הפקולטה לניהול
ע"ש קולר
אוניברסיטת תל אביב

מאמר זה פורסם בכתב העת "חידושים בניהול", גיליון מס' 17, אוקטובר 25,
היוצא לאור על ידי הפקולטה לניהול על שם קולר באוניברסיטת תל אביב.

רכישה חוזרת של מניות כאמצעי להגדלת שיעור החזקה

יעקב עודד

ד"ר יעקב עודד הוא חבר סגל בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב. בוגר תואר ראשון בהנדסת חשמל בהצטיינות מהטכניון חיפה, מוסמך בניהול בהצטיינות מאוניברסיטת תל אביב ובעל תואר דוקטור בכלכלה מימונית מאוניברסיטת קרנגי מלון בארצות הברית. לפני הצטרפותו לפקולטה לניהול כיהן כחבר סגל באוניברסיטת בוסטון בארצות הברית ועבד כמהנדס פיתוח בחברת מוטורולה. תחומי העניין והמחקר שלו מתמקדים בניהול פיננסי של חברות, ובעיקר במבנה ההון של החברה, מדיניות דיבידנדים ורכישה חוזרת של מניות, הערכת שווי, פשיטות רגל וניהול תאגידי. מאמריו התפרסמו בכתבי עת מובילים בתחום המימון.

תקציר

רכישה חוזרת של מניות הפכה לכלי המרכזי שבאמצעותו חברות מחזירות מזומנים למשקיעים, וממלאת כיום תפקיד דומיננטי אף יותר מחלוקת דיבידנדים. ספרות המחקר הציעה מגוון הסברים למהלך זה, ובהם איתות על תמחור חסר, צמצום "בעיית הסוכן" הנובעת ממזומנים חופשיים, שיקולי מס, וכן שיקולים התנהגותיים. מאמר זה מציע נוסף: שימוש ברכישה חוזרת לשם שימור ואף הגדלת שיעור ההחזקה של בעלי עניין בחברות המחלקות מניות לעובדים ולמנהלים. חלוקת מניות היא כלי תגמול אפקטיבי, אך היא מדללת את בעלי המניות הקיימים ומפחיתה את כוחם היחסי. רכישה חוזרת מאפשרת לבעלי עניין להשיב לעצמם בעלות ושליטה ואף להגדילן מבלי להוציא הון אישי. בנוסף, הרכישה החוזרת מקשה על המשקיעים לאתר את מידת הדילול בפועל, בניגוד לדיבידנד שבו ההשפעה על שיעורי ההחזקה גלויה וברורה. ניתוח מספרי ודוגמה אמפירית מחברה הנסחרת בנאסד"ק מדגימים כי לאורך שנים רכישות חוזרות סייעו לבעל שליטה להגדיל את שיעור החזקתו באופן ניכר, גם תוך מכירת חלק מהחזקותיו. המסקנה היא שרכישה חוזרת היא מנגנון אסטרטגי לא רק לחלוקת ערך אלא גם לשימור שליטה והעצמתה בחברות ציבוריות.

רכישה חוזרת של מניות היא כיום הדרך העיקרית שבה חברות מחזירות מזומנים למשקיעיהן. בשנות השמונים הכלי הזה למעשה לא היה בשימוש והדרך היחידה לחלוקת מזומנים למשקיעים הייתה דיבידנדים, אך כיום יותר משני שלישים מההחזר למשקיעים בחברות ה-S&P500 מבוצע על ידי רכישה חוזרת ורק כשליש באמצעות דיבידנדים. מגמת הגידול ברכישות חוזרות ממשיכה. בשנת 2024 ביצעו חברות ה-S&P500 רכישה חוזרת של מניות בהיקף של 940 מיליארד דולר, עלייה של כ-19% לעומת שנת 2023, שאף היא הייתה שנת שיא. בשנת 2025 הצפי הוא שהיקף הרכישות החוזרות יגדל ויעמוד על כ-1.1 טריליון דולר.[1]

א. מהי רכישה חוזרת של מניות?

ברכישה חוזרת של מניות, החברה רוכשת את מניותיה בחזרה מבעלי המניות ומשלמת את תמורתן למשקיעים. ישנן שיטות שונות לבצע רכישה חוזרת, ובמאמר זה נתמקד ברכישה בדרך של "תוכנית רכישה חוזרת". בשיטה זו מבוצעות כ-90% מהרכישות החוזרות של מניות (Banyi et al., 2008).[2] החברה יוצאת תחילה בהכרזה על תוכנית רכישה, שבה היא נוקבת במספר המניות שהיא מתכננת לרכוש או בסכום כספי שהיא מקציבה לרכישה. לאחר מכן החברה מתחילה לרכוש מניות בשוק הפתוח (הבורסה). ביצוע של תוכנית כזו נמשך בממוצע כשנה, אך היא יכולה להסתיים תוך מספר חודשים או מספר שנים (Stephens and Weisbach, 1998). החברה אינה מחויבת לרכוש את הכמות שעליה הכריזה, אך מחויבת לדווח על הרכישות בדוחות הכספיים. כלומר הציבור אינו יודע בזמן אמת שהחברה רוכשת אלא רק בדיעבד.

