

מאפייני החברות שמחקו את מניותיהן ממסחר בבורסה בתל אביב

1. רקע

ב-20 השנים האחרונות ניכרת תופעה עולמית: חברות ציבוריות בוחרות להימחק מהמסחר בבורסה¹. Martinez and Serve (2010) מדווחים כי באירופה, בין שנת 1995 ל-2005, נמחקו מהמסחר 25% מהחברות הציבוריות, ו-(Grullon, Larkin and (2015) Michaely מדווחים כי בין 1997 ל-2014 הצטמצם מספר החברות הציבוריות בארה"ב בכ-50%. תופעה זו נפוצה בשנים האחרונות גם בישראל וכתוצאה מכך, הצטמצם מספר החברות הציבוריות מתחילת 2011 עד אפריל 2016 בכ-37%, ומספרן של חברות המניות – בכ-33%. המחיקה בוצעה בדרכים שונות: הצעת רכש, מיזוג עם חברה אחרת, מחיקה מהמסחר בבורסה המקומית והמשך המסחר בבורסה זרה, ומחיקה כפויה על רקע אי עמידה בכללי הבורסה.

לרישום של חברה למסחר בבורסה יתרונות רבים – בהם גיוון מקורות המימון שלה; אפשרות לפיזור הסיכון בתיק ההשקעות של בעלי המניות המקוריים בחברה; הפיכתן של מניות החברה לנזילות; הגברת כושר המיקוח של החברה מול הבנקים; והחלת משמעת שוק, המקרבת את האינטרסים של המנהלים לאלו של בעלי המניות. יתרונות אלו עלולים להצטמצם ואף להתבטל אם הסוכן – מנהל בחברה עם שליטה מבוזרת ובעל שליטה בחברה עם שליטה ריכוזית – ינהל את החברה הציבורית באופן המוטה לטובתו

כתב: עודד כהן.

1 בספרות מוצעות סיבות אפשריות שונות לצמצום מספר החברות הציבוריות. (Doidge, Karolyi and Stultz (2015) סקרו הסברים שונים: קיומה של תופעה כללית יותר שבמסגרתה מספר החברות – פרטיות וציבוריות – מצטמצם; ירידה חדה של מספר החברות הציבוריות הקטנות לעומת עלייה מתונה יותר של מספר החברות הגדולות; מהלכים רגולטוריים שנכנסו לתוקף בתחילת שנות ה-2000, אשר קבעו כללי ממשל תאגידי מחמירים יותר ועוד. החוקרים הגיעו למסקנה שחלק מההצעות שהם העלו לא מסבירות את התופעה, וחלקן מסבירות אותה באופן חלקי בלבד. Grullon et al (2015) מצאו כי התופעה של מחיקת חברות ציבוריות בארה"ב עולה בקנה אחד עם הגברת הריכוזיות וצמצום התחרות בענפים השונים, שמובילים לגידול ברווחיות של החברות הקיימות.

האישית, על חשבון בעלי המניות והמלווים לחברה – "בעיית הסוכן" (Jensen and Meckling (1976)).

להלן נבחן את מאפייניהן של חברות מניות שבחרו להימחק ממסחר בבורסה בתל אביב ולהפוך לפרטיות בשנים 2011 עד 2016, ונבדוק אם הם משקפים ירידה בתועלת שלהן ממעמדן כחברות ציבוריות או גידול בעלות הכרוכה במסחר בבורסה. בפרט, נבחן את ההשערה שלפיה הנטייה של חברה להפוך לפרטית גוברת ככל שבעיית הסוכן בה חמורה יותר. (ראו למשל את Leuz Triantis and Wang (2008), Weir (2006) and Wright).

