

תרמית ומניפולציה בניירות ערך: תאומים לא זהים

מאת

זוהר גושן*

האיסור על תרמית ומניפולציה מהווה נדבך חשוב בהגנה על יעילות שוק ההון. שתי פעילויות אלו פוגעות ביעילותו של שוק ההון, בהכבידן על יכולתם של המשקיעים המתחכמים לגלם את שווי החברות במחירי ניירות הערך. המאמר מנתח את ההבחנה בין שני מושגים אלו – תרמית ומניפולציה – מבחינת היסודות המרכיבים אותם, על רקע המאפיינים הייחודיים לשוק ההון, על אף הרמיון ביניהם, למניפולציה מאפיינים המייחדים אותה מן התרמית. המרכזי שבהם: ביצוע מניפולציה כרוך בנטילת סיכונים כלכליים גדולים יתר עם סיכויי הצלחה מוגבלים בפעילות בשוק ההון. המאמר כוחן האם לאור מאפיינים אלו מן הראוי להתיר את המניפולציה – כפי שמחברים אחרים הציעו – או שמא מן הראוי לאסור אותה. ניתוח השפעתן של תרמיות ומניפולציות על שוק ההון, מוביל למסקנה שהטלת איסור על מניפולציה תניב לשוק ההון תועלות גדולות יותר מאשר התרתה. מבחינת נזקיה לשוק ההון ומבחינת השפעת הטלת האיסור עליה, מניפולציה כמותה כתרמית. לאור מסקנה זו, המאמר מנתח את היקף האיסור על תרמית הקיים בחוק ניירות ערך חל גם על מניפולציה. בנוסף, מוצע, כי לאור מטרת האיסור – הגנה על יעילות והגיונות שוק ההון – ולאור מאפייניהם הייחודיים של התרמיות והמניפולציות בשוק ההון, יש לראות בעבירות אלו עבירות התנהגות ולא עבירות תוצאה, במטרה לייעל את השפעת האיסור ואכיפתו.

מבוא. א. שוק הון יעיל, עיוותי מחיר ודיני ניירות ערך. 1. שוק הון יעיל; 2. עיוותי מחיר; 3. דיני ניירות ערך. ב. ההבחנה המושגית בין תרמית למניפולציה. 1. תרמית; 2. מניפולציה. ג. ההתנהגויות הנכללות בגדר המונחים "תרמית" ו"מניפולציה". 1. "משקיע"; 2. "ספקולנט"; 3. "סוחר רעש"; 4. "תרמית אינפורמטיבית"; 5. "תרמית התנהגותית"; 6. "מניפולציה תוך שוקית"; 7. "מניפולציה תוך שוקית". ד. גבולות האיסור – תרמית או מניפולציה? 1. האם תיתכן מניפולציה תוך שוקית רווחית? (א) הנחת התחלופה המושלמת; (ב) השפעת המידע ועלויות הנזילות; (ג) אפקט הסימולטניות ועלויות הנזילות; 2. מניפולציה תוך שוקית – האומנם בלתי צליחה? (א) שוק הון לא יעיל; (ב) שוק הון עם יעילות מוגבלת; (ג) שוק הון יעיל; 3. עלויות הטלת האיסור על מניפולציה תוך שוקית; 4. האם לאסור מניפולציה חוץ שוקית? ה. היקף האיסור בדין הישראלי – הערכה וביקורת. ו. סיכום.

* מרצה בכיר, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית בירושלים.
תודה לישראל גלעד, אתי דויטש, גיא הלפסק, עמרי ידלין, משתפי הכנס על "מגמות במשפט הפלילי" בתל אביב, ולחברי מערכת משפטים על הערותיהם המועילות לטיוטה קודמת של מאמר זה. תודה מיוחדת לטל בן נתן ולאסף חמרני על עזרה מצוינת במחקר.

מבוא

דיני ניירות ערך מבוססים על שלושה נדבכים מרכזיים – דרישת הגילוי נאות, איסור על שימוש במידע פנים ואיסור על תרמית ומניפולציה – המשלימים זה את זה בהשגת היעד של יצירת שוק הון הוגן ויעיל¹. דרישת הגילוי הנאות, שהיא הנדבך החשוב ביותר של דיני ניירות ערך, מחייבת, ככלל, את חשיפתם של פרטים מהותיים אודות החברה². דרישה זו נועדה להבטיח זרימת מידע מלא ואמין לשוק ההון, אשר ישמש את המשקיעים בבואם לקבוע את שוויים של ניירות הערך בהתאם לשוויין הכלכלי של החברות. מידע מלא ואמין הוא תנאי הכרחי לקיומו של שוק הון יעיל³.

הנדבך השני, האיסור על שימוש במידע פנים, נועד למנוע מסחר על בסיס מידע פרטי, תוך אי שוויון עם המשקיעים האחרים והפרת חובת אמון כלפי החברה⁴. ככלל, האיסור מתייחס למידע פרטי מהותי אודות החברה, שאינו ידוע לציבור המשקיעים ("מידע פנים") ולגורמים שכתוצאה מקשריהם עם החברה קיבלו גישה למידע זה ("אנשי פנים")⁵. אנשי הפנים מנועים מעשיית שימוש במידע הפנים. בין השאר אמור האיסור להשיג שוויון והגינות בין המשקיעים והמרצת המחזיק במידע לחשוף אותו לציבור. שכן, בהעדר היתר להשתמש במידע הפנים ולהרוויח מהמסחר על פיו, נשלל התמריץ לשמור מידע זה בחשאי למטרה זו. כאשר ייחשף מידע זה, ציבור המשקיעים יגלם את המידע במחיר נייר הערך באופן שישקף טוב יותר את שווי החברה שהנפיקה אותו, ויעילות שוק ההון תשתפר⁶.

הנדבך השלישי, האיסור על תרמית ומניפולציה, נועד להשלים את דרישת הגילוי הנאות ולאסור על ביצוען של פעולות הפוגעות בפעולתו של "השוק החופשי". בשוק הפועל בצורה יעילה מושפעים שערי המניות מתמורות כלכליות הנוגעות לתאגיד

1 שוק הון יעיל הוא שוק שבו מחירי ניירות הערך משקפים נכונה את שווייה של החברה שהנפיקה אותם. יעילותו של שוק ההון היא בעלת חשיבות מרכזית בכל הקשור לגיוס משאבים ולהקצאתם בצורה יעילה כמשק. R.J. Gilson & R.H. Kraakman "The Mechanisms of Market Efficiency" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 549.

2 למשל, סעיף 16 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך" או "החוק").

3 F. Easterbrook & D. Fischel "Mandatory Disclosure and The Protection of Investors" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 669.

4 K. Scott "Insider Trading, Rule 10b-5, Disclosure, and Corporate Privacy" 9 *J. Leg. Stud.* (1980) 801.

5 למשל, סעיף 52א לחוק ניירות ערך.

6 D. Haddock & J. Macey "Regulation on Demand: A Private Interest Model with an Application to Insider Trading Regulation" 30 *J. L. & Econ.* (1987) 311.

שהנפיק את נייר הערך, ממצב המשק בכללותו, ומפרמטרים אחרים כגון סחירות, תשואה וסיכון. לכל משקיע יש הערכות בדבר שווי נייר הערך, המבוססות על המידע שברשותו ועל כישוריו לנתח מידע זה. הערכות אלה מגבשות את המחיר שבו הוא יהיה נכון למכור או לרכוש את נייר הערך. שקלולן של פקודות המכירה והקנייה של כלל המשקיעים במסגרת מנגנון התמחור של המסחר הפומבי (הבורסות השונות), מניב את מחיר השוק⁷. האיסור על תרמית ומניפולציה נועד למנוע הפרעות לפעולתם של כוחות ההיצע והביקוש הקיימים בשוק. הפרעות עלולות להתרחש, בין השאר, על ידי מצגי שווא המעוותים את שיקולי ההשקעה של המשקיעים, או התערבות "מלאכותית" במנגנון התמחור שתסיט את שערו של נייר הערך מהמחיר שהיה נקבע על פי שיקולים כלכליים אלמלא אותה התערבות. האיסור נועד לשמור על מחירי השוק של ניירות הערך כתוצר של היצע וביקוש אמיתיים, המושפעים ממידע מלא ואמין. אחרת, לא זו בלבד שמחירי ניירות הערך – אשר לא ישקפו את שוויין הכלכלי של החברות – יגרמו להקצאת משאבים לא יעילה, אלא ששוק שבו נפוצות תרמית ומניפולציה ירתיע משקיעים פוטנציאליים.

מאמר זה יעסוק באיסור על תרמית ומניפולציה. בחלקו הראשון נבהיר את מהות פעולתו של שוק ההון, ואת השפעתן של התרמית והמניפולציה על יכולתו לשקף נכונה את שוויים של ניירות הערך השונים. בחלקו השני של המאמר נבהיר את ההבחנה המושגית בין תרמית לבין מניפולציה, ועל בסיס הבחנה זו נסווג, בחלק השלישי, את ההתנהגויות הנכללות בגדר תרמית ומניפולציה. בחלקו הרביעי של המאמר נבחן האם ראוי לאסור מניפולציה בניירות ערך או שמא ניתן להסתפק בהטלת האיסור על תרמית בלבד. דיון נורמטיבי זה, על רקע אופן פעולתו של שוק ההון, ישמש אותנו בחלקו החמישי של המאמר, שעניינו הצגת הפרשנויות השונות לדין הפוזיטיבי בישראל והערכתן. בחלק האחרון – נסכם.

א. שוק הון יעיל, עיוותי מחיר ודיני ניירות ערך

1. שוק הון יעיל

שוקי הון יעילים הם שווקים שבהם מחירי ניירות הערך משקפים נכונה את שוויין של החברות שהנפיקו אותם. מנגנון התמחור של השוק מבוסס על סכימה (אגרגציה) של מגוון ההערכות הסובייקטיביות של המשקיעים השונים. לכל משקיע יש הערכות

7 Gilson & Kraakman (לעיל, הערה 1).

סובייקטיביות בדבר שוויו של נייר הערך, המבוססות על המידע שברשותו ועל כישוריו ויכולתו לנתח את המידע. המשקיעים משקפים את המידע שברשותם באמצעות נכונותם לסחור במחירים מסוימים ובכמויות מסוימות. מכלול פקודות הקנייה והמכירה, שכל אחת מהן אוצרת בתוכה הערכה סובייקטיבית מסוימת, משתקללות למחיר שוק⁸.

בדרך כלל, מחיר השוק מהווה את הערכת השווי הטובה ביותר שניתן לבצע, בהשוואה להערכת שווי של משקיע יחיד. כאשר קבוצה מעריכה שווי לא ודאי של נכס, הערכותיה טובות יותר, מבחינה סטטיסטית, מהערכותיו של כל פרט באותה קבוצה. ראשית, משום שמחיר השוק נגזר מבסיס מידע רחב של כלל המשקיעים, להבדיל מבסיס המידע שעומד לרשותו של משקיע יחיד. שנית, משום שמחיר השוק הוא תוצר של מספר גדול של הערכות נפרדות ובלתי תלויות זו בזו. פרט בקבוצה יכול לתת כל הערכה שהיא מתוך מגוון האפשרויות ההסתברותיות. לעומת זאת, בהערכה של קבוצה, הפרטים שמעריכים שווי גבוה מדי מקזזים את השפעתם של הפרטים שמעריכים שווי נמוך מדי, וכך מתקבלת הערכה שמבחינה הסתברותית היא הקרובה יותר לשווי ה"נכון"⁹.

כאשר מחיר השוק הוא תולדה של פעילותם של משקיעים מתוחכמים, המבססים את הערכותיהם על מידע רלבנטי לקביעת שווי ועל שיקולים כלכליים, מחיר השוק ישקף נכונה את שווי ניירות הערך¹⁰. משקיעים אלה אוספים מידע, מנתחים אותו ומערכנים את הערכותיהם באופן שוטף. כל פיסה חדשה של מידע מהותי המגיעה לידיעתם, מגולמת מיד לתוך המחיר בפעולות מסחר שהם מבצעים. שוק שכזה, המתמחר את שווי ניירות הערך מהר ובמדויק, הוא שוק הון יעיל. בשוק יעיל כל נייר ערך נסחר במחירו הנכון, המשקף את המתאם שבין תשואה לסיכון¹¹. אכן, כל משקיע יכול לרכוש או למכור ניירות ערך ללא כל מידע אודותיהם, מבלי לחשוש שמחירם גבוה או נמוך מדי. במילים אחרות: שוק הון יעיל לא רק מבטיח הקצאת משאבים יעילה במשק¹², אלא גם מעניק הגנה למשקיעים שאינם משקיעים במידע¹³.

כדי שהשוק יהיה יעיל, אין הכרח שכל המשקיעים יהיו משקיעים מתוחכמים. גם כאשר רק חלק מהמשקיעים הם משקיעים מתוחכמים, עדיין ייתכן שיהיה בכוחם לנטרל

8 שם.

9 שם, בעמ' 581, הערה 103.

10 S.J. Grossman & J.E. Stiglitz "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets" 70 *Am. Econ. Rev.* (1980) 393.11 E.F. Fama "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" 25 *J. Fin.* (1970) 383.12 M. Kahan "Securities Laws and The Social Costs of 'Inaccurate' Stock Prices" 41 *Duke L. J.* (1992) 977.13 E.F. Fama "Random Walks in Stock Market Prices" 21 *Fin. Analysts J.* (1965) 5.

בפעולות המסחר שלהם את השפעתם של המשקיעים הלא מתוחכמים, ובמקרה שכזה השוק יתנהג כשוק יעיל¹⁴. למשל, אם המשקיעים הלא מתוחכמים גורמים לנייר ערך להיסחר מתחת לערכו (בשל הערכות מטופשות או לא רציונליות), המשקיעים המתוחכמים ירכשו את אותו נייר ערך עד ששערו יעלה לשווי שהיה מתקבל בשוק יעיל, ולהפך: אם שערו של נייר הערך עולה מעל לערכו, המשקיעים המתוחכמים ימכרו את נייר הערך (כולל מכירה ב"חסר"¹⁵) עד ששערו ירד לשווי שהיה מתקבל בשוק יעיל. בשני המקרים, הרווח של המשקיעים המתוחכמים נובע מההפרש שבין המחיר השגוי שיוצרים המשקיעים הלא מתוחכמים (הערכת חסר או יתר) לבין המחיר ה"נכון" המבוסס על ניתוח כלכלי מדויק יותר¹⁶. רווח זה הוא התשואה העודפת שמעניק השוק לאותם גורמים שמשקיעים במידע ופועלים על פיו. זוהי תמורה עבור פעילות המייעלת את שוק ההון¹⁷.

2. עיוותי מחיר

לעתים, אין בכוחם של המשקיעים המתוחכמים לגבור על המשקיעים הלא מתוחכמים, והשוק לא מתנהג כשוק הון יעיל¹⁸. המשקיעים הלא מתוחכמים (אותם נכנה "סוחרי רעש") עלולים לפעול על בסיס שיקולים לא רציונליים – שאין להם קשר להערכת התשואה והסיכון של נייר הערך – ולגרום לעיוות המחיר של נייר הערך¹⁹. כאשר סוחרי הרעש פועלים באופן מקרי, חלקם מעריכים הערכת יתר וחלקם מעריכים הערכת חסר, יש להניח כי פעולותיהם תקוונה זו את זו והמחיר לא יעוות. אולם, לעתים סוחרי הרעש פועלים על בסיס גחמה כללית או שמועה משותפת, שגורמת לכולם לפעול בעוצמה רבה

14 Grossman & Stiglitz (לעיל, הערה 10).

15 מכירה ב"חסר" (short sale) היא מכירה של ניירות ערך שאינם בבעלות המוכר. משקיע שיש לו מידע שלילי על נייר ערך שאינו בבעלותו, יכול להרוויח מהמידע שברשותו על ידי מכירה ב"חסר". המשקיע לווה את נייר הערך ממשקיעים שאינם מתכוונים לסחור בו תמורת עמלה. המשקיע מוכר את נייר הערך במחיר שלדעתו הוא גבוה מדי, וממתין להתממשות הערכותיו ולירידת שער נייר הערך. אם שער נייר הערך יורד, המשקיע קונה את נייר הערך במחיר הנמוך ומחזיר את נייר הערך לבעליו: הרווח הוא ההפרש בין המחיר הגבוה שבו נמכר נייר הערך לבין המחיר הנמוך שבו הוא נרכש חזרה, פחות העמלה. אם שער נייר הערך עולה, המשקיע יאלץ לרכוש את נייר הערך במחיר גבוה מן המחיר שבו מכר את נייר הערך קודם לכן: ההפסד הוא ההפרש בין מחיר הקנייה הגבוה לבין מחיר המכירה הנמוך, ובתוספת העמלה.

16 Gilson & Kraakman (לעיל, הערה 1).

17 Grossman & Stiglitz (לעיל, הערה 10).

18 J.B. De Long, A. Shleifer, L.H. Summers & R.J. Waldmann "The Survival of Noise Traders in Financial Markets" 64 J. Bus. (1991) 1

19 J.B. De Long, A. Shleifer, L.H. Summers & R.J. R.J. ; F. Black "Noise" 41 J. Fin (1986) 529 19
Waldman "Noise Trader Risk in Financial Markets" 98 J. Pol. Econ. (1990) 703

באותו כיוון – על נייר ערך מסוים, על תעשייה מסוימת או על כלל השוק. במקרה זה, המחיר יסטה ממחירו הראוי²⁰. המשקיעים המתוחכמים "יתקנו" את המחיר, תוך השקעת משאבים בביצוע פעולת מסחר הפוכה לסוחרי הרעש, רק אם יבטיחו לעצמם רווח מפעולה זו. רווח יובטח, רק אם מחיר השוק אכן ישוב בסופו של תהליך למחיר ה"נכון"²¹.

אולם, ייתכנו מצבים שבהם המשקיעים המתוחכמים יעמדו בפני חוסר ודאות בדבר חזרתו של מחיר השוק למחירו הנכון. יש לכך כמה טעמים: ראשית, לא אחת משאביהם של משקיעים אלה מוגבלים (בעיקר בשל הקושי ללוות לצורך השקעה מסוכנת)²². מגבלות אלה מונעות גיוס משאבים שיאפשרו השפעה מכרעת על המחיר, יחד עם שמירה על תיק מגוון. כתוצאה מכך המשקיע נאלץ לרכוש את משאביו במספר מצומצם של חברות, תוך חשיפה גדולה לסיכונים הספציפיים של חברות אלה²³. שנית, בעוד שהערכת ביצועיהם של משקיעים בבתי השקעות שונים נעשית אחת לחצי שנה או לשנה, התפוגגות השפעתם של סוחרי רעש עלולה להימשך זמן ממושך יותר²⁴. משקיעים אלה יימנעו מהשקעה בניירות ערך שעלולים שלא להניב את התשואה המיוחלת בתקופה קצרה. שכן, גם כאשר יתגלה שמשקיע מתוחכם "צדק", הדבר עלול להיות מאוחר מדי עבורו. שלישית, לעתים רווחי יותר למשקיעים המתוחכמים "לקפוץ על העגלה" ולהשקיע באותו כיוון עם סוחרי הרעש, כאשר השפעתם צפויה להימשך עוד זמן רב²⁵.