ב. הסיבות המרכזיות לרכישה חוזרת של מניות

בספרות הוצעו הסברים רבים לסיבות לרכישה חוזרת של מניות. תיאוריה אחת מבוססת על א-סימטריה באינפורמציה. היא מניחה שלמנהלי חברה תמיד יש אינפורמציה טובה יותר על החברה מאשר לשוק, מאחר שהם נחשפים לשינויים שקורים בחברה לפני הציבור. בפרט, הם יודעים טוב יותר מהשוק אם ומתי המחיר אינו משקף את השווי האמיתי. לכן לחברה שמתומחרת בחסר יש מוטיבציה להכריז על תוכנית רכישה חוזרת כדי לאותת לציבור ("לשלוח סיגנל") שהמניה מתומחרת בחסר. היא עושה זאת על ידי כך שהיא מגבה את דבריה במעשים ("Puts its money where its mouth is"), שהרי אם המניה מתומחרת ביתר, רכישה חוזרת תפגע בשווי המניות הנותרות. מאידך, היא תעלה את שוויין במצב של תמחור חסר (Ofer and Thakor, 1987; Oded, 2005, Bond and Zhong, 2016; Kumar et al., 2017). מוטיבציה נוספת/אחרת לרכוש את המניות כאשר הן מתומחרות בחסר יכולה להיות לא על מנת לאותת זאת לשוק, אלא דווקא כדי לנצל את תמחור החסר להשבחת שווי המניה (Chowdhry and Nandy 1994). רכישה בתמחור חסר משביחה את שווי המניות הנותרות מאחר שהחברה משלמת על המניות פחות משוויין.

תיאוריה אחרת שמנסה להסביר רכישות חוזרות של מניות מתבססת על "בעיית הסוכן" של מזומנים חופשיים. התיאוריה גורסת שכאשר יש לחברה יותר מזומנים ממה שהיא צריכה לפעילותה או להשקעה בפרויקטים כדאיים, המזומנים העודפים ("החופשיים") יתבזבזו. כלומר יוציאו אותם על דברים שאינם מוסיפים ערך ממשי לחברה. לפי תיאוריה זו, הסיבה לכך היא שלסוכן (המנהל) ישנם אינטרסים שונים מלבעלי המניות. בעלי המניות רוצים למקסם את שווי המניה, ואילו המנהלים מעוניינים למקסם את תועלתם שלהם. כלומר כל עוד המנהלים אינם מחזיקים ב-100% מהמניות, קיימת "בעיית סוכן" כשהם מקבלים את ההחלטות בחברה. במקרה הטוב המנהלים יוציאו מזומנים חופשיים על פרויקטים לא רווחיים או על שכירת עובדים לא נחוצים שתרומתם נמוכה מעלותם. במקרה הפחות טוב המזומנים החופשיים ינוצלו על ידי המנהלים לתועלתם הפרטית (מטוסים פרטיים, חפצי אומנות וכדומה). רכישה חוזרת של מניות (בדומה לדיבידנד ולריבית על חוב) פותרת בעיה זו. היא מוציאה את המזומנים מהחברה ומונעת את בזבוזם (Jensen, 1986; Stulz, 1990; Crane, Michenaud and Weston, 2016; Oded, 2025).

תיאוריות נוספות לגבי רכישה חוזרת של מניות מציעות הסברים אחרים, כגון הגדלת הרווח למניה על ידי הקטנת מספר המניות, רכישה משיקולי מס מאחר שהמס על רכישה חוזרת נמוך מהמס על דיבידנד (Black, 1976), הסברים התנהגותיים (Andreou et al., 2018), ועוד.

1 Wall Street Journal "Record buybacks fuel rally in U.S. Stocks" August 12, 2025

2 שאר הרכישות החוזרות מבוצעות בצורה של הצעת רכש לציבור (tender offer) או רכישה ישירות מבעל מניות מסוים (privately negotiated).

ג. רכישה חוזרת יכולה להיות גם אמצעי לשימור בעלות בחברה הנוהגת לחלק מניות לעובדיה

במאמר זה נציע מוטיבציה אחרת להכרזה על תוכנית רכישה חוזרת: הגדלה או שימור שיעור הבעלות בחברה של בעלי עניין.[3] מספר מאמרים אמפיריים מצביעים על קשר חיובי בין תגמול מנהלים ועובדים בצורה של מניות ואופציות לבין רכישה חוזרת של מניות (Bonaime and Ryngaert, 2013; Ben-Raphael, Oded and Wohl, 2014; Cziraki and Gider, 2021). לתגמול עובדים במניות יש צדדים חיוביים רבים, במיוחד משום שהוא מגביר את עניינם בהצלחת החברה ומחליף תגמול במזומן. אולם ככל שהחברה מחלקת יותר מניות למנהליה ולעובדיה, כך היא מדללת יותר את בעלי המניות הקיימים ובכך מקטינה את השווי למניה.

על מנת להתרכז בהשפעות מכניזם הרכישה החוזרת על שיעור ההחזקה ולא בהשפעות אחרות, נניח במאמר זה כי מסחר תמיד מתבצע בשווי הוגן[4] ונתעלם לחלוטין מהשפעות מיסוי ושנאת סיכון. חשוב להדגיש כי רכישה חוזרת במחיר הוגן לא מעלה חזרה את השווי למניה, מאחר שתמורת המניות שהחברה רוכשת היא משלמת מזומנים מקופת החברה בהתאם לשוויין. אולם הרכישה כן מגדילה בחזרה את אחוז הבעלות של מי שאינו מוכר. באופן כזה בעלי עניין יכולים להשתמש בתוכנית רכישה חוזרת על מנת לסתור את הדילול כתוצאה מחלוקת מניות לעובדים ואף להגדיל את בעלותם. מאחר ששיעור בעלות בחברה מכתיב יכולת השפעה ושליטה בה, רכישה חוזרת של מניות יכולה לעזור לבעלי ענין בחברה הנוהגת לחלק מניות לעובדיה לשמר (ואף להגדיל) את שליטתם.