כדי לאמוד את עוצמתה של בעיית הסוכן בחברה אנו עושים שימוש בעובדה שהחוק מותיר בידי החברות מרחב תמרון, שבמסגרתו הן יכולות להחליט על כללי ממשל תאגידי שיאמצו ועל איכותם של מנגנוני הממשל התאגידי שהחוק מחייב אותן לקיים (להלן "הממשל התאגידי"). בהמשך לאמור, בנינו מדד לאיכות הממשל התאגידי של חברות בישראל, שבאמצעותו אנו אומדים את טיב המנגנונים האלה בחברות שנמחקו ובקבוצת ביקורת של חברות דומות הממשיכות להיסחר בבורסה. המדד כולל 27 רכיבים, המתמקדים בשתי נקודות מרכזיות: (1) מידת אי התלות של מנגנוני הממשל התאגידי שבחברה, בבעל השליטה; (2) מידת המיומנות של מנגנונים אלו. כמו כן נכלל במדד רכיב המשקף את הפער שבין שליטה לזכויות בתזרימי מזומנים המיוחסות לבעל השליטה המקובל בספרות ככזה שמשקף את התמריץ של בעל השליטה לעשוק את בעלי מניות המיעוט. אנו מניחים כי ככל שהציון שחברה מקבלת על הממשל התאגידי שלה על פי המדד נמוך יותר, בעיית הסוכן בה חריפה יותר. בנספח א' מפורטים כל רכיבי המדד ואופן חישובו של הציון על כל אחד מהם ולחברה כולה.

הממצאים מעידים כי אכן ככל שאיכותו של הממשל התאגידי בחברה נמוכה יותר הנטייה שלה למחוק את מניותיה ממסחר גוברת. עוד מצאנו שביחס לקבוצת הביקורת - הכוללת חברות דומות שנותרו רשומות בבורסה, החברות הנמחקות מאופיינות ברמת מינוף נמוכה, באפשרויות צמיחה מצומצמות ובשיעור נמוך של החזקות משקיעים מוסדיים במניותיהן. מאפיינים אלו עשויים להתאים הן לחברות שהנגישות שלהן לגיוס הון בשוק קטנה יותר (צד ההיצע) והן לחברות שהצורך שלהן לגייס הון בשוק כדי להמשיך ולפעול קטן יותר (צד הביקוש). כך או כך, נראה שמדובר בחברות שהתועלת עבורן מהפלטפורמה שיוצר שוק ההון לשם גיוון מקורות המימון שלהן היא קטנה. לא

יש הבדל בין חברות הנמחקות ממסחר בבורסה בתל אביב אך ממשיכות להיות ציבוריות ולהיסחר בבורסה זרה לחברות הנמחקות ממסחר והופכות לפרטיות. כמו כן ניתן לשער כי מאפייני החברות שבחרו להימחק לאחר שהן נגרעו ממסחר ברשימה הראשית של הבורסה, ולכן חל עליהן איום של מחיקה כפויה בעתיד, שונים ממאפייני החברות שבחרו להימחק ללא כל איום כזה.

לאור האמור בחרנו להתמקד בתת-קבוצה של חברות בעלות כל המאפיינים הבאים: (1) חברות מניות; (2) בעלות מאזן של 100 מיליוני ש"ח לפחות; (3) המחיקה בוצעה מרצון; (4) החברות נסחרות ברשימה הראשית של הבורסה; (5) המחיקה בוצעה על ידי בעל השליטה בדרך של הצעת רכש או בדרך של מיזוג עם חברה שבשליטת בעל השליטה; (6) לאחר המחיקה החברות הפכו לפרטיות; (7) המחיקה בוצעה בתקופה שבין תחילת 2011 למאי 2016. מדגם החברות בעלות המאפיינים הללו מכיל 26 חברות. מתוך קבוצה זו ניכינו עוד שתי חברות, שנמחקו סמוך מאוד לאחר שהשליטה עליהן הועברה, כך שקבוצת החברות הנמחקות המשמשת בנייתוח הסטטיסטי מורכבת מ-24 חברות.

לכל חברה נמחקת התאמנו את שתי החברות הקרובות אליה בגודלן, כפי שהוא נמדד על פי סך הנכסים במאזן, שנסחרו בבורסה ופעלו באותו תת-ענף בשנה שקדמה להודעה על המחיקה. במקרים שלא נמצאה התאמה מספקת מאותו תת-ענף התאמנו חברה מאותו ענף. בסיום התהליך התקבל מדגם של 72 חברות, מתוכו 24 חברות שנמחקו במהלך שנות המדגם ו-48 שממשיכות להיסחר.

לגבי כל חברה מהחברות שבמדגם חישבנו את כל המשתנים המופיעים בלוח 1 והרצנו את המודל הבסיסי המשמש אותנו כאן כרגרסיית Logit. משוואה 1:

$$prob(Delisting_i = 1) = \beta_0 + \beta_1 * cgi_{i,t-1} + \beta_2 * age_{i,t-1} + OCF_{i,t-1} + \beta_3 * leverage_{i,t-1} + \beta_5 * sales\ growth_{i,t-1} + trading\ volume_{i,t-1} + tobin's\ q_{i,t-1} + Institutional_{i,t-1} + \beta_7 * concentr_{i,t-1}$$

כאשר המשתנה Delisting מקבל ערך "1" לחברה שנמחקה מהמסחר בשנות המדגם וערך "0" אחרת. ההגדרה של שאר המשתנים מובאת בלוח 1.

