שינויים באחזקות בעלי השליטה – עוד דרך להשגת טובות הנאה פרטיות?[1]

אייל יניב, בני לאוטרבך, מנחם (מני) עבודי ואורן קאפח

עבודה זו בוחנת האם השינויים לאורך זמן באחזקות קבוצות השליטה בחברות ישראליות מאפשרים לבעלי השליטה "לתעל" הון, כלומר להפקיע הון מציבור המשקיעים הפשוט (בעלי מניות המיעוט) ולהעבירו לכיסם הפרטי (של בעלי השליטה). במדגם של 75 חברות שנסחרו במדד ת"א 100 אנו מוצאים קשר הפוך מובהק בין שיעור האחזקה בהון של קבוצת השליטה לבין רמת מדד ת"א 100: בעלי השליטה מגדילים את אחזקותיהם בתקופות של שוק מניות יורד (קונים ב"זול") ומקטינים את אחזקותיהם בתקופות של שוק עולה (מוכרים ב"יוקר"). בהמשך, אנו מזהים סדרת עסקאות פיננסיות של החברות העשויה לשרת מנגנון של תיעול הון. עסקאות פיננסיות, כגון הנפקת מניות, הנפקת זכויות והצעת רכש מלאה או חלקית משמשות את קבוצות השליטה להגדלת אחזקותיהן (בתקופות של שפל בשוק המניות) ולהקטנת אחזקותיהן (בתקופות של גאות).

א. מבוא

ברוב החברות הציבוריות בישראל קיימת קבוצת שליטה (יחיד, משפחה או שותפים דומיננטיים) המחזיקה במרבית מניות החברה ושולטת בהצבעות והחלטות החברה. הספרות המחקרית בתחום המימון זיהתה בעיית סוכן חמורה במבנה אחזקות כזה: לקבוצת השליטה יש יכולת למשוך טובות הנאה מן החברה על חשבון יתר בעלי המניות (בעלי מניות המיעוט). התנהגות "נצלנית" כלפי שאר בעלי המניות אמנם אינה אתית ולעתים אינה חוקית, אך הפיתוי הניצב בפני בעלי השליטה הוא גדול, וההנחה היא שבעלי השליטה צורכים במידה זו או אחרת טובות הנאה פרטיות על חשבון החברה. טובות הנאה אלו לובשות צורות שונות ומגוונות. למשל, פרטים בקבוצת שליטה יכולים למשוך שכר מופרז (המכונה גם לעתים "דמי ניהול") על חשבון בעלי מניות המיעוט. חמור מכך, קבוצת השליטה יכולה לסחור עם החברה ו"לתעל" (=להזרים) במהלך עסקאות אלה רווחים ומשאבים אחרים מידי החברה אל תוך כיסה הפרטי של קבוצת השליטה (ראו למשל Johnson et al., 2000; Baek et al., 2006; Cheung et al., 2006).

קיימים עוד מנגנונים אחדים לניצול החברה (ראו למשל Andres, 2008), אך בעבודה זו נתמקד בצורה פחות מוכרת ופחות מוארת של "תיעול": עסקאות פיננסיות מהותיות של החברה, כולל גיוס

---

1 אנו מודים לשופטי הרבעון לכלכלה על הערותיהם המועילות. תודתנו נתונה גם ליונתן פרבר על עזרה באיסוף הנתונים, ולקתדרה לממשל תאגידי בישראל ע"ש משפחת ריימונד אקרמן ולמרכז רוטשילד קיסריה לשוק ההון ולניהול סיכונים על הסיוע הכספי. כל השגיאות שנותרו הן באחריותנו הבלעדית.

הון או רכישת מניות מידי הציבור, המובילות לשינוי אחזקות קבוצת השליטה. הנחת המוצא היא שלקבוצת השליטה אינפורמציה עודפת שבאמצעותה היא יכולה להעריך טוב יותר את שווייה הכלכלי של החברה. ניצול אינפורמציה זו מאפשר לקבוצת השליטה לבצע שינויים מושכלים בשיעור בעלותה בחברה (בהתאם למידע המצוי ברשותה) ולהפיק רווחים על חשבון ציבור המשקיעים ה"פשוט". דרך פעולה זו, הנקראת גם "תיעול הון", מתוחכמת למדי, כיון שמדובר בעסקאות פיננסיות תמימות למראה אשר במהלכן הציבור רוכש או מוכר מניות מרצון, ואולי אף בששון. אך, במהלך עסקאות אלה, ההזדמנות להפקת רווחים לא הוגנים על ידי בעלי השליטה היא ממשית.

מחקרים קודמים עסקו במסחר שגרתי בבורסה של בעלי עניין ובעלי שליטה (ראו למשל Deng et al., 2011, או Peng et al., 2011). אנו מרחיבים את היריעה על ידי בדיקת מגוון עסקאות פיננסיות מהותיות המגדילות או מקטינות את אחזקות בעלי השליטה. אנו נתמקד במצבי שוק מניות עולה מול מצבי שוק מניות יורד (נכנה אותם, בהתאמה, גאות ושפל), וננסה למפות את כמות ותדירות העסקאות הפיננסיות המבוצעות על ידי קבוצת השליטה במצבי שוק אלו. האם בעלי השליטה מנצלים שפל במניות על מנת להגדיל את אחזקותיהם, ואחר כך מוכרים אחזקות עודפות אלה לציבור בתקופת גאות במניות?

לפני שנמשיך, ברצוננו להעיר כי לעתים, ואולי אף לרוב, פעילות בעלי השליטה איננה מכוונת לשאיבת טובות הנאה מהחברה על חשבון הציבור. ישנן, לדוגמא, עסקאות בעלי שליטה המסייעות להצלחת החברה, וישנן עסקאות פיננסיות, כמו למשל הזרמת הון על ידי בעלי השליטה בעת משבר (במחירים נמוכים יחסית של המניות), שחשובות ל"הצלת" החברה. אבל, קיים חשש שעסקאות בעלי עניין, כולל השתתפותם בעסקאות פיננסיות מהותיות, תשמשנה לניצול ציבור בעלי המניות, ולכן שומה עלינו להאיר ולבחון היטב עסקאות אלה.

ספציפית, אנו מציעים במחקר זה שני סוגי מבדקים הניגשים לסוגיית תיעול ההון מכיוונים שונים. הסוג הראשון כולל מעקב אחר שינוי באחזקות קבוצת השליטה בתקופות של גאות/שפל. תקופות של עלייה ממושכת או ירידה ממושכת בשוק ההון מאופיינות לעתים בהתנתקות של מחירי השוק מערכן הכלכלי של המניות. לכן קבוצת השליטה, שלה מידע איכותי ומדויק יותר על החברה, יכולה לרכוש (למכור) מניות במחירים נמוכים (גבוהים) בתקופות של שפל (גאות) כאשר שווי החברות המשתקף ממחיר המניה נמוך (גבוה) מערכן הכלכלי הידוע לקבוצת השליטה. אם מנגנון זה אכן פעיל, נמצא במחקרנו כי ישנו קשר הפוך בין התנהגות שערי המניות בשוק ההון לבין השינויים בשיעורי האחזקה של קבוצות השליטה בחברות ציבוריות.

הסוג השני של המבדקים מתמקד במעקב וניתוח אותן עסקאות פיננסיות מהותיות שגורמות לשינוי בנתח הבעלות של קבוצת השליטה. סוג עסקאות זה כולל, בין היתר, הנפקת מניות, הנפקת זכויות, הצעת רכש לציבור וכיוצא בזה. לצורך בדיקה זו, אספנו את דיווחי החברות הנכללות במדגם על עסקאות מיוחדות המביאות לשינוי שיעור אחזקות בעלי השליטה (לא אספנו נתונים על מסחר רגיל של בעלי שליטה בבורסה) מינואר 2001 עד דצמבר 2010. את העסקאות שנאספו הפרדנו לשתי קבוצות: (א) עסקאות הנוטות להגדיל בדרך כלל את שיעור אחזקות בעלי השליטה (כגון הנפקת זכויות, הצעות רכש, עסקאות רכישה מחוץ לבורסה וכדומה); (ב) עסקאות המביאות בדרך כלל להקטנת שיעור אחזקות בעלי השליטה (כגון הנפקות של מניות, עסקאות מכר מחוץ לבורסה, הנפקות של אג"ח להמרה וכדומה).

יש להדגיש כי חלק מהעסקאות שאנו בוחנים אינן מיועדות, הצהרתית, לשינוי באחזקות בעלי המניות. למשל, הנפקת זכויות היא עסקה שמיועדת להגדיל את ההון העצמי של החברה, והזכות ניתנת לכלל בעלי המניות. עם זאת, בפועל, הנפקת זכויות שכיחה בעיקר בתקופות של שפל בשוק

ההון, ותוצאתה היא לרוב הגדלת שיעור האחזקה של קבוצת השליטה על חשבון בעלי מניות המיעוט. כמו כן, העובדה שהנפקת זכויות כמעט אינה נוכחת כיום בשוקי הון בעלי מבנה שליטה מבוזר, כגון השוק האמריקאי (ראו למשל Wu and Wang, 2007), מעוררת מחשבה.

ב. רקע וסקירת ספרות

Jensen and Meckling (1976) היו הראשונים להגדיר פורמאלית את בעיית הסוכן. לגישתם, בעלי השליטה (או קבוצת השליטה) בחברה שותפים רק לחלק מרווחי החברה (על פי חלקם היחסי בה), אך קבלת ההחלטות מסורה רובה ככולה לידיהם. במצב כזה יש לבעלי השליטה אינטרס ויכולת לנצל את כוחם בקבלת ההחלטות על מנת להעביר לרשותם, דהיינו לכיסם הפרטי, משאבים המסורים לידי החברה. ההגדרה המקובלת של המונח "טובות הנאה פרטיות של בעלי שליטה" נוסחה על ידי Bebchuk and Kahan (1990) ולפיה מדובר "בכל ערך הנתפס על-ידי בעלי השליטה ולא משותף עם שאר מחזיקי המניות".

