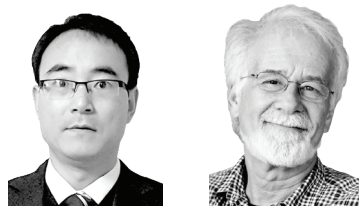




תפילת אשכבה למניות הטבה



פנג זנג

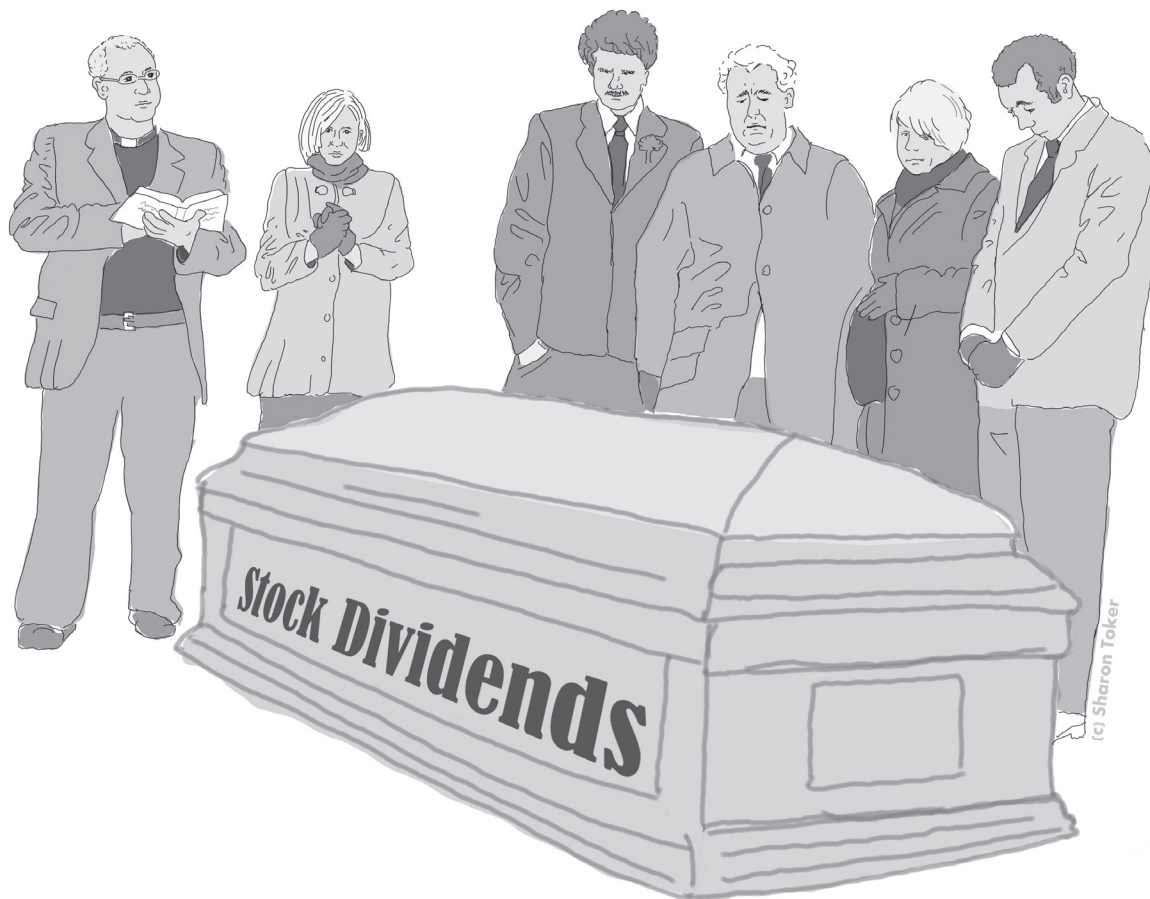
אבנר קלעי

פרופ' אבנר קלעי הוא Francis A. Madsen Professor of Finance באוניברסיטת יוטה, ופרופסור אמריטוס באוניברסיטת תל אביב. הוא שימש כראש תחום מימון/חשבונאות, וכראש תוכנית ניהול/כלכלה בפקולטה לניהול של אוניברסיטת תל אביב. פרופ' קלעי פרסם מאמרים רבים בכתבי עת מהטובים בעולם. הוא ייסד וארגן (יחד עם גים שוליהיים) את Utah Winter Finance Conference, ועידה שנתית (מאז 1991) שדורגה במקום הראשון בעולם על פי איכות המאמרים המוצגים בה. פרופ' קלעי השתתף בשש מועצות מנהלים וכיהן כיו"ר ועדת ההשקעה של פסנות ושל אופק. הוא שימש כיועץ לרשות ניירות הערך האמריקאית ולחברות רבות בארץ ובעולם. שימש כעד מומחה במקרים רבים בארץ ובארה"ב.