מצאנו עדויות לקשר בין הניילות של המניות להחלטה של חברה להימחק ממסחר.

בסעיף הבא נציג רשימה של משתני בקרה המוכרים בספרות כמתואמים עם הנטייה של חברה להימחק ממסחר, לאחר מכן נציג שיטה לניתוח סטטיסטי ונתאר את המדגם המשמש לבחינה הסטטיסטית. לסיום נציג את ממצאי הניתוח, סיכום ומסקנות.

2. משתנים נוספים המתואמים עם נטייה של חברה להימחק ממסחר

נוסף על משתנה המיקוד, איכות הממשל התאגידי, אנו כוללים במודל הסטטיסטי משתני בקרה המוכרים בספרות כמתואמים עם נטייה של חברה למחוק את מניותיה ממסחר. בלוח 1 אנו מציגים את המשתנים האלה ואת אופן חישובם. כן ציינו את כיוון המתאם הצפוי בינם לבין הנטייה להימחק ממסחר.

משתנה נוסף המשפיע, ובאופן ייחודי, על הנטייה של חברות בישראל להימחק ממסחר הוא החוק לצמצום הריכוזיות. חוק זה הגביל את מספר השכבות של חברות ציבוריות בקבוצה עסקית לשתיים. אחת הדרכים לצמצום מספרן היא מחיקה של חברות ממסחר בבורסה המקומית. כדי לשלוט בהשפעה הממוצעת של החוק על היקף המחיקות מהבורסה הגדרנו משתנה דמי: "חוק הריכוזיות", המקבל ערך "1" עבור חברה שמספר השכבות של החברות הציבוריות מעליה ומתחתיה גדול מ-2 וערך "0" אחרת.²

3. המדגם והמתודולוגיה

הסיבות למחיקה של חברה ממסחר בבורסה מגוונות, ולכן לא ברור אם יש משמעות לניתוח של כלל החברות הנמחקות כקבוצה אחת. כך ניתן לשער כי חלק מהחברות שנמחקו בעסקאות של מכירת מניותיהן לצד ג' נמחקו על רקע רצון של הבעלים להשיג רווח הון ממכירת המניות (Exit), והן מאופיינות בפרוטנציאל צמיחה גבוה מזה של חברות הנמחקות בדרך של הצעת רכש או מיזוג עם חברה של בעל השליטה. נוסף על כך

2 לצורך הדיון הגדרנו בעל שליטה באופן דומה להגדרתו בדוחות הכספיים של החברות. במקום שבו לא נמסר דיווח בדוח הכספי הגדרנו כבעל שליטה בעל מניות המחזיק לפחות 20% ממניות הפירמה וסכום החזקות של שני בעלי המניות הקטנים יותר ממנו קטן מסכום המניות שהוא מחזיק.

