



הבורסה לניירות ערך

הבורסה

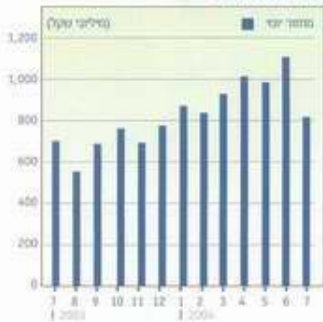
ניליון מס' 23 • אוגוסט 2004

לחזורי המסחר

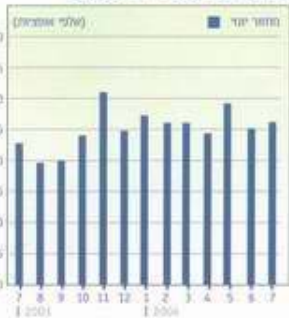
מניות והמירים



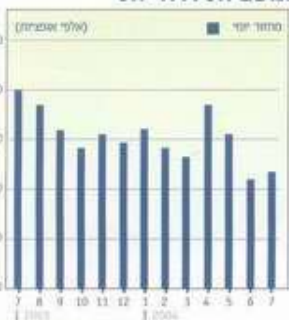
איגרות חוב



אופציות מדד ת"א-25



אופציות דולריות



בעקבות אישור חוק החיתום החדש, יו"ר רשות ניירות ערך מבטיח: "הרשות תפעיל מדיניות פיקוח אקטיבית על החתמים" | עמ' 2-3



מנכ"ל אלדין, ינקי מרגלית, בראיון ל"הבורסה": "החלטנו לבצע רישום כפול, לאחר שהגענו למסקנה שהדבר הוא לטובת ציבור המשקיעים בישראל" | עמ' 4-5

אירועי אוגוסט במרכז המבקרים של הבורסה




מימין: אילן פכלדר, סמנכ"ל הכספים של אלביט מערכות; מיקי פדרמן, יו"ר הדירקטוריון; יוסי אקרמן, נשיא החברה; ויוסי גספר, CFO, בכנס משקיעים. במרכז - מטוס ללא טייס.

ישראל מקוב, מנכ"ל טבע, מציג את דוחות הרבעון השני של 2004.

שוק המניות כאינדיקטור מוביל של כלכלת ישראל
ד"ר רפי אלדור ופרופ' רפי מלניק | עמ' 6

מדור חדש ב"הבורסה": בורסות בחו"ל | עמ' 10

ברכת שנה טובה לקוראי "הבורסה"!

הרשות תפעיל מדיניות פיקוח אקטיבית על החתמים

פי התקנות החדשות חתם לא יוכל לשמש כחתם מתמחר (דהיינו כמנהל קונסורציום), אם החברה המונפקת הנה חברה קשורה לו, וכך גם אם יש לחברה המנפיקה התחייבויות פיננסיות מהותיות לחברה הקשורה לחתם. למשל, אם בנק נתן הלוואה המהווה 30 אחוזים מסך מאזנה של חברה, לא יוכל חתם קשור לבנק להיות חתם מתמחר של החברה.



אם בעתיד, מסיבות שונות, נמצא כי נכון יהיה להתיר מחיר מרבי, נמליץ בפני שר האוצר להפעיל סמכות זו



החתם גם יצטרך לתת בדוח השנתי גילוי על רכישות של ניירות ערך על ידי צדדים קשורים לו תוך הפרדה בין הנפקות שהתבצעו בשיטה החדשה לבין אלו שהתבצעו בשיטת המכרז.

עוד אציין כי מעבר לחובות הגילוי, מוצע לקבוע בתקנות שבהצעה לא אחידה האחוז שחתם יוכל למכור לחברות בקבוצתו יוגבל לשיעור מסוים מסך שווי ההנפקה.

על כל אלה, אני מזכיר, תפעיל הרשות מדיניות פיקוח אקטיבית על החתמים. על מדיניות זו כבר החלטתי עוד לפני כניסת החוק החדש לתוקף וכבר הוחל ביישומה. כך, למשל, ערכנו מספר ביקורות אצל חתמים, ביקורות שלפי מיטב ידיעתי לא נעשו מעולם, תוצאות הביקורת כבר נלמדו והופנמו בתקנות המוצעות ובחזור שנשלח לפני כשבוע אל החתמים ובו דרשנו מהם להפסיק את הנוהג לפיו מומשו בפועל התחייבויות חיתומיות בלא שהציבור ידע מכך.