פרופ' פנג זנג מכהן כפרופסור חבר באוניברסיטה של יוטה ותחומי התמחותו כוללים כלכלת אינפורמציה, מיוזגים ואיחודים, מימון התנהגותי, ומדיניות דיבידנד של חברות. הוא סיים את לימודי הדוקטורט בכלכלה פיננסית באוניברסיטת British Columbia. עבודותיו התפרסמו בכתבי עת יוקרתיים כגון: Journal of Financial Economics, Review of Financial Studies, and Management Science. עבודותיו זכו להד רב בתקשורת העולמית.

תקציר

חלוקת מניות הטבה מזיקה לבעלי מניות בחברה ממונפת. משנת 1953 חברות חייבות להקטין את הרווח הצבור בערך השוק של מניות ההטבה שחולקו. הקטנת הרווח הצבור פוגעת ביכולת החברה לשלם דיבידנדים במזומן ובכך משרתת את מחזיקי איגרות החוב על חשבון בעלי המניות. זאת ועוד, מדדנו ירידה מובהקת ב-ROA ו-ROE בעקבות חלוקת מניות הטבה. למרות זאת מדדנו תשואות עודפות במועדי הכרזת חלוקת מניות הטבה במהלך השנים 1954-2017. התשואות העודפות נעלמו משנת 2008 ואילך. במקביל מצאנו ירידה דרמטית ומתמשכת בשכיחות חלוקת מניות הטבה. כיום חמש חברות בלבד מחלקות מניות הטבה. העדות האמפירית מלמדת כי עלייה ברמת התחכום של המשקיעים השפיעה על החלטת הפירמות להימנע מחלוקת מניות הטבה.



קוסמטי. נהפוך הוא, חלוקת מניות הטבה מזיקה לבעלי מניות בחברה ממונפת.

כדי להבין את מקור הנזק הכרוך בחלוקת מניות הטבה נתחיל מבראשית. את מניות ההטבה הראשונות חילקה חברת הודו המזרחית בשנת 1682. לאורך תקופה ארוכה בתי המשפט באנגליה ובארה"ב עסקו בהגדרת אירוע חלוקת מניות הטבה, וניסו להחליט אם החלוקה זהה לתשלום דיבידנד במזומן ולכן חייבת במס. באנגליה הנושא הוכרע בסוף המאה ה-19 ובארה"ב בתחילת המאה העשרים. פסקי הדין קבעו בצורה חד-משמעית כי חלוקת מניות הטבה שונה מתשלום דיבידנד במזומן ואיננה חייבת במס.

במהלך המאה ה-19 היו בארה"ב כאלה שראו בחלוקת מניות הטבה סוג של מרמה וכינו זאת בשם stock

הנושא של חלוקת מניות הטבה משך את תשומת ליבם של חוקרים רבים. בשוק הון משוכלל ניתן לטעון כי חלוקת מניות הטבה הוא אירוע קוסמטי בלבד. החלוקה אינה כרוכה בתשלומי מזומנים ולכן כשלעצמה אינה משנה את מדיניות ההשקעות של החברה. ולמרות זאת, מחקרים אמפיריים הראו כי חלוקת מניות הטבה מתקבלת בברכה.² הממצאים האמפיריים מפתיעים מאחר, כפי שהראו לראשונה Kalay and Zhang (2019) במאמרם, חלוקת מניות הטבה איננה אירוע

2 Grinblat, Masulis and Titman (1984) מצאו, במדגם של 382 הודעות, עודף תשואה מצטבר בחמישה ימים סביב ההודעה על חלוקת מניות הטבה של 4.9%, McNichols and Dravid (1990) אמדו, במדגם של 1,308 הודעות, עודף תשואה מצטבר בשלושה ימים סביב ההודעה של 2.6%, ולבסוף Bessembinder and Zhang (2015) מדדו, במדגם של 11,626 הודעות, עודף תשואה מצטבר בחמישה ימים סביב ההודעה של 2.37%.

watering. חלק מהמדיניות אף אסרו על חלוקת מניות הטבה. בתחילת המאה העשרים הותרה חלוקת מניות הטבה אך החשש מהנוהג לא פג.

