

ביצועים של הנפקות ראשוניות בטווח הארוך¹

- בשנת 2021 נרשמה בבורסה לניירות ערך כמות הנפקות חריגה בהיקפה (חלק מגל ההנפקות של 2020–2022). תופעה זו עוררה עניין מחודש בשאלת הביצועים של מניות שנרכשו בהנפקה ראשונית בטווח הארוך. עבודה זו מוצאת עדויות לקיומה של תופעת "ביצועי חסר בטווח הארוך" של מניות שמונפקות לראשונה לציבור בשוק הישראלי: למשקיעים שרוכשים מניות בהנפקה ראשונית לציבור התשואה בטווח של 3 עד 5 שנים נמוכה מאשר בחלופות השקעה.
- ביצועי חסר של המניות בהנפקות הראשוניות נמצאו ביחס לשלושה מדדי ייחוס: מדד ת"א 125, מדגם של חברות הדומות לחברות הנבחנות בגודלן ומדגם של חברות הדומות להן ביחס השווי בספרים לשווי השוק. מניות שנרכשו יום לאחר ההנפקה הראשונה הציגו תשואות חסר ביחס לכל מדדי הייחוס לאורך 3–5 שנים.
- לעומת ממצאים ממדינות אחרות, שבהן העדויות לתופעת "ביצועי חסר בטווח הארוך" אינן חד-משמעיות, התוצאות לגבי קיומה בישראל מובהקות.
- הסבר אפשרי לתופעת "ביצועי החסר בטווח הארוך" הוא אופטימיות יתר של משקיעים ותזמון עיתוי ההנפקה על ידי החברות. כך אם המשקיעים מעריכים את הזדמנויות הצמיחה של החברה באופן חיובי מדי בגלל פערי מידע בינם לבין החברה, הם עשויים לשלם "פרמיה" על רכישת מניות מייד לאחר הנפקתן.

1. הקדמה

בשנת 2021 נרשם בבורסה לניירות ערך מספר הנפקות חריג – 93 הנפקות ראשוניות של מניות. לשם השוואה: בשנים 2016–2020 היו בממוצע כ-13 הנפקות בשנה, ובשנים 2011–2020 הונפקו לציבור 82 מניות חדשות. התעוררות פעילות ההנפקות מחדשת את הרלוונטיות של ניתוח תופעות הקשורות להנפקות הראשוניות. בהקשר זה אחת תופעות הבולטות הינה תופעת ביצועי החסר של הנפקות ראשוניות בטווח הארוך. מעניין לבחון את התופעה על פי נתוני שוק ההון הישראלי, מה שעשוי להוסיף לידע על כלכלת ישראל.

תופעת "ביצועי החסר בטווח הארוך" של מניות שמונפקות לראשונה לציבור (IPOs) מתועדת בספרות המחקר (Lowry et al. 2017b) נמצא שמשקיעים הרוכשים מניות בהנפקה הראשונית לציבור מרוויחים בטווח הארוך (3 עד 5 שנים) פחות מאשר באסטרטגיות השקעה אחרות, כגון השקעה במדד השוק הכללי, או במניות של חברות ותיקות, שכבר נסחרות זמן מה בבורסה, ודומות לחברות הנדונות (למשל בגודלן ובפוטנציאל הצמיחה שלהן, שנמדד על פי היחס בין השווי בספרים לשווי השוק). אם מדובר בתופעה מתמדת, היא עלולה לשקף בעיות מבניות בעלות השלכות שליליות על המשק: ראשית, קיומה של תופעה זו סותר את תיאוריית השווקים היעילים, הגורסת שכל המידע הציבורי הזמין גלום במחירי המניות, ולכן לא ניתן להגיע לרווחים עודפים באמצעות אסטרטגיית השקעה המתבססת על מידע ציבורי. לפי תיאוריה זו תופעת ביצועי חסר לא יכולה להתקיים לאורך זמן, המשקיעים צפויים לזהות כי ההשקעה במניות שהונפקו לראשונה מניבה תשואות חסר ביחס לאלטרנטיבות, ולהפסיק לרכוש מניות אלה; שנית, קיום תופעת "ביצועי חסר בטווח הארוך" מצביע על עיוותים פוטנציאליים בהקצאת ההון, משום שההון עלול להיות מוקצה לפי מחיר גבוה מדי, כלומר לפי הערכות אופטימיות מדי לגבי ביצועיה העתידיים של החברה, והערכות אלה יתבדו בטווח הארוך.

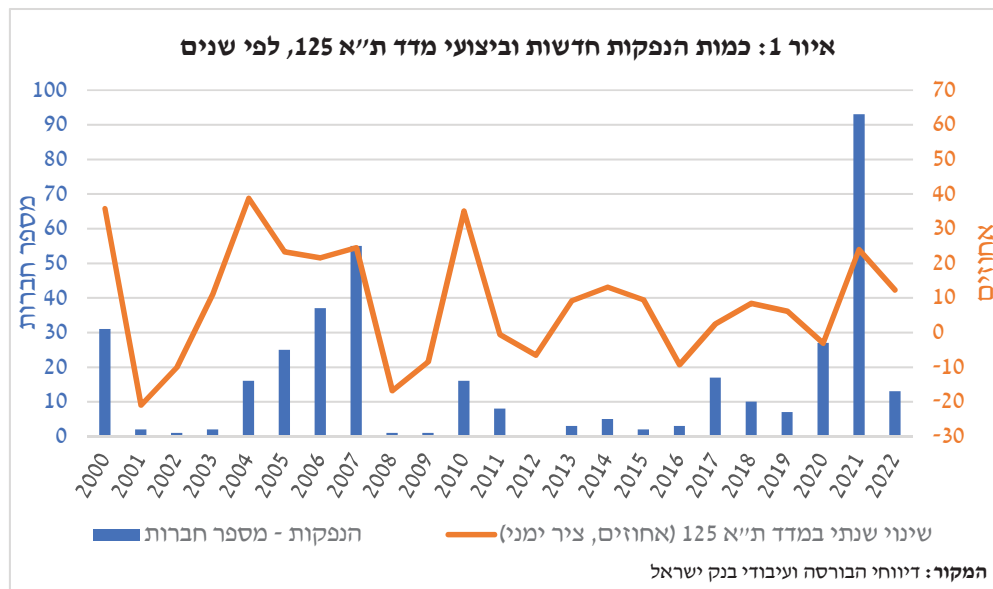
אחד ההסברים שניתנו בספרות לתופעת ביצועי החסר היא אופטימיות יתר של משקיעים שבא לידי ביטוי ביתר שאת בתקופות של שוק עולה (Ritter & Welch, 2002). לפי (Alti, 2005) הנפקה של חברות בשוק עולה (במחירים גבוהים) מאותתת לפירמות אחרות על הערכות השווי של המשקיעים והדבר מתמרץ פירמות נוספות להנפיק. משקיעים המעריכים את הזדמנויות הצמיחה של החברה באופן אופטימי מדי מוכנים לשלם "פרמיה" עבור רכישת המניות. הנכונות לשלם את הפרמיה עלולה לגרום לתופעת תזמון השוק (market timing): החברות שמנפיקות מניות מתזמנות את עיתוי ההנפקה בהתאם להערכות

