה יותר באימותו תגדיל את מידת הדיוק שבתחזיותיהם של סוחרי המידע ותגדיל את ההסתברות של הפקת רווח מפערים שבין מחיר נייר הערך לבין שווייו⁶⁹. אולם, מאמצים שכאלו של סוחרי המידע להקטין את הסיכון הכרוך בלכידת הפער שבין מחיר לבין שווי יגדילו עוד יותר את עלויותיהם ובסופו של דבר יקטין הדבר את יעילות השוק. הקטנת העלויות והסיכון הכרוכים בשמירה על רמת הדיוק של מחירי ניירות הערך הינה אפוא מטרה ראשונה שיש להשיג על מנת לפתח שווקים יעילים.

על רקע מודל זה של שוק ההון והצורך בהשגת יעילות ונזילות בשווקים הפיננסיים,

69 בדומה, ארביטראז' אפקטיבי יפחית את השפעתם של סוחרי הרעש ויקטין את הסיכון הטמון בהפקת רווח מסטיות בין מחיר נייר הערך לבין שווייו. ראו R.J. Gilson & R. Kraakman "The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias" 28 *J. Corp. L.* (2003) 715, 733.

נבסס עתה את הטענה כי דיני ניירות ערך מגשימים צורך זה על ידי הקטנת הסיכון והעלויות הכרוכים בביצוע המטלות של תמחור מדויק והעמקת נזילות השוק.

ב. דיני ניירות ערך: השגת שווקים יעילים ונזילים

ממודל שוק ההון שהוצג לעיל עולה כי השגת שווקים יעילים ונזילים מחייבת להפקיד את משימות התמחור היעיל והנזילות בידי קבוצה אחת מתוך אלו הפועלות בשוק. סוחרי הנזילות ועושי השוק אינם מגיבים למידע, ועל כן לא ניתן לבחור בהם. סוחרי הרעש אינם רציונליים, ועל כן גם בהם לא ניתן לבחור. נמצא, כי המועמדים הפוטנציאליים היחידים לביצוע משימות התמחור המדויק והגברת הנזילות הם אנשי הפנים או סוחרי המידע.

כפי שנראה להלן, אנשי פנים וסוחרי מידע אינם יכולים להתקיים זה לצד זה, ועל כן על המדינה לבחור מבין שתי קבוצות אלו באחת בלבד. דיני ניירות ערך בחרו – על ידי הטלת הגבלות על שימוש במידע פנים – להפקיד את משימות הגברת היעילות והנזילות בידיהם של סוחרי המידע. ומעת שנפל הפור, פועלים דיני ניירות ערך – על ידי הטלת חובות גילוי ואיסור על תרמית ומניפולציה – למזעור העלויות והסיכונים שבהם נושאים סוחרי המידע במלאם את תפקידם. המשך הדיון בפרק זה יחשוף כיצד ההשפעות המשולבות של דיני ניירות ערך מעודדות את פיתוח של שוק תחרותי של סוחרי מידע, שמצידו מקדם שווקים יעילים ונזילים.

1. איסור על מסחר במידע פנים: הבחירה בסוחרי המידע

סוחרי מידע אינם יכולים להבחין אם שינויים במחיר נגרמים על ידי סוחרי הרעש או על ידי אנשי הפנים. כאשר מסחר רועש מתערבב במסחר במידע פנים, סוחרי המידע אינם יכולים לדעת את זהות הסוחרים, בהיותו של המסחר אנונימי, ואין הם יכולים לאתר מסחר של איש פנים מתוך ניתוח התנודות במחיר או בהיקף המסחר⁷⁰. משכך,

70 ראוי לציין כי Gilson & Kraakman, *supra* note 6, טענו כי נפח המסחר או תנועות המחיר עשויים כשלעצמם ליידע את האנליסטים על אודות טבעו של מידע פנים, בעיקר אם יש אנליסטים היכולים להסיק את זהותם של סוחרי הפנים. עם זאת, המחברים הודו כי שיטה זו היא הפחות יעילה בהשגת תמחור יעיל, משום שתהליך זה של "פענוח" הוא איטי ואינו מדויק. Gilson & Kraakman, *ibid*, at pp. 574–579. אנו סבורים כי ההנחה שלנו מציאותית יותר מכמה טעמים נוספים: ראשית, חשוב לציין כי טיעונם של Gilson & Kraakman הושמע בנוגע לשוק שאין בו סוחרי רעש. התווספותם של סוחרי רעש מקשה עוד יותר על האנליסטים להבחין בין מסחר מודע לבין מסחר בלתי מודע, באופן שיפחית עוד יותר את יעילות הפענוח. שנית, מבחינה אמפירית, ממצאים המעלים כי השווקים אינם מגלים "יעילות חזקה" (כלומר, כי אנשי פנים גוברים על השוק) מכרסמים עוד יותר במעשיות אסטרטגיית הפענוח. ראו, למשל, J.E. Finnerty "Insiders"

כאשר מתירים לאנשי פנים לסחור, הם יביסו את סוחרי המידע בקביעות ובעקביות. מאחר שסוחרי המידע עוקבים אחר מחירי ניירות הערך ומגיבים למידע, הם לעולם יהיו בצד המפסיד⁷¹. טלו אנליסט המאמין, בהתבסס על המידע שברשותו, כי מחירה של מניה מסוימת משקף במדויק את שוויה. נניח עתה כי איש פנים מוכר את המניה בהתבסס על מידע פנים שלילי שברשותו, וגורם בכך למחיר המניה לרדת. מאחר שהאנליסט אינו מודע לקיומו של מידע הפנים, הוא יפרש את הירידה במחיר המניה כהערכת חסר של שווי המניה (המניה זולה), ועל כן ימהר לקנותה. מחיר המניה ימשיך לצנוח, ורק לאחר שהמידע השלילי יהפוך לנחלת הציבור, יבין האנליסט כי הפסיד מאחר שקנה מניה יקרה מדי. אותו מנגנון חל גם ביחס למידע פנים חיובי. מחיר המניה יעלה בגלל המסחר של איש הפנים, והאנליסט ימכור בחסר (short)⁷², בהניחו כי המניה הוערכה ביתר (המניה יקרה), רק כדי לגלות כעבור זמן מה, כי שער המניה ממשיך לעלות ונגרמים לו הפסדים מאחר שמכר בחסר מניה זולה. סוחרי המידע אינם מסוגלים לגוון את הסיכון הטמון במסחר מול אנשי פנים, ותמיד יפסידו בעימות מולם⁷³, שכן אסטרטגיית השקעה

and Market Efficiency" 31 *J. Fin.* (1976) 1141; H.N. Seyhun "Insiders' Profits, Costs of Trading and Market Efficiency" 16 *J. Fin. Econ.* (1986) 189 מסוגלים לעמוד במהלך המסחר על טבעו של מידע הפנים או להסיק את זהותם של סוחרי הפנים באופן שיאפשר למנוע מאנשי הפנים להפיק רווחים גבוהים מאלה הנורמליים. יתרה מכך, מסתבר כי האנליסטים אינם ממצים אפילו מידע על אודות פעולות מסחר שבוצעו זה מכבר ודווחו על ידי הרשות לניירות ערך. ראו, למשל, J.F. Jaffe "Special Information and Insider Trading" 47 *J. Bus.* (1974) 410 הגלום ב-*Official Summary* — הדוחות הרשמיים של רשות ניירות הערך האמריקנית — מייד לאחר פרסומם; והשוו 6 H.S. Kerr "The Battle of Insider Trading vs. Market Efficiency" *J. Port. Mgt.* (1980) 47 (הטוען כי פעילותם של משקיעים מיועדים מונעת הלכה למעשה את האפשרות להפיק תשואה עודפת על ידי עשיית שימוש במידע המצוי ב-*Official Summary*) עם R. Goldie "Are Some Insiders More 'Inside' Than Others? Comment" 10 *J. Port. Mgt.* (1983) 75 (המצייין כי לאחר תיקון טעויות מתודולוגיות במחקרו של Kerr מתברר כי תוצאות מחקרו מלמדות כי משקיעים יכולים לעשות שימוש ב-*Official Summary* כדי להפיק תשואה עודפת).

71 Haddock & Macey, *supra* note 44, at pp. 1458–1459.

72 מכירה בחסר היא מכירה שבה נמכר נייר ערך שאינו בבעלות המוכר. מכירה כזו מתבצעת לצורך הפקת רווחים מירידת מחירים צפויה. נניח שמחיר נייר הערך הוא 100 ש"ח, וסוחר המידע מניח שעל המחיר הנכון להיות 60 ש"ח. המוכר לווה את נייר הערך ממשקיע שאינו מתכוון לסחור בנייר הערך במשך תקופה ארוכה, מוכר את נייר הערך ומקבל 100 ש"ח. כעבור זמן כאשר המחיר יורד למחיר של 60 ש"ח, סוחר המידע רוכש בחזרה את נייר הערך ומחזיר אותו למלווה (בנוסף משולמת למלווה עמלה בגין השימוש בנייר הערך). מעסקה זו הפיק סוחר המידע רווח של 40 ש"ח. כמובן, אם סוחר המידע טועה והמחיר עולה, למשל ל-150 ש"ח, הוא ייאלץ לרכוש את נייר הערך בחזרה במחיר גבוה יותר ולכן יספוג הפסד.

73 ראו 12 *W. Bagehot "The Only Game in Town" 2 Fin. Analysts J.* (1971) (המראה כי במודל שבו מניחים את קיומם של סוחרים מיועדים, עושי שוק, וסוחרי נזילות, עושי השוק תמיד מפסידים לסוחרים המיועדים).

המבוססת על איתור מניות מעל לערכן או מתחת לו מסבה הפסדים בכל עת שסוחרים מול בעל מידע עדיף. כתוצאה מכך, כאשר מתקיים מסחר רב במידע פנים, סוחרי המידע אינם יכולים להשיב לעצמם את השקעתם במידע, ובסופו של דבר ייצאו מן השוק⁷⁴. כאשר מנועים אנשי הפנים מלסחור, התוצאה משתנה. טלו הגבלה משפטית על מסחר במידע פנים, המבוססת על הכלל של "גלה-או-הימנע"⁷⁵. על פי כלל זה, אנשי הפנים יכולים לגלות את מידע הפנים שברשותם, ואז לסחור בהתבסס על המידע ביחד עם כל יתר השחקנים בשוק, או להימנע מלסחור ומלגלות את מידע הפנים, עד אשר תקום חובה משפטית אחרת שתחייב אותם לגלות את המידע. בהיעדר תמריץ להסתיר מידע, יגלו אנשי הפנים את המידע⁷⁶. כשמידע הפנים נחשף, אנשי הפנים וסוחרי המידע מתחרים ביניהם על הפקת רווח מן המידע. בתחילה יהיה בשוק רק מספר מועט של סוחרי מידע, ששיגו תשואה חריגה על השקעה במידע בשל תחרות מועטה ביניהם. בתקופת מעבר זו, השוק יהיה פחות יעיל ופחות נזיל בהשוואה לשלב הקודם, שבו אנשי הפנים הורשו לסחור⁷⁷. ואולם, מספר סוחרי המידע יגדל בהדרגה והתחרות ביניהם תפחית את התשואה על השקעה במידע לשיעור תחרותי, תוך השגת שוק יעיל ונזיל יותר⁷⁸.

- 74 ראו, למשל, M.J. Fishman & K.M. Hagerty "Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices" 23 *Rand J. Econ.* (1992) 106 (המראים כי במודל שבו מניחים כי אנשי חוץ מחזיקים במידע פחות מדויק ויקר יותר לעומת המידע שבידי אנשי הפנים, מספר הסוחרים המיועדים פוחת כפונקציה של מידת הדיוק היחסי של המידע שבידי אנשי הפנים); H.E. Leland "Insider Trading: Should it be Prohibited?" 100 *J. Political Econ.* (1992) 859 שבו מניחים אנשי פנים המחזיקים באופן מונופוליסטי ביותר מידע מדויק מזה שבידי סוחרים מיועדים — רווחתם של הסוחרים המיועדים תמיד פוחתת כאשר אנשי הפנים משתתפים במסחר).
- 75 ראו ע"פ 4675/97 רוזוב נ' מדינת ישראל, פ"ד נג' (4) 337, בע' 351-353; *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), *cert. denied*, 394 U.S. 976 (1969) & *cert. denied*, 404 U.S. 1004 (1971).
- 76 ראו R. Narayanan "Insider Trading and the Voluntary Disclosure of Information by Firms" 24 *J. Banking & Fin.* (2000) 395 (המסיק כי אכיפה קפדנית של האיסור על מסחר של אנשי פנים מביאה לגידול בהיקף הגילוי מצד חברות).
- 77 ראו, למשל, R. Kabir & T. Vermaelen "Insider Trading Restrictions and the Stock Market: Evidence from the Amsterdam Stock Exchange" 40 *Euro. Econ. Rev.* (1996) 1591 (הבוחנים את ההשפעה שיש להטלת הגבלות על מסחר במידע פנים, מאז שנת 1987, על התנהגות הבורסה באמסטרדם; ומסיקים כי המניות בבורסה זו הפכו פחות נזילות וכי נתגלתה אף ירידה במהירות התאמת השוק לחדשות חיוביות אודות רווחים).
- 78 ראו Fishman & Hagerty, *supra* note 74, at pp. 118-119 (הטוענים כי מסחר במידע פנים מוביל למחירי שוק יעילים פחות). מחקרים אמפיריים תומכים אומנם במודל. ראו R.M. Bushman, J.D. Piotroski & A.J. Smith "Insider Trading Restrictions and Analysts Incentives to Follow Firms" (January 2003) (*working paper series*), available at: URL:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=373520 (המגלים כי מידת האינטנסיביות של הכיסוי האנליסטי (מספר ממוצע של אנליסטים המלווים את החברות נושא המחקר במדינה נתונה) והיקף הכיסוי האנליסטי (שיעור החברות המקומיות הרשומות למסחר באותה מדינה ומשמשות

אם רק מספר מצומצם של אנשי פנים יפר לעתים את ההגבלה על מסחר במידע פנים, שוק סוחרי המידע יוכל לתפקד. מסחר מוגבל במידע פנים מפחית במידה מסוימת את התשואה הצפויה של סוחרי המידע, אך מותר להם תשואה מספקת כדי להישאר פעילים⁷⁹. היקף המסחר במידע פנים תוחם את גבולותיו של שוק סוחרי המידע. כאשר היקף זה מוגבל, יתפתח שוק תחרותי של סוחרי מידע; כאשר היקף המסחר במידע פנים רחב, לא יוצר שוק של סוחרי מידע. אפקט תחלופה זה בין אנשי פנים וסוחרי מידע הוא המפתח להבנת האיסור על מסחר במידע פנים.

העדפת סוחרי המידע על פני אנשי הפנים המשתקפת מן האיסור על מסחר במידע פנים מוצדקת מכמה סיבות⁸⁰: ראשית, אנשי הפנים נהנים מבלעדיות כאשר לשימוש במידע הפנים שברשותם. בידודם מפני תחרות מאפשר לאנשי הפנים להשפיע על תזמון גילוי המידע; ביכולתם לדחות את מועד חשיפת המידע ולמנוע מהמידע מלהגיע לשוק במהירות האפשרית, או לגלותו מוקדם מדי ובכך לפגוע בעסקי החברה שנייר הערך שלה נסחר⁸¹. סוחרי המידע לעומתם אינם יכולים להשפיע על מועד גילוי המידע; הם אינם שולטים בגילוי המידע אך חייבים להגיב אליו. סוחרי המידע פועלים בשוק תחרותי מאוד, וחותרים על כן לגלם פריטי מידע חדשים לתוך מחירי ניירות הערך בשוק במהירות האפשרית, שאם לא כן יגבר עליהם אנליסט יריב⁸². שנית, סוחרי

נושא לכיסוי אנליסטי גדלים לאחר שנעשה מאמץ ראשוני לאכיפת מגבלות על מסחר במידע פנים, וכי גידול זה חשוב במיוחד בשוקים צומחים ובמדינות שבהן קיימת ריכוזיות במשק); L.N. Beny "A Comparative Empirical Investigation of Agency and Market Theories of Insider Trading" (February 2004) (*working paper series*), available at: URL:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=193070 (המגלה כי במדינות שבהן החוקים האוסרים על מסחר במידע פנים מקלים יותר, השווקים נזילים פחות, וכי במדינות שבהן החוקים הללו קשוחים יותר, מחירי ניירות הערך יעילים יותר ככל שמדובר בעילות מידע); U. Bhattacharya & H. Daouk "The World Price of Insider Trading" 57 *J. Fin.* (2002) 75 ראשונית של חוקים האוסרים על מסחר במידע פנים קשורה בירידה משמעותית במחיר ההון של המדינה).

79 ראו J. Shin "The Optimal Regulation of Insider Trading" 5 *J. Fin. Intermediation* (1996) 49 (המשלבים את מאמצי האכיפה האופטימליים ועלויותיהם במודל הכולל אנשי פנים, סוחרים מיועדים מקצועיים, וסוחרי נזילות; ומגלים כי גילוי סובלנות כלפי מסחר במידע פנים בהיקף מסוים עשוי להוות מדיניות רגולטורית אופטימלית).

80 הטענות שיוצגו להלן פותחו בהרחבה במאמר קודם שכתבנו. ראו Goshen & Parchomovsky, *supra* note 14. כן ראו ד' גושן וג' פרחמובסקי "הטעמים בעד ונגד השימוש במידע פנים: הערכה מחודשת" ספר שמגר (אהרן ברק יושב ראש המערכת, תשס"ג, כרך ג') 321.

81 אף ההסתברות שאנשי פנים ישפיעו באורח מניפולטיבי על תוכן המידע המגולה גבוהה יותר. ראו, למשל, P. Dunn "The Impact of Insider Power on Fraudulent Financial Reporting" 30 *J. Management* (2004) 397.

82 P.C. O'Brien "Forecast Accuracy of Individual Analysts in Nine Industries" 28 *J. Account. Research* (1990) 286, 303-304 (הטוענת, בהתבסס על מחקר אמפירי על אודות מידת הדיוק שבתחזיות אנליסטיות, כי אנליסטים מתחרים ביניהם על מהירות שילובו של מידע חדש); J. Jacob, T.Z. Lys & M.A. Neale "Expertise in Forecasting Performance";

המידע מסוגלים לנצל את יתרון הגודל והמגוון לחיפוש, לניתוח, ולגילום מידע שוק כללי במחירי ניירות הערך. ידע שנצבר בנוגע למשק או לתעשייה עשוי להיות מיושם לצורך ניתוחן של חברות רבות. בדומה, ידע הנצבר ביחס לחברה אחת עשוי לסייע בעת ניתוח חברות אחרות הקשורות אליה, דוגמת חברות המספקות לה חומרי גלם, חברות הרוכשות ממנה מוצרים, או חברות שהן מתחרות שלה. שלישיית, הגם שלאנשי הפנים יתרון מסוים ביכולת ל"חפש" אחר מידע ספציפי על החברה שנייר הערך שלה נסחר (יתרון הנובע מעצם היותם אנשי פנים), סוחרי המידע עדיפים על אנשי הפנים ביכולתם לנתח סוג זה של מידע ולגלמו לתוך מחירי נייר הערך. בעוד שאנשי הפנים מייצרים הערכת שווי בלתי-אובייקטיבית בודדת לגבי ההחלטות העסקיות שלהם עצמם, סוחרי מידע מייצרים הערכות שווי אובייקטיביות רבות, המתחרות זו בזו, והמשתכללות לכלל הערכה אובייקטיבית של השוק כולו. מחיר השוק הוא איכותי יותר ממחיר שנקבע על ידי אנשי הפנים. רביעית, הודות לנגישותם הטובה יותר של סוחרי המידע למשאבים פיננסיים המיועדים למסחר, למגוון דעותיהם, המניע כידוע את המסחר, ולתחרות עזה ביניהם ביחס לניצול כל יתרון במידע (במיוחד ביחס למידע ציבורי⁸³), סוחרי המידע טובים יותר מאנשי הפנים בהגברת הנזילות בשווקים. הנקודה האחרונה היא מהותית מבחינתם של סוחרי הנזילות. מסיבות אלו, ההחלטה להעדיף את סוחרי המידע על פני אנשי הפנים מגבירה את היעילות.

2. חובות גילוי: הפחתת עלויות איסוף המידע

כאשר מפקידים בידי סוחרי המידע את התפקיד של אספקת יעילות ונזילות, הם נדרשים לבצע את המטלות הבאות: לאסוף מידע, לוודא את אמינותו, לנתחו ולגלמו במחירי ניירות הערך. ביצוע כל אחת מהמטלות כרוך בעלויות. ככל שעלויות אלו נמוכות יותר, כך גוברת יכולתם של סוחרי המידע להתמודד עם פערים בין מחירי ניירות הערך לשוויים⁸⁴,

of Security Analysts" 28 *J. Account. & Econ.* (1999) 51, 79 (הטוענים כי תחרות בין אנליסטים גורמת לפליטתם מן השוק של אנליסטים פחות מוכשרים). התוצאה הכוללת של בחירה באנליסטים והעדפתם על פני אנשי הפנים היא צמצום פערי המידע בין אנשי פנים לבין גורמים שמחוץ לחברה. ראו R. Frankel & X. Li "Characteristics of a Firm's Information Environment and the Information Asymmetry Between Insiders and Outsiders" 37 *J. Account. & Econ.* (2004) 229, 232 (משקיעים חיצוניים בחברות הזוכות לכיסוי אנליסטי בהיקף רחב יותר סובלים פחות מפערי מידע).

83 ראו D.T. Roulstone "Analyst Following and Market Liquidity" 20 *Contemp. Account. Research* (2003) 551 (טוען כי מאחר שאנליסטים מספקים מידע ציבורי, כיסוי אנליסטי רחב יותר קשור באופן חיובי לנזילות).

84 ראו, למשל, Fox et al., *supra* note 10 (מסיק כי גילוי מנדטורי תורם באורח אפקטיבי לדיוק רב יותר של מחירי ניירות ערך); D. Gelb & P. Zarowin "Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices" (June 2000) (*working paper series*), available at: URL:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=235009 (מסיקים שגילוי מוגבר

וכך גובר היקף פעילותם של סוחרי המידע בשוק⁸⁵. כיוון שכך, על דיני ניירות ערך לשאוף להקטין את העלויות הכרוכות במטלות של איסוף המידע, וידוא אמינותו וגילומו במחירי ניירות הערך⁸⁶.

חובות גילוי מפחיתות את העלות של איסוף מידע. בהיעדר חובות גילוי תיווצר כפילות במאמצים שישקיע כל סוחר מידע כדי לגלות מידע פרטי, וכפילות זו תהא כמובן בזבזנית⁸⁷. העלות הכרוכה בהשקעת מאמצים אלו תהיה גבוהה מאד לנוכח

מביא לכך שמחירי ניירות ערך מספקים מידע רב יותר לגבי רווחים עתידיים של החברה, דבר המלמד כי גילוי רב יותר מספק מידע המיטיב את מצב השוק; P.M. Healy, K. Palepu, & A.P. Hutton "Do Firms Benefit from Expanded Voluntary Disclosure?" (YEAR) (*working paper series*), available at: URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=55451 (מסיקים שעליה בהיקף הגילוי הוולונטרי מביאה לירידה בהיקפן של הערכות חסר ולעלייה בנזילות, בהיקף הכיסוי האנליטי ובאחזקות מוסדיות).

85 ראו, למשל, M.H. Lang & R.J. Lundholm "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior" 71 *The Accounting Rev.* (1996) 467 נדיבה יותר בחשיפת מידע זוכות לכיסוי אנליטי רב יותר, לתחזיות מדויקות יותר של אנליסטים, לפערים קטנים יותר בין ההערכות האנליסטיות ולפחות תגודתיות בתחזיות האנליסטיות); C. Botosan & M. Stanford-Harris "Motivations for Changes in Disclosure Frequency and Its Consequences: An Examination of Voluntary Quarterly Segment Disclosures" 38 *J. Account. Research* (2000) 329 (גילוי וולונטרי בהיקף גדול יותר מוביל לכיסוי אנליטי בהיקף רחב יותר); B.J. Bushee & C.F. Noe "Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility" 38 *J. Account. Research* (2000) 171 (מסוקים קיומן של אחזקות מוסדיות בהיקף גדול יותר בחברות המדורגות כמי שיש להן פרקטיקות גילוי נדיבות יותר).

86 ראו, למשל, J.C. Coffee Jr. "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 717, 728-729 בגדר סובסידיה לתעשיית האנליסטים המגדילה את היקף הפעילות האנליסטית); M.H. Lang, K.V. Lins, C. Leuz & D.P. Miller "ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the U.S. Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?" 41 *J. Account. Research* (2003) 317 האמריקניות זוכות לכיסוי אנליטי רב יותר ולתחזיות אנליסטיות מדויקות יותר יחסית לחברות שאינן רשומות רישום כפול, וכן כי חברות הזוכות לכיסוי אנליטי רב יותר ולמידה רבה יותר של דיוק בתחזיות האנליסטיות זוכות גם להערכת שווי גבוהה יותר); O.K. Hope and P.F. Pope "Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study" 41 *J. Account. Research* (2003) 235 ברמת החברה קשור באורח חיובי למידת הדיוק בתחזיות אנליסטיות, דבר המלמד שגילוי כזה מספק מידע רב ערך לאנליסטים, וכי אכיפה קפדנית יותר של נהלים חשבונאיים קשורה עם מידה רבה יותר של דיוק בתחזיות); C.A. Frost, E.A. Gordon & A.F. Hayes "Stock Exchange Disclosure and Market Liquidity: An Analysis of 50 International Exchanges" (2002) (*working paper series*) available at: URL:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=355361. (מוצאים תימוכין אמפיריים משמעותיים להשערה שלפיה עוצמתה של מערכת גילוי נתונה (כללי הגילוי, הפיקוח והאכיפה וכן הפצת המידע) קשורים באופן חיובי לנזילות השוק, וזאת לאחר שמנטרלים את השפעת המשתנים המייצגים את גודל הבורסה, מערכת המשפט ומספר נוסף של משתנים שעניינם מידת שכלול השוק וסביבת המידע).

87 ראו Coffee, *ibid*, at pp. 733-734.

העובדה שלסוחרי המידע, כחיצוניים לחברה שנייר הערך שלה נסחר, אין נגישות לניהולה הפנימי של החברה. חובות גילוי מעבירות עלויות אלו אל כתפי החברה שנייר הערך שלה נסחר. מבחינתה של החברה שנייר הערך שלה נסחר, עלות השגת מידע ספציפי על עסקיה הוא מינימלי. למעשה, מידע זה הוא תוצר לוואי של עצם העיסוק בניהול החברה⁸⁸. בנוסף, דיני ניירות ערך מחייבים מתכונת אחידה של גילוי, שמפחיתה את העלויות של ניתוח מידע⁸⁹ ואת השוואתו לנתונים שסופקו על ידי חברות אחרות שניירות הערך שלהן נסחרים בשוק⁹⁰.

