



שתיקה שווה זהב? כיצד מגבלות על דיווח משפיעות על חוסר הסכמה בין משקיעים

מנחם (מני) עבודי בית הספר למנהל עסקים אוניברסיטת בר-אילן	אפרת שוסט המחלקה לניהול ולכלכלה האוניברסיטה הפתוחה
---	---

תקציר

עבודה זו בוחנת את השפעתה של הנחיה (רגולציה) המגבילה את שיקול הדעת של חברות בדיווח על אירועים מהותיים על רמת אי-ההסכמה בין המשקיעים (Investor disagreement) באשר לערך החברה. התוצאות מראות כי בתקופה שלאחר ההנחיה – בה רמת הדיוק של הדיווחים אמורה להיות גבוהה יותר – ירדה מידת אי ההסכמה בין המשקיעים בשוק לאחר פרסום דיווח מיידי יחסית לתקופה שלפני ההנחיה. ירידה זו חלה בעיקר לגבי הודעות חיוביות של חברות המדגם, בעוד שמידת אי ההסכמה לא השתנתה באופן מובהק בעקבות הודעות שליליות של חברות אלו. ממצאים אלו עולה, שאיסור על גילוי מידע וולונטרי עשוי, במקרים מסוימים, להביא לשיפור הדיווחים לציבור המשקיעים ולהקטנת אי ההסכמה ביניהם.

מילות מפתח: רגולציה, אי ההסכמה בין משקיעים, היקף מסחר, גילוי מידע וולונטרי

1. מבוא

שנתיים ורבעוניים, וכן דיווחים על אירועים מהותיים שונים בחיי החברה (הצעת מיזוג, מינוי נושאי משרה וכו'). בנוסף, חברות רשאיות לגלות לציבור המשקיעים מידע נוסף, לפי שיקול דעתן – זהו דיווח וולונטרי. במסגרת זו חברה עשויה לבחור לגלות למשקיעים על אירועים שהיא אינה מחוייבת לדווח עליהם, כגון משא ומתן עם לקוחות פוטנציאליים, ופרוייקטים עתידיים שהיא שוקלת לבצע.¹ ההשקפה האקדמית והרגולטורית המסורתית רואה בחיוב דיווח וולונטרי, שכן הוא

מהו ההיקף הרצוי של גילוי מידע מצד חברות למשקיעיהן? סוגיה זו עומדת במוקד דיונים רבים בקרב אקדמאים, רגולטורים ומשקיעים. בשל חשיבותו של המידע לצורך קבלת החלטות השקעה, הגופים הרגולטוריים (רשות ניירות ערך, גופי תקינה חשבונאית וכו') מגדירים את סוגי המידע שחברות ציבוריות מחוייבות לדווח למשקיעים, דהיינו דיווח מנדטורי. דוגמאות בולטות לכך הן דוחות כספיים

¹ ראוי לסייג כי במקרים מסוימים בהם אירועים אלו הינם מהותיים ביותר לחברה, היא עשויה להיות מחוייבת לדווח עליהם, אולם על פי רוב זה לא יהיה המקרה.

המודל התיאורטי של Kim and Verrecchia (1994), ככל שהמידע המפורסם לציבור הינו בעל רמת דיוק נמוכה יותר, צפוי שהוא יגרום לאי הסכמה גדולה יותר בין המשקיעים ולהיקף מסחר גבוה יותר. מחקרים נוספים רבים, הן תיאורטיים והן אמפיריים, מצאו שהיקף מסחר חריג, כלומר היקף המסחר במניה במועד האירוע מעבר להיקף המסחר הנורמלי במניה, מלמד על עלייה ברמת אי ההסכמה בין משקיעים (ר' לדוגמה Garfinkel and Sokobin, 2006, Bamber et al., 2011, D'Augusta et al., 2016).² הסיבה לכך היא שאי הסכמה בין המשקיעים מביאה למסחר רב יותר – משקיעים הסבורים שמחיר המניה צפוי לרדת מוכרים אותה למשקיעים הסבורים שמחיר המניה יעלה.