1 כתב: מיכאל גורקוב.

השוק; לכן אם החברה סבורה שהערכת השוק לגבי שוויה גבוהה מהערכתה שלה, היא תנצל את "חלון ההזדמנויות" ותנפיק מניות כדי לקבל עבורן את מחיר השוק.

הנפקה של חברות בתמחור יתר עלולה לגרום, בטווח הארוך, "השמדת ערך" למשקיעים במקום מירוב ערך. (Kashefi Pour & Lasfer (2013), שניתחו מחיקות מרצון של פירמות בבורסה באנגליה, הראו שמדובר בפירמות שלא השקיעו את ההון אשר גייסו בפיתוח החברה, אלא השתמשו בו למימון חובותיהן (לאיזון-מחדש בין רכיב ההון לרכיב החוב). לפי המחקר האמור הציגו הפירמות, במהלך המסחר שלהן בבורסה, נסיגה בביצועים: רווחיותן, פוטנציאל הצמיחה שלהן והיקפי המסחר ירדו, בעוד ששיעור בעלי העניין והמינוף נשארו גבוהים. החוקרים הסיקו כי פירמות אלה "השמידו ערך" לבעלי מניותיהן, והיה ראוי להימנע מהנפקתן לציבור. הבורסה מציבה תנאי סף להנפקה, כך שבפועל אכן מתנהל, בשלב מקדים לשלב ההנפקה, סינון של החברות המנפיקות. בין היתר מציבה הבורסה קריטריונים שהחברה המנפיקה צריכה לעמוד בהם מבחינת הגודל, הוותק והשווי המינימלי של החזקות הציבור בה². בחינה מקיפה של טיב תהליך הסינון אינה במוקד של עבודה זו, אך זיהוי תופעת "ביצועי חסר בטווח הארוך" יאפשר לקבל אינדיקציה לאיכות הסינון הראשוני.

בחינה היסטורית של ההנפקות הראשוניות בבורסה הישראלית מראה שמספרן אינו אחיד על פני זמן אלא מאופיין ב"גלים" (ראו תיבה ד'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2022)³: לאחר תקופה של פעילות הנפקות ערה באה תקופה של פעילות נמוכה עד כדי העדר הנפקות (איור 1). כמו כן נראה שפעילות ההנפקות מתואמת עם תנאי השוק: בשוק עולה מתנהלת פעילות הנפקות ערה, ובשוק יורד פעילות ההנפקות נמוכה. בתקופות של האצה בפעילות כלכלית תחזיות ביצועים של הפירמות הופכות להיות אופטימיות יותר וזה נותן תמריץ לפירמות הפחות טובות לנסות ולהנפיק יחד עם הפירמות היותר טובות (Yung et al., 2008). תופעה זו תואמת את השערת "תזמון השוק" (market timing): החברות המנפיקות מנצלות את "חלון ההזדמנויות" ובוחרות להנפיק בתקופה שבה הערכת השוק את שוויין בשיאה (וייתכן שהיא עולה על הערכת-השווי העצמית שלהן). אם השערה זו נכונה, היא עשויה להסביר את תופעת ביצועי החסר בטווח הארוך ואת ה"פרמיה" שמשלמים המשקיעים. עם התבדות הערכת היתר של המחיר מחירי המניות הגבוהים ששררו בתקופת השיא מתחלפים בהמשך במחירים נמוכים יותר.



2 התנאים שבהם החברה המנפיקה נדרשת לעמוד הם: חלופה א' דורשת הון עצמי (לאחר ההנפקה) מעל 25 מיליון ש"ח, שווי החזקות הציבור מעל 20 מיליון ש"ח, לפחות 12 חודשי פעילות שלגביהם נערכו דוחות כספיים ורווח מימוני מעל 4 מיליון ש"ח; חלופה ב' דורשת הון עצמי (לאחר ההנפקה) מעל 35 מיליון ש"ח, שווי החזקות הציבור מעל 30 מיליון ש"ח, לפחות 12 חודשי פעילות לגביהם נערכו דוחות כספיים ללא דרישה לגבי רווח החברה.

3 בנק ישראל (2023). בתיבה שהתפרסמה שם הוצג הנושא ונערכה סקירה ראשונית, שעיקרה סטטיסטיקה תיאורית. בניתוח זה הורחבו והועמקו הבדיקות האמפיריות במטרה לאשש ולבסס את המסקנות באופן מובהק סטטיסטית.

על רקע גל הנפקות של שנת 2021 ראוי לבחון את יעילותו של שוק המניות הישראלי באמצעות בדיקת תופעת ביצועי החסר של הנפקות ראשוניות. שאלת המחקר היא אפוא: האם תופעת ביצועי החסר של ההנפקות הראשוניות בטווח הארוך מתקיימת בישראל?