חובות הגילוי מפחיתות גם את הסיכון הטמון באיתור פערים בין מחיר לשווי. ראשית, ככל שנגלית כמות רבה יותר של מידע על חברה נתונה, כך קטן הסיכון של סוחרי המידע להיתקל במסחר תוך שימוש במידע פנים⁹¹. שנית, ככל שמתגלה מידע רב יותר על אודות חברה מסוימת, כך קטן הסיכון הכרוך בהערכת שווייה הבסיסי של החברה⁹². חלק מן המידע שאינו נחשף עשוי להתגלות על ידי סוחרי המידע, אם ישקיעו בחיפוש ואיסוף מידע, אך חלק אחר של מידע שאינו נחשף לא יהיה ניתן לגילוי אפילו בעזרת השקעה גדולה של סוחרי המידע באיסוף מידע. בהינתן שחברה עשויה לעתים להימנע מגילוי כדי להגדיל את שווייה (למשל, על ידי אי גילוי משא ומתן לקראת מיזוג על מנת למנוע את הכשלתו) ולעתים כדי לחפות על המנהלים (למשל, על ידי הסתרת כשלים ניהוליים), לא ניתן לייחס לכל אי גילוי משמעות שלילית.

- 88 ראו, למשל, D.W. Diamond "Optimal Release of Information by Firms" 40 *J. Fin.* (1985) 1071 (מדגים כי כאשר העלות לחברה של שחרור המידע נמוכה מן העלות הכוללת שנושאים המשקיעים בהשגת המידע באופן עצמאי, הרווחה מושאת אם החברה מגלה את המידע).
- 89 M.J. Fishman & K.M. Hagerty "The Optimal Amount Of Discretion to Allow in Disclosure" 105 *Quart. J. Econ.* (1990) 427 (מראים כי הגבלת שיקול הדעת כאשר לדרך גילוי המידע, כלומר, חיובן של חברות לגלות על פי סטנדרטים חשבונאיים מקובלים, מוביל לגילוי בעל ערך אינפורמטיבי גבוה יותר).
- 90 ראו Hope and Pope, *supra* note 86 (מראה כי אכיפה מעודדת מנהלים לנהוג על פי חוקים חשבונאיים, מצב המפחית את מידת אי הוודאות של האנליסטים כאשר לרווחיה העתידיים של החברה, וכי גילוי הופך חשוב יותר במקרים שבהם הכיסוי האנליסטי הוא מועט ואכיפה חשובה יותר כאשר ניתן חופש רב יותר לבחור בשיטות חשבונאיות).
- 91 S. Luo "The Impact of Public Information on Insider Trading" 70 *Econ. Letters* (2001) 59 (מודל המסיק כי מידע ציבורי מצמצם פעילות של מסחר במידע פנים).
- 92 D. Byard & K.W. Shaw "Corporate Disclosure Quality and Properties of Analysts Information Environment" 18 *J. Account., Auditing & Fin.* (2003) 355 (מחקר שבתן כיצד משפיעה איכות הגילוי של חברות על מידת הדיוק במידע שאנליסטים משלבים בתחזיותיהם לגבי רווחים שנתיים ומצא שגילוי איכותי יותר מגביר את מידת הדיוק במידע הכללי והמיוחד שאנליסטים משלבים בתחזיותיהם); C.J. Simon "The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues" 79 *Am. Econ. Rev.* (1989) 295 (מחקר המסיק כי פיזור התשואות האבנורמליות — כלומר, היקף טעויות החיזוי של המשקיעים — פחת בצורה ניכרת לאחר חקיקת ה־Securities Act); M.B. Fox "Measuring Share Price Accuracy" 1 *Berkeley Bus. L. J.* (2004) 113 (מידע רב יותר מקטין את הסיכון שבמתן הערכה).

לכן יאלצו סוחרים המידע להשקיע בחיפוש אחר המידע כאשר הדבר אפשרי, וכאשר המידע אינו ניתן לאיתור יהיה עליהם להעריך את משמעותו על שווי החברה. הערכות כאלו צפויות להיות בלתי מדויקות, וכך גובר הסיכון שבפניו ניצבים סוחרים המידע לכישלון ב"תפיסת" פערים בין מחיר לבין שווי. שלישית, חובות גילוי מפחיתות את השפעתם של סוחרים הרעש ואת סיכון הרעש הטמון בפעילותם על ידי הגדלת מספר סוחרים המידע והיקפי פעילותם⁹³. כאמור, כאשר סוחרים הרעש פעילים בשוק בהיקפים גדולים הם מעוותים את המחיר. סוחר מידע המבצע פעולת מסחר כנגד מגמת סוחרים הרעש (למשל, מוכר בחסר מניות שעלו הרבה מעל לערכן) נושא סיכון שסוחרים הרעש ימשיכו לעוות את המחיר ולהעלותו לתקופה ארוכה יותר מכפי שהעריך, באופן שיסב לו הפסדים. ככל שהשפעתם של סוחרים המידע חזקה יותר יש ביכולתם לצמצם את השפעת סוחרים הרעש, ולצמצם את הסיכון הנובע מסוחרים הרעש. מכאן, שההשפעה הכוללת של חובות גילוי מנדטוריות היא תמיכה בשוק תחרותי של סוחרים מידע⁹⁴.

קיומה של תחרות בקרב סוחרים המידע יוצרת החצנות חיוביות (positive externalities). שוק סוחרים מידע מפותח יוצר מידע נוסף, מעבר להיקף המוכתב על ידי חובות הגילוי, והופכו נגיש, בחינם, לכל המשקיעים. למידע הנוסף יש שני מקורות: ראשית, הביקוש המוגבר בשוק סוחרים מידע תחרותי, למידע ספציפי על החברה שניירות הערך שלה נסחרים, יספק למנהלים תמריץ לגלות מידע עדכני ושוטף, בהיקף רב יותר מהיקף הגילוי המוכתב על ידי החוק, וזאת במטרה ליהנות מן התועלות הגלומות בכיסוי מוגבר של החברה על ידי סוחרים המידע⁹⁵. למעשה, מאחר שחובות גילוי מעודדות שוק סוחרים מידע תחרותי, יגרמו סוחרים המידע לחברות רבות לאמץ משטר גילוי העולה באיכותו על משטר הגילוי המנדטורי, ככל שמדובר בעיתוי גילוי המידע, בהיקף הגילוי, וברלבנטיות המידע⁹⁶. שנית, הגם שקיימים תמריצים חזקים לשמור על סודיות פעילות הניתוח האנליטי, הרי שבשוק תחרותי, יחשפו יותר ניתוחים

93 ראו N.L. Georgakopoulos "Why Should Disclosure Rules Subsidize Informal Traders" 417, 424 *Int'l Rev. L. & Econ.* (1996) 16. בנוסף הוא טוען כי גילוי יגרום לסוחרים רעש להעריך מחדש את אמונותיהם המוטעות. ואולם אנו סבורים כי טיעון זה יכול גם להוביל למסקנה הפוכה: מנקודת מבטם של סוחרים הרעש, גילוי עלול לחזק את הערכותיהם המוטעות.

94 תמיכה מסוימת לטענה שלפיה חובות גילוי מפחיתות את עלויות איסוף המידע ועיבודו של האנליסטים עשויה להימצא במתאם החיובי, שתועד במספר מחקרים, בין מספר האנליסטים לבין גילוי. ראו 84 *supra* note 85; Healy et al. *supra* note 85.

95 ראו 60 *supra* note 60 Caramanolis-Çötelli et al., (מציגים מחקר של חברות שוויצריות המראה כי תשואות אבנורמליות מושפעות באורח משמעותי וחיובי מדירוג איכות המידע שבדוחות שנתיים, וכי מדיניות הגילוי הפיננסי של חברה ממלאת תפקיד באיתות).

96 בכך יש כדי להסביר את הממצא שלפיו חברות זרות, שאינן כפופות לדרישות הגילוי הקפדניות של ה-SEC אינן יוצרות בעיה של פערי מידע לעומת חברות אמריקניות. ראו A.W. Alford & J.D. Jones "Financial Reporting and Information Asymmetry: An Empirical Analysis of the SEC's Information-Supplying Exemption for Foreign Companies" 4 *J. Corp. Fin.* (1998) 373.

אנליסטיים לשוק, בעיקר מטעמים שיווקיים. חשיפת ניתוחים אנליסטיים, או חלקים של ניתוחים שכאלו, מספקת מידע נוסף לסוחרי המידע ומאפשרת להם להעריך מחדש את איכות הניתוח שלהם בהשוואה לניתוחים שפורסמו. בדרך זו פוחתות העלויות הכרוכות באיסוף המידע ובניתוחו עבור כל סוחרי המידע. בעוד שחובות גילוי מקטינות את עלויות איסוף המידע (במקום שכל סוחרי המידע ישקיעו זמן ומאמצים בחיפוש אחר אותה פיסת מידע, החברה מגלה את המידע לכולם), שוק תחרותי של סוחרי מידע מפחית במידה מסוימת את עלויות ניתוח המידע (תהליך הלמידה מתקצר ומשתפר כאשר יש הפריה הדדית).

לכסוף, ההשפעות שיש לחובות גילוי על סוחרי המידע משפרות את הנזילות, ובכך מיטיבות אף את מצבם של סוחרי הנזילות. ראשית, ככל שהיקף הגילוי לציבור גובר, כך פוחתים המקרים שבהם קיימים פערי מידע בין הסוחרים. מאחר שפערים אלו גורמים להגדלת המרווח שבין מחיר קניה למחיר מכירה, יקטין צמצום תדירותם את המרווח ויגדיל את הנזילות. שנית, ככל שהיקף הגילוי לציבור גובר, כך פוחת השווי הצפוי של פערי מידע אלו; הסיכון לעושי השוק קטן ואיתו המרווח. אכן, ככל שהגילוי משתפר, יכולים סוחרי המידע להשיג יתרון על פני סוחרים אחרים באמצעות ניתוח איכותי יותר של מידע ציבורי ולא בעטייה של נגישות למידע פנים⁹⁷. שלישית, חובות גילוי מסבסדות את עלויות איסוף המידע של סוחרי המידע, ומקדמות שוק תחרותי של סוחרי מידע. ככל שהתחרות בין סוחרי המידע חזקה יותר, כך נחלשת יכולתם של סוחרי מידע בודדים לנצל את יתרון המידע שבידיהם במלואו. תחרות בין סוחרי מידע שוחקת את שוויים של יתרונות במידע, ומקטינה את הסיכון של עושי השוק⁹⁸. רביעית, התחרות שנוצרת בין סוחרי המידע מצמצמת עוד יותר את האפשרות לקיומם של פערי מידע על ידי מתן תמריץ למנהלים לגלות מידע ספציפי על החברה באופן עדכני ושוטף. מכלול השפעות אלו מפחית את הסיכון שבמסחר נגד סוחרים מיודעים, שאליו נחשפים עושי השוק, ולכן המרווח שבין מחיר קניה למחיר מכירה קטן וגוברת מידת הנזילות. נזילות גבוהה יותר תגדיל מצידה את היקף המסחר של סוחרי הנזילות ותקטין את התשואה הנדרשת על ידי סוחרי הנזילות כדי לפצותם על הסיכון שבקיומם של פערי מידע. הנזילות המוגברת והירידה בעלות גיוס ההון של החברה יתרמו באורח חיובי ליעילות השוק.

97 ראו Luo, *supra* note 91 (מסיק שמידע ציבורי פוגע באנשי פנים ומיטיב עם סוחרי הנזילות).

98 ראו Caramanolis-Çötelli et al., *supra* note 60 (טוענים כי תחרות בקרב אנליסטים מפחיתה את בעיית הבחירה השלילית [adverse selection] של משקיעים); B. Trueman "The Impact of Analyst Following on Stock Prices and the Implications for Firms' Disclosure Policies" 11 *J. Account, Auditing & Fin.* (1996) 333 (מראה כי קיים קשר חיובי בין מספר האנליסטים המכסים חברה לבין מחירה הצפוי של מניית החברה, וכי קשר זה הוא תוצאה ישירה של חוסר יכולת שחקני השוק לזהות את מספר הסוחרים המיודעים בשוק).

3. איסורים על תרמית ומניפולציה: הפחתת עלויות אימות אמינות המידע

סוחרי המידע משקיעים משאבים באימות אמינותו של המידע שהם אוספים. מדובר בעלויות מניעה, המושקעות עוד בטרם מסתמכים סוחרי המידע על המידע⁹⁹. תהליך אימות אמינות המידע מתייחס הן למידע מפורש, והן למידע עקיף. בהיעדר איסורים על תרמית ומניפולציה, כל סוחרי המידע יבזבו משאבים על אימות אותם פריטי מידע. מבחינה חברתית, כפילות מאמצים זו היא כמובן בזבזנית. זאת ועוד, מאחר שסוחרי המידע הם אנשי חוץ, עלותו של אימות אמינות המידע צפויה להיות גבוהה למדי. בנוסף, סוחרי המידע לבדם אינם מסוגלים לאתר בקלות עיוותי מידע עקיף, כגון אלו הנובעים ממסחר פיקטיבי (למשל, wash sales ומatched orders)¹⁰⁰. מטלה כזו מחייבת מערכת גילוי ואכיפה מרכזית מאורגנת כמו זו של רשות ניירות ערך¹⁰¹. האיסור על תרמית ומניפולציה מקטין את עלויות אימות אמינותו של המידע. אסור להציג מצג שווא של מידע מפורש, אסור להשמיט עובדות מהותיות ואסור לבצע מניפולציה במידע עקיף¹⁰². מי שיוצר מצג שווא או מבצע פעולות מסחר מלאכותיות (wash sales, matched orders, וכיוצא בזה) צפוי לסנקציות פליליות ואזרחיות גם יחד¹⁰³. זול יותר להטיל את נטל אימות אמינות המידע על כתפי מקור המידע מאשר על כלל סוחרי המידע שיאלצו להוציא הוצאות כפולות ובזבזניות. יתרה מכך, לנוכח האופי ההסתברותי של איתור תרמית (ההסתברות של גילוי נמוכה מאחד), הטלת אחריות פלילית עשויה ליצור הרתעה טובה יותר מאשר אחריות אזרחית המבוססת על נזקים

99 ראו Mahoney, *supra* note 31.

100 עיוותי מידע אלו נוצרים בעקבות ניסיונות של שחקנים בשוק ליצור מסחר פיקטיבי בנייר ערך. מסחר פיקטיבי מסוג wash sales מקורו בפקודות מסחר סותרות הניתנות על ידי שחקן בודד לחשבונות מסחר שונים שבשליטתו, מתוך שאיפה לגרום בכך לעלייה במחזורי המסחר ובשער המניה. מסחר פיקטיבי מסוג matched orders מתאר שיתוף פעולה בין כמה שחקנים לצורך יצירת מסחר ער במניה מסוימת, וזאת על ידי הזרמה בנפרד של פקודות קנייה ומכירה מתואמות (במחיר, בכמות, ובתזמון). ראו למשל, ע"פ (ת"א) 1327/86 מדינת ישראל נ' רוזנבוך, פ"מ תשמ"ט(2) 309. מאחר שהמסחר הוא אנונימי, אנליסטים אינם יכולים לזהות מסחר מלאכותי, ועל כן יניחו כי מתבצעת פעילות מסחר אמיתית.

101 ראו והשוו The Mechanics of Securities — The Mechanics of Securities Manipulation" 79 *Cornell L. Rev.* (1994) 219, 285 S. Thel "\$850,000 in Six Minutes —

102 ראו L.D. Lowenfels "Sections 9(a)(1) and 9(a)(2) of the Securities Exchange Act of 1934: An Analysis of Two Important Anti-Manipulative Provisions under the Federal Securities Laws" 85 *Nw. U. L. Rev.* (1991) 698; *Koeppe & Co. v. S.E.C.*, 95 F.2d 550 (7th Cir. 1938).

103 ראו ז' גושן "תרמית ומניפולציה בניירות ערך: תאומים לא זהים" משפטים ל (תש"ס) 591; ע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 642, 657-658; ע"פ 8573/96 מרקדו נ' מדינת ישראל, פ"ד נא(5) 481. להוראות המקבילות במשפט האמריקני ראו The Securities Exchange Act of 1934 §9(a)(2), 15 U.S.C. §§ 789-7811 (1988).

שנגרמו בפועל¹⁰⁴. הרתעה משופרת מפחיתה את התמריץ לשקר, וכתוצאה מכך גם פוחתות עלויות המניעה.

איסורים על תרמית ומניפולציה מפחיתים גם את הסיכון הטמון בהפקת רווח מפערים שבין מחיר לבין שווי. תרמית ומניפולציה יכולות להשפיע על סוחר המידע בשני הקשרים: ראשית, כאשר העבודה האנליסטית מתבצעת, ושנית, כאשר התחזית האנליסטית עומדת להתממש. כאשר סוחרת המידע מכינה את הניתוח שלה, היא יכולה להיזקק לאמצעי זהירות מפני מצגי שווא ולאמת את אמינותו של המידע. עם זאת, קשה יותר לנקוט אמצעי זהירות לאחר שעבודת הניתוח הושלמה ולאחר שסוחרת המידע ביצעה פעולת מסחר על סמך אותו ניתוח. נניח כי סוחר המידע חווה כי מחיר מניה מסוימת יצנח ב-20% עד סוף השנה ולכן מוכר את המניה בחסר. אם בסוף השנה תפרסם הנהלת החברה הצהרת שווא ובה "חדשות" חיוביות, יעלה מחיר המניה וייגרמו לסוחר המידע הפסדים ממכירת החסר. סוחר המידע לא יוכלו להפיק רווח מהשקעתם במידע אם מימוש תחזיותיהם מסוכל על ידי פרסום מצגי שווא. כל סוחר המידע ייאלצו לאמת באופן בלתי פוסק את כל המידע הקיים, וזאת על מנת להפחית את הסיכון של אי הפקת רווח מפערים שבין מחיר לבין שווי. עם זאת, גם פעילות של אימות מידע מתמיד לא מבטיחה שסוחר המידע יצליחו "לתפוס" פערים בין מחיר לבין שווי. אפילו כאשר סוחר המידע משקיעים באמצעי זהירות ומגלים את מצג השווא, עדיין ייתכן שפעילותם של סוחר הרעש שהסתמכו על מצג השווא וממשיכים לעוות את המחיר תמנע מסוחר המידע את האפשרות להפיק רווח מן הפער שבין המחיר לבין השווי. איסורים על תרמית ומניפולציה ממזערים את אמצעי הזהירות ומפחיתים את הסיכון של אי הפקת רווח מן הפער שבין שווי נייר הערך לבין מחירו.

בנוסף, איסורים על תרמית ומניפולציה משמרים את ערכה של העבודה האנליסטית ומגוננים על המוניטין של סוחר המידע. סוחר המידע מסתמכים על מידע ומעבדים אותו, אך לא כולם מבצעים פעולות מסחר. חלק מסוחר המידע, האנליסטים, מוכרים ניתוחים פיננסיים למשקיעים אחרים. ללא פעילות מסחר, אנליסטים אינם יכולים להגיש תביעה כנגד מקורו של מצג השווא, אפילו אם יש ביכולתם להוכיח כי הסתמכו על מצג זה¹⁰⁵. ואולם, משקיעים הרוכשים ניתוחים פיננסיים מן האנליסטים מושפעים לרעה ממצגי שווא המעוותים את תחזיות האנליסטים. מצגי שווא, תרמיות ומניפולציות מעוותים את תחזיות האנליסטים, ופוגעים בשווי הניתוח המופק על ידם. כתוצאה מכך יפחת אמונם של המשקיעים בניתוח, ויפחת המחיר שהמשקיעים יהיו

D.R. Fischel & D.J. Ross "Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?" 105 *Harv. L. Rev.* (1991) 503

105 ראו סעיף 31(א)(1) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (כפי שהוחל מכוח סעיף 38ג(א) לחוק הנ"ל על דיווחי חברות בשוק המשני) המדבר על אחריות אך כלפי "מי שמכר או רכש ניירות ערך". כן ראו *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 730-731 (1975)

מוכנים לשלם עבור שירותי האנליסטים. באין פיצוי ראוי לעבודתם יאלצו האנליסטים לצאת מן השוק. בתמצית, האיסורים על תרמית ומניפולציה מגוננים על ערכה של העבודה האנליסטית ועל המוניטין של האנליסטים.

בדומה לחובות הגילוי, יוצרים גם איסורים על תרמית ומניפולציה מעגל השפעות חיובי. על ידי הקטנת עלויות אימות המידע של סוחר המידע, מקלים האיסורים על תרמית ומניפולציה על הכניסה לשוק סוחר המידע, ובכך מגבירים את התחרות בקרב סוחר המידע. התחרות המוגברת בקרב סוחר המידע מגדילה מצידה את ההסתברות לאיתור מצגי שווא ותרמיות, ובכך מפחיתה את התמריץ של חברות לעסוק בתרמיות ובמניפולציות. התמריץ המופחת לפרסם מידע מטעה לשוק מקטין עוד את עלויות המניעה של סוחר המידע, וכך הלאה.

לבסוף, ההשפעות שיש לאיסורים על תרמית ומניפולציה על סוחר המידע משפרות את הנזילות, וכך משפרות גם את מצבם של סוחר הנזילות. ראשית, הפחתת ההסתברות להיתקלות במצג שווא תפחית את הסיכון הטמון בקיומם של פערי מידע (שהרי עצם קיומו של מצג שווא, שחלק מודעים לטיבו האמיתי וחלק לא מודעים אליו, מהווה מידע אסימטרי). שנית, פיתוח שוק תחרותי של סוחר מידע יפחית את שוויים של פערי המידע, מאחר שהתחרות תשחק את היכולת לנצל באופן מלא יתרונות מידע¹⁰⁶. השפעות אלו מפחיתות את הסיכון של עושי השוק למסחר נגד סוחרים מודעים, וגורמות לעושי השוק לצמצם את המרווח שבין מחיר קניה למחיר מכירה. מרווחים צרים יותר מגבירים את הנזילות, מקטינים את עלות גיוס ההון ומגבירים את היעילות.

4. מניעת עלויות נציג של אנליסטים: קידום ניתוחים בלתי מוטים

עלויות איסוף המידע פוחתות, כאמור, באמצעות הטלת חובות גילוי; עלויות אימות המידע פוחתות באמצעות הטלת איסור על תרמית ומניפולציה; וההסתברות להפקת רווח מהשקעה במידע גוברת בראש ובראשונה באמצעות האיסור על מסחר פנים, ובעקיפין גם באמצעות הטלת חובות גילוי והטלת איסור על תרמית ומניפולציה. משימת ניתוח המידע היא אפוא המשימה היחידה שאינה מושפעת ישירות מדיני ניירות ערך, אלא תלויה בכשרונו של סוחר המידע הבודד ובמשאבים העומדים לרשותו.

בעוד שמשמית ניתוח המידע אינה מושפעת ישירות מדיני ניירות ערך, היא

106 M. Klock & D.T. McCormick "The Impact of Market Maker Competition on Nasdaq Spread" 34 *Fin. Rev.* (1999) 55; S. Wahal "Entry, Exit, Market Makers and the Bid-Ask, Spread" 10 *Rev. Fin. Stud.* (1997) 871; Dolgoplov, *supra* note 47, at pp. 64-65.

מושפעת בעקיפין מחובות הגילוי המוכתבות על ידי דיני ניירות ערך. ככל שהתחרות בשוק סוחרי המידע מתפתחת, כך מתפתח שוק המידע. סוחרי מידע מסוימים חושפים את הניתוחים שהם עורכים כחלק מאסטרטגיה שיווקית, וזאת על מנת להשיג חשיפה תקשורתית או כדי לאפשר ללקוחות פוטנציאליים להעריך את כישוריהם. התוצאה היא, שניתוחים אנליסטיים המתפרסמים בשוק בחינם, מאפשרים לסוחרי מידע אחרים להעריך את איכות עבודתם הם. תהליך זה מפחית את עלויות הלימוד של סוחרי המידע.

אולם ככל שמדובר בניתוח אנליסטי, הבעיה העיקרית איננה רק של עלויות ישירות, אלא עלויות הנציג הכרוכות בייצור הניתוח האנליסטי (כלומר, בעיות של ניתוחים אנליסטיים מוטים, ותחרות מעוותת בין סוחרי המידע)¹⁰⁷. מבין כלל סוחרי המידע, בעיות אלו קשות במיוחד בקרב אנליסטים מטעם המוכר (sell-side)¹⁰⁸, אשר מפרסמים את עבודתם בחינם. אנליסטים אלו יוצרים עלות נציג המתבטאת בניתוחים אנליסטיים מוטים, שמקורם, בין היתר, בניסיונם של האנליסטים מטעם המוכר לייצר לבנק שמעסיק אותם הכנסה שתפצה על כך שהם חושפים את ניתוחיהם האנליסטיים בחינם¹⁰⁹. עם זאת, מרבית האנליסטים הפועלים בשוק אינם מעוררים את הבעיה הנגרמת על ידי אנליסטים מטעם המוכר. אנליסטים מטעם הקונה (buy-side)¹¹⁰ ומשקיעים מקצועיים או מוסדיים אחרים שאינם מפרסמים את מוצריהם האנליסטיים בחינם¹¹¹,

107 לניתוח מקיף של בעיות הנציג בקרב אנליסטים ראו J.E. Fisch & H.A. Sale "The Securities Analyst as Agent: Rethinking the Regulation of Analysts" 88 *Iowa L. Rev.* (2003) 1035, 1041. כן ראו C.R. Chen, K.C. Chan & T.L. Steiner "Are All Security Analysts Equal?" 25 *J. Fin. Research* (2002) 415 (מראים כי המלצות אנליסטים מזוהמות על ידי קשריהם של מעסיקי האנליסטים עם החברות שהם מסקרים).

108 אנליסט מטעם המוכר הוא אנליסט המועסק על ידי בנק להשקעות אשר גם מנפיק את מניות החברה המסוקרת על ידי האנליסט. לסקירה של סוגי אנליסטים ראו J.L. Orcutt "Investor Skepticism v. Investor Confidence: Why the New Research Analyst Reform Will Harm Investors" 81 *Denv. U. L. Rev.* (2003) 1, 6-13.