אחת הוואריאציות של "משיכת" טובות הנאה פרטיות על ידי בעל שליטה כונתה על ידי Johnson et al. (2000) בשם Tunneling (להלן "תיעול"). Johnson et al. (2000) חילקו את המונח Tunneling לשתי קטגוריות עיקריות: (א) עסקאות "חלוקה עצמית" ("self-dealing transactions"), כגון שכר גבוה, העברת נכסים בין החברה ובעלי השליטה והשתלטות על הזדמנויות ההשקעה של החברה; (ב) עסקאות פיננסיות (financial transactions) הגורמות למעשה לאפליית המיעוט, כגון הנפקת זכויות. לעומתם, Atanasov et al. (2011) מציעים להבחין בין "תיעול תזרימי" (cash flow tunneling), "תיעול נכסים" (asset tunneling) ו"תיעול הון" (equity tunneling). נושאו של מחקר זה, בלשונם של האחרונים, הוא תיעול הון, המתאפיין בשינוי חלקם היחסי של בעלי השליטה בחברה על חשבון בעלי מניות המיעוט, מבלי להשפיע באופן ישיר על הפעילות התפעולית של החברה. הספרות הקיימת על תופעת התיעול בכללותה ענפה, ומקיפה הן שווקים מתפתחים[2] והן שווקים מפותחים,[3] אך רק מחקרים ספורים עסקו עד כה ב"תיעול פיננסי". לכן, מחקרנו מהווה תוספת משמעותית להארת הנושא.

אחת העדויות הקיימות לתיעול פיננסי עוסקת בחברות אחזקה במבנה "פירמידה". Bae et al. (2002) בחנו עסקאות מיזוג בין חברות קוריאניות (על פניהן, עסקאות מטעמים פיננסיים ואסטרטגיים המטיבים עם כלל בעלי המניות), ומצאו כי עסקאות שבוצעו ומגלמות הפסדים לבעלי מניות המיעוט הן דווקא רווחיות לבעלי השליטה בפירמידה, שכן הן מגדילות את הערך של חברות אחרות בפירמידה. מחקר אחר, של Baek et al. (2006), בוחן הנפקות פרטיות של ניירות ערך (PSOs – equity-link private securities offering) בקוריאה בין השנים 1989–2000. המחקר מוצא כי בהנפקות פרטיות לקבוצת השליטה, ההנחה יחסית למחיר השוק והיקף ההנפקה היו

2 דוגמאות למחקרים בשווקים מתפתחים הם: Atanasov (2005); Atanasov, Black and Ciccotello (2011); Baek, Kang and Cheung, Rau and Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (2008) (multi-country); Bertrand, Mehta and Mullainathan (2002) (India); Lee (2006) (Korea); Stouraitis (2006) (Hong Kong); Berkman, Cole, and Fu (2010) (China); Atanasov, Black, Ciccotello and Gyoshev (2010) (Bulgaria).

3 דוגמאות למחקרים בארה"ב: Atanasov, Boone and Haushalter (2010); Bates, Lemmon, and Linck (2006).

גבוהים יותר מאשר בהנפקות פרטיות אחרות, דבר המלמד על משיכת ערך על ידי קבוצת השליטה על חשבון בעלי מניות המיעוט.

הנושא של עסקאות פיננסיות ביוזמת קבוצת השליטה נחקר בעבר גם בישראל, תוך התמקדות בסוג עסקאות מסוים. זליכה ושרבי (2009) וזליכה (2010) עסקו בהנפקת זכויות, ומצאו שעל אף ההקצאה הראשונית השוויונית של הזכויות הרי שבהתאם להשערה המקובלת בספרות הכלכלית אמצעי זה מוביל לדילול אחזקותיהם של בעלי מניות המיעוט.[4] עוד מוצאים זליכה ושרבי (2009) כי בתקופות של גאות בשוק המניות הדילול של אחזקות המיעוט (=הציבור) צנוע יותר, אולי משום שגאות בשוק ההון משפרת את רמת הנזילות של בעלי המניות הקטנים מן הציבור. בהתאמה, בתקופת שפל בשוק ההון דילול אחזקות הציבור עוצמתי ומהותי במיוחד. דהן והאוזר (1998) בחנו הנפקת מניות חוזרות (הנפקת מניות שכבר נסחרות בבורסה) ומצאו, בין היתר, כי פעילותם של בעלי העניין טרם ההנפקה החוזרת תלויה במצב השוק. הנטייה של בעלי השליטה לרכוש מניות בבורסה לפני ההנפקה החוזרת חזקה יותר (באופן מובהק סטטיסטית) בשוק מניות יורד מאשר בשוק מניות עולה. ממצא זה עקבי עם החשש שבעלי שליטה מנצלים את המידע העודף שברשותם על מנת להגדיל את אחזקותיהם במניות (על חשבון אחזקות הציבור) כאשר שערי המניות נמוכים מדי.

השערת המחקר שלנו הנה שלעתים קבוצת השליטה מנצלת את מידע הפנים שברשותה לגבי ערך החברה לשם השגת תשואה עודפת על חשבון בעלי מניות המיעוט. זאת הן באמצעות (א) הקטנת שיעור אחזקות קבוצת השליטה בחברה בתקופות של עליות מחירים בשוק ההון (גאות) שבהן שווי החברה הנגזר ממחיר המניה גבוה לעתים משווייה הכלכלי, והן על ידי (ב) הגדלת שיעור אחזקות בעלי השליטה בתקופות של ירידות מחירים בשוק ההון (שפל) שבהן שווי החברה הנגזר ממחיר המניה נמוך לעתים משווייה הכלכלי.

לשם בחינת השערתנו נאמוד, בהמשך העבודה, את המתאם בין השינוי השנתי באחזקות בעלי השליטה לשינוי השנתי ברמת מחירי המניות (התשואה השנתית של מדד ת"א 100). השערתנו מנבאת מתאם שלילי בין שני המשתנים הנ"ל – בעלי שליטה קונים כשהשוק יורד ומוכרים כשהשוק עולה. כמו כן, נסקור את כל העסקאות הפיננסיות החשודות כ"תיעול הון" פוטנציאלי, ונבדוק אם אכן הן תואמות את התבנית של תיעול הון. לדוגמא, נבדוק אם הצעת רכש לרכישת כל או חלק ממניות הציבור מתרחשת בעיקר בתקופות שפל. לבסוף, נבדוק גם את התשואות העודפות של מניות החברות לפני ואחרי העסקאות הפיננסיות המהותיות הללו. זאת על מנת לבדוק האם *לפני* הגדלת (הקטנת) אחזקות בעלי השליטה היו למניות החברה תשואות חסר (תשואות יתר בהתאמה), והאם *לאחר* הגדלת (הקטנת) אחזקות בעלי השליטה היו למניות החברה תשואות יתר (תשואות חסר בהתאמה).

ג. נתונים

המדגם בעבודה זו כולל את כל החברות במדד ת"א 100 בתחילת שנת 2000 אשר בהן קבוצת השליטה החזיקה מעל 40% מהון המניות. בתחילת שנת 2000 נסחרו במדד ת"א 100 מאה מניות

4 למשל, Wu and Wang (2007) מציגים מודל תיאורטי המסביר שהנפקת זכויות היא מכשיר שיכול להפלות לטובה בעלי מניות על חשבון בעלי מניות אחרים, ולכן שיטה זו נפוצה באירופה (שבה קיימים גרעיני שליטה מובהקים), ולא בארה"ב (שבה מספר גרעיני השליטה נמוך יחסית).

שהשתייכו ל-95 חברות (לחמש חברות מתוך המדד היו שני סוגי מניות). ממדגם זה הוצאו כל החברות הדואליות, הפטורות מחובת פרסום דוחות תקופתיים (ללא דוחות תקופתיים קשה לקבוע במדויק את מבנה השליטה, נתון מרכזי במחקרנו). כמו כן, הוצאו מן המדגם חברות שבהן בעלת השליטה הייתה מדינת ישראל, מתוך נקודת הנחה שמדינת ישראל אינה פועלת כבעל שליטה רגיל, ועל כן הכללת חברות אלו במדגם עלולה להטות את התוצאות.[5] לבסוף, החברות ברום, כיתן וכלל ישראל הושמטו מן המדגם עקב מחסור בנתונים.[6] מדגמנו הסופי כולל 75 חברות בתחילת התקופה ו-71 בסופה.[7]

בסיס הנתונים מכיל משתנים אחדים ובראשם שיעור אחזקות קבוצת השליטה בהון המניות של החברה. אספנו נתונים אודות אחזקות קבוצת השליטה בחברות המדגם החל מיום 31 בדצמבר שנת 1999 ועד יום 31 בדצמבר שנת 2010. נתונים אלה נלקחו מתוך הדיווחים התקופתיים השנתיים של החברות, בהתבסס על החובה המוטלת בתקנה 24 לתקנות ניירות ערך לדווח על אחזקות בעלי העניין בחברה. במחקר זה עשינו שימוש בשיעור אחזקות קבוצת השליטה בהון.[8] לצורך חישוב אחוזי האחזקה נטרלנו את כמות המניות הרדומות באוצר החברה, כך ששיעורי האחזקה שחושבו לוקחים בחשבון רק את המניות המוחזקות בפועל על ידי המשקיעים, לרבות קבוצת השליטה.

נקודה מעניינת ועקרונית נוספת היא אופן הגדרת קבוצת השליטה. אנו מכוונים למה שנקרא בספרות Ultimate Shareholders, כלומר לבעלי השליטה האמיתיים השולטים בחברה באמצעות אחזקה ישירה ועקיפה במניות החברה. כך למשל, במחקרנו, אחוז האחזקה של קבוצת השליטה בחברת גב-ים לקרקעות בע"מ הוא סכום של: (א) אחזקות החברה לנכסים ובניין, בעלת השליטה העיקרית בגב-ים; (ב) אחזקות כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ; (ג) אחזקות כלל פיננסים. זאת כיון ששלוש החברות הללו שייכות לאותה קבוצה עסקית פירמידיאלית – קבוצת אי.די.בי., שנמצאת כיום בשליטת מר נוחי דנקנר ושותפיו.[9] כלומר, בסיועה של תקנה 24 מהדוחות התקופתיים, אנו מסירים את הלוט מעל פירמידות ומבנים עסקיים מסובכים אחרים על מנת להגיע לגרעין השליטה האמיתי והאולטימטיבי בחברה.