בהעדר ודאות שמחיר נייר הערך ישוב למחירו הנכון תוך תקופה סבירה, מבחינת המשקיע המתוחכם, המשקיע נחשף לא רק לסיכונים הנובעים מפעילותה העסקית של הפירמה ומהסיכונים הכלכליים המשפיעים על כלל השוק, אלא גם לסיכון של עיוות המחיר על ידי סוחרי הרעש ("סיכון רעש")²⁶. כדי לפצות את עצמו על השקעה בחיק לא מגוון, החושפת אותו הן לסיכונים הספציפיים של החברה והן לסיכון הרעש, המשקיע ידרוש תשואה גבוהה יותר משהיה דורש בעת החזקת תיק מגוון וללא סיכוני רעש. מכיוון שתשואה זו נמדדת, כאמור, בהפרש שבין המחיר השגוי למחיר הנכון, המשקיע

R.J. Shiller "Stock Prices and Social Dynamics" 2 *Brookings Papers on Econ. Activity* 20 457 (1984); וכן De Long, et al. (לעיל, הערה 18 ר' 19).

21 De Long, et al. (לעיל, הערה 19), וכן Fama (לעיל, הערה 13).

22 H. Shleifer & L.H. Summers "The Noise Trader Approach to Finance" 4 *J. Econ. Perspectives* (1990) 19; וכן De Long, et al. (לעיל, הערה 19).

23 F. Modigliani & G.A. Pogue "An Introduction to Risk and Return: Concepts and Evidence" 30 *Fin. Analysts J.* (1974) 68; וכן Black (לעיל, הערה 19).

24 De Long, et al. (לעיל, הערה 19); וכן Shleifer & Summers (לעיל, הערה 22).

25 שם.

26 שם.

לא יפעל לתיקון המחיר אלא כאשר המחיר השגוי יתרחק מאוד מהמחיר הנכון. אכן, במצב זה, התשואה הצפויה למשקיע המתוחכם תהיה גבוהה. דא עקא, שוק שבו הסטיות מהמחיר הנכון הן גדולות ותיקוני המחיר הם איטיים אינו שוק יעיל. בתמצית: הן בשוק יעיל והן בשוק לא יעיל מנגנון התמחור מבטא את שיווי המשקל שבין פעולתם של משקיעים מתוחכמים לפעולתם של סוחרים הרעש. ההבדל בין שני שווקים אלה מתבטא במידת השפעתם של המשקיעים המתוחכמים על המחיר המתקבל. ככל שהשפעתם משמעותית יותר, כך המחיר משקף נכון יותר את שווי נייר הערך; ככל שהסטיות מהמחיר הנכון הן קטנות יותר ותיקוני המחיר מהירים יותר, כך השוק יעיל יותר, ולהפך. יעילות שוק ההון היא, אם כך, עניין של מידה²⁷. מקובל לחלק את השווקים לפי מידת יעילותם: יעילות חלשה, יעילות חצי-חזקה ויעילות חזקה²⁸. יעילות חלשה תתקיים בשוק שבו מחירי ניירות הערך מגלמים את כל המידע שניתן לדלות ממחירי העבר של ניירות הערך²⁹. יעילות חצי חזקה תתקיים בשוק שבו מחירי ניירות הערך מגלמים נכונה ובמהירות את כל המידע הציבורי הרלבנטי לתמחורם³⁰. יעילות חזקה תתקיים בשוק שבו מחירי ניירות הערך מגלמים נכונה ובמהירות את כל המידע, הציבורי והפרטי, הרלבנטי לתמחורם³¹. כמובן: בשוק המקיים

Z. Goshen *Dividend Policy: Implications for Firm and Market Efficiency* (A J.S.D. 27 Dissertation, Yale Law School, 1991) 97-99.

27 רמות אלו של יעילות נקבעו למעשה לפי סוג המחקרים האמפיריים שבחנו את עצם קיומה של יעילות. רמת היעילות הוגדרה בהתאם להיקף המידע שנבחן במחקר. V. Brudney & M. Chirelstein's, מחקר.

V. Brudney & W. Bratton *Corporate Finance* (4th ed., New York, 1993) 126.

28 בהנחה שאכן גלום במחירי העבר מידע כלשהו, שיש בו כדי ללמד על התנועה הצפויה במחיר ניירות הערך בעתיד, מחיר נייר הערך ישקף מידע זה כבר היום. לכן, בשוק שכזה, הקשר בין מחיר ניירות הערך בעבר לבין מחירם מחר הוא מקרי לחלוטין. ראו Fama (לעיל, הערה 11).

29 המידע הציבורי אינו כולל רק את המידע המסופק לשוק במסגרת חובות הגילוי (מאזנים, דוחות וכדומה) אלא גם מידע המתפרסם בעיתונות ובכל אמצעי תקשורת שיש לציבור נגישות פוטנציאלית אליו. המידע מתייחס הן לחברה המסוימת שאת ניירות הערך שלה בוחנים והן ליתר תנאי השוק היכולים להשפיע על שער ניירות הערך. בשוק שבו מחירי ניירות הערך מבטאים את כל המידע הציבורי, לא ניתן לזכות בתשואה עודפת על השוק כתוצאה מהשקעה המבוססת על מידע ציבורי. ראו M.C. Jensen "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964" 23 *J. Fin.* (1968) 389; J.M. Patell & M.A. Wolfson "The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements" 13 *J. Fin. Econ.* (1984) 223.

30 בשוק שכזה, לא ניתן יהיה להפיק תשואה עודפת כתוצאה מהשקעה המבוססת על שימוש במידע פנים, למשל.

את התנאי של יעילות חזקה, מחירי ניירות הערך משקפים בצורה הטובה ביותר את שוויים של ניירות הערך³².

3. דיני ניירות ערך

דיני ניירות הערך שואפים לקדם את היעילות החצי-חזקה. כאמור, חובות הגילוי נועדו לספק לשוק מידע ציבורי אמין ועדכני, כדי שהשוק יוכל לתמחר טוב יותר את ניירות הערך. האיסור על שימוש במידע פנים אף הוא מעודד את היעילות החצי-חזקה, בדרכו את אנשי הפנים לחשוף לעיני הציבור את המידע שברשותם³³. כך גם האיסור על תרמית ומניפולציה – העלמת מידע מהותי, יצירת מצגי שווא וכדומה – מעודד אף הוא את היעילות החצי חזקה, בהבטיחו הזרמת מידע אמין ומלא לשוק. ככל שמידע אמין ומהותי רב יותר יהפוך למידע ציבורי, כך תגדל ההסתברות שהשוק יקיים את התנאי של יעילות חצי-חזקה, ויתמחר את ניירות הערך קרוב ככל האפשר לשוויין של החברות שהנפיקו אותם. כאשר מחירי ניירות הערך משקפים נכונה את שוויין של החברות אזי תתקיים הקצאת משאבים יעילה במשק, יגבר אמון המשקיעים בשוק ההון, ואיתו תגבר גם נכונותם להשקיע, דבר שיגדיל את הצמיחה במשק. תרמיות ומניפולציות גורמות לעיוותי מחיר ומקשות על המשקיעים המתוחכמים לייצל את השוק. כך, למשל, תרמית הכוללת הפצת מידע מהותי שגוי אל השוק תגרום

32 מחקרים אמפיריים מאשרים ששוקי הון מקיימים את התנאי של יעילות חלשה: B.G. Malkiel "Is the Stock Market Efficient?" 243 *Science* (1989) 1313; וכן את התנאי של יעילות חצי חזקה (לעיל, הערה 30). מנגד, מחקרים אמפיריים שוללים את קיומה של יעילות חזקה, וראו E.F. Fama "Efficient Capital Markets: II" 46 *J. Fin.* (1991) 1575.

33 ניתן לטעון כי אילו הותר השימוש במידע פנים, השוק היה מקיים את התנאי של יעילות חזקה. D. Carlton & D. Fischel "The Regulation of Insider Trading" 35 *Stan. L. Rev.* (1983) 857. טענה זו מבוססת על ההנחה, שבין אנשי הפנים תיווצר תחרות על השימוש במידע פנים, ושתחרות זו תגרום למחירי ניירות הערך להגיב מיד למידע זה. אולם, לאנשי הפנים ברור שתחרות כזו תשלול את האפשרות להפיק רווח ממידע הפנים. הדרך למקסם את הרווח ממידע הפנים מחייבת לשמור את המידע בחשאי לתקופה ארוכה, כדי לרכוש (או למכור) כמות גדולה יותר של ניירות ערך מיותר (או ליותר) משקיעים. בהנחה שאנשי הפנים ינהגו כך, השוק יקבל מידע מאוחר יותר משהיה מקבלו אילו היה איסור על שימוש במידע פנים, והתמריץ להשהות את הגילוי היה נשלל. V. Brundey "Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under Federal Securities Laws" 93 *Harv. L. Rev.* (1979) 322; וכן, J. Seligman "The Reformulation of Federal Securities Law Concerning Nonpublic Information" 73 *Geo. L. J.* (1985) 1083. יתר על כן: היתר לשימוש במידע פנים עלול לפגוע ביעילות היצרנית של החברה, אם, למשל, אנשי הפנים יקבלו החלטות עסקיות שמטרתן להשיא את שווי של מידע הפנים. ראו R.J. Haft "The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of Large Corporation" 80 *Mich. L. Rev.* (1982) 1051.

למשקיעים לתמחר את נייר הערך על פיו. המחיר שיתקבל יהיה מעוות, ומבצעי התרמית יוכלו להפיק לעצמם רווח כתוצאה מהפער בין המחיר המעוות למחיר שהיה מתקבל אלמלא התרמית. הניזוקים העיקריים הם דווקא המשקיעים המתוחכמים, שלא זו בלבד שהפסידו את השקעתם בלימודו של מידע שגוי, אלא גם נשאו בהפסד נוסף הנובע מפעולתם על בסיס אותו מידע³⁴. המשקיעים המתוחכמים יאלצו, אם כן, להשקיע משאבים רבים לשם בדיקתו של המידע המועבר אל השוק³⁵. השקעה זו מייקרת את פעולתם של המשקיעים המתוחכמים, חושפת אותם לסיכון נוסף על סיכוני ההשקעה וסיכון הרעש, ומגבילה את יכולתם לפעול ליעול השוק.

בדומה, מניפולציה המתבצעת תוך התערבות פסולה במנגנון התמחר של השוק, גורמת לעיוות של המידע הגלום במסחר עצמו (מחזורי המסחר, שינויי השער וכדומה)³⁶. משקיעים מתוחכמים לא יוכלו לסמוך על אמינותו של מידע חשוב זה³⁷, והם יאלצו להתבסס על מידע חילופי או להשקיע משאבים לבחינת אמינותו של המידע הגלום במסחר. שוב יגרוור הדבר ייקור עלויות למשקיעים המתוחכמים, ויכולתם ליעול את השוק תיפגם.

ברור, עם זאת, כי גם משקיעים לא מתוחכמים עלולים להיפגע מתרמית וממניפולציה. פגיעה זו תתרחש כאשר משקיעים אלה מאמצים אסטרטגיית השקעה המבוססת על רכישה ומכירה של ניירות ערך בטווחי זמן קצרים, בתגובה למה שנחזה בעיניהם כשינויים בבסיס המידע על החברה. פעולה תחת אסטרטגיה כזו עלולה לגרום למשקיעים אלה להגיב למידע הגלום בתרמית או במניפולציה, ולהיפגע. ניתן אף להעריך, כי משקיעים לא מתוחכמים (סוחר רעש), המשקיעים לטווחי זמן קצרים, יהיו חשופים יותר לסכנת פגיעה מתרמית וממניפולציה.

על רקע זה ברורה חשיבותם של דיני ניירות ערך בכלל, ושל האיסור על תרמית ומניפולציה בפרט. המשקיע המתוחכם חשוף במיוחד לתרמית ולמניפולציה בשל

F. Easterbrook & D. Fischel *The Economic Structure of Corporate Law* (Cambridge, 1991) 34 283.

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

36 למשל, Easterbrook & Fischel (לעיל, הערה 34), בעמ' 294.

37 חשיבותו של המידע הגלום בפעולות המסחר מצאה ביטוי, בין השאר, בחובת הגילוי (דיווח מידי) המוטלת על התאגיד ביחס לשינויים באחזקותיהם של בעלי עניין, לפי תקנה 33 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970. כמו כן, ניתן ללמוד על חשיבות המידע הגלום בפעולות המסחר מפעולות "איתות" המבוצעות בשוק, כאשר חברות או בעלי עניין מודיעים על רכישת ניירות ערך או על הצעות רכש. ראו: T. Vermaelen "Common Stock Repurchases Market Signaling: An Empirical Study" 9 *J. Fin. Econ.* (1981) 139.

התבססותו על מידע בהחלטות ההשקעה שלו. עבורו, הגנת דיני ניירות ערך היא חיונית לצמצום עלויות פעילותו. אולם, למעשה, הגנה על המשקיעים המתוחכמים, המבטיחים את יעולו של שוק ההון, מגנה בעקיפין גם על המשקיעים הלא מתוחכמים. בשוק יעיל, כל נייר ערך נסחר בערכו הנכון, דבר המאפשר למשקיע הלא מתוחכם לסחור בניירות ערך מבלי לחשוש שמא מחירם מעוות. ההגנה מפני תרמית ומניפולציה בניירות ערך היא, כאמור, עניינו של מאמר זה.

ב. ההבחנה המושגית בין תרמית למניפולציה

השימוש בביטויים "תרמית" ו"מניפולציה" נועד לאפיין קבוצת התנהגויות שיש להבחין ביניהן לבין התנהגויות מותרות או התנהגויות אסורות אחרות. בדרך כלל, קיימת נטייה להשתמש במונחים "תרמית" ו"מניפולציה" בהקשר זה, מבלי להבחין ביניהם ולהגדירם³⁸; ברם, כפי שנראה מיד, תרמית אינה זהה בהכרח למניפולציה.

1. תרמית

נוסף על דיני ניירות ערך מופיע המונח "תרמית" גם בחוק העונשין³⁹ ובפקודת הנזיקין⁴⁰. המשמעות המקובלת של המונח כוללת שני מרכיבים: אובייקטיבי וסובייקטיבי. המרכיב האובייקטיבי הוא מעשה או מחדל שמבחינה אובייקטיבית ניתן לומר עליהם שהם פסולים⁴¹. רכיב זה בא לידי ביטוי ביסוד "מצג השווא" המופיע בהגדרות התרמית השונות. מצג השווא לא חייב להיות מפורש, ובתנאים מסוימים ניתן להסיקו גם מתוך התנהגות. המרכיב הסובייקטיבי הוא כוונה להונות את האדם שמצג השווא מופנה אליו⁴². לאחר שאיתרנו התנהגות פסולה מבחינה אובייקטיבית, יש לבדוק האם מבצע ההתנהגות התכוון להשתמש בהתנהגות זו כדי להונות. כוונה זו היא המבחינה בין תרמית לבין מצג שווא רשלני, שלקיומו לא נדרשת מודעות אקטואלית

38 לדוגמא: סעיף 10(b) ל-1934 Securities Exchange Act, 15 U.S.C. 78j) (להלן: "SEA"); סעיף 14(e) ל-SEA (15 U.S.C. 78n); וכן כלל 10b-5 שנקבע על ידי ה-SEC.

39 Commission (להלן: "SEC") מכוח הסמכות שהוענקה לה בסעיף 10(b) לעיל.

40 ראו סעיפים 414, 415, 422, 423, 424, 425 ו-426 לחוק העונשין, תשל"ז-1977.

41 סעיף 56 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש].

42 לדוגמא, הגדרת התרמית בסעיף 56 לפקודת הנזיקין: "היצג כחב של עובדה..."

43 למשל, סעיף 56 לפקודת הנזיקין, הקובע: "...אולם אין להגיש תובענה על היצג כאמור, אלא אם היה מכון להטעות את התובע..."

לשווא שבמצג⁴³. מבחינה מושגית, תרמית מתבצעת כאשר היסוד האובייקטיבי (מצג השווא) מתלכד עם היסוד הסובייקטיבי (כוונה לרמות).

2. מניפולציה

בניגוד למונח "תרמית", המופיע בהקשרים שונים בחקיקה הישראלית ואף זכה להגדרה סטטוטורית, המונח "מניפולציה" אינו מופיע כלל בחוק ניירות הערך הישראלי. יתר על כן: גם בארצות הברית, למרות שהוא מופיע בכמה סעיפים בחוקי ניירות הערך⁴⁴, לא זכה מונח זה להגדרה. השימוש החקיקתי במונח זה מחד גיסא, והעדר הגדרה סטטוטורית מאידך גיסא, הובילו לניסיונות רבים – הן מצד האקדמיה והן מצד הפסיקה – להגדיר ביטוי זה, אשר תואר כ"term of art"⁴⁵. לדעת פישל ורוס, ניסיונות אלו הניבו שלוש הגדרות מרכזיות, שכפי שיוסבר מיד אינן מסייעות בהבהרת משמעותו של המונח והיקף תחולתו⁴⁶.

ההגדרה הראשונה מתייחסת להתערבות מלאכותית בפעולה החופשית של כוחות ההיצע והביקוש של השוק. מעבר לקושי הנובע מאי הגדרת המונח "התערבות", קיים קושי בהבנת משמעות הביטוי "התערבות מלאכותית". שימוש בביטוי מסוג זה מניח, במידה רבה, את המבוקש: הגדרה זו מניחה את קיומה של הבחנה ברורה בין התערבות מלאכותית שאינה לגיטימית לבין התערבות שאינה מלאכותית, שהיא לגיטימית. ברם, הגדרה זו אינה מספקת את האמצעים הדרושים להבחנה בין פעילות מותרת לפעילות אסורה.

ההגדרה השנייה מתייחסת להנעת אנשים לסחור בנייר הערך. מגרעתה העיקרית של הגדרה זו היא בהיקפה הרחב מדי: כמעט כל פעילות מסחרית לגיטימית עלולה להיחפס במסגרת ההגדרה, על ידי הצגתה כהנעת צד מסוים לסחור. כאשר לאה מציעה לראובן לרכוש ממנה מניה במחיר מסוים, וראובן מייחס לאותה מניה שווי גבוה יותר, סביר מאד שראובן יענה להצעה. במקרה שכזה, ניתן לומר כי לאה הניעה את ראובן לסחור במניה, אך לא ניתן לומר כי זו מניפולציה. ההגדרה אינה מעמידה לרשותנו כלים להבחין בין "הנעה" שהיא לגיטימית ל"הנעה" שאינה לגיטימית.