בשנת 1929 הקימה NYSE ועדה שדנה בחלוקת מניות הטבה. דוח הוועדה ציין כי סביר להניח שחלוקה חוזרת ונשנית של מניות הטבה תטעה את בעלי המניות. הסנטימנט השלילי העולה ממסקנות הוועדה הוביל בשנת 1941 ל- "Corporate Accounting for Ordinary Stock Dividends, ARB No. 11". המלצות הוועדה, שמשנת 1953 הפכו לחוק השריר וקיים עד היום, היו כי חברות חייבות להקטין את הרווח הצבור בשיעור השווה לערך השוק של מניות ההטבה שחולקו.

החוק משנה את כללי המשחק. הוא הופך את חלוקת מניות ההטבה לאירוע הנוגד את האינטרס של בעלי מניות בחברה ממונפת (ראו Jensen and Meckling and Myers (1977) and Kalay (1982)). חלוקת מניות הטבה תקטין את הרווח הצבור ובכך תקטין את סכום הדיבידנד הניתן לחלוקה במזומן. כל זאת כאשר בעלי מניות לא משכו מזומן מהחברה. הידוק המגבלה על יכולת החברה לשלם דיבידנד במזומן בעתיד, מבלי למשוך מזומן בפועל, מיטיב עם מחזיקי איגרות החוב על חשבונם של בעלי המניות. תקוותם המוצהרת של החברים בוועדה שהקימה NYSE הייתה כי העלות הכרוכה בחלוקת מניות הטבה לבעלי המניות תביא להפסקת הנוהג הנפסד (לשיטתם). העדות האמפירית המוצגת במאמרם של קלעי וזנג מלמדת כי נדרשו 60 שנים להשגת המטרה.

מתעוררת שאלה ברורה: בהינתן העלות הכרוכה בחלוקת מניות הטבה, מדוע נמדדת תגובת שוק חיובית להודעות על חלוקתן? קלעי וזנג (2019) בוחנים הסבר אפשרי. ייתכן כי חברות ממונפות משתמשות בחלוקת מניות הטבה כמכשיר המאותת על רווחיות גבוהה בעתיד. חלוקת מניות הטבה אינה מלווה בתשלומים במזומן ואינה משנה את מדיניות ההשקעות של החברה. יותר מזה, חלוקה גדולה יותר מקטינה עוד יותר את יכולת החברה לשלם דיבידנד במזומן בעתיד. תנאים אלה מאפשרים את קיומו של שיווי משקל שבו מניות הטבה

משמשות כאיתות המלמד על רווחיות גבוהה יותר בעתיד. המנהלים מאותתים לשוק כי הם יכולים לפגוע ביכולתם לשלם דיבידנד במזומן בהינתן תחזיות השוק על רווחיותם העתידית. כל זאת מאחר שעל פי האינפורמציה שבידיהם הרווחיות בעתיד תהיה גבוהה יותר ותפצה על הירידה בסכום הניתן לחלוקה היום.³

העדות האמפירית המוצגת במאמרם של קלעי וזנג אינה מתיישבת עם היפותזת השימוש במניות הטבה כמכשיר איתות. נהפוך הוא. הם חישוב את התשואה על ההון (ROA) והתשואה על ערך השוק של המניות (ROE) במהלך 25- רבעונים סביב הודעה על חלוקת מניות הטבה. קלעי וזנג נרמלו את ROA (ו-ROE) בכל רבעון על ידי החסרת ROA (ROE) ברבעון ההודעה וחלוקה בסטיית התקן של ה-ROA (ROE). תרשים מס' 1 במאמר של קלעי וזנג מציג את ממוצע ה-ROA המנורמל בכל אחד מהרבעונים, החל מרבעון 12- ועד רבעון 12. בניגוד לניבויי היפותזת האיתות, קלעי וזנג מדדו ירידה מובהקת ברווחיות החברות המחלקות מניות הטבה ב-12 הרבעונים שלאחר החלוקה.

