הפקולטה לניהול ע"ש קולר
אוניברסיטת תל אביב

מאמר זה פורסם בכתב העת "חידושים בניהול", גיליון מס' 4, מאי 2019,
היוצא לאור על ידי הפקולטה לניהול על שם קולר באוניברסיטת תל אביב.

תוכניות רכישה חוזרת של מניות בישראל



בני לאוטרבך יעקב עודד

פרופ' בני לאוטרבך הוא פרופסור למימון וראש הקתדרה ע"ש משפחת ריימונד אקרמן לממשל תאגידי בישראל בבית הספר למנהל עסקים באוניברסיטת בר אילן. לפרופ' לאוטרבך תואר Ph.D מאוניברסיטת שיקגו בארצות הברית ומוניטין מדעי בין-לאומי (עם מעל 60 מאמרים בכתבי עת מדעיים שונים). מחקריו עוסקים במגוון רחב של נושאים במימון, החל בתמחור אופציות, השקעות בניירות ערך, מבנה בורסות וארגון המסחר בהן, וכלה במימון חברות ובממשל תאגידי. בשנים האחרונות מתמקד פרופ' לאוטרבך בממשל תאגידי והוא פעיל בנושא זה אקדמית וציבורית באמצעות הקתדרה לממשל תאגידי בישראל (www.israeli-corporate-governance.org). פרופ' לאוטרבך כיהן גם כראש ביה"ס למנהל עסקים באוניברסיטת בר אילן.

ד"ר יעקב עודד הוא חבר סגל בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב משנת 2007. ד"ר עודד הוא בעל תואר דוקטור בכלכלה מימונית מאוניברסיטת קרנגי מלון בארצות הברית, מוסמך בניהול בהצטיינות מאוניברסיטת תל אביב ובוגר תואר ראשון בהנדסת חשמל בהצטיינות מהטכניון חיפה. לפני הצטרפותו לפקולטה לניהול כיהן כחבר סגל באוניברסיטת בוסטון בארצות הברית וכן עבד כמהנדס פיתוח בחברת מוטורולה. תחומי העניין והמחקר שלו מתמקדים בניהול פיננסי של חברות ובעיקר במבנה ההון של החברה, מדיניות דיווידנדים ורכישה חוזרת של מניות, הערכת שווי, פשיטות רגל וניהול תאגידי. מאמריו התפרסמו בכתבי עת מובילים בתחום המימון.

תקציר

מאמר זה חוקר את התופעה של רכישות חוזרות של מניות בשוק הפתוח (Open Market Repurchase Program) על ידי חברות ציבוריות בישראל. תופעה זו נפוצה ומתועדת במדינות רבות בעולם ומשקלה הכלכלי רב. עם זאת, למיטב ידיעתנו היא טרם נחקרה בישראל. אנו מוצאים כי התנהגות מניות של חברות המכריזות על תוכנית רכישה חוזרת בישראל דומה להתנהגותן במדינות אחרות בעולם: ירידה במחיר בימים שלפני ההכרזה על תוכנית הרכישה החוזרת, תשואה חיובית מובהקת ביום ההכרזה, וביצועי יתר בשנים שלאחר ההכרזה. עם זאת, אנו מוצאים שיחסית למתועד בחו"ל, בישראל התגובה הראשונית של השוק להכרזה חזקה יותר ונפרסת על פני תקופה ארוכה יותר.

* אנו אסירי תודה על תמיכה כספית מהמכון למחקר עסקים ע"ש הנרי קראון באוניברסיטת תל אביב ומהקתדרה לממשל תאגידי ע"ש משפחת ריימונד אקרמן באוניברסיטת בר אילן. אנו מודים לעוזר המחקר רז יאור על עבודתו המסורה.