43 המ' 106/54 וינשטיין נ' קדימה אגודה שיתופית בע"מ, פ"ד ח(2) 1317; ע"א 209/85 עיריית קרית אתא נ' אילנקו בע"מ, פ"ד מב(1) 190.

44 ראו לעיל, הערה 38.

45 ראו Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 199 (1975).

46 D.R. Fischel & D.J. Ross "Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?" 46 105 Harv. L. Rev. (1991) 503, 507-509.

ההגדרה השלישית מתייחסת להסטת מחיר נייר הערך לרמה מלאכותית. הביקורת על הגדרה זו דומה לביקורת שנמתחה על ההגדרה הראשונה לעיל, דהיינו: העדר כלים להבחנה בין רמת מחירים מלאכותית, הנגזרת מפעילות שאינה לגיטימית, לבין רמת מחירים שאינה מלאכותית, הנגזרת מפעילות לגיטימית.

לדעת פישל ורוס, הגדרת המניפולציה חייבת לקבוע מדד ברור להבחנה בין פעילות מותרת לבין פעילות אסורה, מבלי להמיר מונח לא מוגדר אחד במונח לא מוגדר אחר. ואכן, פישל ורוס הציעו הגדרה העונה לדרישה זו⁴⁷. בניגוד להגדרות לעיל, המתיימרות להגדיר את המניפולציה במישור האובייקטיבי, הגדרה זו מתמקדת במישור הסובייקטיבי בלבד – היסוד הנפשי של הסוחר. על פי הגדרה זו, המניפולציה כוללת שלושה מרכיבים: המסחר מיועד להזיז את שער נייר הערך בכיוון מסוים; הסוחר אינו מאמין שהשער ינוע בכיוון המסוים אם לא יבצע את פעולת המסחר המתוכננת; הרווח שהסוחר מפיק נובע אך ורק מיכולתו להזיז את השער באמצעות המסחר, ולא עקב מידע בעל ערך המצוי ברשותו⁴⁸.

על בסיס הגדרה זו, להבדל המושגי שבין תרמית לבין מניפולציה שני היבטים. לפי ההיבט הראשון, ההבדל נעוץ בקיומו או בהעדרו של היסוד האובייקטיבי (מצג שווא). בתרמית, אם נבחן את מעשי הסוחר במישור העובדתי, נוכל לאתר מעשה פסול כלשהו – למשל, מסחר במקביל להפצת שמועות שקריות – שביחס אליו נצטרך לבדוק את היסוד הנפשי של הסוחר באותה עת. המניפולציה, לעומת זאת, מבוססת לחלוטין על היסוד הנפשי של הסוחר – הכוונה לרמות. במישור העובדתי גרידא, התנהגות הסוחר זהה לכל פעילות מסחרית לגיטימית אחרת. בהעדר "מצג שווא", הדבר ההופך את הפעילות לאסורה הוא כוונת הסוחר: הכוונה להרוויח מהשינוי שייגרם במחיר אך ורק עקב יכולתו שלו להשפיע על המחיר. זהו ההיבט שאימצו פישל ורוס⁴⁹.

לפי ההיבט השני, המוצע כאן, ההבדל בין תרמית למניפולציה נעוץ בטיבו של מצג השווא ולא בעצם קיומו. אחד המבחנים לקביעת השווא שבמצג כלשהו הוא מבחן "הסרט האילם", על פיו יש להתבונן במצג מבלי "לשמוע" את כוונות הסוחר כדי לקבוע אם מדובר במצג שווא. לדוגמא, כאשר מופצת שמועה, ניתן לקבוע את מידת אמיתותה במנותק מכוונותיו של הסוחר. מבחן "הסרט האילם" הוא מבחן המבוסס על בחינה בדיעבד, מנקודת מבטו של חוקר המנסה לקבוע אם פעילות מסוימת היא תרמית אם לאו. אולם, ניתן לבחון את מצגי השווא על פי מבחן "הסרט האילם" גם מנקודת מבט

47 שם, בעמ' 510.

48 כפי שנראה בהמשך, "מידע בעל ערך" אינו בהכרח מידע על ביצועיה העתידיים של החברה המנפיקה, אלא גם מידע המתייחס לציפיות משקיעים אחרים והתנהגותם העתידית – סוג המידע המהווה בסיס לפעולות ספקולטיביות.

49 Fischel & Ross (לעיל, הערה 46), בעמ' 510.

של הסוחרים הפועלים בשוק בזמן אמת. סוחרים אלה אינם "שומעים" את כוונות הסוחרים האחרים, ומבחינתם מצגי השווא אינם ניתנים לאיתור בעת קבלתה של החלטת ההשקעה. לדוגמא, ידיעה שקרית – הניתנת לאיתור כשקרית בדיעבד, על פי מבחן "הסרט האילם" – נחזית להיות ידיעה ככל הידיעות בזמן הפצתה בשוק. כך גם פעילות מניפולטיבית אחרת – שאינה ניתנת לאיתור כשקרית בדיעבד, על פי מבחן "הסרט האילם" – נחזית להיות פעילות מסחר לגיטימית. לסוחרים הפועלים על פי הידיעה או בתגובה לפעילות המניפולטיבית ונפגעים, אין זה משנה שאת השווא שבידיעה ניתן לקבוע מבלי "לשמוע" את כוונות מפיץ הידיעה, ואילו לצורך קביעת השווא שבפעילות המניפולטיבית יש "לשמוע" את כוונות המניפולטור. מבחינת הסוחרים, התוצאה זהה: שתי הפעילויות הן מצגי שווא מזיקים.

כלומר: ההבחנה היא בין תרמית המתייחסת למצגים שקל לקבוע שהם מצגי שווא (מצגי שווא "גלויים"), לבין מניפולציה המתייחסת למצגי שווא שקשה לאתרם (מצגי שווא "סמויים"). במלים אחרות: מניפולציה היא תרמית. מכיוון שמטרת האיסור על תרמית ומניפולציה היא הגנה על יכולתם של המשקיעים המתוחכמים לייעל את השוק, יש, לדעתי, להעדיף את ההיבט הבוחן את השפעתה של המניפולציה בזמן אמת ומנקודת מבטם של המשקיעים הפועלים בשוק. העדפת היבט זה של המניפולציה תאפשר להעניק הגנה טובה יותר למשקיעים המתוחכמים בקביעת היקף האיסור על תרמית.

ג. ההתנהגויות הנכללות בגדר המונחים "תרמית" ו"מניפולציה"

משהגדרנו את היסודות הנדרשים לקיומן של תרמית ומניפולציה, ניתן באמצעות יסודות אלה לתאר שבע התנהגויות (המתארות את מרב הפעילויות בשוק ההון), המדגימות הן את ההתנהגויות הכלולות בגדר כל אחד מהמונחים והן את ההתנהגויות המותרות. נפתח בהתנהגויות המותרות.

1. "משקיע"

ראובן אוסף בשקידה מידע על חברה פלונית, עמל על ניתוחו בצורה מושכלת, ומגיע למסקנה שרווחיות החברה עתידה לעלות במידה משמעותית. על סמך המידע שבידו הוא רוכש את המניה שהונפקה על ידי החברה בתקווה שהערכתו תתאמת, היינו: הרווחיות תגדל, שער מניותיה של החברה יעלה והוא ירוויח. אדם ששיקולי השקעתו מבוססים על מידע הקשור בפעילות החברה, יסווג כ"משקיע". התנהגות זו, שבה המשקיע פועל על בסיס מידע על החברה, היא הפעילות החשובה ביותר לקיומו של שוק

הון יעיל. המשקיע מגלם בפעולות המסחר שלו את המידע שברשותו, והוא מצפה להרוויח מהתממשות הערכותיו בדבר השווי הנכון לדעתו, ולא מעצם פעולת המסחר שלו עצמו.

2. "ספקולנט"

ללאה אין הערכה חיובית על חברה פלונית. אולם, על סמך היכרותה את השוק, היא מעריכה ששער המניה עתיד לעלות משום שמשקיעים אחרים יעריכו – הערכה מוטעית, לדעתה – שהחברה טובה ושרווחיותה עתידה לעלות. לאה רוכשת את המניות וממחינה לרכישת מניות מצד משקיעים אחרים. רכישות אלה תגרומנה לעליית שער המניות, ולאה תוכל למכור את המניות – שקנתה קודם לכן במחיר נמוך – ולהרוויח מפער השערים. אדם ששיקולי השקעתו מבוססים על הערכותיו בדבר תגודות עתידיות בשער המניה, במנותק מהמידע על החברה עצמה, יסווג כ"ספקולנט". גם הספקולנט, כמו המשקיע, רוכש את המניות בשל הציפייה לעלייה במחיר המניה; אלא שבעוד ציפייתו של המשקיע מבוססת על ביצועי החברה, ציפייתו של הספקולנט מבוססת על הצטרפותם של אחרים להשקעה במניה. אולם – וזה העיקר – גם הספקולנט, כמו המשקיע, אינו צופה ששער המניה יעלה בשל פעולת המסחר שלו.

פעילותם של ספקולנטים בשוק ההון מותרת. למרות שאין הם פועלים רק על בסיס מידע על החברה, פעילותם מהווה את לב לבו של המסחר בבורסה. ראשית, הספקולנטים, הפועלים בשוק בתדירות גדולה ובהיקפי פעילות משמעותיים, מספקים לשוק נזילות, שהיא בעלת חשיבות רבה לקיומו של שוק הון יעיל. בהעדר נזילות לא ניתן יהיה לבצע עסקאות בניירות ערך, או שתיווצרנה תגודות חריפות בשערי ניירות הערך בכל עת שנוצר מחסור מקרי של קונים או של מוכרים. תגודות אלה, הנגרמות בשל העדר נזילות, מבטאות החרפה בסיכון הכרוך בהשקעה בניירות ערך ופוגעות ביעילות השוק.

שנית, הספקולנטים הם הפועלים לביצוע תיקוני מחיר בכל עת שמשקיעים לא מתוחכמים או לא רציונליים מעוותים את המחיר. השוק "מלמד דרך הכיס". בכל עת שהמשקיעים הלא מתוחכמים או לא רציונליים גורמים לעיוותי מחיר, הספקולנטים יכולים להרוויח על חשבונם בפעולה לתיקון המחיר. ההפסדים הנגרמים למשקיעים שעיוותו את המחיר אמורים לצמצם את השפעתם המעוותת על השוק: ישירות, בשל גריעה במשאביהם, ובעקיפין, על ידי דחיפתם להשקיע באמצעות מתווכים רציונליים (למשל, קרנות נאמנות)⁵⁰. הספקולנטים הם שוטרי השוק, הנלחמים במשקיעים מעוותי

M. Friedman "The Case for Flexible Exchange Rates" in: *Essays in Positive Economics* 50 (London, 1953); E.F. Fama "The Behavior of Stock Market Prices" 38 *J. Bus.* (1965) 34

מחיר למיניהם. פעולתם, המייצלת את השוק, מתוגמלת על ידי השוק, שכן היא מחייבת השקעת משאבים תוך היחשפות לסיכונים.

3. "סוחר רעש"

לאה רוכשת ניירות ערך של חברות שונות. חלק מרכישותיה מבוסס על האמונה שההשקעה כדאית, וחלק מבוסס על האמונה שמחירו של נייר הערך יעלה. במלים אחרות: היא מדמה את עצמה ל"משקיע" או ל"ספקולנט". אולם, שיקולי ההשקעה אינם מבוססים על מידע רלבנטי ורציונלי. לאה יכולה לפעול על בסיס שמועות, אפנות בנות חלוף או שיקולים אחרים שאינם נטועים בקרקע המציאות או באפשרות להעריך באמצעותם תשואה וסיכון. משקיע שכזה כינינו כבר "סוחר רעש". סוחר רעש אינו מתכוון להשפיע על המחיר בפעולותיו, אלא הוא מאמין ש"השקעתו" תניב תשואה גבוהה כתוצאה משינויים שיהיו במחיר ניירות הערך שלו. סוחר הרעש גודם לעתים לעיוות המחירים בשוק ההון ופוגם ביעילותו, אולם פעילותו אינה אסורה. ראשית, לא ניתן להבחין מראש מיהו סוחר רעש ומיהו משקיע. שנית, הדין אינו אוסר, ואינו יכול לאסור, השקעות מטופשות. מה שנחזה להיות השקעה מטופשת היום עשוי להפוך להשקעה נהדרת מחר. הדין מותר לכוחות השוק להתמודד עם סוחר רעש.

4. "תרמית אינפורמטיבית"

לראובן אין הערכה חיובית על חברה פלונית, והוא לא צופה שמשקיעים אחרים ירכשו את המניה. למעשה, הוא מאמין שהחברה אינה שווה את מחירה, אולם כמות המניות הנסחרות של אותה חברה היא קטנה, ופעילותה של החברה עתירת סיכון. ראובן קונה כמות מסוימת של מניות ואז מפיק שמועה שקרית על תגלית בחברה או על עסקה גדולה ורווחית. כתוצאה מהפצת השמועות רוכשים משקיעים אחרים את המניה, דבר שמעלה את שער. ראובן משחרר את המניות לשוק באטיות ומרוויח מהפער בין השער שבו קנה את המניות לשער שבו מכר אותן – פער שנוצר כתוצאה מהשמועות שהפיק. התנהגות שמטרתה להפיק רווח כתוצאה ממידע כוזב נסווג כ"תרמית אינפורמטיבית".

הסיווג של ההתנהגות כ"תרמית" מבוסס על כך שמתקיימים הן היסוד האובייקטיבי – קיומו של מעשה פסול (מצג שווא) – והן היסוד הסובייקטיבי – כוונה להונות את המשקיעים בשוק. חשוב לשים לב, שלשם ביצוע התרמית המשקיע אינו נדרש לסכן כמות גדולה מהונגו. כדי להעלות את שער המניה אין צורך בהזרמת כספים לשוק

וסיכונם, אלא די בהפצת שמועה בהבל פה. במסגרת התרמית האינפורמטיבית נכלל גם, כמובן, מצב של העלמת עובדות מהותיות כאשר קיימת חובת גילוי⁵¹.

5. "תרמית התנהגותית"

לאה בותרת מגיה מסוימת. בדומה לתרמית האינפורמטיבית, היא אינה חושבת שהחברה רווחית או ששער המניה אמור לעלות בעתיד הקרוב. לאה "נמשכת" למניה המסוימת בשל סחירותה הנמוכה. היא רוכשת כמות מסוימת של מניות, ואז פותחת בפעולות להעלאת השער. היא אינה מפיצה שמועות שקריות או מידע שגוי אחר, אלא פותחת כמה חשבונות אצל ברוקרים שונים (חברי בורסה) ונותנת פקודות סותרות מחשבון לחשבון – Wash Sales – תוך שהיא גורמת לעלייה של מחזורי המסחר ושל שער המניה⁵². דרך פעולה דומה המובילה לאותה תוצאה היא ה-Matched Orders: במקום לפתוח כמה חשבונות נפרדים ולסחור עם עצמה, לאה משתפת פעולה עם אחרים לשם יצירת מסחר ער במניה, על ידי הזרמת פקודות קנייה ומכירה מתואמות (במחיר, בכמות ובתזמון) בין השותפים⁵³. משקיעים אחרים מזהים את הפעילות במניה ומניחים כי לגורם הסוחר במניה יש מידע בעל ערך שאינו ידוע להם. על בסיס הנחה זו הם רוכשים את המניה. לאחר עליית שער המניה, לאה מוכרת את המניות שרכשה קודם לכן במחיר נמוך יותר ומפיקה רווח.

פעולות המסחר של לאה יוצרות מסחר פיקטיבי. מטרת הפעולות היא יצירת מצג של מסחר ער במניה, שעה שלמעשה אין שום שינוי בזכויות הבעלות במניות (אותו אדם קנה ומכר לעצמו) או שאין מפגש "אמיתי" של היצע וביקוש (לאה מוכרת לראובן מניות תוך הסכמה שהוא ישוב וימכור לה חזרה את אותן מניות באותם תנאים). המשקיעים שמצטרפים להשקעה במניה, בעקבות הפעילות מסביב למניה, מעלים את השער, ומאפשרים ללאה למכור את המניות תוך הפקת רווח. התנהגות שמטרתה הפקת רווח תוך יצירת מצג שווה התנהגותי נסווג כ"תרמית התנהגותית".

51 לעתים, חובת גילוי מלא נולדת מעצם העברת מידע חלקי לשוק, לרבות על כוונות מסחר של מפרסם המידע. ראו *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.* 375 U.S. 180 (1963); וכן *Zweig v. Hearst Corp.* 594 F. 2d 1261 (9th Cir. 1979).

52 L. 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; וכן *Koeppel & Co. v. S.E.C.* 95 F.2d 550 (1938).

53 למשל, ע"פ (ת"א) 1327/86 מדינת ישראל נ' רוזנבוך, פ"מ תשמ"ט(2) 309.

הסיווג של ההתנהגות כ"תרמית" מבוסס על כך שמתקיימים הן היסוד האובייקטיבי – מסחר פיקטיבי (מצג שווא) – והן היסוד הסובייקטיבי – כוונה להונות. בקטגוריה זו ניתן לכלול גם מצב של הזרמת ביקושים גדולים למניה מסוימת ללא כל כוונה לרכוש את המניות, אלא רק כדי ליצור מצב של "קונים בלבד"⁵⁴. פעולה זו אפשרית כאשר האדם שנותן את פקודת הקנייה מחזיק בידיו את מרבית ההיצע האפשרי במניה, או כאשר הוא מודע לכך שההיצע האפשרי על ידי אחרים הוא נמוך בהרבה מפקודת הקנייה שלו⁵⁵. היסוד האובייקטיבי הפסול מתבטא בכך שפקודת הקנייה אינה "אמיתית", מכיוון שברור, הן לנותן הפקודה והן לכל משקיף מן הצד, המודע למחזורי המסחר הנמוכים של המניה, שאין כל אפשרות לביצוע פקודת הקנייה⁵⁶.

חשוב לציין, כי בדומה לתרמית האינפורמטיבית, דרכי הפעולה המאפיינות את התרמית ההתנהגותית אינן מחייבות השקעת סכומי כסף גדולים כדי להעלות את שער המניה. במסחר הפיקטיבי רכישת המניות ומכירתן מלווה בהעברת כספים מכיס לכיס בלבד (העלות האמיתית מתבטאת רק בחשלום עמלות הקנייה והמכירה), ואילו בהזרמת ביקוש בהיקף גדול הרמאי מסתמך על כך שיירשם שער "קונים בלבד", דבר שיפטור אותו מהצורך לממש את הקנייה⁵⁷. העובדה שהתרמית ההתנהגותית אינה מלווה בהשקעה כספית גדולה, מקטינה את הסיכון הכרוך בהשגת רווח מן התרמית.