109 S.J. Choi & J.E. Fisch "How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries" 113 *Yale L. J.* (2003) 269, 285-286; Fisch & Sale, *supra* note 107, at pp. 1043-1056. Z. Gu & J.S. Wu "Earning Skewness and Analyst Forecast Bias" 35 *J. Account. & Econ.* (2003) 5 (מזכירים את ההטייה שלעיל, מבססים את קיומה מבחינה אמפירית ומציעים הסבר משלים לתופעה). ח' בר וק' קונסנקו "האם אנליסטים של מניות משפיעים על שוק ההון והאם השוק מבין את הפוטנציאל לניגודי עניינים?" סדרת מאמרים לדיון — בנק ישראל מחלקת המחקר (חוברת מס' 12) ע' 6 (פורסם באוקטובר 2004) (מזהים את ההטייה הנ"ל בשוק ההון הישראלי).

110 אנליסט מטעם הקונה הוא אנליסט המועסק על ידי גופים מוסדיים, כגון קרן נאמנות. גופים אלו משקיעים מכספם שלהם בניירות ערך בשוק ההון ואינם מציעים לציבור את הניתוחים האנליסטיים שמבצעים עובדיהם.

111 לדוגמא, יש אנליסטים עצמאיים שאינם מועסקים על ידי מוסד כלשהו, ומוכרים את המלצותיהם למנויים.

אלא מפיקים רווח תוך הסתמכות על תחזיותיהם באמצעות מסחר בניירות ערך, אינם מייצרים תחזיות אנליסטיות מוטות במתכוון¹¹². לגבי קבוצה אחרונה זו, הבעיה איננה במתן תחזיות מוטות במתכוון, אלא בעריכת ניתוחים אנליסטיים קצרי טווח, ובקבלת החלטות השקעה שיסודן בשימוש באופק קצר טווח לצורך הערכת ביצועיהן של חברות¹¹³. עם זאת, כפי שיוסבר להלן, בעוד שבמקרה של אנליסטים מטעם המוכר התערבותם של דיני ניירות ערך היא רצויה, במקרה של אנליסטים מטעם הקונה אין צורך בהתערבות דומה, ועל הבעיה להיפתר על ידי השוק.

נתחיל באנליסטים מטעם המוכר: הבחירה של דיני ניירות ערך בסוחרי המידע על פני אנשי הפנים, מהווה גם בחירה בין עלויות נציג הכרוכות בפעילותם של סוחרי המידע, לבין עלויות נציג הנובעות מפעילות מנהלי החברות שניירות הערך שלהם נסחרים בשוק. התרת מסחר במידע פנים מחריפה את הבעיה של עלויות נציג הכרוכות בפעילות מנהלי חברות שניירות הערך שלהם נסחרים בשוק ההון, מאחר שבמשטר המתיר שימוש במידע פנים יוצאים סוחרי המידע מן השוק ואנשי הפנים הנותרים בשוק לא יפקחו על עצמם. מנגד, הגבלת המסחר במידע פנים אשר מעודדת את פעילותם של סוחרי המידע, יוצרת בעיה של עלויות נציג של אנליסטים מטעם המוכר אשר מפרסמים הערכות אנליסטיות מוטות. לנוכח ההתעניינות התקשורתית המוגברת בבעיית הנציג של האנליסטים מטעם המוכר, ניתן להתפתות לטיעון כי עלויות הנציג הנובעות מפעילות מנהלי חברות נמוכות יותר מעלויות הנציג שמקורן בכלל סוחרי המידע¹¹⁴, ולא היא. בעיית הנציג הנובעת מפעילות מנהלי חברות היא בעיה של משטר תאגידי הרווחת בכל החברות הציבוריות¹¹⁵. בעיה זו משפיעה על מכלול היבטי הפעילות התאגידי (כגון ניהול לקוי, דיווח מטעה ועסקאות עם בעלי עניין), כמו גם על תמחור נחות ועל נזילות בלתי מספקת במסחר בניירות הערך¹¹⁶. אכן, דיני חברות וחלק מדיני ניירות ערך שואפים למזער את עלויות הנציג הנובעות מפעילות המנהלים. לעומת

112 P.A. Griffin "A League of Their Own? Financial Analysts' Responses to Restatements and Corrective Disclosures" 18 *J. Account., Auditing & Fin.* (2003) 479 (בחן במסגרת מחקר את תגובתם של אנליסטים הנמנים על מעגל ה-First Call להודעות תיקון של חברות ולגילויים מתקנים, שהובילו לטענות בדבר תרמית בניירות ערך, והשווה את תגובתם של אנליסטים חיצוניים לתגובתן של שלוש קבוצות הסוחרים המודעים האחרות – אנשי הפנים, סוחרים המוכרים בחסר, ומוסדות – וגילה שהגם שהקבוצות האחרונות פעילות באופן בלתי שגרתי מספר חודשים בטרם הגילוי המתקן, האנליסטים לעומתם מגיבים רק לאחר הגילוי המתקן).

113 ראו S.E. Stickel "Reputation and Performance among Security Analysts" 47 *J. Fin.* (1992) 1811–1836; J.M. Cote & D.L. Sanders "Herding Behavior: Explanation and Implications" 9 *Behavioral Research Account.* (1997) 20

114 H.G. Manne "A Free Market Model of a Large Corporation System" 52 *Emory L. J.* (2003) 1381, 1387–1390

115 ראו Jensen, *supra* note 18

116 ראו Goshen & Parchomovsky, *supra* note 14

זאת, בעיית הנציג של סוחרי המידע היא בעיה מוגבלת בהיקפה. בעיית הנציג של סוחרי המידע היא בעיה של גילוי מידע, והיא נוגעת רק לתת קבוצה של סוחרי המידע – לקבוצת האנליסטים מטעם המוכר – העלולים לספק תחזיות מוטות ביחס לניירות ערך של חברות מסוימות.¹¹⁷ מאחר שבעיית הנציג של האנליסטים מטעם המוכר היא בעיית מידע במהותה, ניתן לצמצם אותה באמצעות רגולציה מתאימה.¹¹⁸ הניתוחים האנליסטיים המוטות והתחרות המעוותת, המאפיינים אנליסטים מטעם המוכר, עלולים לצמוח מגילוי מפלה של מנהלי חברות (selective disclosure),¹¹⁹ או משאיפתם של אנליסטים לקדם את האינטרס של בית ההשקעות המעסיק אותם¹²⁰ או את תיק ההשקעות האישי שלהם.¹²¹ דיני ניירות ערך מצמצמים את ממדי הבעיות הללו על ידי הגבלת הגילוי המפלה¹²², על ידי כפיית נגישות שוויונית למידע¹²³, ועל ידי דרישה לחשיפת יחסי העסקה וניגודי עניינים אישיים או מוסדיים.¹²⁴ באמצעות דרישות אלו מגבירים דיני ניירות ערך את יושרתו של ניתוח המידע¹²⁵. הבעיה של אנליסטים מטעם הקונה היא בסיסית יותר, אך דיני ניירות ערך אינם

117 התפלגות האנליסטים לפי סוגים היא 30% אנליסטיים מטעם המוכר, 60% אנליסטים מטעם הקונה, וכ-10% אנליסטים עצמאיים. ראו (Fisch & Sale, *supra* note 107 (notes 18–19)).

118 ראו Fisch & Sale, *ibid*, בחלק III (מציגים ומנתחים את הרגולציה הקיימת וזו המוצעת, ומציעים פתרון נוסף).

119 5 (1997) *N.Y. L. J.* “Is Selective Disclosure Now Lawful?” J.C. Coffee Jr (מתאר ומנתח את הפרקטיקה של גילוי סלקטיבי שבגידרה מנהלי החברה מספקים מידע פנים לקבוצה נבחרת של אנליסטים לפני שהמידע נמסר לשוק).

120 ראו H.W. Lin & M.F. (מתארים את העימות); Fisch & Sale, *supra* note 107, בחלק II.B; McNichols “Underwriting Relationships, Analysts’ Earnings Forecasts and Investment Recommendations” 25 *J. Account. & Eco.* (1998) 101; R. Michaely & K.L. Womack “Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations” Editorial Staff “SEC Warns Investors Against” 12 *Rev. Fin. Stud.* (1999) 653; כן ראו Editorial Staff “SEC Warns Investors Against” 12 *Rev. Fin. Stud.* (1999) 653; “Sell-Side Conflicts” *Investor Relations Bus.* (2001) 1.

121 ראו Fisch & Sale, *ibid*, בחלק II.A (מתארים את העימות).

122 ראו למשל, תקנות 2(א) ו-30 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), תשל-1970.

123 ראו Goshen & Parchomovsky, *supra* note 14, at pp. 1269–1273 (מנתחים את ההשפעות של רגולציה FD); R.B. Thompson & R. King “Credibility and Information in Securities Markets after Regulation FD” 79 *Wash. U. L. Q.* (2001) 615 (מנתחים את ההשפעה של רגולציה FD); F. Helfin, K.R. Subramanyam & Y. Zhang “Regulation FD and the Financial Information Environment: Early Evidence” 78 *Account. Rev.* (2003) 1 (מציגים את הממצא של מחקר שנערך לאחר שיישמה רגולציה FD: (1) יעילות מידע משופרת של מחירי מניות עוד לפני הכרזות על רווחים (2) היעדר תימוכין אמפיריים לשוניו בטעויות בתחזיות רווחים של אנליסטים או בפיזורן (3) עלייה ניכרת בהיקף הגילוי הוולונטרי, הצופה פני עתיד, והקשור לרווחים של חברות).

124 ראו Fisch & Sale, *supra* note 107, at pp. 1068–1069.

125 ראו L. Boni & K.L. Womack “Wall Street Research: Will New Rules Change Its Usefulness?” 59 *Fin. Anal. J.* (2003) 25, 29 (מעירים כי ניגודי האינטרסים צפויים עד חקיקה חדשה בתחום).

יכולים לפתור בעיה זו. אם תיפקודו של אנליסט המועסק על ידי קרן גידור (hedge fund)¹²⁶ מוערך מדי רבעון, החלטות ההשקעה שהוא יקבל ישקפו אופק קצר טווח זה, וייתו להיות ספקולטיביות. הנטייה לתחזיות ספקולטיביות עלולה להגדיל את המסחר הרועש ולגרום לחוסר יעילות בטווח הקצר¹²⁷. הגם שבטווח הארוך יתכנסו מחירי ניירות הערך אל שוויים הכלכליים¹²⁸, הרי שבטווח הקצר יהיו מחירי ניירות ערך תנודתיים ועלולים להתעוות¹²⁹. ככל שניתוח אנליסטי לטווח קצר נפוץ יותר, כך גדל הסיכון של חוסר יעילות השוק בטווח הקצר, כמו גם הסיכון לעיוות בשיקולי ההשקעה של מנהלי החברות.

אכן, מוסדות היכולים להתגבר על בעיית האופק קצר הטווח עשויים להרוויח על חשבון משקיעי טווח קצר. עם זאת, התגברות על בעיית האופק קצר הטווח היא משימה מורכבת. התמודדות עם בעיה זו מחייבת להעריך את כישורי האנליסט מראש (ex-ante) — ולא בדיעבד (ex-post) בהתבסס על הישגיו בפועל — או מחייבת יצירת מאגר גדול דיו של משקיעי טווח ארוך שאינם מתעניינים בביצועי ניירות הערך בטווח הקצר. הערכת אנליסט מראש, על יסוד החלטותיו ולא על יסוד הישגיו בפועל, מחייבת לבחון את מערך הנתונים שעמד בפני האנליסט, לוודא שמידע רלבנטי אחר לא נשמט ממנו, וליצור מודל תמחור המשווה את כל אפשרויות ההשקעה הקיימות. דא עקא, שמי שכבר מבצע את כל המשימות הללו מייתר ממילא את שירותי האנליסט. איסוף משקיעי טווח ארוך הוא מסובך. משקיעים משווים את ביצועי קרן ההשקעות שלהם לביצועיהן של קרנות אחרות. אם קרן השקעות אחת משיגה תוצאות טובות יותר בטווח הקצר מקרנות אחרות, וזאת בזכות מזל בלבד, יעברו אליה משקיעים¹³⁰. מנהלי קרן זו ירוויחו כסף רב יותר ויעמדו לרשותם משאבים רבים יותר לצורך השקעה, בעוד שמנהלי קרנות אחרות לא ייהנו מכל אלה. קרן המשקיעה על יסוד שיקולי טווח ארוך עלולה להראות הפסדים או צמיחה איטית לאורך זמן רב, בעוד שקרנות אחרות משיגות רווחים אדירים וצמיחה. אין זה פשוט לשכנע משקיעים שהפסדים אלו הם תוצאה של

126 קרן מגדרת הינה מכשיר השקעה פרטי למשקיעים בעלי אמצעים או למשקיעים מוסדיים. ראו, למשל, W. Fung & D.A. Hsieh "A Primer on Hedge Funds" 6 *J. Emp. Fin.* (1999) 309.

127 ראו A. Shleifer & L.H. Summers "The Noise Trader Approach to Finance" 4(2) *J. Econ. Perspectives* (1990) 19.

128 ראו J.M. Poterba & L.H. Summers "Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications" 22 *J. Fin. Econ.* (1988) 27 (מתעדים את התופעה של התכנסות המחירים, ולומדים את השפעתו על החלטות בניית תיק ההשקעות שמקבלים המשקיעים בהינתן אופק ההשקעה).

129 ראו E.F. Fama & K.R. French "Permanent and Temporary Components of Stock Prices" 96 *J. Pol. Econ.* (1988) 246; A. Shleifer & R.W. Vishny "The New Theory of the Firm: Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms" 80 *Am. Econ. Rev.* (1990) 148.

130 לתיאור צבעוני של תעשיית ההשקעות בניירות ערך והתופעה המתוארת לעיל ראו N.N. Taleb *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in the Markets and in Life* (New York, 2001).

אסטרטגיית השקעה מודעת ומחושבת לטווח ארוך, ולא תוצאה של חוסר יכולת או כשרון¹³¹. משכך, קרנות רבות מוצאות שעדיף ללכת עם הזרם ולבחור באסטרטגיה של השקעה/ספקולציה לטווח קצר¹³².

עם זאת, מדובר בבעיית שוק טיפוסית, שלא ניתן לפותרה בעזרת התערבות משפטית. התמריצים לפתרון בעיה זו ולהפקת רווחים קיימים בשוק. ואמנם, כמה מוסדות פתרו בעיה זו באמצעות מוניטין, שימוש בכסף "סבלני", או שימוש בכסף פרטי. ככל שקבוצה זו של משקיעים תגדל, תגבר גם יעילות השוק בטווח הקצר. בכל מקרה, יש להדגיש כי יהיו העיוותים שהשוק מפגין לנוכח בעיית האופק קצר הטווח אשר יהיו, זהו המצב הטוב ביותר שניתן להגיע אליו בשוק חופשי. שיפור במצב לא יגיע מהתערבות המשפט, אלא כתוצאה של חינוך, של נורמות חברתיות, של לימוד השוק ושל היווצרות תמריצי שוק.

5. עלויות נציג ודיני חברות

דיני ניירות ערך משלימים את דיני החברות ככל שמדובר בהפחתת עלויות הנציג הנובעות מפעילות מנהלי החברה¹³³. ראשית, דיני ניירות ערך נמנעים מלהפקיד בידי אנשי הפנים את משימות הגברת יעילות השוק ונזילותו על ידי הגבלת המסחר במידע פנים, ובאופן זה מונעים את הסיכון הטמון בפיקוח אנשי הפנים על עצמם. שנית, דיני ניירות ערך מספקים לבעלי המניות מנגנון פיקוח יציר השוק, המשלים את הפיקוח הפנימי שמבצע דירקטוריון החברה על ידי קידום שוק תחרותי של סוחרי מידע¹³⁴.

131 יש שהיו מתפתים להזכיר כחריג כזוהר את וורן באפט.
 132 ראו B. Trueman "Analyst Forecast and Herding Behavior" 7 *Rev. Fin. Stud.* (1994) 97-124; S.E. Stickel "Reputation and Performance among Security Analysts" 47 *J. Fin.* (1992) 1811-1836; Hirshleifer & Teoh, *supra* note 63
 133 שלוש בעיות נציג קיימות במבנה התאגידי: בין בעלי מניות (השולחים) לבין מנהלים (הנציגים), בין בעלי-מניות מיעוט (השולחים) לבין בעלי מניות השליטה (הנציגים) ובין נושים (השולחים) לבין בעלי-המניות (הנציגים). בכל אחת ממערכות היחסים הללו הנציג שולט על השקעתו של השולח. בגלל ניגוד אינטרסים בין השולח לנציג ופער במידע בין השולח לנציג, יכול הנציג לקדם את האינטרס האישי שלו על חשבון האינטרס של שולחו. ההתמודדות עם בעיות הנציג הללו כרוכה בעלויות – שמקובל לכנותן עלויות נציג. מטרתם העיקרית של דיני החברות היא למזער את עלויות הנציג, בעיקר על ידי הטלת חובות אמן על דירקטוריון החברה ועל מנהלי החברה, והקפדה על מנגנוני המשטר התאגידי. ראו ז' גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" חיבורי משפט – ספר זכרון לגואלטירו פרוקצ'יה (בעריכת א' ברק, נ' ליפשיץ, א' פרוקצ'יה ומ' א' ראבילו, תשנ"ז) 239; R.R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K.J. Hopt, H. Kanda & E.B. Rock *Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach* (Oxford, 2004) 22
 134 ראו K.H. Chung & H. Jo "The Impact of Security Analysts' Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms" 31 *J. Fin. & Quant. Anal.* (1996) 493 (מראים כי פעילויות הפיקוח והשיווק של האנליסטים משפיעות באורח משמעותי וחיובי על שווי השוק

אכן, ניתוחי אנליסטים מספקים לדירקטוריון איתותים רבי ערך על אודות תפקוד המנהלים¹³⁵. שלישית, שוק סוחר מידע תחרותי מספק משוב חשוב על איכות ההנהלה, ומשפיע באופן ישיר על גובה חבילת השכר שמקבלים מנהלי החברה. רביעית, איתותי האנליסטים באשר לאיכות המנהלים מיידעים את בעלי המניות בחברה בהצביעם על החלטות באסיפת בעלי מניות, ומשפיעים על החלטת בעלי המניות באשר לקניית מניות החברה, להחזקתן או למכירתן. לבסוף, האיתותים על אודות איכות המנהלים מיטיבים גם עם שוק השליטה ועם ספקי אשראי לחברה.

מנגנוני הפיקוח שמייצר השוק משלימים אף את הפיקוח השיפוטי על בעיות הנציג בחברה. עלויות הנציג הטמונות בפעילות מנהלי החברה עשויות להופיע באחת משתי צורות: הראשונה היא נטילה מכוונת: גניבה מן החברה, עשיית עסקאות הנגועות בניגוד עניינים, נטילת שכר מוגזם וכיוצא בזה. בדיני החברות מסווגים כל המקרים של נטילות מכוונות תחת הכותרת של הפרת חובת האמונים לחברה¹³⁶. הצורה השנייה היא ניהול לקוי: השקעות מגלומניות ובלתי יעילות המיועדות להאדיר את שם המנהלים¹³⁷, הסכמה למיזוגים והשתלטויות המפחיתים את ערך החברה, קבלת החלטות עסקיות מעוותות וכיוצא בזה. בדיני החברות מסווגים מקרים של ניהול לקוי תחת הכותרת של הפרת חובת הזהירות כלפי החברה¹³⁸. בעוד שמקרים של נטילה מכוונת מרתקים את התקשורת ואת הציבור, מהווה דווקא הניהול הלקוי בעיה חמורה בהרבה¹³⁹.

בתי המשפט מסוגלים להתמודד עם הפרות של חובת האמונים לחברה. זיהוי נטילה מכוונת או גניבה מן החברה אינו מחייב העברת ביקורת שיפוטית על איכות ההחלטות העסקיות של החברה. על כן, מעת שנחשפה נטילה מכוונת, מסוגלים בתי המשפט לספק תרופה¹⁴⁰. לעומת זאת, בתי המשפט אינם מתאימים למשימת ההתמודדות עם

של חברות) R.C. Moyer, R.E. Chatfield & P.M. Sisneros "Security Analyst Monitoring Activity: Agency Costs and Information Demands" 24 *J. Fin. & Quant. Anal.* (1989) 503 (מספקים תימוכין אמפיריים לפעילות הפיקוח שמבצעים אנליסטים); Doukas et al., *supra* note 22 (מספק תמיכה אמפירית לכך שניתוחים אנליסטיים ממלאים פונקציה של פיקוח המפחיתה את עלויות הנציג הנובעות מן ההפרדה שבין הבעלות לבין השליטה בחברה); J.N. Gordon "Governance Failures of the Enron Board and the New Information Order of M.J. Epstein & K.G. Sarbanes-Oxley" 35 *Conn. L. Rev.* (2003) 1125, 1132 (מחקר) Palepu "What Financial Analysts Want" 80 *Strategic Finance* (1999) 48, 50 שנערך בקרב 140 אנליסטים מטעם המוכר, הנחשבים "כוכבים" בתחומם, העלה כי 87% מהם מאמינים כי דירקטוריונים של חברות אינם מפקחים כראוי על פעילות החברה).

Gordon, *ibid*, at p. 1132 135

ראו, למשל, *A.P. Smith Manufacturing Co. v. Barlow*, 98 A2D 581 (N.J. 1953); *Cinerama Inc. v. Technicolor Inc.*, 663 A2d 1156 (Del. 1995); *Globe Woolen Co. v. Utica Gas & Electric Co.*, 121 N.E. 378 (N.Y. 1918) 136

.B.S. Black "Bidder Overpayment in Takeovers" 41 *Stan. L. Rev.* (1989) 597, 627 137

ראו 16 *supra* note 138

ראו 19 *supra* note 139

ראו R.B. Thompson & R.S. Thomas "Shareholder Litigation: Reexamining the Balance" 140

הפרות של חובת הזהירות, מאחר שזיהוי ניהול לקוי מחייב העברת ביקורת על החלטות עסקיות של מנהלי החברה. כאשר עמדה על הפרק בדיקת החלטותיהם העסקיות של מנהלי חברות, אומץ הכלל בדבר שיקול דעת עסקי (ה-*business judgment rule*)¹⁴¹, הקובע כי בתי המשפט יימנעו מלפקפק בהיגיון העסקי שבהחלטות מנהלי החברה, אלא במקרים קיצוניים ביותר¹⁴². זאת ועוד, המחוקק בישראל כמו גם בדלוואר, התיר לחברות לפטור דירקטורים מתשלום פיצוי כספי בגין הפרה של חובת הזהירות כלפי החברה¹⁴³. התוצאה היא שהאחריות להתמודדות עם הפרות של חובת הזהירות עברה מבתי המשפט אל השוק. אכן, מנגנוני השוק ומוסדותיו מתמודדים עם תופעות של ניהול לקוי בעיקר באמצעות התחרות בשוק ההון ובשוק המוצרים, בעוד שהסדרה של פעילות נטילה מכוונת נותרת מנת חלקם של בתי-המשפט ונורמות חברתיות¹⁴⁴.

עלויות הנציג המהותיות יותר – אלו שמקורן בניהול לקוי של החברה – מופחתות בעזרת שוק סוחרי המידע. סוחרי המידע עוקבים אחר פעילות המנהלים, מעריכים את החלטותיהם העסקיות ומגלמים את המידע שאספו וניתחו אל תוך מחירי ניירות הערך הרלבנטיים. הגם שזהו אינו תפקידם העיקרי, עשויים סוחרי המידע העוקבים אחר החברות לאתר גם תרמיות, נטילות מכוונות וגניבה בידי מנהלים¹⁴⁵. ככל ששוק סוחרי המידע מפותח יותר, כך יהיה שוק זה יעיל יותר בהפחתת עלויות הנציג¹⁴⁶. ההבחנה בין דיני החברות, שתפקידם הוא להפחית את עלויות הנציג בתאגיד, לבין דיני ניירות ערך, שתפקידם הוא לעודד את התפתחותו של שוק תחרותי של סוחרי מידע, אינה חד משמעית¹⁴⁷. בעוד שתפקידם המרכזי של דיני ניירות ערך הוא לעודד את התפתחותו של שוק תחרותי של סוחרי מידע, דינים אלו מכילים גם הוראות השואפות, באופן חלקי או מלא, לשפר את מבנה המשטר התאגידי¹⁴⁸. דוגמאות לכך בארצות

Between Litigation Agency Costs and Management Agency Costs" (2002) (*working paper series*), available at: URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=336162

(טוענים כי בדלאוור יש לתובע סיכויי הצלחה גבוהים יותר במקרים שבהם מופרת חובת האמונים).

141 ראו 20 *supra* note, והכיתוב הנלווה.
142 ראו י' בהט חברות – החוק החדש והדין (מהדורה שנייה, תש"ס) 760–764; ודברי ההסבר להצ"ח לתיקון פקודת החברות (מס' 4) (אחריות נושאי משרה) תשנ"א–1991; ראו *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (1985).

143 ראו, למשל, (1999) 8 Del. Code. Ann. §102(b)(7), Delaware General Corporation Law.
144 ראו 21 *supra* note, Rock & Wachter.

145 ראו עובדות פרשת (1983) 463 U.S. 646 *Dirks v. S.E.C.*, (אנליסט שחשף תרמית בחברה).
146 ראו 134 *supra* note, והכיתוב הנלווה.

147 ראו R.B. Thompson & H.A. Sale "Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections Upon Federalism" 56 *Vand. L. Rev.* (2003) 857 ערך משמשת כמנגנון משטר תאגידי).

148 ראו R.B. Thompson "Collaborative Corporate Governance: Listing Standards, State Law and Federal Regulations" 38 *Wake Forest L. Rev.* (2003) 961 (מתארים כיצד הבורסות, דלאוור, והממשלה הפדרלית בארצות הברית פועלים יחדיו כדי למזער את עלויות הנציג בחברות).

הברית ניתן למצוא בכללי ההצבעה באמצעות שליח (פרוקסי), המחייבים גילוי מלא מצד החברה בטרם הצבעת בעלי המניות¹⁴⁹; בהוראות חוק המחייבות קיום הליך מיוחד לצורך הצעת רכש (כגון ה-Williams Act האמריקני)¹⁵⁰; וב-Sarbanes-Oxley Act¹⁵¹, המחייב מבנה מסוים של הדירקטוריון ושל ועדת הביקורת, ומגדיר פרוצדורות דיווח מסוימות, וכל זאת לצורך הבטחת איכותם של דיווחי החברות¹⁵². בכל אחד מהדוגמאות שלעיל ניתן לראות התערבות במבנה משטר תאגידי ולא עידוד של שוק סוחרי מידע.