נדבך שני של העבודה עוסק בניטור עסקאות פיננסיות הגורמות לשינוי בשיעורי האחזקה של קבוצת השליטה. חשוב להדגיש שבקטע זה איננו בוחנים את כל העסקאות המובילות לשינוי בשיעור האחזקה של קבוצת השליטה. כך, למשל, איננו אוספים נתונים על תנועות בעלי עניין (=מסחר רגיל בבורסה על ידי בעלי עניין) המתפרסמות באופן שוטף על ידי הבורסה לניירות ערך. תנועות מסחר רגילות אלה קטנות יחסית לעסקאות שבהן אנו מתעניינים. יתר על כן, על פי מחקרי עבר (כמו Baek

---

5 בשנת 2000 הייתה ממשלת ישראל בעלת השליטה בחברות בזק, לאומי ודיסקונט.

6 חברות אלו נסחרו בתקופת המדגם במשך פחות משנתיים, כך שלא ניתן לקבל מידע על שינוי באחזקות קבוצת השליטה.

7 החברות אגיס וליפמן הפכו דואליות בתקופת המדגם. כמו כן, בשנת 2010, מבטח שמיר ופולאר עברו לרשימת השימור ולא פרסמו דוחות כספיים.

8 קיימות שש חברות (אפריקה ישראל, הבינלאומי, גב-ים, הראל השקעות, עלית והפניקס) שבתחילת המדגם לפחות (שנת 2000) היו להן שני סוגי מניות, ובהן אחוז האחזקה בהון שונה מאחוז האחזקה בהצבעה. לכן, כבדיקת נאותות, בחנו גם את השינוי באחוזי ההצבעה של קבוצת השליטה. התוצאות כמעט זהות לתוצאות המתקבלות כאשר בוחנים את שיעור השינוי באחזקה בהון המניות.

9 Kosenko (2008) ו- Kosenko and Yafeh (2010) מגדירים קבוצה עסקית פירמידיאלית כ- "קבוצה של חברות המנהלות פעילות עסקית בשווקים שונים, נתונות לשליטה אדמיניסטרטיבית ופיננסית אחת וקשורות ביניהן בקשרי אמון הדדי, על בסיס רקע אישי, אתני או עסקי משותף". הם גם מתעדים את הקבוצות העסקיות בישראל.

et al., 2006 ו-Cheung et al., 2006), הציבור למד לעקוב ולפרש נכון את מסחר בעלי העניין בבורסה. במחקר זה בחרנו להתמקד רק בעסקאות פיננסיות מהותיות שמטרתן המוצהרת העיקרית אינה להביא לשינוי בשיעורי האחזקה בחברה, אך היוזמת העיקרית שלהן היא החברה (או קבוצת השליטה) ותוצאתן היא שינוי בשיעורי האחזקה. עסקאות כאלה מאפשרות תיעול פיננסי, וניתן לחשוד כי מאחורי חלק מהן ניצבים גם שיקולים זרים של ניצול חולשות ציבור המשקיעים הפשוט וניצול מידע פנים לצורך תיעול הון מהציבור אל בעלי השליטה.

בהתאם לכך, התמקדנו ובחנו עסקאות פיננסיות מהסוגים הבאים:

א. הנפקת זכויות: בהתאם למחקרים קודמים בעולם ולמחקרם של זליכה ושרבי (2009) בישראל, הנחת העבודה שלנו היא שהנפקת זכויות מגדילה את אחזקות קבוצת השליטה.

ב. הנפקת מניות לציבור ולמוסדיים: כאשר חברה, ביוזמתה של קבוצת השליטה, מנפיקה מניות לציבור ו/או יוצאת בהנפקה פרטית למשקיעים מוסדיים, אנו רואים בכך כוונה להקטין את אחזקות קבוצת השליטה. בדרך כלל, התוצאה של הנפקת מניות לציבור היא דילול אחזקות בעלי השליטה.

ג. הנפקות (פרטית ו/או לציבור) של אג"ח להמרה וכתבי אופציה: כאשר חברה יוזמת הנפקת אג"ח להמרה ו/או כתבי אופציה לציבור ו/או למשקיעים פרטיים, יש בכך פוטנציאל לדילול עתידי של בעלי המניות הקיימים, וקבוצת השליטה ביניהם. למרות הנטייה של קבוצות שליטה רבות לקחת חלק בהנפקת האג"ח להמרה, מבחינה מדוקדקת של הנפקות אלו עולה כי שיעור ההשתתפות של קבוצת השליטה היה כמעט תמיד קטן מחלקה היחסי באחזקות, ולכן ההנפקה היא בעלת פוטנציאל לדילול עתידי של אחזקות קבוצת השליטה. עם זאת, נהיר לנו שאין זו עסקה המקטינה בבירור ובאופן מידי את חלקם בהון של בעלי השליטה, אלא רק עסקת הקטנה פוטנציאלית. במהלך הניתוח האמפירי נתייחס גם לנקודה זו ונחקור מהי ההתנהגות עם ובלי עסקאות המסווגות כ"פוטנציאליות".

ד. הצעות רכש (חלקית ומלאה): כאשר קבוצת השליטה יוזמת הצעת רכש המיועדת להעביר מניות מקבוצת בעלי מניות המיעוט לקבוצת השליטה (הן באופן חלקי והן באופן מלא), אנו רואים בכך כוונה ברורה להגדיל את אחזקות קבוצת השליטה.

ה. הקצאה/הנפקה פרטית של מניות לצד ג' (שאינו מצטרף לקבוצת השליטה): כאשר חברה מנפיקה מניות לצד ג', אנו רואים בכך עסקה שמטרתה להקטין את אחזקות קבוצת השליטה. עם זאת, במסגרת סיווג זה קיימות גם עסקאות שבהן צד ג', שלו הונפקו המניות, הפך לחלק מקבוצת השליטה לאחר ההנפקה. במצב שכזה, מחד גיסא אירע דילול של קבוצת השליטה הקיימת, ומאידך גיסא צורף גורם נוסף לקבוצת השליטה, כך שסך אחזקותיה של קבוצת השליטה החדשה גדל.[10] לאור זאת, החלטנו להשמיט מן המדגם עסקאות כאלה ולהותיר במדגם רק עסקאות שבהן קבוצת השליטה דוללה באופן ברור לאחר ביצוע ההנפקה.

ו. הקצאת מניות לקבוצת השליטה קיימת: כאשר החברה מקצה באופן פרטי מניות לגוף מסוים מתוך קבוצת השליטה, העסקה גורמת באופן ברור להגדלת אחזקות קבוצת השליטה.

כל העסקאות שנכללו במדגם הן עסקאות פיננסיות מהותיות, כאשר עסקה מהותית מוגדרת כעסקה שהיקפה גבוה מ-1% מהון המניות של החברה טרם העסקה.

---

10 דוגמא לעסקה שכזו היא הקצאה פרטית של מעריב בחודש יולי 2010. במסגרת הקצאה זו הוקצו למר זכי רכיב 16.2% מהון המניות של החברה, והוא צורף לקבוצת השליטה שלה.

ד. ממצאים

ד.1. שיעור אחזקות קבוצת השליטה

הנדבך הראשון של המבחנים האמפיריים כולל מעקב אחר שינוי באחזקות קבוצת השליטה בתקופות של גאות ושפל. לוח 1 מציג לדוגמא את השינויים באחזקות קבוצת השליטה בחברת טמבור בע"מ, הנכללת במדגם. הלוח מפרט את אחזקות קבוצת השליטה, כאשר הערך 100% מציין את הפיכתה של החברה מציבורית לפרטית. חברת טמבור הפכה לחברה פרטית בחודש אוגוסט 2001 בעקבות הצעת רכש מבעלת השליטה שלה, קבוצת גרנית הכרמל. בחודש פברואר 2005 הונפקה חברת טמבור מחדש על ידי אותה בעלת שליטה. בנוסף למידע שבלוח 1, יש לציין כי בחודש אפריל 2009 נכשלה הצעת רכש מלאה לחברת טמבור שהגישה בעלת השליטה. ניתן לראות כי עיתוי העסקאות על ידי קבוצת השליטה קשור לתקופות הגאות והשפל בשוק ההון: במהלך שנת 2001, בעת תקופת שפל, העלתה קבוצת השליטה את אחזקותיה בחברת טמבור (לכדי 100%). לעומת זאת בשנת 2005 (לאחר שנים מספר שבהן הניב שוק המניות תשואה חיובית) דיללה קבוצת השליטה את אחזקותיה לשיעור של 83.23%.

לוח 1: שיעור האחזקה של קבוצת השליטה בחברת טמבור בע"מ בין השנים 2010–1999

שם בעל עניין	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
די.אי.סי הלוואות בע"מ (%)	64.3	64.3										
דיסקונט השקעות בע"מ (%)	21.3	21.3										
גרניתהכרמל השקעות בע"מ(%)			100	100	100	100	83.2	83.3	83.3	83.3	83.3	82.8
סה"כ (%)	85.6	85.6	100	100	100	100	83.2	83.3	83.3	83.3	83.3	82.8

הנתונים נכונים לסוף כל שנה קלנדרית, בהתאם למפורט בדוחות הכספיים של החברה. בתקופה בה היתה החברה ללא אחזקות ציבורית (קרי חברה פרטית), הוצג שיעור האחזקה של קבוצת השליטה כ 100%.

