

הערך של זכויות הצבעה:

עדויות אמפיריות מאיחוד הון של מניות בעלות זכויות הצבעה שונות

הוכן בידי:

**שמואל האוזר
בני לאוטרבך**

אפריל 1999

הערך של זכויות הצבעה:

עדויות אמפיריות מאיחוד הון של מניות בעלות זכויות הצבעה שונות

ת ק צ י ר *

בעבודה זו אנו בוחנים את הערך של זכויות הצבעה על בסיס מדגם של 67 חברות שהישוו את זכויות ההצבעה של מניותיהן באמצעות איחוד הון. באיחודי הון אלה, בעלי מניות עדיפות וויתרו על זכויות ההצבעה שלהם, כל המניות הפכו להיות שוות בזכויות ההצבעה שלהן, ובמקרים רבים בעלי המניות העדיפות קיבלו פיצוי בגין ההפסד בכוח ההצבעה של המניות שהם החזיקו. על בסיס הנתונים על גובה הפיצוי, מצאנו שהערך של 1% מזכויות ההצבעה הוא בין 0.1% ל-0.2% משווי ההון העצמי של החברה. חשוב מכך, מצאנו שקבוצת השליטה היא זו שמשפיעה יותר מכל על קביעת הערך של זכויות ההצבעה ולכן, הערך של זכויות ההצבעה צריך להימדד מנקודת מבטה של קבוצת בעלי השליטה ולא דווקא מנקודת מבטם של בעלי המניות העדיפות.

* הדעות המובאות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדתה של רשות ניירות ערך. המחברים מודים לפרופ' יעקב עמיהוד על הערותיו המועילות. כמו כן, המחברים מודים לגבי' רות דהאן על עזרתה באיסוף ועיבוד חלק מן הנתונים.

הערך של זכויות הצבעה: עדויות אמפיריות מאיחוד הון של מניות בעלות זכויות הצבעה שונות

1. הקדמה

הערך של זכויות הצבעה משך את תשומת ליבם של אקדמאים ופעילים בשוק ההון במשך שנים רבות. כמה שווה 1% מזכויות ההצבעה של מניות? או כאשר משקיע רוכש 1% ממניות החברה, כמה הוא משלם עבור הזכות לקבל 1% מהדיווידנדים העתידיים וכמה עבור 1% מזכויות ההצבעה?

רוב המחקרים האמפיריים בנושא התבססו על בחינת יחס המחירים (פרמיית המחיר) בין מניות בעלות זכויות הצבעה שונות: שערי המניות העדיפות בזכויות ההצבעה ביחס לשערי המניות הנחותות. בארה"ב, לדוגמא, נמצא שפרמיית המחיר היא כ- 5% (ליס מקקונל ומיקלסון (1983)). באיטליה, לעומת זאת, נמצא שפרמיית המחיר היא בשיעור ממוצע של כ- 80% (זינגאלס (1992)), ובמדינות אחרות מצאו ערכי ביניים בין 10% לבין 20% (הורנר (1988) בשוויץ, מגינסון (1990) באנגליה, וסמיט ובן-אמוקו עדו (1990) בקנדה).

המחקרים בנושא מניות בעלות זכויות הצבעה שונות מצביעים על שני ממצאים עיקריים ביחס לגובה פרמיית המחיר. הראשון, שווי זכויות ההצבעה תלוי בהסתברות לתחרויות על שליטה. ככל שהסתברות זו גבוהה יותר פרמיית המחיר גבוהה יותר (ראה לדוגמא, זינגאלס (1994) וסמיט ובן-אמוקו עדו (1995)). זה נובע מכך שמשקיעים מוכנים לשלם עבור המניות העדיפות בהצבעה מחירים גבוהים יותר כשיש תחרויות על שליטה (ראה, לדוגמא ברגסטרום וריידקויסט (1992)). הממצא השני הוא, לזכויות הצבעה יש ערך גבוה במיוחד כאשר הם מנותחים מנקודת מבטה של קבוצת השליטה בחברה. כשיש מניות עם זכויות הצבעה שונות, בעלי שליטה יכולים להחזיק בעיקר את המניות העדיפות ועל ידי כך ליהנות מיציבות בשליטה וניהול החברה במינימום השקעה אפשרית (ראה לדוגמא, דיאנג'ילו ודיאנג'ילו (1985)). המכנה המשותף של שני הגורמים הללו הוא ששווי זכויות ההצבעה תלוי במבנה השליטה בחברה.

מטרת מאמר זה היא לאמוד באופן ישיר את שווי זכויות ההצבעה. האפשרות לעשות זאת נובעת ממדגם מיוחד של 67 חברות בבורסה בתל אביב שאיחדו את שני סוגי המניות שלהן לסוג אחד של מניות. בחלק מאיחודי הון אלה ניתן פיצוי לבעלי המניות העדיפות בגין אובדן חלק מכוח ההצבעה. בעבודה זו אנו מציעים לראות בתהליך איחוד ההון של שתי מניות לסוג אחד של מניות שוות זכויות הצבעה, כמכירה ישירה של זכויות ההצבעה מסוג אחד של משקיעים, אלה שהם בעלי המניות העדיפות או שהם חלק מקבוצת השליטה, לסוג שני של משקיעים, בעלי המניות הנחותות או בעלי המניות החיצוניים (שאינם בעלי עניין).

2. רקע

2.1 מניות בעלות זכויות הצבעה שונות בעולם

גיוס הון באמצעות שני סוגי מניות נפוץ במדינות רבות. לדוגמא, ברגסטרום וריידקויסט (1990) הראו שבשנות ה-80, 70% מהחברות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה בשטוקהולם הנפיקו מניות בעלות זכויות הצבעה שונות ואילו זינגאלס (1994) דיווח ש-40% מהחברות בבורסה במילנו גייסו הון באמצעות מניות דואליות. ישנן לפחות שתי מערכות של מניות דואליות. האחת, בעלי מניות נחותות מקבלים דיווידנדים כמו בעלי מניות עדיפות, אך זכויות ההצבעה המוקנות להן נמוכות יותר. השניה, למניות הנחותות כוח הצבעה נמוך יותר (או ללא כוח הצבעה בכלל) אך עם עדיפות בשיעור הדיווידנדים המחולק לבעלי המניות. קיומן של מניות בעלות זכויות הצבעה שונות הוא שכיח במיוחד בחברות שנשלטות בידי מיעוט בעלי מניות. במקרה האחרון, קבוצת השליטה יכולה להתרכז במניות העדיפות שמאפשרות לה להשיג רוב בקלות יחסית לקבלת החלטות כרצונה ובעלות נמוכה, ואילו בעלי המניות ה"חיצוניים", שאינם מעוניינים בשליטה בחברה, מחזיקים בעיקר מניות נחותות כדי לקבל דיווידנדים.

יש הטוענים שגיוס הון באמצעות מניות בעלות זכויות הצבעה שונות מביאים למירב הערך של הפירמה. הבסיס לטענה זו הוא, שמכירת המניות משני הסוגים מיועדת לשני סוגים של משקיעים, כל סוג לפי התכונות המתאימות לו. יחד עם זאת, ניתוח תיאורטי של הסוגייה הזו מעלה ספקות

ביחס לתועלת הנובעות מגיוס הון באמצעות מניות בעלות זכויות הצבעה שונות¹. החשש העיקרי הוא, שקיומן של מניות דואליות מגדיל את הוצאות השליחות (agency). זה נובע מכך שההון העצמי שקבוצת השליטה נדרשת להשקיע הוא קטן יחסית לכוח ההשפעה שלה ולפיכך, על פי תיאורית השליחות של ג'נסן ומקלינג (1976), הוצאות השליחות גדולות יותר. האריס ורביב (1988) טענו שגיוס הון באמצעות מניות בעלות זכויות הצבעה שוות הוא אופטימלי מבחינה זו שהוא מושך לחברה את קבוצת הניהול הטובה יותר לכלל בעלי המניות. גרוסמן והארט (1988) טענו כי, בנוסף לכך, מניות בעלות זכויות הצבעה שוות יביאו למקסימום ערך הפירמה.

יחד עם זאת, הממצאים האמפיריים ביחס לטענות אלה אינם חד משמעיים. פארטצ' (1987), על בסיס מדגם של חברות אמריקאיות שהיה להן סוג אחד של מניות והן יצרו סוג שני של מניות נחותות, מצא שבימים הסמוכים ליום שבו החברות יצרו מניות נוספות נחותות היו תשואות עודפות חיוביות על המניות. לעומת זאת, ג'ארל ופולסן (1988) הרחיבו את המדגם של פארטצ' ומצאו דווקא תשואות עודפות שליליות, בשיעור ממוצע של -0.82% . כמו כן, הם מצאו שהתשואות שליליות במיוחד כאשר שיעורי האחזקה של המניות בידי בעלי עניין נעים בין 30% ל- 55% . גויג ורידינג (1986) דיווחו שהנפקת מניות בעלות זכויות מוגבלות בקנדה לא השפיעה כלל על שערי המניות.