Abudy and Shust (2020) מניחים כי ההנחיה, אשר נועדה לשפר את איכות הדיווחים בענף הגז והנפט, הביאה לשיפור רמת הדיוק שלהם. לכן, השערת המחקר היתה שבעקבות ההנחיה תחול ירידה באי ההסכמה בין המשקיעים בעקבות דיווחים מיידיים, אשר תבוא לידי ביטוי בהיקף מסחר חריג נמוך יותר במניה, יחסית לתגובת המשקיעים בעקבות דיווחים מיידיים בתקופה שקדמה להנחיה. לצורך הבדיקה האמפירית של השערה זו נאספו כל הדיווחים המיידיים של החברות הציבוריות הפועלות בתחום חיפושי הגז והנפט בשנים 2009-2015. מספר הדיווחים הכולל במדגם היה 564, כאשר 138 מהם בוצעו בתקופה שלפני פרסום הנחיה הגילוי ו- 426 בוצעו בתקופה שלאחר מכן. הניתוח התבסס על שני מדדים של אי הסכמה בין משקיעים (Investor disagreement) אשר הוצגו ב-Garfinkel and Sokobin (2006) וב-Garfinkel (2009). מדדים אלו בוחנים את היקף המסחר החריג במניה בחלון זמן האירוע. התוצאות הראו כי בשני המדדים חלה ירידה מובהקת בתקופה שלאחר ההנחיה יחסית לתקופה שקדמה להנחיה. כלומר, דיווח מיידי שהתבצע בתקופה שלאחר ההנחיה הביא לאי הסכמה (disagreement) נמוכה יותר מאשר דיווח

נותן בידי המשקיעים מידע נוסף הרלוונטי לצורך קבלת החלטות. ההנחה העומדת בבסיס עמדה זו הוא שאף אם טיב המידע שהחברה מדווחת נמוך, חזקה על המשקיעים שידעו לפרש אותו ולתת לו את המשקל הראוי.

למרות זאת, ייתכנו מקרים חריגים בהם הרגולטור יגיע למסקנה כי יש לאסור או לצמצם את הגילוי הוולונטרי. מקרה ייחודי כזה אירע בישראל בשנת 2011, כאשר הרשות לניירות ערך יזמה הנחיית גילוי לחברות הפועלות בתחום חיפושי הגז והנפט (להלן: ההנחיה). לפי הנחיה זו, אשר עוגנה בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל-1970, נאסר על החברות לדווח לציבור על אירועים שאינם מנויים ברשימה סגורה שנקבעה בהנחיה. משמעות ההנחיה היא כי נמנע מחברות הגז והנפט דיווח וולונטרי לפי שיקול דעתן. הרקע לקביעת הנחיה זו היה שורת ליקויים שהרשות לניירות ערך זיהתה בדיווחים מיידיים שחברות אלו פרסמו לציבור, ובפרט דיווח על אירועים שאינם מהותיים ודיווח לא ברור. מטרת הרשות לניירות ערך היתה לשפר את איכות הדיווחים בענף זה על ידי קביעת סטנדרטים אחידים ומניעת דיווחים בעלי ערך אינפורמטיבי נמוך.

השלכותיה של הנחיה ייחודית זו נבחנו ב-Abudy and Shust (2020). הטענה במחקר היתה שהליקויים שאפיינו דיווחים של חברות גז ונפט (לפני ההנחיה) גרמו לכך שהמידע המדווח היה "רועש" ובעל מידת דיוק (precision) נמוכה, כלומר מידע שקשה להסיק את השפעתו על שווי החברה. מחקרים קודמים קושרים בין רמת דיוק נמוכה, אי הסכמה בין המשקיעים (Investor disagreement) והיקף המסחר במניה. אי הסכמה בין המשקיעים היא מצב שבו משקיעים שונים החשופים לאותו מידע ציבורי מגיעים למסקנות שונות על שווי החברה, כפי שנוסח ב-Rubinstein (1993): "Agents reading the same morning newspapers with the same stock price lists will interpret the information differently".

Bamber and Cheon (1995), Kandel and Pearson (1995), Bamber et al. (1997), and Garfinkel (2009).

² על הקשר הכללי בין היקף מסחר לבין אי הסכמה בין משקיעים ר' גם, Varian (1985), Karpoff (1986), Holthausen and Verrecchia (1990), Harris and Raviv (1993), Kim and Verrecchia (1991, 1997),

התנהגותם, וכך תועלת השחקנית יפגע (להרחבה, ראו Kandel, Mugerman and Winter, 2020).