קיימים כמה טעמים ל"עירוב" התפקידים המשתקף בדיני ניירות ערך. ראשית, רבים ממרכיבי המשטר התאגידי משפיעים באופן ישיר על פיתוחו של שוק סוחרי המידע. לדוגמה, נורמות חשבונאיות משופרות מפחיתות עבור סוחרי המידע את עלות אימות אמינות המידע¹⁵³. שנית, בעוד שבארצות הברית הוטל התפקיד של ייעול המשטר התאגידי על התחרות בין המדינות, הרי שבפועל, מגיעה התחרות האמיתית שעומה מתמודדת המדינה המובילה בהיקף ההתאגדויות – דלאור – מכיוונו של הממשל הפדרלי¹⁵⁴. הכלי העיקרי המשמש את הממשל הפדרלי על מנת להתערב בענייני ניהול התאגידי ועל מנת להסיר את הסיכון מפני "מירוץ לתחתית", הוא שימוש בדיני ניירות הערך, שהינם דינים פדרליים. על כן, שאלות של משטר תאגידי שהממשל הפדרלי סבור כי לא טופלו כראוי על ידי המדינות מוסדרות על ידי דיני ניירות ערך¹⁵⁵.

תחרות זו ממחישה קשר חשוב בין דיני ניירות ערך לבין דיני החברות. ההגנה על בעלי מניות הכרחית לשגשוגם של שוקי ההון¹⁵⁶. כאשר קל לפגוע בבעלי מניות ולנשלם מרכושם, קשה לשוק של סוחרי מידע להתפתח. ניתוח אנליטי מבריק בדבר ביצועיה העתידיים של חברה הוא חסר תועלת אם בעלי מניות מקרב הציבור אינם

149 M.A. Eisenberg *Corporations and Other Business Organizations: Cases and* 149
 285–288 (New York, 8th Unabridged, 2000); *Materials*; א' חביב-סגל דיני חברות לאחר
 חוק החברות החדש (תשס"ד, כרך ב') 326–324.

150 Eisenberg, *ibid*, at pp. 1136–1140.

151 ראו Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107–204, 116 Stat. 745 (2002).

152 ראו B. Kim "Sarbanes-Oxley Act" 40 *Harv. J. on Legis.* (2003) 235.

153 ראו P. Jain, J. Kim & Z. Rezaee "The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Market Liquidity" (year) available at: URL: http://web2.kelley.iu.edu/FEA/FEA_Papers/03_Session_V_Accounting.pdf (מסיקים כי חוק ה-Sarbanes-Oxley הפחית את פערי המידע ושיפר את גילוי המידע ושקיפות המידע של חברות); N.H. Aronson "Preventing Future Enrons: Implementing The Sarbanes-Oxley Act of 2002" 8 *Stan. J. L. Bus. & Fin.* (2002) 127, 136–137 (דן בשינויים הצפויים בפרקטיקות חשבונאיות בעקבות חוק ה-Sarbanes-Oxley ובצפי לשקיפות גוברת בדיווחי החברות).

154 Eisenberg, *supra* note 149, at pp. 101–107; M.J. Roe "Delaware's Competition" 117 *Harv. L. Rev.* (2003) 588.

155 Roe, *ibid*.

156 ראו B.S. Black "The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets" 48 *Ucla L. Rev.* (2001) 781.

עתידיים ליהנות מרווחים עתידיים כלשהם בשל עושי המיעוט. סוחרי המידע עשויים לנסות ולספק שירותי פיקוח על החברה על מנת להגן על בעלי המניות מפני פגיעה, אך ניסיונות אלו הם חסרי תוחלת ככל שאין בנמצא זכויות מהותיות ושיטות אכיפה אפקטיביות. הדבר נכון במיוחד במדינות דוגמת ישראל, שבהן קיימת בעלות ריכוזית לצד היעדר אכיפה אפקטיבית מצד בתי המשפט¹⁵⁷. מנקודת מבט זו, עשויה התחרות מצד הממשל הפדרלי להיתפס כמכוונת לשמר את שוק סוחרי המידע. אם ההגנות הניתנות לבעלי מניות אינן יעילות, ייפגע שוק סוחרי המידע בסופו של דבר, וכתוצאה מכך ייפגע גם שוק ההון.

זאת ועוד, הפחתת עלויות הנציג מיטיבה גם את מצבן של החברות. עלויות נציג מקטינות את שוויין של החברות שניירות הערך שלהן נסחרים, וכך גם את התשואה הכוללת על תיק השקעות של השוק. סוחרי הנזילות מפחיתים את נכונותם לשלם עבור ניירות הערך (discounting) על מנת לשקף את הסיכון שבקיומן של עלויות נציג. כתוצאה מכך עולה מחיר גיוס ההון לחברות. ככל שעלויות הנציג גבוהות יותר, כך גדל שיעור ההיוון. הגדלת היקף הגילוי על מנת לפתח שוק תחרותי של סוחרי מידע מובילה להפחתת עלויות הנציג. מאחר שבתגובה לעלויות נציג נמוכות יותר, סוחרי הנזילות יודקו לשיעורי היוון נמוכים יותר, תקטן עלות גיוס ההון, והשוק כולו ייחנה מכך. במאמר שכתב Paul Mahoney הוא ביקר את העמדה שאנו מציגים כאן, שלפיה על דיני ניירות ערך לתרום להתפתחות שוק של סוחרי מידע¹⁵⁸. להשקפתו, תפקידם ההיסטורי של דיני ניירות ערך היה להקטין את עלויות הנציג הנובעות מפעילות מנהלי החברה, וזה התפקיד שעליהם להמשיך ולמלא¹⁵⁹. לדעתו של מאהוני, על דיני ניירות ערך להתמקד בהתאם בחיוב גילוי של מידע קשיח הניתן לאימות, בהצבת דרישות חשבונאיות שמרניות, ובגילוי השכר וההטבות שמנהלים מקבלים מן החברה, כמו גם עסקאות עם בעלי עניין¹⁶⁰. מאחר שלדעת מאהוני מופיעות עלויות הנציג שיסודן בפעילות המנהלים בצורה של תרמית, של עסקאות עם בעלי עניין, או של קבלת תמורה מוגזמת מן החברה, די בחובת גילוי מוגבלת כדי להשיג את המטרה של מזעור עלויות נציג אלו. הטלת חיוב לגלות מידע רך, הנוגע לעתיד החברה, מידע חשבונאי מתואם (current values accounting) ופיסות מידע עסקי אחרות הינה בזבזנית, משום שבמקום להפחית את עלויות הנציג היא מכוונת אל המטרה המדומה של פיתוח שווקים יעילים באמצעות גילוי מנדטורי¹⁶¹.

157 ראו Z. Goshen "The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality" 91 *Cal. L. Rev.* (2003) 393, 435 (המתאר את איתליה כדוגמה).

158 ראו P.G. Mahoney "Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems" 62 *U. Chi. L. Rev.* (1995) 1047.

159 *Ibid.*, at pp. 1051–1052.

160 *Ibid.*, at pp. 1105–1111.

161 *Ibid.*

דא עקא, השקפה זו מבוססת על התבוננות חלקית בלבד על בעיית הנציג הנובעת מפעילותם של מנהלי החברה, ועל חלקם של סוחרי המידע בהקטנת ממדי הבעיה. Mahoney מוטרד מהפרות של חובת האמונים, וסבור כי יש להגביל את חובת הגילוי המנדטורי כך שתתאים להתמודדות עם בעיה זו בלבד. ואולם, הגם שיש אמת בטענה שגילוי מוגבל עדיין יפחית את עלויות הנציג שמקורן בהפרות של חובת האמונים, הרי שאין בחובת גילוי מוגבלת כזו כדי לתת מענה לעלויות הנציג שמקורן בהפרות של חובת הזהירות. כאמור, בתי המשפט אינם מסוגלים לפקח על הפרות של חובת הזהירות מצד מנהלי החברה. רק סוחרי המידע יכולים לאתר מהלכים של ניהול לקוי ולהגבילם, שכן, כאמור, סוחרי הנזילות אינם מחפשים אחר מידע, סוחרי הרעש נוהגים בחוסר רציונליות, ואילו אנשי הפנים ודאי שאינם צפויים לפקח על עצמם. אילו הוגבלה חובת הגילוי אך למידע שעניינו גניבה ונטילות מכוונות, הרי שעלויות איסופו של כל סוג מידע אחר שבהן נושאים סוחרי המידע היו גדלות. עלויות איסוף מידע גבוהות יפחיתו את מספר סוחרי המידע, את מספר החברות שיזכו לכיסוי אנליסטי ואת ההיקף של הכיסוי שאליו נחשפת כל חברה. מנקודה זו התעלם מאהוני בטיעונו.

הפחתת עלויות איסוף המידע הכרחית לצורך פיתוחו של שוק סוחרי מידע, מאחר שסוחרי המידע מתעניינים בכל היבטי הפעילות העסקית של החברה. הטלת חובה לגלות רק את המידע בדבר עסקאות עם בעלי עניין, את התמורה שלה זוכים מנהלי החברה ומידע קשיח תספק לסוחרי המידע חלקי בלבד על אודות החברה. סוחרי מידע זקוקים לפרטים על החלטותיה העסקיות של החברה ועל הפעילויות העסקיות השונות שלה, וכן למידע רך הצופה פני עתיד¹⁶². הסוברים כי תפקידם של דיני ניירות ערך הוא למזער את עלויות הנציג בלבד חייבים להודות ששוק סוחרי המידע עשוי למלא אף תפקיד זה.

6. השפעות חיצוניות חיוביות

שוק סוחרי מידע תחרותי יוצר השפעות חיצוניות חיוביות על שוק המידע ועל תעשיית בנקאות ההשקעות. בסעיפים שלהלן נדון בהשפעות אלו ונסביר כיצד דיני ניירות ערך מאפשרים אותן.

(א) שוק המידע

בעוד שחלק מסוחרי המידע מגלים את המידע שברשותם אך בעקיפין, באמצעות פעולות מסחר, מפרסמים חלק אחר מסוחרי המידע את ממצאיהם וניתוחיהם בפומבי.

162 לתמיכה אמפירית בטענה כי גילוי מנדטורי משפר את מידת הדיוק שבתחזיות האנליסטים ראו A.J. Irani "The Effect of Regulation Fair Disclosure on the Relevance of Conference Calls to Financial Analysts" 22 *Rev. Quant. Fin. & Account.* (2004) 15

אנליסטים מטעם המוכרים למשל מגלים מידע על בסיס קבוע כחלק מן השיירות שהם מספקים ללקוחותיהם. אנליסטים עצמאיים ואנליסטים מטעם הקונים, לעומת זאת, מגלים רק חלק מן המידע שברשותם, וזאת על מנת לקדם את עצמם ולפרסם את שירותיהם¹⁶³. תהליך זה של שיתוף הציבור במידע שמבצעים האנליסטים תומך בשוק המידע. הודות לאנליסטים קיימים עיתונים, ערוצי טלביזיה, תחנות רדיו, ואתרי אינטרנט, המציעים – בחינם או עבור תשלום נמוך – מגוון רחב של מידע פיננסי נגיש¹⁶⁴. המידע שמספקים האנליסטים יוצר השפעות חיוביות נוספות. ראשית, שוק המידע משפר את יעילותו של שוק ההון. כל אנליסטית המגלה את היתרון במידע שממנו היא נהנית, מספקת לאנליסטים האחרים מידע נוסף, המסייע להם להעריך את עבודתם ולשפר את מלאכת תמחור ניירות הערך. בכך יש כדי להקטין – עבור כל האנליסטים – את עלויות הלימוד. שנית, שוק המידע מגדיל את היקף פעילות ההשקעה בשוק ההון¹⁶⁵. המידע העדיף שסוחר רעש נחשפים אליו מסייע לבסס את בטחונם ואת אמונם בשוק. בנוסף, מידע זה מקל על יחידים להפוך לסוחרים נזילות ולמלקטי מניות¹⁶⁶. פעילות השקעה מוגברת מגדילה מצידה את הביקוש לאנליסטים ומפחיתה את עלויות ההון של החברות.

(ב) תעשיית בנקאות ההשקעות

שוק סוחר מידע תחרותי יוצר השפעות חיצוניות חיוביות על תעשיית בנקאות ההשקעות. בתי השקעות חייבים להסתמך על ניתוחים פיננסיים על מנת לקבוע את מחירי ניירות הערך בהנפקות ראשוניות (IPO). האנליסט המועסק בשלב ההנפקה

163 לדוגמה, עיתונים פיננסיים מפרסמים השוואות תקופתיות בין המלצות האנליסטים ומחירי מניות. 164 ראו, למשל, J.A. Busse & T.C. Green "Market Efficiency in Real Time" 65 *J. Fin. Econ.* (2002) 415, 416 (תמיכה אמפירית ששחקנים מסוימים בשוקי ההון סוחרים בהסתמך על מידע אנליסטי המסופק על ידי תוכניות חברת החדשות הטלוויזיונית CNBC); ראו בר וקסנאק, לעיל הערה 109.

165 למחקר אמפירי המתעד את המהירות שבה המסחר מושפע מאנליסטים ראו Busse & Green, *ibid* (מציינים כי שעריהן של מניות שהוזכרו בהקשר חיובי בתוכנית הבוקר או הצהריים של CNBC TV השתנו משמעותית מבחינה סטטיסטית וכלכלית שניות לאחר שהמניה הוזכרה לראשונה בתוכנית. התגובה לדיווח בהקשר שלילי הייתה הדרגתית יותר, ונמשכה לאורך 15 דקות).

166 ראו P.J. Irvine "The Incremental Impact of Analyst Initiation of Coverage" 9 *J. Corp. Fin.* (2003) 431, 432 (מספק תמיכה אמפירית להיפותיזת הנזילות: עלייה בהיקף הכיסוי האנליסטי משפרת את הנזילות משום שתחרות מוגברת בין סוחרים מיועדים מקטינה את רכיב פערי המידע שבמרווח ה־bid/ask); Chung & Jo, *supra* note 134; D. Easley, M. O'Hara & J. Paperman "Financial Analysts and Information-Base Trade" 1 *J. Fin. Markets* (1998) 175, 177 (מציינים כי מסחר על בסיס מידע מושך מסחר שלא על בסיס מידע). לתמיכה אמפירית פחות ישירה ראו גם S.P. Hedge & J. B. McDermott "The Liquidity Effects of Revisions to the S&P 500 Index: An Empirical Analysis" 6 *J. Fin. Markets* (2003) 413, 415 (מסבירים את התופעה של נזילות מוגברת של מניות שהכיסוי האנליסטי שלהן התרחב משמעותית מעת שהמניה הוספה למדד ה־S&P 500).

הראשונית יכול בהמשך להסתייע במידע שצבר כדי לעקוב אחר נייר הערך שהונפק ולתמחר אותו על בסיס נמשך. התמחר הנמשך והיעיל שמבצעים אנליסטים משקף יתרון לגודל ולמגוון. ראשית, ההשקעה הראשונית של האנליסט בשלב ההנפקה אינה מתבזבזת. אנליסטים יכולים לעדכן את הערכותיהם בצורה חסכונית יותר מאשר שחקני השוק האחרים, מאחר שהאנליסטים צריכים לשאת אך בעלות השולית של העדכון. שנית, הידע שנצבר על ידי האנליסטים עשוי לשמש את בתי ההשקעות פעם נוספת לצורך הנפקה ראשונית חדשה של נייר ערך בעל מאפיינים דומים לזה שהונפק על ידיהם בעבר. השירות יוצע לבתי ההשקעות בתנאים תחרותיים. שלישי, בתי השקעות יגלו שהתהליך של הנפקות בשוק המשני הוא קל יותר וזול יותר כאשר ניירות הערך של החברה נסחרים זה מכבר בשוק יעיל, שבו מחירי ניירות הערך נקבעים על ידי סוחרי המידע¹⁶⁷. ואמנם, בנסיבות מסוימות, אפילו הרשות לניירות ערך בארצות הברית מקלה על דרישות הרישום והגילוי שהיא מציבה במסגרת הנפקות בשוק המשני¹⁶⁸. זו דוגמה ברורה לחיסכון בעלותה של הנפקה בשוק המשני, שמקורו בתהליך תמחר יעיל נמשך שמבצעים סוחרי המידע.

זאת ועוד, בשוק אנליסטים מפותח דיו, יטרידו עצמם משקיעים הרוכשים ניירות ערך במסגרת הנפקה ראשונית רק בשאלת עתידה העסקי של החברה ואיכות הנהלתה. יעילות ונזילות בשוק המשני יספקו על ידי סוחרי המידע. קיומו של שוק סוחרי המידע יוצר יתרון לגודל אף במובן זה. מרגע שהשוק עומד על מכונו ומתקיימת בו תחרות בין סוחרי מידע, הוא יכול לספוג הנפקות ראשוניות רבות, כמו גם הנפקות רבות בשוק המשני. בהבטיחו גילום יעיל של מידע לתוך מחירי ניירות הערך, מפחית שוק סוחרי המידע את עלות הנפקתן של מניות עבור כל החברות וחוסך מן החברה הבודדת את הצורך לספק יעילות ונזילות בעצמה.

תעשיית בתי השקעות מפותחת דיה מושכת מצידה חברות ממדינות שבהן השווקים מפותחים פחות, וגורמת להן להנפיק ניירות ערך ולרושם במדינות שבהם השוק מפותח, כגון בארצות הברית¹⁶⁹. תהליך זה נושא עימו הטבות רבות: יש בו כדי להגדיל

M.B. Fox "Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: 167
An Economic Analysis" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 1005, 1008; Gordon & Kornhauser,
supra note 2, at p. 810

Fox, *ibid.*, at p. 1008 (מראים כיצד רציונל יעילות השוק מסביר את התופעה של רישום "מדף" 168
במסגרת כלל 415 של ה־Securities Act מ־1933); Gordon & Kornhauser, *ibid.*, at p. 810; (בוחנים את השימוש שעשתה ה־SEC בהיפותיזת השוק היעיל לצורך עיצוב דרישות גילוי).

169 בעוד שחברות לא אמריקניות גייסו בשנת 1989 רק שבעה מיליארד דולר בשוק ההון האמריקני ומתוך 420 החברות הזרות הרשומות למסחר בבורסה האמריקנית, רובן היו קנדיות, בשנת 1998 מנפיקים זרים גייסו יותר מ־200 מיליארד דולר בארצות הברית. ראו L.C. Quinn "International Regulation of Cross-Border Offerings and Listings of Securities — A Window of Opportunity" 1141 *PLIREF/Corp* 7 (1999). בשנת 1999 היו רשומות למסחר בארצות הברית יותר מ־1,100 חברות מ־56 מדינות. ראו Quinn, *ibid.*

את הפעילות ואת הרווחים של בתי ההשקעות ושל השוקים הנספחים להם, משקיעים אמריקניים נהנים ממגוון רחב יותר של הזדמנויות השקעה והביקוש לשירותיהם של אנליסטים גדל. מכלול זה של השפעות חיוביות נובע מקיומו של שוק סוחרי מידע תחרותי.

ג. השלכות התיאוריה על דיני ניירות ערך

הדיון שלעיל מספק כלי יעיל לפתרון מחלוקות חשובות שנתגלעו באשר לטיבה של מדיניות הפיקוח הרצויה בדיני ניירות ערך. במסגרת פרק זה נדון בפירוט בהשלכות של התיאוריה שהצגנו על שתי מחלוקות שכאלו.

1. גילוי מנדטורי

הנושא המדובר ביותר בדיני ניירות הערך עוסק בשאלה האם דרישות הגילוי צריכות להיות מחייבות ("מנדטוריות"). המתנגדים להטלת חובות גילוי מנדטוריות טוענים כי השוק מספק לחברות שניירות הערך שלהן נסחרים בו די תמריצים לגלות את כל המידע המהותי; שאם לא כן, בהעדר מידע יניחו המשקיעים כי "הרע מכל אירע", וישקללו הנחה זו לתוך מחירי ניירות הערך¹⁷⁰. עוד טוענים המתנגדים, כי גילוי מנדטורי הוא יקר וחסר תועלת¹⁷¹, שכן השוקים יעילים, וכל המידע הרלבנטי מצוי בהם זה מכבר¹⁷². גילוי, כך על פי הטענה, צריך להיות מבוסס על "דין מרשה"¹⁷³.

170 S.A. Ross "Disclosure Regulation in Financial Markets: Implication of Modern Finance Theory and Signaling Theory" in *Issues in Financial Regulation* (New York, 1979) (מציע מודל איתות שבו לחברות טובות יש תמריץ לגלות ומשקיעים מניחים כי שתיקה פירושה חדשות רעות); F.H. Easterbrook & D.R. Fischel "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 669

171 B.A. Banoff "Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule 415" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 135, 176-184 (טוענת כי השגת שיפור בדיוק מחירי ניירות הערך על ידי הטלת אחריות גבוהה יותר על חתמים אינה כדאית).

172 המחקרים הקלאסיים שבדקו את השפעת הטלתן של חובות גילוי מנדטוריות בארצות הברית נערכו בשנות ה-30 של המאה הקודמת והסיקו כי החקיקה בעניין זה לא ייעלה את שוקי ההון. ראו G.J. Stigler "Public Regulation of Securities Markets" 37 *J. Bus.* (1964) 117, 122-124; G.J. Benston "Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934" 63 *Am. Econ. Rev.* (1973) 132 מחקרים אלו ראו M.B. Fox "Retaining Mandatory Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment" 85 *Va. L. Rev.* (1999) 1335, 1369-1395

173 טיעון שונה, המצוי מחוץ לתחום הדיון במאמר זה, גורס כי חובות הגילוי אינן צריכות להיות מוכתבות על ידי הממשל הפדראלי (המונופוליסטי), אלא על ידי משטר תחרותי חלופי של דיני ניירות ערך (מדינות, מדינות-אחיות, בורסות, וכיוצ"ב). לפי טיעון זה, יש לאפשר לחברות לבחור את המקום שבו יירשמו למסחר, שיספק להם את הרמה המועדפת של גילוי מנדטורי.

התומכים בהחלתן של חובות גילוי מנדטוריות טענו מנגד, כי קיימות כמה הצדקות למשטר של גילוי מנדטורי¹⁷⁴. הרעיון המרכזי למכלול הצדקות אלו הוא שמידע הוא מוצר בעל מאפיינים המונעים את הספקתו האופטימלית: מדובר ב"מוצר ציבורי" היוצר "החצנות מידע"¹⁷⁵. מרבית ההצדקות מתמקדות בצד ההיצע (החברה) כבואן להסביר מדוע אין די בתחרות כדי להביא לגילוי אופטימלי של מידע. ראשית, למידע שהחברה מגלה יש ערך גם מבחינתם של מתחרים – פוטנציאליים או קיימים – של החברה, והוא מאפשר להם להעריך את מצבם בהשוואה לזה של החברה המגלה ולהגיב בהתאם (כגון על ידי עצירת תהליכי מחקר ופיתוח או האצתם, שינוי אסטרטגיות שיווק או תמחור, יציאה משווקים או כניסה אליהם)¹⁷⁶. שנית, גילוי מידע חשוב גם לנושי החברה, לעובדיה, לספקיה וללקוחותיה. המידע המגולה מעניק להם עמדת מיקוח משופרת במשא ומתן עם החברה¹⁷⁷. שלישי, מידע שהחברה חושפת חשוב גם למשקיעים אפשריים, שעדיין אינם בעלי מניות של החברה, משום שהוא מאפשר להם להשוות באופן טוב יותר את ההשקעה בחברה עם חלופות השקעה אחרות, ולהרכיב תיק השקעות שמניות החברה עשויות להיכלל בו או שלא להיכלל בו¹⁷⁸. מאחר שהחברה אינה יכולה לגבות תמורה עבור התועלות שגילויי המידע שלה מספקים לאחרים, או למנוע מידע זה מגורם זה או אחר המסרב לשלם תמורה כאמור, היא תימנע מלגלות מידע בהיקף האופטימלי¹⁷⁹. למעשה, כל חברה תעדיף להיות "טרמפיסטית" על התועלות שגילויי מידע מצד חברות אחרות מניבים, ולמזער את היקף הגילוי מצידה. בתמצית, הפער, או חוסר ההתאמה, בין הערך הפרטי שיש למידע לבין הערך החברתי שלו, מצדיק הטלת חובות גילוי מנדטוריות.

עם זאת, טיעונים אלו נראים מוגזמים מעט, מאחר שהם תומכים לכאורה בהטלת חובות גילוי מנדטוריות גם על חברות פרטיות¹⁸⁰. מידע שעניינו חברות פרטיות אף

- R. Romano "Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation" 107 *Yale L. J.* (1998) 2359; S.J. Choi & A.T. Guzman "Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation" 71 *South. Cal. L. Rev.* (1998) 903
- 174 ראו Kraakman et al., *supra* note 133, at pp. 204–207.
- 175 Fox, *supra* note 172; D.A. Oesterle "The Inexorable March of Disclosure: 'Are We There Yet?'" 20 *Cardozo L. Rev.* (1998) 135, 198–201.
- 176 Oesterle, *ibid*, at pp. 198–199; Easterbrook & Fischel, *supra* note 170, at p. 677.
- 177 Admati & Pfleiderer, *supra* note 42, at p. 480.
- 178 Oesterle, *supra* note 175, at p. 200.
- 179 Admati & Pfleiderer, *supra* note 42, at p. 482 (מציינים כי החלטות הגילוי של כל חברה אינן מביאות בחשבון את ההשפעות החיצוניות הנוצרות כאשר הגילוי משמש לצורך הערכת חברות אחרות, באופן ששיווי המשקל אינו יעיל).
- 180 L.E. Ribstein "Private Ordering and the Securities Laws: The Case of General Partnerships" 42 *Case W. Res. L. Rev.* (1992) 1, 22–24 ראו (המסביר מדוע דיני ניירות ערך אינם צריכים לחול על חברות פרטיות).

הוא "מידע ציבורי" שצפוי להיות מיוצר באופן תת-אופטימלי על ידי השוק. אם השוק מפיק תועלת מצמצום הפער בין הערך הפרטי והחברתי של מידע, מדוע להגביל את הגילוי המנדטורי לחברות ציבוריות בלבד? התשובה לכך היא שהטלת חובות גילוי מנדטוריות על חברות ציבוריות מספקת תועלות נוספות, כגון נזילות, תמחור ציבורי יעיל ופיקוח על הנהלת החברה. תועלות שאינן בנמצא במקרה של חברות פרטיות¹⁸¹. לנוכח העלות הכרוכה בהטלת חובות גילוי מנדטוריות יש להגביל את החובה לחברות ציבוריות, שבהקשר שלהן מועילה חובה זו הרבה יותר.

