



# Changes in Controlling Shareholders' Holdings: Do They Entail Financial Tunneling?

*בני פאוסטק ונני אבודי*

הקתדרה לממשל תאגידי בישראל ע"ש משפחת ריימונד אקרמן

מצגת לאגודה הישראלית לכלכלה, יוני 2013

# הקדמה

- ברוב מכריע (90% לערך) מהחברות הציבוריות בישראל קיימת קבוצת שליטה המחזיקה במרבית זכויות ההצבעה במניות 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). קבוצת השליטה יכולה לבצע עסקות שונות עם החברה ול"תעל" (להזרים) במהלך עסקאות אלה רווחים ומשאבים אחרים מידי החברה אל תוך כיסה של קבוצת השליטה.
  - Atanasov, Black and Ciccotelo (2011) מבחינים ב- 3 סוגים של תיעול: cash flow tunneling, asset tunneling and equity tunneling, כלומר, תיעול תזרימי, תיעול נכסים ותיעול הון.

# מחקרים קודמים

- במחקר זה אנו מתמקדים בצורה הפחות מוכרת של תיעול - "תיעול הון". קיימים מחקרים קודמים ספורים בנושא שהאירו מנגנונים ספציפיים של תיעול הון.
- מסחר בעלי עניין במניות חברותיהם נחקר למשל על ידי Piotroski and Roulstone (JAE, 2005) שמצאו שבשנים של תשואות חסר ולפני שנים עם תשואות עודפות, בעלי השליטה נוטים לקנות.
- עסקאות קניה/מכירה של מניות בין בעלי השליטה לחברה נחקרו על ידי Cheung et al. (2006) ו Peng et al. (2011), והם מצאו (בהונג קונג וסין) ממצאים התומכים בתיעול הון – בעלי שליטה קונים מהחברה בזול ומוכרים ביוקר.

# מחקרים קודמים (המשך)

- גם בקוריאה, Baek, Kang and Lee (JF, 2006) מצאו הנפקות פרטיות במחירים מוזלים לבעלי השליטה.
- Atanasov, Black, Ciccotello and Gyoshev (JFE, 2010) מראים בבולגריה הנפקות פרטיות לבעלי השליטה במחירים זולים. בנוסף, מניות נמחקות מהמסחר (והופכות פרטיות) במחירי שפל, וזאת עד לשינוי בחוק שחסם פעולות אלה. אחרי השינוי בחוק עברו בעלי השליטה לתיעול תזרימי במקום תיעול ההון – חומר למחשבה.
- ישראל? זליכה ושרבי (2009) חוקרים הנפקת זכויות ומגלים שהללו מדללות את אחזקות הציבור בעיקר בתקופות שפל כשהמחירים בשפל, תופעה העקבית עם תיעול הון.