6. "מניפולציה תוך שוקית"

54 על פי שיטת המסחר שנהגה בבורסה בעבר (המסחר הרכ צדדי), בנסיבות שבהן לא ניתן היה לאזן את כל הביקוש (או ההיצע), הבורסה היתה רשאית לקבוע שער של "קונים בלבד" (או "מוכרים בלבד"), שמשמעותו העלאת (או הורדת) שער טכנית של 5% מבלי לבצע שום פעולת מסחר באותן מניות באותו יום. ראו, למשל, ע"פ (ת"א) 352/79 מדינת ישראל נ' לוינקופ, פ"מ תש"מ(ב) 221.

55 למשל, ע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 642.

56 גם ועדת גבאי, למרות שראתה בסיטואציה מסוג זה מניפולציה, העניקה לה הגדרה אובייקטיבית לצורך יצירה של חזקת קיום מניפולציה: "מסר לביצוע בבורסה פקודת קניה או מכירה של ני"ע שעל פי גודלה אין סיכוי סביר לבצעה במלואה ביום המסחר בו נמסרה". ראו דו"ח הוועדה להצעת הסדרים תחיקתיים בתחום שוק ההון (תשמ"ה) 44, וכן סעיף 52(ג) לחוק שהציעה הוועדה, שם, בעמ' 52.

57 יש לציין, שגם תרמית התנהגותית שומנת בחובה סיכונים מסוימים. במקרה של פקודות מתואמות, למשל, קיים סיכון לתרמית מצד אחד מחברי הארגון כנגד שאר חברי הארגון. ראו פסק הדין בעניין ואקנין (לעיל, הערה 55). בדומה, במצב של הזרמת ביקוש פיקטיבי, קיים סיכון שהבורסה תחליט על ביצוע חלקי, דבר שיחייב את המשקיע לרכוש בעליית שער מניה ששווייה, לדעת הרמאי, נמוך ממחיר רכישתה. ראו פסק הדין בעניין לוינקופ (לעיל, הערה 54).

ראובן מאתר מניה של חברה שלדעתו אינה רווחית ושסחירותה נמוכה. ראובן מעוניין "להריץ" את המניה: הוא אינו מפיק מידע כוזב ואינו מבצע פעולות מסחר פיקטיביות, אלא פותח בתהליך של איסוף מניות. פקודות הקנייה שלו הן סבירות והוא מממש אותן בעקביות. עם התקדמות תהליך רכישת המניות על ידו, היצע המניות קטן ומחירן עולה. ראובן מקווה כי המשקיעים יבחינו בפעילות סביב המניה, יצטרפו להשקעה במניה ויגרמו לעלייה נוספת בשערה. במקרה זה, ראובן יוכל בסופו של דבר למכור ברווח את המניות שקנה בתהליך האיסוף⁵⁸. השפעה על שער המניה באמצעות פעולת מסחר לכשעצמה, במטרה להפיק רווח ממסחר בכיוון הפוך באותן מניות, נסווג כ"מניפולציה תוך שוקית"⁵⁹.

הסיווג של פעילות זו כ"מניפולציה" מבוסס על שני היבטים של ההגדרה שהוצעה לעיל. על פי ההיבט הראשון, המניפולטור לא מבצע פעולה שמבחינה אובייקטיבית ניתן לומר עליה שהיא פסולה. פעולות המסחר של המניפולטור אינן שונות במהותן מפעולות המסחר של משקיע או של ספקולנט. רכישת המניות מתבצעת על ידי מתן פקודות קנייה סבירות, תשלום עבור המניות וקבלת בעלות עליהן. מבחינה אובייקטיבית קשה להבחין בין פעולות המסחר של המניפולטור לפעולות המסחר של כל משקיע אחר. הגורם המבחין בין פעילות זו להשקעה לגיטימית הוא היסוד הסובייקטיבי: הכוונה הפסולה של המניפולטור להפיק רווח מעצם יכולתו להשפיע על מחיר המניה.

על פי ההיבט השני של ההגדרה, מצג השווא שבפעולת המניפולטור נובע מכך שפעולת המסחר שלו אינה מבוססת על שיקולים כלכליים, אלא על ניסיון להשפיע על שער נייר הערך באמצעות המסחר עצמו. מכיוון שהסוחרים בשוק דולים מידע מפעולת המסחר עצמה, המסחר של המניפולטור הוא מצג שווא מבחינתם. אין הבדל בין מסחר פיקטיבי – שניתן בדיעבד לקבוע כי הוא מצג שווא לפי מבחן "הסרט האילם" – לבין פעולת מסחר שאינה מבוססת על שיקולים כלכליים – שקשה לקבוע, גם בדיעבד, כי היא מצג שווא לפי מבחן "הסרט האילם". בשני המקרים, הסוחרים ינסו בזמן אמת לדלות מידע מפעולת המסחר ויפגעו כתוצאה מן השווא שבה. כאמור, כאשר מצגי השווא קשים לאיתור בדיעבד ("מצגי שווא סמויים") זוהי מניפולציה. בשונה מתרמית, שאינה מחייבת השקעה פיננסית גדולה כדי לגרום לעליית השער, במניפולציה תוך שוקית המניפולטור חייב להשקיע השקעה מהותית ברכישת מניות כדי לגרום לעליית שערן. ייעוד משאבים משמעותי לרכישת מניות חושף את המניפולטור

58 נניח שראובן רכש את המניות בשלב הראשון ב-100 ש"ח למניה, בשלב השני ב-105 ש"ח למניה, ובשלב השלישי ב-110 ש"ח למניה. אם בעקבות פעולותיו ימשיך השער ויעלה ל-115 ש"ח למניה, מכירת המניות בשלב זה תניב רווח (אם כי בשיעור שונה) על כל המניות שנרכשו בכל השלבים. גם מכירת מניות במחיר של 110 ש"ח למניה תניב רווח על המניות שנרכשו בשני השלבים הראשונים.

59 פעילות זו מכונה בספרות "Trade Based Manipulation".

לסיכון ששער המניה לא יעלה, או אפילו ירד, והוא ייצא מחזיק מניות שרכש, גם להשקפתו, במחיר העולה על שוויין האמיתי.

7. "מניפולציה חוץ שוקית"

ברומה למניפולציה תוך שוקית, לאה אינה מפיעה שמועות ואינה מבצעת מסחר פיקטיבי, אלא מבצעת רכישות ממשיות כדי להעלות את שער המניה – פקודות קנייה סבירות, תשלום עבור המניות והעברת בעלות. אבל, בניגוד למקרה הקודם, לאה אינה מתכוונת להפיק רווח ממכירת אותן המניות חזרה לשוק לאחר שתעלה את מחירן. לאה מעוניינת להרוויח מעסקה אחרת, המתבצעת בשוק אחר או בנייר ערך אחר, שלמחיר המניה יש השפעה על תנאיה. השפעה על שער המניות באמצעות פעולת מסחר כשלעצמה, במטרה להפיק רווח בעסקה אחרת כתוצאה מכך, נסווג כ"מניפולציה חוץ שוקית".

בקבוצה זו ניתן להבחין בין שני סוגים של מצבים: מניפולציה חוזית⁶⁰ ומניפולציה שאינה חוזית. במניפולציה חוזית, יכולתו של המניפולטור להפיק רווח מתגודת שער המניה נובעת ממערכת יחסים חוזית או טרום חוזית בינו לבין צד אחר כלשהו, אשר מתחשבת במחיר המניה לצרכים שונים. למשל, למנהל חברה יש חוזה העסקה הקובע זכאות לבונוס נדיב, בתנאי שמחיר המניה ביום הקובע יגיע ל-100 נקודות. ימים ספורים קודם למועד הקובע עומד המחיר על 95 נקודות. המנהל מבצע רכישות בבורסה, בדרך ובהיקף שגורמים לשער המניה לחצות את מחסום 100 הנקודות עד ליום הקובע. כתוצאה מכך הוא זוכה לבונוס שלו ייחל. דוגמא נוספת: חברה הנפיקה מניות בכורה עם זכות לפדיון מוקדם, בתנאי ששער המניה יגיע למחיר יעד שנקבע מראש. החברה מעוניינת לבצע פדיון מוקדם, אך שער הנוכחי של המניה נמוך ממחיר היעד. החברה דואגת לביצוע רכישות בשוק אשר יעלו את שער המניה ויעניקו לה את הזכות לפדיון מוקדם⁶¹.

ברומה, ניתן לבצע מניפולציה בין שוק האופציות (בין אם אופציה על מניה מסוימת ובין אם אופציה על מדדי שוק) לבין שוק המניות (מניה מסוימת או סל מניות). במסחר באופציות שמבוססות על איונים כספיים (cash settlement), ולא על מסירה וקבלה של הנכס נשוא האופציה (מניה מסוימת או סל מניות המשקף מדד מסויים), המניפולטור יכול לבצע עסקה בשוק האופציות ואחר כך להשפיע על מחיר המניות כדי להגביר את

60 סוג זה של פעילות מכונה בספרות "Contract Based Manipulation".

61 ראו, למשל, את פסק הדין *U.S. v. Milken* 759 F. Supp. 109 (S.D.N.Y. 1990), שבו נדון אירוע דומה: מבצע המניפולציה היה הבנקאי של החברה, אשר זכה לעמלה בגובה \$2,300,000 על הטיפול בפדיון המניות.

רווחיות האופציה. למשל, לאה רוכשת אופציית רכש (call) מראובן (כותב האופציה) שתעניק לה זכות לרכוש מניה מסוימת או סל מניות המרכיב מדד מסוים (נכס הבסיס) במחיר של 100 (מחיר מימוש). במועד פקיעת האופציה, אם מחיר נכס הבסיס יהיה גבוה מ-100, כותב האופציה ישלם לרוכש האופציה את ההפרש שבין מחיר נכס הבסיס למחיר המימוש. לאה יכולה במועד המימוש של האופציה להזרים ביקוש גדול ולהעלות את מחיר נכס הבסיס גבוה ככל האפשר מעל 100. ככל שהמחיר יהיה גבוה יותר כך יגדלו רווחיה ממימוש האופציה.⁶²

המאפיין את הדוגמאות למניפולציה החוזית הוא קיומו של מנגנון חוזי מסוים ששער המניה מהווה מעין הדק המפעיל אותו. המניפולטור מעוניין בשינוי שער המניה כדי לגרום להפעלת מנגנון זה. לעתים, המניפולציה מיועדת להשפיע על השלב הטרור חוזי, במקרה שבו הרווח מופק על ידי המניפולטור במסגרת עסקה חדשה המושפעת משער המניה. המקרה הטיפוסי מתרחש כאשר המניפולטור מעוניין למכור חבילה גדולה (בלוק) של מניות. המניפולטור יודע שבעסקאות מסוג זה, מחיר בלוק המניות הוא פונקציה של שער המניה בבורסה. המניפולטור מעלה את שער המניה, על ידי ביצוע רכישות בהיקף גדול, כדי להעלות את מחיר בלוק המניות שברשותו.⁶³

דוגמא נוספת: חברה מתכננת הנפקה לציבור של מניות, בשעה שמניות זהות להן כבר נסחרות בבורסה. ההנפקה היא עסקה מחוץ למסחר בבורסה, שכן מדובר ברכישה ישירה של ניירות ערך מן החברה שלא תוך כדי המסחר בבורסה. מחיר המניות בהנפקה חייב לעמוד במתאם מסוים עם שער המניה בבורסה, שכן המניות המוצעות בהנפקה זהות למניות שכבר נסחרות בשוק, ולאחר ההנפקה הן תיסחרנה יחד בבורסה. ככל ששער המניות הנסחרות בשוק יעלה, ניתן יהיה להנפיק את המניות החדשות במחיר גבוה יותר. החברה דואגת, באמצעות אחרים, לרכוש את מניותיה כדי להעלות את שערן, במטרה לאפשר את ביצוע ההנפקה במחיר גבוה יותר.⁶⁴

62 P. Kumar & D.J. Seppi "Futures Manipulation with 'Cash Settlement'" 47 *J. Fin.* (1992)
63 R. Wood "Survival Strategies for Exchanges" in: *The Challenge of Information Technology for Securities Markets: Liquidity, Volatility and Global Trading* (H.C. Lucas & R.A. Schwartz eds., 1989) 140

64 ראו: (1991) 938 F.2d 364 *U.S. v. Mulheren*; (1991) 928 F.2d 1253 *U.S. v. Gaf Corp.*; וכן רע"פ 2184/96 חרובי נ' מדינת ישראל, תקדין עליין 339 (1)98.

64 פעילות זו נאסרה במפורש בכלל ה-10b-6 של ה-SEA (17 C.F.R s. 240.10b-6), כן ראו *S.E.C. v. S.E.C. v. Scott Taylor & Co.* 183 F. Supp. ; *Resch-Cassin & Co.* 362 F. Supp. 964 (1973) *Holman & Co. v. S.E.C. v. Arnold Kimmes* 799 F. Supp. 852 (N.D. III. 1992) ; 904 (1959) *S.E.C.* 366 F. 2d 446 (1966). עם זאת, בדין האמריקני קיים חריג המתיר "ייצוב" שער מניות בעת ההנפקה, בכפוף לדרישת גילוי והימנעות מהשפעה על השער, להבדיל מתמיכה בו (אסור לגרום

ועוד דוגמא: חברה (הרוכשת) מציעה לרכוש חברה אחרת (הנרכשת), תוך ביצוע התשלום בדרך של החלפת מניות החברה הנרכשת במניות החברה הרוכשת ביחס מסוים שנקבע מראש. כדי להפוך את ההצעה לאטרקטיבית יותר, החברה הרוכשת מבצעת באמצעות אחרים רכישות גדולות של מניותיה בשוק, בכוונה להעלות את מחירן. עליית שער מניותיה של החברה הרוכשת הופכת את ההצעה למשתלמת יותר מבחינה כלכלית לבעלי מניות החברה הנרכשת, והם מחליטים לקבל את ההצעה⁶⁵.

בסוג השני של מניפולציה חוץ שוקית, המניפולציה שאינה חוזית, שינוי שער המניה יועיל למניפולטור, אך לא במסגרת מערכת יחסים חוזית אלא בנסיבות אחרות. למשל, על פי דיני המס בישראל, חברה הסוחרת בניירות ערך בבורסה חייבת במס על רווחי הון וזכאית בהתאמה לקזז הפסדים. לעומת זאת, יחיד הסוחר בניירות ערך בבורסה פטור ממס על רווחי הון ואינו זכאי בהתאמה לקזז הפסדים. נניח כי חברה מחזיקה חלק מניות שנצברו עליו רווחי הון. לקראת תום שנת המס, החברה מוכרת מניות במחירי הפסד כדי לגרום לירידת שער המניות, ובמקביל מוכרת, במחיר הנמוך, את יתרת המניות לבעל השליטה בה. התוצאה המתקבלת היא, שלחברה נוצרו הפסדי הון שאותם היא זכאית לקזז, ולבעל השליטה נוצרו רווחי הון פטורים ממס (ערכן של המניות שנרכשו בזול יעלה עם תום המניפולציה)⁶⁶. הרווח המופק במקרה זה כלל אינו קשור למניה הספציפית או לחוזה כלשהו, אלא נובע מדיני קיזוז ההפסדים וההכרה ברווחים של מערכת המיסוי.

דוגמא נוספת: קבוצת אנשים מעוניינת להשתלט על חברה מסוימת, אך דירקטוריון החברה מתנגד לכך. המשקיעים מעוניינים ליצור לחץ על חברי הדירקטוריון כדי שישנו את עמדתם. הם פונים לכמה בעלי מניות מרכזיים ומשכנעים אותם למכור את מניותיהם בחברה, תוך הבטחת פיצוי כספי על ההפסדים שייגרמו להם. המכירה המסיבית של מניות החברה גורמת לירידה חדה בשער המניה, המאיימת על מעמד הדירקטוריון ולוחצת על חבריו לשנות את עמדתם⁶⁷. לחילופין, חברה המעוניינת לסכל הצעת רכש שניתנה לחברה אחרת רוכשת כמויות גדולות ממניותיה ומעלה את שער המניה למחיר שהופך את הצעת הרכש ללא כדאית. המניות הנרכשות נמכרות בחשאי (כדי שלא לפגוע בביקוש למניה), מיד לאחר הרכישה, במחירים נמוכים יותר⁶⁸.

לעילית שער אך מותר למנוע את ירידתו). ראו *L. Loss Fundamentals of Securities Regulation* (Boston, 2d. ed., 1988), Ch. 9D(5).

65 ראו *Chris Craft Industries, Inc. v. Piper Aircraft Corp.* 480 F.2d 341 (1973).

66 לדוגמא אחרת ראו *Page, Inc. v. S.E.C.* 803 F. 2d 942 (1986).

67 ראו *U.S. v. Charnay* 537 F.2d 341 (1976).

68 ראו *Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co.* 419 F.2d 787 (1969).

המקרים שהוצגו לעיל מתארים מניפולציה חוץ שוקית, על פי שני היבטים של הגדרת המניפולציה. לפי ההיבט הראשון, לא ניתן לומר, מבחינה אובייקטיבית, כי פעולות המסחר המבוצעות בשוק הן פסולות כשלעצמן. לא ניתן להבחין, מבחינה אובייקטיבית, בין מכירת מניות לשם קיזוז הפסדים לבין מכירת מניות הנובעת מצרכי נזילות. היסוד המבחין בין המקרים הוא כוונתו הסובייקטיבית של הסוחר: האחד מתכוון להשפיע על שער המניה, ואילו האחר מתכוון לממש את השקעתו. לפי ההיבט השני, פעולת המסחר בשוק אינה מבוססת על שיקולים כלכליים. מבחינת הסוחרים בשוק, המבססים את שיקוליהם על המידע הטמון בפעולת המסחר, זהו מצג שווא המטעה אותם ופוגע בהם. מצג שווא זה קשה לאיתגר על פי מבחן "הסרט האילם" (מצג שווא "סמוי"), ולכן הפעילות מוגדרת כמניפולציה.

בניגוד למניפולציה תוך שוקית, במניפולציה חוץ שוקית אין כוונה להרוויח ממכירת המניות שמחירן עלה בשל פעילותו של המניפולטור. נהפוך הוא: המניפולטור מוכן להפסיד בעסקה המתבצעת בבורסה, משום שהוא עתיד להרוויח הרבה יותר מחוץ לשוק. גם במצב זה על המניפולטור להשקיע כסף כדי להשפיע על מחיר המניה, אך בניגוד למניפולציה התוך שוקית, מכיוון שהרווח צפוי בעסקה אחרת מחוץ לשוק, הסיכון קטן יותר.

למעשה, ניתן להתייחס למניפולציה החוץ שוקית ככוללת שני מרכיבים: הראשון, "מניפולציה תוך שוקית", המתבטאת בפעולות המסחר שהשפיעו על השער; והשני, "תרמית אינפורמטיבית", המתבטאת בהעלמת העובדה שהיתה השפעה מכוונת על השער על ידי אחד הצדדים לעסקה שמחוץ לשוק. לכן, לפחות במקרים של מניפולציה חוץ שוקית חוזית, שבהם קיימת חובת גילוי (למשל בעת הנפקה) או חובת תום לב במשא ומתן (למשל בעת מכירה פרטית של בלוק מניות), מתקיימים היסודות של התרמית האינפורמטיבית במקביל למניפולציה בשער המניה.