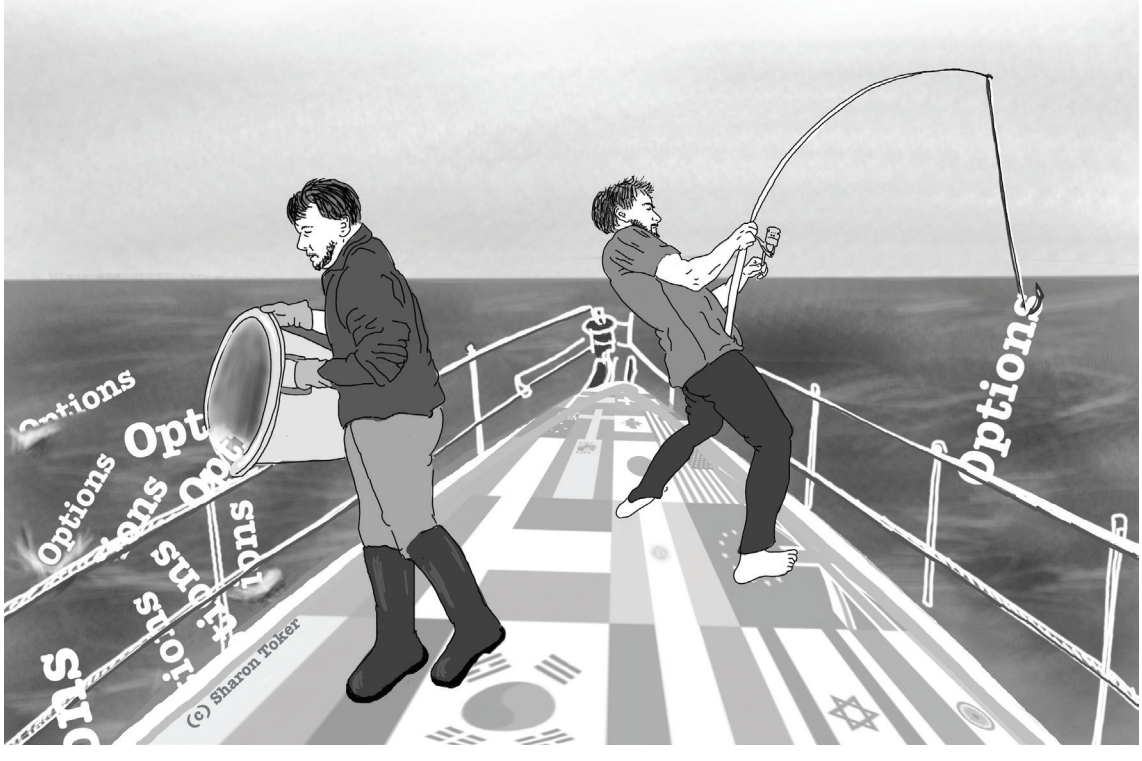
רקע

בשלושת העשורים האחרונים חל גידול דרמטי בתוכניות רכישה חוזרת (עצמית) של מניות בעולם. חברות כיום מחלקות כסף לבעלי המניות באמצעות רכישה חוזרת יותר מאשר הן עושות זאת באמצעות דיבידנדים. ואמנם, תשואת הדיבידנד על מדד ה-S&P-500 עומדת כיום על 1.9% בעוד "תשואת רכישה חוזרת" עומדת על כ-3%. במחצית הראשונה של 2018 בלבד הוכרזו תוכניות לרכישה חוזרת על ידי חברות ה-S&P-500 בהיקף של 650 מיליארד דולר. זאת בהשוואה לשיא הקודם של כ-590 מיליארד דולר בכל שנת 2007.[1] נדגיש כי אנו מתמקדים בתוכניות רכישה עצמית של החברה בשוק הפתוח (Open Market Repurchase Program) המהוות כ-90% מהרכישות החוזרות של מניות בעולם, ולא בהצעות רכש עצמיות (Self Tender Offer) (ראו Banyi et. al., 2008).

בתוכנית רכישה חוזרת, חברות מכריזות על כוונתן לרכוש מניות של עצמן בשוק בטווח של חודשים עד שנים. בדרך כלל הן מכריזות על מספר מניות או על שווי כספי של הרכישה. לאחר מכן החברה יכולה להתחיל לרכוש מניות בשוק הפתוח במועד ובכמות הרצויה לה עד לגובה התוכנית. אין חובה לבצע את הרכישה שהוכרזה. עד תחילת שנות ה-90 רכישה חוזרת הייתה מותרת בארצות הברית בלבד. אולם מאז, יותר ויותר מדינות מאפשרות לחברות לרכוש את מניותיהן בחזרה. בישראל הותרה רכישה חוזרת של מניות החל משנת 2000. למרות זאת, למיטב ידיעתנו, התופעה טרם נחקרה בישראל.

במחקר זה אנחנו בודקים את היקף תופעת הרכישות החוזרות מאז החלת הרגולציה שהתירה אותן בישראל בשנת 2000, ועד שנת 2010. אנחנו בודקים את התנהגות המניה סביב מועד ההכרזה וכן במשך שלוש שנים לאחר ההכרזה. מאמר זה הוא תיאורי בעיקרו והוא מתמקד פחות בסיבות לרכישה, שאותן סקרנו במאמר קודם (חידושים בניהול 2017, גיליון 1). בקצרה, הסיבות המוצעות בספרות לרכישה חוזרת של מניות הן, בין היתר: החזרת מזומנים למשקיעים במיסוי מופחת יחסית לדיבידנד, רכישת המניה בזול כאשר זו מתומחרת בחסר ואיתות למשקיעים שהמניה מתומחרת בחסר. מוטיבציות מוצעות נוספות הן קיזוז הגידול במספר המניות שנגרם בגלל חלוקת מניות ואופציות למנהלים ולעובדים,

1 Why the buyback boom is bullish for investors" Barron's May 12, 2018".



מניפולציה של הרווח למניה, תמיכה במחיר המניה והגדלת הסחירות בה. מטרתנו במאמר זה היא, כאמור, לתעד את התופעה בישראל.

אנו מוצאים שהתנהגות מחיר המניה של החברות המכריזות על תוכנית רכישה בישראל דומה להתנהגות המתועדת בשאר מדינות העולם: 1) ירידה במחיר המניה בתקופה שלפני ההכרזה על רכישה חוזרת, 2) תגובת שוק חיובית להכרזה, ו-3) ביצועי יתר בשנים שלאחר ההכרזה. אף על פי שההתנהגות דומה למתרחש בחו"ל, תגובת השוק להכרזה בישראל היא חזקה יותר - עלייה של כ-4% לעומת 3-0% המתועדים בחו"ל. תגובת השוק בישראל גם איטית יותר: למשל, אם מחקרים בארה"ב מראים שתגובת השוק להכרזה מסתיימת תוך 2-3 ימים, בישראל נראה כי העלייה במחיר מתפרסת על פני 5 ימים לפחות. עובדה זאת מצביעה על יעילות נמוכה יחסית בישראל בתגובת השוק להודעה. התשואה העודפת בשנים שלאחר ההכרזה גבוהה במקצת יחסית לערכיה בחו"ל ועומדת על כ-5.5% לשנה.

נתונים

לצורך המחקר השתמשנו בשני מאגרי מידע. תחילה אספנו ממערכת מאיה באתר הבורסה מידע על כל ההכרזות על רכישה חוזרת בין השנים 2000-2010. ממאגר המחירים של פרדיקטה לקחנו נתוני שערי מניות ואינדקס השוק לצורך חישוב תשואות לשנים 1995 עד 2013. תקופת נתוני השערים ארוכה מתקופת מדגם ההכרזות לצורך אמידת פרמטרים שונים הנחוצים למודלים שלנו, ולשם מעקב אחר התנהגות המניה שלוש שנים לאחר ההכרזות. גם את הנתונים הנדרשים לחישוב שווי שוק של החברות לקחנו מבסיס הנתונים של פרדיקטה.