החידה, מתברר, רחוקה מפתרון. חלוקת מניות הטבה אינה תואמת את האינטרס של בעלי המניות בחברות ממונפות והאינפורמציה הגלומה בחלוקתן שלילית. מכאן תמוהה עוד יותר היא תגובתם החיובית של בעלי המניות לחלוקת מניות הטבה. העדות האמפירית המוצגת במאמרם של קלעי וזנג מלמדת כי על פני זמן, המשתתפים בשוק לומדים. קלעי וזנג

3 Brennan and Copeland (1988) פיתחו שיווי משקל שבו split משמש כמכשיר איתות של אינפורמציה חיובית על ערכה של החברה. לטענתם, ככל שמחיר המניה נמוך יותר, כך עלויות המסחר שלה גבוהות יותר. מאחר שספליט מוריד משמעותית את מחיר המניה הוא ינרם לעלייה בעלויות העסקה. מכאן, במודל של Brennan and Copeland (1988) ספליט גורם לבעלי המניות להוצאות נוספות ואינו תורם כל תועלת. חברות מכריות ספליט ללמד את השוק כי הן יכולות להרשות לעצמן להטיל עלות נוספת על בעלי מניותיהן מאחר שהן שוות הרבה יותר מאשר הערכת השוק אותן. בשיווי משקל השוק לומד וערכן של החברות הללו עולה. התיאוריה אינה ישימה למניות הטבה שבהגדרה הן ספליט הקטן מ-25%, כלומר ספליט שבו תוספת המניות קטנה או שווה ל-25%.

בחנו את התנהגות עודף התשואה המצטבר סביב הודעות על חלוקת מניות הטבה במהלך השנים 1954-2017. הם מדדו עודף תשואה מצטבר ממוצע חיובי מובהק בכל התקופה. חשוב יותר, הם מצאו כי משנת 2008 ואילך עודף התשואה המצטבר הפך למזערי כלכלית ובלתי מובהק סטטיסטית. מן הנתונים עולה כי המשתתפים בשוק לומדים, אם כי באיטיות רבה.

קלעי וזנג מצאו אפקט דומה עבור הודעות על סדרה של חלוקות של מניות הטבה שביצעה חברה מסוימת. העדות האמפירית מצביעה על ירידה משמעותית בעודף התשואה המצטבר סביב הודעות שפרסמה החברה על פני זמן. עודף התשואה המצטבר הופך לבלתי מובהק סטטיסטית החל מההודעה השישית על חלוקת מניות הטבה על ידי אותה חברה. העדות מתיישבת עם ההשערה כי בעלי המניות של החברה לומדים על פני זמן כי חלוקת מניות הטבה אינה חדשה טובה.

אם נסכם את אשר למדנו עד כאן: חלוקת מניות הטבה אינה מתיישבת עם האינטרס של בעלי המניות, היא מבשרת על ירידה צפויה ברווחיות ובעלי המניות לומדים זאת, אם כי באיטיות, על פני זמן. קלעי וזנג (2019) חוקרים את תגובתן של החברות לשינוי בתנאי השוק. הם מציגים ממצאים דרמטיים. במהלך תקופת המדגם, 1954-2017, שכיחות חלוקת מניות הטבה ירדה כמעט מונוטונית. בשנת 1956, 17.46% מהחברות הרשומות למסחר ב-NYSE, NASDAQ או AMEX, חילקו מניות הטבה. שכיחות חלוקת מניות הטבה ירדה דרמטית ל-0.16% בלבד בשנת 2017. כמוצג במאמר, בשנים האחרונות חמש חברות בלבד מחלקות מניות הטבה. תרשים מס' 2 הלקוח ממאמרם של קלעי וזנג מציג את הדעיכה בשכיחות חלוקת מניות הטבה עד להיעלמותן.