הסקירה הפיסקלית התקופתית ולקט ניתוחים מחקריים

לוח 1 המשתנים הצפויים להיות מתואמים עם החלטה של חברה להימחק ממסחר בבורסה וכיוון המתאם הצפוי			
המשתנה	הקידוד ברגרסיה	ההגדרה	כיוון המתאם הצפוי
ציון הממשל התאגידי	CGI	ציון הממשל התאגידי לחברה בשנה שקדמה להודעה על המחיקה, אשר מחושב על פי המדד המפורט בנספח א'.	-
גיל החברה	Age	מספר החודשים שחלפו מאז נרשמה החברה למסחר בבורסה ועד סוף השנה שקדמה להודעה על המחיקה. ברגרסיה נעשה שימוש בלוג הטבעי של משתנה זה.	+/-
החזקות המוסדיים	Institutional	החזקות של משקיעים מוסדיים במניות החברה הנמחקת בסוף השנה שקדמה להודעה על המחיקה.	-
תזרים המזומנים	OCF	היחס בין תזרים המזומנים מפעילות שוטפת להכנסות נטו של החברה בסוף השנה שקדמה להודעה על המחיקה.	+
המינוף	Leverage	היחס בין ההתחייבויות ארוכות הטווח לנכסים במאזן בסוף השנה שקדמה להודעה על המחיקה.	+/-
צמיחת ההכנסות	Sales growth	שיעור השינוי של ההכנסות בסוף השנה שקדמה להודעה על המחיקה יחסית להכנסות בשנה הקודמת לה.	-
הזדמנויות צמיחה	Tobin's Q	היחס בין מחיר השוק הממוצע של החברה בשלושת הימים שלאחר פרסום הדוח הכספי בתוספת החוב של החברה, לפי ערכו בספרים, לנכסי החברה לפי ערכם בספרים, נכון לשנה שקדמה להודעה על המחיקה. ברגרסיה נתייחס ללוג הטבעי של ה-Tobin's Q.	-
תשואת הנכסים	ROA	היחס בין הרווח התפעולי של החברה לנכסיה לפי ערכם בספרים בסוף השנה שקדמה להודעה על המחיקה.	-
נזילות המניה	Trading volume	הממוצע של מחזור המסחר היומי במניה של החברה הנמחקת בסוף השנה שקדמה להודעה על המחיקה.	-
ריכוזיות הבעלות	Ownership	שיעור המניות של החברה המוחזקות בידי בעל השליטה בסוף השנה שקדמה להודעה על המחיקה.	+/-
חוק הריכוזיות	Concent	משתנה המקבל את הערך "1" אם מספר השכבות של חברות ציבוריות בשרשרת הבעלות של החברה גבוה מ-2 בסוף השנה שקדמה להודעה על המחיקה ואת הערך "0" אחרת.	+

4. סטטיסטיקה תיאורית

בלוח 2 אנו מציגים סטטיסטיקה תיאורית של כל המשתנים במדגם הסופי, של המשתנים המחושבים רק לגבי החברות שנמחקו ושל המשתנים המחושבים רק לגבי החברות בקבוצת הביקורת. מהנתונים עולה כי החברות הנמחקות אכן מאופיינות

בציון ממשל תאגידי ממוצע - 0.499 - נמוך יחסית לציון הממוצע של קבוצת הביקורת, 0.561. ההבדל בין שתי הקבוצות בציונים הממוצעים מובהק ברמה של 10%.

הגודל הממוצע של חברה נמחקת במדגם היה כ-3.2 מיליארדי ש"ח, בהשוואה ל-3.4 מיליארדי ש"ח

בנק ישראל – חטיבת המחקר

לוח 2						
סטטיסטיקה תיאורית של כל החברות במדגם, החברות הנמחקות ואלה שבקבוצת הביקורת, תחילת 2011 עד מאי 2016						
המשתנה	המדגם הסופי (1)	החברות הנמחקות (2)	קבוצת הביקורת (3)	ההפרש ¹ (2)-(3)		
הממשל התאגידי	0.540	0.499	0.561	0.062*	הממוצע	
	0.562	0.501	0.572		החציון	
	0.127	0.116	0.128		סטיית התקן	
ריכוזיות הבעלות	0.547	0.564	0.538	-0.026	הממוצע	
	0.571	0.603	0.567		החציון	
	0.210	0.239	0.196		סטיית התקן	
תזרים המזומנים מפעילות שוטפת	0.140	0.115	0.153	-0.038	הממוצע	
	0.100	0.111	0.075		החציון	
	0.188	1.218	0.213		סטיית התקן	
גיל החברה (חודשים)	235	267	219	-48	הממוצע	
	212	226	203		החציון	
	167	156	171		סטיית התקן	
הגודל (מיליוני ש"ח)	3,353	3,199	3,431	232,114	הממוצע	
	1,669	1,994	1,357		החציון	
	3,766	3,367	3,982		סטיית התקן	
המינוף	0.285	0.213	0.321	0.108*	הממוצע	
	0.235	0.111	0.306		החציון	
	0.240	0.221	0.244		סטיית התקן	
התשואה על הנכסים	0.082	0.074	0.086	0.012	הממוצע	
	0.069	0.059	0.078		החציון	
	0.084	0.057	0.095		סטיית התקן	
החזקות מוסדיים	0.076	0.057	0.086	0.029*	הממוצע	
	0.082	0.060	0.088		החציון	
	0.065	0.057	0.067		סטיית התקן	
צמיחת ההכנסות	0.219	0.333	0.162	-0.171	הממוצע	
	0.056	0.061	0.053		החציון	
	0.680	1.007	0.440		סטיית התקן	
מחזורי המסחר (אלפי ש"ח)	3,010	1,254	3,888	2,633	הממוצע	
	310	163	357		החציון	
	9,199	2,130	11,885		סטיית התקן	
Tobin's Q	1.205	1.111	1.252	0.142	הממוצע	
	1.035	1.014	1.040		החציון	
	0.525	0.351	0.591		סטיית התקן	

1 הפרשים מובהקים ברמה של 10% סומנו ב - *.

