

שינויים מבניים ומחיקה מרצון של חברות בורסאיות בשנים 1998 עד 2001

קובי אברמוב

עיקר המסקנות

בשנים האחרונות גברו תכיפות השינויים המבניים בקבוצות החברות הבורסאיות, שכללו הצעות רכש, מיזוגים, פיצולים, העברות שליטה, הנפקות של חברות בנות וכו'. התופעה הבולטת ביותר במסגרת זו היא פרסום הצעות רכש על ידי בעלי שליטה בחברות בורסאיות, במטרה למחקן מן הרישום למסחר בבורסה בתל-אביב. בשנים 1998 עד 2001 פורסמו הצעות רכש מלאות ל-75 חברות, כאשר 59 הצעות הצליחו והחברות נמחקו מן הרישום למסחר (ראה רשימה 1), ו-16 חברות לא נמחקו עקב כשלון הצעות הרכש (ראה רשימה 2). תהליך זה הוא התגברות המגמה שהחלה כבר בסוף שנת 1995, ובמסגרתה בוצעו בשנים 1995 - 1997 15 הצעות רכש, שבעקבותיהן נמחקו מהרישום בבורסה 12 חברות בורסאיות*.

הצעות הרכש והשינויים המיבניים מבטאים את ההתבגרות של שוק ההון הישראלי ושל בעלי השליטה בחברות הבורסאיות.

המחיקה מרצון איננה מוגבלת לחברות קטנות ולכן יש לה השפעות מהותיות על שוק ההון. ראוי לציין כי 5 חברות שהיו כלולות במדד ת"א-25 נמחקו מהבורסה בשנים האחרונות עקב הצעות רכש - "כלל ישראל", "ים המלח", "תדיראן" ו"ברום", ולאחרונה "כלל אלקטרוניקה".

סה"כ שווי החברות שנמחקו בשלוש וחצי השנים האחרונות מגיע לכ-22 מיליארד ש"ח שהם כ-9% משווי השוק הנוכחי של הבורסה (מתוכם 15 מיליארד ש"ח שהם שווי 5 החברות שהיו במדד ת"א-25).

מענין לציין שגל הצעות הרכש בשנים האחרונות נמשך ברציפות, הן בתקופות גאות והן בתקופות שפל, כך שאין לראות במחירים הנמוכים את הסיבה הבלעדית או העיקרית להצעות הרכש.

הצעות הרכש ומחיקת החברות גרמו לצמצום ניכר של "השרשור הבורסאי" הנפוץ בבורסה במסגרתו רשומות בבורסה חברת אם, בנותיה ונכדותיה, ובכך הצטמצם הניפוח הסטטיסטי של שווי השוק הכולל של החברות הבורסאיות.

במקביל נמשך תהליך הפיצולים והנפקות חברות בת, בעיקר בחברות הטכנולוגיה, שניצלו את הגאות של 1999 ותחילת 2000.

פירוט הנתונים

הסיבות העיקריות לבצוע הצעות רכש הן - מחיר כלכלי נמוך בבורסה המצדיק, לדעת המציעים, את רכישת המניות; הקושי בניהול קונצרנים עם מספר גדול של חברות בורסאיות, בין היתר, בגלל דרישות רגולטיביות בנושאי עסקאות עם בעלי ענין; הוצאות גבוהות בגין כפילויות של הנהלות החברות הרבות שבקבוצה; רכישת חברות ע"י חברה זרה שלא היתה מעוניינת בהחזקת חברה ציבורית בישראל (לדוגמא "נס טכנולוגיה" שמחקה את "טכם" ו"קונתהל" מיד לאחר שרכשה אותן מ"תדיראן"); והרצון לצמצם הוצאות גבוהות הכרוכות ב"אחזקת" חברות ציבוריות וסיבה זו תקפה, במיוחד, בחברות קטנות.

אין זה המקום לנתח מה היו הסיבות הספציפיות לרצון למחוק כל אחת מ-75 החברות המופיעות בנספח. עם זאת, התופעה מסמנת מגמה חדשה שלפיה מגלים בעלי שליטה גם את החסרונות של היות חברה מסוימת בורסאית ולא רק את היתרונות הרבים שיש לחברה בורסאית.