כמובן שבעלי עניין יכולים גם לשמר ולהגדיל את החזקתם בחברה על ידי רכישה ישירה של מניות, אך ברכישה ישירה הם צריכים להוציא כסף מכיסם על מנת לקנות מניות. הדבר מגדיל את חשיפתם לסיכון החברה, חשיפה שלרוב כבר גדולה ממילא. בנוסף, לא תמיד יש להם את המשאבים האישיים לבצע רכישה כזו. לעומת זאת, רכישה חוזרת מאפשרת להם להגדיל את בעלותם בחברה מבלי להוציא שקל מכיסם.

הרכישה החוזרת אינה מבטלת את הדילול **בשווי** המניות כתוצאה מחלוקת המניות, שכן החברה משלמת על המניות את שוויין, והרכישה מגדילה את אחוז הבעלות רק למי שאינו מוכר מניות. כלומר, ברכישה החוזרת המשקיעים בוחרים אם למכור מניות דרך הבורסה ולקבל תמורה כספית עבורן, או לא למכור מניות ולהגדיל בעלות. אם הם יחליטו לא למכור מניות, הם לא יקבלו מזומנים מהחברה אך החזקתם בחברה תגדל. הרכישה כן "מסתירה את הדילול" כתוצאה מחלוקת המניות, מאחר שהיא מקזזת את הגידול **במספר** המניות כתוצאה מהתגמול במניות.

מדוע שחברה תרצה להסתיר דילול הנגרם כתוצאה מחלוקת מניות? ישנו קונפליקט מתמיד בין גופים חיצוניים המשקיעים בחברה ומייצגים את בעלי המניות מהציבור – "המשקיעים המוסדיים" (קרנות נאמנות, חברות ביטוח, פנסיה ועוד) – לבין המשקיעים הפנימיים בחברה, שהם המנהלים ולפעמים גם בעלי השליטה. לעיתים מתייחסים בספרות לקונפליקט זה כאל "בעיית הסוכן". דוגמה רווחת לכך היא חבילות השכר למנהלים שעולות להצבעה באספת בעלי המניות ונדחות על ידי הגופים המוסדיים. חלוקת מניות לעובדים ומנהלים היא שיטת תגמול שבה פחות ברור כמה שווי מועבר מאשר במתן מזומן (שכר). כאשר אין רכישה חוזרת ניתן להבחין ישירות בהעברת השווי הזו ממעקב פשוט אחרי הגידול במספר המניות, אך רכישה חוזרת מסתירה זאת. נכון שתמיד אפשר להתעמק בדוחות הכספיים ולבדוק מה עשתה החברה, אך הדבר מצריך מאמץ שלא כל משקיע יטרח לעשות.[5] כמובן שהרצון להסתיר דילול תלוי באיכות הממשל התאגידי של החברה. ככל שהוא טוב יותר, יש פחות חשש שמטרת הרכישה החוזרת היא להסתיר העברת שווי מחלוקת מניות.

עוד נציין שמה שקורה ברכישה חוזרת של מניות שונה מקנייה/מכירה פשוטה בבורסה שבה החברה אינה צד למסחר במניותיה. זאת מפני שבמסחר רגיל משקיעה יודעת שאם היא מוכרת מניות היא מקטינה את אחוז בעלותה בחברה, ואם

3 יש בספרות התייחסויות לרכישה של מניות מבעלי מניות מסוימים על מנת לבטל את כוח השפעתם (Peyer and Vermaelen 2005), אך למיטב ידיעתי אין מחקרים על שימוש בתוכנית רכישה חוזרת לצורך שימור שליטה.

4 מחיר הוגן (Fair Price) הוא המחיר המשקף את השווי הכלכלי של המניה. בפועל, מחיר השוק של המניה אינו תמיד שווה לשווי הכלכלי שלה (למחיר ההוגן). מחיר השוק מושפע גם מהיצע וביקוש באותו רגע, אינפורמציה לא שלמה, וסנטימנט.

5 הספרות במימון התנהגותי מתארת מצבים רבים שבהם המשקיעים לא עושים את הדבר הרציונלי והנכון, כגון בדיקת הדוחות, לעיתים משיקולי נוחות.

היא לא מוכרת, בעלותה נשארת ללא שינוי. כאשר החברה רוכשת, המשקיעה תמיד מושפעת: אם תמכור כשהחברה רוכשת – החזקתה תרד; אם לא תמכור –החזקתה תעלה.

נסכם: חלוקת מניות לעובדים ולמנהלים מדללת את החזקות בעלי העניין בה ויכולה להחליש את שליטתם בחברה. לעומת זאת, רכישה חוזרת של מניות מגדילה את הבעלות של מי שאינו מוכר את מניותיו לחברה. כך יכולים בעלי עניין להגדיל את החזקתם בחברה מבלי להוציא שקל מכיסם. בפרט, רכישה חוזרת מאפשרת להם לשמר את רמת הבעלות והשליטה בחברה, גם כאשר במקביל חלוקת מניות לעובדים ולמנהלים מדללת אותה. עם זאת, למרות שרכישה חוזרת של מניות עוזרת להסתיר את הדילול במספר המניות הנגרם כתוצאה מחלוקת מניות למנהלים ועובדים, היא אינה מבטלת את הדילול בשווי.

ד. דוגמה מספרית

כדי להמחיש את השפעת חלוקת מניות על הבעלות בחברה נשתמש בדוגמה מספרית. נניח שבעל עניין/שליטה (היפותטי) בחברה מחזיק ב-40 מניות מתוך 100, כלומר 40%. הוא נוהג לחלק מדי שנה מניות לעובדיו. חלוקה זו מדללת את החזקתו בחברה, ואם השליטה חשובה לו מדובר בסיבה לדאגה מבחינתו. כיצד יכול בעל השליטה למנוע את דילול החזקתו? אם יורה על רכישה חוזרת של מניות הוא יוכל למנוע את הדילול. נניח שבשנה מסוימת הוא מחלק לעובדיו 20 מניות כתגמול. במצב כזה מספר המניות עולה מ-100 ל-120, ובעל השליטה נותר עם 40 מניות בלבד, כלומר חלקו יורד ל-33% (40/120). בעל המניות יכול להורות לחברה לרכוש בחזרה 20 מניות. החברה מוציאה מזומן ומקבלת מניות, ואם הדבר נעשה במחיר הוגן אין כל פגיעה בשווי לבעלי המניות ובמקביל הוא יחזיר לעצמו את השליטה. בתום הרכישה יש לו שוב 40 מניות מתוך 100, כלומר הוא שומר על 40% בעלות בחברה.