בחברות בעלות פוטנציאל צמיחה נמוך והן משתקפות גם ברמת המינוף הנמוכה בהשוואה לקבוצת הביקורת, וכן במיעוט ההתעניינות של המשקיעים המוסדיים במניות החברה. הסבר חלופי הוא מצד הביקוש: על פיו, בשל אפשרויות הצמיחה המצומצמות יותר של החברות הנמחקות, הצורך שלהן בהגדלת ההון קטן מזה של החברות בקבוצת הביקורת, מאפיין המתבטא גם ברמת המינוף הנמוכה יחסית.

כך או כך, מאפייני החברות הנמחקות מתיישבים עם ההשערה שהיתרון אשר מעניק שוק ההון לחברות ציבוריות, בדמות היכולת לגוון את מקורות המימון שלהן באמצעות גיוס הון מהציבור, פחות רלוונטי לגביהן. זאת ועוד, האפיון של החברות הנמחקות ככאלה שבהן איכות הממשל התאגידי נמוכה תואם את עלויות גיוס ההון הגבוהות יותר שלהן.

בעמודות (2) ו-(3) החלפנו את ה-Tobin's Q, המשקף את הערכות השוק לגבי הביצועים העתידיים של החברה, במשתני ביצועים חשבונאיים, המשקפים את ביצועי העבר שלה³. בהמשך לאמור, לא מצאנו מתאם בין הנטייה של חברה להימחק ממסחר לשיעורי הצמיחה של מכירותיה, וקיבלנו מתאם שלילי חלש (רמת מובהקות של 15%) בין נטייה זו לרמת הרווחיות. בעמודה (4) כללנו במודל את המשתנה "חוק הריכוזיות". כיווני המקדמים של המשתנים במודל ורמת המובהקות שלהם דומים לאלו שהתקבלו במודל (2). המקדם של המשתנה "חוק הריכוזיות" חיובי ומובהק – ממצא התואם השפעה של חוק הריכוזיות על הנטייה של החברות להימחק ממסחר⁴.

בעמודה (5) הפרדנו את הזכויות של בעל השליטה בהון מהמדד לאיכות הממשל התאגידי, והרצנו אותן כמשתנה נפרד המבטא את ריכוזיות הבעלות. המתאמים שהתקבלו במודלים הקודמים ממשיכים להתקיים גם בספציפיקציה זו. ואולם לא נמצא קשר כלשהו בין ריכוזיות הבעלות, כפי שהגדרנו אותה, לנטייה של חברה להימחק ממסחר.

בניגוד לחלק מהממצאים בספרות לא מצאנו מתאמים בין הנטייה של חברה להימחק ממסחר לבין הנגישות שלה למזומן. כמו כן לא מצאנו עדות שלפיה המניע למחיקה הוא נזילות נמוכה של המניה. שם אף נמצא מתאם חיובי, אך הוא לא מובהק.

בקבוצת הביקורת. ההפרש בגודל הממוצע של חברה בין שתי הקבוצות לא מובהק, וזאת משום שהגודל שימש מפתח להתאמה של חברות בקבוצת הביקורת לכל חברה נמחקת. גילן של החברות הנמחקות הוא כ-22 שנים – גבוה מהגיל הממוצע של החברות בקבוצת הביקורת, שהוא כ-18 שנים, אך הפרש הגילים אינו מובהק.

שיעור ההחזקות הממוצע של המשקיעים המוסדיים במניות של החברות הנמחקות הוא 5.7% – נמוך במובהק מזה של קבוצת הביקורת, שעומד על 8.6%. נתון זה עולה בקנה אחד עם "נראות" נמוכה של החברות הנמחקות ועם נגישות נמוכה יותר להון. המינוף הממוצע של החברות הנמחקות עומד על 0.213 נמוך במובהק מזה של החברות בקבוצת הביקורת, שהוא 0.321. עוד נראה כי בממוצע, החברות הנמחקות מאופיינות בנזילות נמוכה יותר של מניותיהן, המתבטאת במחזור מסחר יומי נמוך מזה של קבוצת הביקורת, אך ההפרש לא מובהק. פוטנציאל הצמיחה הממוצע של החברות הנמחקות, כפי שהוא מוערך על ידי השוק ומשתקף ב-Tobin's Q, נמוך מזה של קבוצת הביקורת ואף הרווחיות הממוצעת שלהן נמוכה יותר, אף כי ההפרשים בין שתי הקבוצות לא מובהקים.