# השערת תיעול ההון

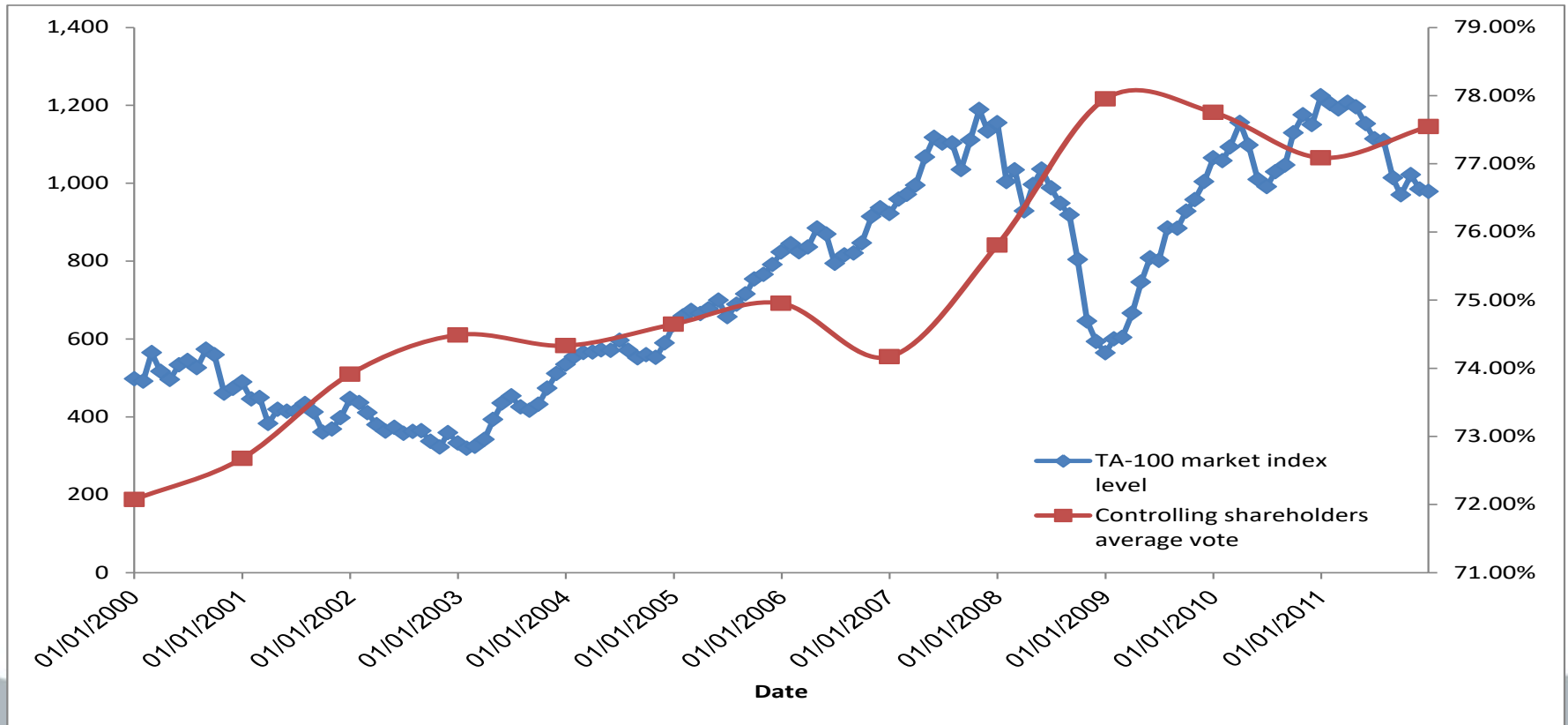
- הנחת המוצא: לקבוצת השליטה מידע פנים רב שבאמצעותו היא יכולה להעריך טוב יותר את שווייה הכלכלי של החברה.
- ניצול מידע זה מאפשר לקבוצת השליטה לבצע שינויים מושכלים בשיעור אחזקתה בחברה ("להגדיל אחזקות בזול ולהקטין ביוקר"), ועל ידי כך להפיק רווחים על חשבון ציבור המשקיעים.
- המושג של שינוי אחזקות הוא רחב יותר מקניות ומכירות ישירות של בעלי השליטה בבורסה. נכללים בו גם עסקאות פיננסיות "תמימות למראה" של החברה המשנות בפועל את אחזקות בעלי השליטה. לדוגמא: הצעות רכש של החברה או בעלי השליטה בה, הנפקות (כולל הנפקות פרטיות והנפקת זכויות), עסקאות החברה במניות אוצר, ועוד.

# הרעיון

- הרעיון המרכזי שלנו הוא שמנגנוני תיעול ההון השונים הם תחליפים אחד לשני. לכן, כדאי לבחון גם את התוצאה הכוללת שלהם – סה"כ השינוי באחזקות בעלי השליטה. אנו הראשונים המבצעים מחקר כזה.
- הבעייתיות: שינויים באחזקות בעלי השליטה יכולים לנבוע גם מסיבות אחרות, כך שהמבחן איננו נקי. אך, ביקורת דומה ניתן להעביר גם על מחקרים ממוקדים של מנגנונים ספציפיים של תיעול הון. ובכלל, מהות תיעול כלשהוא היא אי בהירותו.
- אבל, קודם כל, צריך לעשות בחינה מהירה האם יש בכלל בסיס לחשד?

## התמונה הכללית:

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



## דוגמא ספציפית :

# אחזקות בעלי השליטה בחברת **טמבור**

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

שנת 1993 : מניות טמבור מונפקות לציבור (בפעם הראשונה)  
 שנת 2001 : הצעת רכש מלאה למניות טמבור (שנתקבלה)  
 שנת 2005 : הנפקת מניות טמבור לציבור (בפעם השנייה)  
 שנת 2008 : הצעת רכש מלאה למניות טמבור (שנכשלה)  
 מאי 2012 : הצעת רכש מלאה למניות טמבור (שנתקבלה)



## תמצית התוצאות

- קיים קשר הפוך ומובהק בין שיעור האחזקה הממוצע של קבוצת השליטה לבין השינוי במדד ת"א-100. בעלי השליטה הם בעלי יכולת תזמון שוק משובחת.
- כשמצמצמים המדגם לשינויי אחזקות של מעל 1% בלבד, ניתן לראות ששינויים אלה אינם אקראיים. הגדלה באחזקות שכיחה יותר לפני שנה בה למניה יש תשואה עודפת חיובית.

## תמצית התוצאות - המשך

- בשנה אחרי הגדלת (הקטנת) אחזקות בעלי השליטה התשואה העודפת הממוצעת של המניה היא חיובית (שלילית בהתאמה). לכאורה, לבעלי השליטה יכולת תזמון משובחת במניית חברתם, אך כיון שתופעה זו מובהקת סטטיסטית רק במקרה של הקטנת אחזקות, ממצאים אלו מציעים תמיכה מוגבלת בלבד להשערת תיעול הון.