לוח 2 מציג את שיעור האחזקה הממוצע של קבוצת השליטה והשינויים בו בכלל חברות המדגם. מנתוני פאנל א' ניתן להיווכח בריכוזיות השליטה בשוק ההון הישראלי – במהלך שנות המדגם (2010–1999) שיעור האחזקה הממוצע של קבוצת השליטה בהון לא ירד מ-70%. פאנל ב' מציג סטטיסטיקות תיאוריות של השינוי בשיעור האחזקה של בעלי השליטה. השינוי השנתי הממוצע בשיעור האחזקה נע בין 0.94%- (בשנת 2009) ל-2.60% (בשנת 2008), בעוד שחציון השינוי השנתי הוא 0. המקסימום והמינימום של שיעורי השינוי גבוהים יחסית בערכם המוחלט, בשל עסקאות פיננסיות גדולות שבהן נדון בפרוטרוט בהמשך. לסיכום, הרושם הכללי מפאנל ב' הוא

ששיעור האחזקה של בעלי השליטה איננו משתנה תדיר, אך כשמתרחשים שינויים הם יכולים להיות ניכרים.

לוח 2: שיעור האחזקה של קבוצות השליטה בחברות המדגם והשינוי בו בין השנים 1999–2010

פאנל א': שיעור האחזקה של קבוצת השליטה

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
מספר חברות במדגם	75	75	75	75	75	74	73	73	73	73	73	71
ממוצע אחזקת קבוצת השליטה בהון (%)	73.94	74.72	76.40	76.98	75.97	76.42	76.80	76.11	78.00	80.46	79.38	78.99

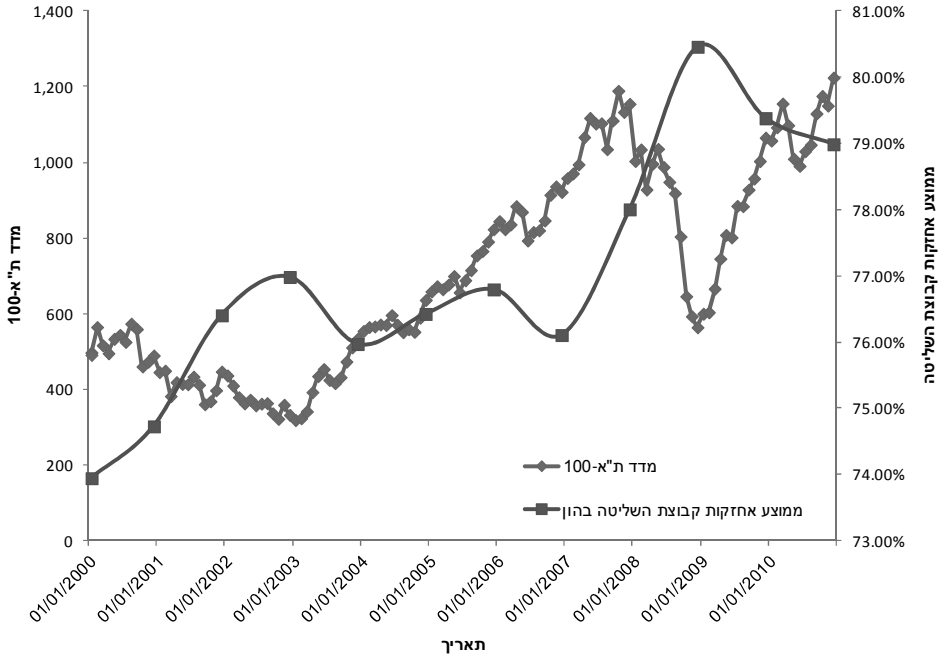
פאנל ב': השינוי בשיעור האחזקה של קבוצת השליטה (לעומת השנה הקודמת)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ממוצע השינוי השנתי (%)	0.78	1.68	0.58	-0.88	0.03	0.22	-0.55	2.04	2.60	-0.94	-0.21
חציון השינוי השנתי (%)	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.48	0.00	0.00
מינימום (%)	-14.60	-10.71	-12.94	-31.32	-16.77	-27.75	-25.71	-21.83	-5.69	-18.79	-27.60
מקסימום (%)	21.13	40.97	16.70	20.91	18.00	16.60	7.88	34.93	24.96	5.50	30.77

הנתונים חושבו בסוף כל שנה קלנדרית, בהתאם למפורט בדוחות הכספיים של החברות במדגם. פאנל א' מפרט את מספר החברות מהן נלקחה הדגימה מדי שנה, ואת שיעור האחזקה הממוצע של קבוצת השליטה באותה שנה. פאנל ב' מציג סטטיסטיקה תיאורית של השינוי בשיעורי האחזקה של קבוצת השליטה. כל חברות המדגם שייכות למדד ת"א 100 בסוף שנת 1999.

ציור 1 מציג את התפתחות אחוז האחזקה הממוצע של קבוצות השליטה בחברות המדגם בשנים 1999–2010. במקביל משורטט מהלך מדד ת"א 100 בתקופה זו. על פי הציור, ניתן לראות קשר הפוך בין שני משתנים אלו: כאשר השוק נמצא במגמת ירידה (עלייה) מתמשכת, עולים (יורדים) שיעורי האחזקה של קבוצת השליטה.

ציור 1: ממוצע שיעור האחזקות של קבוצת השליטה ב-75 מניות המדגם יחסית למדד ת"א 100



ממוצע שיעור האחזקות בהון נמדד בסוף כל שנה קלנדרית, בעוד שערכי מדד ת"א 100 נבדקו בסוף כל חודש קלנדרי. תקופת הדגימה היא 1.1.2000 עד 31.12.2010.

לוח 3 בוחן את הקשר הסטטיסטי בין שיעור השינוי השנתי בערכי מדד ת"א 100 לבין שיעור השינוי השנתי באחוז האחזקה הממוצע של קבוצת השליטה במדגם. בלוח מפורטים חמישה מדגמים, כאשר בכל מדגם חישבנו את מקדם המתאם של פירסון ומקדם המתאם של ספירמן. בחרנו להציג את שני מקדמי המתאם לאור מגבלותיו של מקדם המתאם של פירסון: הוא מתאים לנתונים מסולם רווח (אינטרוול) ומניח כי הקשר בין המשתנים הוא ליניארי. לעומת זאת, מקדם המתאם של ספירמן כללי יותר (מבחן לא-פרמטרי), ומתאים למצב שבו לפחות אחד מן הנתונים מסולם סדר (אורדינאלי), ודורש רק קשר מונוטוני (ולא קשר ליניארי).

המדגמים בלוח 3 קשורים זה בזה. מדגם מספר 1 הוא המדגם הבסיסי שלנו לאחר כל הסינונים שערכנו (נתוני מדגם זה מסוכמים בלוח 2). מדגם מספר 2 משמיט את החברות שהפכו לדואליות, פריגו (אגיס) וליפמן, מכל תקופת המדגם (כך שיש 73 חברות לכל אורך תקופת המדגם, למעט שנת 2010 שבה יש 71 חברות). מדגם מספר 3 משמיט גם את החברות מבטח שמיר ופולאר, שלא פרסמו דוחות ב-2010, כך שיש 71 חברות לאורך כל תקופת המדגם. מדגם מספר 4 משמיט, יחסית למדגם מספר 3, גם את חברת אפריקה ישראל שעברה הסדר חוב בשנת 2010,[11] וכולל 70 חברות לאורך

11 לדעתנו במקרה של אפריקה ישראל מדובר באירוע אקסוגני מאוץ שבמסגרתו ירד שיעור האחזקות של קבוצת השליטה באופן מהותי. לכן החלטנו לבחון את המתאם גם ללא מניית אפריקה ישראל.

כל תקופת המדגם. לבסוף, מדגם 5 כולל, למטרות מבחן רגישות נוסף, רק את 23 החברות (מתוך מדגם 4) שנכללו לכל אורך תקופת המדגם במדד ת"א 100.

התוצאות בלוח 3 מלמדות על קשר שלילי מובהק סטטיסטית בין תשואת מדד ת"א 100 לבין שיעור השינוי השנתי באחוז האחזקה של קבוצת השליטה, עבור כל המדגמים שבדקנו. גם מקדם המתאם פירסון (בין 0.70- ל-0.76-) וגם מקדם המתאם ספירמן (בין 0.66- ל-0.72-) מצביעים על קשר שלילי חזק יחסית. מעניין שככל שהקפדנו יותר בניקיון המדגם, כך הקשר הסטטיסטי השלילי הלך והתחזק.

המשמעות הכלכלית הברורה של הממצאים החזקים שבלוח 3 היא שקבוצות השליטה בישראל מנצלות לטובתן את התנודתיות בשוק ההון – מגדילות את אחוז אחזקתן בהון כאשר השוק במגמת ירידה, וההפך (מקטינות אחזקות) כאשר השוק במגמת עלייה. בדרך זו קבוצות השליטה מייצרות לעצמן רווח לא מבוטל על חשבון ציבור המשקיעים הפשוט (בעלי מניות המיעוט בחברה). ממצא זה מעלה את החשד לניצול הציבור על ידי בעלי השליטה. בסעיף הבא נבחן עסקאות פיננסיות מהותיות הגורמות בין היתר לשינוי באחזקות בעלי השליטה, וזאת כדי לנסות לברר באיזו מידה עסקאות אלה משרתות מנגנון של תיעול פיננסי.