2.2 איחוד הון בישראל

בסוף שנת 1989, ליותר מ- 40% מהחברות שמניותיהן היו רשומות למסחר בבורסה בתל אביב היו שני סוגי מניות. ברוב מקרים, המניות העדיפות והמניות הנחותות היו זכאיות לאותו שיעור דיווידנד. בחודש אוקטובר 1989, יזמה רשות ניירות ערך את תיקון 11 לחוק ניירות ערך לפיו, תנאי לרישום למסחר של מניות של חברה שמניותיה נרשמות למסחר לראשונה הוא כי בהונה יהיה סוג מניות אחד בלבד שמקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב. לגבי חברות שניירות הערך שלהן רשומות למסחר בבורסה, נקבע כי כל הנפקת מניות נוספות תיעשה במניות העדיפות ביותר בזכויות הצבעה. מאז חודש ינואר 1990 יותר מ-70 חברות החליטו לאחד את שני סוגי המניות שלהם למניה אחת. כמעט תמיד, איחוד ההון נעשה לפני הנפקות חוזרות של אותן החברות.

¹ ראה האריס ורביב (1988) וגרוסמן והארט (1988)

ברוב המקרים, איחוד הון נעשה על ידי הפיכתן של המניות הנחותות למניות עדיפות. ביותר ממחצית המקרים שחברות איחדו את שני סוגי המניות שלהן, ניתן פיצוי לבעלי המניות העדיפות שהסכימו לאיחוד ההון תמורת וויתור על העדיפות בכוח ההצבעה שהיה להם מכוח אחזקתם את המניות העדיפות. הפיצוי ניתן, בדרך כלל, בדרך של הקצאה פרטית של מניות לבעלי המניות העדיפות.

לדוגמא, נניח שלחברה X היו שתי מניות עדיפות שערכן הנקוב הוא 1 ש"ח, ומניה נחותה אחת שערכה הנקוב הוא 5 ש"ח. לכל אחת ממניות אלו זכות הצבעה אחת. עוד נניח, שאיחוד ההון נעשה על ידי חלוקת המניה הנחותה ל-5 מניות שלכל אחת מהן ערך נקוב של 1 ש"ח. תמורת איחוד ההון, בעלי המניות העדיפות קיבלו מניה אחת בהקצאה פרטית. לוח 1 להלן מתאר את תהליך האיחוד בדוגמא זו:

לוח 1: דוגמא לאיחוד הון עם פיצוי ובלי פיצוי

סוג מניה	מספר מניות	ערך נקוב	לפני איחוד		אחרי איחוד בלי פיצוי		אחרי איחוד עם פיצוי	
			% בהון	% בהצבעה	% בהון	% בהצבעה	% בהון	% בהצבעה
1	2	2	2/7	2/3	2/7	2/7	3/8	3/8
5	1	5	5/7	1/3	5/7	5/7	5/8	5/8
סה"כ	3	7	100%	100%	100%	100%	100%	100%

על פי הנתונים, שיעור האחזקות של בעלי המניות העדיפות שהיה להם 2/7 מהון החברה ו-2/3 מזכויות ההצבעה בחברה, ירד ל-2/7 מזכויות ההצבעה בחברה, אם לא ניתן להם פיצוי. אם ניתן להם פיצוי, חלקם בהון גדל מ-2/7 ל-3/8 כאשר ההפרש מייצג את הפיצוי. תמורת פיצוי זה, חלקם בזכויות ההצבעה ירד מ-2/3 ל-3/8.

ראוי לציין, שבמקרים בהם ניתן פיצוי לבעלי המניות העדיפות בדרך של הקצאה פרטית, החברה נדרשת לדווח על ההקצאה הפרטית לרשות ניירות ערך ולבורסה שבוחנות את פרטי ההקצאה. במקרים אלה, החברות נוהגות להגיש הערכת שווי שמטרתה להצדיק את הפיצוי לבעלי המניות העדיפות בגין שיעור ההפסד בזכויות ההצבעה.

2.3 כיצד מודדים את הערך של זכויות הצבעה?

ניתן לראות באיחוד הון של מניות בעלות זכויות הצבעה שונות כמכירה של זכויות הצבעה עדיפות בידי בעלי המניות העדיפות (לבעלי המניות הנחותות). לחילופין, כיוון שזכויות ההצבעה חשובות במיוחד לבעלי השליטה בחברה, אנו מציעים לבחון גם את האפשרות לראות באיחוד הון של מניות עדיפות כמכירה של זכויות הצבעה על ידי קבוצת השליטה בחברה, לשאר בעלי המניות. האם יש הבדל בין שתי הגישות הללו לגבי המחיר ששולם על 1% מזכויות ההצבעה?

כדי לענות על השאלה הזו, נניח את הסימנים הבאים:

i - מייצג את סוג המניה. $i = 1$ מייצג את המניות העדיפות בהצבעה ו- $i = 2$ את המניות הנחותות בהצבעה;

N - מספר המניות מכל סוג של מניה i ;

γ - ערך נקוב של מניה נחותה הדרוש לזכות הצבעה אחת;

v_i - סך כל כח ההצבעה של מניות מסוג i , כפרופורציה מסך זכויות ההצבעה של שני סוגי המניות;

$COMP$ - מספר המניות מסוג 1 שהוקצו לבעלי המניות העדיפות כפיצוי עבור ההפסד בכוח ההצבעה.

על בסיס סימנים אלה ניתן לחשב את שיעור ההצבעה בכל סוג של מניה לפני ואחרי האיחוד כדלהלן:

$$v_1(\text{before}) = \frac{N_1}{(N_1 + N_2 / \gamma)} \quad (1)$$

$$v_1(\text{after}) = \frac{N_1 + COMP}{(N_1 + N_2 + COMP)} \quad (2)$$

$$\Delta v_1 = v_1(\text{before}) - v_1(\text{after}) = \frac{N_1}{(N_1 + N_2 / \gamma)} - \frac{(N_1 + COMP)}{(N_1 + N_2 + COMP)} \quad (3)$$

על פי משוואה (3) תמורת וויתור של Δv_1 על ידי בעלי המניות העדיפות, $i = 1$, הם מקבלים פיצוי על ידי הקצאה פרטית של מניות. הפיצוי מגדיל את שיעור ההון העצמי (e_1) של בעלי המניות העדיפות בחברה ב- Δe_1 כדלהלן:

$$e_1(\text{before}) = \frac{N_1}{(N_1 + N_2)} \quad (4)$$

$$e_1(\text{after}) = \frac{(N_1 + COMP)}{(N_1 + N_2 + COMP)} \quad (5)$$

$$comp = \Delta e_1 = e_1(\text{after}) - e_1(\text{before}) = \frac{(N_1 + COMP)}{(N_1 + N_2 + COMP)} - \frac{N_1}{(N_1 + N_2)} \quad (6)$$

כאשר $comp$ מייצג את הפיצוי לבעלי המניות העדיפות כפרופורציה מהון המניות של החברה. על בסיס נתון זה אנו מחשבים את המחיר של 1% מזכויות ההצבעה כדלהלן:

$$PVR_1 = \frac{comp}{\Delta v_1} \quad (7)$$

משוואה (7) היא מנקודת מבטם של בעלי המניות העדיפות. עתה נפנה לבחון את המחיר של 1% מזכויות ההצבעה, מנקודת מבטה של קבוצת השליטה. נשתמש בסימנים הנוספים הבאים:

α_i - חלקה של קבוצת השליטה בהון במניה מסוג i ;

v_c - חלקה ב- % של קבוצת השליטה בהצבעה במניה מסוג i .

בהשתמש בסימנים אלה, סך כל זכויות ההצבעה בידי קבוצת השליטה לפני יום האיחוד הוא, $\alpha_1 N_1 + \alpha_2 N_2 / \gamma$. לפיכך, ניתן למדוד את שיעור ההצבעה בידי קבוצת השליטה כדלהלן:

$$v_c(\text{before}) = \frac{(\alpha_1 N_1 + \alpha_2 N_2 / \gamma)}{(N_1 + N_2 / \gamma)} \quad (8)$$

$$v_c(\text{after}) = \frac{[\alpha_1(N_1 + \text{COMP}) + \alpha_2 N_2]}{(N_1 + N_2 + \text{COMP})} \quad (9)$$

$$\Delta v_c = v_c(\text{before}) - v_c(\text{after}) = \frac{(\alpha_1 N_1 + \alpha_2 N_2 / \gamma)}{(N_1 + N_2 / \gamma)} - \frac{[\alpha_1(N_1 + \text{COMP}) + \alpha_2 N_2]}{(N_1 + N_2 + \text{COMP})} \quad (10)$$

אך הוא גם שווה ל-

$$\Delta v_c = \alpha_1 \Delta v_1 + \alpha_2 \Delta v_2 \quad (11)$$

כאשר Δv_2 מייצג את השינוי בכוח ההצבעה של המניות הנחותות. מאחר וההפסד בכוח ההצבעה של המניות העדיפות הוא לטובת המניות הנחותות, מתקיים השוויון, $\Delta v_2 = -\Delta v_1$ ולפיכך,

$$\Delta v_c = (\alpha_1 - \alpha_2) \Delta v_1 \quad (12)$$

על פי משוואה (12), תמורת וויתור של Δv_c על ידי קבוצת השליטה הם מקבלים פיצוי על ידי הקצאה פרטית של מניות. הפיצוי מגדיל את שיעור ההון העצמי (e_c) של בעלי המניות העדיפות בחברה ב- Δe_c כדלהלן:

$$e_c(\text{before}) = \frac{(\alpha_1 N_1 + \alpha_2 N_2)}{(N_1 + N_2)} \quad (13)$$

$$e_c(\text{after}) = \frac{[\alpha_1(N_1 + COMP) + \alpha_2 N_2]}{(N_1 + N_2 + COMP)} \quad (14)$$

$$comp_c = e_c(\text{after}) - e_c(\text{before}) = \frac{[\alpha_1(N_1 + COMP) + \alpha_2 N_2]}{(N_1 + N_2 + COMP)} - \frac{(\alpha_1 N_1 + \alpha_2 N_2)}{N_1 + N_2} \quad (15)$$