2. סקירת ספרות

Lowry et al. (2017a) מציגים סקירה עדכנית של הספרות על הנפקות ראשוניות של מניות. מהסקירה עולה שהשאלה אם תופעת ביצועי החסר בטווח הארוך מתקיימת טרם הוכרעה. מספר עבודות מוצאות עדויות מובהקות לביצועי החסר. בבולטת שבהן, של Ritter (1991), נבדקו ההנפקות הראשוניות בארה"ב בתקופה 1975–1984 ונמצאו עדויות מובהקות לביצועי חסר, אשר תואמות את השערת "חלון ההזדמנויות"⁴. Gompers ו-Loughran & Ritter (1995), Spiess & Affleck-Graves (1995), Lerner & Ritter (2003) המשיכו את העבודה של Ritter (1991), ומצאו עדויות נוספות לתופעת "ביצועי החסר" במדגמים גדולים יותר (לשנים 1970–1990) (תופעה שאובחנה גם במניות של הנפקות משניות). העבודות המרכזיות התמקדו בשוק האמריקאי, אך ישנן גם עבודות שמצאו עדויות תומכות לתופעה הנדונה בקנדה (Kooli & Suret, 2004), באנגליה (Coakley et al., 2008) וביוון (Thomadakis et al., 2012). עם זאת, בחלק מהמקרים החוקרים מסייגים את הממצאים וטוענים שהמסקנות רגישות לאופן מדידתם של הביצועים ולאורך תקופת ההשקעה, וכן מושפעות מהעובדה שביצועי החסר נמדדים לעתים רק בתקופות של פעילות ערה במיוחד – תקופות של "שוק חם".

בניגוד למחקרים שמצאו עדויות תומכות לתופעת ביצועי החסר, Drobetz et al. (2005) לא מצאו עדויות לתופעה זו בשוק ההון בשווייץ, Schultz (2003) מציג מודל המראה שגם בשוק יעיל ייתכנו ממצאים המתיישרים לכאורה עם התופעה: במודל החברות מנפיקות את מניותיהן כשהמחירים עולים, וזאת גם ללא תזמון השוק וללא חיזוי ביצועי העתיד.

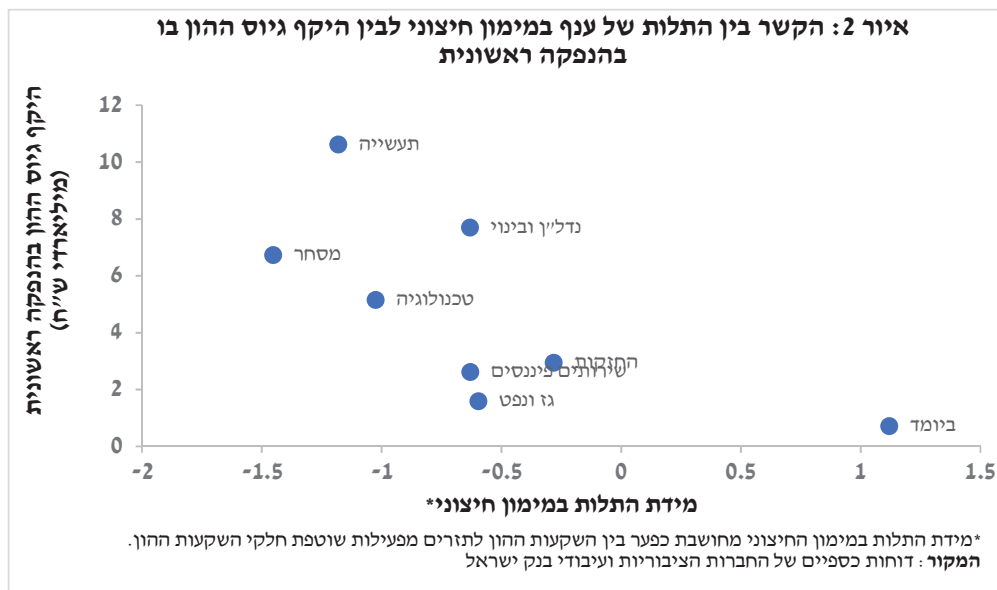
Brau et al. (2003) בדקו שתי חלופות לגיוס כספים – הנפקת מניות לציבור ומכירת החברה לחברה מתחרה ("אקזיט"). הם מציגים עדויות אמפיריות לקיומה של "פרמיה" להנפקות ראשוניות: הערכות השווי שמקבלות חברות המנפיקות מניות לציבור גבוהות מאלו של חברות שנמכרות לפירמות מתחרות. כמו כן הם מצאו שהשתייכות לענף ההיי-טק, תזמון השוק (הנפקת מניות בתקופה שבה הערכת השוק לשווי החברה גבוהה במיוחד) ושיעור החזקה גדול יחסית של בעלי עניין מעלים את ההסתברות שהחברה תנפיק מניות לעומת החלופה של מכירתה בדרך של מיזוג. Bayar & Chemmanur (2011) פיתחו מודל תיאורטי, שדן בגורמים המשפיעים על ה"פרמיה" של הנפקות ראשוניות. המודל מראה שאחד הגורמים לפרמיה הוא פערי המידע: הגוף המתחרה, המעוניין לרכוש את החברה, מסוגל להעריך את שווייה בדיוק רב יותר מאשר המשקיעים החיצוניים הרוכשים את מניותיה בהנפקה, שעשויים להעריך את שוויין באופטימיות יתירה; חברות ייטו להנפיק את מניותיהן אם קיבלו הערכות גבוהות בשוק ההנפקות. Bayar & Chemmanur (2012) מספקים תמיכה אמפירית להשערות של Bayar & Chemmanur (2011).