2. רקע: התעוררות תחום חיפוש הגז ונפט בישראל, הדיווח למשקיעים, והנחיית הגילוי של הרשות לני"ע

החל משנות החמישים של המאה הקודמת חברות עסקו בחיפוש מאגרי נפט וגז טבעי בישראל. חיפושים אלו כשלו ברובם, ולאורך השנים אותרו רק מעט מאגרים קטנים. בינואר 2009 חלה תפנית כאשר התגלתה כמות גדולה מאד של גז טבעי בקידוח "תמר" לחופי ישראל. תגלית זו הפיחה רוח חדשה בענף חיפוש הגז והנפט: חל גידול ניכר במאמצי החיפוש, וחברות חדשות נכנסו לענף פעילות זה.³ בה בעת, שוק ההון הביע עניין רב במנייתיהן של חברות הפועלות בתחום זה. לפי הרשות לניירות ערך, בשנת 2008 היקף המסחר היומי הממוצע במניות בתחום חיפוש גז ונפט היה פחות מ-10 מיליון ₪, כ-1% מהיקף המסחר היומי הכולל בבורסה. לעומת זאת, בספטמבר 2010 היקף המסחר היומי במניות בתחום זה הגיע לכ-450 מיליון ₪, והיווה כ-30% מסך המסחר היומי בבורסה. במקביל, חברות רבות בענף גייסו הון מהציבור, כהנפקה ראשונית או כהנפקה נוספת של חברה נסחרת: על מנת לסבר את האוזן, בשנים 2009-2011 בוצעו 29 הנפקות לציבור של חברות לחיפוש גז ונפט.⁴

הגידול בפעילות העסקית והבורסאית של חברות גז ונפט הביא לגידול משמעותי בהיקף הדיווחים המיידיים שחברות אלו פרסמו לציבור. לפי תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), תש"ל-1970, חברה ציבורית נדרשת לפרסם דיווח מידי כאשר מתרחש בה אירוע משמעותי, לרבות אירוע החורג מעסקיה הרגילים אשר עשויה להיות לו השפעה מהותית על החברה, וכן כל אירוע או ענין שיש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של התאגיד. מטרת החובה לפרסם דיווחים מיידיים היא לתת בידי הציבור באופן מלא

מידי שהתבצע בתקופה שלפני ההנחיה. שיעור הירידה בהיקף המסחר החריג נאמד ב-40%-60%, כך שהוא משמעותי מבחינה כלכלית.

ניתוח נוסף שביצעו Abudy and Shust (2020) השווה בין השפעתה של ההנחיה על סוגים שונים של דיווחים מידיים. הסברה שהעלו היתה שעיקר ליקויי הדיווח היו בדיווחים שנתפסו כחיוביים שכן לחברות גז ונפט היה רצון לעורר התלהבות במשקיעים בתקופה של תשומת לב מוגברת בשוק לתחום זה, שבו גם בוצעו הנפקות רבות של מניות. לפיכך, חברות אלו פרסמו דיווחים חיוביים לכאורה, כשלמעשה רמת האינפורמטיביות שלהם היתה נמוכה. לכן, צפוי שההנחיה (שמטרתה לשפר את טיב הדיווחים) תשפיע באופן חזק על דיווחים חיוביים, ובאופן חלש יותר, אם בכלל, על דיווחים שליליים. לצורך בדיקת השערה זו, כל אחד מהדיווחים במדגם סווג כ"חיובי" או "שלילי" על בסיס תשואת המניה של החברה המדווחת בעת פרסום הדיווח. הממצאים אכן הראו כי היקף המסחר החריג (קרי רמת אי ההסכמה) בעקבות דיווחים "חיוביים" ירד באופן משמעותי בעקבות הנחיית הגילוי, בעוד שהיקף המסחר החריג בעקבות דיווחים "שליליים" לא השתנה באופן מובהק.

לסיכום, הממצאים ב- Abudy and Shust (2020) תומכות בהשערה כי הנחיית הגילוי הביאה לשיפור ברמת הדיוק של הדיווחים בתחום הגז והנפט, בפרט דיווחים הכוללים מידע הנתפס על ידי המשקיעים כחיובי. המסקנה העולה מכך היא שאיסור על גילוי מידע וולונטרי עשוי, במקרים מסויימים, להביא לשיפור הדיווחים לציבור המשקיעים ולהקטנת אי ההסכמה ביניהם. ממצא זה מקביל לממצאים בתורת המשחקים, לפיהם בסיטואציות אינטרקטיביות, בהם שחקנים צריכים להחליט באיזו דרך לפעול, יתכנו מצבים בהם לשחקנית עדיף לא לפעול להשגת מידע – גם כאשר מדובר במידע אותו ניתן להגיש ללא עלות. הסיבה לכך היא שיתר הצדדים לאינטרקציה יכולים לשנות את

³ גופים בתחום חיפוש הגז והנפט מאוגדים בחברות בע"מ או כשותפויות מוגבלות. לצרכי מאמר זה, אין הבדל בין שתי צורות התאגדות אלו. לכן, לצורך הקיצור, בכל מקום בו רשום במאמר זה חברות הכוונה היא הן לחברות והן לשותפויות. באופן דומה, בכל מקום בו

⁴ רשום מניות, הכוונה היא הן למניות והן ליחידות השתתפות בשותפות מוגבלת.
⁴ מקור: התפתחות ענף הגז והנפט בישראל, תכלית תעודות סל, פברואר 2012.