במאגר הבורסה (מאיה) נמצאו 190 הכרזות שבוצעו על ידי חברות ישראליות בין השנים 2001-2010 (לא נמצאו הכרזות בשנת 2000, השנה הראשונה שבה רכישה חוזרת הייתה מותרת). חלק מההכרזות התבררו כהודעות כפולות על אותה הכרזה ובחלקן היה חסר מידע רלוונטי על הרכישה ועל נתוני השוק (מחירים). המדגם הסופי כולל 157 הכרזות מ-99 חברות שונות. מדגם זה שימש להערכת התשואות העודפות בתקופה סביב ההכרזה. (הבדיקות לטווח הארוך מתבססות על 152 הכרזות מכיוון שעל חמש מההכרזות לא היה מידע מלא לטווח הארוך). תאריך ההכרזה לצורך המחקר נקבע ליום שבו פורסם המידע במאיה אם ההודעה יצאה לפני סוף יום המסחר. כאשר ההכרזה בוצעה לאחר תום המסחר, נקבע תאריך ההכרזה כיום המסחר הבא.

טבלה 1 מתארת את מדגם ההכרזות במחקר בחלוקה שנתית. העמודה הימנית מדווחת על מספר ההכרזות לשנה והעמודה האמצעית מתארת את הנפח השנתי השקלי של ההכרזות. בעמודות אלו ניכרת מגמת גידול הן במספר והן בשווי הרכישות לאורך השנים. למרות זאת, בדומה לשאר העולם, ניתן גם לראות שבתקופות משברים יש ירידה במספר ההכרזות ובנפח השקלי (שנים 2002 ו-2003 ושנת 2009). נדגיש כי ההיקף השקלי המדווח בעמודה השמאלית הוא זה שהוכרז בלבד ואינו מלמד על הרכישות שבוצעו בפועל. בעמודה השמאלית מדווח אחוז הרכישה המוכרז הממוצע משווי השוק של החברה. ממוצע אחוז הרכישה במדגם עומד על כ-4.6%. גם כאן ניכרת שונות, ואולם בשנים האחרונות יש התייצבות, והאחוז המוכרז קרוב לממוצע הכולל. האחוז המוכרז בישראל דומה לשיעורו בארצות הברית, שם הוא עומד על כ-6% (ראו Netter and Mitchell, 1989; Jagannathan and Stephens, 2003). בממלכה המאוחדת (U.K.) גם נמצא שיעור דומה (Rau and Vermaelen, 2002; Oswald and Young, 2008).

נציין עוד כי יש במדגם חברות רבות שהכריזו על יותר מתוכנית רכישה אחת במהלך התקופה הנבדקת. שתי חברות הכריזו על שש תוכניות בתקופה הנבדקת, 4 חברות הכריזו ארבע פעמים, 7 חברות הכריזו שלוש פעמים, 22 חברות הכריזו על שתי תוכניות ו-64 חברות הכריזו פעם אחת בלבד על תוכנית רכישה חוזרת בתקופה הנבדקת.

בנספח 1 מובאת דוגמה להודעה לבורסה לניירות ערך (הכרזה) של חברת מלמ תים בע"מ מתאריך 26.5.2010 על תוכנית רכישה חוזרת של מניות. כפי שניתן לראות, החברה מדווחת כי דירקטוריון החברה החליט על תוכנית רכישה חוזרת בהיקף של 2 מיליון ש"ח. החברה מודיעה כי תרכוש מניות מעת לעת במחירים והיקפים שייקבעו על ידי הנהלת החברה. משך התוכנית המוצהר הוא עד סוף חודש אוגוסט 2010, כלומר כ-3 חודשים. החברה מנמקת

טבלה 1: מדגם ההכרזות על רכישות חוזרות בין השנים 2001-2010

שנה	מס' הכרזות	סכום ההכרזות בשנה (מיליוני ₪)	ההכרזה כאחוז משווי השוק של החברה (ממוצע שנתי)
2000	0	0	NA
2001	10	119	4.0%
2002	3	47	6.8%
2003	2	57	10.9%
2004	3	1,355	1.2%
2005	10	810	6.8%
2006	8	2,683	3.5%
2007	12	347	3.3%
2008	58	4,534	4.8%
2009	23	180	4.0%
2010	28	4,003	4.8%
סה"כ	157	14,136	4.6%

את ההחלטה בכך שמחירי המניות נמוכים משמעותית מההון העצמי. בסוף ההודעה מובהר כי ההחלטה אינה מחייבת את החברה לעמוד ביעדי הרכישה באופן מלא או חלקי.

התנהגות המניות בתקופה סביב ההכרזה

שיטת חישוב תשואה עודפת

אנו מעוניינים תחילה לאמוד את ביצועי המניה סביב ההכרזה. כמקובל, לצורך מדידת ביצועי המניות חושבו תחילה תשואות צפויות, ולאחר מכן חושבו תשואות עודפות, כאשר רק התשואות העודפות שימשו כמדד לביצועי המניה. מדד תל אביב 100 נבחר לייצג את תיק השוק, והתשואות העודפות חושבו על בסיס מודל השוק. עפ"י מודל זה בגרסתו השבועית:

$$Ri_t = \alpha i + \beta i * Rm_t + \epsilon i_t$$

כאשר

Rm_t היא תשואת תיק השוק (המיוצג על ידי מדד תל אביב 100) בשבוע t

Ri_t היא תשואת המניה i בשבוע t

ϵi_t היא השארית, המייצגת השפעת הודעות ספציפיות של חברה על תשואת המניה.