3. מאפייני החברות שהנפיקו לראשונה בבורסה

המדגם שעומד בבסיס הבדיקה האמפירית במסמך זה כולל 364 מניות, שהונפקו לראשונה בבורסה לניירות ערך בתל אביב בשנים 2000–2022. ההנפקות הגיעו בעיקר בשני גלים (איור 1): הגל הראשון התרחש בשנים 2004–2007 ונקטע על רקע המשבר הפיננסי הגדול, והגל השני התרחש בשנים 2020–2022, בתקופת היציאה ממשבר הקורונה, ונקטע בשנת 2022, על רקע החמרת התנאים הפיננסיים בעולם והעלאות הריבית בעולם ובישראל. שנת 2021 הייתה חריגה בפרספקטיבה של עשרים השנים האחרונות. שני הגלים נבדלים זה מזה בהרכב הענפי של החברות המנפיקות: בגל של שנות ה-2000 בלטו בעיקר חברות מסחר ושירותים, ואילו בגל של שנות ה-2020 בלטו חברות היי-טק. הענפים הבולטים מבחינת מספר ההנפקות והיקף ההון שגויס בכלל חברות המדגם היו מסחר ושירותים, נדל"ן וטכנולוגיה (לוח 1), ואילו ענף התעשייה בולט במספר ההנפקות,

4 "חלון הזדמנויות" הוא מצב שבו החברה סבורה כי השוק מעריך את שווייה ביתר, ומנצלת זאת להנפקת מניות שעבורן היא מקבלת את מחיר השוק (המופריז).

אבל לא בהיקף הגיוסים. באשר להרכב הענפי של ההנפקות מעניין לציין את עבודתם של (Rajan & Zingales, 1998), הטוענים כי פיתוח פיננסי יכול לתרום לצמיחה כלכלית. הם מראים שענפים התלויים, יותר מענפים אחרים, במימון חיצוני מצליחים להתפתח בקצב מהיר יותר במדינות שבהן שוקי ההון מפותחים יותר. לשם בחינה של הקשר בין מידת התלות של הענפים שחברות בהם הנפיקו את מניותיהן בבורסה במימון חיצוני לבין היקפי הגיוס שלהן חושבה מידת התלות במימון חיצוני בישראל (כפער בין השקעות ההון לתזרים מפעילות שוטפת, מנורמל בגין היקף השקעות ההון), ונמצא קשר שלילי בינה לבין היקף גיוס ההון (איור 2). כך, לדוגמה ענף הביו-מד, המאופיין שתלותו במימון חיצוני גבוהה⁵, גייס את היקף ההון הקטן ביותר מבין כל הענפים שהנפיקו מניות לציבור. הקשר השלילי בין מידת התלות במימון חיצוני לבין היקף גיוס ההון עשוי לרמז שהשגת מימון חיצוני אינה שיקול מרכזי אצל חברות המנפיקות בבורסה הישראלית.



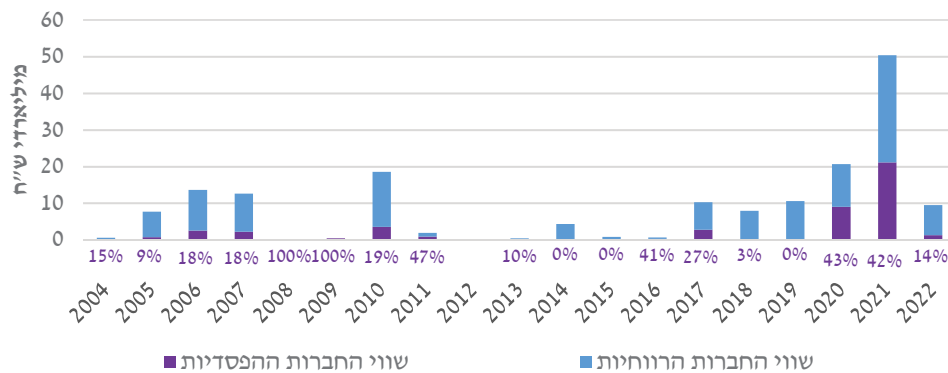
גלי ההנפקות נבדלו גם באיכות ההנפקות: בהנפקות של הגל השני, בניגוד לאלה של הגל הראשון, שיעור החברות ההפסדיות – חברות שהציגו בשנה הקודמת להנפקה רווח שלילי⁶ – היה גבוה וחרגי ביחס להנפקות של השנים הקודמות (איור 3). הסבר אפשרי לכך נעוץ בהרכב הענפי: הרוב המוחלט (כ- 75 אחוזים) של החברות ההפסדיות היו חברות היי-טק צעירות, שבלטו בגל של 2020. חברות אלה נחשבות לחברות בסיכון גבוה, יחסית לחברות מסחר ושירותים, שבלטו בגל של שנות ה-2000. הגל השני אופיין אפוא בסיכון גבוה יותר מאשר הראשון.

5 (Rajan & Luigi Zingales, 1998) מציינים את ענף הפרמה כענף בעל התלות הגבוהה ביותר במימון חיצוני.

6 הבורסה עצמה מייחסת חשיבות להיסטוריה של רווחים/ הפסדים טרם ההנפקה, ואף מציבה, כדרישה באחת מחלופות הרישום למסחר, תנאי של רווח בסך 4 מיליון ש"ח לפחות בשנה הקודמת להנפקה. לפרטים ראו דף מידע על חלופות ההנפקה באתר הבורסה לניירות ערך: https://info.tase.co.il/Heb/listings_ipo/listing_securities/Pages/ipo_alternatives.aspx

לוח 1: ההתפלגות של הנפקות המדגם לפי הענף		
הענף	מספר ההנפקות	היקף ההון המגויס (מיליוני ₪, מחירים קבועים של שנת 2000)
ביו-מד	15	708
מסחר ושירותים	74	6,617
שירותים פיננסיים	17	2,612
החזקה	20	2,557
תעשייה	83	1,0476
ביטוח	5	2,51
גז ונפט	14	1,588
נדל"ן	59	7,448
טכנולוגיה	77	5,149
סך הכול	364	37,158

איור 3: שווי השוק של החברות המונפקות בחלוקה לחברות הפסדיות וחברות רווחיות *



*האחוזים - שיעורי השווי של החברות הפסדיות מתוך השווי של סך ההנפקות באותה שנה. חברות הפסדיות בשנה הקודמת להנפקה. לפי שווי השוק נכון ליום העסקים האחרון של השנה התואמת. המקור: נתוני הבורסה לני"ע ועיבודי בנק ישראל.