אך הוא גם שווה ל-

$$comp_c = \Delta e_c = \alpha_1 \Delta e_1 + \alpha_2 \Delta e_2 \quad (16)$$

מאחר וההפסד בהון של המניות הנחותות הוא לטובת המניות העדיפות, מתקיים ש- $\Delta e_1 = -\Delta e_2$ ולפיכך,

$$comp_c = \Delta e_c = (\alpha_1 - \alpha_2) \Delta e_1 = (\alpha_1 - \alpha_2) comp \quad (17)$$

כאשר $comp_c$ מייצג את הפיצוי לקבוצת השליטה כפרופורציה מהון המניות של החברה. על בסיס נתון זה אנו מחשבים את המחיר של 1% מזכויות ההצבעה, מנקודת מבט של קבוצת השליטה, כדלהלן:

$$PVR_c = \frac{comp_c}{\Delta v_c} = \frac{(\alpha_1 - \alpha_2) comp}{(\alpha_1 - \alpha_2) \Delta v_1} = PVR_1 \quad (18)$$

משוואה (18) מדגימה שהמחיר המתקבל עבור 1% מזכויות ההצבעה זהה מנקודת המבט של קבוצת השליטה ומנקודת המבט של בעלי המניות העדיפות. במצב דברים זה, נותרה השאלה: מי קובע מחיר זה? מי קובע מהו הערך של 1% מזכויות ההצבעה ומהו גובה הפיצוי, קבוצת השליטה או בעלי המניות העדיפות?

2.4 מי קובע את המחיר של זכויות הצבעה?

התכונות של Δv_c , השינוי בזכויות ההצבעה של קבוצת השליטה בעקבות איחוד ההון, הן שונות מאלה של Δv_1 , המייצג את השינוי בזכויות ההצבעה של מחזיקי המניות העדיפות. לשם המחשה, נניח ש- $\alpha_1 = \alpha_2 = 70\%$, דהיינו, בעלי המניות מקבוצת השליטה מחזיקים פרופורציות שוות בזכויות ההצבעה של המניות הנחותות ושל המניות העדיפות. במקרה זה, Δv_c יהיה שווה לאפס ללא כל קשר לגובה הפיצוי שניתן לבעלי המניות העדיפות, וחלקה של קבוצת השליטה יישאר 70% גם לאחר הפיצוי.

יוצא, איפוא, שכאשר $\alpha_1 = \alpha_2$, קבוצת השליטה תעדיף איחוד הון ללא פיצוי משום שאיחוד הון כזה הוא מהיר יותר וזול הרבה יותר מאשר איחוד הון עם פיצוי. כאמור, איחוד הון עם פיצוי כרוך בהוצאות בשל העלויות הכרוכות בהקצאה פרטית של מניות לבעלי המניות העדיפות, שדורשת אישור מרשות ניירות ערך והבורסה והיא נעשית, בדרך כלל, באמצעות חוות דעת כלכלית שמטרתה להצדיק את גובה הפיצוי.

מאידך, איחודי הון ללא פיצוי הם בניגוד לאינטרסים של בעלי המניות העדיפות ($i = 1$) משום שהם מפסידים מכוח ההצבעה שהיה למניותיהם ללא כל תמורה. זה יוצר מצב של ניגוד אינטרסים בין קבוצת השליטה לבין קבוצת בעלי המניות העדיפות. אם קבוצת השליטה היא הדומיננטית בהחלטה האם לתת פיצוי ובאיזה מחיר, לא יהיה פיצוי לבעלי המניות העדיפות כאשר קבוצת השליטה מחזיקה בשיעורים דומים בהצבעה של המניות הנחותות ושל המניות העדיפות ולכן בעלי המניות מתוכה לא ייפגעו מאי פיצוי. קבוצת השליטה בחברה תחליט על אי פיצוי אם $\alpha_2 > \alpha_1$ (במקרה כזה יגדל כוח ההצבעה שבידיהם ללא פיצוי), אם $\alpha_2 = \alpha_1$ ($\Delta v_c = 0$), או אם $\alpha_1 > \alpha_2$ רק במעט, וההפסד הקטן בכוח ההצבעה של בעלי המניות מקבוצת השליטה לא מצדיק את התהליך הארוך והיקר כדי לקבל פיצוי כזה. לעומת זאת, אם איחודי הון היו נעשים רק מנקודת מבטם של בעלי המניות העדיפות, הם תמיד היו מעדיפים לקבל פיצוי ללא כל קשר ל- α_1 ו- α_2 . על רקע כל אלה אנו מעלים שתי השערות.

השערה 1: הפיצוי בגין הוויתור על זכויות ההצבעה בידי בעלי המניות העדיפות כתוצאה מאיחוד ההון תלוי ב- α_1 ו- α_2 (פרופורציות האחזקה של קבוצת השליטה במניות העדיפות ובמניות הנחותות, בהתאמה). רק אם קבוצת השליטה מחזיקה פרופורציה גדולה יותר במניות הנחותות, פרופורציה שווה בשני סוגי המניות או פרופורציה גבוהה רק במעט במניות עדיפות, איחוד ההון יהיה ללא פיצוי.

השערה 2: קבוצת השליטה בחברה אינה מפסידה מאיחוד ההון. ערך המניות שבידיהם לאחר איחוד ההון שווה או גבוה מזה שלפני איחוד ההון.

כדי לבחון את ההשערה השנייה, אנו נזקקים להגדרה של עלייה (רווח) או ירידה (הפסד) בעושרם של בעלי המניות מקבוצת השליטה. לצורך זאת, נניח ש-

$$V_i - \text{ערך השוק של מניה מסוג } i; \text{ ו-}$$

s - חלקם של בעלי המניות מקבוצת השליטה מערך השוק של כלל המניות של החברה.

כמו כן, נשתמש בסימנים מהסעיף הקודם כדי למדוד את ערך המניות של קבוצת השליטה לפני איחוד ההון (על ידי $\alpha_1 V_1 + \alpha_2 V_2$) וכדי לקבל את הערך היחסי של המניות בידי קבוצת השליטה לפני האיחוד, כדלהלן:

$$s(\text{before}) = \frac{(\alpha_1 V_1 + \alpha_2 V_2)}{V_1 + V_2} \quad (19)$$

ואת אותו ערך יחסי של המניות בידי קבוצת השליטה לאחר האיחוד,

$$s(\text{after}) = \frac{[\alpha_1 (N_1 + COMP) + \alpha_2 N_2]}{(N_1 + N_2 + COMP)} \quad (20)$$

מכאן אנו למדים שהשינוי בחלקה של קבוצת השליטה מערך השוק של סך המניות של החברה הוא,

$$\Delta s = \frac{[\alpha_1(N_1 + COMP) + \alpha_2 N_2]}{(N_1 + N_2 + COMP)} - \frac{(\alpha_1 V_1 + \alpha_2 V_2)}{V_1 + V_2} \quad (21)$$

בנספח לעבודה זו, אנו מחשבים גם את "שיעור הפיצוי ההוגן" מנקודת מבטם של בעלי המניות העדיפות, כאשר "שיעור הפיצוי ההוגן" (*faircomp*) מוגדר כפיצוי ב- % מערך הפירמה שמאפשר לבעלי המניות העדיפות לשמר את חלקם מערך המניות והוא מחושב כדלהלן:

$$faircomp = w_1 - e_1(before) \quad (22)$$

כאשר w_1 מייצג את ערך השוק של המניות העדיפות בידי בעלי המניות הללו יחסית לסך ערך השוק של שני סוגי המניות.

3. נתונים

בשנים 1997-1990 היו 70 איחודי הון של החברות שמניותיהן היו רשומות למסחר בבורסה בתל אביב. 67 מהם כלולים במדגם. 3 חברות הוצאו מן המדגם משום שלמניות העדיפות היתה עדיפות בזכויות ההצבעה רק לגבי מינוי המנהלים או רכישת חברות. לגבי כל חברה נאספו הנתונים הבאים: יום ההודעה על איחוד ההון ויום האיחוד של המניות, מבנה ההון העצמי של החברה, הפיצוי שניתן לבעלי המניות העדיפות, אם ניתן פיצוי, נתונים על שערי המניות של החברות שנה לפני יום האיחוד ועד לשנה לאחר יום האיחוד, נתונים חשבונאיים שכוללים את סך הנכסים ורווח נקי, ושיעור האחזקות של כלל בעלי העניין בחברה. הנתון האחרון (סך האחזקות של בעלי העניין) מבוסס על אחזקותיהם ברבע האחרון שלפני תאריך האיחוד, והוא משמש לנו כאומדן לשיעור האחזקות של קבוצת השליטה.