כמובן שאין צורך לעצור כאן. בעל שליטה לא צריך לחיות כמו נזיר. נניח שבעל השליטה רוצה גם לממש מניות בלי לדלל את בעלותו. נניח שהוא מעוניין למכור 10 מניות ולצרוך את תמורתן. בהנחה שהוא עדיין מתגמל את עובדיו ב-20 מניות, הדבר יגרום לירידת בעלותו בחברה מ-40 מניות ל-30 מתוך 120 (כלומר מ-40% ל-25%). אם הוא מעוניין לשמר את בעלותו בחברה, הוא יכול להורות לחברה לרכוש חזרה 45 מניות במזומני החברה. בתום הרכישה יש לחברה 75 מניות ובבעלותו יש 30 מניות (כלומר 40% מהחברה). נדגיש כי בשני התרחישים אין פגיעה בשווי לאף משקיע מאחר שהחברה משלמת מחיר הוגן עבור המניה. מזומנים יוצאים מהחברה והשווי שלה יורד, אך במקביל מספר המניות יורד והשווי למניה נשאר זהה. משקיעים שבחרו למכור מניות בזמן שהחברה רכשה, קיבלו תמורתן מחיר הוגן. הם למעשה החליפו נייר ערך במזומן שווה ערך ולכן עושרם בתום הפעולה נותר ללא שינוי.

ה. דוגמה מהפרקטיקה להשלכות רכישה חוזרת על שיעור החזקת בעלי העניין בחברה

לאחר שהבהרנו כי רכישה חוזרת משנה את בעלות המשקיעים בחברה (מקטינה את שיעור הבעלות למי שמוכר במהלך הרכישה ומגדילה למי שאינו מוכר), נבחן את ההשלכות המעשיות של פעילות זו. נתמקד במיוחד בהשפעתה על בעלי עניין בחברה, אך נראה שלהשפעה זו יש גם השלכות מעבר לכך. לשם כך ניעזר בדוגמה של חברה הנסחרת בחו"ל (בבורסת נאסד"ק) הנוהגת לרכוש את מניותיה בחזרה. במקביל, החברה גם מנפיקה מניות לעובדיה כחלק מהתגמול שלהם, מה שמגדיל את מספר המניות הקיים. טבלה 1 עוקבת אחר הרכישות החוזרות של החברה על פני תקופה של 21 שנה. מתחילת שנת 2004 (סוף 2003), השנה הראשונה שבה החברה התחילה לרכוש מניות, ועד לסוף שנת 2024, השנה האחרונה שלגביה קיימים נתונים מלאים. נציין עוד כי במהלך התקופה הנבחנת החברה לא הנפיקה כלל מניות לציבור.

העמודה הראשונה של הטבלה (עמודה A) מייצגת את השנה, והעמודה השנייה (עמודה B) את מספר המניות המונפקות והנפרעות בסוף כל שנה. כפי שניתן לראות בעמודה B, מספר המניות הצטמצם מכ-249 מיליון בסוף שנת 2003 לכ-108 מיליון בסוף שנת 2024. כיצד פחת מספר המניות? עמודה C מתארת את כמות המניות שהחברה רכשה בכל שנה. ניתן לראות שבמהלך השנים החברה רכשה כ-220 מיליון מניות (סכימה של עמודה C). עמודה C לא מספרת את כל הסיפור, מאחר שאם נחסיר מכ-249 מיליון את הרכישה (220 מיליון), נגיע ל-29 מיליון מניות בלבד ולא ל-108 מיליון, מספר המניות בפועל בסוף 2024. מאחר שכאמור לא הונפקו מניות לציבור

טבלה 1: התפתחות מספר מניות החברה, הרכישה החוזרת, וחלוקת מניות 2003-2024

A	B	C	D	E	F	G	H	I
Year	Shares Outstanding (Millions) year end	Shares Repurchased (Millions)	Yearly change in number of shares	New shares issued to insiders	Accumulative repurchase	Shares the firm would have had without repurchase	end of year market cap (Millions)	end of year share price
2003	249.276	0.000	3.325	3.325	0.000	249.276	4,203	16.86
2004	248.217	11.973	-1.059	10.914	11.973	260.190	6,114	24.63
2005	244.309	10.600	-3.908	6.692	22.573	266.882	4,901	20.06
2006	226.690	22.300	-17.619	4.681	44.873	271.563	4,969	21.92
2007	218.553	9.000	-8.137	0.863	53.873	272.426	4,799	21.96
2008	210.042	10.900	-8.511	2.389	64.773	274.815	3,989	18.99
2009	209.099	7.800	-0.943	6.857	72.573	281.672	7,084	33.88
2010	208.414	5.650	-0.685	4.965	78.223	286.637	9,641	46.26
2011	205.892	5.590	-2.522	3.068	83.813	289.705	10,818	52.54
2012	199.029	9.483	-6.863	2.620	93.296	292.325	9,482	47.64
2013	192.263	10.149	-6.766	3.383	103.445	295.708	12,401	64.5
2014	183.791	11.207	-8.472	2.735	114.652	298.443	14,440	78.57
2015	174.902	9.000	-8.889	0.111	123.652	298.554	14,234	81.38
2016	165.975	12.033	-8.927	3.106	135.685	301.660	14,018	84.46
2017	159.034	12.298	-6.941	5.357	147.983	307.017	16,479	103.62
2018	155.380	10.341	-3.654	6.687	158.324	313.704	15,950	102.65
2019	145.467	11.200	-9.913	1.287	169.524	314.991	16,141	110.96
2020	137.152	11.400	-8.315	3.085	180.924	318.076	18,229	132.91
2021	129.065	10.900	-8.087	2.813	191.824	320.889	15,044	116.56
2022	120.762	10.300	-8.303	1.997	202.124	322.886	15,235	126.16
2023	112.906	9.900	-7.856	2.044	212.024	324.930	17,251	152.79
2024	108.387	7.700	-4.519	3.181	219.724	328.111	20,236	186.70
Total		219.724	-140.889	78.835				
Number of shares firm would have had W/O repurchase						328.111		
Number of shares firm would have had W/O repurchase and W/O issuar						249.276		
Number of shares firm would have had W repurchase and W/O issuance						29.552		