בחינה של גודל ההנפקות מראה כי סכומי הגיוס אינם גבוהים: הרוב המוחלט של ההנפקות (כ-88 אחוזים) הן הנפקות שגייסו סכומים נמוכים מ-200 מיליון ש"ח, וכ-55 אחוזים (198 הנפקות) גייסו סכומים נמוכים מ-50 מיליון ש"ח (לוח 2). בחינה של היקפי הגיוסים בהשוואה לסך שווי שוק המניות מראה כי היקף הגיוסים הממוצע הוא פחות מאחוז משווי שוק המניות.

לוח 2: התפלגות ההנפקות הראשוניות לפי גודל ההנפקה		
גודל ההנפקה	מספר ההנפקות	היקף ההון המגויס (מיליוני ₪, מחירים קבועים של שנת 2000)
קטנות (פחות מ-50 מיליון ש"ח)	198	5,442
בינוניות (בין 50 ל-200 מיליון ש"ח)	129	1,2473
גדולות (בין 200 ל-1,000 מיליון ש"ח)	34	1,0740
גדולות מאוד (מעל 1,000 מיליון ש"ח)	3	8,753

4. מתודולוגיה

4.1. חישוב התשואה העודפת

שיטת מדידת הביצועים הנפוצה בספרות בעקבות Ritter (1991), שהיא גם השיטה העיקרית שבה נעשה שימוש בעבודה זו, היא חישוב תשואת ההחזקה העודפת – Buy-and-Hold Abnormal Return (BHAR) (לאחר התאמה בגין הדיבידנדים). אחד היתרונות של שיטה זו הוא שהיא משקפת את הביצועים של משקיע הרוכש את המניות בהנפקה ומחזיק אותן לאורך זמן (אסטרטגיה נפוצה בקרב משקיעים)⁷. שיטה זו גם מייחסת משקלות שווים לחברות המנפיקות ולא לתקופות ההנפקה, ובכך מתאימה יותר לגילוי ההתנהגות האסטרטגית של החברות. אם החברות אכן מתזמנות את השוק ובוחרות את התקופה המתאימה ביותר להנפקה, ייחוס משקלות שווים לתקופות שונות יקשה על זיהוי התשואות העודפות, כי התקופות שהחברות בחרו להנפיק בהן יקבלו אותו משקל כמו התקופות של מיעוט (או העדר) הנפקות.

ההגדרה של תשואת ההחזקה העודפת היא:

$$BHAR_T = \left[\prod_{i=1}^T (1 + r_{i,t}) - 1 \right] - \left[\prod_{i=1}^T (1 + r_{benchmark,t}) - 1 \right]$$

כאשר:

$r_{i,t}$ – התשואה של מניה i בתקופה t . $t = 1$ הוא יום המסחר הראשון לאחר ההנפקה.

$r_{benchmark,t}$ – התשואה של מדד הייחוס בתקופה t .

$$r_{benchmark,t} = \sum_{j=1}^J r_{j,t}$$

כאשר:

J – מדד הייחוס (קבוצת חברות מותאמות לפי הגודל/קבוצת חברות מותאמות לפי פוטנציאל הצמיחה)

$r_{benchmark,t}$ – התשואה של מדד הייחוס בתקופה t .

⁷ בספרות נמתחה ביקורת על שיטת מדידה זו: Mitchell & Stafford (2000) טענו שההנפקות מקובצות על פני זמן, ולכן קשה למדוד היטב את סטיות התקן של ביצועיהן (כלומר בגלל המתאם ביניהן), מה שפוגע בבדיקת ההשערות. לכך מצטרף גם Schultz (2003), הטוען שאין לייחס משקל עודף לחברות שהנפיקו בתקופה של "שוק חם", ויש למדוד את הביצועים בדרך אחרת: לייחס לכל התקופות אותו משקל, ללא קשר לשאלה כמה חברות הנפיקו בהן. חוקרים אלה מציעים למדוד את הביצועים על ידי חישוב התשואה בזמנים קלנדריים ולייחס, כאמור, משקלות שווים לכל התקופות ולא לכל החברות. Loughran & Ritter (2000), הדנים בשיטות השונות של מדידת הביצועים, מספקים תשובה לביקורת וקובעים שהשיטה המייחסת לכל החברות משקלות זהים היא המאפשרת לזהות את ביצועי החסר.

מעשה שימוש גם בחישוב התשואה המצטברת (Cumulative abnormal return (CAR). שיטה זו מחשבת את התשואות העודפות בכל תקופה, ואז צוברת את התשואות לאורך אופק ההשקעה. יתרונה לעומת שיטת BHAR הוא העדר רגישות לתצפיות חריגות (ראו (Gompers & Lerner (2003). לשם חישוב התשואה העודפת המצטברת נחשב תחילה את התשואה העודפת

$$ar_{i,t} = r_{i,t} - r_{benchmark,t}$$

ולאחר מכן את התשואה העודפת המצטברת לאופק ההשקעה (מספר החודשים) הרצוי:

$$CAR_T = \sum_{t=1}^T ar_t$$

4.2. מדדי הייחוס לשם חישוב התשואה העודפת

לשם חישוב התשואה העודפת נדרשת השוואה של ביצועי (תשואות) המניה לביצועים של מדד ייחוס (בנצ'מרק) מתאים, כך שהתשואה העודפת משקפת את ביצועי המניה בניכוי ביצועי מדד הייחוס. מדד הייחוס צריך לשקף את הביצועים ה"צפויים", כלומר הביצועים בהעדר ההנפקה. ישנן שתי גישות לבחירת מדד הייחוס (להרחבה ראו Loughran & Ritter (2000)): (1) הגישה הנורמטיבית, המציעה מודל שמספק תחזית של התשואה ה"צפויה". (המודלים המקובלים הם מודלים כגון CAPM או מודל שלושת הפקטורים של Fama⁸). התשואה העודפת מחושבת כהפרש בין ביצועי המניה לתחזית המודל. חסרונה של גישה זו הוא שאם המודל שגוי גם התשואה העודפת שחישבנו תהיה שגויה. התוצאה הזאת קיבלה את השם "בעיית ההשערה המשותפת" (joint hypothesis problem), שכן בחישוב אחד נבדקים הן נכונות המודל והן קיומה של תשואה עודפת. (2) הגישה הפוזיטיבית – לפיה יש לפקח על הגורמים שנמצאו באופן אמפירי משפיעים על התשואה, כגון גודל החברה (שווי השוק) ופוטנציאל הצמיחה שלה (יחס שוויה בספרים לשווי השוק שלה). באופן זה בחינת התשואה העודפת מאפשרת לבדוק אם ביצועי המניות של ההנפקות הראשוניות קשורים להשפעות של הגורמים האמורים, או שמא מדובר בתופעה נפרדת. בעבודה זו נבחרו שלושה מדדי ייחוס המבטאים את הגישה הפוזיטיבית:

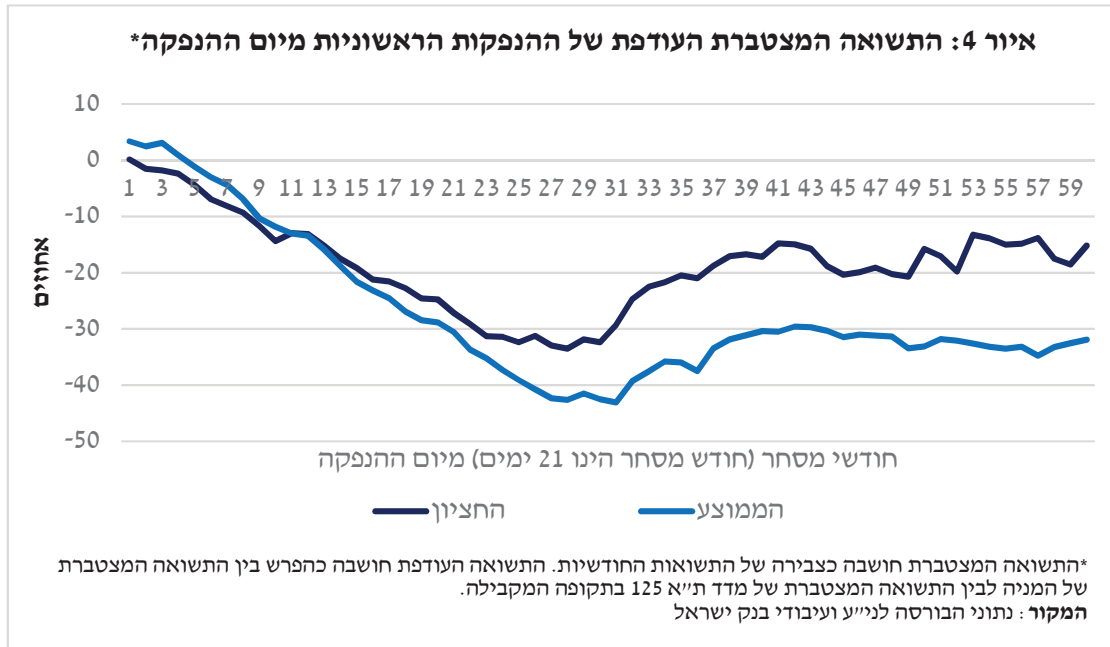
- **מדד השוק** – מדד זה משקף את החלופה אשר בוחר משקיע פסיבי, שהיה יכול להשקיע את הונו ב"כל שוק המניות" במקום להשקיע דווקא במניות שהונפקו לראשונה. מדד השוק מיוצג על ידי מדד ת"א 125.
- **חברות הדומות לאלה הנבדקות בגודלן** – לשם השוואת ביצועי המניות שהונפקו לראשונה לביצועי מניותיהן של חברות הנסחרות בשוק הותאמה לכל מניה קבוצת חברות בעלות שווי שוק דומה: לזה של החברה הנבדקת – החברה שהנפיקה מניות לראשונה. ההתאמה נערכה לפי שווי השוק של ההנפקה הראשונית בסוף יום המסחר הראשון. קבוצת הביקורת כללה את כל החברות שנסחרות במשך שנה אחת לפחות טרם יום ההנפקה, והפער בשווי השוק בינו לבין החברות המנפיקות לראשונה לא עולה על 10 אחוזים.
- **חברות הדומות לאלה הנבדקות ביחס השווי בספרים לשווי השוק** – יחס השווי בספרים לשווי שוק משקף את הערכות השוק לגבי פוטנציאל הצמיחה של החברה. לשם השוואת ביצועיהן של המניות שהונפקו לראשונה לאלה של חברות הנסחרות בשוק הותאמה לכל מניה קבוצת ביקורת, אשר כללה חברות שבהן יחס השווי בספרים לשווי השוק דומה לזה של החברה שהנפיקה את המניה. ההתאמה נערכה לפי יחס השווי בספרים לשווי השוק של ההנפקה הראשונית ברבעון

8 ראו Fama & French (1993).

ההנפקה. קבוצת הביקורת כללה את כל החברות שנסחרו במשך שנה אחת לפחות טרם יום ההנפקה, והפער בין יחס השווי בספרים לשווי השוק של חברת הביקורת לזה של החברה שהנפיקה לראשונה לא עולה על 10 אחוזים.