בלוח 2 אנו מציגים תיאור סטטיסטי של מאפייני החברות שנכללו במדגם. במוצע, היקף הנכסים של החברות הללו היה כ-563 מיליון ש"ח. התשואה להון (רווח נקי מחולק בהון עצמי של החברה) היה כ-5% והמנוף הפיננסי (סך החוב מחולק בסך הנכסים) היה כ-59%. עוד ניתן לראות, שקבוצת השליטה החזיקה בכמעט 77% מזכויות ההצבעה בהשוואה ל-71% מהזכויות בהון. כמו כן, הנתונים מלמדים שקבוצת השליטה החזיקה במוצע בכ-87% מהמניות העדיפות בהצבעה וכ-65% מהמניות הנחותות. דהיינו, בעלי השליטה החזיקו לא רק ברוב המניות העדיפות אלא גם בשיעור ניכר מהמניות הנחותות. התופעה הזו אינה ייחודית רק לישראל. ברגסטרום וריידקויסט (1990), לדוגמא, דיווחו על תוצאות דומות בשוודיה. לטענתם, יש בממצא הזה כדי לדחות את הטענה כאילו המטרה של קבוצת השליטה היא לצרוך ממקורות החברה על חשבון בעלי המניות הנחותות.

לוח 2:

תיאור סטטיסטי של המדגם הכולל 67 חברות לפני איחוד ההון

לוח זה מתאר את הנתונים העיקריים של 67 חברות שאיחדו הונן בשנים 1990-1996. התשואה להון מחושבת כיחס בין הרווח הנקי לבין ההון העצמי בספרים. המנוף הפיננסי מחושב כיחס בין סך ההתחייבויות לבין סך הנכסים.

ממוצע	חציון	סטיית תקן	מינימום	מסימום	
563.3	116.8	1776.4	2.8	14049.8	מאפייני הפירמה^א
0.050	0.040	0.286	-0.923	1.251	סך הנכסים (במליוני ש"ח)
0.592	0.606	0.224	0.124	0.984	תשואה להון
					מנוף פיננסי
76.7%	78.8%	14.2%	28.4%	99.7%	קבוצת שליטה^ב
					שיעור הצבעה בידיהם
71.3%	72.2%	15.3%	24.1%	99.1%	שיעור ההון בידיהם
87.2%	89.2%	13.8%	46.1%	100.0%	שיעור אחזקה במניות עדיפות
64.6%	66.5%	21.2%	4.7%	99.0%	שיעור אחזקה במניות נחותות
61.1%	71.4%	29.2%	0%	99.5%	בעלי המניות העדיפות^ב
					שיעור ההצבעה בידיהם
32.8%	33.3%	24.9%	0%	98.7%	שיעור ההון בידיהם
50.4%	21.0%	67.7%	-9%	307.0%	פרמיית המחיר ^ג

א - מבוסס על נתונים של סוף השנה הקודמת ליום האיחוד.

ב - מבוסס על נתונים של הרבעון האחרון לפני יום האיחוד.

ג - מבוסס על נתונים בשנה שלפני האיחוד על בסיס 39 חברות מתוך 67 חברות במדגם. רק ב-39 החברות הללו שני סוגי המניות, העדיפות והנחותות, נסחרו בבורסה.

לוח 2 מציג גם נתונים על שיעור ההון וההצבעה של המניות העדיפות. שיעור ההצבעה במניות הללו היה במוצע כ-61% בהשוואה לכ-33% מההון. זה מסביר את התפקיד השולי שיש למניות נחותות בקבלת החלטות לעומת התפקיד המרכזי שיש להן באספקת הון לחברה. בנוסף, אנו מוצאים

שהפרמיה של זכויות ההצבעה (מחיר מניה עדיפה יחסית למחיר מניה נחותה) היתה בממוצע 50%. החציון של פרמיית ההצבעה היה 21% שהוא דומה יותר לשיעור הפרמיה המקובל במדינות אחרות.

4. תוצאות אמפיריות

4.1 אובדן כוח הצבעה ופיצוי

לוח 3 מסכם את אובדן כוח ההצבעה והפיצוי בגין השוואת זכויות ההצבעה של המניות. 35 מהחברות במדגם (52%) פיצו את בעלי המניות העדיפות בגין אובדן זכויות הצבעה ו-48% מהחברות לא פיצו אותם. בפאנל א' ניתן לראות שבעלי המניות העדיפות קיבלו בממוצע 0.157 מניות נוספות עבור כל מניה עדיפה שברשותם, כפיצוי עבור אובדן זכויות ההצבעה. בממוצע, בעלי המניות העדיפות ויתרו על 26.1% מכוח ההצבעה ותמורת זאת קיבלו פיצוי של 2.22% מערך החברה. אם נחלק את שיעור הפיצוי (2.22%) בשיעור אובדן כוח ההצבעה (26.1%) נקבל את מחיר או ערך זכויות הצבעה (PVR) ששווה ל-0.09, שהוא בדיוק אותו שיעור שמקבלים כאשר מחשבים ישירות את ה-PVR אצל 67 החברות שאיחדו הונן (ראה שורה תחתונה בפאנל א'). דהיינו, בעלי מניות עדיפות קיבלו בממוצע 0.09% מההון העצמי של החברה עבור כל 1% מכוח ההצבעה עליו ויתרו.

בשלב השני, בחנו את הערך זכויות ההצבעה רק באותם במקרים בהם היה פיצוי לבעלי המניות בגין אובדן זכויות ההצבעה שלהם. הצורך בבדיקה זו נובע מכך שעשויות להיות סיבות נוספות שיכולות להסביר מדוע בחלק מן חברות שאיחדו את הונן לא היה פיצוי. לדוגמא, הבקשה לאישור הקצאה פרטית, לצורך פיצוי בעלי המניות העדיפות, כרוכה בעלויות כספיות שנובעות, בין השאר, מהצורך בחוות דעת של מומחה, שכר טרחה לעורכי דין, עיכוב בביצוע איחוד ההון, וכדומה. סיבה שניה קשורה לעובדה ששערי המניות עלו בתגובה להודעה על איחוד ההון (ראה דיון להלן), במיוחד אם ניתן ללא פיצוי. הסיבות הללו יכולות להסביר מדוע עשויים בעלי המניות העדיפים לוותר לעתים על הפיצוי.

לוח 3:

שיעור ההפסד בכוח ההצבעה והפיצוי לבעלי המניות העדיפות בעקבות איחוד ההון

פאנל א': כל המדגם (N=67)

ממוצע	חציון	סטיית תקן	מינימום	מסימום	
26.1%	28.5%	12.7%	0.02%	50.0%	% ההפחתה בכוח ההצבעה של מניות עדיפות (% בהצבעה לפני האיחוד מינוס % ההצבעה אחריו)
4.6%	3.0	6.3%	-9.5%	24.4%	% ההפחתה בכוח ההצבעה של קבוצת השליטה (% בהצבעה לפני מינוס % ההצבעה אחריו)
0.157	0.028	0.257	0	1.00	פיצוי במונחים של מספר המניות הנוספות שהוקצו לכל מניה עדיפה
2.22%	0.01%	4.0%	0	17.1%	% הפיצוי (מערך ההון העצמי)
0.09	0.003	0.17	0	0.86	מחיר 1% של זכויות ההצבעה *

א - מחיר 1% של זכויות ההצבעה בחברה מחושב על ידי היחס בין שיעור הפיצוי לבעלי המניות העדיפות לבין שיעור ההפסד מכוח ההצבעה.

פאנל ב': כל איחודי ההון עם פיצוי (N=35)

ממוצע	חציון	סטיית תקן	מינימום	מסימום	
23.5%	24.4%	12.9%	0.02%	50.0%	% ההפחתה בכוח ההצבעה של מניות עדיפות (% בהצבעה לפני האיחוד מינוס % ההצבעה אחריו)
7.5%	6.9%	6.1%	-0.2%	24.4%	% ההפחתה בכוח ההצבעה של קבוצת השליטה (% בהצבעה לפני מינוס % ההצבעה אחריו)
0.300	0.185	0.290	0.022	1.00	פיצוי במונחים של מספר המניות הנוספות שהוקצו לכל מניה עדיפה
4.24%	2.73%	4.70%	0.001%	17.1%	% הפיצוי (מערך ההון העצמי)
0.17	0.10	0.21	0.003	0.86	מחיר 1% של זכויות ההצבעה

בפאנל ב' אנו מציגים את התוצאות לגבי 35 איחודי הון שבהן ניתן לבעלי המניות העדיפות 4.24% מערך החברה תמורת הפסד של 23.5% מזכויות ההצבעה. הממוצע של PVR הוא 0.18 (PVR=4.24%/23.5%) והחציון הוא 0.10.

העדויות האמפיריות בלוח 3 מעידות שבממוצע, המחיר של 1% מזכויות ההצבעה נע בין 0.1% לבין 0.2% מערך החברה. בהקשר לכך, חשוב לציין שרק בשתי חברות, מתוך 67 החברות שהיו במדגם, הפסידה קבוצת השליטה את הרוב המוחלט שהיה לפני האיחוד. מספר החברות עם קבוצת שליטה שבידה פחות מ-50% מזכויות ההצבעה גדל מ-5 (לפני איחוד ההון) ל-7 חברות, לאחר איחוד ההון.