קלעי וזנג מראים כי הדעיכה בחלוקת מניות הטבה אינה נובעת משינוי באופי החברות הרשומות למסחר במהלך תקופת המדגם. העדות האמפירית מלמדת כי הירידה בשכיחות חלוקת מניות הטבה נבעה משינוי בתמהיל בעלי המניות בשוק ומהעלייה ברמת תחכום. תרשים מס' 2 במאמר של קלעי וזנג מציג את חלקם של

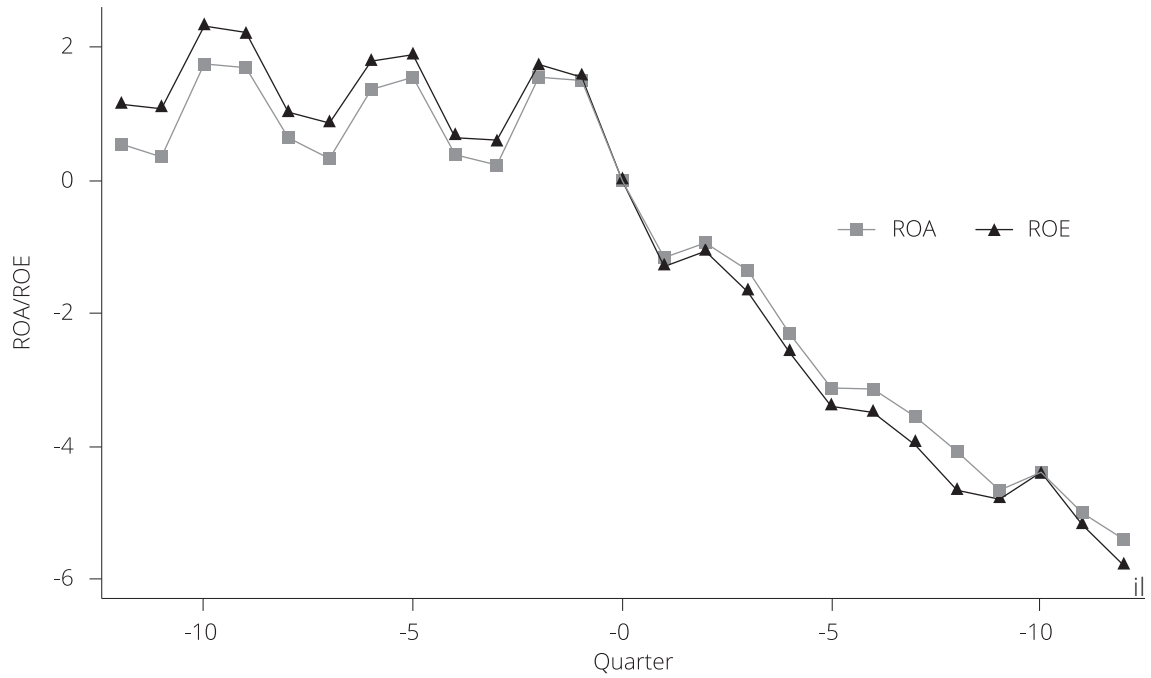
משקיעים מוסדיים בניהול כספים בשוק ההון האמריקאי. מן הנתונים עולה כי בעוד שבשנות החמישים משקיעים מוסדיים ניהלו חלק מזערי של שוק ההון, בשנים האחרונות הם מנהלים קרוב למחצית מערך השוק של כלל המניות.

מתרשים מס' 2 עולה המתאם השלילי בין השכיחות של חלוקת מניות הטבה לעלייה בהשפעתם של המשקיעים המוסדיים. קלי וזנג ערכו Granger causality tests ומצאו כי החזקות של משקיעים מוסדיים בחברה גרמו להקטנת ההסתברות כי תחלק מניות הטבה. בנוסף, הם בחנו את השפעת המשקיעים המוסדיים בסוג של ניסוי. מדובר על שימוש במדדים Russell 1000 ו-Russell 2000. FTSE Russell משייך את אלף החברות עם ערך השוק הגדול ביותר ל-Russell 1000 ואת אלף המניות הבאות ל-Russell 2000. מדובר במדדים שבהם כל מניה מוכלת בערך השוק היחסי שלה. מכאן שלמניה מספר 1,000 במדד Russell 1000 יש משקל יחסי קטן. למניה מספר 1 במדד Russell 2000 יש ערך שוק דומה אך חלק יחסי גדול יותר במדד. מכאן סביר כי החזקות המשקיעים המוסדיים במניה מספר 1 של מדד Russell 2000 תהיה גדולה יותר מהחזקותיהם במניה מספר 1,000 במדד השני. הניסוי משתמש בהשוואת המניות הקטנות ב-Russell 1000 לגדולות ב-Russell 2000. מן הנתונים עולה כי החברות הגדולות ב-Russell 2000 אכן מחלקות פחות מניות הטבה מהקטנות ב-Russell 1000.