5. ביצועי המניות לאחר ההנפקה

איור 4 מציג את התפתחות התשואה המצטברת העודפת (בהשוואה למדד ת"א 125) לאורך זמן. התשואה חושבה בתדירות חודשית, וחודש מסחר מוגדר כ-21 ימי מסחר רצופים. ניתן לראות כי בתחילת המסחר (במשך כ-27 חודשי מסחר) ביצועי ההנפקות נעשים נחותים יותר עם הזמן. לאחר 27 חודשי מסחר המגמה מתהפכת: התשואה העודפת בתקופות הבאות חיובית, כפי מתבטא בחלק העולה של גרף התשואה. אולם השיפור בהמשך המסחר לא מצליח לפצות על הביצועים הנחותים בהתחלה, כך שבכל נקודת זמן התשואה העודפת המצטברת היא שלילית. ככל שהזמן עובר חלק מהחברות יוצאות מהשוק (מסיבות שונות, כגון מחיקה או מיזוג), וכתוצאה מכך המדגם שעבורו נמדדים הביצועים קטן עם הזמן, מה שמפחית את אמינות המדידה. יתר על כן, אם יש קשר בין ביצועי העבר לביצועים העתידיים יציאת חברות כושלות מהמדגם עשויה לתרום למגמת השיפור הנראית בגרף.



לוח 3 מציג את תשואות ההחזקה העודפות (BHAR) של מניות שהונפקו לראשונה ביחס לכל אחד ממדדי הייחוס (מדד ת"א 125, מדגם של חברות הדומות לחברות הנבחנות בגודלן ומדגם של חברות הדומות להן ביחס השווי בשווקים). ביצועי המניות נמדדו לאורך שלושה טווחים – שנה, שלוש שנים וחמש שנים מיום ההנפקה – כדי לבדוק אם ביצועי המניה השתנו במשך זמן. הממצאים מצביעים על ביצועי חסר באופן עקבי. התשואה העודפת ביחס למדד ת"א 125 מראה את ההבדל בין תשואת ההשקעה בשוק המניות הכללי לזו של ההנפקות הראשוניות. ניתן לראות כי התשואה העודפת היא שלילית בכל טווחי ההשקעה, וכי הארכת הטווח מגדילה את ההפסד. כך, משקיע שרכש מניות שהונפקו בסוף יום המסחר הראשון הפסיד בממוצע כ-12 אחוזים מהשקעתו ביחס לביצועי תיק השוק כעבור שנה, ההפסד הלך וגדל, וכעבור חמש שנים הגיע לכ-20 אחוזים. Barber & Lyon (1997) מציינים שהתפלגות הסטטיסטים מאופיינת בצידוד (skewness) וממליצים לבצע התאמות

לכך בבדיקת המובהקות הסטטיסטית. לכן נבדקה כאן מובהקות האומדים הן במבחני t סטנדרטיים⁹ והן בעזרת התיקון המוצע בגין הצידוד¹⁰. בדומה ל-Gompers & Lerner (2003) נמצא שהתוצאות בשני האופנים דומות מאוד, אולם שלא כמו במחקרם התוצאות במדגם הישראלי מובהקות בשני המבחנים.

גם השוואה לביצועי חברות דומות (מבחינת הגודל או פוטנציאל הצמיחה) מראה שביצועי המניות של ההנפקות הראשוניות נחותים: השוואת ההנפקות הראשוניות של החברות לאלה של חברות ותיקות הדומות להן בגודל (בשווי השוק) מלמדת שמשקיע אשר רכש מניות של הנפקות ראשוניות הפסיד לאחר שנה כ-12 אחוזים ביחס להשקעה בחברות ההשוואה (תוצאה דומה לזו של הביצועים ביחס למדד ת"א 125), ולאחר חמש שנים ההפסד גדל לכ-25 אחוזים. השוואה לביצועי חברות הדומות למנפיקות-לראשונה ביחס השווי בספרים לשווי השוק מציגה הפרש מתון יותר: לאחר שנה משקיע בהנפקות ראשוניות הפסיד כ-6 אחוזים, ולאחר חמש שנים ההפסד גדל ל כ-20 אחוזים. בסך הכול התמונה שמתקבלת מניתוח תשואת ההחזקה היא של ביצועי חסר באופן עקבי בהשוואה לכל מדדי הייחוס ובכל הטווחים.

מדידת ביצועים בשיטת התשואה העודפת המצטברת מעלה מסקנות דומות מבחינה איכותית – ביצועים נחותים בכל מדדי הייחוס ובכל הטווחים (לוח 4). מבחינה כמותית ישנם הבדלים מסוימים בתוצאות: חישוב תשואות ההחזקה העודפות (BHAR) הראה שהתשואות שליליות יותר ככל שטווח ההשקעה גדל, ואילו בשיטת התשואה העודפת המצטברת נראה שכעבור שלוש שנים ההפסד בהשוואה לאלטרנטיבה הוא הגדול ביותר.

לוח 3 : תשואות ההחזקה העודפות (BHAR) (ערכי t סטטיסטי בסוגריים)			
טווח ההשקעה (שנים)	מדד הייחוס		
	יחס השווי בספרים לשווי השוק	מדד ת"א 125	הגודל (שווי השוק)
1	-5.7% (-2.27)	-11.5% (-4.49)	-12.1% (-3.97)
3	-14.1% (-3.73)	-19.1% (-5.08)	-21.4% (-5.26)
5	-19.8% (-3.47)	-26.7% (-5.2)	-25.1% (-3.64)

9 סטטיסטי למבחן t סטנדרטי מחושב לפי הנוסחה:

$$t_{sa} = \sqrt{n} \left(S + \frac{1}{3} \hat{\gamma} S^2 + \frac{1}{6n} \hat{\gamma} \right)$$