4.2 באיזו מידה קבוצת השליטה דומיננטית בקביעת הערך של זכויות ההצבעה?

הטענה העיקרית שנבחנת בעבודה זו היא שלקבוצת השליטה חלק דומיננטי בקביעת הערך של זכויות ההצבעה. כדי לבחון את הטענה הזו, לוח 4 מציג נתונים ביחס לקשר בין גובה הפיצוי לבין שיעור האחזקות של קבוצת השליטה בהון המניות. ההשערה הראשונה (בסעיף 2.4) היא, שכאשר חלקם של בעלי השליטה במניות העדיפות (α_1) הוא נמוך, שווה או גדול במעט לחלקם במניות הנחותות (α_2), קבוצת השליטה תעדיף איחוד הון ללא פיצוי. זה נובע מכך, שאפילו ללא פיצוי, חלקה של קבוצת השליטה בזכויות ההצבעה גדל או שהוא אינו משתנה באופן מהותי.

הנתונים בפאנל א' תומכים בהשערה זו. ניתן לראות שכאשר $\alpha_1 - \alpha_2$ הוא שלילי או קטן יחסית (פחות מ-2%), לעתים נדירות החברות מפצות את בעלי המניות העדיפות בגין השוואת זכויות ההצבעה (רק ב-12.5% מהמקרים). כאשר $\alpha_1 - \alpha_2$ גדל, הפיצוי לבעלי מניות הופך להיות נורמה. 26 חברות (76.5%), מתוך 34 חברות עם $\alpha_1 - \alpha_2$ גבוה, מעל לחציון, פיצו את בעלי המניות העדיפות. ההבדל בין שיעור החברות שפיצו את בעלי המניות העדיפות שלהן לבין שיעור החברות שבעלי המניות העדיפות בהן לא קיבלו פיצוי בגין ההפסד הזכויות ההצבעה שלהם, בא לידי ביטוי בחלוקה לרבעונים (quartiles) לפי $\alpha_1 - \alpha_2$. ההבדל הזה נמצא מובהק (רמת מובהקות של 0.001) כאשר משתמשים במבחן χ^2 . הטור האחרון בפאנל א' מציג נתונים נוספים לבחינת ההשערה. בטור זה מוצגים הממוצעים של ערך זכויות ההצבעה (PVR) לפי אותה חלוקה לרבעונים של $\alpha_1 - \alpha_2$. ניתן לראות שכאשר $\alpha_1 - \alpha_2$ גדול מן החציון שלהן, המחיר של 1% בזכויות ההצבעה הוא, בממוצע, יותר מפי 2- מזה כאשר $\alpha_1 - \alpha_2$ קטן מן החציון שלהן. ההבדלים בין ה-PVRs הם מובהקים (ברמת מובהקות של 0.001, כאשר משתמשים במבחן לא פרמטרי של Kruskal-Wallis). אנו משתמשים במבחן לא פרמטרי משום שההתפלגות של שיעורי הפיצוי אינה נורמלית (כמעט בחצי מאיחודי הון שיעור הפיצוי היה 0%). לסיכום פאנל א', חישבנו את מקדם המתאם ספירמן של $\alpha_1 - \alpha_2$ עם המחיר ל-1% מזכויות ההצבעה. מצאנו שמקדם המתאם היה

0.52 ברמת מובהקות של פחות מ-0.001. הממצאים הללו מעידים שהפיצוי לבעלי המניות העדיפות תלוי בעיקר באינטרסים של קבוצת השליטה בחברה.

ההשערה לגבי הדומיננטיות של קבוצת השליטה מקבלת תמיכה אמפירית נוספת כאשר בוחנים את הקשר בין הפיצוי לבעלי המניות לבין שיעור ההפסד בכוח ההצבעה (Δv_c) של קבוצת השליטה. הנתונים מוצגים בפאנל ב'. כאשר Δv_c היה נמוך יחסית (מתחת לחציון), ב-30% מהחברות איחוד ההון היה עם פיצוי, בהשוואה ל-74% מהחברות שאיחוד ההון בהן היה עם פיצוי כאשר Δv_c היה גבוה יחסית (מעל לחציון). הנתונים הללו מעידים שבחברות בהן ההפסד בכוח ההצבעה של בעלי השליטה היה נמוך, הנטייה היתה לוותר על הפיצוי לבעלי המניות העדיפות. פיצוי לבעלי המניות העדיפות היה, בדרך כלל, במקרים בהם בעלי השליטה, שהחזיקו ברוב המניות העדיפות, הפסידו שיעור גדול מכוח ההצבעה שלהם כתוצאה מהאיחוד. במקרים אלה, הערך של 1% מזכויות ההצבעה, כפי שניתן לראות בפאנל ב', עולה מונוטונית עם Δv_c , ומקדם המתאם בין הערך של 1% מזכויות ההצבעה לבין Δv_c הוא 0.55 (ברמת מובהקות של פחות מ-0.001).

לוח 4:

מבחנים לבדיקת הדומיננטיות של קבוצת השליטה בקביעת הפיצוי

פאנל א': הקשר בין שיעור הפיצוי לבין שיעורי האחזקה בהצבעה ובהון בידי קבוצת השליטה.

בפאנל זה מוצגים הנתונים לפי רבעונים (quartiles) של $\alpha_1 - \alpha_2$, כאשר $\alpha_1 - \alpha_2$ הוא חלקם של בעלי השליטה במניות העדיפות מינוס חלקם במניות הנחותות. מחיר זכויות ההצבעה מחושב על ידי שיעור הפיצוי מחולק בשיעור ההפסד מכוח ההצבעה.

ממוצע מחיר זכויות ההצבעה	% החברות עם פיצוי	מס' איחודי ההון ללא פיצוי	מס' איחודי ההון עם פיצוי	
0.026	12.5%	14	2	$\alpha_1 - \alpha_2 \leq 0.02$
0.073	41.2%	10	7	$0.02 < \alpha_1 - \alpha_2 \leq 0.2$
0.135	82.4%	3	14	$0.2 < \alpha_1 - \alpha_2 \leq 0.38$
0.123	70.6%	5	12	$0.38 < \alpha_1 - \alpha_2$
	19.4 (0.001)			מבחן χ^2 לבחינת ההשערה ש- % החברות עם פיצוי שווה בכל הקטיגוריות
16.7 (0.001)				מבחן Kruskal-Wallis לבחינת ההשערה שמחיר זכויות ההצבעה בקטיגוריות השונות שווה
	0.52 (0.001)			מקדם המתאם בין $\alpha_1 - \alpha_2$ לבין מחיר זכויות ההצבעה =

פאנל ב': הקשר בין שיעור הפיצוי לבין שיעור ההפסד מכוח ההצבעה של קבוצת השליטה.

בפאנל זה מוצגים הנתונים לפי רבעונים (quartiles) של Δv_c , כאשר Δv_c מייצג את חלקם של בעלי השליטה בהצבעה לפני האיחוד מינוס חלקם בהצבעה לאחר האיחוד. מחיר זכויות ההצבעה מחושב על ידי שיעור הפיצוי מחולק בשיעור ההפסד מכוח ההצבעה.

ממוצע מחיר זכויות ההצבעה	% החברות עם פיצוי	מס' איחודי ההון ללא פיצוי	מס' איחודי ההון עם פיצוי	
0.029	31.3%	11	5	$\Delta v_c \leq 0.1\%$
0.055	29.4%	12	5	$0.02 < \Delta v_c \leq 0.2$
0.103	70.6%	5	12	$0.2 < \Delta v_c \leq 0.38$
0.169	76.5%	4	13	$8.8\% < \Delta v_c$
	12.7 (0.005)	מבחן χ^2 לבחינת ההשערה ש- % החברות עם פיצוי שווה בכל הקטיגוריות (p-value)		
17.1 (0.001)		מבחן Kruskal-Wallis לבחינת ההשערה שמחיר זכויות ההצבעה בקטיגוריות השונות שווה (p-value)		
	0.55 (0.001)	מקדם המתאם בין Δv_c לבין מחיר זכויות ההצבעה = (p-value)		

פאנל ג': הקשר בין שיעור הפיצוי לבין שיעור ההפסד מכוח ההצבעה של בעלי המניות העדיפות.

בפאנל זה מוצגים הנתונים לפי רבעונים (quartiles) של Δv_1 , כאשר Δv_1 מייצג את חלקם של המניות העדיפות בהצבעה לפני האיחוד מינוס חלקם בהצבעה לאחר האיחוד. מחיר זכויות ההצבעה מחושב על ידי שיעור הפיצוי מחולק בשיעור ההפסד מכוח ההצבעה.