במהלך כל התקופה, הסיבה להבדל בהכרח היא שבמהלך התקופה החברה הנפיקה מניות למנהליה ולעובדיה.

נתבונן למשל בטבלה בשורה של שנת 2004. מספר המניות בתחילת השנה (עמודה B) הוא 249.2 מיליון ובסוף השנה הוא 248.2 מיליון. החברה דיווחה על רכישה חוזרת של כ-12 מיליון מניות (עמודה C). עמודה D מתארת את ההפרש השנתי במספר המניות שדיווחה החברה ומצביעה על ירידה של כ-1 מיליון מניות בשנת 2004. מדוע הירידה במספר המניות בשנת 2004 היא של 1 מיליון ולא של 12 מיליון? באין הנפקות לציבור, ההפרש יכול לנבוע אך ורק מחלוקת מניות למנהלים ולעובדים. כלומר אם נרכשו חזרה 12 מיליון מניות ומספר המניות ירד רק ב-1 מיליון, המשמעות היא שבשנת 2004 החברה תגמלה את עובדיה בכ-11 מיליון מניות. עמודה E מחשבת בצורה זו את מספר המניות שחולקו למנהלים ועובדים על ידי החברה בכל שנה. עמודה F סוכמת את מספר המניות המצטבר שהחברה רכשה החל משנת 2004 על בסיס עמודה C, ועמודה G מתארת את מספר המניות שהיו אם החברה לא הייתה רוכשת מניות (סכמה של עמודה B ועמודה F).

כלומר קורים כאן שני דברים במקביל. ישנה חלוקת מניות שמגדילה את כמות המניות, ורכישה חוזרת שמקטינה אותה. חלוקת המניות מדללת את שווי המניות הקיימות, והרכישה החוזרת אינה מבטלת את הדילול בשווי אלא משנה את חלוקת הבעלות בחברה. היא מקטינה את הבעלות תמורת כסף למי שמוכר (דרך הבורסה) לחברה, ומגדילה את הבעלות במקום לקבל כסף למי שלא מוכר.

חישוב דומה לזה שעשינו לשנת 2004 על פני כל התקופה, מסגיר שבין סוף שנת 2003 לסוף 2024 החברה הנפיקה לעובדיה 79 מיליון מניות (סכמת עמודה E). ללא תוכנית

טבלה 2: התפתחות הרכישה החוזרת של החברה, חלוקת מניות, ובעלות בעל העניין 2003-2024

A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
Year	Shares Outstanding (Millions) year end	Shares Repurchased (Millions)	Yearly change in number of shares	New shares issued to insiders	Accumulative repurchase	Shares the firm would have had without repurchase	end of year market cap (Millions)	end of year share price	Insider in Control's Ownership (Millions)	Ownership Percentage (%)	Insider's Ownership Percentage (%) without repurchase
2003	249.276	0.000	3.325	3.325	0.000	249.276	4,203	16.86	29.198	11.71%	11.71%
2004	248.217	11.973	-1.059	10.914	11.973	260.190	6,114	24.63	31.103	12.53%	11.95%
2005	244.309	10.600	-3.908	6.692	22.573	266.882	4,901	20.06	31.114	12.74%	11.66%
2006	226.690	22.300	-17.619	4.681	44.873	271.563	4,969	21.92	31.707	13.99%	11.68%
2007	218.553	9.000	-8.137	0.863	53.873	272.426	4,799	21.96	33.310	15.24%	12.23%
2008	210.042	10.900	-8.511	2.389	64.773	274.815	3,989	18.99	33.314	15.86%	12.12%
2009	209.099	7.800	-0.943	6.857	72.573	281.672	7,084	33.88	32.763	15.67%	11.63%
2010	208.414	5.650	-0.685	4.965	78.223	286.637	9,641	46.26	31.964	15.34%	11.15%
2011	205.892	5.590	-2.522	3.068	83.813	289.705	10,818	52.54	32.111	15.60%	11.08%
2012	199.029	9.483	-6.863	2.620	93.296	292.325	9,482	47.64	32.018	16.09%	10.95%
2013	192.263	10.149	-6.766	3.383	103.445	295.708	12,401	64.5	31.436	16.35%	10.63%
2014	183.791	11.207	-8.472	2.735	114.652	298.443	14,440	78.57	31.386	17.08%	10.52%
2015	174.902	9.000	-8.889	0.111	123.652	298.554	14,234	81.38	31.263	17.87%	10.47%
2016	165.975	12.033	-8.927	3.106	135.685	301.660	14,018	84.46	30.504	18.38%	10.11%
2017	159.034	12.298	-6.941	5.357	147.983	307.017	16,479	103.62	31.184	19.61%	10.16%
2018	155.380	10.341	-3.654	6.687	158.324	313.704	15,950	102.65	27.811	17.90%	8.87%
2019	145.467	11.200	-9.913	1.287	169.524	314.991	16,141	110.96	29.164	20.05%	9.26%
2020	137.152	11.400	-8.315	3.085	180.924	318.076	18,229	132.91	28.704	20.93%	9.02%
2021	129.065	10.900	-8.087	2.813	191.824	320.889	15,044	116.56	28.370	21.98%	8.84%
2022	120.762	10.300	-8.303	1.997	202.124	322.886	15,235	126.16	29.150	24.14%	9.03%
2023	112.906	9.900	-7.856	2.044	212.024	324.930	17,251	152.79	29.745	26.34%	9.15%
2024	108.387	7.700	-4.519	3.181	219.724	328.111	20,236	186.70	28.797	26.57%	8.78%
Total		219.724	-140.889	78.835							
Number of shares firm would have had W/O repurchase							328.111				
Number of shares firm would have had W/O repurchase and W/O issuance							249.276				
Number of shares firm would have had W repurchase and W/O issuance							29.552				