ד. גבולות האיסור – תרמית או מניפולציה?

משהבהרנו את ההתנהגויות הנכללות בגדר המונחים תרמית ומניפולציה, ניתן לדון בשאלה הנורמטיבית בדבר היקפו הראוי של האיסור על תרמית ומניפולציה. קיימת הסכמה רחבה ביחס לצורך בהטלת איסור על תרמית. התרמית, האינפורמטיבית וההתנהגותית, גורמת לעיוותי מחיר, פוגעת בעיקר במשקיעים המתוחכמים הפועלים לייעולו של השוק, ופוגמת באמון הציבור בהגינותו של השוק. ביצוע התרמית אינו מחייב השקעת משאבים גדולה וסיכונים, וההסתברות להצלחתה היא גדולה. מבחינת מערכת האכיפה, גם אם קיים קושי לאתר את מבצעי התרמית אין קושי לסווג את המעשה או המחדל כמצג שווא פסול.

גם ביחס למניפולציה קיימת הסכמה שמדובר בתופעה שלילית. מניפולציה, בדומה לתרמית, מעוותת את מחיר השוק, פוגמת ביעילותו ופוגעת באמון הציבור בהגינות השוק. למרות זאת, קיימת מחלוקת ביחס לצורך בהטלת איסור על מניפולציה. פישל ורוס, המתנגדים הבולטים לקביעת איסור על מניפולציה, טוענים כי שיקולים חברתיים של עלות ותועלת מטים את הכף לשלילת האיסור. ראשית, ההסתברות להתרחשותה של מניפולציה גם בהעדרו של איסור היא נמוכה, משום שלא ניתן להרוויח ממניפולציה (בבחינת ניסיון לא צליח). שנית, האיסור על מניפולציה, בשל היותו מבוסס על יסודות סובייקטיביים בלבד, יגרור עלויות אכיפה גבוהות. בתמצית, התועלת החברתית כתוצאה מהטלת האיסור תהיה נמוכה מהעלויות הכרוכות באכיפתו. מכיוון שקיימת הסכמה על היותה של המניפולציה תופעה שלילית, נתמקד בבחינת שיקולי העלות והתועלת מהטלת האיסור.

1. האם תיתכן מניפולציה תוך שוקית רווחית?

כאמור, המניפולציה התוך שוקית היא רכישת מניות במטרה להעלות את מחירן, ואחר כך למכור אותן במחיר גבוה ממחיר הקנייה. כדי שמשימה זו תצליח, על הסוחר לעמוד בשני תנאים: רכישת המניות צריכה לגרום לעלייה במחירי המניות, ואילו מכירת המניות צריכה להתבצע בשער הגבוה ממחיר הרכישה (בתוספת עלויות העסקה הנלוות לרכישה ולמכירה)⁶⁹. לטענת פישל ורוס, לא ניתן לעמוד בשני התנאים הללו⁷⁰.

(א) הנחת התחלופה המושלמת

לטענת פישל ורוס, אין ביכולתו של משקיע להשפיע על שער המניה באמצעות מסחר בלבד. טיעון זה מבוסס על הנחת התחלופה המושלמת, לפיה אין קשר ישיר בין היקף המסחר לשער המניה. המשקיעים משקיעים בשוק ההון בחיק ניירות ערך מגוון (Diversified Portfolio) כדי לצמצם את החשיפה לסיכונים ספציפיים של החברות השונות. המשקיע רואה במניה אמצעי להשגת מזומנים בלבד⁷¹. מבחינת המשקיע, אותו תזרים מזומנים יכול להתקבל על ידי תיקי השקעות המכילים צירופים שונים של מניות אחרות, המתחמים את התשואה והסיכון של המניה המסוימת. לפיכך, הגדרת "השוק"

69 נגדיר: P_{bi} – מחיר הרכישה של המניה ה- i ; Ψ_i – מחיר המכירה של המניה ה- i ; TC_{bi} – סך כל עלויות העסקה של רכישת המניה; TC_i – סך כל עלויות העסקה של מכירת המניה. התנאי לקיומו של רווח הוא $\Psi_i > P_{bi} + TC_{bi} + TC_i$.

70 כפי שנראה מיד, עמדתם של פישל ורוס (לעיל, הערה 46) נגזרת מן ההנחה בדבר קיומו של שוק הון יעיל, אשר אינה עומדת במבחן המציאות בכלל ובמציאות של שוק ההון הישראלי בפרט.

71 ההנחה היא שמדובר במשקיע "רגיל", ולא במשקיע ממניעים אחרים כגון רכישת שליטה בחברה המנפיקה.

למניה מסוימת צריכה לחרוג מהמניה עצמה ואף מקבוצת המניות שהונפקו על ידי חברות המשתייכות לאותו מגזר תעשייתי, ולהתייחס למכלול שוק ההון. כאשר מכלול שוק ההון הוא חליפי למניה מסוימת, הן הביקוש למניה והן ההיצע שלה יהיו גמישים לחלוטין.⁷² מכיוון שכך, מחירה של המניה אינו פונקציה של הביקוש או של ההיצע: ביצוע רכישה או מכירה בהיקף גדול לא ישנה את מחיר המניה. בהתקיים הנחת התחלופה המושלמת, התנאי הראשון להצלחת מניפולציה לא מתקיים.⁷³

(ב) השפעת המידע ועלויות הנזילות

על אף תמיכתם בהנחת התחלופה המושלמת, גם פישל ורוס מכירים באפשרות להשפיע על שער המניה על ידי מסחר בלבד במקרים מסוימים, בשל השפעות מידע ועלויות נזילות.⁷⁴ שערה של מניה נקבע על פי ציפיות המשקיעים ביחס לתשואתה העתידית, והוא מהווה פונקציה של כלל המידע הקיים בשוק ביחס למניה. רכישת מניות בכמות גדולה עשויה להוות אינדיקציה לכך שלרוכש יש מידע חיובי על המניה, הגורם לו לחשוב שמחיר השוק הנוכחי של המניה נמוך משהויה הכלכלי. השוק "מתרגם" את השינוי בהיקף המסחר לשינוי במחיר. השינוי במחיר לא נובע מחוסר גמישות של עקומות הביקוש וההיצע, אלא משינוי ציפיות המשקיעים ביחס לשווי המניה עקב האמונה בדבר קיומו של מידע חיובי בירי הסחר.⁷⁵

נוסף על כך, לעתים, כאשר הביקוש למניה עולה על ההיצע הקיים בשוק, יידרש המשקיע לשלם פרמיה כדי למצוא גורם שימכור לו את המניה בהיקף המבוקש.⁷⁶ זהו מחיר המשולם עבור נזילות. במידה מסוימת, גם מסחר בהיקפים קטנים מלווה בעלויות נזילות, בשל הפער בין מחירי ה-Bid – המחיר שבו מוכן "עושה השוק" לרכוש מניה

72 M. Scholes "The Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices" 45 J. Bus. (1972) 179, 181-182

73 הנחת התחלופה נתמכת במידה מסוימת על ידי כמה ממצאים של מחקרים אמפיריים. מרבית העסקאות מתבצעות ללא שינוי מחיר – ראו R.E. Hlthausen, R.W. Leftwich & D. Mayers "The Effect of Large Block Transactions on Security Prices: A Cross-Sectional Analysis" 19 J. Fin (1987) 237 (להלן: "עסקאות גדולות").

74 Fischel & Ross (לעיל, הערה 46), בעמ' 515-516. במונחי עקומת הביקוש, ניתן לומר שאין תזוזה על העקומה אלא שיש תזוזה של העקומה כלפי מעלה.

76 S. Thel "\$850,000 in Six Minutes – The Mechanics of Securities Manipulation" 79 Cornell L. Rev. (1994) 219

מסוימת – למחירי ה-Ask – המחיר שבו מוכן "עושה השוק" למכור מניה מסוימת⁷⁷. בדרך כלל, המחיר שבו "עושה השוק" מוכנים למכור מניה גבוה מהמחיר בו הם מוכנים לרכוש את אותה מניה. הפרמיות המשולמות מצד הרוכש כדי למצוא סוחר שיהיה מוכן לספק את הביקוש שלו, והפער בין שערי ה-Bid וה-Ask מתבטאים באופן מיידי במחיר המניה. למשל, אם המשקיע רכש כמות גדולה של מניות שמחיר השוק שלהן היה 10 ש"ח, אך נאלץ להוסיף פרמיה בסך 2 ש"ח כדי למצוא מוכר בהיקף הנדרש, מחיר השוק של המניה יעלה מיידי ל-12 ש"ח.

למרות העובדה שפישל ורוס מכירים בקיומם של תריגים להנחת התחלופה המושלמת – השפעת המידע ועלות הנזילות – המאפשרים השפעת מסחר על מחיר, אין בכך כדי לשנות את מסקנתם שהמניפולציה אינה רווחית. לדעתם, גם אם יצליח המניפולטור להעלות את מחיר המניה בפעולת המסחר שלו, בנסיבות שתוארו לעיל, הוא לא יוכל לעמוד בתנאי השני הנדרש להצלחת המניפולציה: מכירה במחיר גבוה ממחיר הרכישה, בצרוף עלויות העסקה.

(ג) אפקט הסימולטניות ועלויות הנזילות

כדי שמחיר המניה יעלה, המניפולטור צריך לשכנע את השוק כי נמצא בידיו מידע עדיף. אולם, מכיוון שהמסחר אנונימי, קיימת הסתברות נמוכה מאד שיצליח בכך⁷⁸. גם אם יצליח לשכנע את השוק בקיומו של מידע חיובי, על המניפולטור לגרום לעליית מחירים שתמשך גם לאחר שיפסיק לרכוש את המניה⁷⁹. אולם, אף אם יעלה בידו ליצור רושם כי יש בידיו מידע חיובי, עליית המחירים תהיה בו זמנית עם רכישותיו, וקיימת סבירות גבוהה לצניחת המחירים מיד לאחר הפסקת הרכישות של המניפולטור. צניחת המחירים נובעת מהקושי העומד בפני המניפולטור לשכנע את השוק מחד גיסא, כי רכישותיו מונעות מהחזקת מידע חיובי, ומאידך גיסא, כי מכירותיו מיד בסמוך לכך אינן מונעות ממידע שלילי ביחס למניה. הנחתם של פישל ורוס היא, כי אם המשקיע נמצא במעמד

77 במסחר הרציף בבורסות בארצות הברית יש, בדרך כלל, גורם המשמש כ"עושה שוק". תפקידו להבטיח בכל זמן נתון קיומו של מסחר בנייר הערך. לשם כך "עושה השוק" מפרסם שני מחירים (מחיר קנייה ומחיר מכירה) שבהם הוא יהיה מוכן לבצע מסחר. בישראל אין "עושה שוק", אולם המסחר בשיטת הרצף למעשה מאפשר לכלל הסוחרים בשוק לשמש כ"עושה שוק" על ידי הזרמת פקודות קנייה או מכירה בכל שלבי המסחר.

78 Fischel & Ross (לעיל, הערה 46), בעמ' 517-518.

79 ראו תנאי הרווחיות (לעיל, הערה 69).

היוצר רושם של מידע חיובי בעת ביצוע רכישות מצדו, מן ההכרח שמכירת מניות בהיקף נרחב על ידי אותו משקיע תיצור רושם של מידע שלילי⁸⁰. בדומה, עלויות הנזילות, המשפיעות על מחיר המניה, פועלות לרעת המניפולטור. עלויות הנזילות משתקפות באופן מיידי במחיר רכישת המניות. כדי להפיק רווחים, על המשקיע למכור את המניות במחיר גבוה ממחיר הרכישה בצירוף עלויות הנזילות שנלוו אליה, ובצירוף עלויות הנזילות הנלוות למכירה⁸¹. אולם, בדרך כלל מתבטאות עלויות הנזילות במחיר המניה ביחס לעסקת הרכישה המסוימת, אך לא במחיר המניה הקיים בשוק לאחר העסקה⁸². למשל, אם קיים מחיר Bid של 9 ש"ח ומחיר Ask של 10 ש"ח למניה, המניפולטור ירכוש את המניה ב-10 ש"ח, וישפיע על המחיר בהיותו העסקה האחרונה. אולם, מחיר השוק של המניה עדיין יישמר כפי שהיה קודם לעסקה – מחיר Bid של 9 ש"ח ומחיר Ask של 10 ש"ח. אם תבוצע אחריו עסקת מכירה, ישוב המחיר ל-9 ש"ח (מחיר העסקה האחרונה). להצלחת תוכניתו, על המניפולטור לגרום לעליית מחירים אשר תעלה את מחיר Bid מעל ל-10 ש"ח. ככל שעלויות הנזילות גבוהות יותר, יידרש המניפולטור לגרום לעליית מחיר קבועה – שתשמר גם לאחר ביצוע העסקה הספציפית – גדולה יותר. לכן, ככל שעלויות הנזילות גבוהות יותר, ההסתברות להצלחת המניפולציה קטנה יותר. עלויות הנזילות מקטינות את ההסתברות להרוויח ממניפולציה בעיקר במניות בעלות סחירות נמוכה. ככל שסחירות המניה נמוכה יותר, הפרמיה הנדרשת כדי למצוא סוחר שיהיה מוכן לספק ביקוש בהיקף רחב גדולה יותר⁸³. לסיכום: לדעת פישל ורוס לא ניתן להרוויח ממניפולציה תוך שוקית. ראשית, לפי הנחת התחלופה המושלמת קיימת סבירות נמוכה מאד לעליית מחירים כתוצאה ממניפולציה תוך שוקית. שנית, גם אם רכישת המניות גרמה לעליית מחירים, עליית מחירים זו תהיה סימולטנית לפעולת הרכישה. אם פעולות הרכישה המבוצעות על ידי המניפולטור העלו את המחיר, פעולות המכירה שלו יגרמו לירידת המחיר. מחיר המכירה לא יכסה את מחיר הרכישה ועלויות העסקה, ולא ניתן יהיה להרוויח מביצוע המניפולציה. מכיוון שקיימת סבירות נמוכה מאד לפעילות מניפולטיבית גם בהעדרו של איסור, הטלת איסור לא תביא עמה שיפור משמעותי בתועלת החברתית.

80 טענה זו עומדת בהתאמה עם ממצאים אמפיריים לפיהם השער שבו התבצעה רכישת בלוק מניות הוא גבוה הן משערה של המניה לפני ביצוע הרכישה והן משער המניה בשוק לאחר הרכישה. ראו "עסקאות גדולות" (לעיל, הערה 73).

81 כדי למכור בהיקף גדול עליו לתת הנחה מסוימת במחיר, כדי שיימצא סוחר שיהיה מוכן לרכוש את בלוק המניות.

82 "עסקאות גדולות" (לעיל, הערה 73).

83 Fischel & Ross (לעיל, הערה 46), בעמ' 518.

2. מניפולציה תוך שוקית – האומנם בלתי צליחה?

כאמור, טענתם של פישל ורוס מבוססת על כמה הנחות, שלהלן נראה כי שלילתן שומטת את הבסיס לטיעון שמניפולציה תוך שוקית אינה צליחה. אולם, מעבר לכך נראה כי גם קבלת ההנחות של פישל ורוס אינה מובילה למסקנה שמניפולציה תוך שוקית היא בלתי צליחה.

(א) שוק הון לא יעיל

טענתם של פישל ורוס מבוססת על קיומו של שוק הון יעיל, המהווה תנאי לתקפותה של הנחת התחלופה המושלמת. בהעדרו של שוק הון יעיל, נשמת הבסיס לטענתם בדבר אי רווחיותה של המניפולציה. בשוק הון לא יעיל, מחירי ניירות הערך מושפעים לאו דווקא מגורמים רציונליים. עבור סוחר רעש, תשואה וסיכון אינם מהווים את המאפיינים הבלעדיים לבחינת כדאיות ההשקעה. שמורות או סנטימנטים ביחס לתעשייה מסוימת או ביחס למניות מסוימות יהיו גורם בעל משקל בקביעת כדאיות ההשקעה. כתוצאה מכך, מניה מסוימת עשויה להיות "חביבה" על המשקיעים יותר ממניה אחרת, על אף שלשתייהן אותם מאפיינים של תשואה וסיכון⁸⁴. המשקיעים יבקשו לרכוש מניה מסוימת דווקא ומניות אחרות לא תהוונה תחליף עבורם⁸⁵. בתנאים אלה, השוק מוגבל למניה מסוימת. עקומת הביקוש למניה מסוימת אינה גמישה לחלוטין כי אם יורדת משמאל לימין, ושינויים בהיצע ובביקוש ישפיעו על שער המניה. בתמצית: בשוק הון לא יעיל, הנחת התחלופה המושלמת אינה מתקיימת, ומניפולציה היא אפשרית.

נוסף על כך, בשוק הון לא יעיל, כאשר מניפולטור משכנע את השוק בקיומו של מידע עדיף, תגודות שער המניה לא תהיינה בהכרח סימולטניות לפעילותו. אכן, כאשר עליות השערים נמשכות רק כל עוד המניפולטור מבצע רכישות, וירידות שערים

84 Shiller (לעיל, הערה 20); וכן Shleifer & Summers (לעיל, הערה 22).

85 תופעה זו עלולה להתרחש גם כאשר קיימים משקיעים הפועלים בשוק על בסיס שיקולים רציונליים. למשל, פעילות ערה סביב מניה ותגודות שער קיצוניות, ולו רק לטווחים קצרים בלבד, עלולות להשפיע על קבוצת המשקיעים הפועלת בהתבסס על ניתוחים טכניים של ביצועי העבר של המניות. ניתוחים אלה מבוססים בעיקר על התנהגותו של שער המניה בעבר, שעל פיה מתחשבים פרמטרים טכניים שונים המשמשים את קבוצת המשקיעים הזו לצורך החלטות ההשקעה. תגודה חדה של שער המניה עלולה להפעיל "טריגר" שיניע משקיעים אלה לרכוש את המניה. בשוק שבו קיימת קבוצת משקיעים הפועלת על סמך ניתוחים טכניים, קרוב לוודאי שתגודת שער המניה כשלעצמה תגרום, במקרים מסוימים, לקבוצת משקיעים זו לרכוש את המניה, דבר שיספיע לטובה על סיכויי הצלחת המניפולטור. יש הסוברים כי מסחר "טכני" יש לסוג כמסחר לא רציונלי. ראו, למשל, Shleifer & Summers (לעיל, הערה 22).