לוח 3: המתאם בין התשואה השנתית של מדד ת"א 100 לבין השינוי בשיעור האחזקה הממוצע של קבוצות השליטה

	מקדם מתאם פירסון			מקדם מתאם ספירמן			
	מקדם מתאם	*t*-stat	*p*-value	מקדם מתאם	*t*-stat	*p*-value	מספר חברות במדגם
מדגם 1	-0.72	-3.96	0.01	-0.68	-2.80	0.02	73-75
מדגם 2	-0.74	-4.15	0.01	-0.66	-2.66	0.03	71-73
מדגם 3	-0.75	-4.29	0.01	-0.71	-3.02	0.01	71
מדגם 4	-0.76	-4.58	0.01	-0.72	-3.10	0.01	70
מדגם 5	-0.70	-2.95	0.01	-0.71	-3.02	0.01	23

המתאמים בלוח מחושבים על בסיס 11 תצפיות שנתיות (שנים 2000–2010). חמשת המדגמים הנחקרים נבנו בהתאם לכללי סינון שונים שבהם נקטנו. במדגם 1 כלולות 75 חברות לאורך תקופת המדגם (למעט שנת 2010 שבה יש 73 חברות). זהו המדגם הראשי של המחקר. מדגם 2 משמיט את החברות פריגו (אגיס) וליפמן מכל תקופת המדגם (כך שיש 73 חברות לאורך תקופת המדגם למעט שנת 2010, שבה יש 71 חברות). מדגם 3 משמיט, בנוסף למדגם 2, גם את חברות מבטח שמיר ופולאר (כך שנותרו 71 חברות לאורך כל תקופת המדגם). מדגם 4 משמיט, בנוסף למדגם מספר 3, גם את חברת אפריקה ישראל (שעברה הסדר חוב בשנת 2010). לבסוף, מדגם 5 כולל, למטרות מבחן רגישות נוסף, רק את 23 החברות (מתוך מדגם 4) שנסחרו לכל אורך תקופת המדגם במדד ת"א 100.

ד.2. עסקאות לשינוי אחזקות קבוצת השליטה

לוח 4 מתאר ומנתח את סוגי העסקאות הפיננסיות המשנות את אחזקות קבוצת השליטה בחברות המדגם במהלך השנים 2001–2010.[12] פאנל א' מתאר את סוגי העסקאות כל שנה וכמותן בהתאם

12 נאלצנו להשמיט את שנת 2000 מהמדגם. זאת משום שמקור המידע שלנו (מערכת מאיה של הבורסה לניירות ערך) החל לפעול רק בשנת 2000, והמידע בו לשנת 2000 איננו מלא.

לסיווג העסקאות שהוצג לעיל, בפרק הנתונים. סוג העסקאות הבולט לצורך הגדלת שיעור אחזקות קבוצת השליטה הוא הצעות רכש, וסוג העסקאות הבולט בהקטנת שיעור אחזקות קבוצת השליטה הוא הנפקות של אגרות חוב להמרה וכתבי אופציה. אולם, אם נתמקד בעסקאות המסווגות כברורות בלבד, עסקאות שאינן כוללות הנפקות אג"ח להמרה וכתבי אופציה, הרי סוג העסקאות המקטינות הבולט הוא הנפקת מניות לציבור ולמוסדיים.

לוח 4: סוגי ותדירות העסקאות הפיננסיות המביאות לשינוי בשיעור האחזקה של קבוצת השליטה בתקופה 2001–2010

פאנל א': סוגי וכמות שנתית של העסקאות הפיננסיות בחברות המדגם

סוג עסקה	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	סה"כ
עסקות המקטינות את אחזקות קבוצת השליטה											
הנפקת מניות לציבור ולמוסדיים	0	0	0	0	1	1	4	0	0	2	8
הנפקות (פרטית ו/או לציבור) של אג"ח להמרה וכתבי אופציה	4	1	4	3	3	0	0	0	2	4	21
הנפקה פרטית של מניות לצד ג' (שאינו מצטרף לגרעין השליטה)	0	0	0	0	0	1	1	1	2	0	5
עסקות המגדילות את אחזקות קבוצת השליטה											
הנפקת זכויות	2	0	0	0	1	0	1	0	2	0	6
הצעות רכש (חלקית ומלאה)	4	4	0	8	4	0	3	7	2	2	34
הקצאת מניות לקבוצת שליטה קיימת	0	1	0	0	0	1	1	0	0	0	3

פאנל ב': תדירות עסקאות פיננסיות המגדילות/מקטינות את אחזקות קבוצת השליטה

סוג עסקה	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	סה"כ
סך העסקות המקטינות את אחוז אחזקות קבוצת השליטה	4	1	4	3	4	2	5	1	4	6	34
סך העסקות המגדילות את אחוז אחזקות קבוצת השליטה	6	5	0	8	5	1	5	7	4	2	43

פאנל ג': סך עסקות פיננסיות הגורמות לשינוי באחזקות קבוצת השליטה בשוק עולה/יורד

	סך העסקות המגדילות	ממוצע עסקאות מגדילות לשנה	סך העסקות המקטינות	ממוצע עסקאות מקטינות לשנה
שוק עולה	25	3.57	28	4.00
שוק יורד	18	6	6	2.00

פאנל ד': תדירות עסקאות פיננסיות המגדילות/מקטינות את אחזקות קבוצת השליטה באופן ברור

סוג עסקה	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	סה"כ
סך העסקות המקטינות את אחוז אחזקות קבוצת השליטה	0	0	0	0	1	2	5	1	2	2	13
סך העסקות המגדילות את אחוז אחזקות קבוצת השליטה	6	5	0	8	5	1	5	7	4	2	43

פאנל ה': עסקות פיננסיות הגורמות לשינוי באחזקות קבוצת השליטה באופן ברור בשוק עולה/יורד

	סך העסקות המגדילות	ממוצע עסקאות מגדילות לשנה	סך העסקות המקטינות	ממוצע עסקאות מקטינות לשנה
שוק עולה	25	3.57	12	1.71
שוק יורד	18	6	1	0.33

פאנל א' מציג את תדירות העסקאות בכל אחת משנות המדגם בהתאם לסיווגן (שישה סוגים שונים). פאנל ב' מציג את סך העסקאות בכל שנה בהתאם לטיבן (מגדילות/מקטינות). פאנל ג' מסכם את התפלגות העסקאות המגדילות/מקטינות בתקופות של שוק מניות עולה/יורד. פאנלים ד' וה' חוזרים על הניתוח של פאנלים ב' ו-ג', תוך התמקדות רק בעסקאות הגורמות לשינוי ברור בשיעור האחזקה של קבוצת השליטה (דהיינו לאחר השמטת עסקאות של הנפקת אג"ח להמרה וכתבי אופציה).

בפאנל ב' מוצג סיכום שנתי של כלל העסקאות בהתאם לטיבן (מגדילות או מקטינות את אחזקות קבוצת השליטה). שוק המניות מוגדר כעולה (יורד) בשנה קלנדרית מסוימת אם מדד ת"א 100 הניב תשואה חיובית (שלילית בהתאמה) באותה שנה. בהתאם לכך, השנים 2001–2002 ו- 2008 מוגדרות כשנות שוק יורד ("שפל") והשנים 2003–2007 ו- 2009–2010 כשנות גאות.

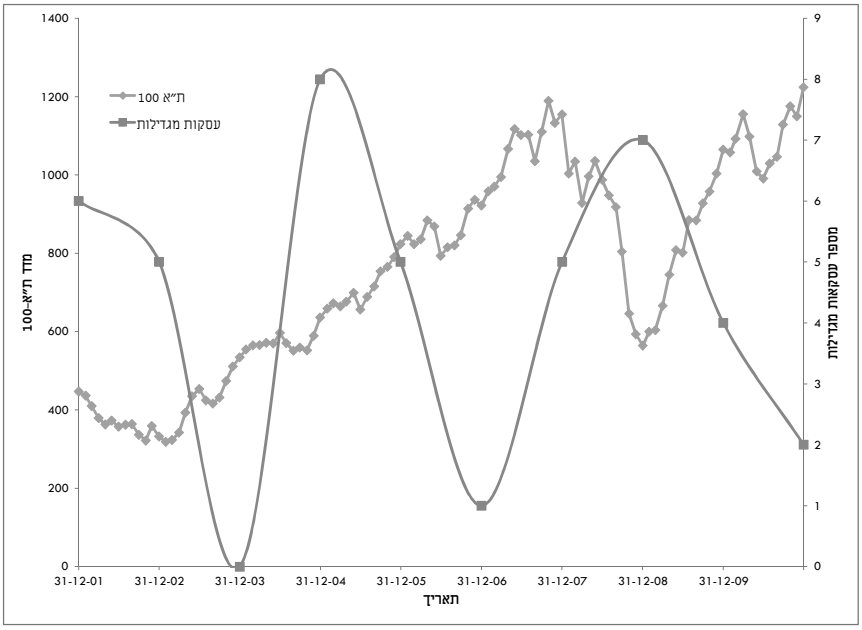
נתוני פאנל ב' שימשו אותנו לצורך ניתוח שונות (ANOVA). בניתוח השונות בחנו שני גורמים אפשריים למספר העסקאות השנתי: מגמת השוק (עלייה או ירידה) וסוג העסקה (מקטינה או מגדילה), וכן את האינטראקציה ביניהם. הניתוח התבצע באמצעות פרוצדורת GLM ב- SAS המפצה על אי האיזון בין התאים השונים במטריצת הנתונים (3 שנות שפל לעומת 7 שנות גאות). התוצאות מורות כי יש הבדל (ברמת מובהקות של 10%) בין המספר השנתי של עסקאות מגדילות למספר השנתי של עסקאות מקטינות, וכי הבדל זה (בין מספר עסקאות מגדילות ומספר עסקאות מקטינות) תלוי במגמת השוק (ברמת מובהקות של 5%). הבהרה מסוימת של תוצאות אלה מושגת באמצעות פאנל ג' המתאר את סך העסקאות הפיננסיות המגדילות והמקטינות בשוק עולה ויורד. על פי פאנל ג' סך העסקאות המגדילות (=43) גבוה מסך המקטינות (=34). אולם, בעוד שבשוק עולה סך העסקאות המגדילות קרוב לסך העסקאות המקטינות, בשוק יורד מספר העסקאות המגדילות גבוה פי 3 ממספר העסקאות המקטינות. כלומר, בשוק יורד מתחזקת מאוד המגמה לעסקאות מגדילות, בעוד שבשוק עולה, יש איזון לערך בין עסקאות מגדילות ומקטינות.