רכישה חוזרת היו לחברה כיום 328 מיליון מניות (השורה התחתונה של עמודה G). חלוקת המניות גורמת למעשה להעברת שווי של 79 מיליון מניות למנהלים ועובדים. העברת הערך לעובדים היא 79/328, כלומר 24% משווי החברה. העברת ערך זו מבוצעת באמצעות דילול: אותו שווי מתחלק על פני מספר גדול יותר של מניות. יש להניח כי העובדים הרוויחו את התגמול הזה בכבוד וביושר. כאמור, תגמול זה מתמרץ עובדים לעבוד במסירות רבה יותר, מחליף תגמול בשכר, מקל על תזרים המזומנים של החברה, ועוד (יש לכך עדויות רבות בספרות). אולם חשוב שציבור המשקיעים ידע כמה התגמול הזה עלה לו – 24% משווי החברה. רכישה חוזרת של מניות מסתירה דילול זה מאחר שהיא מראה ירידה במספר המניות, אך שוב חשוב להדגיש שהיא אינה מבטלת אותו. תחת הנחתנו המפשטת שהרכישה (שכאמור מתבצעת בשוק הפתוח) מתבצעת במחיר הוגן המשקף את שווי המניה, אין למעשה ברכישה החוזרת העברת עושר. החברה משלמת למוכרים את התמורה ההוגנת עבור המניה.[6]

6 אם רכישה מתבצעת במחיר נמוך מהשווי היא למעשה משביחה שווי למי שלא מוכר, ואם המכירה נעשית במחיר גבוה מהשווי היא פוגעת במי שלא מוכר, אך זהו נושא לדיון אחר שבמאמר זה לא ניגע בו על מנת להתרכז בהשפעה על ההחזקה.

ו. דיבידנד כחלופה לרכישה חוזרת

מה היה קורה אם במקום לרכוש מניות בחזרה החברה הייתה מחלקת דיבידנד? במקרה של חלוקת דיבידנד אין למשקיעים שיקול דעת. הם אינם יכולים לבחור בין קבלת מזומנים תוך הקטנת בעלות לבין אי מכירה תוך הגדלת בעלות, מאחר שדיבידנד הוא חלוקה מנדטורית למשקיעים. חלוקת דיבידנד היא פעולה דומה לרכישה חוזרת של מניות בכך שגם היא מעבירה כסף מן החברה אל בעלי המניות. ההבדל הוא שדיבידנד אינו משנה את מספר המניות ולכן אינו משנה את שיעור הבעלות של המשקיעים. המשקיעים מקבלים כסף מהחברה וכתוצאה מכך שווי החברה יורד, ואיתו השווי למניה יורד גם הוא. לכן, בדומה לרכישה חוזרת, גם דיבידנד לא היה מונע את הדילול בשווי המניות כתוצאה מחלוקת מניות לעובדים ומנהלים.

כדי לראות זאת, נתמקד בשורה התחתונה בטבלה 1 המייצגת את סוף שנת 2024, ונשאל מה היה קורה אילו בכל שנה במקום לרכוש מניות החברה הייתה מחלקת דיבידנד.[7] בתרחיש כזה, מספר המניות בסוף שנת 2024 היה עומד על 328 מיליון ולא על 108 מיליון (תחתית עמודה G), מאחר שהחברה לא הייתה רוכשת את 220 מיליון המניות שהיא רכשה במהלך 21 השנים האחרונות (תחתית עמודה F). שווי החברה תחת חלוקת דיבידנד היה בדיוק אותו השווי כפי שהוא תחת רכישה חוזרת, כלומר 20.236 מיליארד דולר (תחתית עמודה H). אולם מאחר שמספר המניות היה גבוה יותר בחלוקת דיבידנד לעומת ברכישה חוזרת, המחיר למניה היה מחושב על ידי חלוקת שווי זה ב-328 מיליון מניות ולא ב-108 מיליון. לכן השווי למניה היה עומד על 61.7 דולר במקום 186.7 דולר. זהו למעשה ההבדל העיקרי בין רכישה חוזרת לדיבידנד. ברכישה חוזרת של מניות (במחיר הוגן) מספר המניות קטן והמחיר לא משתנה. בדיבידנד מספר המניות נשאר זהה והמחיר יורד. במונחי "עושר" המשקיע אדיש בין התרחישים: אם הוא מקבל דיבידנד, מחיר המניה קטן בגובה הדיבידנד למניה. אם החברה מבצעת רכישה חוזרת והוא משתתף פרופורציונית במכירה לחברה, הוא נשאר עם אותה כמות כסף בכיס כמו במקרה של חלוקת דיבידנד, אך עם פחות מניות ששוות אותו הדבר. למרות זאת, בחלוקת דיבידנד אפקט הדילול ברור. משקיע יודע שמספר המניות גדל מ-249 מיליון ל-328 מיליון ומבין שמתן מניות למנהלים ועובדים דילל את בעלותו. הרבה יותר קשה להבחין שהתרחש דילול כתוצאה מחלוקת מניות אם במקביל במקום לחלק דיבידנד החברה רוכשת מניות בחזרה. במקרה של רכישה חוזרת יש לבצע את החישוב שעשינו לעיל על מנת לנטרל את ההשפעה של הרכישה החוזרת ולחלץ את הדילול כתוצאה מחלוקת מניות.