5. תוצאות הרגרסיה

בלוח 3 מפורטות תוצאות הרגרסיה, שבה המשתנה התלוי הוא משתנה בינארי, המקבל ערך "1" עבור חברה שנמחקה ממסחר וערך "0" עבור חברה השייכת לקבוצת הביקורת ולא נמחקה.

בעמודה (1) אנו אומדים את המודל הבסיסי ובוחנים את המתאם בין משתנים שונים לנטייה של חברה למחוק את מניותיה ממסחר. המתאם בין איכות הממשל התאגידי לבין הנטייה של חברה להימחק ממסחר, שלילי ומובהק ברמה של 5%. תוצאה זו עולה בקנה אחד עם ההשערה לפיה ככל שאיכות הממשל התאגידי של חברה נמוכה יותר עלויות הסוכן היא נושאת גבוהות יותר, ונטייתה להימחק ממסחר תגבר. עוד רואים בעמודה זו שהחברות הנמחקות מאופיינות בהזדמנויות צמיחה מצומצמות, כפי שמתבטא ב-Tobin's Q נמוך, במינוף נמוך וב"נראות" נמוכה, המשתקפת בשיעור נמוך של החזקות מוסדיים. מאפיינים אלו עשויים להתיישב עם החלטה של חברה להיהפך לפרטית על רקע נגישות נמוכה להון. לפי הסבר זה המגבלות בהיצע ההון נוצרות על רקע המוטיבציה הנמוכה של השחקנים בשוק להשקיע

3 ההפרדה בין המשתנים בוצעה על רקע מתאם גבוה ביניהם ורצון להימנע מבעיית מולטיקוליניאריות.

4 נציין כי התוצאות עקביות גם באמידה של הרגרסיות על מדגם חלקי של חברות נמחקות, שלא כולל חברות שמחיקתן מתואמת עם חוק הריכוזיות.

לוח 3					
תוצאות הרצת רגרסיית Logit של משתנה דמי, המקבל ערך "1" עבור חברה שנמחקה ממסחר מתחילת 2011 עד מאי 2016 וערך "0" אחרת, על ציוני הממשל התאגידי של החברות ועל משתנים נוספים					
המשתנה המוסבר: משתנה בינארי המקבל ערך "1" עבור חברה שנמחקה וערך "0" אחרת					
(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
	-5.485** (2.702)	-5.904** (2.555)	-5.634** (2.656)	-5.410** (2.621)	ציון הממשל התאגידי
-5.257** (2.545)					ציון הממשל התאגידי ברמת החברה
1.441- (1.701)					ריכוזיות הבעלות
0.901** (0.380)	0.895** (0.396)	0.773** (0.380)	0.814** (0.389)	0.874** (0.379)	גיל החברה
-4.434*** (1.480)	-5.125*** (1.767)	-3.048** (1.277)	-3.405** (1.283)	-4.109 (1.475)	המינוף
-10.927** (5.276)	-12.347** (5.676)	-7.774* (4.775)	-8.805* (4.763)	-9.475*** (4.977)	החזקות מוסדיים
-0.882 (1.495)	1.711 (1.609)	-0.521 (1.541)	0.046 (1.491)	-0.695 (1.498)	תזרים המזומנים
0.199 (0.151)	0.204 (0.149)	0.058 (0.114)	0.105 (0.122)	0.213 (0.144)	נזילות המניה
-2.214** (1.022)	-2.312** (1.098)			-2.006** (1.003)	Tobin's Q
			-4.540 (3.251)		התשואה על הנכסים
		-0.066 (0.337)			צמיחת המכירות
	1.629* (0.905)				מתאם עם חוק הריכוזיות
0.216	0.255	0.229	0.187	0.209	Pseudo R2
72	72	72	72	72	מספר התצפיות

תוצאות מובהקות ברמה של 1%, 5% ו- 10% סומנו ב ****, ***, **, * בהתאמה. תוצאות מובהקות ברמה של 1% או 5% הודגשו. המדגם שעליו הרצנו את הרגרסיות כולל חברות שנמחקו מרצון ממסחר בבורסה בתל אביב בדרך של הצעת רכש על ידי בעל שליטה או בדרך של מיזוג עם חברה שבשליטת בעל שליטה בתקופה האמורה. לכל חברה נמחקת התאמנו שתי חברות בעלות גודל דומה מאותו תת-ענף. בסך הכול המדגם מכיל 72 חברות, מתוכן 24 חברות שנמחקו ו-48 חברות המשמשות קבוצת ביקורת. סטיות התקן מובאות בסוגריים.