בפאנל ד' מופיע סיכום של העסקאות ה"ברורות" בלבד. ההבדל בין פאנלים ד' לב' הוא שבפאנל ד' איננו מתחשבים בהנפקות של אג"ח להמרה וכתבי אופציה שהן עסקאות ברורות פחות מבחינת השפעתן על אחוזי האחזקה של קבוצת השליטה (ראה הדיון בפרק הנתונים). ניתוח שונות מגלה כי במדגם ה"ברורות" קיים הבדל (ברמת מובהקות של 1%) בין המספר השנתי של עסקאות מגדילות

(=43) למספר השנתי של עסקאות מקטינות (=13), וכי הבדל זה (בין מספר עסקאות מגדילות ומספר עסקאות מקטינות) תלוי במגמת השוק (ברמת מובהקות של 10%). פאנל ה' ממחיש את התוצאות. סך העסקאות הברורות המגדילות גבוה פי 3.3 לערך מסך העסקאות הברורות המקטינות. אולם, בעוד שבשוק עולה סך העסקאות המגדילות כפול לערך מסך העסקאות המקטינות, בשוק יורד מספר העסקאות המגדילות גבוה פי 18 ממספר העסקאות המקטינות. כלומר, בשוק יורד מתחזקת מאוד המגמה לעסקאות מגדילות, בעוד שבשוק עולה מתחזקת יחסית המגמה לעסקאות מקטינות. בשוק יורד יש עסקה ברורה מקטינה אחת בלבד, בעוד שבשוק עולה יש 12 עסקאות ברורות מקטינות.

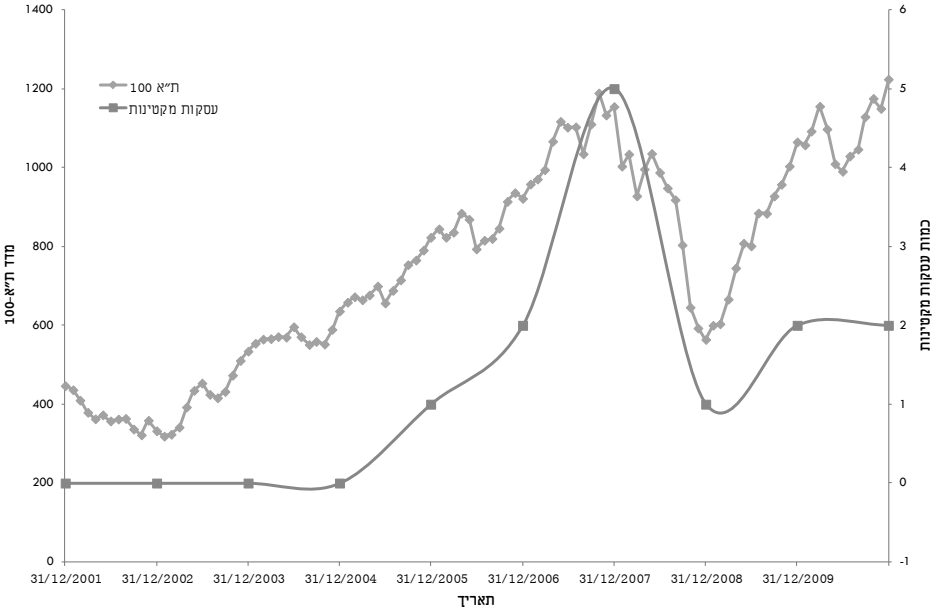
ציור 2 (ציור 3) מתאר את כמות העסקאות הפיננסיות המגדילות (המקטינות) באופן ברור את שיעור האחזקה של קבוצת השליטה בכל שנה משנות המדגם, ואת רמת מדד ת"א 100 בשנים אלו. בציור 2 ניתן להבחין בקשר הפוך בין מספר העסקאות המגדילות לשינויים בערך המדד. בתקופות של שוק יורד מספר העסקאות המגדילות נוטה לעלות, ובתקופה של שוק עולה מספר העסקאות המגדילות מצטמצם (למעט בשנים 2004–2005 החורגות מהכלל). לעומת זאת, בציור 3 ניתן להבחין בקשר חיובי בין כמות העסקאות המקטינות את אחזקות בעלי השליטה לבין מגמת המדד. בציור 3 גרף מספר העסקאות המקטינות עוקב אחר רמת מדד ת"א 100 – בשוק עולה מתגבר זרם העסקאות המקטינות ובשוק יורד הוא מצטמצם.

ציור 2: מספר שנתי של העסקאות המגדילות באופן ברור את אחוזי האחזקה של קבוצת השליטה מול מדד ת"א 100



מספר העסקאות הוא נתון שנתי, וערכי מדד ת"א 100 מעודכנים בסוף כל חודש קלנדרי. תקופת הדגימה היא מיום 1.1.2001 עד 31.12.2010.

ציור 3: מספר העסקאות השנתי המקטינות באופן ברור את אחוזי האחזקה של קבוצת השליטה מול מדד ת"א 100



מספר העסקאות הוא נתון שנתי, וערכי מדד ת"א 100 מעודכנים בסוף כל חודש קלנדרי. תקופת הדגימה היא מיום 1.1.2001 עד 31.12.2010.

ד.3. מגבלות ההסקה והמדגם ומבחן התשואות העודפות

המגבלה המרכזית של המחקר היא מגוון הפרשנויות האפשרי לגבי ממצאיו. מחקרנו מוצא מתאם שלילי בין מצב שוק המניות ואחזקות בעלי השליטה בחברות ציבוריות הנסחרות בבורסה. בעלי השליטה מעלים את אחזקותיהם כשהשוק מידרדר לשפל ומורידים את אחזקותיהם בשוק עולה. לכאורה, אין פגם בפעילות זו של בעלי השליטה. אך, נשאלת השאלה: על בסיס איזה מידע ביצעו בעלי השליטה פעילות זו, והאם העסקאות הפיננסיות ששירתו אותם בפעילות זו היו שקופות לציבור (ולא מוסוות היטב)?

ניתן לטעון כי בעלי השליטה ניצלו מידע פנים, שלא היה גלוי לציבור, לפני ההחלטה על הגדלת/הקטנת אחזקותיהם. אם אכן כך, אזי קיים פגם בהתנהגותם וקיים "תיעול הון" מכוון. במקרה שהחשד לתיעול הון מוצדק (כלומר קיים שימוש במידע פנים), נצפה למצוא תשואת חסר של המניה (יחסית לשוק) לפני עסקאות מגדילות ותשואת יתר של המניה (יחסית לשוק) לפני עסקאות מקטינות. כמו כן, לאחר עסקאות מגדילות נצפה לתשואת יתר של המניה ולאחר עסקאות מקטינות נצפה לתשואת חסר של המניה. כלומר, לפני עסקה מגדילה נמצא תשואת חסר של המניה ואחריה נמצא תשואת יתר. בעל השליטה, עם מידע הפנים שלו, ידע שהמניה מתומחרת בחסר, לכן רכש אותה והרוויח.

לוח 5 בוחן את התשואות העודפות של מניות המדגם בשנה שלפני ובשנה שאחרי עסקאות

פיננסיות המגדילות או מקטינות את אחזקות בעלי השליטה. תשואות עודפות מחושבות כ-NET OF MARKET, כלומר כתשואת המניה בשנה מסוימת בניכוי תשואת מדד ת"א 100 באותה שנה. מהמדגם הושמטו 23 עסקאות בשל הצעות רכש מלאות שמחקו את מניות החברה מהבורסה, וכן הצעת רכש חלקית אחת.[13] זאת כיון שבמקרה של מחיקה מהבורסה אין לנו תצפיות לגבי תשואת המניה אחרי העסקה. השמטת הצעות רכש אלו צמצמה את המדגם ל-19 עסקאות מגדילות ו-33 מקטינות.

אם נתמקד בלוח 5 בעסקאות הברורות ובחציונים (בשל המדגמים הקטנים), הרי שעבור עסקאות המגדילות את אחזקות בעלי השליטה חציון התשואה השנתית העודפת לפני העסקה הוא 8.11%- וחציון התשואה השנתית העודפת אחריה הוא 7.60%. עבור עסקאות המקטינות את אחזקות בעלי השליטה חציון התשואה השנתית העודפת לפני העסקה הוא 13.29% וחציון התשואה השנתית העודפת אחריה הוא 17.28%-.

לוח 5: השפעת עסקה פיננסית המשנה את אחזקות קבוצת השליטה על תשואת מניות החברה

פאנל א': השפעת עסקאות המגדילות את אחזקות קבוצת השליטה

	תשואה עודפת (Net of market) בכלל העסקות המגדילות שבמדגם			תשואה עודפת (Net of market) בעסקות מגדילות ברורות בלבד		
	שנה לפני	שנה אחרי	מספר חברות	שנה לפני	שנה אחרי	מספר חברות
ממוצע	3.34%-	2.06%-	19	3.34%-	2.06%-	19
חציון	8.11%-	7.60%	19	8.11%-	7.60%	19

פאנל ב': השפעת עסקאות המקטינות את אחזקות קבוצת השליטה

	תשואה עודפת (Net of market) בכלל העסקות המקטינות שבמדגם			תשואה עודפת (Net of market) בעסקות מקטינות ברורות בלבד		
	שנה לפני	שנה אחרי	מספר חברות	שנה לפני	שנה אחרי	מספר חברות
ממוצע	11.76%	3.55%	33	29.11%	8.30%-	12
חציון	8.57%	12.67%-	33	13.29%	17.28%-	12

הלוח מדווח ממוצע וחציון של התשואות העודפות של מניות החברות שבמדגם, בשנה לפני ובשנה אחרי ביצוע עסקה פיננסית מהותית המשנה את אחזקות קבוצת השליטה. תשואה עודפת מחושבת כתשואה מעבר לתשואת השוק (NET OF MARKET), קרי כתשואת המניה בשנה שלפני/אחרי ביצוע העסקה הפיננסית, בניכוי תשואת מדד ת"א 100 באותה שנה. מהמדגם הכללי של 77 עסקאות פיננסיות, השמטנו 25 עסקאות: 23 עסקאות הצעות רכש מלאות (מניות החברה נמחקו מהמסחר בבורסה, לכן אין תשואות של המניות אחרי העסקה), הנפקת מניות אחת (הנפקת טמבור שלפניה המניה לא נסחרה בבורסה), והצעת רכש חלקית אחת (שאחריה הגיעה הצעת רכש מלאה שמחקה את המניה מהבורסה).