נתעמק כעת בשינוי הבעלות בחברה כתוצאה מרכישה חוזרת של מניות. נחשוב תחילה על משקיע שמחזיק 1% ממניות החברה בסוף 2003 ומחליט לא להשתתף ברכישה החוזרת, כלומר הוא אינו מוכר מניות בשוק כשהחברה קונה בשוק. ניזכר שמספר המניות ירד מ-249 מיליון בסוף שנת 2003 ל-108 מיליון בסוף שנת 2024. המשמעות היא ששיעור בעלותו בחברה גדל, מכיוון שהוא עדיין מחזיק ב-2.49 מיליון מניות מתוך 108 מיליון, לפיכך בעלותו בחברה עולה מ-1% ל-2.3%. אולם בהתאם לחישוב שעשינו לעיל, ראינו שהחברה גם חילקה 79 מיליון מניות לעובדים. הרכישה החוזרת מסתירה מפני בעל המניות את הדילול בשווי מאחר שהוא רואה את בעלותו עולה מ-1% ל-2.3%.

נניח כעת שבמקום לרכוש מניות בחזרה, החברה הייתה מחלקת דיבידנד. במקרה כזה הייתה למשקיע זה בעלות של 2.49 מיליון מניות מתוך 328 מיליון, כלומר 0.76% בלבד מהחברה. הירידה בבעלות הייתה משקפת לו בדיוק את הדילול בפועל, מאחר שדיבידנד לא משנה את הבעלות על החברה. במקרה של דיבידנד הוא היה מקבל מהחברה סכום כספי גבוה יותר לאורך השנים, אולם במקביל מחיר המניה היה יורד (כפי שראינו לעיל הוא היה עומד על 61.7 דולר במקום 186.7 דולר). למעשה אין השפעה על העושר שלו – לא במקרה של דיבידנד ולא במקרה של רכישה חוזרת.

נדגיש שוב כי דיבידנד מסגיר מייד את הדילול כתוצאה ממתן מניות לעובדים: הבעלות של המשקיע יורדת מ-1% ל-0.76%. רכישה חוזרת מסתירה את הדילול שנגרם ממתן מניות לעובדים. משקיע שלא משתתף ברכישה החוזרת (לא מוכר) רואה את בעלותו היחסית עולה מ-1% ל-2.3%. מאחר שהוא רואה את בעלותו עולה, קשה לו להבחין שאכן דולל ועד כמה דולל.

7 נזכיר שוב כי במאמר זה אנו מתעלמים מהשפעות מיסוי על מנת להתרכז בהשפעות המכניות. בפועל, מאחר שחלוקת דיבידנדים ורכישות חוזרות ממוסות בצורה שונה, יש גם למיסוי השפעה על ההבדלים בין השיטות והשפעתן על השווי למשקיעים.

ז. רכישה חוזרת יכולה להגדיל שליטה גם אם מוכרים מניות

נחזור לחברה הנסחרת בנאסד"ק שבה דנו קודם ונתמקד בבעל שליטה בה. טבלה 2 מוסיפה לטבלה 1 (עמודות A עד I) ניתוח על החזקת בעל השליטה (עמודות J עד L).

התפתחות ההחזקות של בעל העניין לאורך השנים מדווחת בעמודה J. בתחילת התקופה, בסוף שנת 2003, הוא החזיק ב-29.2 מיליון מניות. בתום התקופה, בסוף שנת 2024, היו בבעלותו 28.8 מיליון מניות (תחתית עמודה J).

מבדיקת כל טופסי הדיווח של בעל העניין במהלך התקופה,[8] עולה כי הוא מכר 0.6 מיליון מניות בשנת 2013 תמורת כ-70 מיליון דולר ו-1.3 מיליון מניות בשנת 2024 תמורת כ-200 מיליון דולר.[9] כלומר, בסך הכול הוא מכר במהלך התקופה 1.9 מיליון מניות תמורת כ-270 מיליון דולר.

מאחר שבסוף שנת 2003 היו בידיו 29.2 מיליון מניות ובמהלך התקופה הוא מכר 1.9 מיליון מניות, מספר המניות שבידיו היה אמור לרדת ל-27.3 מיליון מניות (29.2 – 1.9 = 27.3), אך בפועל היו בידיו 28.8 מניות. המשמעות היא שבמהלך התקופה גם הוא קיבל תגמול נוסף של 1.5 מיליון מניות (28.8 – 27.3 = 1.5). עמודה K מתארת את השינוי בשיעור בעלותו של בעל העניין בחברה (חלוקה של עמודה J בעמודה B). עמודה K מראה כי בעקבות הרכישה החוזרת שיעור בעלותו בחברה גדל מ-11.7% בשנת 2003 ל-26.6% בשנת 2024. עמודה L מתארת כיצד היה שיעור בעלותו בחברה משתנה ללא רכישה חוזרת של מניות (חלוקה של עמודה J בעמודה G). ניתן לראות כי ללא רכישה חוזרת, שיעור בעלותו בחברה היה יורד מ-11.71% בשנת בסוף שנת 2003 ל-8.8% בסוף שנת 2024.