6. סיכום ומסקנות

במסגרת הדיון לעיל אפיינו את חברות המניות שנמחקו מרצון בשנים האחרונות על ידי בעל שליטה, בדרך של הצעת רכש או בדרך של מיזוג עם חברה שבשליטתו של בעל השליטה. בפרט, בחנו אם חברות שנמחקו ממסחר בבורסה בתל אביב בשנים האחרונות מאופיינות בממשל תאגידי באיכות נמוכה, יחסית לחברות הממשיכות להיסחר. הממצאים האמפיריים מלמדים שהחברות הנמחקות אכן מאופיינות בממשל תאגידי באיכות נמוכה, יחסית לחברות בקבוצת הביקורת. ממצא זה עולה בקנה אחד עם ההשערה שלפיה העלויות הכרוכות בקיומה של בעיית סוכן בחברה משפיעות על החלטתה להמשיך ולהיסחר כחברה ציבורית. עוד אנו מראים שהחברות הנמחקות מאופיינות בהזדמנויות צמיחה נמוכות, במינוף נמוך ובשיעור נמוך של החזקות מוסדיים. ממצאים אלו ניתן להסביר בנגישות מוגבלת יחסית של החברות הנמחקות להון, כלומר מצד היצע ההון, או בביקוש קטן יותר להון מצדן.

הממצאים עולים בקנה אחד עם פרשנות שלפיה החברות הנמחקות לא רצו או התקשו לנצל את היתרון הבולט של שוק ההון, שהוא היכולת לגוון את מקורות המימון באמצעות גיוס כספים מהציבור. נראה כי המחיקה ממסחר יעילה עבורן, בהקטינה את הוצאותיהן הכרוכות בפעילות כחברה ציבורית ללא אובדן של יתרון משמעותי כלשהו שנבע ממעמדן כציבוריות.

נדגיש כי ההחלטה על איכות הממשל התאגידי כמו גם על מחיקה ממסחר, היא החלטתה של החברה עצמה. מכאן שקיימת אפשרות כי הממצאים שעלו ברגרסיות נובעים מסיבתיות הפוכה לפיה לחברה המעוניינת ממילא להימחק ממסחר בבורסה ולהפוך לפרטית אין עניין להשקיע בצמצום בעיית הסוכן המתקיימת בה. כמו כן ניתן לטעון כי קיים משתנה שהושמט מהמודל הסטטיסטי, המסביר הן את איכות הממשל התאגידי של החברות הנמחקות והן את נטייתן להימחק ממסחר. לאור האמור, אנו יכולים לטעון לקיומו של מתאם בין המשתנים אך לא ברור אם יש קשר סיבתי ביניהם. כדי לבסס טיעון בדבר קשר סיבתי יש צורך במחקרי המשך.