על רקע ליקויי הדיווח שזוהו, פרסמה הרשות לניירות ערך ב- 6 בדצמבר 2010 טיוטת להערות הציבור של הנחיה בעניין גילוי ייעודי לפעילות גז ונפט. מנהלת מחלקת תאגידים ברשות לניירות ערך, ישראל גוטמן-עמירה, תיארה את הדיווח הקיים בענף ואת מטרת ההנחיות באופן הבא:

"הדיווחים היום זה כמו ציור של פיקאסו - כל אחד מדווח משהו שהוא אולי מבין והמשקיעים לא מבינים. אין אחידות. מטרתנו היא להפוך את זה לציור של מונה - לדווח כדי שהכל יקבל פרספקטיבה ולשים סוף לספקולציות ולקונספירציות"⁶

במרץ 2011, לאחר קבלת הערות מהציבור, התקבל הנוסח הסופי של הנחיית הגילוי בנוגע לפעילות חיפוש והפקת גז ונפט.⁷ במסגרת ההנחיה נקבעה רשימה סגורה של אירועים אשר חברה הפועלת בתחום חייבת לדווח בעת התרחשותם. יתר על כן, נקבע כי:

"תאגיד המבקש לדווח אודות אירוע שאינו מנוי ברשימה המפורטת להלן, לא יעשה כן אלא לאחר שהגיע למסקנה כי יש באירוע משום מידע מהותי למשקיע סביר השוקל מכירה או רכישה של ניירות ערך של התאגיד ואין בו כדי להטעות משקיע כאמור, ובלבד שיודגשו בדיווח הנימוקים למסקנתו בדבר היות האירוע מהותי, תוך התייחסות לכלל הנתונים הרלוונטיים שיבטיחו כי אין בדיווח כדי להטעות ולאחר שפורטו הבקורות שנקט התאגיד על מנת להבטיח את מהימנות הדיווח."

משמעות הדבר היא כי שיקול הדעת של חברות העוסקות בחיפוש והפקת גז ונפט, בבואן לדווח על אירועים מהותיים, צומצם באופן ניכר. חברות אלו יכולות לדווח רק בקורות אחד מהאירועים המנויים בהנחיה, ונדרשות לעמוד בנטל כבד על מנת לדווח

ומהיר את המידע הנדרש לצורך קבלת החלטות השקעה. לאור השונות הגדולה בין חברות הפועלות בתחומים שונים, תקנות ניירות ערך אינן כוללות רשימה סגורה של אירועים שחלה עליהן חובת דיווח, ויש לחברות שיקול דעת בהחלטה האם אירוע מסוים דורש דיווח או לא. בנוסף לכך, חברה ציבורית רשאית לדווח לציבור המשקיעים מידע נוסף שאינו כפוף למסגרת חוברת הגילוי. דיווח שכזה קרוי דיווח וולונטרי, והוא נעשה לפי שיקול דעת החברה. במסגרת זו חברה עשויה לבחור לגלות למשקיעים על אירועים כגון תחילת משא ומתן עם לקוחות פוטנציאליים ופעולות עתידיות שהיא שוקלת לבצע. מדובר באירועים שאין חובה לדווח עליהם.

בסוף שנת 2010 הרשות לניירות ערך הבחינה בליקויים בדיווחיהן על אירועים לא מהותיים של חברות גז ונפט. דיווחים אלו כללו "מיחזור" מידע שכבר דווח קודם לכן, דיווחים לא ברורים בפורמט המשתנה מחברה לחברה, ושימוש רב במונחים טכניים שאינם תורמים להערכת שוויה הכלכלי של החברה. יתר על כן, הרשות אף מצאה שדיווח היתר, אשר לא נתן למשקיעים מידע חדש, יצר כשלעצמו עניין בקרב המשקיעים וגרם לתנודות בשער המניה. מבין הדיווחים שפורסמו לציבור באותה העת, להלן דוגמה לדיווח אשר אינו מביא מידע חדש בעל ערך מהותי למשקיעים:⁵

"כאמור בדו"ח המידי מיום 21.7.2010 השותף הכללי ממתין לקבלת דו"ח הנדסי מפורט לגבי מגד 5 ושדה מגד. השותף הכללי מתכבד להודיע כי קיבל טיוטה (לא מושלמת) של החלק הראשון של הדו"ח האמור וכעת לומד אותה ומנתח אותה ע"מ לנסח את ההודעה לציבור.