גל הצעות הרכש של השנים האחרונות הוא גם תגובה מאוחרת למדיניות הנפקות האגרסיבית של תחילת שנות ה-90, בה הונפקו בבורסה מאות חברות חדשות, חלקן תוך ניצול שוק ההון הגואה. חלק מבעלי החברות שהונפקו חשו כי הפיכת חברתם לציבורית היתה מקח טעות, וניצלו את רמת המחירים הנמוכה של השנים האחרונות לרכישת החברה חזרה, לעיתים במחירים נמוכים ממחירי ההנפקה לציבור.

גל הצעות הרכש גרם להקטנת שווי השוק המצרפי של המניות הנסחרות בבורסה בתל אביב, לצמצום מחזורי המסחר בשל הצמצום במספר החברות הבורסאיות, להקטנת מידת הכיסוי של החברות הבורסאיות את ענפי

* ראה רונית הראל בן-זאב וקובי אברמוב "שינויים מבניים והצעות רכש בחברות הבורסאיות 1995 עד 1997", החודש בבורסה, נובמבר 1997.

המשק הישראלי. בנוסף הקטינו הצעות הרכש באופן משמעותי את תופעת ה"שרשור הבורסאי" שהיתה כה נפוצה בבורסה בתל-אביב.

בין הגופים שביצעו מחיקות רבות של חברות היו קבוצות בורסאיות ותיקות כגון קונצרן "אי.די.בי." ומשפחת עופר אך גם גופים שגילו את שוק ההון רק בגאות של שנות התשעים, כגון: קבוצת תשובה, קבוצת "שרם פודים קלנר", בצלאל מזרחי וכו'.

מרבית הצעות הרכש בוצעו כנגד תשלום במזומן, אך חלק קטן מהצעות הרכש בוצעו בדרך של מיזוג ו/או הצעת חליפין למניות חברות האם. בלטו בקבוצה זו הצעות החליפין ל"כלל ישראל", "כלל אלקטרוניקה", "נוגה ביטוח", "דולב", ו"עמיגר".

ב-5 השנים האחרונות בלטו מספר קונצרנים ובעלי שליטה שפרסמו הצעות רכש למספר רב של חברות בשליטתם וזאת במטרה ליעל את עבודת הקבוצה, או כדי להפכן לחברות פרטיות, והסתפקות בכך שחברת ההחזקות היא ציבורית:

- קונצרן "אי.די.בי" מחק בשנים האחרונות את "כלל ישראל", "כלל סחר", "כלל רשתות", "רצ", "סאיקלון", "כיתן", "שרפון", "איתן ביטוח", "יהודה" ו"כלל אלקטרוניקה". כמו כן מיזג הקונצרן את "פי.א.סי." שהיתה רשומה למסחר בארה"ב עם "דיסקונט השקעות". לאחרונה הודיע הקונצרן על כוונתו למזג את "אלרון" ל"אלביט" ועפ"י פרסומים בעתונות מתכנן הקונצרן מיזוגים נוספים כגון מיזוג "דיסקונט השקעות" ו"כלל תעשיות".
- קונצרן "כיל" (שנרכש ע"י משפחת עופר) מחק מהבורסה את כל חברות הבנות של הקונצרן - "ים המלח", "ברום", "פריקלאס" ו"דשנים".
- משפחת עופר מחקה גם את רוב החברות הקטנות שהיו בשליטתה - "מזרחי השקעות", "אלבני", "עופר השקעות", "עופר מסחר" ו"עופר פיתוח". לחברת "חוף אלמוג" פורסמו 3 הצעות רכש שנכשלו.
- יצחק תשובה מחק בשנים האחרונות מהבורסה את כל חברות הנדל"ן שלו - "תשלז נכסים", "תשלז השקעות", "אלעד", "נתיבים", "דלק בינלאומי" ו"אמריקה", ונכשל בניסיונותיו למחוק את "דלק" ו"דלק רכב".

בנוסף לכך מחקו מספר קבוצות שליטה 2-3 חברות בורסאיות:

- "נס טכנולוגיות" מחקה מהבורסה את החברות "טכום" ו"קונתהל" מיד לאחר רכישתן מ"תדיראן" (שנמחקה גם היא בהצעת רכש ע"י "כור").
- "הפניקס" מחקה את שתי חברות הנכדות "נגה ביטוח" ו"דולב" שמזגו לתוך "הדר ביטוח".
- "פורמולה" מחקה את "ניקוב" ו"אפ.סי.טי" שנסחרו בת"א, ואת "מנטורטק" ו"פורסופט" שנסחרו בארה"ב, ונכשלה בניסיונה למחוק את "משוב מחשבים".
- אליעזר פישמן מחק את החברות "בונז'ור" ו"הום סנטר", אך נשאר עם 9 חברות בורסאיות.
- "הראל ביטוח" מחקה את "סהר ביטוח" ו"ציון החזקות" שרכשה זמן קצר לפני כן.
- בצלאל מזרחי מחק את שתי החברות הציבוריות שהיו בשליטתו - "אלישב" ו"גני שולמית".