הצדקה אחרת התומכת בחובות גילוי מתמקדת במקטע אחד של צד הביקוש – האנליסטים מטעם המוכרים. הצדקה זו גורסת כי בהיעדר חובות גילוי מנדטוריות עשוי להיגרם מצב של השקעה קטנה מדי וכן השקעה גדולה מדי במחקר אנליסטי¹⁸². מצד אחד, מאחר שחוות דעתם של האנליסטים מטעם המוכרים הן מוצר ציבורי (קשה למוכרן וקשה למנוע ממי שאינו משלם עבורן מלהשתמש בדוחות מרגע שאלו מתפרסמים), ישקיעו אנליסטים מטעם המוכרים פחות מדי משאבים במחקר על ניירות ערך (כלומר, מעט מדי חברות ישמשו נושא למעקב מצד האנליסטים)¹⁸³. מן הצד האחר, תיווצר כפילות מאמצים של אנליסטים בניסיון למצוא אותם פריטי מידע (שלא גולו) על אודות החברה, וכפילות זו היא בזבוז חברתי¹⁸⁴. חובות גילוי מנדטוריות מקטינה את ממדי שתי הבעיות הללו: היא מסבסדת את מאמצי איסוף המידע ואימות אמינותו, ופותרת את בעיית כפילות ההשקעה באיסוף מידע.

היגיון זה נתמך על ידי הטענות המוצגות במאמר. התיאוריה שלנו מסבירה מדוע חובות גילוי מנדטוריות חלות באורח מוגבל רק ביחס לחברות ציבוריות, ומבהירה את הקשר בין גילוי לבין מסחר מידע. עם זאת, מן התיאוריה שלנו עולה, כי ההצדקה לחובות גילוי מנדטוריות אינה מוגבלת למקרה המיוחד של אנליסטים מטעם המוכרים. אכן, אנליסטים אלו מפרסמים בדרך כלל את מסקנותיהם בחינם, וצופים לקבל עבור עבודתם תמורה בעקיפין, באמצעות פעילויות עסקיות אחרות¹⁸⁵. עם זאת, מרבית סוחרי המידע משתמשים דווקא באנליסטים מטעם הקונים. אנליסטים אלו אינם מפרסמים את עבודתם, ואינם מנסים למכור אותה. על כן הם אינם ניצבים בפני

181 ראו M.A. Utset "Towards a Bargaining Theory of the Firm" 80 *Cornell L. Rev.* 540, 598–599 (1995) (הטוען כי גילוי מנדטורי עשוי לסייע לבעלי מניות להתגבר על בעיה של גילוי אסטרטגי מצד מנהלים, ולשפר את הפיקוח של בעלי-המניות); K. Lo "Economic Consequences of Regulated Changes in Disclosure: The Case of Executive Compensation" 35 *J. Account. & Econ.* (2003) 285 (מסיק כי חובות גילוי לגלות את שכר המנהלים היטיב עם בעלי המניות על ידי שיפור מנגנוני המשטר התאגידי).

182 ראו Coffee, *supra* note 86.

183 Coffee, *ibid*, at pp. 731–732.

184 Oesterle, *supra* note 175, at pp. 202–210; Coffee, *ibid*, at pp. 733–734; Easterbrook & Fischel, *supra* note 170, at p. 682.

185 ראו לעיל הערה 107.

בעיית המוצר הציבורי המאפיינת עבודות ניתוח של ניירות ערך, אלא להיפך: אנליסטים אלו שומרים בקפדנות על סודיות עבודתם, בעודם מנסים להרוויח מפעולות מסחר המבוססות על מסקנותיהם. ואולם, החלת חובות גילוי מנדטוריות מוצדקת גם מנקודת מבטם של האנליסטים מטעם הקונים.

ראשית, גילוי מנדטורי מפחית את עלות איסוף המידע, וזאת מן הטעם שזול יותר לחברה לגלות מידע, בהשוואה להשקעה שיידרש לה אדם חיצוני המבקש לאתר מידע ספציפי על החברה. אכן, ייצור מידע ספציפי על אודות החברה הוא תוצר לוואי בלתי נפרד מן הפעילות של ניהול חברה, והתוספת הכרוכה בגילוי המידע היא שולית¹⁸⁶. שנית, קיימים פריטי מידע שלא ניתן לגלותם, גם בהשקעה גדולה של משאבים באיסופם. תמחור מידע שכזה מבוסס על הערכות באשר לעצם קיומם, לטבעם, ולערכם של פריטי מידע אלו. אלא שתמחור באורח כזה צפוי להיות פחות מדויק בעליל. שלישית, גילוי מצד החברה מסבסד את עלויות החיפוש עבור כל סוחרי המידע. במקרה זה, מאפייני המידע כמוצר ציבורי מועילים לשוק: ההשקעה הקטנה של החברה בגילוי מידע גוררת חיסכון עצום בעלויות איסוף המידע של כלל סוחרי המידע.

המודל שלנו מספק הצדקה נוספת לקיומן של חובות גילוי מנדטוריות. גילוי מנדטורי מאפשר לסוחרי המידע לנצל יתרונות לגודל ומגוון בניתוח מידע. בדומה לאופן שבו עשוי מידע כללי על השוק לשמש לצורך הערכת מחירי ניירות ערך של חברות רבות, כך גם מידע ספציפי על החברה הבודדת עשוי לשמש לצורך הערכת מחירי ניירות ערך של חברות אחרות, דוגמת חברות המתחרות בחברה הראשונה או מקיימות קשרים עסקיים עימה. עצם הגילוי מצד כלל החברות בשוק הוא המאפשר לסוחרי המידע לממש את יתרונותיהם של הגודל והמגוון בניתוח מידע¹⁸⁷. מכאן, שתועלתן של חובות הגילוי המנדטוריות תיבחן באופן הטוב ביותר מנקודת המבט הכללית של השוק, ולא מנקודת מבטה של החברה הבודדת¹⁸⁸.

על מנת להמחיש נקודה זו, נניח כי בשוק בן מאה חברות אין חובות גילוי מנדטוריות. חברה אחת מגלה מידע באופן מלא, ואילו יתר החברות מגלות מידע באופן חלקי בלבד. סוחרי המידע אינם יכולים להשתמש במידע שברשותם על אודות

186 כך למשל, הנתון על סך המכירות הכולל של החברה מדווח להנהלתה הבכירה, ולחברה יהיה זול מאד לגלותו. לעומת זאת, אם האנליסטים ירצו בנתון זה יהיה עליהם להתקשר לרבים מלקוחות החברה בכדי לשאול אותם מהן הכמויות שקנו, וזאת על מנת ליצור הערכה סטטיסטית, ומדובר כמובן בתהליך יקר מאד.

187 Admati & Pfleiderer, *supra* note 42 (מראים כי השפעות חיצוניות חיוביות נובעות מנוזילת מידע והשפעה על הנוזילות, שיסודם בגילוי משופר מצד חברות אחרות).

188 Bushee & Leuz, *supra* note 42 (בדקו שינוי רגולטורי אשר חייב החל משנת 1999 חברות הרשומות ב-OTC Bulletin Board לציית לדרישות הדיווח של ה-Securities Exchange Act, 1934, ומצאו כי חברות שעוד קודם לכן עמדו בדרישות דיווח אלו נהנו מתשואות חיוביות על מניותיהן ומעלייה קבועה בנוזילות השוק. ממצא זה מתיישב עם קיומן של השפעות חיצוניות הנובעות מרגולציה בתחום הגילוי).

החברה המגלה, כמו גם המידע הכללי על השוק, כדי להעריך את מחירי ניירות הערך של החברות האחרות מבלי להשקיע תחילה משאבים באיסוף מידע על אודות יתר תשעים ותשע החברות הפועלות בשוק. בהינתן קיומה של עלות גבוהה של איסוף המידע ויכולת מוגבלת לנצל יתרון לגודל ולמגוון, יתמוך השוק במספר מועט של סוחרי מידע בלבד. משכך, התחרות בין סוחרי המידע תהיה מועטה, יעילות השוק ונזילותו יעמדו על רמות נמוכות, ולא יוצרו השפעות חיצוניות חיוביות. נניח עתה כי חברה שנייה מחליטה לגלות מידע באופן מלא. עלות איסוף המידע לגבי חברה זו תיחסך, כמובן. בנוסף, המידע שהושג כבר על אודות השוק בכלל, ועל אודות החברה הראשונה שגילתה מידע בפרט, ישמש גם הוא לניתוח נייר הערך של החברה השנייה, וזאת בעלות קטנה נוספת. זאת ועוד, הידע שיירכש על החברה המגלה השנייה עשוי לשפר את הידע הקיים על החברה המגלה הראשונה. ככל שמספר החברות המגלות באופן מלא יגדל, כך יגדל החיסכון בעלויות איסוף מידע, וכך ימומש היתרון לגודל ולמגוון באופן טוב יותר. ככל שתשתפר רמת הגילוי בשוק, ייכנסו יותר סוחרי מידע לשוק, והתחרות תגבר. תחרות חזקה בין סוחרי המידע, מצידה, תגביר את רמת יעילות השוק ואת רמת נזילותו, ואף תיצור השפעות חיצוניות חיוביות משמעותיות על הכלכלה.

חשוב מכך, המודל שהצגנו מספק הסבר חדש בנוגע לשאלה, מדוע אין לסמוך על חברות שיספקו מרצונן גילוי מלא. מה עשויה חברה פלונית להרוויח (או להפסיד) מגילוי מלא? במילים אחרות, מה עשויה חברה פלונית להרוויח (או להפסיד) מקיומו של שוק תחרותי של סוחרי מידע? תועלת אחת שעשויה להפיק חברה הבוחרת בגילוי מלא היא נזילות מוגברת של ניירות הערך שלה¹⁸⁹. נזילות מוגברת מפחיתה את עלויות העיסקה של אלו שיבחרו להשקיע בחברה ואת סיכוני ההשקעה שלהם, ובהתאם קטנה גם עלות גיוס ההון שבה נושאת החברה¹⁹⁰. תועלת שנייה מתבטאת בתמחור יעיל של ניירות הערך של החברה. תמחור יעיל של ניירות הערך של החברה מונע הערכת חסר של שווי החברה, וכך מקטין את הסיכון שהחברה תהיה נושא להשתלטות בלתי מוצדקת¹⁹¹. תועלת זו מתבטאת אף בהיווצרותו של מנגנון יעיל לאומדן מאמצי המנהלים

189 Bushee & Leuz, *ibid* (מצאו כי חיוב חברות הרשומות ב-OTC Bulletin Board לציית לדרישות ה-1934 Securities Exchange Act, הביא לעליות משמעותיות בנזילות השוק לחברות המצייתות).

190 D.W. Diamond & R.E. Verrechia "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital" 46 *J. Fin.* (1991) 1325 (גילוי מוגבר מוביל לנזילות מוגברת ולעלויות גיוס הון נמוכות יותר); D. Easley & M. O'Hara "Information and the Cost of Capital" (November 2001) (*working paper series*), available at: URL:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=300715 (מציגים מודל המראה כי גילוי בהיקף נרחב יותר מביא לעלויות גיוס הון נמוכות יותר).

191 M.B. Fox "Required Disclosure and Corporate Governance" 62 *L. & Contemp. Probs.* (1999) 113

והתמורה המגיעה להם עבור מאמציהם¹⁹². התועלת השלישית מגילוי מלא מתבטאת בהפחתה נוספת של עלויות הנציג הנובעות מפעילות מנהלי החברה, וזאת על ידי פיקוח משופר מצד סוחרי המידע על החברה ועל הפרויקטים שהחברה משקיעה בהם¹⁹³, וגידול בהשקעותיהם של סוחרי המידע בחברה¹⁹⁴. ברם, ההשפעות המתוארות לעיל ייטיבו רק עם מנהלים יעילים. מבחינתם של מנהלים בלתי יעילים, גילוי מלא והיווצרות שוק תחרותי של סוחרי מידע מייצגים למעשה איומים קיומיים. שוק תחרותי של סוחרי מידע ישקף את חוסר היעילות הניהולית במחירים נמוכים יותר למניות החברה, באופן שיגדיל את הסיכון שהחברה תהיה נושא להשתלטויות¹⁹⁵; יחשוף את מנהליה הבלתי יעילים של החברה לתביעות בגין הפרת חובות זהירות ואמונים¹⁹⁶; יחשוף את המנהלים הכושלים לקרבות הצבעה (proxy)¹⁹⁷; יגביל את יכולת המנהלים לצרוך טובות הנאה על חשבון בעלי המניות ויעצים את הלחץ על המנהלים מכיוון דירקטוריון החברה¹⁹⁸. מטעמים אלו, לא כל החברות צפויות לספק גילוי מלא בהיעדר חובות גילוי מנדטוריות¹⁹⁹. המתנגדים להטלת חובות גילוי מנדטוריות טוענים בתגובה לטענות שלעיל, כי תחת משטר גילוי מרשה (elective), יניחו המשקיעים את "הגרוע ביותר" כאשר לחברה שאינה מגלה מידע, וישקללו זאת במחירי ניירות הערך שלה²⁰⁰. בבסיס הטיעון בדבר הנחת התרחיש "הגרוע ביותר" מצויה ההנחה שהשוק יעניש את החברה ויגרם לצניחת מחיר גדולה מן הנדרש, עד כדי הערכת חסר לחברה, מצב שיהפוך את חוסר הגילוי לבלתי כדאי ויניע את החברה לגלות מידע מלא.

- V. Nagar et al. "Discretionary Disclosure and Stock-Based Incentives" 34 *J. Account. & Econ.* (2003) 283 192
(מחקר על אודות הקשר בין פעילויות הגילוי של מנהלים לבין תמריציהם המבוססים על שערי מניות החברה, המגלה כי פעילות הגילוי, הנמדדת הן על ידי תדירות תחזיות הרווח של המנהלים והן על ידי הדירוג הסובייקטיבי של האנליסטים את פרקטיקת הגילוי של החברה, קשורים באופן חיובי לשיעור שכרם של המנהלים הכלליים המושפע משערי המניה ומשווי המניות המוחזקות על ידי אותם מנהלים).
- M.B. Fox "The Political Economy of Statutory Reach: U.S. Disclosure Rules in 193
Globalizing Market for Securities" 97 *Mich. L. Rev.* (1998) 696, 732
של גילוי מצד המנפיק הכרחית לעיצוב תמריצי מנהלי החברה ולבחירת החברה בפרויקטים שבהם תשקיע).
- Diamond & Verrechia, *supra* note 190 194
(גילוי מוגבר מוביל להחזקות בהיקף גדול יותר מצד משקיעים גדולים).
- ראו Fox, *supra* note 191 195
- Ibid* 196
- Ibid* 197
- ראו Gordon, *supra* note 134 198
- ראו W.O. Jung & Y.K. Kwon "Disclosure When the Market is Unsure of Information 199
Endowment of Managers" 26 *J. Account. Research* (1988) 146
לגלות בעיקר כאשר יש ברשותם חדשות טובות).
- ראו Thompson & King *supra* note 170, at p. 683 200
Easterbrook & Fischel, *supra* note 170, at p. 683, ראו גם
note 123 (המיישמים הנחה זו בהקשר אחר).

הטיעון בדבר הנחת התרחיש "הגרוע ביותר" זכה לתשובות רבות: ראשית, כמוסבר לעיל, לאור אופיו של המידע כמוצר ציבורי, גם הנהלה יעילה עשויה לגלות כי מנקודת מבטה, התועלת הגלומה בגילוי מלא של מידע אינה יכולה להישקל כנגד עלויות גילוי המידע²⁰¹. במקרים כאלו, ובהיעדר כלל גילוי מנדטורי, גם מנהלים יעילים יימנעו מלגלות את כל המידע הקיים ברשותם על אודות החברה²⁰². שנית, יכולתה של ההנהלה להשתלט על החברה (Management Buyouts, או MBO) הופכת את תגובת השוק לגילוי בלתי יעיל (כלומר, את הערכת החסר), לכלי אסטרטגי שיאפשר למנהלי החברה להימנע מגילוי מלא, לגרום לשוק להגיב בירידת מחיר גדולה מדי ואז לרכוש את החברה במחיר נמוך²⁰³. שלישית, מנהלי החברה עשויים לחמוק מן ההשפעה המרסנת של השוק גם אם מחירי ניירות הערך של החברה משקפים את "הגרוע ביותר", וזאת על ידי מימון הפעילות מרווחים צבורים חלף פנייה לגיוס הון חדש בשוק ועל ידי אימוץ הגנות מפני השתלטות.

הגם שהטענות של המתנגדים להטלת חובות גילוי מנדטוריות הן בעלות תוקף, ההנחה העומדת ביסודם ומהווה את גרעין הטיעון בדבר הנחת התרחיש "הגרוע ביותר" היא כי חברות שאינן מגלות מידע תענשנה על ידי השוק באמצעות צניחת מחיר מוגזמת בשל אי הגילוי. התיאוריה שלנו מעלה טיעון חדש, הדוחה הנחת יסוד זו, ומציג באור חדש את חובות הגילוי המנדטוריות: שוק תחרותי של סוחרי מידע אינו יכול להעניש חברות שאינן נוקטות גילוי מלא על ידי אימוץ הנחת התרחיש "הגרוע ביותר" באופן שיוביל לצניחת מחיר מוגזמת. לצורך צניחת מחיר מוגזמת נדרש שיתקיימו פערי מידע שיובילו להיווצרות "שוק לימונים", או שיתוף פעולה קרטליסטי בין סוחרי המידע. ואולם, שני תנאים אלו אינם מאפיינים את המסחר בשוק המשני.

על מנת שפערי מידע יובילו להיווצרותו של "שוק לימונים", פערי המידע צריכים להתקיים בין המוכרים לבין הקונים²⁰⁴. ברם, היעדר גילוי בשוק המשני מצד חברות

201 H.S. Scott "Internalization of Primary Public Securities Markets" 63 *L. & Contemp. Prob.* (2000) 71, 76 (מציינים כי מנהלי החברה בוחרים לעתים שלא לגלות משום שגילוי יסייע למתחרים).

202 נכון הדבר כי מנהלים רבים מגלים מרצונם מידע רב יותר מן הנדרש על ידי דיני ניירות ערך, וזאת בתגובה לביקוש מצד האנליסטים. אכן, אפשר כי הדבר נובע מכך שמנהלים המעוניינים לגלות מידע אינם נרתעים מן ההשפעות החיצוניות או מאחר שהגילוי המנדטורי הבסיסי שחק זה מכבר את עלויות ההשפעות החיצוניות עבור כל החברות.

203 מנהלים אומנם מיישמים טקטיקות שכאלו. ראו S.E. Perry & T.H. Williams "Earnings Management Preceding Management Buyout Offers" 18 *J. A. Account. & Econ.* (1994) 157; D. Millon "Why Is Corporate Management Obsessed With Quarterly Earnings and What Should Be Done About It?" 70 *Geo. Wash. L. Rev.* (2002) 890, 911 (עדות אמפירית למניפולציה של מנהלי החברה על הנתון שעניינו discretionary accruals בשנה הקודמת להכרזה הפומבית על כוונת המנהלים להשתתף ברכישת השליטה בחברה).

204 "שוק לימונים" מתקיים בשעה שקיים פער מידע בין מוכרים לקונים. מאחר שהקונים אינם

ציבוריות אינו יוצר פערי מידע בין מוכרים לבין קונים, אלא מותיר את שני הצדדים בחשכה. החברה בעלת המידע העדיף אינה צד למסחר. החברה עלולה להימנע מגילוי מלא מטעמים מוצדקים (למשל, על מנת להגן על משא ומתן לקראת מיזוג, או על תוצאות מחקר ופיתוח בעלות ערך) או מטעמים בלתי מוצדקים (למשל, כדי להסתיר כישלונות עסקיים או ניצול כוחה של ההנהלה לרעה)²⁰⁵. במצב דברים זה קונים פוטנציאליים בשוק אינם יכולים להניח את "הגרוע ביותר", כשם שמוכרים פוטנציאליים אינם יכולים להניח את "הטוב ביותר". שני הצדדים ינסו לקבוע מהו השווי האמיתי של החברה, אם על ידי השקעה באיסוף מידע שהחברה לא חשפה ואם על ידי ייחוס הסתברויות מתאימות לטיבו של המידע שלא נחשף, דבר שיקבע מחיר שוק המשקף את הערכת הטובה ביותר את שווי החברה²⁰⁶. לנוכח התחרות בקרב מוכרים ובקרב קונים, איש איננו יכול להניח את "הגרוע ביותר" סתם כך, ולכן השוק לא יקרוס לכלל מצב של "שוק לימונים"²⁰⁷. לשון אחרת, הכוחות התחרותיים בשוק שוללים את יכולתו של השוק לגרום למנהלי חברות לבחור באסטרטגיה של גילוי מלא על דרך הענשת אי גילוי בהערכת חסר מכוונת²⁰⁸.

יודעים מהי איכותם של המוצרים, הם מוכנים לשלם מחיר נמוך המשקף את ההסתברות שהמוצר איכותי ביחס להסתברות שהמוצר גרוע. יצרני המוצרים האיכותיים אינם יכולים לשרוד משום שאינם יכולים לקבל מחיר המשקף את איכות מוצריהם ולכן הם יוצאים מן השוק. כתוצאה מכך מפחיתים הצרכנים עוד יותר את המחיר שהם מוכנים לשלם (משום שההסתברות לקבל מוצר איכותי ירדה), ושוב יוצאים מהשוק עוד יצרנים איכותיים, עד שנשארים בשוק רק המוצרים הגרועים, קרי "לימונים". כדי שיצרני המוצרים האיכותיים יוכלו לשרוד בשוק עליהם למצוא דרכים לבדל את עצמם מן המוצרים הגרועים ולשכנע את הקונים לשלם עבור מוצריהם מחיר גבוה יותר. למשל, על ידי מתן "תעודות אחריות", למוצריהן. ראו G.A. Akerlof "The Market for Lemons": Quality, Uncertainty and the Market Mechanism" 84 *Q. J. Econ.* (1970) 488; H.E. Leland "Quacks, Lemons and Licensing: A Theory of Minimum Quality Standards" 87 *J. Pol. Econ.* (1979) 1328

205 ראו, למשל, R.E. Verrecchia "Discretionary Disclosure" 5 *J. Account. & Econ.* (1983) 179 (דיון בשתי הסיבות המתחרות לאי-גילוי); Yaari "Incentives For Voluntary Disclosure" 4 *J. Fin. Markets* (2001) 309, 311 (טוענים כי באופן טיפוסי, מידע שאין חובה לגלותו כולל נתונים שלא ניתן לאמתם, כגון צפי על אודות מצבה העתידי של הסביבה העסקית של החברה. זהו פריט מידע שהיעדרו אינו יכול להתפרש כחדשות רעות).

206 זהו המערך של המודל המפורסם המראה חיפוש בזבזני אחר מידע, שהוצע על ידי J. Hirshleifer "The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity" 61 *Am. Econ. Rev.* (1971) 561

207 התחרות בקרב האנליסטים עזה ביותר בהקשר של חברות גדולות, שמניותיהן הם נושא המעקב של אנליסטים רבים. ואולם, אין בנמצא אנליסט בודד המסוגל — על ידי הפחתה מוגזמת של מחיר המניות או על ידי הימנעות ממעקב אחר מניות אלו — לרסן חברה גדולה, שמניותיה כלולות בתיקי ההשקעות של משקיעים רבים.

208 פערי מידע העלולים להוביל ל"שוק לימונים" קיימים בשוק ההנפקות הראשוניות. כאשר החברה מנפיקה ניירות ערך לציבור, יוצרת הימנעות מגילוי מידע את בעיית פערי המידע הקלאסית בין מוכר לבין קונים. במקרה זה, יכולתו של השוק להפחית את מחירי ניירות הערך ועל ידי כך לספק למנפיק תמריץ הולם לגלות — היא משמעותית. ראו A.R. Palmiter "Toward

הדרך היחידה שבה יכולים סוחרים המידע להתגבר על בעיה זו היא על ידי הסכמה קולקטיבית להניח את "הגרוע ביותר" לנוכח היעדר גילוי מלא מצד החברה. ואולם, הסכמה כלל ענפית כזו בדבר הענשת חברה פלונית בגין אי גילוי עולה כדי הפרה בוטה של דיני ההגבלים העסקיים²⁰⁹. אם כל סוחרים המידע היו מניחים את "הגרוע

1 "Disclosure Choice in Securities Offerings" 1999 *Colum. Bus. L. Rev.* (1999) 1
ההקלות בדרישות הגילוי בשלב ה-IPO, קיימת תמיכה אמפירית חזקה לכך שדרישות המידע של משקיעים פעמים רבות מחייבות מנפיקים, במסגרת פרטית-חוזית, לגלות ברמה גבוהה מזו שמוכתבת על ידי הדין). שכן, מנפיקים מנסים להימנע מיצירת "שוק לימונים" על ידי היעזרות בחתמים, ועדיין מחירי ניירות ערך בהנפקות ראשוניות משקפים הנחה (לעתים משמעותית מאד). ראו S.M. Tinic "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock" 43 *J. Fin.* (1988) 789, 797-800 (הסבר לשימוש בתת-תמחור כסוג של ביטוח). מדוע אפוא מוטלת חובת גילוי גם בשלב של הנפקה ראשונית? התשובה הנגזרת מן המודל המוצע על ידינו היא שגילוי בשלב ההנפקה הראשונית מסייע לשוק המשני. מייד לאחר ההנפקה הראשונית יתקיים מסחר בין מוכרים לבין קונים בשוק תחרותי, ועד אשר חובת הגילוי הראשונה תשפיע (אירוע המתרחש בדרך כלל בסוף הרבעון הראשון) תיווצר תקופת זמן שבה השוק המשני יהיה שרוי בעלטה. ראו R. Rajan & H. Servaes "Analyst Following of Initial Public Offering" 52 *J. Fin.* (1997) 507 (מוצאים כי תת תמחור קשור באורח חיובי למספר האנליסטים המכסים את ההנפקות החדשות בשוק שלאחר ה-IPO); M. Li, T.H. McInish & U. Wongchoti; "Asymmetric Information in the IPO Aftermarket" (August 2003) available at: URL: <http://207.36.165.114/Denver/Papers/Evolution%20of%20asymmetric%20information%20after%20firms%20go%20public.pdf> (מוצאים כי ככל שנת התמחור של הנפקה ראשונית חזק יותר, כך מצטמצמים פערי המידע הכוללים, וכי רמת פערי המידע נמוכה ביותר מיד לאחר שההנפקה הראשונית מגיעה לשוק, בהשוואה לרמתה לאחר חלוף זמן מסוים (seasoning)). ממסקנה זו נגזר, כי מדיניותה של ה-SEC האמריקנית – המרככת את חובת הגילוי בשלב ההנפקה הראשונית ומעניקה פטורים כאשר אין תופעה של פערי מידע בשוק המשני – מוצדקת. כך למשל, כלל A144 שאימצה ה-SEC, המתיר הנפקת ניירות ערך לציבור ללא צורך בהכנת תסקיף וברישומם אצל ה-SEC, מאפשר מסחר רק בקרב משקיעים מוסדיים ובמערכת ציטוט המיועדת לכך. ואמנם, בקרב משקיעים מתוחכמים אלו, היודעים כיצד לבחון את ניירות הערך המוצעים להם, קיימים פערי מידע מינימליים בלבד. ראו Palmiter, *ibid* (מפרט את כל ההקלות בדרישות גילוי בשלב ההנפקה הראשונית, וטוען כי התוצאה היא הסדר שבאופן משמעותי הוא פחות כופה). הסבר אחר הוא שבשלב ההנפקה הראשונית עלולה להיווצר בעיה של בחירה מוטעית (adverse selection) של משקיעים. משקיעים מיועדים ומתוחכמים יימנעו מביצוע עסקאות בשלב ההנפקה הראשונית, אך המנפיק עדיין יכול למשוך את המשקיעים הבלתי מיועדים. ואולם בניגוד לשוק המשני, שבו משקיע בלתי מיועד נהנה מן ההגנה שמספקת יעילות השוק, הרי שבשלב ההנפקה הראשונית אין הגנה שכזו. על כן מתעורר הצורך לחייב גילוי בשלב ההנפקה הראשונית, למשוך את המשקיעים המיועדים, למנוע adverse selection, וכך גם להגן על המשקיעים הבלתי מיועדים.