הממצאים אודות התשואה העודפת תומכים בהשערת "תיעול הון". הגדלת אחזקות בעלי השליטה התבצעה לרוב לאחר שהחברה פגרה בתשואותיה לעומת השוק (שגם הוא היה בדרך כלל במגמת

13 הצעת הרכש החלקית שהושמטה היא של חברת אי.די.בי פיתוח. ההצעה הושמטה מפני שכחמישה חודשים אחריה פורסמה הצעת רכש עצמית מלאה למניות החברה. הצעת הרכש המלאה התקבלה, והחברה נמחקה מן המסחר. כתוצאה מכך, לא ניתן לחשב את התשואה העודפת בשנה שלאחר ביצוע הצעת הרכש החלקית.

ירידה בתקופת ביצוע העסקה), והקטנת אחזקות בעלי השליטה התבצעה לרוב לאחר שלחברה הייתה תשואה עודפת על השוק (שגם הוא היה בדרך כלל במגמת עלייה באותה תקופה). כלומר, שינויי האחזקה של בעלי השליטה כנגד המגמה הכללית בשוק המניות התבצעו גם במחירים "נוחים" יחסית של המניה עצמה. יתר על כן, אחרי העסקאות הפיננסיות שבמדגמנו המגמה של מניות החברה נוטה להתהפך: לאחר העלאת אחזקות בעלי השליטה, למניות החברה תשואות עודפות חיוביות, ולאחר הורדת אחזקות בעלי השליטה, למניות החברה תשואות עודפות שליליות. מתקבל הרושם שבעלי השליטה תזמנו את שינוי אחזקותיהם בצורה מוצלחת מאוד, ואולי אף מוצלחת מדי, מכדי להיות תמימה. כלומר, נשאלת השאלה: כיצד הם ידעו שהמניה (ולא רק השוק) בשפל/בשיא בעת הגדלת/הקטנת אחזקותיהם? האם היה בידם מידע פנים שהצביע על כך ושאותו לא דיווחו לציבור?

להגנת בעלי השליטה ניתן להעלות שני טיעונים. הראשון הוא כי אין באפשרותנו להוכיח כי התופעה של "קנית מניות בזול ומכירתן ביוקר" תוכננה מראש על ידי בעלי השליטה. יתכן כי תופעה זו נכפתה עליהם, כיון שבעֵתות שפל הם נדרשים להגדיל אחזקותיהם ("להכניס את היד לכיס" ולהזרים הון לחברה כדי להצילה), ובעֵתות גאות הם (בעלי השליטה) מגייסים הון חיצוני להרחבת הפירמה ומדללים את אחזקותיהם. כלומר, פעילות בעלי השליטה בנושא כפויה ובלתי מכוונת. לחליפין, ניתן לטעון כי הפעילות לשינוי האחזקות מכוונת, אך אינה מבוססת על מידע פנים אלא על היגיון צרוף וניתוח רציונאלי של העובדות שעמדו גם בפני כל הציבור. על פי טיעון זה, בעת שפל, הציבור נפטר ממניות בצורה אימפולסיבית, כך שלעתים מחירי המניות יורדים מתחת לערכם הרציונאלי. במקרה כזה בעלי השליטה ההגיוניים והשקולים יותר רוכשים מניות ומגדילים אחזקותיהם. באופן דומה, בעת גאות במניות, עולה מחיר מניות החברה מעל לערכו האמיתי, ובעלי השליטה מוכרים מניות ומקטינים אחזקותיהם. אם טיעון זה נכון, אין פגם בפעילות בעלי השליטה, וכל רווחיהם הנם תוצאה טבעית של מעבר עושר ממשקיעים לא רציונאליים וחסרי סבלנות למשקיעים בעלי ראייה מפוקחת וארוכת טווח.

לסיכום, איננו יכולים להסיק חד משמעית האם השינוי באחזקות בעלי השליטה הוא פעילות מכוונת של תיעול הון, פעילות תמימה של בעלי השליטה שמטרתה העיקרית היא לשרת את צורכי החברה, או מסחר מתוחכם אך לגיטימי של בעלי השליטה. הדעת מניחה שמאחורי שינויי אחזקות בעלי השליטה קיימים שיקולים מגוונים, כלומר כל אחד מהגורמים הנ"ל משחק תפקיד כלשהו.

כאן גם המקום לדון במגבלות המדגם והניתוח האמפירי שבמאמר זה. הבעיה המרכזית לדעתנו היא גודל המדגם. למרות שדגמנו תקופה די ארוכה, הרי שבעשר השנים 2001–2010 מצאנו רק 77 עסקאות פיננסיות מהותיות, שרק 56 מתוכן משנות את אחזקות בעלי השליטה באופן מידי וברור. מתוך 56 העסקאות הברורות, רק 13 היו עסקאות המקטינות את אחוז האחזקה של בעלי השליטה, ומתוך 43 העסקאות המגדילות את אחזקת בעלי השליטה יש 23 הצעות רכש מלאות שמוחקות את המניה מהמסחר בבורסה ומגבילות מאוד את ניתוח המצב "אחרי העסקה". עם מדגמים קטנים כאלה קשה לצפות לתוצאות משמעותיות בעת ביצוע בקרות וניתוחי רגישות מעניינים.

כדוגמא למסקנה זו נביא את המבחן המעניין: להפריד בין עסקאות של גיוס הון מניות שבסמוך אליהן החברה גייסה גם חוב, לבין עסקאות של גיוס הון מניות שבקרבתן לא גויס חוב.[14] יש לשער כי חברה המגייסת משני המקורות (מניות וחוב) בו זמנית זקוקה להון חיצוני ושיקולי "תיעול הון" פחות דומיננטיים לגביה. אם נתחיל בניתוח התשואות העודפות המסוכם בלוח 5 לעיל, הרי קיימות 19 עסקאות ברורות מגדילות ו-12 מקטינות. אם נתמקד ב-19 העסקאות המגדילות, ניתן לפצלן

14 אנו מודים לאחד משופטי המאמר על הצעת מבחן מעניין זה.

ל-8 עסקאות ששנה לפניהן או שנה אחריהן הייתה גם הנפקת חוב, ו-11 עסקאות ששנה לפניהן או אחריהן לא הייתה הנפקת חוב. חציון התשואה העודפת ב-8 העסקאות שבקרבתן היה גם גיוס חוב הוא 8.44%- בשנה לפני ו-8.09%- בשנה אחרי, וחציון התשואה העודפת ב-11 העסקאות ללא גיוס חוב הוא 8.11%- בשנה לפני ו-7.60%- בשנה אחרי. לכאורה, כשיש גם גיוס חוב לא קיימת תשואת יתר בשנה אחרי, כך שהגדלת אחזקת בעלי השליטה במניות חברות אלה כנראה לא נעשתה משיקולי מידע פנים (על תמחור חסר של המניה) ואין כאן תיעול הון. ממצא זה מצביע על כך כי לכאורה, כפי שמוצע בהשערה שהוצגה לעיל, הגדלת האחזקות של בעלי השליטה בחברות המגייסות גם חוב אינה משיקולי תיעול הון אלא משיקולים של טובת החברה. ברם, צריך להיזהר ממסקנות כאלה המתבססות על מדגם קטן של 8 תצפיות, וזאת כיון שאין כל מובהקות סטטיסטית לתוצאות.[15]

המסקנה מהדיון לעיל היא שיש מגבלה ליכולת ההסקה האמפירית שלנו. מחקר עתידי עם מדגם גדול יותר יוכל לבצע ניתוחים כלכליים וניתוחי רגישות מדויקים יותר. כרגיל, הקריאה למחקר עתידי מפותח יותר מושמעת גם על ידינו.

ה. סיכום ומסקנות

במחקר זה בחנו את השינויים בשיעורי האחזקה בהון של קבוצות שליטה במטרה לעמוד על המתאם שלהם עם תנודתיות שוק ההון. במדגם של כ-75 חברות שנסחרו במדד ת"א 100 מצאנו קשר הפוך ומובהק בין שיעור האחזקה של קבוצת השליטה לבין רמת מדד ת"א 100: בתקופות של עלייה בערכו של מדד המניות נוטות קבוצות השליטה להקטין את אחזקותיהן, ובתקופות של ירידות בשוק המניות בעלי השליטה מגדילים את אחזקותיהם. מסחר "כנגד המגמה" זה מניב לבעלי השליטה רווח לא מבוטל על חשבון ציבור המשקיעים הפשוט. הבעיה של מסחר "כנגד המגמה" זה היא שחלקו מוסווה היטב, דהיינו מוצא אל הפועל באמצעות עסקאות פיננסיות תמימות למראה כגון הנפקת מניות לציבור, הצעת רכש לציבור, הנפקת זכויות ועוד. עסקאות אלה אינן מעוררות חשד של הציבור, אך יכולות להוות בפועל אמצעי יעיל לניצול מידע פנים בידי קבוצת השליטה, ניצול שמטרתו ותוצאתו היא הפקעת הון לא הוגנת מידי הציבור – "תיעול הון" בלשוננו.