לצורך אמידת הפרמטרים α ו-β של המודל השתמשנו בתקופה של 90 שבועות המסתיימת 4 שבועות לפני ההכרזה.[2]

לאחר אמידת הפרמטרים מהנתונים השבועיים, חישבנו תשואות עודפות יומיות בתקופה סביב ההכרזה ("חלון אירוע"). תחילה חושבה התשואה הצפויה לפי

$$\hat{R}i_t = \hat{\alpha}i + \hat{\beta}i * Rm_t$$

כאשר

Rm_t היא תשואת מדד תל אביב 100 ביום t

Ri_t היא התשואה הצפויה של המניה i ביום t

התשואה העודפת היומית מוגדרת כהפרש בין התשואה בפועל לתשואה הצפויה

$$ARi_t = Ri_t - \hat{R}i_t$$

כמו כן, התשואה העודפת המצטברת $\mathrm{CAR}i_T$, על פני חלון בגודל T ימים סביב ההודעה חושבה כ:

$$\mathrm{CAR}i_T = \sum_{t=j}^{n} ARi_t \quad = \sum_{t=j}^{n} \left(Ri_t - \hat{R}i_t\right)$$

כאשר j ו-n הם היום הראשון והיום האחרון בחלון אמידת התשואה העודפת, בהתאמה.

2 כאשר לא היה מידע על 90 שבועות הסתפקנו במינימום של 20 נתונים שבועיים לפחות. אם לא נמצאו 20 נתונים שבועיים, ההכרזה הושמטה מהמדגם. אמידת הפרמטרים α ו-β התבצעה מנתונים שבועיים ולא יומיים בגלל בעיות סחירות במידע יומי (מניות רבות בישראל אינן נסחרות בכל יום).

תיאור התנהגות המניות בתקופה סביב ההכרזה

איור 1 מתאר את ממוצע התשואה העודפת המצטברת על פני כל 157 ההכרזות במדגם החל מ-30 ימי מסחר לפני יום ההכרזה ועד 30 ימי מסחר אחריה, כאשר יום ה-0 בגרף הוא יום ההודעה לבורסה על תוכנית הרכישה (יום ההכרזה). ניתן לראות שבתקופה שקדמה להכרזה ועד ליום ה-15 לפניה אין התפתחויות משמעותיות בתשואה העודפת, ואולם החל מכ-15 יום לפני ההכרזה התשואה העודפת המצטברת נמצאת במגמה שלילית. כלומר בממוצע, ביצועי המניות שליליים יחסית לשוק. מגמה זאת מתחזקת ככל שמתקרבים להכרזה. התשואה העודפת המצטברת בין יום -15 ליום ההכרזה עומדת על כ-3%, בדומה למתועד בארצות הברית (Vermaelen, 1981; Comment and Jarrell, 1991 Rad and Wu, 1995;). ביום ההכרזה יש תגובה חיובית חזקה. לאחר מכן ממשיכה התשואה העודפת המצטברת לעלות במשך מספר ימים עד להתייצבות. התשואה העודפת המצטברת הממוצעת בתקופת הגרף, כלומר מ-30 ימי מסחר לפני ההכרזה עד 30 ימי מסחר לאחריה, היא כ-4%.

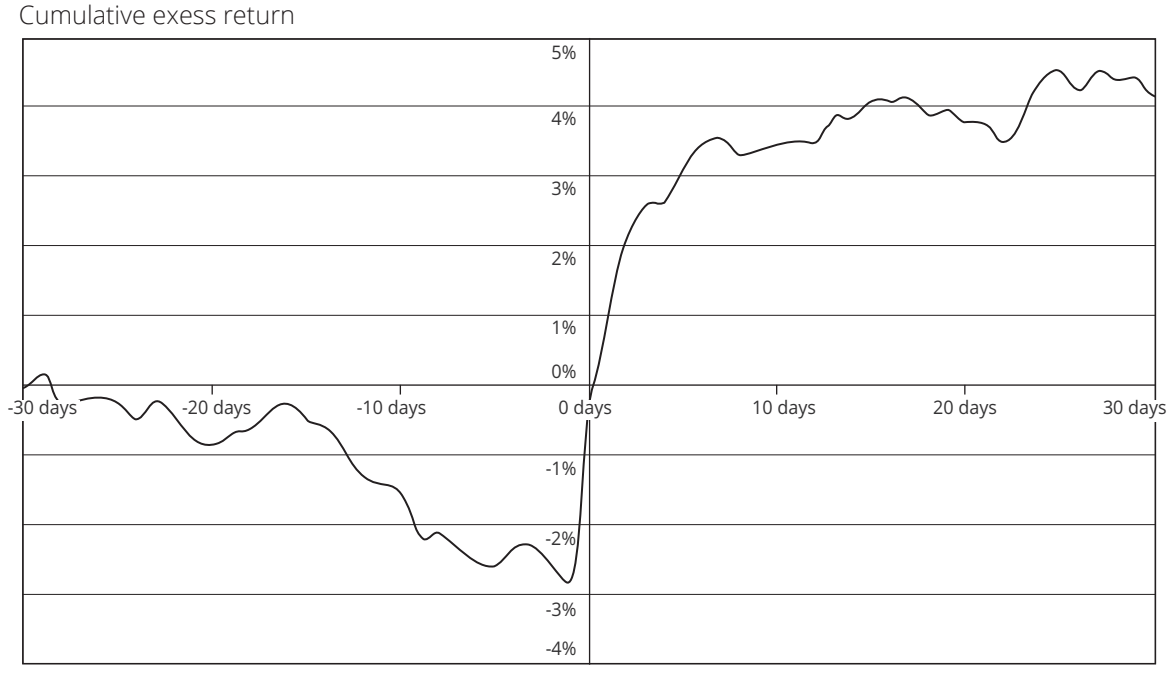
סיכום וניתוח של תגובת השוק להכרזה

טבלה 2 מתארת את התשואה העודפת הממוצעת להכרזה בשלושה חלונות זמן סביב ההכרזה. החלון הראשון הוא יום ההכרזה בלבד, החלון השני הוא 3 ימים סביב ההכרזה, כלומר מיום לפני ועד יום אחרי ההכרזה, והחלון השלישי הוא חלון של 5 ימים מיומיים לפני ההכרזה עד יומיים אחריה (ימי מסחר).