209 ראו B.D. Shaffer "In Restraint of Trade: Trade Associations and the Emergence of 'Self Regulation'" 20 *Sw. U. L. Rev.* (1991) 289, 298-299 (מציין את אי החוקיות האפשרית הטמונה בהסדרים כלל ענפיים בעניין נוהגי מסחר). ראו והשוו J.C. Coffee Jr. "Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms" 84 *B. U. L. Rev.* (2004) 301, 351 (מגדיר הסדרים פחות מובהקים בענפי הביקורת – בעיקר ענף ראיית חשבון – כהסדרים כובלים).

ביותר" בהיעדר יכולת לאמץ טקטיקות קרטליסטיות, ומשקללים הנחה זו לתוך מחירי ניירות הערך, היה נוצר תמריץ לסוחרי המידע להשקיע באיסוף מידע בניסיון להעריך טוב יותר את השווי האמיתי של החברה. סוחר מידע שישקיע במידע יוכל לגלות מתי ירדת המחיר של חברה מסוימת היא מוגזמת. סוחר זה יוכל לקנות את מניות החברה במחיר נמוך (מאחר שבעת קניית המניה כל יתר סוחרי המידע משקללים באופן מוגזם את הנחת התרחיש "הגרוע ביותר" למחיר המניה) ולמכור את המניה במחיר גבוה (מאחר שבעת מכירת המניה יתגלה המידע ברבים). מאחר שסוחרי מידע שישקיעו במידע יביסו בקביעות את יתר סוחרי המידע, יאלצו האחרונים להגיב באמצעות אימוץ אסטרטגיה דומה, כלומר, ישקיעו אף הם באיסוף מידע כדי להעריך בצורה טובה יותר את שווי האמיתי של החברה. התחרות בין סוחרי המידע תגרום לכך שכל סוחרי המידע ישקיעו באיסוף מידע ובגיבוש הערכות אישיות משלהם לגבי שווי האמיתי של חברות הבוחרות להימנע מגילוי. כתוצאה מכך לא יוכל השוק להעניש חברות בגין גילוי חסר, ולא יוצר תמריץ למנהלים בלתי יעילים לגלות מידע מלא. במקום להשיג גילוי מלא מצידן של החברות, ייקלע השוק למצב שבו שורר כפל השקעה מצד סוחרי המידע באיסוף מידע ובאימותו. כל חברה שאינה מגלה מידע מלא מכבידה אפוא על התפתחותו של שוק תחרותי של סוחרי מידע, באופן הגורם להתמעטות מספרם של סוחרי המידע ושל המחקר האנליסטי.

אכן, משהתפתח שוק תחרותי של סוחרי מידע, הוא מייצר כיסוי אנליסטי הדוק שמביא עימו תועלת רבה, המתבטאת בתמחור יעיל של ניירות ערך, בנזילות ובפיקוח טוב יותר על עלויות נציג. להנהלה טובה, המבקשת להפיק תועלת זו, יהיה תמריץ לעסוק מרצונה בגילוי מידע מלא ומפורט אף יותר מהנדרש בחוק ובמועדים מתאימים. ואולם גם במצב דברים שכזה, חובות גילוי מנדטוריות הן עדיין כורח המציאות. ראשית, סוחרי המידע מתמודדים כאמור בשוק תחרותי, ולכן אינם יכולים להעניש חברות שאינן מגלות מידע מלא. רק הנהלות טובות העומדות ליהנות מן הכיסוי האנליסטי יבחרו לגלות מידע מלא מרצונן, בעוד שהנהלות אחרות יגלו מידע מלא רק אם החוק יחייב אותן. שנית, חברות קטנות רבות אינן נהנות מכיסוי אנליסטי מספק, או אף מכיסוי כלשהו, מצב השולל מהן את האפשרות להפיק תועלת שתצדיק גילוי וולונטרי של מידע מלא²¹⁰. גילוי בידי חברות שאין להן תמריץ מובנה לגלות מידע מלא,

210 M.H. Lang, K.V. Lins & D.P. Miller "Concentrated Control, Analyst Following, and Valuation: Do Analysts Matter Most When Investors Are Protected Least?" 42 *J. Account. Research* (2004) 589 (ממצאים אמפיריים המלמדים כי כיסוי אנליסטי קשור באופן שלילי לרמה הכוללת של שליטת הנהלה משפחתית בחברה ולשאלת היות קבוצת הנהלה המשפחתית בעלי גרעין השליטה הגדול ביותר בחברה); R. Bhushan "Firm Characteristics and Analyst Following" 11 *J. Account. & Economics* (1989) 255, 256-257 (בוחקן משתנים היוצרים הבדלים בהיקף הכיסוי האנליסטי של חברות, ומסיק כי גודל החברה, בין היתר, משפיע על הביקוש וההיצע לכיסוי אנליסטי).

כגון חברות קטנות וחברות בעלות הנהלה גרועה, הוא התרומה של משטר גילוי מנדטורי להתפתחות שוק של סוחרי מידע. אכן, יכולתם של סוחרי המידע לגרום לגילוי נוסף של מידע תלויה בדרישות הגילוי הבסיסיות המעוגנות בחובות הגילוי המנדטוריות ובסנקציות המשפטיות בגין גילוי חלקי או מטעה. זאת מאחר שדרישות הבסיס של חובות הגילוי המוטלות על כלל החברות הן המאפשרות להפיק את היתרונות לגודל ולמגוון של תעשיית המידע, יתרונות שמוזילים את עלויות תעשיית המידע ומאפשרים את פריחתו של שוק סוחרי המידע.

לבסוף, ניתן להצדיק משטר של גילוי מנדטורי אף מנקודת המבט של סוחרי הנזילות. אכן, חובות גילוי מנדטוריות, ככל שהן מתייחסות לגילוי מידע ספציפי על החברה, נראות לכאורה בלתי רלבנטיות עבור סוחרי הנזילות. החלטות הקניה והמכירה של סוחרי הנזילות אינן מבוססות על מידע אודות ניירות ערך מסוימים. קניית תיק השקעות מגוון והחזקתו מגנות על סוחרי הנזילות מפני הסיכונים הטמונים בתמחור מוטעה. בהיעדר חובות גילוי מנדטוריות ייתכן שחלק מניירות ערך ייסחרו במחיר נמוך מדי וחלק במחיר גבוה מדי. למרות זאת, מחזיק בתיק השקעות מגוון יקבל תשואה ממוצעת, מאחר ששתי ההשפעות המנוגדות תבטלנה זו את זו. אפילו אם היעדרן של חובות גילוי מנדטוריות היה גורם למחירי כלל ניירות הערך להיסחר במחיר גבוה או נמוך מדי, לא יוטרדו סוחרי הנזילות מכך. נניח, שבשל אי גילוי, יהיו כל המחירים נמוכים מדי. סוחר נזילות אינו נפגע משום שהוא קונה תיק השקעות במחיר נמוך ומוכר אותו במחיר נמוך. נניח עתה שמחירי כלל ניירות הערך גבוהים מדי בשל אי גילוי. שוב, סוחר הנזילות לא יפגע משום שהוא קונה את התיק המגוון ביוקר ואחר כך מוכר אותו ביוקר. בדומה, אם היעדרן של חובות גילוי מנדטוריות מגדיל את הסיכון הספציפי של החברות הנסחרות בשוק או את סיכון הרעש, כי אז קניית תיק השקעות מגוון והחזקתו יאפשרו להיפטר מסיכונים אלו.

ואולם סוחרי נזילות מתעניינים בדיני ניירות ערך ככל שדינים אלו מעודדים נזילות ומונעים עושק של בעלי המניות וקיפוחם. למשטר גילוי מנדטורי יש השפעה חיובית על נזילות. ככל שרמת הגילוי נמוכה יותר, כך גדל הסיכון של קיום פערי מידע. ככל שהסיכון שבקיום פערי מידע גדל, כך מתרחב מרווח ה־bid/ask, וכך פוחתת רמת נזילות השוק. למשטר גילוי מנדטורי יש גם השפעה חיובית על מניעת עושק של בעלי מניות וקיפוחם. חובות הגילוי מפחיתות את עלויות הנציג הנובעות מפעילות מנהלי החברה ובעלי השליטה, ובדרך זו מפחיתות את יכולתם לקפח את בעלי המניות בחברה ולעושקם. אכן, סוחרי נזילות אינם מסוגלים להיפטר משני הסיכונים – על ידי זה הנובע מקיום פערי־מידע, הן זה הנובע מקיומן של עלויות נציג – על ידי גיוון, אך הם יכולים לשקלל סיכונים אלו לתוך מחירי ניירות הערך. דהיינו, סוחרי הנזילות יהיו מוכנים לשלם פחות עבור ניירות הערך. פעולה זו תגדיל את עלות גיוס ההון של כלל החברות, ותפגע בהקצאה היעילה של משאבים במשק. חובות

גילוי מנדטוריות מונעות שרשרת אירועים זו, ובהגנתן על סוחרי הנזילות מקדמות את היעילות ההקצאתית.

2. עיון מחדש בתיאוריית התרמית-על-השוק

אחת ההתפתחויות החשובות יותר בדיני ניירות ערך היא אימוץ תיאוריית ה"תרמית-על-השוק" (תיאוריית ה-Fraud-on-the-Market), וזאת על ידי קביעת חזקה הניתנת לסתירה, בדבר קיומה של הסתמכות במקרים של תרמית בניירות ערך. בדרך כלל, על התובע בתביעת תרמית בנוזיקין להוכיח כי נוצר מצג שווא²¹¹; כי הנתבע יצר מצג מתוך כוונה להונות את האדם שמצג השווא הופנה אליו²¹²; כי התובע הסתמך על מצג השווא²¹³ וכי ניזוק כתוצאה מכך²¹⁴. הוכחת הסתמכות מצריכה הוכחה שהתובע נחשף למצג-השווא ופעל בהתבסס עליו²¹⁵. בתביעת תרמית בניירות ערך, הוכחת ההסתמכות משתנה בהתאם לסוג המשקיע: יש שנחשפו למצג השווא ופעלו בהתבסס עליו; יש שנחשפו למצג השווא ולא פעלו בהתבסס עליו²¹⁶; יש שלא נחשפו למצג השווא אך פעלו; ויש שלא ידעו כלל כי קיים מצג כזה. אם יידרש התובע במסגרת תובענה ייצוגית להוכיח את יסוד ההסתמכות, כי אז המחלוקות הנוגעות לכל משקיע בנפרד יאפילו על המחלוקות המשותפות לכולם, וכלל לא ניתן יהיה לאשר את התובענה כייצוגית²¹⁷. על מנת לעודד הגשת תובענות ייצוגיות במקרים של תרמית בניירות ערך, אימצו בתי המשפט בארצות הברית את תיאוריית התרמית-על-השוק וקבעו חזקה בדבר הסתמכות²¹⁸. מאחר שהשוק מגלם מידע לתוך מחירי ניירות הערך הנסחרים בו, ישקפו מחירי ניירות הערך גם מצגי שווא, ועל כן הסתמכות על יושרתו של מחיר השוק היא

211 ראו סעיפים 56 ו-63 לפקודת הנוזיקין; *Rudolph v. Arthur Anderson & Co.*, 800 F.2d 1040, 1043 (11th Cir. 1986), cert. denied, 480 U.S. 946 (1987).

212 ראו סעיפים 56 ו-63 לפקודת הנוזיקין; *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 193 (1976); L. Loss & J. Seligman *Fundamentals of Securities Regulation* (Boston, 4th ed. 2000) 949-961.

213 ראו סעיפים 56 ו-63 לפקודת הנוזיקין; *Loss & Seligman, ibid*, at pp. 1200-1210.

214 ראו סעיפים 56 ו-63 לפקודת הנוזיקין; *Loss & Seligman, ibid*, at pp. 1210-1219.

215 למשפט האמריקני ראו, למשל, *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457, 462-463 (2nd Cir. 1965), cert. denied, 382 U.S. 811 (1965) כלל 5-10b).

216 ראו, למשל, *Gochnauer v. A. G. Edwards & Sons*, 810 F.2d 1042 (11 Cir. 1987).

217 ראו ידלין, לעיל הערה 30, בע' 317. לעיגון הדרישה שהנושאים המשותפים יהיו הדומיננטיים לעומת הסוגיות המיוחדות לכל תובע בנפרד, ראו סעיף 210(א)(2) לחוק החברות, תשנ"ט-1999 ורע"א 8332/96 שמש נ' רייכרט, פ"ד נה(5) 276, בע' 296-297. לדרישה זו במשפט האמריקני ראו Federal Rules of Civil Procedure, Fed. R. Civ. P. 23(a)(2), 23(b)(2).

218 ראו, למשל, *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975), cert. denied, 429 U.S. 816 (1976).

תחליף להסתמכות ישירה על מצג השווא²¹⁹. התוצאה היא, שגם אותם משקיעים שלא ידעו כלל על קיומו של המצג אך סחרו בנייר הערך בתקופה הרלבנטית זכאים לתבוע²²⁰. בעוד שעל פי התרמית הקלאסית יוצר הרמאי מצג שווה ישירות כלפי המרומה, הרי שבבסיסה של התרמית-על-השוק עומד הרעיון שלפיו חוצץ השוק בין הרמאי לבין המרומה. הרמאי יוצר מצג שווה כלפי השוק (קרי, קהל בלתי מסוים של סוחרים), השוק מגלם את מצג השווא במחיר, וקונים ומוכרים הסומכים על כך שהמחיר משקף היצע וביקוש בלתי מעוותים נפגעים. במונחי המודל שתיארנו, משפיע מצג השווא על סוחרי המידע ועל סוחרי הרעש המגיבים אליו, וגורם לשינוי בשער נייר הערך. סוחרים רבים יפעלו בהתבסס על המחיר שייקבע בשוק, ולכשתתגלה התרמית ייגרם להם נזק. חשוב להדגיש כי תיאוריית התרמית-על-השוק מכירה בכך שאין הכרח שתהיה זהות בין הסוחרים שהגיבו למצג השווא וגרמו לשינוי בשער נייר הערך, לבין הסוחרים שסמכו על המחיר שנקבע ולבסוף ספגו נזק. על פי התיאוריה של התרמית-על-השוק, מוחלפת ההסתמכות על מצג השווא בהסתמכות על יושרתו של מחיר השוק.

הגם שרבים תומכים באימוץ תיאוריית התרמית-על-השוק²²¹, עדיין נשפכו על אימוץ תיאוריה זו קיתונות של ביקורת למן ההתחלה²²². ראשית, כבר בדעת המיעוט בפרשת *Basic Inc. v. Levinson*²²³ — פסק הדין שבו אימץ בית המשפט העליון האמריקני את החזקה — נטען כי השווקים אינם יעילים דיים כדי להצדיק את ההיזקקות לחזקה²²⁴.

219 ראו *Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc.*, 335 F.3d 824, 831 (8th Cir. 2003) (מציין כי תובע עשוי לעמוד בדרישה לבסס קשר סיבתי לעסקה שביצע בניירות ערך על ידי הטענה שהנתבעים ביצעו תרמית על השוק בכללו).

220 ראו *Nathenso v. Zonagen Inc.*, 267 F.3d 400, 415 (5th Cir. 2003) (נקבע כי על מנת להחיל את החזקה, על התובע להוכיח כי ניירות הערך המדוברים נסחרו בשוק יעיל).

221 ראו J.A. Herzog "Fraud Created the Market: An Unwise and Unwarranted Extension of Section 10(b) and Rule 10b-5" 63 *Geo. Wash. L. Rev.* (1995) 359, 369 (מציינת את השבחים הרבים שלהם זכתה תיאוריית התרמית-על-השוק).

222 ראו D.R. Fischel "Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities" 38 *Bus. Law.* (1982) 1, 11; J. A. Grundfest "Disimplying Private Rights of Action Under the Federal Securities Laws: The Commission's Authority" 107 *Harv. L. Rev.* (1994) 961 שבה מוגשות תביעות חסרות שחר ועל עלויות ההתדיינות העצומות שלהיוצרותן אחראית התרמית-על-השוק).

223 485 U.S. 224 (1988)

224 בפרשת *Basic v. Levinson*, ציין בית המשפט כי "[W]hile the economists' theories which underpin the fraud-on-the-market presumption may have the appeal of mathematical exactitude and scientific certainty, they are — in the end — nothing more than theories which may or may not prove accurate upon further consideration. ... Thus, while the majority states that, for purposes of reaching its result it need only make modest assumptions about the way in which 'market professionals generally' do their jobs, and how the conduct of market professionals affects stock prices. ... I doubt that we are

אם השוק איננו יעיל ואיננו משקף במדויק את מצג השווא שבעטיו הוגשה התביעה במחירי ניירות הערך הנסחרים בו, כי אז נעלמת ההצדקה להחלפת ההסתמכות על מצג השווא בהסתמכות על יושרתו של מחיר השוק. לאחרונה חודשה הביקורת מכיוון זה על חזקת התרמית-על-השוק לאור מחקרים שנערכו בתחום הבוחן את השפעתם של כשלים קוגניטיביים של בני אדם על תורת המימון (behavioral finance); ועל רקע התפוצצותה של בועת ההיי-טק²²⁵. שנית, כנגד אימוץ החזקה נטען, כי גם כאשר השווקים הם יעילים אימוץ החזקה אינו מוצדק מאחר שהוא יוצר הרתעת יתר²²⁶, מעניק פיצוי למי שלא ניזוק²²⁷ ומעוות את היעילות היצרנית²²⁸. כפי שנראה להלן, שתי טענות אלו לוקות בחסר.

- in much of a position to assess which theories aptly describe the functioning of the C.R. Goforth "The Efficient securities industry". (*ibid*, at pp. 245–255) Capital Market Hypothesis — An Inadequate Justification for the Fraud-On-The-Market Presumption" 27 *Wake Forest L. Rev.* (1992) 895, 910–911; J.R. Macey & G.P. Miller "Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-On-The-Market Theory" 42 *Stan. L. Rev.* (1990) 1059, 1077–1091
- שוניים; J.R. Macey, G.P. Miller, M.L. Mitchell & J.M. Netter "Lessons From Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson" 77 *Va. L. Rev.* (1991) 1017, 1018 (מלומדים חלוקים ביניהם בשאלת המסקנות הנובעות ממחקרים אמפיריים בנוגע ליעילות השוק); I. Ayres "Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market" 77 *Va. L. Rev.* (1991) 945, 967
- ראו A. Brav & J.B. Heaton "Revisiting the Mechanisms of Market Efficiency: Market Indeterminacy" 28 *Iowa J. Corp. L.* (2003) 517, 518–519; Ferrillo et al., *supra* note M.C. 29, at pp. 107–116 (תיאור האתגרים השונים העומדים בפני היפותיות השוק היעיל); Findlay & E.E. Williams "A Fresh Look at the Efficient Market Hypothesis: How the Intellectual History of Finance Encouraged a Real 'Fraud-On-The-Market'" 23 *J. Post Keynesian Econ.* (2001) 181 (טוענים כי הראיות התומכות בהיפותיות השוק היעיל למעשה מעולם לא היו חזקות).
- ראו Mahoney, *supra* note 31; J.C. Alexander "Rethinking Damages in Securities Class Actions" 48 *Stan. L. Rev.* (1996) 1487, 1495; J.A. Mackerron "The Price Integrity Cause of Action Under Rule 10B–5: Limiting And Expanding the Use of the Fraud-On-The-Market Theory" 69 *Or. L. Rev.* (1990) 177, 177–178; D.C. Langevoort "Capping Damages for Open-Market Securities Fraud" 38 *Ariz. L. Rev.* (1996) 639, 643.
- ראו B. Black "Fraud on the Market: A Criticism of Dispensing With Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions" 62 *N. C. L. Rev.* (1984) 435, 460; F.H. Easterbrook & D.R. Fische "Optimal Damages in Securities Cases" 52 *U. Chi. L. Rev.* (1985) 611, 642; Langevoort, *ibid*, at p. 646; M.Y. Scudder "The Implications of Market-Based Damages Caps in Securities Class Action" 92 *Nw. U. L. Rev.* (1997) 435, 442, 465 (פיצויים בתובענות ייצוגיות שבהן מופעלת התרמית-על-השוק הם בגדר מתנה בעקבות חקיקת ה-Private Securities Litigation Reform Act בשנת 1995).
- ראו J.R. Macey & G.P. Miller "The Fraud-on-the-Market Theory Revisited" 77 *Va. L. Rev.* (1991) 1001, 1015 (אחריות בגין תרמית בניירות ערך עלולה לאיין את האינטרס הקנייני

(א) הטיעון המניח שוק בלתי-יעיל

הביקורת הראשונה על חזקת התרמית-על-השוק, שלפיה אין בסיס לאימוץ החזקה בשל חוסר היעילות של השוק, סובלת משני פגמים מרכזיים. ראשית, הביקורת מבוססת על קריאה מוטעית של הפסיקה בפרשת *Basic*. שנית, המודל שהצגנו לעיל מוכיח, כי כאשר השווקים פועלים באפקטיביות, חשיבותה של חזקת התרמית-על-השוק עולה כאשר התמחור אינו יעיל.

נפתח בפגם הראשון שבו לוקה הביקורת על חזקת התרמית-על-השוק. כידוע, ציינה דעת הרוב בפרשת *Basic* — באמירה שהפכה מפורסמת — כי על התובע להראות כי "הסתמך על יושרתו של מחיר השוק" (*relied on the integrity of the market*) (price) כתנאי מוקדם להחלת חזקת התרמית-על-השוק²²⁹. קיימות שתי דרכים לפרש קביעה זו²³⁰. הפרשנות הראשונה — המדגישה את התיבה "מחיר" — מחייבת תובע המבקש להסתמך על החזקה, להראות כי האמין שמחיר השוק משקף נכונה את שווי נייר הערך. על פי פירוש זה "יושרתו של מחיר השוק" היא פשוט הגדרה אחרת ל"תמחור מדויק". תובע שניתן להראות לגביו כי לא האמין שהמחיר משקף נכונה את שווי של נייר הערך, אם משום שהוא סבור שמחירו "נמוך מדי" או "גבוה מדי", לא יוכל להסתמך על החזקה. הפירוש השני האפשרי — המדגיש את המונח "שוק" — אינו מחייב את התובע להוכיח כי הסתמך על מידת הדיוק הגלומה במחיר נייר הערך, אלא על יושרתו של התהליך שבאמצעותו נקבעים המחירים בשוק ההון. לשון אחרת, הפירוש השני מחייב את התובע לבסס את קיומו של מה שכונה לעיל במאמר "שוק אפקטיבי" — שוק שפועל בו מנגנון לתיקון המחירים. לפי פרשנות זו יכול התובע להסתמך על

של החברה במידע שבבעלותה); M. Kahan "Games, Lies, and Securities Fraud" 67 *N. Y. U. L. Rev.* (1992) 750, 761 (חזקת התרמית-על-השוק מאפשרת להטיל אחריות על החברה בגין שקרים במהלך משא ומתן או לצורך התחרות); C.H. Steen "The Econometrics of Fraud-On-The-Market Securities Fraud" 4 *J. Legal Econ.* (1994) 11, 36–37 (טוען כנגד התוצאה שבגידרה משקיעים אינם מעמידים את ההון המושקע על ידיהם בסיכון, משום שהעמדת ההון בסיכון באופן זה מניעה את התהליך המאפשר לשוק להקצות משאבים לשימוש הטוב ביותר בהם). בשונה מיעילות הקצאתית, והגם ששתייהן שואפות להגדיל את התועלת החברתית, יעילות יצרנית מניחה כי הקצאת מקורות ההון היא נתונה, ומתמקדת אפוא בפעולותיהם של גורמי הייצור עצמם. ראו ידלין, לעיל הערה 30, בע' 294–295.

229 ראו *Basic Inc. v. Levinson*, *supra* note 223, at pp. 226, 250.

230 לניתוח מצוין של פסק הדין בפרשת *Basic* והפרשנויות השונות שניתנו לו ראו D.C. Langevoort "Theories Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited" 140 *Recent Cases: Tort Law — Indirect Reliance* — *U. Pa. L. Rev.* (1992) 851, 903 כן ראו *New Jersey Supreme Court Rejects Fraud-On-The-Market Theory — Kaufman v. i-start Corp.*, 754 A.2d 1188 (N.J. 2000) 114 *Harv L. Rev.* (2001) 2550, 2553 (ההבחנה בין שני היבטי היפותיזת השוק היעיל: יעילות מידע ויעילות מהותית. יעילות מידע פירושה ששערי ניירות הערך משקפים סוגי מידע מסוימים, בעוד שיעילות מהותית פירושה, שבהינתן המידע הקיים, שערי ניירות הערך י שקפו את הערך הנוכחי של רווחי החברות העתידיים).