קלעי וזנג מסכמים את מאמרם וכותבים כי הנתונים מלמדים על היעלמותה של תופעה. חלוקת מניות הטבה על ידי חלק משמעותי של החברות הרשומות למסחר (מעל 17%) בשנות החמישים כמעט נעלמה לחלוטין בשנים האחרונות. העדות האמפירית מתיישבת עם ההשערה כי נוכחותם הגוברת של משקיעים מוסדיים בשוק ההון היא שגרמה לירידה הדרמטית בשכיחות חלוקת מניות הטבה. בסופו של דבר, מקץ תקופה של כשישים שנה התגשמה תקוותם המקורית של המחקרים שהערימו קשיים על חלוקת מניות הטבה, והתופעה אכן נעלמת.

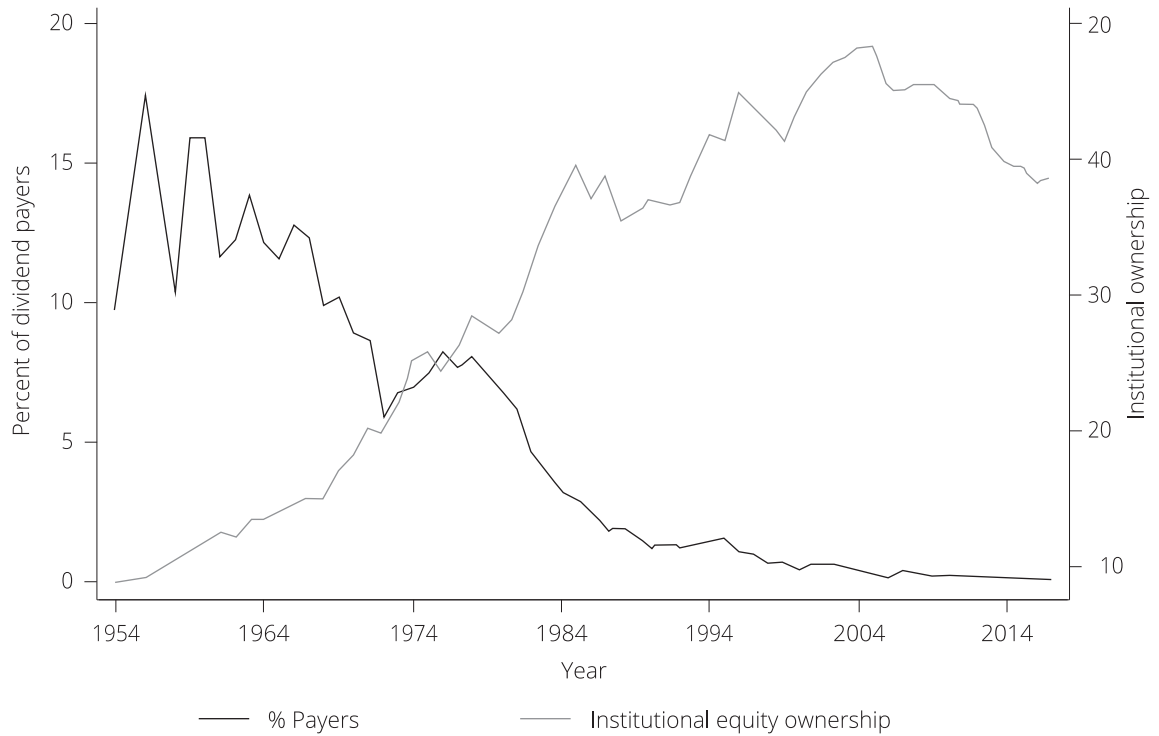
תרשים 1: נלקח ממאמרם של קלי וזנג (2019): "The Vanishing Stock Dividends"

This figure depicts return on asset (ROA) and return on equity (ROE) of stock dividend payers over the 25 quarters around the stock dividend announcement. Quarter zero corresponds to the quarter of stock dividend announcement. To make the measures comparable across firms, we subtract each firm's quarterly ROA (ROE) by its ROA (ROE) in quarter zero, and then divide by the standard deviation of ROA (ROE) over quarters (-12, -1). The normalized ROA and ROE are winsorized at the top and bottom one percent.



