

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

אייל יניב, בני לאוטרבק, מני צבודי, אורן קפאח

הקתדרה לממשל תאגידי בישראל ע"ש משפחת ריימונד אקרמן

כנס שנתי, יוני 2012

הקדמה

- ברוב מכריע (90% לערך) מהחברות הציבוריות בישראל קיימת קבוצת שליטה המחזיקה במרבית מניות החברה.
- הספרות המחקרית זיהתה בעיית סוכן חמורה במבנה אחזקות שכזה. לדוגמא:
  - לקבוצת השליטה יכולת למשוך טובות הנאה מן החברה על חשבון יתר בעלי המניות (בעלי מניות המיעוט), כגון שכר מופרז.
  - קבוצת השליטה יכולה לבצע עסקות שונות עם החברה ולי"תעל" (להזרים) במהלך עסקאות אלה רווחים ומשאבים אחרים מידי החברה אל תוך כיסה של קבוצת השליטה

    (Johnson et al., 2000, Baek et al., 2006, Cheung et al., 2006).

מטרת המחקר

- במחקר זה אנו מתמקדים בצורה פחות מוכרת של תיעול - "תיעול הון". אנו עוקבים אחר <u>עסקאות פיננסיות מהותיות של החברה</u>, כגון גיוס הון (מכירת מניות לציבור) או הצעות רכש (רכישת מניות מהציבור), המובילות לשינוי אחזקות קבוצת השליטה.
- <u>הנחת המוצא</u>: לקבוצת השליטה מידע פנים רב שבאמצעותו היא יכולה להעריך טוב יותר את שוויה הכלכלי של החברה.

  ניצול מידע זה מאפשר לקבוצת השליטה לבצע שינויים מושכלים בשיעור אחזקתה בחברה (ל"קנות בזול ולמכור ביוקר") ולהפיק רווחים על חשבון ציבור המשקיעים.
- אין כאן הכוונה לקניות ומכירות ישירות של בעלי השליטה בבורסה. "תיעול ההון" אותו אנו בוחנים הוא מתוחכם יותר. אנו מתמקדים בעסקאות פיננסיות תמימות למראה, ומראים שבמהלכן ההזדמנות להפקת רווחים לא הוגנים על ידי בעלי השליטה היא ממשית.