הודעה הנ"ל צפויה להיות מוכנה לפרסום בעוד יומיים שלושה."

⁷ נוסח ההנחיה זמין באתר הרשות לניירות ערך, https://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_5606.pdf

⁵ דיווח של גבעות עולם חיפושי נפט שותפות מוגבלת מיום 15 באוגוסט 2010.

⁶ מקור: גלובס, 6.12.2020, <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000605850>

המסחר במניה מושפע מהמידע החדש הזמין למשקיעים, אשר משתקף בתשואות המניה (Holthausen and Verrecchia, 1990). לצורך חישוב המדד נאמדת רגרסיה של היקף המסחר על הערך המוחלט של תשואות המניה החיוביות ושל תשואות המניה השליליות במהלך התקופה הקודמת לאירוע [t-5, t+54]. לאחר מכן, המדד מחושב כהיקף המסחר בפועל בניכוי היקף המסחר הצפוי באותו יום על בסיס תשואות המניה במועד זה והמקדמים שנמצאו ברגרסיה, מתוקנן בסטיית התקן של שאריות הרגרסיה. הנוסחאות להלן מציגות את חישוב SUV:

$$SUV_{i,t} = \frac{UV_{i,t}}{S_{i,t}} \quad (3)$$

$$UV_{i,t} = Volume_{i,t} - E[Volume_{i,t}] \quad (4)$$

$$E[Volume_{i,t}] = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \cdot |R_{i,t}|^+ + \hat{\beta}_2 \cdot |R_{i,t}|^- \quad (5)$$

כאשר $Volume_{i,t}$ הוא לוג היקף המסחר ו- $R_{i,t}$ הוא תשואת מניה i ביום t , ו- S היא סטיית התקן של שאריות הרגרסיה.

על מנת לנתח את השפעת הנחיית הגילוי על אי ההסכמה בין המשקיעים בעקבות דיווחים מיידיים, Abudy and Shust (2020) אמדו את הרגרסיה להלן:

$$AB_VOL_{i,t} = \alpha + \beta_1 RULE_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 BV_MV_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 RET_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

כאשר $AB_VOL_{i,t}$ הוא היקף מסחר חריג, אשר נמדד בכל פעם באמצעות אחד משני מדדים (ΔTO) או SUV; $RULE_{i,t}$ הוא משתנה דמי אשר ערכו שווה ל-0 עבור הדיווחים שאירעו בתקופה שלפני ההנחייה (ינואר 2009 – מרץ 2011) ו-1 עבור הדיווחים שאירעו לאחר מכן (אפריל 2011 – דצמבר 2015); $SIZE_{i,t}$ הוא הלוג של שווי נכסי החברה, $BV_MV_{i,t}$ הוא היחס בין שווי ההון העצמי בספרים לבין שווי השוק של ההון העצמי, $LEV_{i,t}$ הוא המינוף הפיננסי של החברה, אשר שווה ליחס בין החוב לבין שווי הנכסים שלה, ו- $RET_{i,t}$ הוא תשואת המניה, אשר משקפת את כמות המידע

על אירוע שאינו כלול ברשימה. לאור היקף הדרישות בהן יש לעמוד והחשיפה הפוטנציאלית להליכים רגולטוריים ולתביעות, הנחיית הגילוי מונעת, למעשה, מחברות לדווח על אירועים שאינם ברשימה⁸. יוצא, שההנחה מצמצמת את שיקול הדעת של חברות גז ונפט בדיווח ומונעת מהן לדווח מידע וולונטרי, כלומר מידע מעבר לזה שהן מחויבות לדווח.

3. מתודולוגיה ומדגם

המחקר מדד אי הסכמה בין משקיעים באמצעות שני מדדים המבוססים על היקף מסחר חריג, אשר הוצגו ב-Garfinkel and Sokobin (2006) ו-Garfinkel (2009). המדד הראשון הוא ΔTO , שהוא היקף החורג מהיקף מסחר מותאם שוק (unexplained market-adjusted turnover). המסחר המותאם לשוק הוא המסחר היומי הממוצע במניה (מספר המניות שנשחרו ביחס לסה"כ המניות המונפקות) בניכוי המסחר היומי הממוצע בבורסה בכללותה. ההיקף החורג מהיקף המסחר המותאם לשוק הוא ההפרש בין המסחר המותאם לשוק בחלוף זמן האירוע [t-1, t+1] לבין המסחר המותאם לשוק הנורמלי, כפי שנאמד בתקופה של 50 ימי מסחר לפני האירוע [t-54, t+54]. להלן הגדרת ΔTO :

$$MATO_{i,t} = \left(\frac{Vol_{i,t}}{Shr_{i,t}} \right)_{firm} - \left(\frac{Vol_t}{Shr_t} \right)_{market} \quad (1)$$

$$\Delta TO_{i,t} = \frac{\sum_{t=-1}^1 MATO_{i,t}}{3} - \frac{\sum_{t=-54}^{-5} MATO_{i,t}}{50} \quad (2)$$