מתחילות מיד עם ביצוע מכירות, מניפולציה אינה אפשרית. אולם, בשוק לא יעיל, עליית מחירים אינה תמיד סימולטנית לרכישה המתבצעת על ידי המניפולטור, משום שהשוק אינו מתרגם באופן מיידי את המידע הגלום בשינוי בהיקף המסחר לשינוי במחיר המניה. בשוק שכזה, המניפולטור יוכל לבצע לפחות חלק מרכישותיו בשער נמוך מהשער המגלם בתוכו גם את המידע הטמון בפעילותו של המניפולטור עצמו. בדומה, השוק אינו מגלם במהירות גם את המידע הגלום במכירת מניות בהיקף גדול בשל תופעות של "תגובת עדר": משקיעים מושפעים משמועות וציפיות לגבי התנהגות המשקיעים האחרים, יותר מהמתבקש על ידי הערכות כלכליות לגבי שוויה של המניה⁸⁶. בשוק שכזה קיימת הסתברות גבוהה שפעילות המניפולטור תיצור תגובת עדר או תהליך של עליית מחירים, שיתבטאו בעליית מחירים גם לאחר הפסקת הרכישות מצדו. כתוצאה מכך, בעת מכירת המניות יראה המניפולטור ביקוש גבוה יותר, אשר יאפשר לו למכור את המניות בשער גבוה משער הרכישה. בתמצית: בשוק לא יעיל אין סימולטניות בין פעולות המניפולטור לשינויי השער, ולכן מניפולציה היא אפשרית.

(ב) שוק הון עם יעילות מוגבלת

כאמור, שוק יעיל הוא עניין של מידה. כדי שהנחת התחלופה המושלמת תתקיים, נדרש שוק יעיל מושלם. שכן, די בחוסר יעילות מוגבל ביותר כדי שעקומת הביקוש למניות מסוימות תרד משמאל לימין. כפי שנראה להלן, שוק ההון בארצות הברית, הנחשב ליעיל ביותר⁸⁷, אינו מגיע למידת היעילות הנדרשת לקימה של הנחת התחלופה המושלמת. על כן אין להניח, כי שוק ההון הישראלי מגיע לרמה זו. הסיבה העיקרית נעוצה בהיותו של השוק הישראלי קטן ובעל מסחר בהיקפים מוגבלים. כמו כן, תעשיית המידע הקשורה לתמחור ניירות הערך אף היא עדיין צעירה, מצומצמת ולא תחרותית דיה. נוסף על כך יש לזכור, כי בשוק ההון הישראלי נתגלו תופעות שכשלעצמן שוללות את תקפותה של הנחת התחלופה המושלמת. התופעה הבולטת ביותר היתה "ויסות מניות הבנקים" בתחילת שנות ה-80. במשך שנים ארוכות השפיעו הבנקים על שערי מניותיהם כך שיעלו מדי יום בשיעור קבוע, באמצעות התערבות בהיצעים ובביקושים⁸⁸. היכולת להשפיע בעקביות (מדי יום ובמשך שנים) ובשיעור מתוכנן מראש על שערי המניות אינה מתיישבת כלל עם הנחת התחלופה המושלמת.

86 Shiller (לעיל, הערה 20); וכן Shleifer & Summers (לעיל, הערה 22).

87 Gilson & Kraakman (לעיל, הערה 1).

88 ע"פ 2910/94 יפת נ' מדינת ישראל, פ"ד (2) 221, וכן דו"ח וועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים (1986).

תופעה אחרת, פרי שנות ה-90, היתה מניפולציה בשערי אגרות חוב ממשלתיות⁸⁹. אגרות חוב ממשלתיות הן הדבר הקרוב ביותר לכסף. מרבית המידע הרלבנטי להערכת שוויין של אגרות חוב ממשלתיות הוא ציבורי, ומעט מאד מידע פרטי ניתן להסיק מפעולות המסחר עצמן. השפעה על שערן של אגרות חוב אלה, באמצעות שינויים בהיצע וביקוש, אינה מתיישבת עם הנחת התחלופה המושלמת.

בחינתו של שוק ההון בארצות הברית מלמדת, כי גם שם לא מתקיימים התנאים לתקפותה של הנחת התחלופה המושלמת. התופעה המשמעותית ביותר היא קיומו של "השוק שמאחורי הקלעים" ("the upstairs market")⁹⁰: משקיעים המעוניינים למכור או לרכוש כמות גדולה של מניות מודעים לכך שלעסקה תהיה השפעה על המחיר. כדי למזער את ההשפעה על המחיר הם אינם ניגשים, בדרך כלל, ישירות לביצוע העסקה בבורסה ("צל הרצפה"), אלא מנצלים את שירותיהם של גורמי ביניים המאתרים רוכשים או מוכרים, בהתאמה, שיבצעו מולם את העסקה במסגרת פעילות מקדימה למסחר בבורסה. בשוק זה מתבצע זיווג בין מוכרים לרוכשים לפני שהעסקה יורדת לרצפת הבורסה. בדרך זו מובטח מזעור של השפעת העסקה על המחיר. אילו התקיימה הנחת התחלופה המושלמת – לפיה ניתן למכור או לקנות כל כמות של מניות בשוק מבלי שייגרם שינוי בשער – שוק זה היה מאבד את תכלית קיומו ודועך כליל.

תופעה אחרת היא הצורך לשאת בעלויות פרמיות מיידיות, בשל קיומו של פער בין הביקוש וההיצע של הטווח הארוך לביקוש וההיצע של הטווח הקצר. אף אם בטווח הארוך עקומות הביקוש וההיצע תהיינה גמישות לחלוטין, עדיין, בטווח הקצר, עקומות ההיצע והביקוש נוטות לקשיחות, מכיוון שלא כל מחזיקי המניות נמצאים בשוק ברגע נתון. למשל, במניה מסוימת מחזיקים 1,000 איש. 500 מתוכם מוכנים, עקרונית, למכור את המניה. ביום מסחר נתון, רק 200 מתוך אלה הזרימו פקודות מכירה⁹¹. כאשר המשקיע מזרים ביקוש בהיקף גדול, הוא רואה למולו היצע של 200 מחזיקי מניות בלבד. כדי לממש ביקוש בהיקף גדול בטווח זמן קצר, בטרם ייכנסו שאר מחזיקי המניה לשוק ויגדילו את ההיצע, יש לשלם פרמיה לגורם אשר יהיה מוכן למכור מניות בהיקף מתאים. ככל שהמשקיע מעוניין בביצוע רכישות במהירות גבוהה יותר עליו לשלם

89 ע"פ 8710/96 מרקדו נ' מדינת ישראל, פ"ד נא(5) 481.

90 Thel (לעיל, הערה 76), בעמ' 236.

91 פקודות מכירה כוללות הן את הפקודות המותנות – Limit – והן את הפקודות שאינן מותנות – Best. פקודות limit משמען שבכל זמן נתון קיימות פקודות בלתי מבוצעות שבהן מבקשים משקיעים לקנות או למכור מניה מסוימת בשער שונה ממחיר השוק. כאשר המחיר משתנה, חלק מפקודות אלה נכנסות לתחום שהוגדר בהן כתחום לביצוע העסקה ("למכור במחיר לא נמוך מ-" או "לקנות במחיר לא גבוה מ-").

פרמיה גבוהה יותר – פרמיית מיידיות⁹². גם קיומה של פרמיית מיידיות אינו מחייב עם קיומה של תחלופה מושלמת.

(ג) שוק הון יעיל

מכל מקום, אף אם מקבלים את ההנחה בדבר קיומו של שוק הון יעיל, עדיין טענתם של פישל ורוס אינה עומדת במבחן הביקורת. ראשית, הנחת התחלופה המושלמת מבוססת על ההנחה שמדובר בשוק הון יעיל, שבו לכל השחקנים בשוק ציפיות הומוגניות ביחס לביצועיהן העתידיים של המניות⁹³. אולם, אפשר שיתקיים שוק הון יעיל, שבו אין זהות בהערכות המשקיעים ביחס לתזרימי המזומנים הצפויים ממניה מסוימת. משקיעים שונים מוכנים לשלם מחירים שונים עבור אותה מניה, ומחיר השוק אינו אלא שקלול של מגוון הערכותיהם⁹⁴. נכונות של משקיעים לשלם מחיר שונה עבור אותה מניה מתבטאת בעקומת ביקוש יורדת משמאל לימין⁹⁵. משמעות הדבר: אין תחלופה מושלמת בין המניות השונות.

שנית, שינויי שער מתרחשים במקביל לשינויים בהיצע ובביקוש. העובדה שבשוק הון יעיל תופעה זו מוסברת בשינויים בבסיס המידע הקיים בשוק, אינה תומכת במסקנה

92 משקיע "רגיל", המעוניין במקסום רווחיו, ינסה למזער ככל האפשר את העלויות המיידיות כדי לקנות את המניות במחיר נמוך. משקיע זה ישתמש במגוון האמצעים שהשוק מעמיד לרשותו לביצוע עסקאות בהיקף גדול מבלי להשפיע על שער המניה בצורה משמעותית. ראו Thel (לעיל, הערה 76), בעמ' 238. עובדה זו מסבירה את הממצאים האמפיריים שהובאו כתמיכה להנחת התחלופה המושלמת – ראו "עסקאות גדולות" (לעיל, הערה 73) – לפיהם רוב העסקאות מתבצעות ללא שינוי כלשהו בשער המניה. אולם, משקיע המעוניין בביצוע רכישות במהירות, אם בשל מידע פנים שהוא רוצה לנצל בטרם יהפוך לנחלת הכלל, ואם ממניעים מניפולטיביים, יהיה מוכן לשאת בעלויות הנזילות אשר יעלו את שער המניה. אכן, למניפולטור יש אינטרס ברור בעקיפת כל מנגנון שנועד למנוע עלייה של שער המניה, מכיוון שתנאי להצלחתו הוא השפעה על שער המניה. המניפולטור יכול לנצל את הפערים בין ההיצע בטווח הקצר להיצע בטווח הארוך כדי להעלות את שער המניה: הוא יזרים ביקושים גדולים בזמן קצר, בטרם יספיקו המשקיעים הנמצאים מחוץ לשוק באותו רגע "להיכנס" לשוק, ויקנה את הכמות המבוקשת בעלויות שער. אומנם, עליית מחירים הנובעת מעלויות נזילות "מחזיקה מעמד" זמן קצר בלבד – עד ששאר מחזיקי המניה המעוניינים במכירתה יצטרפו לשוק – אך אם פעילות המניפולטור יוצרת תהליך של עליית מחירים, הוא יצליח למכור את המניות שרכש ברווח.

93 Fischel & Ross (לעיל, הערה 46), בעמ' 514.

94 Thel (לעיל, הערה 76), בעמ' 228.

95 ביטוי מובהק לכך הוא קיומן של פקודות מוגבלות בשער (limit orders).

שמניפולציה אינה צליחה, אלא להפך⁹⁶. כאשר חברה רוכשת את מניותיה, או כאשר אנשי הפנים או בעלי השליטה מגדילים את אחזקותיהם בחברה, השוק מסיק מכך כי קיים מידע חיובי על החברה שעדיין אינו ידוע להם ושער המניה עולה. ההפך לא תמיד נכון⁹⁷. בעוד שרכישת מניות מונעת בעיקר מהערכה חיובית של החברה, מכירת מניות יכולה להיות מונעת ממגוון סיבות היוצרות צורך בנזילות. קשה להעלות על הדעת נסיבות שבהן אדם נאלץ לרכוש מניות בדחיפות, למצט הערכתו בדבר כדאיות ההשקעה (בין אם כצעד למזעור חשיפה לסיכונים, בין אם מתוך רצון להשקיע לטווח ארוך, ובין אם מתוך רצון לבצע ספקולציה לטווח קצר). לעומת זאת, קל לשער נסיבות שבהן אדם ייאלץ למכור מניות בדחיפות, לצורכי נזילות, מבלי שהערכתו בדבר כדאיות ההשקעה תשתנה.

ניתן להשקיף על הפער במידע שבין רכישה ומכירה גם מזווית נוספת⁹⁸. כאשר מתבצעת רכישת מניות בהיקף נרחב, קיימות שתי אפשרויות: הרוכש הוא מניפולטור או משקיע. אם מדובר במניפולטור, לרכישותיו אין כל ערך אינפורמטיבי בדבר שווי המניה. אם מדובר במשקיע, סביר מאד שיש בידיו מידע חיובי בעל ערך, שכן, כאמור, קשה לשער נסיבות אחרות שבהן ייאלץ לרכוש הרבה מניות ומהר. השוק משקלל את ההסתברויות בדבר זהותו הנכונה של הרוכש, ומתמחר בהתאם לכך את המניה. גם כאשר מתבצעת מכירת מניות בהיקף נרחב קיימות שתי אפשרויות: המוכר הוא מניפולטור או משקיע. אם המוכר הוא מניפולטור, לפעולתו אין כל ערך אינפורמטיבי בדבר כדאיות ההשקעה. אם המוכר הוא משקיע, הרי שבניגוד לרוכש, לפעולתו ייתכנו כמה טעמים: למוכר יש מידע שלילי והוא מבקש לצאת מהשקעה רעה, למוכר אין מידע שלילי אך הוא מבקש לספק צורכי נזילות, לשפר את גיוון תיק השקעותיו, או לממש רווחים במסגרת אסטרטגיית השקעה קבועה מראש. דהיינו: ישנם טעמים לגיטימיים רבים לביצוע מכירה, שאינם טומנים בחובם מידע שלילי על כדאיות ההשקעה. כאשר השוק מתמחר את ההסתברות בדבר זהותו של מבצע מכירה בהיקף גדול, ההסתברות

96 למשל: F. Allen & D. Gale "Stock Price Manipulation" 5 *Rev. Fin. Stud.* (1992) 503, 508-509.

97 מחקר אמפירי מצא כי בעסקאות גדולות בניירות ערך קיימים הבדלים בין ההשפעה הזמנית על המחיר – מחיר העסקה – לבין ההשפעה הקבועה – המחיר לאחר ביצוע העסקה. בעסקאות שהיוזם שלהן הוא המוכר, ההשפעה הזמנית על המחיר היא גדולה, אך ההשפעה הקבועה היא קטנה (כלומר: יש עליית מחיר לאחר ביצוע העסקה). לעומת זאת, בעסקאות שהיוזם הוא הקונה, ההשפעה הזמנית היא קטנה, ואילו ההשפעה הקבועה היא גדולה. במלים אחרות: השוק מייחס מטען אינפורמטיבי גדול יותר לעסקאות קנייה בהשוואה לעסקאות מכירה. ראו "עסקאות גדולות" (לעיל, הערה 73).

98 F. Allen & G. Gorton "Stock Price Manipulation, Market Microstructure and Asymmetric Information" 36 *Euro. Econ. Rev.* (1992) 624.

למניעים מניפולטיביים נמוכה יותר בהשוואה לקיומם בעת ביצוע רכישה בהיקף גדול. כתוצאה מכך, ירידת המחירים הנובעת ממכירת מניות בהיקף גדול תהיה פחותה משיעור עליית המחירים הנובעת מרכישת מניות בהיקף גדול. שוב, המסקנה המתבקשת היא כי מטען המידע הגלום ברכישת מניות גדול יותר ממטען המידע הגלום במכירתן.

העובדה שמדובר בשוק שבו המסחר אנונימי אינה שוללת את האפשרות לשכנע משקיעים כי רכישת המניות או מכירתן מעידה על מידע בעל ערך⁹⁹. למשקיע בעל מידע עדיף יש אינטרס ברור בהסתרת זהותו בעת ביצוע הפעולות. יכולתו של משקיע המחזיק במידע בעל ערך להפיק ממנו רווח מותנית ביכולתו לרכוש או למכור את המניות בטרם יספיק השוק לתרגם את המידע לשינוי בשער המניה. אם יחשוף את זהותו, קיימת הסתברות גבוהה יותר שהשוק יעריך טוב יותר את טיבו של המידע ויגלם זאת במהירות בשער המניה. למרות שלבעלי מידע עדיף יש אינטרס בהסתרת זהותם בעת ביצוע הפעולות בשוק אנונימי, עדיין גלום מידע בעצם הגידול בהיקפי המסחר אשר מתורגם להשפעה על שער המניה¹⁰⁰. מכיוון שכך, פעולת ה"חיקוי" של המניפולטור היא פשוטה.

כאשר רכישת מניות טומנת בחובה יותר מידע בדבר כדאיות ההשקעה מאשר מכירת מניות, מניפולציה היא צליחה גם בשוק יעיל. עצם ביצוע רכישת מניות בהיקף גדול משחררת מידע חיובי לשוק, גם כאשר זהות הרוכש אינה ידועה. לעומת זאת, מכירת מניות בהיקף גדול, גם כאשר זהות המוכר ידועה, מכילה פחות מידע על כדאיות ההשקעה. בנסיבות אלה, מניפולטור יכול להשיג אפקט של עלייה במחיר כתוצאה מרכישותיו, שיהיה חזק יותר מן האפקט של ירידה במחיר כתוצאה ממכירותיו, בין אם זהותו ידועה ובין אם לאו. יתר על כן: המניפולטור יכול להגדיל את הפער שבין השפעת הקנייה להשפעת המכירה על מחיר המניה באמצעות חשיפת זהותו או באמצעות הסתרתה, באופן אסטרטגי, בעת ביצוע עסקאות הקנייה והמכירה, בדרך שתגדיל את מטען המידע בקניה ותקטין אותו במכירה¹⁰¹. העובדה שלרכישת ניירות ערך מטען

99 Thel (לעיל, הערה 76), בעמ' 241-246.

100 שם, שם.

101 המניפולטור יכול להשתמש בטכניקות שונות של מכירה וקנייה כדי להפיק רווח. כך, למשל, המניפולטור יכול לקנות מניות על ידי הזרמת פקודות קנייה בהיקף גדול, בזמן קצר, ותוך תשלום פרמיות נזילות נכבדות. מנגד, את מכירת המניות הוא יבצע בדרך "שקטה" יותר, תוך שימוש במגוון האמצעים ששוק המניות מעמיד לרשותו של משקיע המבקש לבצע עסקאות בהיקפים גדולים מבלי להשפיע יתר על המידה על שער המניה. לפירוט מגוון הטכניקות והאמצעים ראו Thel (לעיל, הערה 76).

מידע גדול יותר מאשר למכירתם מובילה למסקנה, כי מניפולציה תוך שוקית היא צליחה גם בשוק יעיל¹⁰².

מכל מקום, חשוב להדגיש, כי למרות שמניפולציה תוך שוקית היא צליחה – בין אם שוק ההון יעיל ובין אם לאו – עדיין מדובר ב"משימה" קשה. ביצוע המניפולציה מחייב סיכון וודאי של כמות הון גדולה לרכישת מניות מעל לשוויין (לפי הערכת המניפולטור). מנגד, אין ודאות שתיגרם עליית מחירים כתוצאה מרכישותיו, ואף אם תיגרם עליית מחיר, אין ודאות שהמניפולטור יצליח למכור במחיר גבוה ממחיר הרכישה¹⁰³.