מהטבלה עולה כי בכל החלונות התשואה העודפת היא חיובית. ביום ההכרזה, התשואה העודפת הממוצעת היא כ-2.3%. בחלון של 3 ימים סביב ההכרזה התשואה העודפת הממוצעת היא 3.7% ובחלון של 5 ימים סביב ההכרזה התשואה העודפת הממוצעת היא 4.3%. כל התשואות שונות מ-0 ברמת מובהקות של 1%.[3] זוהי תשואה גבוהה יחסית. בארצות הברית נמדדה במחקרים שונים תשואה של בין 1% ל-3% (Ikenberry et. al., 1995;). במדינות אחרות כגון קנדה אין כל תגובת שוק להכרזה (Ikenberry et. al., 2000).

3 לצורך בדיקת מובהקות חושבה סטיית תקן יומית מתוך הסטייה השבועית. לאחר מכן חושב t-סטטיסטי לפי Campbell, Lo, and McKinlay, 1997.

איור 1: התפתחות התשואה העודפת הממוצעת בתקופה מ-30 יום לפני ההכרזה עד 30 יום אחריה



בסך הכול, התוצאות באיור 1 ובטבלה 2 מעידות כי השוק מקבל את ההכרזה על תוכנית רכישה חוזרת בישראל בחיוב. העובדה שמחיר המניה יורד לפני ההכרזה כמתואר באיור 1 מרמזת שהחברות המכריזות מגיבות לירידה במחיר. ייתכן שהן סבורות שמחיר המניה ירד יותר מדי ושרכישתה במחיר זה היא השקעה טובה עבורן. מצד שני, ייתכן שהסיבה להכרזה בעקבות המחיר הנמוך היא רק רצון לייצר שינוי חיובי במחיר המניה ללא תלות בשאלה אם התמחור של השוק נכון לדעת החברה.

טבלה 2: התשואה העודפת סביב ההכרזה

	יום ה – 0	3 ימים	5 ימים
ממוצע	2.31%	3.73%	4.36%
סטיית תקן	0.2%	0.38%	0.49%
t סטטיסטי	10.5	9.8	8.9

כדי ללמוד על הגורמים המשפיעים על תגובת השוק להכרזה על רכישה חוזרת השתמשנו ברגרסיה לינארית. בטבלה 3 מדווחות תוצאות של רגרסיות לינאריות שבהן המשתנה המוסבר הוא התשואה העודפת המצטברת באחוזים בחלונות זמן שונים, והמשתנים המסבירים הם מאפייני ההכרזה והרכישה. ברגרסיות 1-3 המשתנה המוסבר הוא התשואה העודפת ביום ההכרזה. ברגרסיה (1) נכלל רק משתנה מסביר אחד: Fraction sought כלומר, היחס בין ההיקף הכספי המצוין בהכרזה לשווי השוק של החברה ביום ההכרזה (באחוזים). ברגרסיה (2) אנו מוסיפים גם את המשתנה Company value שהוא שווי השוק של החברה ביום ההכרזה (במיליארדי ש"ח). ברגרסיה (3) אנו מוסיפים את המשתנה 1st Dummy. זהו משתנה דמה המקבל ערך של 1 אם זוהי ההכרזה הראשונה של החברה בתקופת המדגם, וערך של 0 אחרת. תוצאות רגרסיות 1-3 אינן מצביעות על מובהקות כלשהי למשתנים המסבירים.

ברגרסיות 4-6 ו-7-9 בטבלה 3 אנו חוזרים על רגרסיות 1-3 עבור חלונות זמן של 3 ימים ו-5 ימים סביב ההכרזה, בהתאמה. בחלון של 3 ימים כבר ניכרת מובהקות המשתנים Fraction sought ו-1st Dummy, ובחלון של 5 ימים ניכרת גם המובהקות של שווי שוק החברה. תוצאות אלו מצביעות על כך שחלון של יום אחד אינו מספיק כדי לייצג את תגובת השוק ולנתח את המשתנים המשפיעים עליה.

הממצאים בטבלה 3 מצביעים על כך שתגובת השוק חיובית יותר ככל שאחוז המניות שבכוונת החברה לרכוש

טבלה 3: הגורמים המשפיעים על תגובת המניה להכרזה על רכישה חוזרת

	announcement day return			3 days return			5 days return		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
intercept	***1.83	***1.90	***1.90	***2.97	***3.12	***4.49	***3.55	***3.83	***5.60
t	3.59	3.67	2.74	4.43	4.59	5.01	4.63	4.96	5.54
fraction sought	0.10	0.10	0.10	*0.16	*0.15	**0.19	*0.17	0.16	**0.21
t	1.51	1.47	1.44	1.82	1.75	2.16	1.68	1.58	2.06
company value		-0.02	-0.02		-0.04	-0.04		-0.07	-0.07
t		-0.79	-0.78		-1.23	-1.42		-2.04	-2.27
1st Dummy			0.00			-2.50			-3.23
t			0.00			-2.31			-2.64
R- square	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03	0.06	0.02	0.04	0.09

בטבלה זו מדווחות תוצאות רגרסיה לינארית שהמשתנה המוסבר בהן הוא התשואה העודפת המצטברת באחוזים בתקופות: יום ההכרזה, 3 ימים סביב יום ההכרזה ו-5 ימים סביב יום ההכרזה. המשתנים המסבירים הם מאפייני ההכרזה והחברה. Fraction sought הוא היחס בין ההיקף הכספי המוכרז לשווי השוק של החברה באחוזים. Company value הוא שווי החברה במיליארדי ש"ח, מחושב על ידי מכפלת מספר המניות במחיר המניה ביום ההכרזה. 1st Dummy הוא משתנה דמה המציין שזוהי ההכרזה הראשונה של החברה בתקופה הנבחנת. ברגרסיות נכללו נתוני 157 הכרזות מ-99 חברות. הכוכביות ***, **, ו-* מציינות מובהקות סטטיסטית ברמה של 1%, 5%, ו-10% בהתאמה.