החזקה, כל עוד הוא מאמין שהמחיר נקבע על פי כוחות ההיצע והביקוש שפעלו על בסיס מידע אמין שברשות כלל הסוחרים, אפילו אם הוא בדעה שהמחיר שהתקבל בתהליך התמחור של השוק אינו נכון (המחיר לדעתו "נמוך מדי" או "גבוה מדי"). כדי להבין את ההבדל בין שני הפירושים, טלו כדוגמא פעולה של מכירה בחסר. משקיע המוכר בחסר מתכוון להפיק רווח כתוצאה מכך שהמחיר צפוי לרדת. היינו, המוכר סבור שנייר הערך נסחר מעל לערכו. על פי הפירוש הראשון, תובע שמכר בחסר אינו יכול להסתמך על חזקת התרמית-על-השוק משום שמכירה בחסר, מעצם הגדרתה, מלמדת על כך שהתובע לא האמין שמחיר השוק משקף נכונה את שווי נייר הערך.²³¹ הפירוש השני לעומת זאת, מוביל לתוצאה שונה בעליל. הגם שמכירה בחסר מלמדת כי המוכר היה בדעה שנייר הערך נסחר מעל לשווי, הרי שההחלטה למכור בחסר אינה מלמדת על כך כי המוכר סבר שהשוק אינו אפקטיבי בכל הקשור לתהליך התמחור. ההיפך הוא הנכון: מוכר בחסר חייב להסתמך על אפקטיביות השוק, וזאת מן הטעם שעצם רוחחיותה של המכירה בחסר מבוססת על האמונה שמחיר השוק יגיע בסופו של דבר לערך המבטא את שווי האמיתי של נייר הערך. קריאה קפדנית של דעת הרוב בפרשת *Basic* מגלה כי הפירוש השני הוא הנכון.²³² הפירוש הראשון נובע

231 הדוגמה של המוכר בחסר ניתנה על ידי שופט המיעוט בעניין *Basic Inc. v. Levinson, supra* note 223, at p. 251 והובאה להכרעה בפסק הדין בפרשת *Zlotnick v. TIE Communications*, 836 F.2d 818 (3rd Cir., 1988) שבה נקבע כי מוכר בחסר אינו זכאי ליהנות מחזקת ההסתמכות. מסקנה זו נובעת בבירור מן הדוגמה שסיפק שופטי הרוב בפרשת *Basic* על מנת להמחיש מקרה שבו תיסתר חזקת ההסתמכות: *that Basic's* "For example, a plaintiff who believed that *Basic's* statements were false and that *Basic* was indeed engaged in merger discussions, and who consequently believed that *Basic* stock was artificially underpriced, but sold his shares nevertheless because of other unrelated concerns, e.g., potential antitrust problems, or political pressures to divest from shares of certain businesses, could not be said to have *Basic Inc.* relied on the integrity of a price he knew had been manipulated." *v. Levinson, ibid*, at p. 249. ברי, כי מדובר במקרה נדיר. נדרש כי המשקיע ידע מהן העובדות האמיתיות ובנסיבות המיוחדות מאד המסחר נכפה עליו ('בעיות הגבלים עסקיים אפשריות, או לחצים פוליטיים'). מדוע על המשקיע לדעת מהן העובדות האמיתיות? כלום לא די בכך שהוא סבור כי המניה הוערכה ביתר? ומדוע על המכירה להיות כפויה? כלום לא די בכך שהוא אינו סומך על המחיר? מדוע לא השתמשו השופטים בדוגמה הפשוטה בהרבה של המוכר בחסר שניתנה על ידי שופט המיעוט? אכן, אין זאת אלא משום ששופטי הרוב אינם מקבלים את הפירוש שלפיו הסתמכות על יושרתו של מחיר השוק מצריכה שהמשקיעים יאמינו שהמחיר משקף את הערך האמיתי של המניה. אמנם, בפרשת *re Western Union Sec. Litig.*, 120 F.R.D. 629, 637 (D.N.J. 1988) העיר בית המשפט כי יש לפקפק בתוקפה של הלכת *Zlotnick* לאור פרשת *Basic*. בדומה, בפרשת *Deutschman v. Beneficial Corp.*, 132 F.R.D. 359, 371 (D. Del. 1990) נפסק כי הגם שסוחרי אופציות מהמרים על תנודות מחיר, הם עדיין זכאים להיזקק לחזקת ההסתמכות. לדעות מלומדים נוספים התומכים בפירוש זה ראו *Langevoort, supra* note 156 *Black, supra* note 230; *D.R. Fischel* "Efficient Capital ; and the Fraud on the Market Theory" 74 *Cornell L. Rev.* (1989) 907.

מנטיה להחליף את הקריאה הישירה של דעת הרוב בפרשת *Basic* בהזקקות לאופן המוטעה שבו הציגה דעת המיעוט באותה פרשה את השקפת הרוב²³³. על פי הפירוש הראשון, השאלה האם השוק יעיל רלבנטית לצורך החלטה אם לאמץ את חזקת התרמית-על-השוק. שכן, אם השוק אינו יעיל המחירים אינם משקפים נכונה את שוויים של ניירות הערך. תובעים המבקשים להשתמש בחזקה נדרשים לטעון שהם הסתמכו על כך שמחיר השוק אכן משקף נכונה את שווי ניירות הערך. אולם, אין לאפשר לתובעים לטעון טענה שלאור חוסר היעילות של השוק ידוע שאינה נכונה. לפי גישה זו, עצם קיומו של שוק לא יעיל שולל את טענת ההסתמכות על יושרתו של השוק מכלל התובעים האפשריים ומשמיט את הבסיס לשימוש בחזקה. אכן, המתנגדים לשימוש בחזקה בטענה שהשוק אינו יעיל טוענים כי פסק הדין בעניין *Basic* תומך בפירוש הראשון²³⁴.

אולם הפירוש הנכון לפסק הדין הוא הפירוש השני, ולכן שאלת היעילות של השוק אינה משפיעה כלל על החלת חזקת התרמית-על-השוק²³⁵. זאת מאחר שעל פי פירוש זה, די להראות כי השוק אפקטיבי לצורך החלת החזקה, אפילו אם אינו יעיל²³⁶. כפי שהמודל שהצגנו מראה, שוק יכול להיות אפקטיבי אך לא יעיל מסיבות שונות: סוחרי רעש שמעוותים את המחיר, אנליסטים שמושפעים מניגודי אינטרסים, סוחרי מידע שטועים בהערכותיהם או סוחרי מידע המושפעים מתמריצים לתמחור קצר טווח. אין זה משנה מהי הסיבה לחוסר היעילות. כל עוד השוק מגיב לכוחות ההיצע והביקוש על בסיס מידע אמין בתהליך התמחור, העובדה שהתהליך הניב מחיר שאינו משקף נכונה את שווי ניירות הערך אינה שוללת את השימוש בחזקה. שכן, מי שהסתמך על יושרתו של התהליך של קביעת המחיר נפגע.

233 ראו את תיאורו של השופט White את דעת הרוב: בעניין *Basic Inc. v. Levinson*, *supra* note 223, at pp. 255–256. שופט המיעוט סיפק את הדוגמאות הבאות למקרים שבהם תיסתר חזקת ההסתמכות: "a plaintiff who decides, months in advance of an alleged misrepresentation, to purchase a stock; one who buys or sells a stock for reasons unrelated to its price; one who actually sells a stock 'short' days before the misrepresentation is made — surely none of these people can state a valid claim under Rule 10b-5" (*ibid.*, at p. 251). דוגמאות אלו מבוססות על העובדה שהמשקיע לא ראה במחיר המניה כמשקף את שוויה האמיתי. מלומדים התומכים בפירוש זה ראו, למשל, J.R. Macey "The Fraud on the Market Theory: Some Preliminary Issues" 74 *Cornell L. Rev.* (1989) 923, 925–926.

234 ראו, למשל, Macey, *ibid.*

235 וכך נקבע: "By accepting this rebuttable presumption, we do not intend conclusively to adopt any particular theory of how quickly and completely publicly available information is reflected in market price". *Basic Inc. v. Levinson*, *ibid.*, at p. 249.

236 וכך נקבע: "For purposes of accepting the presumption of reliance in this case, we need only believe that market professionals generally consider most publicly announced material statements about companies, thereby affecting stock market prices" (*Basic Inc. v. Levinson*, *ibid.*, at p. 247).

אשר לפגם השני שבו לוקה הביקורת על חזקת התרמית-על-השוק, והוא העיקר, המודל שהצגנו מוכיח כי דווקא כאשר השווקים אפקטיביים אך בלתי יעילים, חשוב במיוחד לספק תנאים נוחים לסוחרי המידע. זאת מאחר שסוחרי המידע הם המנגנון הטוב ביותר לתיקון אי יעילות השוק. כאשר השווקים הם אפקטיביים ויעילים ניתן להסיק מכך שקיים שוק תחרותי דיו של סוחרי מידע, הגובר על סוחרי הרעש, ומסוגל להבטיח מחירים מדויקים של ניירות הערך. בשוק כזה נהנים סוחרי המידע מעלויות אימות מידע נמוכות, שעליהן מגינה חזקת התרמית-על-השוק. מנגד, כאשר השווקים הם אפקטיביים אך בלתי יעילים ניתן להסיק מכך שסוחרי המידע אינם מצליחים לתקן את מחירי השוק באפקטיביות, וזאת בשל ריבוי סוחרי רעש או בשל מגבלות אחרות על יכולתם לתקן סטיות מחיר. בשוק כזה, ההסתברות להפקת רווח ממצגי שווא היא גבוהה, משום שסוחרי רעש מעצימים את השפעתם של מצגי השווא על מחירי ניירות הערך. כתוצאה מכך גדל התמריץ ליצור מצגי שווא. השפעתם החזקה של סוחרי הרעש בשוק יחד עם עליה בתמריץ ליצור מצגי שווא מחלישה את יכולתם של סוחרי המידע לתקן סטיות בין המחיר של ניירות הערך לשוויים, מאחר שההסתברות ל"תפוס" את הרווח מפעולת התיקון היא קטנה יותר. בתנאים אלו חשופים סוחרי המידע לסיכון גבוה: ההסתברות לגילוי סטיית מחיר אמיתית קטנה בשל ריבוי מצגי השווא; ההסתברות ל"תפוס" הרווח מן הסטייה שאותרה קטנה בשל אי הוודאות הכרוכה בפעילותם הגוברת של סוחרי הרעש; והנזקים הפוטנציאליים גדלים בשל השפעתם של סוחרי הרעש המעצימים את שינויי המחיר בעקבות מצגי שווא. בתגובה לעליה בסיכון יצטרכו סוחרי המידע לשאת בעלויות גבוהות של אימות אמינות המידע באופן שוטף, באופן המגביל את פעילות תיקון המחירים. משמעות שלילת תחולתה של חזקת התרמית-על-השוק הינה שלילת האפשרות להגיש תביעות ייצוגיות בשוק כזה. בהיעדר הרתעה הנובעת מן החשש מפני תביעות ייצוגיות תגדל ההסתברות לקיומם של מצגי שווא, מצב שיקשה עוד יותר על סוחרי המידע לאתר סטיות של מחירי ניירות הערך משוויים ולתקנן. כמו כן, בהיעדר האפשרות לשימוש במנגנון התביעה הייצוגית, יקשה על סוחרי המידע לקבל פיצויים על הנזקים שייגרמו להם. על כן, בשוק אפקטיבי שאינו יעיל, חיוני להחיל את חזקת התרמית-על-השוק ולאפשר את פעילותו של מנגנון התביעה הייצוגית כדי להגביר את היקף פעילות סוחרי המידע ובכך לשפר את מהירות ואיכות מהלך התכנסותו של השוק למצב של יעילות²³⁷.

(ב) הטענות המניחים שוק יעיל

הביקורת השנייה על חזקת התרמית-על-השוק מבוססת על טענות שונה לחלוטין. שורשיה של הביקורת נשענים על ההנחה שהשווקים הם יעילים. נניח אפוא כי השוק

237 איננו מתייחסים כאן לשאלת אמת המידה הראויה לבחינת הנזק, מאחר ששאלה זו מצריכה דיון נפרד.

אומנם יעיל, ומשקף במדויק את מצגי השווא במחירי ניירות הערך הנסחרים בו. על מנת להרתיע מפני יצירת מצגי שווא יש לחייב נתבעים לשלם את הנזק שנגרם על ידי מצג השווא שיצרו²³⁸. טיעון הביקורת על חזקת התרמית-על-השוק גורס כי הנזק היחיד הנגרם על ידי מצגי שווא מתבטא בעלויות אימות מידע גבוהות יותר; אם זהו המצב, כי אז השימוש בחזקת התרמית-על-השוק מעניש את הנתבע יתר על המידה²³⁹. אכן, אם מניחים שהנזק היחידי הנובע ממצגי שווא הוא יצירת עלויות אימות מידע גבוהות יותר, הרי שטיעון הביקורת שלעיל מוצדק: ענישת היתר מקורה בעובדה שמכוח החזקה ניתן הפיצוי לכל המשקיעים שסחרו בשוק, לרבות סוחרי הנזילות שסחרו בנייר הערך באופן מקרי לגמרי בדיוק בנקודת הזמן שבה מחירו שיקף מצג שווא. ואולם, סוחרי נזילות אינם משקיעים בנקיטת אמצעי זהירות של אימות מידע משום שהם אינם משקיעים כלל במידע; הם אף אינם סובלים במישרין ממצגי שווא. אם תרמית מעוותת באורח מקרי את מחירים של ניירות הערך השונים (חלקם נסחרים במחיר גבוה מדי וחלקם במחיר נמוך מדי), כי אז קניית תיק השקעות מגוון ומכירתו תבטל את השפעות התרמית²⁴⁰. יתרה מכך, אפילו אם התרמית מובילה לשוק שבו כל ניירות הערך נסחרים במחירים גבוהים מדי או נמוכים מדי, סוחרי הנזילות לא יינזקו משום שהם קונים ומוכרים תיק השקעות במחירים גבוהים מדי או נמוכים מדי בהתאמה²⁴¹. על כן — ממשיך טיעון הביקורת כנגד חזקת התרמית-על-השוק — מתן פיצוי לסוחרי נזילות אינו אלא מתנה שהם מקבלים, אשר גורמת לענישת יתר של הנתבע.

זאת ועוד, הביקורת על חזקת התרמית-על-השוק גורסת כי ענישת היתר תגרור הרתעת יתר, שבעקבותיה יקטינו מנהלי חברות את היקף הגילוי הוולונטרי שהם מספקים לשוק, באופן שיפחית את כמות המידע הזמין חינם לסוחרי המידע²⁴². במקום לגלות לשוק מידע רב ובלתי מאומת שיש בידי המנהלים, יגלו המנהלים לשוק רק מידע מאומת בכמות מוגבלת. התחלופה שנוצרת בין הפחתת עלויות איסוף המידע (כתוצאה מגילוי כמות גדולה של מידע לא מאומת) לבין הפחתת עלויות אימות אמינותו של המידע (כתוצאה מגילוי כמות מוגבלת של מידע מאומת) מזיקה לסוחרי המידע. שכן מבחינת סוחרי המידע, עלות גילוי פריטים חדשים של מידע ספציפי על החברה היא גבוהה יותר מאשר עלות אימות אמינותם של פריטי מידע שכבר נתגלו. הרתעת יתר

238 משום שההסתברות לתפיסת העברייני אינה 1 (דהיינו, לא כל העבריינים נתפסים) יש להכפיל את הנזק במקדם שישקלל את ההסתברות לאי תפיסת העברייני. אם למשל, ההסתברות להיתפס היא 0.5 יש לקבוע פיצוי שהוא כפול מן הנזק, כדי שהעברייני יראה מולו הרתעה הולמת. אם הנזק הצפוי הוא 100 וההסתברות להיתפס היא 0.5 העברייני יראה מולו סיכון בשווי 50. אם הנזק יוכפל בשניים, 200, העברייני יראה מולו סיכון בשווי 100 שהוא הנזק בפועל.

239 ראו Mahoney, *supra* note 31, at pp. 625, 626–641.

Ibid 240

Ibid 241

Ibid, at pp. 650–655 242

המובילה לכמות מוגבלת של מידע וולונטרי תגדיל אפוא את עלויותיהם של סוחר המידע, משום שהם יידרשו להשקיע באיסוף מידע במקום באימות אמינותו של מידע.

(1) התשובות הקיימות

ניתן למנות כמה תשובות, המוצעות בתגובה לביקורת המבוססת על יעילותו של השוק. ראשית, יש הטוענים כי תרמית עלולה להגדיל את הסיכון של קניית תיק השקעות במחירים גבוהים מדי ומכירתו במחירים נמוכים מדי. זהו סיכון שלא ניתן להיפטר ממנו על ידי גיוון תיק ההשקעות, וסוחרי נזילות יגיבו אליו בהפחתת תדירות המסחר שלהם או בהפחתה גורפת של המחירים שהם מוכנים לשלם עבור כל ניירות הערך הנסחרים בשוק²⁴³. שתי פעולות אלו מזיקות. נזילות מופחתת מזיקה לסוחרי הנזילות, והפחתת מחירי ניירות ערך מכבידה על החברות המבקשות לגייס הון²⁴⁴. הגם שטיעון זה מבוסס תיאורטית, הרי שמעשית אין זה סביר שההשפעה המצטברת של תרמיות בחברות אינדיבידואליות תפעל על השווקים באופן מתואם, שיגדיל את ההסתברות לרכישה בשוק שבו מחירי ניירות הערך גבוהים מדי ואחר כך למכירה בשוק שבו מחירי ניירות הערך נמוכים מדי²⁴⁵.

טענה אחרת שהועלתה בתגובה לביקורת על החזקה, גורסת שלמרות שסוחרי הנזילות אינם משקיעים בהתבסס על מידע, אכפת להם ממידע ככל שיש לו השפעה על הנזילות²⁴⁶. לסוחרי הנזילות אכפת מעלויות עסקה המתבטאות במרווחי bid/ask גדולים. קיומם של מצגי שווא יוצר הזדמנויות לניצול פערי מידע, מאחר שסוחרי המידע המשקיעים באמצעי זהירות מגדילים את ההסתברות שהם יצליחו לאתר מבעוד מועד מצגי שווא²⁴⁷. כתוצאה מכך גדלה ההסתברות שעושי השוק יפסידו במסחר מולם, מצב שיגרום לעושי השוק להגדיל את מרווחי ה-bid/ask כדי להגן על עצמם מפני הסיכון שבמסחר עם סוחרים מיוודעים. כיוון שכך, גם אם סוחרי הנזילות קונים תיק השקעות מגוון ומחזיקים בו, הם עדיין יישאו בעלות של מרווחי bid/ask גדולים. הגם שבטיעון זה יש צדק מסוים, אין הוא מסביר מדוע סוחרי נזילות מקבלים פיצוי מכוח התרמית-על-השוק. מתן פיצוי לסוחרי המידע בלבד יקטין את התמריץ שלהם להשקיע באמצעי זהירות, באופן שיפחית את פערי המידע. במילים אחרות, אם אמנם התנהגותם של סוחרי המידע היא זו שיכולה להעצים את הבעיה או למזערה, מדוע שלא לפצות אותם בלבד? אכן, המסקנה הנובעת מטיעון זה היא כי על אכיפה פרטית

243 A.C. Pritchard "Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers" 85 *Va. L. Rev.* (1999) 925, 938-940;

Georgakopoulos, *supra* note 57, at pp. 702-711

244 Pritchard, *ibid*, at p. 945; Georgakopoulos, *ibid*

245 Pritchard, *ibid*, at pp. 940-941; Georgakopoulos, *ibid*

246 Georgakopoulos, *ibid*, at pp. 703-707

247 Pritchard, *supra* note 243, at pp. 941-942

באמצעות תביעה ייצוגית המבוססת על החזקה של תרמית-על-השוק להיות מוחלפת באכיפה ציבורית של הבורסות לניירות ערך.²⁴⁸ תשובה שונה לטיעון הביקורת על חזקת התרמית-על-השוק מודה בכך שהחזקה אמנם מעניקה מתנה לסוחרי הנזילות, אך גורסת כי למרות זאת אין היא יוצרת הרתעת יתר. מאחר שתרמית מצריכה מודעות, והיא אפוא עבירה המבוצעת בכוונה, אין כל קושי בהטלת פיצויים עונשיים על מבצעי עבירות. אף כי הפיצוי הניתן לסוחרי נזילות שקול לחיוב הנתבעים בפיצוי עונשי²⁴⁹, כל שעליהם לעשות הוא להימנע מלרמות. על תשובה זו נמתחה ביקורת, מאחר שהיא נמנעת מלהכיר בכך שהלכה למעשה, מנגנון התביעה הייצוגית המשמש כתביעות בניירות ערך איננו מבחין בין מצגי שווא רשלניים לבין מצגי שווא שיסודם בתרמית²⁵⁰, ולעתים מוטלת אחריות (בטעות) על מנהלים רשלנים. לכן, השימוש בחזקת התרמית-על-השוק לגבי יוצריו של מצג שווא מתוך רשלנות, יגרום להרתעת יתר, מאחר שמנהלים אלו ישקיעו השקעות גדולות מדי כדי להמנע מכניסה למצבים שיחשפו אותם לסיכון של אחריות. עם זאת, יש הטוענים כי ה-Private Securities Litigation Reform Act of 1995 האמריקני שיפר את תפקודן של תובענות ייצוגיות שהוגשו בארצות הברית, ויצר מיתאם טוב יותר בין תרמיות לבין היקף האחריות שהוטל בגינן על ידי בתי משפט ובמסגרת הסדרי פשרה²⁵¹. אכן,

248 ראו Pritchard, *ibid*, at pp. 983, 1019–1020.

249 ראו M.F. Johnson, K.K. Nelson & A.C. Pritchard "In Re Silicon Graphics Inc.: Shareholder Wealth Effects Resulting from the Interpretation of the Private Securities Litigation Reform Act's Pleading Standard" 73 *S. Cal. L. Rev.* (2000) 773, 781 (החברה הנתבעת לא קנתה ולא מכרה את ניירות הערך שלה, וכתוצאה גם לא הפיקה רווחים מן התרמית. למרות זאת, תביעות על יסוד חזקת התרמית-על-השוק מאפשרות למשקיעים לקבל מן החברה פיצוי על הפסדיהם וזאת בהתבסס על מצגי השווא של מנהלי החברה. על כן, תובענות ייצוגיות הן בגדר סנקציה עונשית פוטנציאלית שתרתיע משמעותית מפני ביצוע תרמית).

250 ראו Johnson et al., *ibid*, at pp. 782–783 (מציין את הערפול סביב תוכן דרישת היסוד הנפשי); K.R. Johnson "Liability for Reckless Misrepresentations and Omissions under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934" 59 *U. Cin. L. Rev.* (1991) 667 (בתי המשפט הגדירו באורח בלתי מדויק את ההתנהגות המגעת כדי העמדת מצג שווא פזיזה. התוצאה היא שצדדים – כולל צדדים פוטנציאליים – לתביעות על יסוד סעיפים 10(b) וכלל 10b-5 אינם יכולים לחזות כיצד יסווגו את התנהגותם והאם תוטל עליהם אחריות. שחקנים בשוק גם אינם מסוגלים אפוא להבטיח כי הם אומנם נוקטים את האמצעים הנדרשים כדי למזער את חשיפתם לאחריות).

251 ראו, למשל, E.J. Weiss "Complex Litigation At the Millennium: Pleading Securities Fraud" 64 *L. & Contemp. Prob.* (2001) 5 (תיאור ההשפעות החיוביות של החוק על הגשתן של תובענות ייצוגיות שאין בהן כל ממש); M.A. Perino "Did the Private Securities Litigation Reform Act Work?" 2003 *U. Ill. L. Rev.* (2003) 913, 947–950 (קיימת עדות משמעותית המרמזת שהחוק שיפר את איכות התיקים הכוללת, למצער במחוז השיפוט המפרש בהקפדה יתרה את הוראות החוק); J.L. Oldham "Taking 'Efficient Markets' Out of the 'Fraud-On-The-Market' Doctrine After the Private Securities Litigation Reform Act" 97 *Nw. U. L. Rev.* (2003) 995, 1030 (תיאור השפעת החוק על חזקת התרמית-על-השוק);

אם בתי המשפט יוכלו לזהות במדויק את כל מקרי התרמית ולפסוק פיצוי מדויק רק במקרים הללו (ולא במקרים של רשלנות), הבעיה של הרתעת יתר תיעלם.

(2) התשובות שהמודל החדש מציע

(א) רצף שלם של נזקים

המודל שהצגנו במאמר מציע הצדקה משכנעת יותר להחלת חזקת התרמית-על-השוק. המודל עושה כן על ידי התמקדות בתהליך גילום המידע במחירי ניירות הערך הנסחרים בשוק. כנקודת מוצא יש להדגיש כי בהיעדר החזקה, על תובע הטוען לתרמית בניירות ערך להוכיח את שתי אלה: (א) הסתמכות על מצג השווא; (ב) ביצוע בפועל של פעולות מסחר בניירות ערך שהושפעו מן המניפולציה. ואולם לא כל סוחר המידע מבצעים בפועל פעולות מסחר. מקצת מסוחר המידע מבצעים פעולות מסחר באופן ישיר, כגון משקיעים מוסדיים או קרנות נאמנות. ואולם חלק מסוחר המידע, ובמיוחד אנליסטים, מוכרים שירות ייעוץ השקעות מקצועי לאחרים, שמצידם מבצעים פעולות מסחר בהתבסס על המוצר האנליסטי שרכשו. יש גם אנליסטים החושפים בפני השוק את עבודתם בחינם, ומאפשרים לסוחר רעש מסוימים לבצע פעולות מסחר בהתבסס על המידע שגולה על ידי האנליסטים. בהתעלם מן הבעיה הנובעת מקיומו של תמריץ בלתי מתאים לתבוע במקרים שבהם החזקתו של התובע קטנה, סוחר מידע המבצעים פעולות מסחר יכולים אומנם להגיש תביעה ולהוכיח הסתמכות על מצג השווא ללא צורך בחזקה. מנגד, סוחר מידע שלא ביצעו פעולות מסחר ישירות אינם מקיימים את התנאי של מסחר בפועל, ועל כן תישלל מהם היכולת להגיש תביעה. יתרה מכך, האפשרות להגיש תביעה תישלל גם מכל המשקיעים האחרים שהסתמכו על המוצר האנליסטי וביצעו פעולות מסחר, מאחר שלא יוכלו להוכיח הסתמכות על מצג השווא, על אף שהמוצר האנליסטי הושפע ממנו. פירוש הדבר, כי על מנת להגן על ערכו של המוצר האנליסטי, על חזקת התרמית-על-השוק להיות מוחלת בכל מקרה של סוחר שהסתמך על המוצר האנליסטי. בהתעלם מן הקושי להבחין בין קבוצה אחת לאחרת, עדיין אין הסבר מדוע סוחר הנזילות מקבלים פיצוי? כדי לספק הסבר כזה חיוני להבין כי הנזק הנגרם על ידי תרמית בניירות ערך אינו מוגבל לעלויות נקיטת אמצעי זהירות ואימות מידע. תרמית גורמת לנזקים נוספים, המתבטאים בעלויות נזילות גבוהות יותר ובעלויות נציג גבוהות יותר.