נספח א' – הרכב המדד לבחינת איכותו של הממשל התאגידי		
הרכיב במדד	אופן חישוב הציון לרכיב	הערות
שיעור הדירקטורים המיומנים פיננסית	1 אם גבוה מהחציון במדגם, 0 אחרת	דירקטור הוגדר כמיומן פיננסית אם הוא בעל תואר שלישי בתחום פיננסי, רו"ח, מילא תפקיד פיננסי במוסד ריאלי או ניהל מוסד פיננסי.
שיעור הדירקטורים המקצועיים	1 אם גבוה מהחציון במדגם, 0 אחרת	דירקטור הוגדר כמקצועי אם השכלתו או ניסיוני התעסוקתי קשורים לתחום הפעילות של החברה
שיעור הדירקטורים בעלי MBA	1 אם גבוה מהחציון במדגם, 0 אחרת	
היקף העיסוק של הדירקטורים בתאגידים אחרים	0 אם גבוה מהחציון במדגם, 1 אחרת	
יו"ר הדירקטוריון הוא בעל שליטה	0 אם מתקיים, 1 אחרת	
שיעור הדירקטורים שהם בעלי שליטה או סמוכים על שולחנו של בעל שליטה	0 אם גבוה מהחציון במדגם, 1 אחרת	
בעל שליטה או קרובו הוא נו"מ בכיר בתאגיד ו/או בתאגיד בת	0 אם מתקיים, 1 אחרת	
שיעור הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון	1 אם גבוה מהחציון במדגם, 0 אחרת	
שיעור הדירקטורים החיצוניים המיומנים פיננסית בדירקטוריון	1 אם גבוה מהחציון במדגם, 0 אחרת	
שיעור הדירקטורים החיצוניים המקצועיים בדירקטוריון	1 אם גבוה מהחציון במדגם, 0 אחרת	
שיעור הדירקטורים החיצוניים בעלי MBA	1 אם גבוה מהחציון במדגם, 0 אחרת	
בעל שליטה ו/או סמוך על שולחנו הוא חברי בוועדת הביקורת	0 אם מתקיים, 1 אחרת	
שיעור הדירקטורים החיצוניים בוועדת הביקורת	1 אם גבוה מהחציון במדגם, 0 אחרת	
שיעור הדירקטורים החיצוניים המיומנים פיננסית בוועדת הביקורת	1 אם גבוה מהחציון במדגם, 0 אחרת	
שיעור הדירקטורים החיצוניים המקצועיים בוועדת הביקורת	1 אם גבוה מהחציון במדגם, 0 אחרת	
בעל שליטה ממונה ארגונית על מבקר הפנים	0 אם מתקיים, 1 אחרת	
ועדת הביקורת ממונה ארגונית על מבקר הפנים	1 אם מתקיים, 0 אחרת	
מבקר הפנים הוא עובד של התאגיד	0 אם מתקיים, 1 אחרת	
קיימת ועדת מאזן	1 אם מתקיים, 0 אחרת	
בעל שליטה ו/או סמוך על שולחנו/ חברים בוועדת המאזן	0 אם מתקיים, 1 אחרת	
שיעור הדירקטורים החיצוניים בוועדת המאזן	1 אם גבוה מהחציון במדגם, 0 אחרת	
שיעור הדירקטורים החיצוניים המיומנים פיננסית בוועדת המאזן	1 אם גבוה מהחציון במדגם, 0 אחרת	
קיימת ועדת תגמולים	1 אם מתקיים, 0 אחרת	
חברי ועדת התגמולים הם נו"מ בתאגיד הנבדק	0 אם מתקיים, 1 אחרת	
קיימת ועדת מינויים	1 אם מתקיים, 0 אחרת	
קיימת ועדת ממשל תאגידי	1 אם מתקיים, 0 אחרת	
פער בין השליטה לבעלות	1 אם גבוה מהחציון במדגם, 0 אחרת	המשתנה חושב כפער שבין 100% לבין הזכויות בהון של החברה כשהן משורשרות לבעל השליטה הסופי.

תיאור רכיבי המדד לאיכות הממשל תאגידי של פירמות. המדד כולל 27 רכיבים. כלל הרכיבים, למעט הרכיב 'פער בין השליטה לבעלות', מקבלים ציון '0' או '1'. הציון של הרכיב 'פער בין השליטה לבעלות' נקבע כהפרש שבין 1 לפער בין זכויות השליטה – העומד על 100% בפירמות שבהן קיים בעל שליטה, – לזכויות הבעלות, שהן הזכויות בהון החברה הנבדקת, כשהן משורשרות לבעל השליטה הסופי. הציון לפירמה חושב כחסר בין סכום הערכים שקיבלו הרכיבים שחושבו לגביה למספר הרכיבים שאינם רכיבים חסרים.

כל רכיב במדד התורם לאיכות הממשל התאגידי של החברה קיבל ציון "1" אם הוא מתקיים וציון "0" אחרת. רכיב התורם לאיכות הממשל התאגידי המקבל ערכים רצופים (לדוגמה שיעור הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון) קיבל ציון "1" אם הוא מעל לחציון הערכים של אותו רכיב במדגם כולו ו- "0" אחרת.

ציון הממשל התאגידי של חברה חושב כיחס שבין סכום הערכים של הרכיבים בחברה למספר הרכיבים במדד (Equally weighted). רכיבים שלגביהם חסר מידע (Missing values) לא הובאו בחשבון בחישוב הציון שחל החברה על הממשל התאגידי.