יש לציין, על אף האמור לעיל, כי מספר קבוצות ניצלו את הגאות של סוף שנות התשעים ואף הגדילו את מספר החברות הבורסאיות בשליטתן.

הדינמיות הרבה של שוק ההון מתבטאת בעובדה כי במקביל להצעות הרכש התבצעו בשנים האחרונות גם פיצולים רבים והנפקות של חברות בנות. הגאות בתחום הטכנולוגיה בשנת 2000 היתה זרז מהותי לתהליך הפיצולים.

כך לדוגמא, הנפיקה קבוצת "שרם פודים קלנר" את "פועלים תקשורת", "שרפק טכנולוגיות", וכן רכשה את "לידר טק" (לשעבר "אופנהיימר"); קבוצת "קרדן" שהנפיקה את "קרדן נדל"ן" ו"קרדן טכנולוגיה"; וקבוצת "פויכטונגר" שהנפיקה את "אפקון", "אפקון פרויקטים", ו"פויכטונגר אלקטרו-מכניקה".

מספר קבוצות הרחיבו את מוטת שליטתן ע"י רכישת חברות בורסאיות כך למשל "הכשרת היישוב" רכשה בשנים האחרונות את השליטה ב"רפיד" (לשעבר "כץ") וב"פיננסיטק" (לשעבר "נור"); וקבוצת "סגיאל" רכשה את "בסר אירופה", "ירדן" ו"אי.אם.אס".

בשנים האחרונות בוצעו גם מספר פיצולים בחברות נוספות העוסקות בתחומי הטכנולוגיה ובתחומים אחרים, כגון: "זאבי מחשבים" - "מל"מ"; "טכנופולסט" - "טכנופולס ונצ'רס"; "אנליסט" - "אי אונליין"; "קניאל" - "קניאל תעשיות"; "שקם" - "שקם נדל"ן"; "ורדינון" - "ורדינון טקסטיל".

בנוסף להצעות הרכש המלאות, פורסמו בשנים האחרונות גם 23 הצעות לרכישת חלק מניירות ערך של החברות, שנועדו להגדיל את החזקות בעלי הענין מבלי למחוק את החברות מהבורסה. סקירה זו אינה כוללת גם כ-15 חברות שנמחקו מהבורסה בשנים האחרונות ביזמת הבורסה לאחר תקופה ארוכה של השעיית מסחר, בדרך כלל בעקבות כינוס נכסים או פירוק.

סיכום

ריבוי הצעות הרכש בשנים האחרונות, שבעקבותיהן נמחקו מהרישום בבורסה עשרות חברות בורסאיות, משנה בהדרגה את פני הבורסה. התוצאה המיידית היתה הקטנה משמעותית של תופעת ה"שרשור הבורסאי", שבמסגרתה היו רשומות בבורסה חברות רבות מאותה משפחה-חברות אם, בנות נכדות וכד' - שגרמו לניפוח מלאכותי של סך כל שווי שוק החברות הבורסאיות. הבטוי המוחשי ביותר לכך השינוי הדרמטי שעוברת בשנים האחרונות קבוצת "אי.די.בי.", ובמידה מסוימת גם "כיל". במסגרת זו נמחקו מהבורסה חברות ענק כגון "כלל ישראל", "ים המלח", "תדיראן", "ברום" ו"כלל אלקטרוניקה", שהיו כלולות במדד ת"א-25. עובדה זו גרמה להקטנת גודל החברות הכלולות במדד ת"א-25, פינתה מקום לחברות הגדולות שאינן שייכות לקונצרנים הגדולים ואיפשרה, בין השאר את כניסת החברות הדואליות החדשות – "ריבוע כחול", ו"פרטנר" למדד ת"א-25.