ממוצע מחיר זכויות ההצבעה	% החברות עם פיצוי	מס' איחודי ההון ללא פיצוי	מס' איחודי ההון עם פיצוי	
0.035	56.3%	7	9	$\Delta v_1 \leq 0.1\%$
0.245	82.4%	3	14	$0.02 < \Delta v_1 \leq 0.2$
0.057	47.1%	9	8	$0.2 < \Delta v_1 \leq 0.38$
0.021	23.5%	13	4	$8.8\% < \Delta v_1$
	12.1 (0.007)	מבחן χ^2 לבחינת ההשערה ש- % החברות עם פיצוי שווה בכל הקטיגוריות (p-value)		
17.1 (0.001)		מבחן Kruskal-Wallis לבחינת ההשערה שמחיר זכויות ההצבעה בקטיגוריות השונות שווה (p-value)		
	-0.26 (0.03)	מקדם המתאם בין Δv_1 לבין מחיר זכויות ההצבעה = (p-value)		

הנתונים בפאנל ג' משלימים את התמונה מנקודת מבטם של בעלי המניות העדיפות. אנו מוצאים ששיעור הפיצוי לבעלי המניות העדיפות הוא ביחס הפוך לשיעור ההפסד בכוח ההצבעה שלהם. כאשר שיעור ההפסד מכוח ההצבעה של בעלי המניות העדיפות, Δv_1 , היה גבוה יחסית, פחות מחצי מהחברות שאיחדו הונן פיצו את בעלי המניות העדיפות שלהם עבור ההפסד בכוח ההצבעה. לעומת זאת, כאשר שיעור ההפסד מכוח ההצבעה היה נמוך, רוב החברות פיצו את בעלי המניות העדיפות. עוד ניתן לראות מן הנתונים המוצגים בפאנל ג', שמקדם המתאם היה שלילי (ברמת מובהקות של 0.03). מכל אלה אנו מסיקים שלבעלי המניות העדיפות, כקבוצה, השפעה שולית על הפיצוי וכי יש בכך תמיכה להשערה שהפיצוי מושפע בעיקר מהאינטרסים של קבוצת בעלי השליטה.

תמיכה נוספת להשערה זו מתקבלת בנתונים המוצגים בלוח 5. על פי ההשערה השנייה בסעיף 2.4, בממוצע, קבוצת השליטה אינה מפסידה או מרוויחה מאיחוד ההון. זה בא לידי ביטוי בכך שהשנוי בחלקם בסך ערך השוק של מניות החברה (Δs) אינו מובהק. כדי לבחון את הנקודה הזו השתמשנו, בין השאר, בנתונים על ערכי המניות לפני איחוד ההון. נתונים אלה קיימים רק לגבי 39 חברות. ב-27 מתוך ה-67 חברות במדגם, המניות הנחותות לא נסחרו בבורסה. במניה אחת היתה הפסקת מסחר ארוכה לפני איחוד ההון. הנתונים כוללים את שערי המניות שנה לפני תאריך האיחוד, כדי להימנע מההשפעה האפשרית שעשויה להיות לאיחוד ההון על שערי המניות.

על פי התוצאות, ההשערה השנייה עקבית עם הנתונים. ניתן לראות בלוח 5, שבממוצע החלק של קבוצת השליטה בערך השוק של מניות החברה לאחר האיחוד היה כמעט זהה לחלקם במניות לפני האיחוד. חלקם בשווי השוק של מניות החברות שאוחדו ירד בממוצע ב-0.52%, ואילו החציון ירד ב-0.03% בלבד. נראה איפוא, לפחות לכאורה, ששיעור הפיצוי לבעלי המניות מקבוצת השליטה היה סביר והם לא הרוויחו על חשבון בעלי המניות האחרים. אחד ההסברים האפשריים לכך הוא, שהמטרה העיקרית של בעלי השליטה היתה לגייס הון נוסף באמצעות הנפקת מניות נוספות לציבור. נקודה זו תידון להלן.

לעומת זאת, נקודת המבט של בעלי המניות העדיפות, כקבוצה, היא שונה. על פי החישובים, קבוצת בעלי המניות העדיפות קיבלו פחות מ"פיצוי הוגן" עבור אובדן זכויות ההצבעה שלהם. על פי הנתונים, ה"פיצוי ההוגן" (*faircomp* בלוח 5) היה צריך להיות בשיעור של 7.54%, אך למעשה הפיצוי שהם קיבלו היה נמוך באופן מובהק, $comp=2.5\%$ בלוח 5. ההפרש בין שיעור ה"פיצוי

ההוגן" לבין שיעור הפיצוי ששולם למעשה, 5.04%, מובהק סטטיסטית וכלכלית. ניתן לראות בשורה הראשונה בפאנל א', שב-80% מהמקרים, בעלי המניות העדיפות קיבלו פחות מ"פיצוי הגון". לכן, השערת האפס, שה"פיצוי ההוגן" מנקודת מבטם של בעלי המניות העדיפות שווה לפיצוי ששולם למעשה נדחית. מבחן הסימן של ווילקוקסון מעיד שהתוצאה הזו מובהקת ברמה של 0.001.

לוח 5:

מבחנים לבדיקת הדומיננטיות של קבוצת השליטה בקביעת שיעור הפיצוי

Δs מייצג את חלקה של קבוצת השליטה בערך השוק של החברה לאחר האיחוד מינוס חלקה של קבוצת השליטה בערך השוק של החברה לפני האיחוד. *Comp* מייצג את שיעור הפיצוי לבעלי המניות העדיפות המחושב כ- % מערך ההון העצמי. *Faircomp* הוא *Comp* שמשווה את חלקם של בעלי המניות העדיפות בחברה לאחר האיחוד לחלקם לפני האיחוד (ראה נספח).

פאנל א': מבחנים המבוססים על ערך המניות שנה לפני האיחוד (N=39)

לארבעים חברות מתוך 67 החברות במדגם היו שתי מניות שנסחרו בבורסה. בלוח זה אנו מציגים את התוצאות לגבי 39 חברות בלבד שכן בחברה אחת היתה הפסקת מסחר ארוכה.

משתנה	ממוצע	חציון	סטיית תקן	מינימום	מקסימום	% חיובי	p-value של % חיובי	p-value במבחן הסימן של ווילקוקסון
Δs	-0.52%	-0.03%	1.6%	-6.7%	1.8%	43.6%	0.52	0.15
<i>Faircomp</i>	7.54%	4.33%	8.45%	-1.9%	33.4%	92.3%	0.001	0.001
<i>Comp</i>	2.50%	0%	4.46%	0%	17.1%	35.9%	0.001	0.001
<i>Faircomp-comp</i>	5.04%	2.27%	7.74%	-4.6%	27.4%	79.5%	0.001	0.001

פאנל ב': מבחנים המבוססים על ערך המניות העדיפות שבוע לפני יום ההודעה על האיחוד (N=30)

בשלושים חברות מתוך 39 החברות שהוצגו בפאנל הקודם, חזרנו על הניתוח בהתבסס על נתוני ערך המניות שבוע לפני ההודעה על איחוד הון. ב-9 המניות האחרות לא מצאנו תאריך הודעה משוער.

משתנה	ממוצע	חציון	סטיית תקן	מינימום	מקסימום	% חיובי	p-value של % חיובי	p-value במבחן הסימן של ווילקוקסון
Δs	0.01%	-0.01%	0.9%	-3.1%	1.7%	46.7%	0.85	0.85
<i>Faircomp</i>	4.90%	3.08%	5.06%	-0.62%	19.6%	96.7%	0.001	0.001
<i>Comp</i>	2.64%	0%	4.80%	0%	17.1%	33.3%	0.002	0.002
<i>Faircomp-comp</i>	2.26%	2.55%	3.76%	-6.2%	9.8%	80%	0.001	0.001

בשלב זה, אספנו נתונים על שערי מניות בימים הסמוכים ליום ההודעה לציבור על איחוד ההון. רק ב-30 מקרים ניתן היה לזהות את יום ההודעה על פי סקירה של העיתונים ודיווחים מידיים של החברה לבורסה ולרשות ניירות ערך בשנה וחצי שקדמו לאיחוד ההון. ב-9 מקרים לא ניתן היה לזהות באופן ברור מתי היתה ההודעה הראשונה על האיחוד, בין השאר, משום שהחברה פרסמה הודעות שונות בגלל חילוקי דעות בדירקטוריון וכדומה. התוצאות המוצגות בפנל ב' של הלוח דומות לתוצאות הקודמות. חלקה של קבוצת השליטה בסך ערך השוק של מניות החברה לא השתנה בעקבות האיחוד. בממוצע, הנתח של קבוצת השליטה גדל ב-0.01%, והחציון ירד ב-0.01%. מנקודת מבט של בעלי המניות העדיפות, הפיצוי ששולם להם למעשה (*comp*) היה נמוך מ"הפיצוי ההוגן" הנדרש (*faircomp*), ב-80% מאיחודי ההון.

לסיכום, הנתונים בלוחות 4 ו-5 מעידים שהערך של זכויות ההצבעה הושפע בעיקר מהאינטרסים של קבוצת השליטה. אנו מוצאים שברוב המקרים, היה פיצוי לבעלי המניות העדיפות רק כאשר קבוצת השליטה איבדה מסך כוח ההצבעה שלה. בממוצע, שיעור הפיצוי היה הוגן מנקודת מבטם. מכל אלה אנו מסיקים, שניתן לראות את התהליך של איחוד ההון כמכירה של זכויות הצבעה בידי קבוצת השליטה לשאר בעלי המניות.