בחזרה גדול יותר. המקדם השלילי על גודל החברה מלמד שככל שהחברה קטנה יותר התגובה חזקה יותר, והמקדם השלילי של המשתנה 1st Dummy מעיד על כך שהתגובה להכרזות חוזרות גם היא חזקה יותר. הממצאים לגבי החלק הנרכש וגודל החברה דומים לממצאים בחו"ל ומחזקים את ההשערה שההכרזה מתפרשת כחדשות טובות. ככל שהחברה מכריזה שתרכוש יותר מניות החדשות טובות יותר. כמו כן, ככל שהחברה קטנה יותר יש פחות אינפורמציה ציבורית עליה ולכן ההודעה מפתיעה יותר את השוק וגוררת תגובה חזקה יותר. התוצאה לגבי התגובה להכרזות חוזרות היא בניגוד לממצאים בחו"ל (למשל בארצות הברית, Jagannathan and Stephens, 2003). כלומר, בעוד שבחו"ל התגובה להכרזות חוזרות חלשה יותר, ממצאינו מעידים על כך שהתגובה להכרזות חוזרות בישראל חזקה יותר. ייתכן שהסיבה לכך היא שרכישות חוזרות בישראל החלו רק בשנת 2000 וארך זמן רב יותר לשוק ללמוד את משמעותן. סיבה אחרת עשויה להיות שהשוק בישראל איננו ממהר לתת אמון בחברה, ושרק לאחר שהוא לומד בדיעבד שהחדשות בדבר ההכרזה הראשונה היו טובות, הוא מגיב בחוזקה רבה יותר להכרזות הבאות.

התנהגות המניות בטווח הארוך

שאלה חשובה היא האם מניות של חברות המכריזות על תוכניות רכישה מפגינות ביצועים טובים גם בטווח הארוך. בחלק זה של המחקר אנו פונים לבדיקת ביצועי המניות של החברות המכריזות במהלך השנים שלאחר ההכרזה. בטווח הארוך אמדנו תשואות עודפות בשיטת buy-and-hold abnormal return (ראו, למשל, Barber and Lyon, 1997). זוהי התשואה בפועל על התקופה פחות התשואה המצטברת הצפויה לאותה תקופה עפ"י מודל השוק. תשואות אלו מחושבות לפי

$$\mathrm{BHAR}i_t = \prod_{t=0}^{T}(1 + Ri_t) - \prod_{t=0}^{T}(1 + (\alpha i + \beta i * Rm_t))$$

טבלה 4 מציגה את תוצאות התשואה העודפת ארוכת הטווח. אנו בוחנים תקופות של חצי שנה, שנה, שנתיים ושלוש שנים לאחר ההכרזה. ניתן לראות כי התשואה העודפת המצטברת לכל חלונות הזמן שנבדקו היא חיובית ומובהקת. התשואה העודפת בחצי השנה הראשונה לאחר ההנפקה היא כ-5.2%; התשואה העודפת המצטברת בשנה הראשונה לאחר ההנפקה היא כ-8.2%; והתשואה העודפת המצטברת בתום שנתיים היא 18.1%. בשנה השלישית לאחר ההנפקה התשואה שלילית, כמשתקף מהירידה בתשואה העודפת המצטברת לאורך שלוש שנים לכ-16%. למרות זאת, מדובר עדיין בתשואה עודפת חיובית של כ-5.6% לשנה. תשואה עודפת זו גבוהה במקצת מהמתועד בחו"ל. למשל, Ikenberry et al., 1995 מוצאים בארצות הברית בשנים 1980-1990 תשואה עודפת (buy-and-hold) של כ-4.6% לשנה בתקופה של 3 שנים לאחר ההכרזה. Peyer and Vermaelen, 2009 מוצאים בארצות הברית בשנים 1991-2001 תשואה שנתית עודפת של כ-3.9% לשנה.

טבלה 5 מסכמת תוצאות רגרסיה לינארית שהמשתנה התלוי בה הוא התשואה העודפת באחוזים של המניה בטווח הארוך, והמשתנים המסבירים הם מאפייני ההכרזה והרכישה. ברגרסיות 1-3 המשתנה המוסבר הוא התשואה העודפת בחצי השנה הראשונה שלאחר ההכרזה. כמו בטבלה 3, ברגרסיה (1) נכלל רק משתנה מסביר אחד: Fraction sought, כלומר היחס בין ההיקף הכספי

טבלה 4: התשואה העודפת בטווח הארוך לאחר ההכרזה על רכישה חוזרת

	חצי שנה	שנה	שנתיים	שלוש שנים
ממוצע תשואה עודפת מצטברת	5.28%	8.15%	18.14%	15.96%
סטיית תקן	2.25%	3.19%	4.51%	5.52%
t סטטיסטי	2.34	2.56	4.02	2.89

בטבלה מוצגים ערכי ממוצע, סטיית התקן, ו-t סטטיסטי לתשואה העודפת המצטברת, בפרקי זמן של חצי שנה, שנה, שנתיים ושלוש שנים לאחר ההנפקה. תקופת המדידה מתחילה חודש לאחר ההכרזה. החישוב מבוסס על נתוני 152 הכרזות (מ-94 חברות) שיש לגביהן מספיק נתונים לחישוב התשואה.