שיטת המחקר

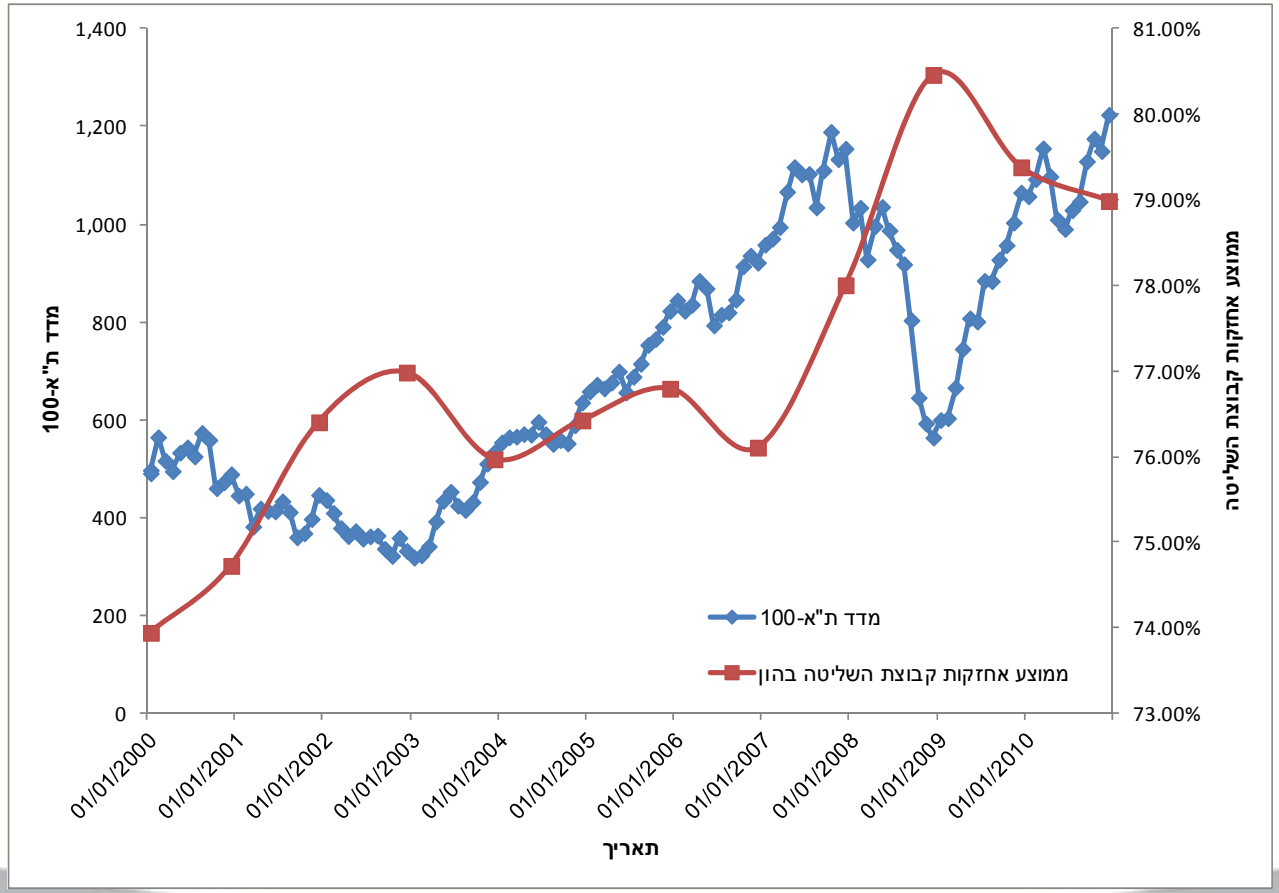
- אנו מציגים שני סוגי מבדקים, הבוחנים את סוגיית תיעול ההון מכיוונים שונים:
  - מבחן כללי: מעקב אחר שינויים באחזקות קבוצת השליטה בתקופות של גאות/שפל. האם בעלי השליטה מעלים אחזקותיהם (קונים מניות מהציבור) בזמן משבר ומדללים אחזקותיהם (מוכרים לציבור) בזמן גאות?
  - מעקב וניתוח עסקות פיננסיות מהותיות של החברה. אלו עסקות מבוצעות במצב של גאות ואלו במצב של שפל? האם עסקות אלו שינו את אחזקות בעלי השליטה? האם בעלי השליטה הרוויחו מהן?

  עסקות אלו <u>אינן</u> מיועדות, הצהרתית, לשינוי באחזקות בעלי המניות, אך, בפועל, במקרים רבים זוהי תוצאתן.

Bar-Ilan University

התמונה הכללית:

מדד ת"א-100 מול שיעור האחזקה הממוצע של קבוצת השליטה במדגם חברות ת"א 100



Bar-Ilan University

דוגמא ספציפית:

אחזקות בעלי השליטה בחברת טמבור

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%										
גרנית הכרמל 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%

שנת 2001 : הצעת רכש מלאה למניות טמבור (שנתקבלה)

שנת 2005 : הנפקת מניות טמבור בשוק ההון

שנת 2008 : הצעת רכש מלאה למניות טמבור (שנכשלה)

מאי 2012 : הצעת רכש מלאה למניות טמבור (שנתקבלה)

Bar-Ilan University

תמצית התוצאות

- קיים קשר הפוך ומובהק בין שיעור האחזקה של קבוצת השליטה לבין השינוי במדד ת"א-100.
- כאשר אנו בוחנים עסקאות פיננסיות ברורות, אנו מוצאים נטייה מובהקת סטטיסטית של החברה לבצע עסקות המגדילות את אחזקות בעלי השליטה כאשר שוק המניות יורד, ונטייה מובהקת סטטיסטית של החברה לבצע עסקות המקטינות את אחזקות בעלי השחיטה כאשר שוק המניות עולה.