3. עלויות הטלת האיסור על מניפולציה תוך שוקית

כאמור, ההבחנה בין מניפולציה לבין פעולת מסחר לגיטימית מחייבת היזקקות ליסוד הנפשי הסובייקטיבי של הסוחר – כוונה להפיק רווחים כתוצאה מהיכולת להשפיע על שער המניה – לצורך קביעת השווא שבמצג. מבחנים אובייקטיביים בלבד – "הסרט האילם", למשל – אינם מספיקים. איסור המבוסס בעיקרו על יסודות סובייקטיביים, כשלעצמו, כרוך בקשיי איחור עבריינים ואכיפה. יתר על כן: המבחן הסובייקטיבי טומן בחובו סיכון גדול של טעות: הטלת אחריות על פעילות מסחר לגיטימית, ולהפך. סיכויי טעות באכיפה פוגעים במסחר הלגיטימי ויוצרים הרתעת יתר, ואילו עיצובו של כלל אכיפה צר, שימנע הרתעת יתר, יוביל לתת-הרתעה. מכיוון שהטלת האיסור על מניפולציה כרוכה בעלויות אכיפה גבוהות מחד גיסא, ומאידך גיסא מניפולציה ממילא אינה צליחה וההסתברות להתרחשותה נמוכה – אזי, לדעת פישל ורוס, אין לקבוע איסור על מניפולציה. העלויות הנלוות לאיסור מסוג זה עולות על התועלת שתופק ממנו¹⁰⁴.

ככלל, לא ניתן לקבוע בוודאות מהן העלויות והתועלות הכרוכות בהטלת איסור על מניפולציה. דרוש מידע בדבר תדירות התופעה והנזק החברתי שהיא גורמת, כדי לאפשר את שקילת עלויות האיסור כנגד הנזק החברתי הנגרם ממניפולציה¹⁰⁵. אם הנזק עולה על העלות יש לאמץ את האיסור. אולם, גם בעניין עלויות האכיפה, המחלוקת המהותית מתמקדת בשאלת האפשרות להפיק רווח ממניפולציה כביטוי לתדירות התופעה. ככל שתדירות התופעה גבוהה יותר הנזק הצפוי ממנה גדול יותר. כאמור, קיימים טעמים רבים לטענה כי מניפולציה היא רווחית (ולכן תדירות התרחשותה עלולה להיות משמעותית), וזאת בניגוד לעמדת פישל ורוס, הסבורים כי מניפולציה כלל אינה צליחה

102 ראו למשל, "עסקאות גדולות" (לעיל, הערה 73).

103 אין פלא, אם כן, שכמעט לא ניתן למצוא בפסיקה מקרים של מניפולציה תוך-שוקית טהורה. עם זאת, ניתן לטעון שהעדר הפסיקה נובע מהקושי לאתר סוחרים המבצעים מניפולציה שכזו.

104 Fischel & Ross (לעיל, הערה 46), בעמ' 522.

105 Theil (לעיל, הערה 76), בעמ' 287.

(ולכן תדירות התרחשותה אפסית). נוסף על כך, גם ההתבססות על יסוד סובייקטיבי, כשלעצמה, אינה חריגה בנוף המשפטי. איסורים רבים מבוססים על יסודות סובייקטיביים: עבירות מחשבה פלילית, מקרים מסוימים של תרמית וקבלת דבר במרמה וכדומה. המשפט פיתח דרכים להתמודד עם הקשיים הטמונים באכיפת איסורים שכאלה: חוקות עובדתיות, ראיות נסיבתיות, נטלי הוכחה וכדומה. דרכים אלה גועדו למזער את סיכוני הטעות שבאכיפה¹⁰⁶. הסתברות משמעותית להתרחשות התופעה, מחד גיסא, והפחתת סיכוני הטעות באכיפה, מאידך גיסא, יוצרים בסיס להטלת האיסור על מניפולציה.

יתר על כן: הטלת איסור על מניפולציה יכולה אף לייעל ולהוזיל את עלויות האכיפה בשוק ההון. חלק מהפעולות הפסולות בשוק ההון מבוססות על שילוב של תרמית אינפורמטיבית ומניפולציה תוך שוקית. גורם אחד מתחיל לבצע רכישות במניה, וכדי להקל על העלאת מחיר המניות ומכירתן לפני ירידת המחיר, גורם שני מפיץ שמועות שקריות בין המשקיעים השונים¹⁰⁷. בעוד שהגורם הראשון המבצע את המניפולציה מותיר "עקבות", בדמות פקודות הרכישה והמכירה, הגורם השני קשה לאיתור. הטלת איסור על תרמית בלבד תקשה על האכיפה. מפיץ השמועות שביצע את התרמית קשה לאיתור, ומבצע המניפולציה שהרוויח מן התרמית לא ביצע עבירה. הטלת אחריות גם על מניפולציה תחשוף לאחריות פלילית גם את הגורם הפועל בשוק ומשאיר עקבות, תגדיל את הסיכון הכרוך בשותפות שכזו, ותקל על פעולת האיתור והאכיפה – הן של התרמית והן של המניפולציה.

לא זאת אף זאת: ניתן לחסוך חלק מעלויות האכיפה באמצעות כללים אובייקטיביים, אשר יאסרו על ביצוע מסחר בדרכים שנעשה בהן שימוש תדיר לצורכי מניפולציה. אומנם, כללים אלה יאסרו גם מסחר שאינו מניפולטיבי (פעולת מסחר תמימה)¹⁰⁸, אך זהו מחיר המתחייב מייעול מערכת האכיפה. אין גם לשער כי מחיר זה יהיה גבוה יתר על המידה. בעוד שלמשקיע התמים תימצא, בדרך כלל, חלופה אחרת לביצוע העסקה ללא עלויות עסקה גבוהות, המניפולטור יתקשה במציאת עסקה חלופית ועלויות העסקה שלו יהיו גבוהות הרבה יותר – שהרי מגוון הדרכים לביצוע עסקה לגיטימית הוא גדול ומחירן מחיר שוק, ואילו מגוון הדרכים לביצוע עסקה שתשפיע על שער המניה הוא מצומצם ומחירן גבוה¹⁰⁹. עם זאת ברור, כי כללים אובייקטיביים שיאסרו סוגי פעולות

106 A. Stein "The Refoundation of Evidence Law" 9 *Can. J. L. & Juris.* (1996) 279 106

107 למשל, עובדות פסק הדין בעניין חרובי (לעיל, הערה 63).

108 Fischel & Ross 108 (לעיל, הערה 46), בעמ' 522.

109 במשפט האמריקני קיימים כמה כללים המגבילים מגוון פעילות מסוימים במישור אובייקטיבי.

למשל: הגבלות על מכירות ב-Short (כלל 10b-21) והגבלות על ייצוב מחירי מניות על ידי חברה

מנפיקה (כלל 10b-7).

מסוימים לא יוכלו להתליף את האיסור הכללי, אלא רק להילוות אליו. ראשית, משום שמגוון הפעולות המועדות למניפולציה ושניתן לאסורן באופן מוחלט – ללא פגיעה משמעותית במסחר הלגיטימי – הוא מוגבל. שנית, פרקטיקות המסחר נמצאות בתהליך של שינוי מתמיד, ולא ניתן לחזות מראש את מגוון הדרכים בהן ניתן לבצע מניפולציה.

4. האם לאסור מניפולציה חוץ שוקית?

בניגוד למניפולציה התוך שוקית, המניפולציה החוץ שוקית היא צליחה ורווחית. המניפולטור מבטיח מראש, לפני ביצוע ההשפעה על השער, את הרווח בעסקה שמחוץ למסחר במניה. נוסף על כך, האכיפה קלה יותר: בדרך כלל, במניפולציה חוץ שוקית קיימות ראיות נסיבתיות כאשר למהות העסקה האמיתית, כתוצאה מביצוע העסקה החוץ שוקית במקביל להשפעה על שער נייר הערך בשוק ובתלות במחירו. למרות זאת, לדעת פישל ורוס אין לאסור גם מניפולציה זו¹¹⁰. עיקר טענתם היא שהצדדים לעסקה שמחוץ למסחר במניה – העסקה שעל תנאיה נועדה המניפולציה להשפיע – יכולים לפתור את הבעיה בעצמם. למשל, על ידי יצירת מנגנונים חוזיים "שיענישו" צד המשפיע על שער המניה בכוונה להפיק רווח מכך. לגישתם, גם אם הגורמים הפרטיים לא ימנעו תופעה זו לחלוטין, הם יקטינו את הסיכון להתרחשותה, ויעשו זאת בעלות נמוכה ביחס לכלל אשר נקבע על ידי המערכת המשפטית.

אולם, ההנחה שהצדדים יוכלו לאסור מניפולציה באופן יעיל יותר מהטלת איסור פלילי אינה עומדת במבחן המציאות. ראשית, לא תמיד מתקיימים יחסים חוזיים שמאפשרים הסדרת איסור על מניפולציה. למשל, בעת ביצוע מניפולציה על ידי צד שלישי להבטחת הצלחת הצעת רכש מתוכננת, או בעת ניסיון להשיג יתרונות מס. שנית, גם כאשר ישנם יחסים חוזיים, לא תמיד יש לצדדים לחוזה את היכולת לאתר התנהגות מניפולטיבית של הצד השני לצורך אכיפת המנגנונים שנקבעו בחוזה. מכיוון שההסתברות להיתפס היא נמוכה, וה"עונש" היחיד שהחוזה יכול להטיל הוא פיצוי בשיעור הרווח או הנזק, אין הרתעה ראויה¹¹¹. אם המניפולטור לא ייתפס הוא ישמור את הרווח בכיסו, ואם ייתפס – הדבר "הגורע ביותר" שיקרה לו הוא שיידרש להשיב את הרווח. בנסיבות אלה נדרש "עונש" משמעותי (להבדיל מפיצוי), שייצור הרתעה שתתחשב בהסתברות הנמוכה להיתפס. עונש כזה אפשרי רק על ידי הטלת איסור פלילי¹¹². שלישית, האינטרס של הצדדים לחוזה הוא להשיא את תועלתם האישית, בעוד שהאינטרס החברתי הוא מניעת עיוותים בשערי המניות והבטחת שוק יעיל והוגן.

110 Fischel & Ross (לעיל, הערה 46), בעמ' 523-525.

111 פיצויים מוסכמים עונשיים אינם מותרים. ראו Thel (לעיל, הערה 76), בעמ' 281-285.

112 שם, שם.

לא תמיד האינטרס החברתי מתיישב עם האינטרס של הצדדים לחוזה. יתר על כן: גם כאשר הצדדים לחוזה קבעו איסור ואף אכפו אותו (למשל, הצד לעסקה מחוץ לשוק קיבל פיצוי), עדיין יתר המשקיעים שסחרו במניה בעת ביצוע המניפולציה ונפגעו נותרו ללא כל הגנה או פיצוי¹¹³. השוק בכללותו אינו יכול לסמוך על הצדדים לחוזה שיבצעו את העבודה למענו, ולכן יש למנוע את תופעת המניפולציה בחקיקה.

אכן, לעתים הדין עצמו מעניק הגנה לצד לעסקה שכלפיו מופנית המניפולציה החוץ שוקית. בדרך כלל מתקיים הדבר במצבים שבהם מניפולציה חוץ שוקית טומנת בחובה גם תרמית אינפורמטיבית. למשל, ביצוע הנפקה של מניות – שמניות זהות להן כבר נסחרות בבורסה – במקביל להעלאת שער המניה הנסחרת בשוק באופן מניפולטיבי, כדי למכור את המניות שבהנפקה במחיר גבוה. העובדה ששער המניות הושפע במכון היא עובדה מהותית, שהיתה חייבת בגילוי בתשקיף, והעלמתה היא תרמית אינפורמטיבית. בדומה, מכירת חבילה גדולה של מניות לרוכש מחוץ לבורסה, מבלי לגלות לו ששער המניה בבורסה הושפע במכון, מהוזה חוסר תום לב במשא ומתן. לכאורה, ניתן להסתפק באיסור על תרמית אינפורמטיבית או על ניהול משא ומתן בחוסר תום לב למניעת המניפולציה החוץ שוקית. ולא היא.

ראשית, במגוון רחב של מניפולציות חוץ שוקיות לא קיימת חובת גילוי, שהפרתה תהווה עבירה או עוולה¹¹⁴. שנית, קשה לשער כי ניתן לקבוע חובת גילוי שיהיה בכוחה לספק הגנה אפקטיבית מפני מניפולציה, שכן מניפולציות מתבצעות על פני תקופות ארוכות, בטכניקות מגוונות, ובמקביל לשינויים תכופים בתנאי השוק¹¹⁵. שלישית, גם כאשר קיימת חובת גילוי, התמקדות בהפרתה מתעלמת מהנזק הנגרם לשוק בכללותו כתוצאה מעיוות מחיר נייר הערך¹¹⁶. למשל, הנזק שנגרם למשקיעים שרכשו מניות

113 שם, שם.

114 למשל, מניפולציה משיקולי מס או מניפולציה בין שוק האופציות לשוק המניות.

115 מתוך עמדת ה-SEC, המובאת ב-*Corporate Finance* (לעיל, הערה 28), בעמ' 643.

116 "While the Commission believes that the required disclosures are necessary or appropriate to prevent fraud, deception and manipulation, it does not believe that disclosure alone can take the place of the substantive regulation embodied elsewhere in the rule. Disclosure is unlikely to prevent manipulative conduct from having improper effects on the market since market manipulation is not solely a matter of deception and cannot be cured solely by preventing deception..." מתוך עמדת ה-SEC המובאת שם, בעמ' 642; כן ראו P. Schreiber & R. Schwartz "Efficient Price Discovery in a Securities Market: The Objective of a Trading System" in *Market Making and The Changing Structure of the Securities Industry* (Lexington, Y. Amihud et al. eds., 1985) 19. לעמדה המתמקדת רק בחובת הגילוי ראו *Schreiber v. Burlington N., Inc.* 472 U.S. 1 (1985).

כשוק עצמו ונפגעו מן המניפולציה, בעת שהופרה חובת תום הלב כלפי מי שרכש את חבילת המניות מחוץ לבורסה. המניפולציה החוץ שוקית מחייבת התמודדות והטלת איסור לא רק על מרכיב התרמית האינפורמטיבית, כאשר הוא מתקיים, אלא גם על מרכיב המניפולציה שעיוות את שער המניה¹¹⁷.

ה. היקף האיסור בדיון הישראלי – הערכה וביקורת

הניתוח שערכנו לעיל מלמד כי ראוי לקבוע איסור הן על תרמיות והן על מניפולציות לסוגיהן. הדברים נכונים ביתר שאת בשוק ההון הישראלי, שאינו משקף רמת יעילות גבוהה, והוא חשוף לתופעות של השפעה על שערי ניירות ערך. על רקע זה, יש חשיבות גדולה לפרשנותו של האיסור הקבוע בסעיף 54 לחוק ניירות ערך, באופן שפריסתו תחול על מכלול ההתנהגויות האמורות.

עוד יש להבהיר, כי פרשנותו של האיסור על תרמית בניירות ערך חייבת להיעשות על רקע מאפייניו הייחודיים של שוק ההון (שוק המוצרים הפיננסיים) בהשוואה לשווקים הריאליים (שוק המוצרים הממשיים). הברל זה יוצר שוני בין התרמית "הרגילה" והמסורתית¹¹⁸ בדיון הפלילי או בפקודת הגזיקין לבין התרמית "בניירות ערך". התרמית הרגילה והמסורתית מבוססת על הונאה במסגרת יחסים בין שני צדדים (מסחר פרטי): יוצר מצג השווא (הרמאי) מפנה את המצג אל הניצג (המרומה), תוך כוונה שהניצג יסתמך על מצג השווא, דבר שיגרום לו לבצע פעולה מסוימת או לתת דבר מה לרמאי. התרמית בניירות ערך מבוססת על הונאה במסגרת שוק (מסחר ציבורי): יוצר מצג השווא (הרמאי) מפנה את המצג לציבור שהוא בדרך כלל אנונימי, תוך כוונה שלפחות חלקו יסתמך על מצג שווא ויפעל על פיו.

שוני זה מחייב להבהיר כמה הבדלים נוספים בין שני סוגי התרמיות. ראשית, למרות שרק חלק מהמשקיעים מסתמכים על מצג השווא, התרמית אינה פוגעת רק בהם, אלא בכלל ציבור המשקיעים הסומך על אמינות המנגנון הקובע את מחיר השוק. מצג השווא מגולם במחיר ניירות הערך, ופוגע במשקיעים המניחים שהמחיר שהתקבל בשוק משקף מידע אמין בלבד. בהמצית: הסתמכות על אמינות מנגנון התמחור של השוק שקולה להסתמכות המסורתית על מצג השווא עצמו¹¹⁸. שנית, בניגוד לתרמית הרגילה

117 לתיאור היסטורי, לפיו תכלית החקיקה האמריקנית כנגד תרמית ומניפולציה היא רחבה מחובת גילוי בלבד וכוללת גם הגנה על מנגנון התמחור כשלעצמו, ראו S. The "The Original Conception of

Section 10(b) of the Securities Exchange Act" 42 Stan. L. Rev. (1990) 385

118 ראו Basic Inc. v. Levinson 485 U.S. 224 (1988) שאימץ את דוקטרינת ה"תרמית על השוק".

והמסורתית, הרמאי אינו מצפה לקבל "משהו" מכל המשקיעים שרומז. כפי שהובהר לעיל, לעתים הרמאי מרמה ומניע קבוצת משקיעים אחת במטרה להעלות את המחיר המניה, כדי לפתות קבוצת משקיעים שנייה, שלה יימכרו ניירות הערך במחיר מופקע (מניפולציה תוך שוקית); ולעתים הרמאי מרמה את כל המשקיעים בשוק, כדי להשפיע על מחיר עסקה אחרת מחוץ לשוק (מניפולציה חוץ שוקית). בתמצית: אין קשר הדוק בין יעדיו של מצג השווא לבין מקורם של פירות התרמית. על רקע הבדלים אלה בין התרמית הרגילה והמסורתית לבין התרמית בניירות ערך, ועל רקע היעדים הפרשניים שהובהרו לעיל, נשוב לסעיף 54 לחוק ניירות ערך. זו לשונו של הסעיף:

- (א) מי שעשה אחד מאלה, דינו – מאסר חמש שנים או קנס פי חמישה מן הקנס כאמור בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין:
- (1) הגיע או ניסה להגיע אדם לרכוש או למכור ניירות ערך ועשה זאת באמרה, בהבטחה או בתחזית – בכתב, בעל פה או בדרך אחרת – שידע או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות, או בהעלמת עובדות מהותיות;
- (2) השפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך.
- (ב) בסעיף זה "ניירות ערך" – לרבות ניירות ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1...