המצוין בהכרזה לשווי השוק של החברה ביום ההכרזה (באחוזים). ברגרסיה (2) אנו מוסיפים גם את המשתנה Company value שהוא שווי השוק של החברה ביום ההכרזה (במיליארדי שקלים). ברגרסיה (3) אנו מוסיפים את המשתנה 1st Dummy, משתנה דמה המקבל ערך של 1 אם זו ההכרזה הראשונה של החברה בתקופה הרלוונטית וערך של 0 אחרת.

תוצאות רגרסיות 1-3 מצביעות על כך שהמשתנה Fraction sought משפיע בצורה חיובית ומובהקת על התשואה העודפת בחצי השנה הראשונה לאחר ההנפקה. לעומת זאת, לשני המשתנים האחרים, Company value ו-1st Dummy, אין השפעה על התשואה העודפת. ברגרסיות 4-6, 7-9 ו-10-12 אנו חוזרים על רגרסיות 1-3 עבור חלונות זמן של שנה, שנתיים ושלוש שנים לאחר ההכרזה, בהתאמה. התוצאות ברגרסיות אלו דומות. המשתנה Fraction sought חיובי ומובהק בהסבר התשואה העודפת בכל הרגרסיות. המשתנים האחרים אינם מובהקים באף רגרסיה. תוצאות אלה מעידות שככל שאחוז הרכישה שעליו מודיעה החברה ביום ההכרזה גבוה יותר, ביצועי המניה בטווח הארוך טובים יותר. תוצאה זו מעידה על כך שיש אינפורמציה על טיב החברה באחוז המוכרז, ושאינפורמציה זו באה לידי ביטוי בביצועי החברה גם בטווח הארוך. לשאר המשתנים שנבדקו לא נמצאה השפעה מובהקת בטווח הארוך.

סיכום ומסקנות

במחקר זה בדקנו את היקף התופעה של רכישה חוזרת של מניות בשוק הפתוח בישראל בעשר השנים הראשונות מאז החלת הרגולציה המתירה רכישה חוזרת, כלומר בשנים 2000-2010. אנו מוצאים שהתנהגות שערי המניות של החברות דומה להתנהגותן בשאר מדינות העולם: ירידה בשער המניה בתקופה שלפני ההכרזה על רכישה חוזרת, תגובת שוק חיובית להכרזה וביצועי יתר בשנים שלאחר ההכרזה. אף על פי שההתנהגות דומה למתרחש בחו"ל, תגובת השוק להכרזה בישראל חזקה יותר: עלייה של כ-4% לעומת 3-0% המתועדים בחו"ל. התשואה העודפת בשנים שלאחר ההכרזה גבוהה במקצת יחסית לחו"ל ועומדת על כ-5.5% לשנה.

טבלה 5: הגורמים המשפיעים על ביצועי המניה בטווח הארוך לאחר ההכרזה על רכישה חוזרת

	6 months return			12 months return			24 months return			36 months return		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
intercept	1.79	2.05	6.51	1.22	1.58	2.46	3.28	3.91	-2.95	-0.02	-2.05	-12.63
t	0.46	0.52	1.24	0.19	0.24	0.28	0.37	0.44	-0.25	-0.21	-0.21	-0.97
fraction sought	1.01**	0.98*	1.10**	2.66***	2.64***	2.66***	3.89***	3.86***	3.67***	4.53***	4.53***	4.23***
t	1.97	1.89	2.10	3.06	3.03	2.99	3.33	3.30	3.08	3.54	3.52	3.25
company value		-0.04	-0.05		-0.08	-0.09		-0.14	-0.12		0.00	0.04
t		-0.24	-0.32		-0.30	-0.31		-0.38	-0.32		0.01	0.09
1st Dummy			-8.23			-1.62			12.67			19.53
t			-1.29			-0.15			0.88			1.24
R- square	0.03	0.02	0.04	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09

המשתנה המוסבר ברגרסיות הוא התשואה העודפת המצטברת באחוזים לתקופות: חצי שנה לאחר יום ההכרזה, שנה לאחר יום ההכרזה, שנתיים לאחר יום ההכרזה, שלוש שנים לאחר יום ההכרזה. המשתנים המסבירים הם מאפייני ההכרזה והחברה. Fraction sought הוא היחס בין ההיקף הכספי המוכרז לשווי השוק של החברה באחוזים. Company value הוא שווי החברה במיליארדי ש"ח, מחושב על ידי מכפלת מספר המניות במחיר המניה ביום ההכרזה. 1st Dummy הוא משתנה דמה המציין שזוהי ההכרזה הראשונה של החברה בתקופה הנבדקת. ברגרסיות נכללו נתוני 152 הכרזות מ-94 חברות. הכוכביות ***, **, ו-* מציינות מובהקות סטטיסטית ברמה של 1%, 5%, ו-10% בהתאמה.

מחקרנו מנתח את השנים 2000-2010 בלבד. שאלות רבות נותרו: האם לאחר שנת 2010 תופעת הרכישות החוזרות בישראל המשיכה להתרחב כבשאר העולם? מבדיקה מהירה שביצענו עולה שהיקף הרכישות בישראל ממשיך להיות משמעותי: מצאנו כי בשנת 2017 הוכרזו 30 תוכניות בהיקף של כ-1,950 מיליון ש"ח ובשנת 2018 הוכרזו 34 תוכניות בהיקף של כ-1,760 מיליון ש"ח.

שאלות נוספות הן: האם רכישה חוזרת בישראל מחליפה או משלימה חלוקת דיבידנדים (Grullon and Michaely, 2002; Black, 1976)? באיזו מידה חברות ממשות את הכרזתן ורוכשות מניות בפועל (Stephens and Weisbach, 1998)? האם התשואות העודפות בשנים שלאחר הרכישה מצביעות על כך שהחברה (ובעלי השליטה שלה) רכשו מניות מהציבור במחיר זול מדי? האם הרכישות בפועל משפיעות על היקף המסחר במניה (Ben-Rephael et al., 2014)? אנחנו משאירים נושאים אלו למחקרי המשך.