ניתן לשער כי הצעות הרכש המהותיות שבוצעו משפחת רקנאטי ומשפחת עופר ומשפחת המבורגר מבטאות אסטרטגיה של קבוצות מבוססות המבקשות לעבור מפנה ניהולי ואירגוני. לעומת זאת, הפיצולים שדווחו, התבצעו בעיקר על ידי קבוצות צעירות, יחסית.

רשימה 1: 59 החברות שנמחקו מהבורסה עקב הצעות רכש בשנים 1998-2001

שם החברה	תאריך המחיקה	שווי שוק ערב המחיקה (מיל' ש"ח)	שם החברה	תאריך המחיקה	שווי שוק ערב המחיקה (מיל' ש"ח)
"פישמן"			קונצרן "אי.די.בי"		
.29 בונז'ור	25.7.99	39	.1 כלל סחר	11.3.98	534
.30 הום סנטר	7.12.00	265	.2 רצ	8.4.98	29
"בצלאל מזרחי"			.3 ילר	26.5.98	94
.31 אלישב	18.10.98	35	.4 סאיקלון	23.6.99	39
.32 גני שולמית	1.3.00	134	.5 כיתן	12.1.00	572
"נס טכנולוגיות"			.6 שרפון	5.3.00	38
.33 טכס	30.12.99	339	.7 כלל ישראל	14.7.00	5,591
.34 קונתהל	26.1.00	153	.8 יהודה	28.1.01	22
חברות אחרות			.9 כלל אלקטרוניקה	17.7.01	1,097
.35 מליבו	5.8.98	181	קונצרן "כי"ל"		
.36 אוורגרין	27.12.98	194	.10 דשנים	25.11.98	52
.37 תדיראן	31.1.99	3,029	.11 פריקלאס	22.2.00	203
.38 נורדן נפט	1.3.99	8	.12 ים המלח	2.4.00	3,121
.39 ממד	28.3.99	80	.13 ברום	10.12.00	2,509
.40 ריגנט	12.5.99	45	קונצרן "עופר"		
.41 דסי'ן	27.5.99	43	.14 מזרחי השקעות	19.4.99	166
.42 זאבי רשתות	27.6.99	121	.15 אלבני	29.4.99	12
.43 עורב	28.7.99	79	.16 עופר השקעות	2.4.00	55
.44 לידן	19.8.99	90	.17 עופר מסחר	20.6.00	31
.45 לוונטהל	9.9.99	44	.18 עופר פיתוח	13.5.01	312
.46 רסקו	15.9.99	76	קונצרן "תשובה"		
.47 ציון החזקות	6.10.99	351	.19 תשלז השקעות	1.3.99	164
.48 נורפולק	13.2.00	124	.20 תשלז נכסים	1.3.99	218
.49 בלמון נורית	5.11.00	51	.21 אלעד	4.12.00	60
.50 וולפסון	29.11.00	106	.22 נתבים	4.4.01	58
.51 אשטרם תעשיות	26.12.00	132	.23 דלק בינלאומי	18.4.01	92
.52 זהבי	9.1.01	19	.24 אמריקה	25.6.01	546
.53 גלרן	11.2.01	179	"הפניקס"		
.54 אוניקו	26.2.01	28	.25 נגה ביטוח	21.5.00	140
.55 פלדטראק	21.3.01	13	.26 דולב	21.5.00	163
.56 אלה	25.4.01	63	"פורמולה"		
.57 נביאים	4.6.01	34	.27 ניקוב	15.2.00	35
.58 עמיגר	14.6.01	15	.28 אפ.סי.טי.	23.3.00	230
.59 תדיראן צריכה	7.01	275			
סך הכל		22,528			

רשימה 2: 16 החברות שהצעות הרכש שלהן בשנים 1998-2001 נכשלו והחברות לא נמחקו מהבורסה

1999	רמגור	1998	דובק
1999	אמפא	1998	אופטימה
1999	זהר	1998	ליגד
1999	נכסי אזורים ***	1998	אזימוט
1999	דלק **	1999, 1998	פידליטי (2 הצעות)
2000	משוב מחשבים	2001, 1998, 1999	חוף אלמוג (3 הצעות)*
2001	דרעד	1999	יענא (מיחשוב תוכנה)
2001	עוף טנא (2 הצעות)	1999	דלק רכב **

* מקבוצת "עופר"

** מקבוצת "תשובה"

*** מקבוצת "אי.די.בי."