# 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 בתחילת התקופה
  - חברות בהן בעלת השליטה בתחילת התקופה היתה מדינת ישראל
  - שלוש חברות הושמטו בגין מחיקה מהמסחר עוד בשנת 2000
- המדגם הסופי : 75 חברות בתחילת התקופה ו- 73 בסופה. (שתי חברות הפכו לדואליות במהלך התקופה.)
- הנתונים התקבלו מתוך אתר "מאיה" של הבורסה לני"ע, מתוכנת פרדיקטה ומיפעת הון-דיסק.
- תקופת המדגם : סוף 1999 – סוף 2011

# המדגם (המשך)

משתנים עיקריים שאספנו/חישבנו :

- אחוז ההצבעה שבידי קבוצת השליטה (Ultimate owners) בהון המניות של החברות במדגם – חושב על ידנו בהתבסס על תקנה 24 בדו"חות התקופתיים של החברות, אותם הורדנו מ"מאיה" או "יפעת".  
Ultimate owners - בעלי השליטה השולטים בחברה בפועל באמצעות אחזקה ישירה ועקיפה במניות החברה.  
כ"כ נוטרלו המניות הרדומות באוצר החברה ומניות בידי חברות בנות.
- תשואות חודשיות של המניות מתוך אתר הבורסה לניירות ערך. במספר מקרים נזקקנו לפרדיקטה להשלמת נתוני תשואה על חברות שכבר לא נסחרות.

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

**Table 2: The correlation of the annual return on the Tel Aviv-100 Index and the annual change in controlling shareholders average vote**

The correlations in the table are calculated based on 12 yearly observations (2000-2011). Sample 1 comprises 73-75 companies for the entire sample period. This is the study's main sample. Subsample 1 omits two companies that became dually-listed during the sample period. (As a result, there are 73 companies for the entire sample period). Subsample 2 further excludes a company that had a major debt-settlement in 2010.

	Pearson correlation			Spearman correlation			Number of companies
	Correlation coefficient	t-stat	p-value	Correlation coefficient	t-stat	p-value	
Overall sample	-0.59	-2.28	0.045	-0.76	-3.64	0.005	73-75
Subsample 1	-0.60	-2.34	0.041	-0.71	-3.21	0.009	73
Subsample 2	-0.61	-2.44	0.035	-0.71	-3.22	0.009	72

## חישוב תשואות עודפות (AR)

- מדגם מצומצם: שינוי של מעל 1% (בערך מוחלט) באחזקת בעלי השליטה בחברה כלשהיא במהלך שנה קלנדרית כלשהיא מוגדרת על ידנו כאירוע.
- לכל חברה אנו מתאימים את מודל השוק ומחשבים AR חודשי בתקופה של שלוש שנים (שנה קלנדרית לפני האירוע עד שנה קלנדרית לאחר האירוע), כאשר גם הביטא זה AR מחושבים בתקופה זו.
- מחשבים את ממוצע ה AR בכל שנה משנות האירוע.

## מתי יש שינויי אחזקות גדולים?

- כאשר התשואה העודפת בשנה  $t+1$  היא חיובית פרפורציית ההגדלות בסה"כ השינויים הגדולים בשנה  $t$  היא 56.7%.
- כאשר התשואה העודפת בשנה  $t+1$  היא שלילית פרפורציית ההגדלות בסה"כ השינויים הגדולים בשנה  $t$  היא 47.1%.
- ההשערה שפרפורציית ההגדלות בשנה  $t$  איננה קשורה לתשואה העודפת בשנה  $t+1$  נדחית לטובת ההשערה האלטרנטיבית שההגדלות באחזקות בעלי השליטה שכיחות במיוחד לפני שנים עם תשואות עודפות חיוביות, ברמת מובהקות של 10%.

# תשואות עודפות סביב שינויים גדולים באחזקות בעלי השליטה

**Table 4: AR returns surrounding changes in controlling shareholders holdings**

	<b>Number of observations</b>	<b>mean AR return</b>	<b><i>t</i> -stat</b>
<b><u>Panel A: Decreasing transactions</u></b>			
Preceding year	106	1.80%	0.78
Concurrent year	106	2.95%	1.14
following year	106	-4.75%	-2.1
<b><u>Panel B: Increasing transactions</u></b>			
Preceding year	112	-3.03%	-1.33
Concurrent year	112	1.66%	0.67
following year	112	1.36%	0.56



## סיכום

- ממצאי המחקר מצביעים על רווח שנוצר לחברי קבוצת השליטה כתוצאה משינוי אחזקותיהם בחברה. תופעה זו עקבית עם קיומו תיעול הון. הציבור הפסיד ובעלי השליטה הרוויחו. הציבור יצא "פראיר".
- מאידך, במבחנים הישירים ביותר (של חישוב תשואות עודפות) קיבלנו מובהקות סטטיסטית רק בחלק מהמקרים.
- בנוסף, לא ניתן להוכיח שתיעול הון זה תוכנן מראש. יתכן שהוא רק תוצאה משנית של פעילות פיננסית שנבעה מכורח הנסיבות.

## סיכום (המשך)

- עם זאת, העובדה שלאחר 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 לדעתנו – מצד אחד, יתר שקיפות של החברות לפני עסקאות פיננסיות גדולות, ומצד שני חינוך הציבור.