כאשר $Vol_{i,t}$ ו- $Shr_{i,t}$ מייצגים את היקף המסחר ומספר המניות המונפקות, בהתאמה, של חברה i ביום t , ו- $Vol_{m,t}$ ו- $Shr_{m,t}$ מייצגים את היקף המסחר ומספר המניות המונפקות הכולל בבורסה ביום t .

המדד השני של היקף מסחר חריג הוא SUV, היקף מסחר חריג מתוקנן (standardized unexplained volume). ההנחה הגלומה במדד זה היא שהיקף

⁸ הוראה זו עוגנה במסגרת סעיף 14 בתוספת אחת עשרה לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970.

המדגם. 138 מהדיווחים פורסמו לפני הנחיית הרשות לניירות ערך (בתקופה ינואר 2009 – מרץ 2011), ו- 426 הנותרים פורסמו לאחר ההנחיה (בתקופה אפריל 2011 – דצמבר 2015).

4. תוצאות

לוח 1 מציג את תוצאות האמידה של משוואה (6). הטבלה מציגה ארבע ספציפיקציות של המשוואה, כאשר בשתיים מהן המשתנה התלוי הוא ΔTO ובשתי הנוספות המשתנה התלוי הוא SUV. כפי שניתן לראות, בכל הספציפיקציות המקדם של RULE שלילי ומובהק: כאשר המשתנה התלוי הוא ΔTO (עמודות 1 ו-2), המקדם של RULE הוא כ-0.364 ($p\text{-value}=0.062$), וכאשר המשתנה התלוי הוא SUV (עמודות 3 ו-4) המקדם של RULE הוא 1.026- בספציפיקציה אחת ו-1.036- בספציפיקציה השניה (בשני המקרים $p\text{-value}<0.001$). על מנת לבחון את המשמעות הכלכלית של התוצאות נחשב את ערכי ΔTO ו- SUV הצפויים לפני ואחרי הנחיית הגילוי, בהתבסס על מקדמי הרגרסיות ועל הערכים הממוצעים של משתני הביקורת במדגם. לפי החישוב, לאחר ההנחייה חלה ירידה בשיעור של כ-60% בערכי ΔTO , וירידה בשיעור של כ-60% בערכי SUV. עולה מכך שהנחיית הגילוי הביאה לירידה משמעותית באי ההסכמה בין המשקיעים בעקבות דיווחים מיידיים של חברות גז ונפט.

שהגיע לשוק ההון באותו המועד. כמו כן נכלל ברגרסיות firm fixed effect. אם הנחיית הגילוי אכן הקטינה את אי ההסכמה בין המשקיעים, בהתאם להשערת המחקר, המקדם של RULE אמור להיות שלילי ומובהק.

בשלב הבא, על מנת לבחון האם להנחיית הגילוי היתה השפעה שונה על דיווחים חיוביים ושליליים, Abudy and Shust (2020) הוסיפו לרגרסיה משתנה דמי אשר מייצג דיווחים שנתפסו על ידי המשקיעים כחיוביים:

$$AB_VOL_{i,t} = \alpha + \beta_1 RULE_{i,t} + \beta_2 POS_{i,t} + \beta_3 RULE_{i,t} * POS_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 BV_MV_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 RET_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

כאשר $POS_{i,t}$ הוא משתנה דמי אשר שווה ל-0 אם תשואת המנייה של החברה המדווחת בחלון זמן הדיווח $[t-1, t+1]$ היתה שלילית, ול-1 אם התשואה בחלון זמן זה היתה חיובית. מקדם שלילי (חיובי) מובהק על האינטרקציה $RULE*POS$ משמעו שההנחייה הפחיתה את היקף המסחר החריג בעקבות דיווחים חיוביים באופן משמעותי יותר (פחות) מאשר במקרה של דיווחים שליליים.