ד"ר יעקב עודד oded@tauex.tau.ac.il

נספח 1

מלם תים בע"מ ("החברה")

26 במאי 2010

לכבוד	לכבוד
רשות ניירות ערך	הבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ
באמצעות המגנ"א	באמצעות המגנ"א

ג.א.נ.,

הנדון: **דו"ח מיידי בדבר רכישה עצמית של מניות**

החברה מתכבדת להודיע כי ביום 25 במאי 2010, אישר דירקטוריון החברה תוכנית לרכישה עצמית של מניות החברה (להלן: **"תכנית הרכישה"**) בהתאם למפורט להלן:

1. משך תוכנית הרכישה הינו החל ממועד קבלת ההחלטה ועד ליום 31.8.2010 אלא אם יוחלט על ידי דירקטוריון החברה להפסיקה קודם לכן.
2. במסגרת תכנית הרכישה, בכוונת החברה לרכוש, בעסקאות בבורסה ומחוץ לבורסה, מניות רגילות של החברה בהיקף מצטבר של עד 2.0 מיליון ₪.
3. כל הרכישות ימומנו ממקורותיה העצמיים של החברה.
4. המחיר, העיתוי וביצוע הרכישה יהיו נתונים לשיקול דעתה של הנהלת החברה, כמו גם ההחלטה האם הרכישה תתבצע במסגרת המסחר בבורסה או מחוצה לו.
5. הדירקטוריון סבור כי קיימת הצדקה לביצוע תוכנית הרכישה עקב שערי מניית החברה בבורסה, הנמוכים משמעותית מההון העצמי למניה של החברה.
6. הדירקטוריון קבע כי החברה עומדת במבחני החלוקה המנויים בסעיף 302 (א) לחוק החברות, התשנ"ט – 1999, לאור העובדה כי הרווחים הראויים לחלוקה של החברה, על פי הדוחות הכספיים של החברה ליום 31 במרץ 2010, עומדים על סך של 120.0 מיליוני ש"ח ₪, וכן לאור העובדה כי להערכת הדירקטוריון לא קיים חשש שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד פרעון.
7. בהנחה של ניצול מלוא מסגרת הרכישה המאושרת לרכישת מניות, לא צפויה השפעה מהותית על שיעור ההחזקה בהון ובזכויות ההצבעה של בעלי עניין בחברה, כפי שהם במועד קבלת החלטת הדירקטוריון.
8. רכישת המניות אינה יוצרת אירוע מס לחברה.
9. רכישת המניות, ככל שתתבצע, תקטין את הונה העצמי של החברה בגובה הסכום בו תרכוש החברה את המניות ותגדיל את הרווח הבסיסי למניה.
10. מובהר כי אין בהחלטת הדירקטוריון האמורה כדי לחייב את החברה לבצע את רכישת המניות, או כל חלק מהן, וכי הנהלת החברה תהיה רשאית להחליט שלא לרכוש מניות כלל ו/או לרכוש מניות בהיקף כספי נמוך יותר מזה שאושר.

בברכה,

מלם תים בע"מ

רשימת מקורות

Banyi, M., Dyl, E. & Kahle, K. (2008). "Errors in Estimating Share Repurchases." Journal of Corporate Finance 14, 460–474.

Barber, B., &Lyon, J. (1997). "Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics." Journal of Financial Economics 43, 341–372.

Ben-Rephael, A., Oded, J., & Wohl, A. (2014). "Do firms buy their stock at bargain prices? Evidence from actual stock repurchase disclosures. Review of Finance 18(4) 1299–1340.

Black, F., (1976). "The dividend puzzle." Journal of Portfolio Management 2, 5–8.

Campbell, J., Lo, A. & MacKinlay, C. (1997). The Econometrics of Financial Markets. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Comment, R., & Jarrel, G. (1991). "The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases." Journal of Finance 46, 1243–1270.

Grullon, G., & Michaely, R. (2002). "Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis." Journal of Finance 57, 1649–1684.

Grullon, G., & Michaely, R. (2004). "The information content of share repurchase program"s. Journal of Finance 59, 651–680.

Ikenberry, D., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (1995). "Market underreaction to open market share repurchases. Journal of Financial Economics 39, 181–208.

Ikenberry, D., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (2000). "Stock repurchases in Canada: performance and strategic trading." Journal of Finance 55, 2373–2397.

Ikenberry, D., and T. Vermaelen, 1996. "The option to repurchase stock." Financial Management 25, 9–24.

Netter, J., & Mitchell, M. (1989). "Stock-repurchase announcements and insider transactions after the October 1987 stock market crash." Financial Management 18, 84–96.

Oswald, D., & Young, S. (2008). "Share reacquisitions, surplus cash, and agency problems." Journal of Banking and Finance 32, 795–806.

Peyer, U., & Vermaelen, T. (2009). "The nature and persistence of buyback anomalies." Review of Financial Studies, 22, 1693–1746.

Raad, E., & Wu, H. K. (1995). "Insider trading effects on sock returns around open-market stock repurchase announcements: and empirical study." Journal of Financial Research, 1, 45–57.

Rau, R., & Vermaelen, T. (2002). "Regulation, taxes, and share repurchases in the United Kingdom." Journal of Business, 75, 245–282.

Stephens, C., & Weisbach, M. (1998). "Actual share reacquisition in open-market repurchase programs." Journal of Finance 53, 313–333.

Vermaelen, T., (1981). "Common stock repurchases and market signaling: An empirical study." Journal of Financial Economics 9, 139–183.