10 סטטיסטי המבחן עם תיקון הצידוד מחושב לפי הנוסחה:

$$t_{stat} = \frac{\overline{AR}_\tau}{\sigma(AR_\tau)/\sqrt{n}}$$

כאשר:

$$S = \frac{\overline{AR}_\tau}{\sigma(AR_\tau)}, \quad \hat{\gamma} = \frac{\left(\sum_{i=1}^n (AR_{i,\tau} - \overline{AR}_\tau)^3 \right)}{n\sigma(AR_\tau)^3}$$

לוח 4: התשואה העודפת המצטברת (CAR) (ערכי t סטטיסטי בסוגריים)			
טווח השקעה (שנים)	מדד הייחוס		
	יחס השווי בספרים לשווי השוק	מדד ת"א 125	הגודל (שווי השוק)
1	-8.5% (-3.08)	-12.8% (-4.24)	-10.3% (-2.9)
3	-30.7% (-5.04)	-29.3% (-4.23)	-24.3% (-3.39)
5	-29.1% (-3.67)	-25.1% (-3.72)	-15.2% (-1.88)

6. סיכום

בבחינה של ביצועי המניות שהונפקו לראשונה בטווח הארוך, נמצא כי הנפקות ראשוניות מציגות תשואות עודפות שליליות בטווח הארוך, כלומר תשואות נחותות. תשואות עודפות שליליות התקבלו ביחס לשלושה מדדי ייחוס: מדד ת"א 125, מדגם של חברות הדומות לחברות הנבחנות בגודלן ומדגם של חברות הדומות להן ביחס השווי בספרים לשווי השוק. ביצועי המניות נמדדו לאורך שלושה טווחים שונים – שנה, שלוש שנים וחמש שנים מיום ההנפקה; זאת כדי לבדוק אם ישנן עדויות לשינוי בביצועי המניות לאורך זמן. נמצא כי המניות של ההנפקות הראשוניות הציגו תשואות עודפות שליליות ביחס לכל מדדי הייחוס בכל טווחי ההשקעה. בהשוואה לממצאים משווקים אחרים, שהציגו לעיתים תוצאות שאינן מובהקות סטטיסטית, התוצאות בישראל מובהקות יותר ומצביעות על תופעת "ביצועי החסר בטווח ארוך" בשוק המניות הישראלי. הסבר אפשרי לתופעה הוא אופטימיות יתר של המשקיעים, ולאורה תזמון עיתוי ההנפקה על ידי החברות. תמיכה עקיפה להסבר זה מתקבלת מביצועי החסר, המעידים על תשלום "פרמיה" על ידי המשקיעים ועל ריכוז ההנפקות בתקופות של שוק עולה – גלי הנפקות.

ביבליוגרפיה

בנק ישראל (2023). דוח לשנת 2022, תיבה ד'–1: "גלי ההנפקות וביצועי החברות לאחר ההנפקה בבורסה".

Altı, A. (2005). IPO Market Timing. *The Review of Financial Studies*, 18(3), 1105–1138. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi022>

Barber, M., & Lyon, D. (1997). Detecting long run abnormal performance.pdf. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 43, Issue 3, p. 32).

Bayar, O., & Chemmanur, T. J. (2011). IPOs versus acquisitions and the valuation premium puzzle: A theory of exit choice by entrepreneurs and venture capitalists. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(6), 1755–1793. <https://doi.org/10.1017/S0022109011000408>

Bayar, O., & Chemmanur, T. J. (2012). What drives the valuation premium in IPOs versus acquisitions? An empirical analysis. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 451–475. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2012.01.007>

Coakley, J., Hadass, L., & Wood, A. (2008). Hot IPOs can damage your long-run wealth! *Applied Financial Economics*, 18(14), 1111–1120. <https://doi.org/10.1080/09603100701564353>

Drobetz, W., Kammermann, M., & Wälchli, U. (2005). Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Evidence for Switzerland. *Schmalenbach Business Review*, 57(3), 253–275. <https://doi.org/10.1007/BF03396716>

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)

Gompers, P. A., & Lerner, J. (2003). The Really Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Pre-Nasdaq Evidence. *Journal of Finance*, 58(4), 1355–1392. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00570>

Kashefi Pour, E., & Lasfer, M. (2013). Why do companies delist voluntarily from the stock market? *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4850–4860. <https://doi.org/10.1016/J.JBANKFIN.2013.08.022>

Kooli, M., & Suret, J. M. (2004). The aftermarket performance of initial public offerings in Canada. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(1), 47–66. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(03\)00038-0](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(03)00038-0)

Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, 50(1), 23–51.

Loughran, T., & Ritter, J. R. (2000). Uniformly least powerful tests of market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 55(3), 361–389. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00054-9](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00054-9)

Lowry, M., Michaely, R., & Volkova, E. (2017a). Initial public offerings: A synthesis of the literature and directions for future research. *Foundations and Trends in Finance*, 11(3–4), 154–320. <https://doi.org/10.1561/05000000050>

Lowry, M., Michaely, R., & Volkova, E. (2017b). Initial Public Offerings: A Synthesis of the Literature and Directions for Future Research. *Foundations and Trends® in Finance*, 11(3–4), 154–320. <https://doi.org/10.1561/05000000050>

- Mitchell, M. L., & Stafford, E. (2000). Managerial decisions and long-term stock price performance. *Journal of Business*, 73(3), 287–329. <https://doi.org/10.1086/209645>
- Rajan, R. G., & Luigi Zingales. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 88(3), 559–586.
- Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00478>
- Schultz, P. (2003). Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs. *The Journal of Finance*, 58(2), 483–517.
- Spiess, D. K., & Affleck-Graves, J. (1995). Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 38(3), 243–267. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00817-K](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00817-K)
- Thomadakis, S., Nounis, C., & Gounopoulos, D. (2012). Long-term Performance of Greek IPOs. *European Financial Management*, 18(1), 117–141. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2010.00546.x>
- Yung, C., Çolak, G., & Wei Wang. (2008). Cycles in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 192–208. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.007>