לצורך הניתוח האמפירי, Abudy and Shust (2020) אספו מדגם הכולל את כל הדיווחים המיידיים של חברות בתחום חיפושי הגז והנפט בשנים 2009-2015. המדגם כולל 564 דיווחים אשר פורסמו על ידי 20 החברות בתחום זה אשר נסחרו בבורסה בתקופת

לוח 1: השפעת הנחית הגילוי על אי-ההסכמה בין המשקיעים בעקבות דיווחים מיידיים

הטבלה מציגה את תוצאות האמידה של משוואה 6. ברגרסיות (1), (2) המשתנה התלוי הוא ΔTO. ברגרסיות (3), (4) המשתנה התלוי הוא SUV. המשתנים התלויים בוחנים את רמת אי ההסכמה (disagreement) בקרב המשקיעים, ומוגדרים בחלק 2 במאמר. RULE הוא משתנה דמי שווה לאפס בתקופה לפני ההנחיה (ינואר 2009 עד מרץ 2011) ולאחד אחריה. SIZE הוא הלוג של שווי ההון העצמי של החברה. MV_BV הוא היחס בין שווי ההון בעצמי בספרים לשווי ההון העצמי בשוק. LEV מציין את המנוף הפיננסי של החברה ו-RET הוא תשואת המניה בחלון סביב הדיווח (-1, +1). כל הרגרסיות מכילות firm fixed effects. ערכי P מצויים בסוגרים. *, **, *** מציינים מובהקות סטטיסטית (דו-צדדית) ברמה של 15%, 5% ו 1%, בהתאמה.

	ΔTO		SUV	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	-0.904 (0.427)	-0.910 (0.425)	-1.419 (0.202)	-1.442 (0.194)
RULE	-0.364* (0.062)	-0.365* (0.062)	-1.026*** ($<.0001$)	-1.036*** ($<.0001$)
SIZE	0.172* (0.081)	0.171* (0.082)	0.272*** (0.005)	0.272*** (0.005)
BV_MV	0.069 (0.532)	0.075 (0.504)	-0.066 (0.535)	-0.054 (0.619)
LEV	-0.791 (0.381)	-0.747 (0.410)	0.335 (0.699)	0.385 (0.657)
RET		-1.172 (0.674)		-2.321 (0.389)
R ²	0.1088	0.1075	0.1182	0.1178
N	564	564	558	558

RULE*POS הוא שלילי ומובהק: בספציפיקציה הראשונה הוא שווה ל-0.907 (p -value=0.002) ובשנייה הוא שווה ל-1.108 (p -value<0.001). כמו קודם, ההשערה ש- $\beta_1 + \beta_3 = 0$ נדחית במובהקות נמוכה מ-0.001. במקובץ, משמעותן של תוצאות אלו היא שהנחיית הגילוי לא השפיעה באופן מהותי על אי ההסכמה בין המשקיעים בעקבות דיווחים שליליים, אולם הפחיתה באופן משמעותי את אי ההסכמה בעקבות דיווחים חיוביים.

לוח 2 מציג את תוצאות האמידה של משוואה (7), כאשר גם כאן נאמדו ארבע ספציפיקציות. כאשר המשתנה התלוי הוא ΔTO (עמודות 1 ו-2), המקדם של RULE כעת אינו מובהק. אולם, המקדם של האינטראקציה RULE*POS הוא שלילי ומובהק: בספציפיקציה הראשונה הוא שווה ל-0.629 (p -value=0.036) ובשנייה הוא שווה ל-0.665 (p -value=0.032). יתר על כן, כאשר נבחנה ההשערה ש- $\beta_1 + \beta_3 = 0$, כלומר שסכום המקדמים על RULE ועל האינטראקציה RULE*POS אינו שונה מאפס, התוצאה היתה דחיית ההשערה במובהקות של 0.007. כאשר המשתנה התלוי הוא SUV (עמודות 3 ו-4) המקדם של RULE הינו שלילי בשני המקרים, אולם מובהק רק בספציפיקציה הראשונה. גם כאן, המקדם של האינטראקציה

לוח 2: השפעת הנחית הגילוי על אי-ההסכמה בין המשקיעים בעקבות דיווחים מיידיים: דיווחים חיוביים מול דיווחים שליליים

הטבלה מציגה את תוצאות האמידה של משוואה 7. ברגרסיות (1), (2) המשתנה התלוי הוא DTO. ברגרסיות (3), (4) המשתנה התלוי הוא SUV. המשתנים התלויים בוחנים את רמת אי ההסכמה (disagreement) בקרב המשקיעים, ומוגדרים בחלק 2 במאמר. POS הוא משתנה דמי השווה לאחד עבור דיווח חיובי. דיווח חיובי מוגדר כדיווח בו התשוואה סביב חלון זמן הדיווח היתה חיובית (-1, +1). יתר המשתנים מוגדרים בטבלה 1. כל הרגרסיות מכילות firm fixed effects. ערכי P מצויים בסוגריים. *, **, *** מציינים מובהקות סטטיסטית (דו-צדדית) ברמה של 1%, 5% ו 15%, בהתאמה.