החלק השני של המחקר התמקד בחקירת עסקאות פיננסיות "תמימות" כאלו, כלומר עסקאות שתוצאתן היא שינוי באחוזי השליטה, למרות שמטרתן המוצהרת אינה בהכרח כזו. במסגרת הניתוח, חילקנו את הדגימה לשתיים: דגימה הכוללת עסקאות המביאות לשינוי בשיעור האחזקה של קבוצת השליטה באופן ברור, ודגימה הכוללת בנוסף לעסקאות הברורות גם עסקאות שאינן מביאות לשינוי ברור ומידי בשיעור האחזקה של קבוצת השליטה, ואותן כינינו "עסקאות פוטנציאליות". במדגם הכולל עסקאות ברורות מצאנו נטייה מובהקת סטטיסטית לערוך עסקאות המגדילות (מקטינות) את אחזקות בעלי השליטה כאשר שוק המניות יורד (עולה). עסקאות אלה, הנערכות ביוזמת בעלי השליטה, עלולות להתבסס גם על שיקולים זרים של בעלי השליטה, כלומר לאפשר לבעלי השליטה לנצל מידע פנים על תמחור יתר או חסר של המניות לצורך מכירה או קנייה (בהתאמה) של מניות מהציבור. ואכן מצאנו שבשנה לפני עסקה המגדילה (מקטינה) את אחזקות בעלי השליטה למניות החברה יש לרוב תשואת חסר (יתר בהתאמה) יחסית לשוק המניות, ובשנה אחרי עסקה המגדילה

15 כך, למשל, עיון ב-8 התצפיות מגלה שבשנה אחרי, מחצית מן התשואות העודפות חיובי ומחציתן שליליי. הממוצע והחציון של התשואה העודפת בשנה אחרי הם אמנם שליליים, אך ההסקה היא בבירור בלתי אפשרית.

(מקטינה) את אחזקות בעלי השליטה יש לחברה תשואת יתר (חסר בהתאמה). כאן המקום לציין כי כל ממצאינו האמפיריים אודות עיתוי העסקאות הפיננסיות המגדילות והמקטינות את אחזקות בעלי השליטה והתשואות העודפות לפניהן ואחריהן עקביים עם קיום תיעול הון בשוק ההון הישראלי. כמובן איננו מסוגלים להוכיח כי כוונת העסקאות הפיננסיות שאנו דנים בהן היא "לעשוק" את ציבור המשקיעים באמצעות תיעול הון, אך ממצאינו במחקר זה אינם מרגיעים, וזאת כיון שאינם מצליחים להפריך את הטענה של תיעול הון.

להשלמת התמונה נשאלת השאלה האם יש לנו המלצות רגולציה. למשל, האם כדאי לאסור/להגביל עסקאות מהסוג שבדקנו? זו שאלה סבוכה. מצד אחד, כל העסקאות הפיננסיות שבדקנו נעשו בגלוי וללא כל כפייה. יתרה מזאת, הרבה מהעסקאות האלה, כגון הזרמת הון לחברה על ידי הנפקת זכויות בעת משבר, סייעו לחברה לשרוד. ובכלל, יש המוצאים כי בממוצע העסקאות הפיננסיות של בעלי השליטה אינן מורידות את ערך המניות שבידי הציבור – ראו Amzaleg and Barak (2011) שבחנו את תגובת מחיר המניה לעסקאות בעלי שליטה בישראל. מצד שני, קיים תמיד חשש לא מבוטל של ניצול מידע פנים בידי קבוצת השליטה לצורך הפקעת הון מידי בעלי המניות הקטנים. זאת כיון שהעיתוי והמפרט הספציפי של כל עסקה פיננסית נקבע על ידי קבוצת השליטה ומתאים במיוחד לאינטרסים שלה. ובכלל, ניתן לטעון שהציבור הרחב אינו מבין ויכול להיות מוטעה על ידי עסקאות פיננסיות תמימות למראה אלה. שוב, כמו במקרים אחרים של התלבטות לגבי רגולציית פעילות קבוצת השליטה, אנו ניצבים בפני דילמה שאין לה פתרון כללי. לכן, ההמלצה הרגילה תקפה: אנו זקוקים לשקיפות מקסימלית גם בנוגע לעסקאות "תמימות למראה" אלה. שקיפות זו חייבת לדעתנו לכלול גם הודעה מוקדמת של אופן הפעולה המתוכנן של קבוצת השליטה (האם היא מתכוונת להשתתף בהנפקת הזכויות, למשל, והאם היא מתכוונת לרכוש בשוק זכויות העומדות למכירה?). שקיפות מוגברת זו עשויה "לזקק", ולו גם חלקית, עסקאות פיננסיות מהותיות כגון אלה שנבחנו במאמר, ממניעים צדדיים ולא-רצויים שלהן.

לבסוף, ראוי גם לציין שמחקרנו מצביע בבירור על הצורך בחינוך פיננסי לציבור הרחב. הצלחתם של בעלי השליטה לקנות בזול (מידי הציבור) ולמכור ביוקר (לציבור) נובעת, להערכתנו, גם מהעובדה שלציבור המשקיעים הרחב אין ציפיות ריאליות והוא "חסר סבלנות" לגבי אחזקתו במניות. חינוך פיננסי הולם יכול בהחלט לפתח בציבור מחשבה שקולה יותר לגבי השקעות במניות, דבר שיחסוך ממנו מסחר אימפולסיבי ורגשי שתוצאתו, כפי שהראנו במחקר זה, היא הפסדים של הציבור והעברת הון לבעלי השליטה.

מקורות

דהן ר׳ והאוזר ש׳ (1998), ״פעילות בעלי עניין סביב הנפקות חוזרות״, מחקרי המחלקה הכלכלית, הרשות לניירות ערך, ירושלים.

זליכה י׳ ושרבי א׳ (2009), ״הנפקת זכויות – אמצעי לניצול המיעוט בשוק ההון הישראלי״, רבעון לכלכלה 56, 169–188.

זליכה י׳ (2010), ״האם קיים פוטנציאל לבעית סוכן בחוק ני״ע? הדגמה באמצעות מכשיר הנפקת הזכויות״, רבעון לבנקאות 167, 40–53.

Amzaleg Y. and Barak R. (2011), "Ownership Concentration and the Value Effect of Related Party Transactions", Raymond Ackerman Family Chair Working Paper #3, Bar-Ilan University.

Andres C. (2008), "Large Shareholders and Firm Performance – An Empirical Examination of Founding Family Ownership", *Journal of Corporate Finance* 14, 431–445.

Atanasov V. (2005), "How Much Value Can Blockholders Tunnel? Evidence from the Bulgarian Mass Privatization Auctions", *Journal of Financial Economics* 76, 191–234.

Atanasov V., Black B.S. and Ciccotello C.S. (2011), "Law and Tunneling", *Journal of Corporation Law* 37, 1–49.

Atanasov V., Black B., Ciccotello C.S. and Gyoshev S.B. (2010), "How Does Law Affect Finance? An Examination of Equity Tunneling in Bulgaria", *Journal of Financial Economics* 96, 155–173.

Atanasov V., Boone A. and Haushalter D. (2010), "Is There Shareholder Expropriation in the United States? An Analysis of Publicly-Traded Subsidiaries", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45, 1–26.

Bae K.H., Kang J. and Kim J.M. (2002), "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups", *Journal of Finance* 57, 2695–2740.

Baek J.S., Kang J. and Lee I. (2006), "Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols", *Journal of Finance* 61, 2415–2449.

Bates T.W., Lemmon M.L. and Linck J.S. (2006), "Shareholder Wealth Effects and Bid Negotiation in Freeze-Out Deals: Are Minority Shareholders Left Out in the Cold?", *Journal of Financial Economics* 81, 681–708.

Bebchuk L.A. and Kahan M. (1990), "A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests", *California Law Review* 78, 1071–1135.

Berkman H., Cole R.A. and Fu L.J. (2010), "Political Connections and Minority-Shareholder Protection: Evidence from Securities-Market Regulation in China", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45, 1391–1417.

Bertrand M., Mehta P. and Mullainathan S. (2002), "Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups", *Quarterly Journal of Economics* 117, 121–148.

Cheung Y.L., Rau R.P. and Stouraitis A. (2006), "Tunneling, Propping, and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong", *Journal of Financial Economics* 82, 343–386.

Deng J., Gan J. and He J. (2011), "Political Constraints, Organizational Forms, and Privatization Performance: Evidence from China", http://ssrn.com/abstract=970056.

Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. and Shleifer A. (2008), "The Law and Economics of Self-Dealing", *Journal of Financial Economics* 88, 430–465.

Jensen M. and Meckling J. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.

Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. and Shleifer A. (2000), "Tunneling", *American Economic Review* 90, 22–27.

Kosenko K. (2008), "Evolution of Business Groups in Israel: Their Impact at the Level of the Firm and the Economy", *Israel Economic Review* 5, 55–93.

Kosenko K. and Yaffe Y. (2010), "Business Groups in Israel", Colpan, A., Hikino, T., and Lincoln, J. (eds.), *Oxford Handbook of Business Groups*, Oxford University Press, 459–485.

Peng Q.W., Wei J. and Yang Z. (2011), "Tunneling or Propping: Evidence from Connected Transactions in China", *Journal of Corporate Finance* 17, 306–325.

Wu X. and Wang Z. (2007), "Private Benefits of Control and the Choice of Seasoned Equity Flotation Method", http://ssrn.com/abstract=685262

with the national sample of house transactions during the same period, by census tract. Our findings indicate that self-reported estimates of house values are on average 27% higher than the mean market prices of houses in their census tracts. The valuations of inexpensive and costly dwellings are biased in different directions: estimates reported by people who live in the dwellings that are placed in the first eight deciles of the price distribution are upward-biased and reach more than 50 percent at the lowest decile of the distribution, whereas those who live in the most expensive dwellings more typically understate the value of their homes by up to 20 percent in the top decile of dwelling prices.

Changes in Controlling Shareholders' Holdings: Another Vehicle for Private Benefits Extraction?

Eyal Yaniv, Beni Lauterbach, Menachem (Meni) Abudy and Oren Kapah

We examine whether changes in controlling groups' equity holdings in Israeli companies enable the controlling shareholders to expropriate minority stockholders via "capital tunneling." In a sample of 75 companies that traded on the Tel Aviv-100 Index at the beginning of 2000, we find a significant negative correlation between controlling shareholders' holdings and the level of the Tel Aviv-100 Index: Controlling groups increase their holdings during periods of stock market deterioration (buy "cheap") and decrease holdings during periods of persistent stock market advances (sell "high"). In addition, we identify a series of capital transactions that may serve an equity tunneling mechanism. Financial transactions, such as the offering of stocks or rights and partial or full tender offers, are employed by controlling groups to increase their holdings (during trough periods of the stock market) and decrease their holdings (during peak periods).