הממצאים שהוצגו לעיל מעוררים שאלה כלכלית מעניינת: מדוע בעלי המניות העדיפות הסכימו לפיצוי שהוא נמוך, לפחות לכאורה, מהפיצוי ההוגן? אחת התשובות האפשריות היא, שלא כל בעלי המניות העדיפות הפסידו. כפי שראינו בעלי המניות מקבוצת השליטה לא הפסידו, שכן שיעור הון המניות שבידיהם, בממוצע לא השתנה. בהינתן שקבוצת השליטה החזיקה בממוצע 87% מכלל המניות העדיפות, אנו יכולים להסיק שבממוצע, לפחות 87% מבעלי המניות העדיפות (אלה שהם חלק מקבוצת השליטה) לא נפגעו. הסבר אחר אפשרי הוא שערך המניות של החברות עלה בממוצע בתגובה לאיחוד ההון.

4.3 ההשפעה של איחוד הון על ערך המניות

בשלב זה, בחנו גם את התנהגות שערי המניות בימים הסמוכים ליום האיחוד באמצעות ניתוח אירוע (*event study*). לצורך זאת, אנו מחשבים את התשואה העודפת על בסיס המודל הנאיבי הבא:

$$R_{it} = R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (22)$$

כאשר R_{it} מייצג את שיעור התשואה על מניה i ביום t , R_{mt} מייצג את שיעור התשואה על מדד המניות הכללי בבורסה בתל אביב ו- ε_{it} מייצג את שיעור התשואה העודפת. על בסיס נתונים אלה אנו אומדים את ממוצע שיעורי התשואה העודפים ואת הממוצע המצטבר של שיעורי התשואה העודפים. AR_t הוא ממוצע שיעורי התשואה העודפים ליום t , CAR_T הוא ממוצע שיעור התשואה העודפים המצטברים, והם מחושבים כדלהלן:

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \varepsilon_{it} \quad (23)$$

$$CAR_T = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left[\prod_{t=1}^T (1 + \varepsilon_{it}) - 1 \right] \quad (24)$$

ה- CAR מחושב בימים הסמוכים ליום האיחוד, החל מ- 250 יום לפני האיחוד ועד ל- 180 יום לאחר האיחוד. הנתונים מבוססים על 30 חברות ששתי מניותיהן נסחרו בבורסה.

התוצאות מוצגות בציור 1. הקו הדק מייצג את שיעורי התשואה העודפים על מניות נחותות ואילו הקו העבה מייצג את שיעורי התשואה העודפים על המניות העדיפות. על פי התוצאות נראה ששנה לפני יום האיחוד, שערי המניות החלו לעלות בתגובה לאיחוד ההון הצפוי. שיעורי התשואה העודפים עלו בכמעט 30% בממוצע והגיעו לשיאם בסמוך ליום האיחוד. מנתונים אלה אנו מסיקים שאיחוד ההון נעשה, בדרך כלל, כאשר שערי המניות היו בשיאן. זה מתיישב גם עם הטענה של מאירס ומגילוף (1984), ספייס ואפל-ק-גרייב (1995) ואחרים, שחברות מגייסות הון בהנפקות חוזרות כאשר להערכתן מחירי המניות גבוהים יחסית.

כדי להבהיר את המשמעות של הממצאים הללו, אמדנו באופן ישיר את ההשפעה על עושרם של בעלי המניות העדיפות. בשלב הראשון, על בסיס מדגם של 39 איחודי הון, אמדנו את שיעור האחזקות של בעלי המניות העדיפות מערך השוק של החברה לפני ואחרי האיחוד. בממוצע, לפני

האיחוד, שיעור האחזקות שלהם בהון העצמי מתוך ערך הפירמה היה 52.6%, והחציון היה 49.7%. לאחר האיחוד, שיעור האחזקות שלהם ירד, בממוצע, ל- 47.6% והחציון ירד ל- 43.7%. דהיינו, בעקבות האיחוד ירד חלקם של בעלי המניות העדיפות בכ-5%.

ציור 1: ממוצע שיעורי התשואה העודפים המצטברים (CAR)

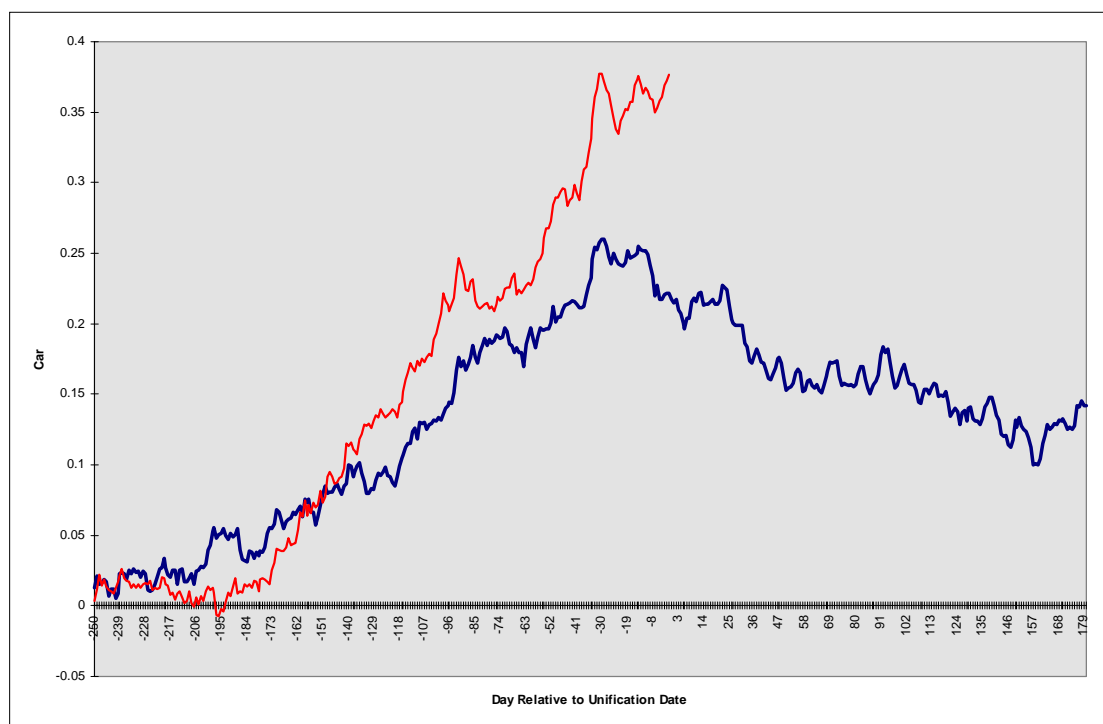
ה-CAR מחושב בימים הסמוכים ליום האיחוד, החל מ- 250 יום לפני האיחוד ועד ל- 180 יום לאחר האיחוד. הנתונים מבוססים על 30 חברות ששתי מניותיהן נסחרו בבורסה. התשואה העודפת מחושבת על פי המודל הנאיבי הבא:

$$R_{it} = R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \varepsilon_{it}$$

$$CAR_T = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left[\prod_{t=1}^T (1 + \varepsilon_{it}) - 1 \right]$$

כאשר R_{it} מייצג את שיעור התשואה על מניה i ביום t , R_{mt} מייצג את שיעור התשואה על מדד המניות הכללי בבורסה בתל אביב ו- ε_{it} מייצג את שיעור התשואה העודפת. AR_t הוא ממוצע שיעורי התשואה העודפים ליום t ו- CAR_T הוא ממוצע שיעור התשואה העודפים המצטברים. הקו הדק מייצג את שיעורי התשואה העודפים על מניות נחותות ואילו הקו העבה מייצג את שיעורי התשואה העודפים על המניות העדיפות.



בשלב זה, ערכנו השוואה בין ערך המניות של בעלי המניות העדיפות לפני האיחוד ולאחר האיחוד. לפני האיחוד, ערך המניות בידי בעלי המניות העדיפות היה $0.526V_{before}$ כאשר V_{before} מציין את ערך השוק של המניות לפני האיחוד, ו-0.526 מייצג את חלקם של בעלי המניות העדיפות באותה עת. לאחר האיחוד, ערך המניות שבידיהם היה $0.476V_{after}$. על סמך נתונים אלה, ניתן לומר שערך המניות לאחר האיחוד היה גדול מערך המניות לאחר האיחוד, אם התקיים אי השוויון הבא:

$$0.476V_{after} > 0.526V_{before}$$

או כאשר:

$$\frac{V_{after}}{V_{before}} - 1 > 10.5\%$$

מאחר ושערי המניות עלו בשיעור של כ-30% מעבר למדד המניות הכללי ניתן להסיק ששווי המניות בידי בעלי המניות העדיפות גדל בעקבות האיחוד בהון, אם כי לא ניתן לומר באיזו מידה העלייה בשערי המניות היתה הודות לאיחוד ההון עצמו.

5. מסקנות

המסקנה העיקרית בעבודה זו היא, שקבוצת השליטה היא זו שמשפיעה יותר מכל על הערך של זכויות ההצבעה ולפיכך, הערך של זכויות ההצבעה צריך להימדד מנקודת מבטה של קבוצת בעלי השליטה בחברה ולא מנקודת מבטם של בעלי המניות העדיפות.