תרשים 2: נלקח ממאמרם של קלי וזנג (2019): "The Vanishing Stock Dividends"

This figure presents the percent of stock dividend payers of industrial firms in the CRSP database and the aggregate institutional ownership of U.S. corporate equities as reported in the Flow of Funds table of the Federal Reserve Board of Governors. Institutional ownership is the percent of corporate equities owned by insurance companies, private pension funds, state and local government retirement funds, federal government retirement funds, mutual funds, closed-end funds, and brokers and dealers. The sample period is from 1954-2017.



רשימת מקורות

- Allen, Franklin, and Roni Michaely, 2003. Payout policy. In: Constantinides, M., Harris, M., and Stulz, R. (Ed.), *Handbooks of the Economics of Finance*, Vol. 1 Part A, Chapter 7. Elsevier/North-Holland, Amsterdam, pp. 337–429.
- Angrist, Joshua D., and Jorn-Steffen Pischke, 2009. *Mostly Harmless Econometrics*. Princeton University Press.
- Bessembinder, Hendrik, and Feng Zhang, 2013. Firm characteristics and long-run stock returns after corporate events. *Journal of Financial Economics* 109, 83–102.
- Bessembinder, Hendrik, Mike Cooper, and Feng Zhang, 2019. Characteristic-based benchmark returns and corporate events. *Review of Financial Studies* 32, 75–125.
- Bessembinder, Hendrik, and Feng Zhang, 2015. Predictable corporate distributions and stock returns. *Review of Financial Studies* 28, 1199–1241.
- Brennan, Michael, and Thomas E. Copeland, 1988. Stock splits, stock prices, and transaction costs. *Journal of Financial Economics* 22, 83–101.
- Buellesbach, Richard P., 1952. Trusts - stock dividends - allocation to income or corpus. *Marquette Law Review* 36, 124–128.
- Chatfield, Michael, and Richard G. J. Vangermeersch, 1996. *The history of accounting: An international encyclopedia*. Garland.
- Clendenin, John, 1958. What do stockholders like?. *California Management Review* 47, 47–55.
- Cobleigh, Ira U., 1951. Stocks with split personalities. *Commercial and Financial Chronicle* 174, 327–327.
- Coles, Jeffrey L., David Heath, and Matthew C. Ringgenberg, 2017. On index investing. University of Utah working paper.
- Crane, Alan D., Sebastien Michenaud, and James P. Weston, 2016. The effect of institutional ownership on payout policy: Evidence from index thresholds. *Review of Financial Studies* 29, 1377–1408.
- Engle, Robert F., and C. W. J. Granger, 1987. Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica* 55, 251–276.
- Feng, Lei, and Mark S. Seasholes, 2005. Do investor sophistication and trading experience eliminate behavioral biases in financial markets?. *Review of Finance* 9, 305–351.
- Grinblatt, Mark, Matti Keloharju, and Juhani Linnainmaa, 2011. IQ and stock market participation. *Journal of Finance* 66, 2121–2164.
- Grinblatt, Mark, Ronald Masulis, and Sheridan Titman, 1984. The valuation effects of stock splits and stock dividends. *Journal of Financial Economics* 4, 461–490.
- Haziza, Mor, and Avner Kalay, 2014. Broker rebates and investor sophistication. Working paper, Tel Aviv University.
- Avner Kalay, and Feng Zhang, 2019. Vanishing of Stock Dividends. Working paper, University of Utah.

Lakonishok, Josef, and Baruch Lev, 1987. Stock splits and stock dividends: why, who, and when. *Journal of Finance* 42, 913–932.

McNichols, Maureen, and Ajay Dravid, 1990. Stock dividends, stock splits, and signaling. *Journal of Finance* 45, 857–879.

Ripley, William Z., 1911. Stock watering. *Academy of Political Science* 26, 98–121.

Tucker, James J. III, 1996. Stock dividends. In: Chatfield, Michael, and Richard G.J. Vangermeersch (Ed.), *The History of Accounting: An International Encyclopedia*. New York: Garland.