תמצית התוצאות

- יתרה מזאת, זה לא רק ענין של גאות ושפל בשוק המניות, אלא גם של גאות ושפל במחירי המניות הספציפיות בהן מתבצעות העסקות. בשנה שלפני עסקה המגדילה את אחזקות בעלי השליטה, למניות החברה יש לרוב תשואת חסר יחסית לשוק המניות, ובשנה אחרי עסקה המגדילה את אחזקות בעלי השליטה, יש למניות החברה תשואת יתר. האם בעלי השליטה ידעו שמניות חברותיהם מתומחרות בחסר ולכן הגדילו אחזקותיהם על חשבון הציבור?
- תמונת ראי מתקבלת כאשר בוחנים עסקות המקטינות את אחזקות בעלי השליטה. אלו מתבצעות לרוב לאחר גאות (יחסית לשוק) במחירי המניות (תשואה יתר בשנה לפני ותשואת חסר בשנה אחרי). נראה שבעלי השליטה הלכו על בטוח.

המדגם

- כל החברות במדד תל אביב 100 בתחילת שנת 2000 (סה"כ 95 חברות במצב המוצא), בהן קבוצת השליטה החזיקה מעל 40% מהון המניות.
- מתוכן הושמטו:
  - חברות דואליות
  - חברות בהן בעלת השליטה היא מדינת ישראל
  - שלוש חברות הושמטו בגין מחיקה מהמסחר עוד בשנת 2000
- המדגם הסופי: 75 חברות בתחילת התקופה ו- 71 בסופה.
- הנתונים התקבלו מתוך אתר "מאיה" של הבורסה לני"ע, מתוכנת פרדיקטה ומיפעת הון-דיסק.
- תקופת המדגם: סוף 1999 – סוף 2010

המדגם

משתנים עיקריים שאספנו/חישבנו:

- שיעור אחזקות קבוצת השליטה (Ultimate owners) בהון המניות של החברות במדגם – חושב על ידנו בהתבסס על תקנה 24 בדו"חות התקופתיים של החברות.

  Ultimate owners - בעלי השליטה השולטים בחברה בפועל באמצעות אחזקה ישירה ועקיפה במניות החברה.

  כ"כ נוטרלו המניות הרדומות באוצר החברה.

- עסקות פיננסיות מהותיות של החברה הגורמות לשינויים של 1% לפחות באחזקת קבוצת השליטה. סוגי עסקות אלו יפורטו בהמשך.

מתאם בין שינויים במדד ת״א-100 לשינויים בשיעור האחזקה הממוצע של קבוצת השליטה

המתאמים בלוח מחושבים על בסיס 11 תצפיות שנתיות (שנים 2000-2010). חמשת המדגמים הנחקרים נבנו בהתאם לכללי סינון שונים בהם נקטנו. במדגם 1 כלולות 75 חברות לאורך תקופת המדגם (למעט שנת 2010, בה 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, בה 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.

	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

סוגי ותדירות העסקות הפיננסיות

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

ניתוח העסקות הפיננסיות

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

<u>ניתוח שונות (ANOVA)</u> : קיים הבדל מובהק (רמת מובהקות 10%) בין מספר העסקות המקטינות למגדילות - יש יותר עסקות מגדילות, והבדל זה תלוי במגמת השוק (רמת מובהקות 5%) – היחס עסקות מגדילות חלקי עסקות מקטינות גבוה במיוחד במצב של שוק יורד.