מצאנו שהערך של 1% מזכויות ההצבעה של המניות היה בין 0.1% לבין 0.2% מההון העצמי של החברה, בממוצע. דהיינו, 10% עד 20% מערך הפירמה נובע מזכויות ההצבעה. עוד מצאנו, שהערך של חלקם של בעלי המניות הנחותות בחברה גדל בעקבות איחוד ההון, ולא רק בשל העובדה ששערי המניות עלו בשנה שקדמה לתאריך האיחוד, בשיעור ממוצע של 30% יותר ממדד המניות הכללי. אחד ההסברים לפיצוי הנמוך, לכאורה, לבעלי המניות העדיפות הוא, שקבוצת בעלי השליטה החזיקה שיעור גבוה מהמניות הנחותות שהונפקו לציבור ולא רק מניות עדיפות, כך שקבוצת השליטה, בממוצע, לא הפסידה משמעותית מהפיצוי הנמוך. הסבר שני הוא, בעלי השליטה שאפו לבצע את איחוד ההון בזריזות לצורך גיוס הון בהנפקה חוזרת של מניות לציבור,

ולכן לא התעקשו על פיצוי גבוה. הסבר שלישי אפשרי הוא, דרישות הגילוי הנאות מצידה של הרשות לניירות ערך היו קפדניות וגרמו לבעלי השליטה בחברות להיות צנועים יותר בדרישה לפיצוי בגין הפסד בכוח ההצבעה שלהם.

נספח

פיצוי הוגן מנקודת מבטם של בעלי המניות העדיפות

נשתמש בסימנים הבאים :

P_i - מחיר מניה מסוג i , לפני האיחוד ;

V - סך ערך השוק של שני סוגי המניות ;

N_i - מספר המניות (סך ערך נקוב) של מניה i ;

w_i - חלקן של המניות מסוג i , מתוך סך ערך השוק של שני סוגי המניות ;

e_i - החלק של מניה מסוג i מסך ההון העצמי של החברה ;

$COMP$ - סך המניות מסוג 1 שניתנו כפיצוי לבעלי המניות העודפות.

עתה, נניח שמשקיע מחזיק מניה אחת עדיפה לפני הפיצוי ושערך החברה אינו משתנה לאחר הפיצוי. בהנחות אלה, ערך המניות לפני הפיצוי הוא,

$$P_1(before) = w_1 \frac{V}{N_1} \quad (A1)$$

וערכן לאחר הפיצוי הוא,

$$P_1(after) = \frac{V}{(N_1 + N_2 + COMP)} \quad (A2)$$

מנקודת מבטם של בעלי המניות העדיפות לאחר האיחוד, שווי כל מניה שבידיהם יהיה :
 $(1 + COMP / N_1) P_1(after)$. אם הפיצוי הוא הוגן, ערכן של המניות בידי בעלי המניות העדיפות לא ישתנה בעקבות איחוד ההון ולכן,

$$w_1 \frac{V}{N_1} = (1 + FAIRCOMP / N_1) \frac{V}{(N_1 + N_2 + FARICOMP)} \quad (A3)$$

כאשר $FAIRCOMP$ מחליף את $COMP$. על ידי ארגון מחדש של משוואה (A3), נקבל:

$$w_1 = \frac{N_1 + FAIRCOMP}{(N_1 + N_2 + FARICOMP)} = e_1(after) = e_1(before) + faircomp \quad (A4)$$

כאשר $faircomp$ מייצג את שיעור ה"פיצוי ההוגן" לבעלי המניות העדיפות. מכאן אנו מקבלים,

$$faircomp = w_1 - e_1(before) \quad (A5)$$

רשימת מקורות

Bergstrom, C., Rydqvist, K., 1990. Ownership of equity in dual-class firms. **Journal of Banking and Finance** 14, 237-253.

Bergstrom, C., Rydqvist, K., 1992. Differentiated bids for voting and restricted voting shares in public tender offers. **Journal of Banking and Finance** 16, 97-114.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., 1985. Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock, **Journal of Financial Economics** 14, 33-69.

Grossman, S., Hart, O., 1988. One share/one vote and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics** 20, 175-202.

Harris, M., Raviv, A., 1988. Corporate governance: voting rights and majority rules. **Journal of Financial Economics** 20, 203-235.

Horner, M., 1988. The value of the corporate voting right: evidence from Switzerland. **Journal of Banking and Finance** 12, 69-83.

Jarrell, G., Poulsen, A., 1988. Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: the recent evidence. **Journal of Financial Economics** 20, 129-152.

Jensen, M., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. **Journal of Financial Economics** 3, 305-360.

Jog, V., Riding, A., 1986. Price effects of dual class shares. **Financial Analysts Journal** 42, 58-67.

Lease, R., McConnell, J., Mikkelsen, W., 1983. The market value of control in publicly traded corporations. **Journal of Financial Economics** 11, 439-471.

Levy, H., 1983. Economic evaluation of voting power of common stock, **Journal of Finance** 38, 79-93.

Meggison, W., 1990. Restricted voting stock, acquisitions premiums, and the market value of corporate control. **Financial Review** 25, 175-198.

Myers, S., and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", **Journal of Financial Economics**, 1984, 13, 187-221.

Partch, M., 1987. The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth. **Journal of Financial Economics** 18, 313-339.

Rydqvist, K., 1996. Takeover bids and the relative prices of shares that differ in their voting rights. **Journal of Banking and Finance** 20, 1407-1425.

Smith, B., Amoko-Adu, B., 1995. Relative prices of dual class shares. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 30, 223-239.

Spiess, D., and J. Affleck-Grave, "Underperformance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings", **Journal of Financial Economics**, 1995, 38, 243-267.

Zingales, L., 1994. The value of the voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience. **Review of Financial Studies** 7, 125-148.

לקט פרסומים

1. "זכויות הצבעה שוות במניות", מצע לדיון, מאי 1989.
2. דו"ח הועדה ל"עידוד גיוס הון סיכון בשוק ניירות ערך בישראל", דצמבר 1989.
3. "מדיניות הדיווידנדים של חברות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה הישראלית". ספטמבר 1990.
4. "הנפקת תעודות התחייבות על ידי רשויות מקומיות בישראל", מצע לדיון, יוני 1991.
5. דו"ח הועדה ל"דיווח לא כספי של תאגידים שניירות ערך שלהם הוצעו לציבור", ספטמבר 1991.
6. "הקשר בין ריכוז שליטה בידי בעלי ענין לבין התמורה לבעלי המניות בחברות ציבוריות בישראל", דצמבר 1991.
7. "שימוש בזכויות הצבעה של מניות על ידי משקיעים מוסדיים", מצע לדיון, ינואר 1992.
8. "תשואה וסיכון בהנפקות חדשות של יחידות הכוללות מניות וכתבי אופציה בבורסה הישראלית", אפריל 1992.
9. "הקשר בין רווחיות ומבנה השליטה בחברות תעשייתיות שמניותיהן נסחרות בבורסה לבין מדיניות השכר למנהלים בכירים", ספטמבר 1992.
10. "הקשר בין זיקת החתם לחברה המנפיקה לבין מבנה ההנפקה ותוצאותיה", מאי 1993.
11. "תגובת בעלי המניות לעיתוי פירסומם של הדוחות הכספיים ולתוצאות העיסוקיות של החברות שניירות הערך שלהן רשומות למסחר בבורסה", מצע לדיון, ספטמבר 1993.
12. "הערכת כתבי אופציה (Warrants) הנסחרים בבורסה בתל-אביב", דצמבר 1993.
13. "מה מסביר את העליה בשיעור של 750% בשערי המניות בשנים 1988 - 1993?", ינואר 1994.
14. "מניות הארביטרג': הקשר בין התנהגות שערי המניות בישראל לבין התנהגות שערי אותן מניות הרשומות למסחר גם בארה"ב", ספטמבר 1994.
15. "האם יש קשר בין שיעורי התשואה על המניות לבין הפעילות הכלכלית במשק?", ינואר 1995.
16. "האם המסחר באופציות מעו"ף השפיע על נפח המסחר ועל התנודתיות בשערי המניות?", מרס 1995.
17. "בחינת התיקונים החשבונאיים בדוחות הכספיים של חברות המגייסות לראשונה ניירות ערך בישראל", מאי 1995.
18. "מה בין מדיניות השכר למנהלים בכירים ומבנה השליטה בחברות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל-אביב לבין התוצאות העיסוקיות שלהן?", מרס 1996.
19. "הקשר בין נפח מסחר. תנודתיות שערי המניות ושיטת המסחר". נובמבר 1996.

20. "בחינת ההשפעה של שיטת החיתום בישראל על תוצאות ההנפקה", אוקטובר 1997.
21. "הקשר בין איכות פיקוח, זכויות הצבעה במניות ומבנה שליטה בחברה", דצמבר 1997.
22. "בחינת הגורמים המשפיעים על ההבדל בין השכר למנהלים בכירים לבין שאר העובדים בחברות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה בתל אביב", יוני 1998.
23. "בחינת יעילות המסחר בשיטת הרצף בבורסה בתל אביב", יוני 1998.
24. "פעילות בעלי עניין סביב הנפקות חוזרות", דצמבר 1998.