	ΔTO		SUV	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	-1.050 (0.356)	-1.071 (0.349)	-1.596 (0.148)	-1.748 (0.112)
RULE	0.026 (0.924)	0.049 (0.858)	-0.451* (0.082)	-0.350 (0.180)
POS	0.375 (0.152)	0.446 (0.156)	0.763*** (0.002)	1.193*** ($<.0001$)
POS*RULE	-0.629** (0.036)	-0.665** (0.032)	-0.907*** (0.002)	-1.108*** (0.000)
SIZE	0.163* (0.097)	0.160 (0.104)	0.248** (0.010)	0.234** (0.014)
BV_MV	0.061 (0.583)	0.066 (0.557)	-0.091 (0.394)	-0.058 (0.588)
LEV	-0.664 (0.462)	-0.622 (0.493)	0.434 (0.614)	0.540 (0.529)
RET		-1.546 (0.682)		-9.297** (0.010)
R ²	0.1138	0.1127	0.1320	0.1411
N	564	564	558	558

מראים כי במקרים מסוימים, כאשר הדיווחים הינם בעלי ערך אינפורמטיבי נמוך (לדוגמה, חוזרים על מידע שכבר פורסם או מדווחים על אירועים לא מהותיים), הגבלת הדיווח וולונטרי עשויה להעלות את רמת הדיוק של המידע שבידי המשקיעים ולהפחית את אי ההסכמה שביניהם.

5. סיכום

המאמר בוחן אירוע ייחודי, בו הרגולטור (רשות ניירות ערך) אסר על חברות הפועלות בתחום מסויים לפרסם מידע וולונטרי. איסור כזה אינו שכיח, שכן התפיסה המסורתית בקרב הספרות האקדמית וגופי רגולציה היא שגילוי מידע על ידי חברות הינו דבר רצוי. הממצאים של המאמר

רשימה ביבליוגרפית

תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל-1970

- Abudy, M., & Shust, E. (2020). What Happens to Trading Volume When the Regulator Bans Voluntary Disclosure?. *European Accounting Review*, 29(3), 555-580.
- Bamber, L. S., Barron, O. E., & Stober, T. L. (1997). Trading volume and different aspects of disagreement coincident with earnings announcements. *The Accounting Review*, 72(4), 575-597.
- Bamber, L. S., Barron, O. E., & Stevens, D. E. (2011). Trading volume around earnings announcements and other financial reports: Theory, research design, empirical evidence, and directions for future research. *Contemporary Accounting Research*, 28(2), 431-471.
- Bamber, L. S., & Cheon, Y. S. (1995). Differential price and volume reactions to accounting earnings announcements. *The Accounting Review*, 70(3), 417-441.
- D'Augusta, C., Bar-Yosef, S., & Prencipe, A. (2016). The effects of conservative reporting on investor disagreement. *European Accounting Review*, 25(3), 451-485.
- Garfinkel, J. A. (2009). Measuring investors' opinion divergence. *Journal of Accounting Research*, 47(5), 1317-1348.
- Garfinkel, J. A., & Sokobin, J. (2006). Volume, opinion divergence, and returns: A study of post-earnings announcement drift. *Journal of Accounting Research*, 44(1), 85-112.
- Harris, M., & Raviv, A. (1993). Differences of opinion make a horse race. *Review of Financial Studies*, 6(3), 473-506.
- Holthausen, R. W., & Verrecchia, R. E. (1990). The effect of informedness and consensus on price and volume behavior. *The Accounting Review*, 65(1), 191-208.
- Kandel, E., Mugerman, Y., & Winter, E. (2020). Strategic Commitment to Forgo Information: Evidence from the Lab.
- Kandel, E., & Pearson, N. D. (1995). Differential interpretation of public signals and trade in speculative markets. *Journal of Political Economy*, 103(4), 831-872.
- Karpoff, J. M. (1986). A theory of trading volume. *Journal of Finance*, 41(5), 1069-1087.
- Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1991). Trading volume and price reactions to public announcements. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 302-321.
- Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 41-67.
- Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1997). Pre-announcement and event-period private information. *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 395-419.

Rubinstein, A. (1993). On price recognition and computational complexity in a monopolistic model. *Journal of Political Economy*, 101(3), 473–484.

Varian, H. R. (1985). Divergence of opinion in complete markets: A note. *Journal of Finance*, 40(1), 309–317.