באמצעות רכישה חוזרת, בעל השליטה הצליח להגדיל את החזקתו בחברה בצורה דרמטית למרות שמכר יותר מניות ממה שתוגמל. ונדגיש שוב, תחת הנחתנו שהרכישה החוזרת מתבצעת במחיר הוגן של המניה, אין במהלך זה פגיעה בציבור. בעל השליטה הצליח להגדיל את שליטתו בכך שלא מכר מניות בשיעור שבו החברה רכשה את מניותיה, אלא מכר בשיעור נמוך משמעותית. כמובן שללא תוכנית רכישה חוזרת הוא היה יכול להגדיל את החזקתו מ-8.8% ל-26.6% על ידי רכישה ישירה של מניות בשוק. ניתן להראות שלשם כך הוא היה צריך לרכוש 58.4 מיליון מניות. בהנחה שהיה רוכש אותן במחיר הממוצע לתקופה, 122 דולר למניה, הוא היה צריך להוציא מכיסו כ-7,122 מיליון דולר!

נקודה מעניינת נוספת: כאמור, בעל השליטה מכר במהלך התקופה 1.9 מיליון מניות תמורת כ-270 מיליון דולר. ניתן לראות בעמודה I כי מחיר המניה עלה בעקביות במהלך השנים והגיע ל-186.7 דולר בסוף שנת 2024. אם הוא לא היה מוכר במהלך התקופה, הוא היה יכול בסוף 2024 למכור את אותה כמות מניות תמורת 186.7 דולר למניה (תחתית עמודה I) ולקבל תמורתן 355 מיליון דולר (1.9X186.7) במקום 270 מיליון דולר. אולם מדובר ב"חוכמה שבדיעבד" מפני שמחיר המניה יכול היה גם לרדת ולא לעלות. אם בהמשך החברה הייתה קורסת, הוא לפחות קיבל סכום כספי כלשהו ממכירת המניות. יתרה מזאת, בעל העניין מכר מניות בהיקף נמוך ממה שהחברה רכשה. הדבר מלמד שהוא האמין בחברה נוכח המכירה המועטה יחסית שביצע, ובדיעבד צדק.

לסיכום

1. רכישה חוזרת מאפשרת לבעלי שליטה לשמר או להגדיל את שליטתם בחברה אם הם לא מוכרים מניות או מוכרים בפרופורציה נמוכה מזו שבה החברה קונה מניות.
2. רכישה חוזרת מאפשרת לחברה "להסתיר" את הדילול הנובע מחלוקת מניות למנהלים ועובדים אך כלל אינה מונעת אותו.

ד"ר יעקב עודד oded@tauex.tau.ac.il

8 ככלל, בעלי עניין מחויבים לדווח על מסחר אישי שלהם במניה לרשות לניירות ערך (בארה"ב ל-SEC).

9 שינויים בהחזקות בעל השליטה בין השנים מרמזים כי ייתכן שהיו לבעל השליטה מכירות נוספות אולם לא נמצאו דיווחים על כך פרט לשתי המכירות המצוינות לעיל.

רשימת מקורות

Andreou, P., C., Cooper, I., de Olalla Lopes, I.G., and Louca, C., 2018. Managerial overconfidence and the buyback anomaly. *Journal of Empirical Finance*, 49, 142–156.

Banyi, M., Dyl, E., Kahle, K., 2008. Errors in estimating share repurchases. *Journal of Corporate Finance* 14, 460–474.

Ben Rephael, A., Oded, J., and Wohl, A., 2014. Do firms buy their stock at bargain prices? Evidence from actual share repurchase disclosure. *Review of Finance* 18, 1299–1340.

Black, F., 1976. The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management* 2, 5–8.

Bonaime, A., Ryngaert, M., 2013. Insider trading and share repurchases: Do insiders and firms trade in the same direction? J*ournal of Corporate Finance* 22, 35–53.

Bond, P., Zhong, H., 2016. Buying high and selling low: Stock repurchases and persistent asymmetric information. R*eview of Financial Studies* 29, 1409–1452.

Chowdhry, B., Nanda, V., 1994. Repurchase premia as a reason for dividends: A dynamic model of corporate payout policies. *Review of Financial Studies* 7, 321–350.

Crane, A., Michenaud, S., Weston, J., 2016. Effects of institutional ownership on payout policy: Evidence from index thresholds. *Review of Financial Studies* 29, 1377–1408.

Cziraki, P., Gider, J., 2021. The dollar profits to insider trading. *Review of Finance* 25, 1547–1580.

Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, 323–329.

Kumar, P., Langberg, N., Oded, J., Sivaramakrishnan, K., 2017. Voluntary disclosures and strategic stock repurchases. J*ournal of Accounting and Economics* 63, 207–230.

Oded, J., 2005. Why do firms announce open-market stock repurchase programs? *Review of Financial Studie*s 18, 271–300.

Oded, J., 2025. Why do firms repurchase their overpriced shares? Forthcoming in *Journal of Banking and Finance*.

Ofer, R., Thakor, A., 1987. A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends. *Journal of Finance* 42, 365–394.

Peyer, U., and Vermaelen, T., 2005. The many facets of privately negotiated stock repurchase. *Journal of Financial Economic*s 75, 361–395.

Stephens, C., Weisbach, M., 1998. Actual share reacquisition in open-market repurchase programs. *Journal of Finance* 53, 313–333.

Stulz, R., 1990. Managerial discretion and optimal .nancing policies. *Journal of Financial Economics* 26, 2–28.