נפתח בעלויות הנזילות. תרמית בניירות ערך יוצרת פערי מידע ועל כן מגדילה את עלויות אמצעי הזהירות של סוחר המידע. כאשר תרמיות הופכות נפוצות, מספר סוחר המידע יפחת והתחרות ביניהם תפחת. תחרות מופחתת בקרב סוחר המידע

D.S. Escoffery "A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10B-5 in Light of the Private Securities Reform Litigation Act of 1995" ("PSLRA") 68 *Fordham L. Rev.* (2000) 1781

מגדילה את הסיכון העומד בפני עושי השוק למסחר עם סוחרים בעלי מידע עדיף. בתגובה, יגדילו עושי השוק את מרווח ה-bid/ask על מנת לשקף את ההסתברות הגבוהה יותר לקיומן של תרמיות. חזקת התרמית-על-השוק מסייעת לסוחרים הנזילות להחזיר לעצמם את הפסדיהם. סוחרים נזילות מקבלים פיצוי על מרווח ה-bid/ask הגדל, כדי למנוע מהם מלצמצם את היקף פעילות המסחר שלהם ולהפחית את המחירים של כלל ניירות הערך. הימנעות מלתת פיצוי בגין נזקים אלו תגרום להרתעה שאינה מתאימה. אפילו אם סוחרים המידע ואלו שהסתמכו על המוצר האנליטי יזכו לפיצוי, עדיין ייפגעו סוחרים המידע מכך שסוחרים הנזילות אינם זוכים לפיצוי, שכן רווחיהם הפוטנציאליים של סוחרים המידע יישחקו לנוכח מרווחי bid/ask גדולים ופעילות מסחר מצומצמת של סוחרים נזילות.

ועתה לעלויות הנציג²⁵². התמריצים למנהלים ליצור מצגי שווא קשורים לאיכות הפעילות העסקית של החברה ו/או לניסיונות המנהלים להפיק לעצמם טובות הנאה. מנהלי החברה עלולים לשקר כדי להמנע מגילוי ניהול לקוי או גניבה, כדי להגדיל את הפיצוי שיקבלו על ידי מניפולציה על מחירי מניות החברה, כדי לייצר רווחים תוך שימוש במידע פנים וכדי לעודד הנפקת מניות חדשות במחירים מנופחים²⁵³. פעילויות אלו גורמות לעלויות נציג משמעותיות: קיטון בשווי החברה ונכסיה, עיוות בהקצאתו היעילה של הון ופגיעה בפעילותם היעילה ובאמינותם של השווקים לנוכח הנזקים הנגרמים לסוחרים המידע, לסוחרים הרעש, ולסוחרים הנזילות. ככל שגוברת ההסתברות לקיומה של תרמית במסחר בניירות ערך, כך גובר הפוטנציאל של עלויות נציג הכרוכות בפעילות מנהלי החברות הנסחרות. בעלויות נציג אלו נושאים כלל שחקני החוץ בשוק: סוחרים המידע, סוחרים נזילות וסוחרים רעש. כל המשקיעים ישקללו לתוך כלל מחירי ניירות הערך את הסיכון הטמון בפעילות המנהלים, ויגרמו בכך לעליית מחיר ההון לכל החברות המבקשות לגייס הון. זאת ועוד, הסתברות גבוהה יותר לקיומה של תרמית תקטין עוד יותר את האפקטיביות שיש לפעילות הפיקוח של סוחרים המידע על המנהלים, באופן שיפגע ביעילות השוק וייקר את עלות ההון. החלת חזקת התרמית-על-השוק מעודדת את הגשתן של תובענות ייצוגיות, מגדילה את ההסתברות לחשיפת תרמיות ומספקת פיצוי למגוון הנזקים הנובעים מקיומה של תרמית. הרתעה משופרת מוזילה ומגבירה את פעילות סוחרים המידע, שמצידם מקטינים את עלויות הנציג הכרוכות בפעילות מנהלים.

(ב) עלות אימות אמינות המידע מול עלות איסוף?

המודל שלנו מסביר גם מדוע אין זה נכון לטעון, בהנחה שחזקת התרמית-על-השוק גורמת להרתעת-יתר, שמנהלים יפחיתו את רמת הגילוי הוולונטרי וכתוצאה מכך

252 ראו Pritchard, *supra* note 243, at pp. 937–938.

253 ראו J.H. Arlen & W.J. Carrey "Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence" 1992 *U. Ill. L. Rev.* (1992) 691, 692 (המציגים תרמית כביטוי לעלויות נציג).

יתייקרו עלויות איסוף המידע של סוחרי המידע. החלטות מנהלים באשר לגילוי מידע מעוצבות תחת החששות מפני שני איומים מתחרים: האחד, נשיאה באחריות בגין גילוי בלתי מדויק, והשני, נשיאה באחריות בשל היעדר גילוי. הגם שהאחריות בשל היעדר גילוי היא מצומצמת יחסית לאחריות בגין גילוי בלתי מדויק, אין כל סיבה להניח כי מנהלים יגיבו להרתעת היתר הנטענת דווקא בהימנעות מגילוי. אין חולק כי ביחס למנהלים המתכוונים לבצע תרמית, טיעון הרתעת היתר אינו רלבנטי מאחר שמדובר בפעילות מודעת ומכוונת. מאחר שהטיעון של הרתעת יתר רלבנטי רק למנהלים ישרים (אם כי רשלנים פוטנציאליים), מתעוררת שאלה אמפירית, האם מנהלים יבחרו באסטרטגיה הגנתית של גילוי יתר או של גילוי חסר. אכן, מחקר אמפירי שבחן את ההשפעות שהיו לאימוץ חוקת התרמית-על-השוק מצא עלייה בגילוי הוולונטרי של חדשות רעות, וכי חברות שיש להן חדשות רעות מזהירות את המשקיעים מבעוד מועד²⁵⁴.

זאת ועוד, מנהלים יעילים מגלים מידע בהיקף גדול יותר מאשר זה המוכתב על ידי דיני ניירות ערך, מאחר שקיים ביקוש בקרב סוחרי המידע למידע כזה. ככל שסוחרי המידע אפקטיביים יותר בביקוש שלהם למידע, כך גובר הלחץ על המנהלים לגלות מידע מדויק ומעודכן יותר. אולם סוחרי המידע אינם יכולים למנוע ממנהלים בלתי יעילים מלהפחית את היקף הגילוי. ביחס למנהלים בלתי יעילים הטיעון של הרתעת יתר ממילא אינו רלבנטי, מאחר שאין להם מלכתחילה תמריצים לגלות מידע מלא ועדכני. החשש מפני הרתעת יתר קיים רק ביחס למנהלים יעילים המבקשים לגלות מידע. בנוסף לסיכון של אחריות משפטית בשל היעדר גילוי, מנהלים יעילים הבוחרים להקטין את היקף הגילוי רואים מולם עלות נוספת: הסיכון להפסד של מכלול התועלות שניתן להפיק מכיסוי אנליסטי של החברה, כגון גילום יעיל של מידע למחירי מניות החברה, נזילות ועלויות נציג מופחתות. מדובר כאמור בשאלה אמפירית, שעניינה האם ההשפעה של הפסד תועלות אלו גוברת על ההשפעה שיש להרתעת היתר, באופן המשמר את התמריץ לגילוי מלא²⁵⁵.

254 בהינתן שהמחקר לא מצא שוני בהתנהגותן של חברות שלהן חדשות טובות לבשר, ממצאים אלו תומכים בטענה כי דוקטרינת התרמית-על-השוק לא הפחיתה את מידת הגילוי הוולונטרי, אלא ההיפך הוא הנכון. ראו S. Dutta & J. Nelson "Shareholder Litigation and Market Information: Effects of the Endorsement of the Fraud-on-the-market Doctrine on Market Information" (March 1997) (*working paper series*) available at: http://papers.ssrn.com/D.J. Sol3/papers.cfm?abstract_id=69036. מחקרים אחרים תומכים אף הם בטענה זו. ראו D.J. Skinner "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News" 32 *J. Account. Research* (1994) 38 (חברות העומדות בפני הפתעה בדמות הפסדים גבוהים נוטות יותר לבצע גילוי מקדים בעניין רווחיהם); J. Francis, D. Philbrick & K. Schipper "Shareholder Litigation and Corporate Disclosure" 32 *J. Account. Research* (1994) 137 (הגם שגילוי אינו מרתיע מפני קיום התדייגויות הוא בכל זאת עשוי לצמצם את ממדי הבעיה).

255 ראו Francis et al., *ibid*.

(ג) היסוד הנפשי הנדרש במסגרת תובענה ייצוגית טיעון הרתעת יתר שונה, שהועלה על רקע הדין האמריקני, גורס כי הגם שבתיאוריה אמורים בתי המשפט לבחון את כוונת הנתבע לרמות (scienter) במקרים של תרמית, הרי שבפועל הם מיישמים אמת מידה הבוחנת רשלנות²⁵⁶. כתוצאה מכך מצליחים תובעים לקבל פיצויים גם מחברות שאינן אשמות ברמייה ממש או אף בפזיזות (recklessness)²⁵⁷. בתגובה לבעיה זו של הרתעת יתר טענו כמה מלומדים כי יש לבטל את חזקת התרמית-על-השוק, ועמה גם את מנגנון התובענה הייצוגית. אף שאין אנו חולקים על הטענה כי בתי המשפט בארצות הברית מיישמים לעתים בטעות סטנדרט של רשלנות בתביעות בגין תרמית בניירות ערך, אנו טוענים כי רשלנות עשויה במקרה זה להיות אמת המידה הנכונה. בהשוואה לכלל משפטי הדורש הוכחת כוונה, הרי שכלל המצריך הוכחת רשלנות בלבד: (א) מגדיל את מספר התביעות המוגשות ומקטין את עלויות הבירור השיפוטי; (ב) מגדיל את עלויות אימות אמינות המידע שבהן נושאות חברות; (ג) מפחית את עלויות אימות אמינות המידע שבהן נושאים סוחרי המידע; (ד) משהה גילויי מידע לשוק. להלן נפרט כל אחד מנושאים אלו.

הגדלת מספר התביעות המוגשות והקטנת עלויות הבירור השיפוטי: מאחר שדרישת כוונה מציבה רף גבוה יותר להצלחת התביעה בהשוואה לרף המוצב על ידי דרישה להוכחת רשלנות בלבד, יש לצפות לעלייה במספר התביעות המוגשות במשטר של רשלנות. זאת ועוד, כלל המצריך הוכחת רשלנות בלבד מפחית את עלויות ההתדיינות מאחר שהוא מחייב תובעים להוכיח, ואת בית המשפט לקבוע, שהופר סטנדרט זהירות אובייקטיבי, בהשוואה לכלל משפטי המצריך הוכחת כוונה הדורש הוכחת נכונות של ממש לרמות או פזיזות.

הגדלת עלויות אימות אמינות המידע שבהן נושאות חברות: משטר של רשלנות בתביעות בגין מצג שווא בניירות ערך משקף תחלופה (trade-off) בין הוצאות על אימות המידע שמוציאות חברות לבין השקעה של סוחרי המידע באימות אמינות המידע. מנקודת מבטן של החברות שניירות הערך שלהן נסחרים, כלל המצריך הוכחת רשלנות בלבד מגדיל את עלויות אימות המידע. בהשוואה לכלל המצריך הוכחת כוונה, כלל של רשלנות מחייב את מנהלי החברה לנקוט אמצעי זהירות רבים יותר כדי לאמת את מידת הדיוק של המידע שהם מגלים לשוק. יתר על כן, ההחלטות של

256 ראו Johnson et al., *supra* note 249, at pp. 782–783 (דרישת היסוד הנפשי היא אמורפית. הגם שמדובר בדרישה מחמירה יותר מאשר דרישת להוכחת רשלנות, אף מבחינה עיונית קשה להגדיר בדיוק כמה מתבטאת ההחמרה, לא כל שכן בפרקטיקה, שאז משימת ההגדרה הופכת בלתי אפשרית).

257 ראו, למשל, J.A. Grundfest "Why Disimply?" 108 *Harv. L. Rev.* (1995) 727, 742–743 (מספק מידע אמפירי שלפיו בין 22% לבין 60% מן התביעות שהוגשו מסתיימות בפשרה בסכומים נמוכים).

המנהלים בדבר מועד הגילוי ותוכנו הן החלטות שמחייבות שיקול דעת עסקי, מכיוון שהמידע הזורם אל המנהלים מכל אגפי החברה מחייב עיבוד והסקת מסקנות ביחס למהותו. מעצם טיבן, החלטות אלו, אף אם נתקבלו בתום לב, נושאות בחובן את הסיכון שמי שיבחן אותן בדיעבד עלול להגיע למסקנה שהן היו רשלניות. לפיכך, מנהלים ישקיעו משאבים רבים יותר באימות המידע בטרם ישחררו את המידע לשוק. בנוסף, החברות עצמן צריכות להשקיע משאבים כדי למנוע ממנהליהן להיות מעורבים בתרמית בשל בעיית הנציג. עלויות אלו יגדלו כתוצאה מהטלת אחריות על החברה בשל רשלנות.

הפחתת עלויות אימות אמינות המידע שבהן נושאים סוחרי המידע: משטר של רשלנות יביא לחיסכון בעלויות סוחרי המידע. מטבע הדברים, תוספת ההשקעה באימות המידע על ידי החברות תחסוך מקצת ממאמצי אימות אמינות המידע שישקיעו סוחרי המידע. ברם, חשוב לציין כי שתי ההשפעות לא בהכרח תבטלנה זו את זו. תוספת עלות אימות המידע שבה תישאנה חברות אמורה להיות נמוכה יותר מן החיסכון המקביל מבחינת סוחרי המידע. ראשית, כמוסבר לעיל, מנהלים — בהיותם אנשי פנים — מסוגלים לאמת מידע בצורה חסכונית יותר מאשר סוחרי המידע. שנית, מאחר שכל סוחרי המידע משקיעים באימות אמינות המידע, תוספת ההשקעה של החברה מונעת כפל השקעה מצד סוחרי המידע.

השהיית גילויי מידע לשוק: משטר של רשלנות צפוי לגרום לעיכוב מסוים בשחרור מידע לשוק. עיכוב זה יסודו בעובדה שמנהלי החברה יידרשו להשקיע זמן רב יותר באימות המידע בטרם ישחררוהו לציבור. עם זאת, העיכוב בגילוי מצד החברות יתקוז מן הסתם לנוכח גילום מהיר יותר של המידע למחירי ניירות הערך מצד סוחרי המידע, מאחר שהמידע שייגיע מן החברות לידי סוחרי המידע יהיה מדויק יותר ותהליך אימות אמינותו יתקצר.

מה התוצאה הכוללת של השפעות אלו? דומה שהתועלות הנובעות מהטלת חובות אימות מידע נוספות על חברות שקולות כנגד העלויות הכרוכות במשטר של רשלנות. כלל של רשלנות מחליף את כפל ההשקעה של סוחרי המידע באימות אמינות המידע בהשקעה יחידה וזולה מצד החברה באימות המידע. בהנחה שבהשוואה בין החברה לבין סוחרי המידע החברה היא המונע הזול יותר, דורשת היעילות כי עלות אימות המידע תוטל על החברה. כלל של רשלנות מאזן בין אמצעי הזהירות הננקטים על ידי החברות לבין אמצעי הזהירות הננקטים על ידי סוחרי המידע. אכן, משטר של רשלנות, להבדיל ממשטר של אחריות מוחלטת, משקף את העובדה שקיימים מצגי שווא שקל יותר לחברה למנוע ומצגי שווא שקל יותר לסוחרי המידע לאתר. הנחה שלפיה תמיד זול יותר לחברה למנוע את מצגי השווא טוביל להעדפה של משטר של אחריות מוחלטת.

לאור המסקנה שלפיה רשלנות עדיפה על תרמית נשאלת השאלה ביחס לדין

בארצות הברית, מדוע שלא שתוחלף דרישת התרמית כבסיס לאחריות בדרישה להוכחת רשלנות בלבד? למעשה אין אנו תומכים בשינוי שכזה. הניסיון מלמד, כי בתי המשפט בארצות הברית מבצעים לעתים אכיפת יתר של דרישת התרמית (מטילים אחריות בגין רשלנות במקום שבו נדרשת הוכחת כוונה). הסיבה המרכזית לאכיפת יתר נעוצה בכך שסעיף 10(b) ל-Securities Exchange Act of 1934 וכלל 5-10b של ה-Securities and Exchange Commission, המהווים בסיס לאחריות נאכפים באמצעות תביעות ייצוגיות. מנגנון התביעה הייצוגית בארצות הברית סובל "מיעילות יתר": בשל העובדה שבתי המשפט מוגבלים לבחינת הנטען בכתב התביעה כבסיס לאישורה²⁵⁸ ואין הם רשאים לבחון את סיכויי התביעה לגופה²⁵⁹, מוגשות תביעות רבות. בנוסף, למנגנון התביעה הייצוגית חסרונות נוספים שגורמים לריבוי תביעות בשל בעיות נציג מצד עורכי הדין של הקבוצה (שמעוניינים לסיים את ההליך בפשרה מוקדמת) ומצד מנהלי החברות הנתבעות שמעוניינים להתפשר מבלי שתיקבע אחריות בתרמית (שאינה מכוסה בביטוח). כתוצאה מן הלחץ של "יעילות היתר" של התביעות הייצוגיות, נגרמת אכיפת יתר שבעטיה מוטלת לעתים אחריות גם במקרים של רשלנות לאור חסרונותיו של מנגנון התביעה הייצוגית, יגביר שינוי האחריות מתרמית לרשלנות את הגשת התביעות הייצוגיות ובתוכן גם את תביעות הסרק. כתוצאה מכך עלול אימוץ סטנדרט של רשלנות, בצירוף שימור מנגנון התביעה הייצוגית על מגרעותיו, להביא לגלישת המשטר המשפטי לכיוון אמת מידה של אחריות מוחלטת²⁶⁰.

האיזון המשפטי המושג על דרך אימוץ אמת מידה מחמירה מדי (של תרמית), תוך הכרה בכך שלנוכח עלויות הנציג הכרוכות בהפעלת מנגנון התביעה הייצוגית²⁶¹ אמת המידה שתיושם בפועל תגלוש לעיתים לכיוון הרמה הרצויה (של רשלנות) – הוא יעיל²⁶². ראשית, איזון זה משמר את ההיזקקות לאכיפה פרטית ואת ההרתעה המושגת בעזרתה, מבלי להכביד יתר על המידה על החברות. מחקר אמפירי הראה כי הרכיב החשוב ביותר במערכת העוסקת בהסדרה של מסחר בניירות ערך הוא קיומה

258 בדומה לבחינה המתקיימת במקרה של טענה לסילוק תביעה על הסף.
259 בחינה של סיכויי התביעה מחייבת קביעת עובדות שאינה מותרת ללא מושבעים. בשלב הבקשה לאישור התביעה אין עדיין מושבעים בהליך.

260 מבחינה תיאורטית, משטר של אחריות מוחלטת יכפה על חברות להשקיע באמצעי זהירות שימנעו את כל מצגי השווא, וישחרר את סוחרי המידע מן הצורך לנקוט אמצעי זהירות כלשהם. אולם, מאחר שיש מצגי שווא שבשקלול עלות מול תועלת לסוחרי המידע עדיפות באיתורם, אין הצדקה למשטר קיצוני שכזה. יתר על כן, מספר תביעות השווא במשטר של אחריות מוחלטת יהיה גבוה מאד, וההתמודדות עם תביעות אלו תגרום להוצאות משמעותיות הן לחברות והן לבתי המשפט.

261 ראו J.C. Coffee Jr. "Understanding the Plaintiff's Attorney: The Implication of Economic Theory for Private Enforcement of Law Through Class and Derivative Actions" 86 *Colum. L. Rev.* (1986) 669.

262 ראו R.A. Bierschbach and A. Stein "Overenforcement" 93 *Geo. L. J.* (2005) 1743.

של אכיפה פרטית²⁶³. שנית, הגם שמשטר משפטי המעמעם את ההבחנה בין כוונה לבין רשלנות אינו יוצר מתאם מושלם בין האחריות המוטלת לבין ההתנהגות שבשלה הוטלה האחריות, השוק מספק את הסנקציה הנוספת הדרושה לצורך יצירת הרתעה הולמת מפני ביצוע תרמית בניירות ערך. מלבד התשלום שבו מחויבות חברות במסגרת הסדרי פשרה, סובלות חברות הנאשמות בתרמית גם מן הסנקציה החשובה יותר של ירידה במחירי מניותיהן²⁶⁴. השוק "שופט" את התועלת הגלומה בתביעות משפטיות פרטיות המוגשות כנגד חברות, על ידי התאמת מחירי ניירות הערך של חברות אלו, באופן המספק הרתעה מדויקת יותר מפני ביצוע תרמית²⁶⁵.

בהשוואה לדין בארצות הברית, המטיל אחריות המבוססת על תרמית, מבוססת האחריות בדין הישראלי בגין מצגי שווא על רשלנות עם היפוך נטל ההוכחה אל הנתבע להוכיח שלא התרשל²⁶⁶. מדוע החמיר המחוקק הישראלי את האחריות? כפי שהוסבר לעיל, את התשובה לכך יש לחפש ביחס שבין הדין המהותי לבין יעילות האכיפה. ישראל מתאפיינת בתופעת תת אכיפה בתחום התביעות הייצוגיות בדיני ניירות ערך. יסודה של תופעה זו בגישה הבלתי אוהדת של בתי המשפט למנגנון התביעה הייצוגית, המתבטאת בפרשנות מחמירה מדי של תנאי החוק ויישום מחמיר מדי שלהם מחד גיסא, ומאי התפתחות מספקת של שוק מקצועי מצד הייצוג של התובעים, מאידך גיסא. התוצאה היא מיעוט תובענות ייצוגיות המוגשות בגין עבירות על חוק ניירות ערך, ומיעוט באישורן של אלה המוגשות²⁶⁷. בהתחשב בכך שמנגנון האכיפה הייצוגי בישראל סובל מ"חוסר יעילות", אימץ המחוקק את הרשלנות כסטנדרט לאחריות משום שהחשש לגלישה לעבר סטנדרט של אחריות מוחלטת הוא קטן. יתר על כן, המחוקק

263 ראו R. La-Porta, F. Lopez-de-Silane & A. Shleifer "What Works in Securities Laws?" (July 2003) (*working paper series*), available at: URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=425880.

264 D.O. Cloninger & E.R. Waller "Corporate Fraud, Systematic Risk, and Shareholder Enrichment" 29 *J. Socio-Econ.* (2000) 189 פעילות בלתי חוקית בדרך כלל עולה על הקנסות, ההוצאות והעונשים המוטלים בפועל על החברות).

265 C. Loh & R.S. Rathinasamy "Do All Securities Class Actions Have the Same Merit? A Stock Market Perspective" 6 *Rev. Pacific Basin Fin. Markets & Policies* (2003) 167 (מחקר שבדק 290 תביעות שהוגשו על יסוד כלל 5-10b בין השנים 1996-1998 ומצא כי הגם שבסיכום כולל שערי מניותיהן של החברות הנתבעות ירדו בצורה ניכרת בערך מעת הגשת התביעה הראשונה, לא כל המקרים דומים, שכן בין מגוון הסיבות שהביאו להגשת תובענות ייצוגיות, רק ארבע קבוצות של סיבות – אלו שעניינן עיוותי חשבונאות, תרמית, פרסום מצגים אופטימיים מדי, והימנעות מגילוי מידע שלילי – אמנם מביאות לירידות משמעותיות כאמור בשערי המניות).

266 ראו סעיף 38ג(א) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, המפנה אל הוראות סעיפים 31(א) ו-33(1) לחוק הנ"ל.

267 ראו, מ' קידר התובענה הייצוגית בישראל (2004) (מצגי סטטיסטיקה של תביעות).

אימץ גם את חזקת התרמית-על-השוק בשוק הישראלי²⁶⁸, שכן, בלעדי החזקה יחוסל כליל מנגנון התביעה הייצוגית בישראל.

לסיכום, חזקת התרמית-על-השוק היא כלי משפטי המעודד את התפתחותו של שוק סוחרי מידע, ומפחית את עלויות נקיטת אמצעי זהירות, עלויות נזילות ועלויות הנציג הנובעות מפעילות המנהלים. חזקת התרמית-על-השוק משפרת את האפקטיביות של השוק ומובילה לשיפור היעילות והנזילות.

סיכום

במאמר זה הסברנו מהו תפקידם המרכזי של דיני ניירות ערך: לעודד את התפתחותו של שוק תחרותי של סוחרי מידע, וזאת מתוך שאיפה להשיג שוקי הון יעילים ונזילים. על מנת שהשוקים יהיו יעילים ונזילים, יש לדאוג לביצוען של שתי משימות: האחת, גילום מידע לתוך מחירי ניירות הערך הנסחרים בשוק, והשנייה, אספקת נזילות במסחר. מבין קבוצות השחקנים השונות הפועלות בשוק – אנשי פנים, סוחרי מידע, סוחרי נזילות וסוחרי רעש – בחרו דיני ניירות ערך להפקיד משימות אלו בידיו של סוחרי המידע, וזאת על דרך של הטלת איסור על מסחר במידע פנים. כדי לעודד את התפתחותו של שוק סוחרי מידע, מפחיתים דיני ניירות ערך גם את העלויות הכרוכות בגילום מידע ובמסחר, וזאת על דרך של הטלת חובות גילוי מנדטוריות ומגבלות על תרמית ומניפולציה בניירות ערך. כתוצאה מכך, ובתיווכו של שוק סוחרי המידע, מקדמים דיני ניירות ערך את תהליך גילום של המידע הקיים במחירי ניירות הערך הנסחרים בשוק, מגבירים את נזילות המסחר בשוק, ובהמשך גם מעודדים את המטרה הסופית של השגת שוקי הון יעילים ונזילים.

המודל שהצגנו במאמר מאפשר להתמודד עם שאלות רבות בדיני ניירות ערך המצריכות הכרעה של מדיניות. ראשית, על מנת להקטין את עלויות הנציג הכרוכות בפעילות מנהלי החברה, על חובות הגילוי לחול גם ביחס למידע רך ולא רק ביחס למידע קשיח. בכך יש לעודד שוק תחרותי של סוחרי מידע, שמצידו יפקח ביעילות על כלל עלויות הנציג (יורדא את קיומן הן של חובות האמונים והן של חובות הזהירות). שנית, גילוי מנדטורי מוצדק מאחר ששוק תחרותי של סוחרי מידע אינו יכול לספק תמריצים מספיקים לכל החברות הרשומות למסחר לגלות מידע באופן מלא. שלישית, אימוץ חזקת התרמית-על-השוק מוצדק, לא רק בגדרי שוק יעיל, אלא גם עבור שוק שאינו יעיל, וזאת מאחר שכיסוי אנליסטי מורחב תורם להתפתחותו של שוק אפקטיבי.

268 ראו סעיף 31(א)(1) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 וסעיף 33(1) לחוק הנ"ל, כפי שהוחלו מכוח סעיף 38ג(א)(1) לחוק שלעיל על דיווחים של תאגיד בשוק המשני.