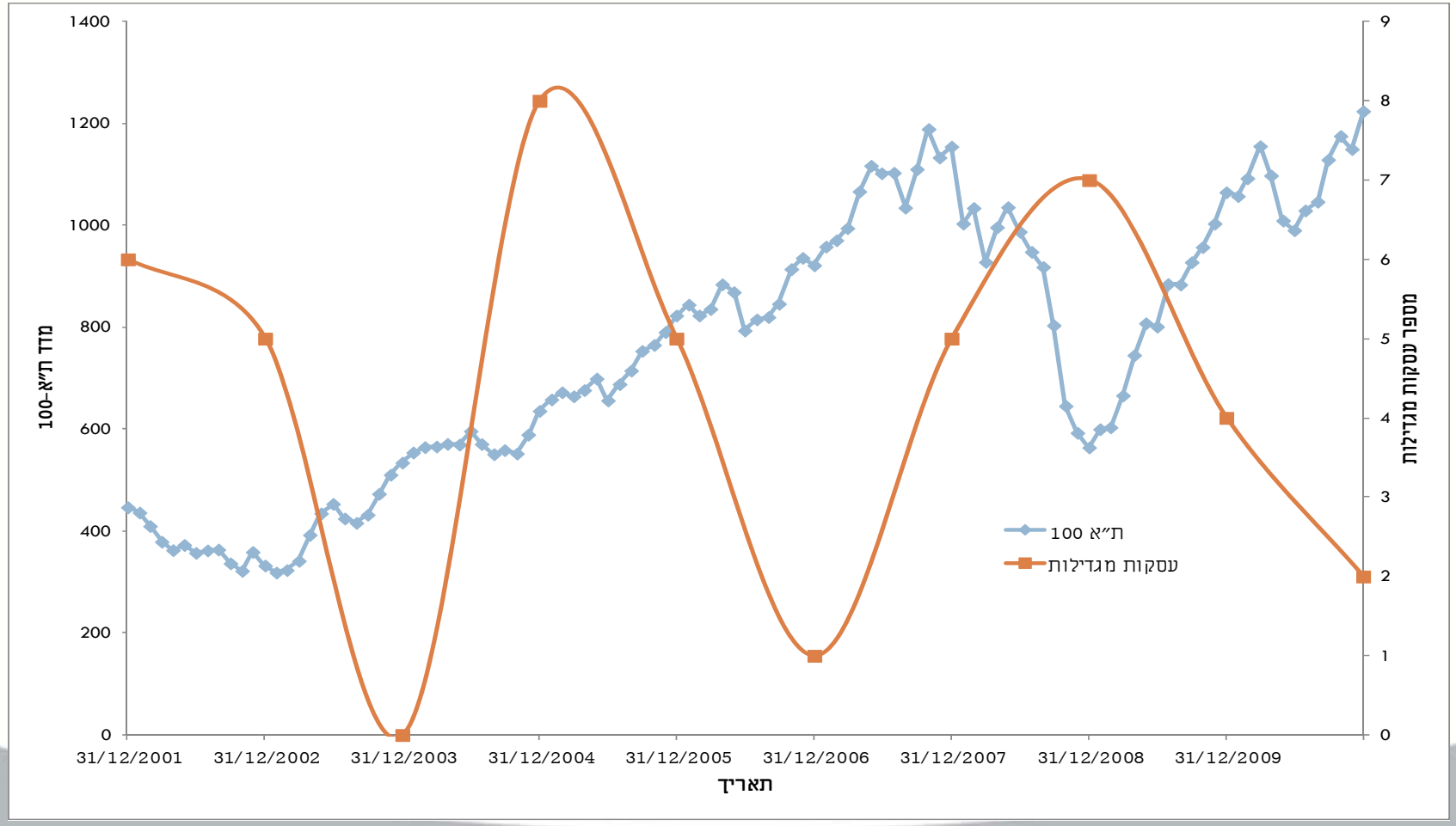
ניתוח עסקות פיננסיות ברורות

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

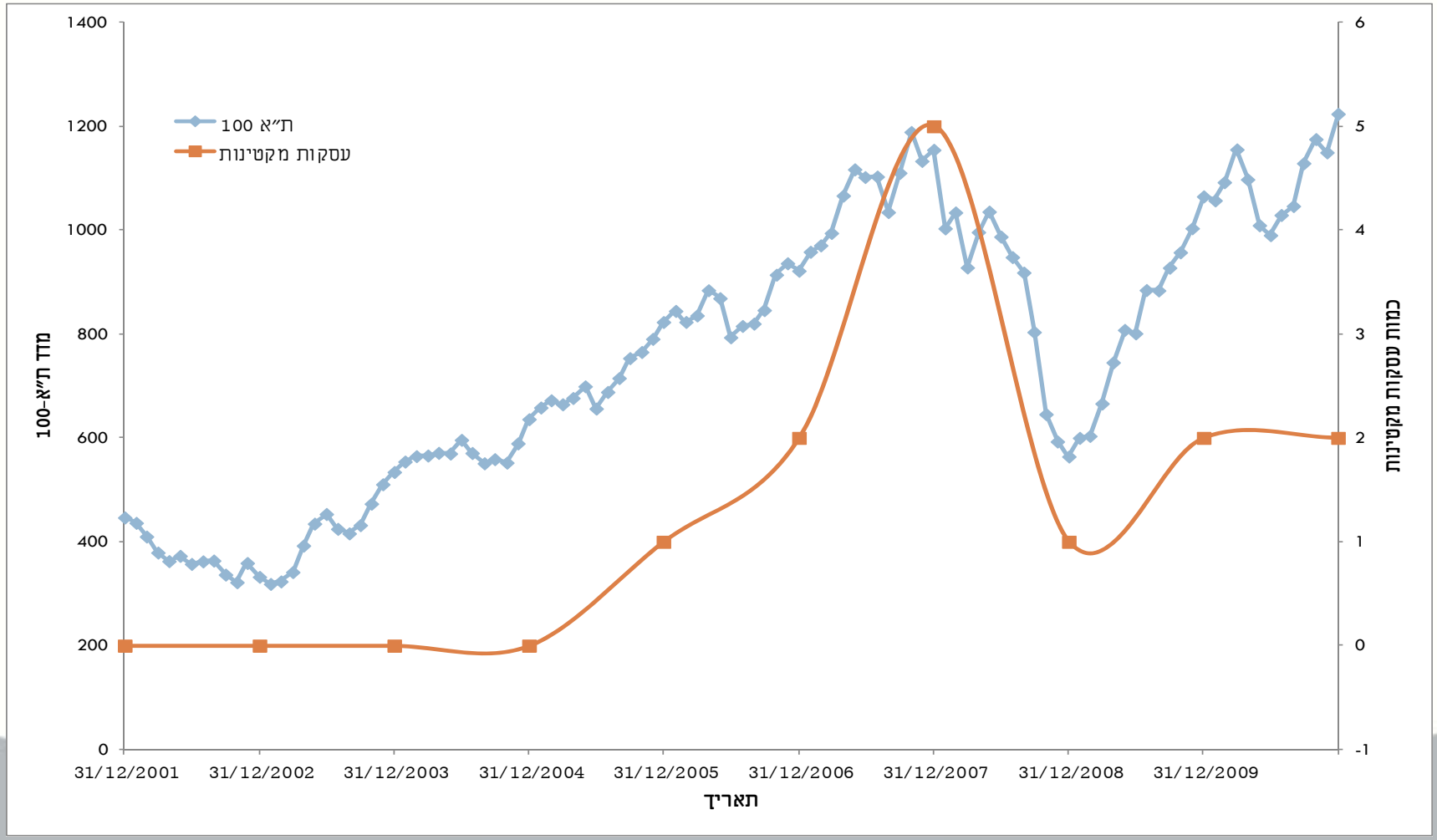
	סך העסקות המגדילות	ממוצע עסקאות מגדילות לשנה	סך העסקות המקטינות	ממוצע עסקאות מקטינות לשנה
שוק עולה	25	3.57	12	1.71
שוק יורד	18	6	1	0.33

ניתוח שונות (ANOVA): קיים הבדל מובהק (רמת מובהקות 1%) בין מספר העסקות המקטינות למגדילות – יש יותר מגדילות, והבדל זה תלוי במגמת השוק (רמת מובהקות 10%) – יחס מגדילות למקטינות גבוה במיוחד במצב של שוק יורד.

מדד ת״א-100 מול תדירות העסקות המגדילות באופן ברור את אחזקות קבוצת השליטה



מדד ת״א-100 מול תדירות העסקות המקטינות באופן ברור את אחזקות קבוצת השליטה



תשואה נטו (Net of market) לפני ואחרי עסקה פיננסית המשנה את אחזקות קבוצת השליטה

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

סיכום

- ממצאי המחקר מצביעים על רווח שנוצר לקבוצת השליטה כתוצאה מביצוע עסקות פיננסיות גדולות של החברה.

  יש בכך כדי להעיד על קיומו תיעול הון. הציבור הפסיד ובעלי השליטה הרוויחו. כמאמר הימים האחרונים: הציבור יצא "פראייר".

- מאידך, אין די בכך כדי להוכיח שתיעול הון זה תוכנן מראש. יתכן שהוא רק תוצאה משנית של פעילות שנבעה מכורח הנסיבות.

סיכום

- עם זאת, העובדה שהגדלת האחזקה מתבצעת בשפל יחסי של המניה (יחסית לשוק) ושלאחר הגדלת האחזקה המניה עולה (יחסית לשוק), מעוררת דאגה. איך בעלי השליטה ידעו שהשפל היחסי במניה לא מוצדק ושבקרוב תהיה התאוששות? האם לא היה כאן ניצול של מידע פנים?
- הפתרון לדעתי – חינוך הציבור ויתר שקיפות.

תודה רבה