חלקו הראשון של סעיף 54(א) מתייחס, לפי לשונו, לתרמית אינפורמטיבית¹¹⁹. הסעיף מתייחס למצג שווא אינפורמטיבי כלשהו או להעלמת עובדות מהותיות. עבירת התרמית האינפורמטיבית, מן הראוי שתתפרש כעבירת התנהגות, שכן האיסור נועד להגן על "מנגנון התמחור" של שוק ההון ולא על "מחיר השוק", יהא אשר יהא. שוק ההון מבוסס על מידע שמתורגם למחיר באמצעות מנגנון תמחור. תרמית אינפורמטיבית מתערבת בבסיס המידע המורגם למנגנון התמחור ומעוותת אותו. האיסור מוטל על עצם ההתערבות בבסיס מידע זה, ללא קשר למחיר שיתקבל בסופו של דבר בעקבות פעולת מנגנון התמחור. כל התערבות במנגנון התמחור, שאינה מבוססת על שיקולים כלכליים, מעוותת את פעולתו של שוק ההון. אין זה משנה אם שוק ההון "הצליח" להתגבר על התרמית, ומנע, בסופו של דבר, את ההשפעה על שער נייר הערך: עצם יצירת מצב המחייב את הפועלים בשוק להתמודד עם התרמית משמעותו הטלת עלויות שתוצאתן

119 סוגיה זו ראויה לדיון נפרד, והיא מוזכרת כאן רק להשלמת התמונה. לדיון מקיף ומעמיק, שאני חולק על מסקנותיו, ראו ע' ידלין "תרמית על השוק – גבולות האחריות המשפטית בגין מצגי-שווא בשוק המשני" משפטים כז (תשנ"ז) 249.

פגיעה ביעילות השוק. כאמור, כאשר המשקיעים המתוחכמים נחשפים לסכנת תרמית, עליהם להשקיע משאבים כדי להימנע מן הפגיעה של התרמית המסוימת ושל התרמיות הפוטנציאליות בעתיד. עלות זו, המוטלת על המשקיעים המתוחכמים, מייקרת את תהליך הפנמת המידע לתוך המחיר ופוגמת בתהליך ההתייעלות של השוק. אכן, חלקו הראשון של סעיף 54(א) אינו כולל כל דרישה להשפעה על השער של נייר הערך, והוא מתייחס ל"הנעה" או לניסיון להניע אחרים לקנות או למכור ניירות ערך. מבנה זה מתיישב יפה עם עבירת התנהגות. הסעיף מתייחס למצב שבו הופנה מצג שווא אל הפועלים בשוק, מתוך כוונה שאלה יטעו ויבצעו פעולות מסחר בשוק. השאלה שהתעוררה ביחס לסעיף זה עסקה במרכיב הרשלנות הנזכר בסעיף, אשר לכאורה מרחיב את היקף האחריות בתרמית גם למצבים רשלניים. היו שהציעו להגביל את תחולתו של הסעיף רק למצבי הטעיה, שאינם מכוונים כלפי השוק בכללותו אלא כלפי משקיעים מסוימים בעסקאות פרטיות¹²⁰. בתי המשפט השונים שנוקקו לשאלה זו דחו פרשנות זו¹²¹. לטעמי, אכן אין הצדקה להגביל את תחולת הסעיף לעסקאות בין פרטים. ראשית, אם קיים "עוול" בהטלת אחריות בגין תרמית על מעשה רשלני, העוול אינו "מתוקן" על ידי כך שפגיעתו תצומצם למספר קטן יותר של "נפגעים". שנית, את התוצאה הלא רצויה של הטלת אחריות בתרמית על רשלנות ניתן לתקן ביחס לכלל המצבים – עסקאות בין פרטים ועסקאות שוק – בשתי דרכים פרשניות: לפרש את הביטוי "היה עליו לדעת" כ"חייב היה לדעת", שמשמעותו דרישת יסוד נפשי של פזיזות¹²², או להחיל על הסעיף את הוראת חוק העונשין (חלק כללי) המונעת הטלת אחריות ברשלנות במקרה של עבירת תרמית¹²³.

120 כך, למשל, מציע ידלין (לעיל, הערה 119) להגביל את תחולת הסעיף למצבים ב"שוק הראשוני" (השוק שבו מתבצעות הצעות של ניירות ערך לציבור), ולשלול את תחולתו על "השוק המשני" (השוק שבו מתקיים המסחר היומיומי בניירות ערך).

121 למשל, ת"פ (ת"א) 5322/90 מדינת ישראל נ' גיבור סבריה, פסקים תשנ"ג(4) 397.

122 גרוס דיני ניירות ערך ובורסה (1973) 284.

123 הסעיפים הרלבנטיים בחוק העונשין, תשל"ז-1977, הם סעיף 19(1), הקובע: "אדם מבצע עבירה רק אם עשה במחשבה פלילית, וזאת אם נקבע בהגדרת העבירה כי רשלנות היא היסוד הנפשי הדרוש לשם התהוותה"; וסעיף 21(ב) הקובע: "רשלנות יכול שתקבע כיסוד נפשי מספיק רק לעבירה שאיננה מסוג פשע". לפיכך, לא ניתן לראות את העבירה הקבועה בסעיף 54 לחוק ניירות ערך כחלה גם על רשלנות, והיא מוגבלת רק למחשבה פלילית כאמור בסעיף 19 לחוק העונשין הנ"ל. אכן, סעיף 90ב לחוק העונשין קובע: "בכל מקום בחיקוק שנחקק לפני תחילתו של חוק העונשין תיקון מס' 39, ושבו היסוד הנפשי הנדרש להתהוות העבירה הוא רשלנות, ולאותה עבירה נקבע עונש מאסר העולה על שלוש שנים – יהיה העונש בשל אותה עבירה, מאסר שלוש שנים". אולם, שימוש בסעיף זה אינו הולם בנסיבות אלו, משום שסעיף 54 לחוק מתייחס בעיקר לעבירות מרמה שאין הצדקה להפחית את העונש בגינן. ביחס לאפשרות קיומן של נסיבות שמעלות חשש להטלת אחריות בגין רשלנות, הפתרון

שלישית, חוק ניירות ערך מכון בעיקרו להגנת מנגנון התמחור של השוק, קרי: למניעת תרמיות כלפי כלל השוק. תרמית בעסקאות בין פרטים אינה מייצגת שום מקרה מיוחד בהתייחסה לניירות ערך להבדיל מכל נכס אחר¹²⁴. עסקאות אלה מוגנות על ידי המשפט האזרחי ועל ידי הדין הפלילי כעניין שבשגרה. בשל טעמים אלה אני סבור שיש להחיל את הסעיף גם על תרמית המכוונת כלפי כלל השוק.

חלקו השני של סעיף 54(א) חל על תרמית התנהגותית המגולמת בביטוי "דרכי תרמית", שכן תרמית התנהגותית מבוססת על מסחר פיקטיבי המהווה מצג שווא. תרמית התנהגותית מכוונת לעוות את מנגנון התמחור עצמו תוך השפעה ישירה עליו. מנגנון התמחור המעוות משדר מידע מעוות ביחס לנתוני המסחר (הכוללים מידע על מסחר פיקטיבי כאילו היה מסחר אמיתי), ומטעה את הפועלים בשוק. ראוי שגם תרמית התנהגותית תהיה עבירת התנהגות, מכיוון שהסעיף מכון להגן על מנגנון התמחור ולא על מחיר השוק.

תרמית התנהגותית אינה כוללת הזרמת אינפורמציה מטעה ישירות אל המשקיעים, ולכן אינה נכללת בגדר "תרמית אינפורמטיבית" המכוסה על ידי חלקו הראשון של סעיף 54(א) לחוק. בדומה, "תרמית אינפורמטיבית" שגרמה להשפעה על שער נייר הערך אינה הופכת בשל כך לעבירת "השפעה בדרכי תרמית", לפי חלקו השני של סעיף 54(א) לחוק. ההשפעה הנדרשת לצורך עבירת "השפעה בדרכי תרמית" היא השפעה ישירה על מנגנון התמחור עצמו – פעולות מסחר של הרמאי עצמו – ולא השפעה עקיפה כתוצאה מפעולות המסחר של מי שקיבלו את המידע המטעה. הנעת משקיעים באמצעות "תרמית אינפורמטיבית", המכוסה על ידי חלקו הראשון של סעיף 54(א) לחוק, בוודאי עלולה לגרום להשפעה על השער (תוצאת הצלחתה של התרמית), אך אין היא בגדר התנהגות נפרדת היוצרת אחריות נוספת מכוח חלקו השני של סעיף 54(א) לחוק.

מניפולציה אינה כוללת מצג שווא אינפורמטיבי ולכן אינה נכנסת בגדר החלק הראשון של סעיף 54(א) לחוק. מניפולציה מבוססת על התערבות ישירה במנגנון התמחור והשפעה עליו. האיסור על מניפולציה ימצא בגדר חלקו השני של סעיף 54(א) לחוק, האוסר השפעה "בדרכי תרמית". על פי ההיבט השני של הגדרת המניפולציה, היא מתייחסת למצגי שווא "סמויים". מניפולציה היא "דרך תרמית" הנובעת ממצג השווא שהמניפולטור יוצר בעצם ההתערבות שלו במסחר. פרשנות הכוללת מניפולציה בגדר הביטוי "דרכי תרמית" אינה חריגה בנוף המשפטי. אכן, מקובל לראות במרכיב המצג

הוא כמוסבר לעיל. מבחינה פרשנית ניתן להגיע לתוצאה זו, על ידי הגבלת תחולת סעיף 90 לחוק העונשין לעבירות שהיסוד הנפשי היחיד הנדרש בהן הוא רשלנות, ולא להחילו על עבירות המתייחסות הן לתרמית והן לרשלנות.

124 חלק (ב) של הסעיף, המרחיב את תחולת הסעיף גם לניירות ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1 לחוק, מחזק מסקנה זו.

הכוזב את היסוד האובייקטיבי של התרמית¹²⁵, אך מושג התרמית כולל בתוכו גם מקרים שקשה לאתר בהם יסוד פסול מבחינה אובייקטיבית¹²⁶. לדוגמא: סוגיית "גלגול החובות" (לקיחת הלוואה ממלווה ב' כדי לשלם למלווה א', ואחר כך לקיחת הלוואה ממלווה ג' כדי לשלם למלווה ב', וכן הלאה) המתעוררת בקשר לעבירת קבלת דבר במרמה בחוק העונשין. במקרי גבול אלה, הגורם המבחין בין התנהגות פסולה להתנהגות לגיטימית הוא אך ורק מודעותו של העושה, היינו: יסוד סובייקטיבי¹²⁷. בדומה, העמדה המקובלת היא שגם הבעת דעה שאינה דעתו האמיתית של אומרה מקיימת את דרישות היסוד האובייקטיבי של התרמית, היינו: מצג השווא¹²⁸. זאת, למרות שמבחן "הסרט האילם" אינו יכול לקבוע שזהו מעשה פסול, באשר השווא שבמצג מושפע מדעתו הסובייקטיבית של יוצר המצג.

אין חולק, כי מצג כוזב יכול להתבצע בהתנהגות בלבד, וכי הביטוי "דרכי תרמית" כולל את התרמית ההתנהגותית. השאלה היא, האם מניפולציה יכולה להיחשב לתרמית התנהגותית? יכולתו של המניפולטור להפיק רווחים נובעת למעשה מיכולתו "לשכנע" את השוק כי יש בידיו מידע בעל ערך ביחס לחברה. במובן זה, רכישת המניות מהווה מצג בהתנהגות בדבר דעתו של המניפולטור ביחס לשווי המניה. כל מניפולטור שמצטרף למסחר מטעה את השוק, ממש כשם שהשוק היה מוטעה אילו בוצע מסחר פיקטיבי. מבחינת המשקיעים, אין הבדל בין מסחר פיקטיבי לבין מניפולציה: בשני המקרים הפעולה נחזית בעיניהם כפעולת מסחר רגילה, ובשני המקרים אין מדובר בפעולת מסחר המבוססת על שיקולים כלכליים. העובדה שבדיעבד ניתן להוכיח כי פעולת מסחר אחת היתה "פיקטיבית" ואילו השנייה היתה "אמיתית" אינה מסייעת למשקיעים בשלב המסחר עצמו. בשני המקרים, מבחינת המשקיע, מדובר בתרמית:

125 למשל, הגדרת המרמה בפקודת הנזיקין (לעיל, הערה 41), ובחוק העונשין (לעיל, הערה 39).
126 בעבירת המרמה בחוק העונשין, שהיא עבירת התנהגות (ראו י' קדמי על הדין בפלילים (מהדורה מעורכנת, 1994, חלק ראשון) 26), היסוד העובדתי מתגבש לא רק בהתקיים מצג פוזיטיבי במלה או בכתב, אלא גם בהתנהגות אשר ממנה ניתן להסיק את קיומו של מצב דברים מסוים (קדמי, שם, בעמ' 405). ההתנהגות יכולה לבוא לידי ביטוי הן בפעולה אקטיבית של מעשה והן בחוסר פעילות במצב בו היה מצופה מאדם לפעול (קדמי, שם, בעמ' 407). מתיאור זה עולה, כי פעמים רבות לא ניתן לדעת מהתכונות חיצוניות אובייקטיבית על המציאות אם התנהגות או אמירה מסוימת היא בגדר "מרמה", אלא יש צורך בבחינה מדוקדקת של כוונת האדם העומד מאחורי אותה אמירה או אותה התנהגות. עניין זה מודגש בחלקה האחרון של הגדרת המרמה בסעיף 414 לחוק העונשין: "מרמה – טענת עובדה בענין שבעבר, בהווה או בעתיד, הנטענת בכתב, בעל פה או בהתנהגות, ואשר הטוען אותה יודע שאינה אמת או שאינו מאמין שהיא אמת...". הרכיב שבביטוי "שאינו מאמין שהיא אמת" בוודאי דורש, לצורך הוכחתו, התייחסות לאמונתו הסובייקטיבית של אותו אדם.

127 למשל, ע"פ 223/88 לארי נ' מדינת ישראל, פ"ד מג(3) 11.

128 ראו J.F. Clerk & W.H. B. Lindsell *On Torts* (London, 16th ed., 1989) 1016.

כל התערבות במסחר משפיעה על המחיר של נייר ערך, בין אם במישרין (עצם פעולת המסחר של הרמאי או המניפולטור) ובין אם בעקיפין (כתוצאה מהשפעה על ההחלטות של משקיעים אחרים שהושפעו מן המידע – שיסתבר להיות מצג שווא – שהיה גלום בהתערבות במסחר של הרמאי או המניפולטור). ההשפעה הישירה והעקיפה של פעולות מסחר, בתהליך גילום המידע במחיר, מתרחשת בכל שיטות המסחר בבורסה. כל עוד המסחר הוא פומבי – זוהי תמצית הבורסה, "מסחר פומבי" – לכל התערבות מניפולטיבית במסחר תהיינה השפעות ישירות ועקיפות על השער, בין אם מדובר במסחר בשיטה מתמשכת ("משתנים", "רצף" וכדומה) ובין אם במסחר רב-צדדי ("כר"מ" וכדומה), בין אם במסחר ממוחשב ובין אם במסחר באמצעות עושי שוק. החיפוש אחר ההשפעה על תנודות נייר הערך הוא מיותר. ראשית, משום שבכל התערבות ניתן ממילא למצוא השפעה, כמוסבר לעיל. שנית, וזה העיקר, משום ש"הנזק" טמון בעצם ההתערבות ולא בהשפעה על תנודות נייר הערך. מבחינת המשקיעים בשוק, עצם כניסתה של פקודה מניפולטיבית למסחר פוגעת בהם. נניח שמניפולטור נתן פקודת מסחר מניפולטיבית, אך המשקיעים הצליחו מבעוד מועד לזהות את מהותה המניפולטיבית של הפקודה. במקרה שכזה, ייתכן שהפקודה תשפיע על תנודות השער של נייר הערך באופן שונה ממה שהמניפולטור תכנן, וייתכן שהפקודה לא תשפיע כלל על תנודת שער של נייר הערך. נניח שהמשקיעים התעלמו כליל מן הפקודה המניפולטיבית והיא לא השפיעה על תנודת השער של נייר הערך. האם באין השפעה לא נגרם נזק? ! הצורך של המשקיעים להיות ערניים ולהשקיע משאבים כדי לאתר פקודות מסחר מניפולטיביות ולהתגונן מפניהן מטיל עליהם עלות המייקרת את פעולת גילום המידע במחיר נייר הערך. עלות זו פוגמת בתהליך ההתייעלות של השוק. האיסור הפלילי נועד לצמצם עלויות אלה על ידי הרתעת מניפולטורים. ככל שהעלויות הכרוכות בגילום המידע במחיר תפחתנה, כך ילך וישתכלל מנגנון התמחור. מטעמים אלה יש לראות בעבירת "ההשפעה בדרכי תרמית" עבירת התנהגות ולא תוצאה.

1. סיכום

שוק הון יעיל הוא בעל חשיבות מרכזית להקצאת משאבים יעילה במשק. יעילותו של שוק ההון היא פונקציה של המהירות והדיוק שבה מגלמים מחירי ניירות הערך את המידע הציבורי הקיים על החברות שהנפיקו אותם. המשקיעים המתוחכמים מגלמים בפעולות המסחר שלהם מידע ציבורי לתוך מחירי ניירות הערך. משקיעים אלה משקיעים במידע, באיסופו ובלימודו, ובפעולה על פיו.

תרמית ומניפולציה פוגעות בעיקר במשקיעים המתוחכמים: הן בבזבוז המשאבים בלימודו של מידע שגוי, והן בהפסד שנגרם כתוצאה מפעולה על פי מידע זה. בהינתן תרמית ומניפולציה, משקיעים מתוחכמים יאלצו להשקיע משאבים כדי להתגונן מפניהן.

השקעות אלה יכבידו על ייעולו של השוק. האיסור על תרמית ומניפולציה נועד להרתיע תופעות אלה, לצמצם את עלויות המשקיעים המתוחכמים ולשפר את יכולתם לייעל את השוק.

בהתחשב במטרה זו, יש לאסור לא רק תרמית, המבוססת על מצגי שווא גלויים, אלא גם מניפולציה, המבוססת לכאורה על מסחר בפועל, אך מגלמת בתוכה מצג שווא ביחס למידע שהיווה בסיס לפעולת המסחר. המניפולטור מנסה להשפיע על השער של נייר הערך ואינו פועל על סמך מידע שיש ברשותו. אכן, מניפולציה קשה יותר לביצוע מאשר תרמית. אולם, כפי שהראנו במאמר זה, המניפולציה היא צליחה. אין לסמוך על הקשיים הכרוכים בביצועה כגורם מרתיע, ויש להטיל איסור פלילי כנגדה. ואכן, הדין בישראל אוסר את כל מגוון ההתנהגויות שיש בהן כדי לפגום בפעולתו של מנגנון התמחור, החל מתרמית אינפורמטיבית והתנהגותית וכלה במניפולציה לסוגיה.