עוד אזכיר, כי שיטת החיתום החדשה מוצעת לניסיון לתקופה של חמש שנים שלאחריה, אם הניסיון יצליח, נצטרך להתקין את התקנות מחדש. אם ניכוח, במהלך תקופה זו, כי השיטה כשלה או שיש לתקן אותה, לא נהסס לעשות כך, עוד בטרם תחלוף הוראת השעה.

בהקשר לחששות הרבים מהשיטה החדשה, אומר, כי אין שיטה מושלמת וחפה מכל פגם וכי היוזמה לאפשר לחברות בחירה של שיטת חיתום אחרת באה לאחר שהשיטה הנוהגת איכזבה אף היא בכל הנפקות של תחילת שנות התשעים. מעבר לכך, החתמים בארץ נמצאים כיום בתחרות עם שוקי הון בעולם שבהם נוהגת השיטה האמריקאית או דומה לה. לא נראה

ל

אחר אישור חוק החיתום בכנסת בקריאה שנייה ושלישית בראשית אוגוסט, עבר ניסוח התקנות לחוק להילוך גבוה וברשות ניירות ערך מקווים להפעיל את שיטת הנפקות החדשה בקרוב. בראיון ל"הבורסה" מתייחס יו"ר רשות ניירות ערך, משה טרי, לתהיות שהועלו בקשר להרחבת סמכויות החתמים להקצות ניירות ערך למשקיעים המוסדיים ולציבור. טרי גם אינו פוסל את האפשרות לבחון מחדש, בעתיד, את סוגיית המחיר המרבי בהנפקות וכן מאשר כי השיטה החדשה תאפשר לחברות, לראשונה, לבצע הנפקה סימולטנית בישראל ובחו"ל.



משה טרי

הבורסה: מתי ייכנס החוק החדש לתוקף? מתי תוכלנה חברות להנפיק לפי השיטה החדשה?

טרי: "החוק החדש ייכנס לתוקף עם אישורן של התקנות בנושא. לפני כשנה קיימנו מפגש של פעילים בתחום החיתום, אנשי אקדמיה ומשפט וגורמים נוספים משוק הון במטרה לבחון מחדש את הצעת החוק בנושא שיטות ההקצאה של ניירות ערך. מפגש זה בא בעקבות חשיפת הפרשיות הקשות שהתרחשו בתחום החיתום בארה"ב ומטרתו העיקרית הייתה הפקת הלקחים מאירועים אלה.

בעקבות הדיון גם החלטנו לקבוע את מירב הוראות החיתום בתקנות ולא בחוק. שוק החיתום מאוד דינאמי ומשתכלל כל הזמן. בשל היותו כה דינאמי ורגיש לשינויים במצבי השוק הוא מצריך פיקוח הדוק ורגולציה מתאימה. כדי לשמור על גמישות הרגולציה יש לקבוע אותו בתקנות. התקנות אושרו ע"י החליאה באמצע ספטמבר ועכשיו תעבורנה הליכי התקנה כנדרש."

הבורסה: כיצד תתמודד הרשות עם האפשרות לניצול לרעה של החופש שיינתן לחתמים בהקצאת ניירות ערך למוסדיים בשיטה החדשה?

טרי: "לפני שאשיב לגופו של עניין אומר, כי בכוונת הרשות להקצות משאבים לפיקוח הדוק על החתמים ועל הגופים המוסדיים הרוכשים ניירות ערך, כגון מנהלי תיקים וקרנות נאמנות.

בנוסף, בחרנו להתמודד עם הבעיה בכמה אופנים. ראשית, הוספנו בחוק דרישה שלא הייתה קיימת קודם לכן, המחייבת את החתם לפעול בתום לב ולהימנע מניצול לרעה של כוחו. שנית, בתקנות המוצעות אנו מציעים לקבוע מספר כללים, שמטרתם למנוע ניצול לרעה של כוח החתם. כך, לדוגמה, על

לא נראה לנו סביר למנוע מהחתמים את השימוש בשיטה המקובלת בכל העולם ולפגוע בכומר התחרות שלהם, וכפועל יוצא - בשוק הראשוני בארץ

עיקרי ההצעה החדשה לעניין תהליך הצעת ניירות ערך לציבור ולעניין שיטת החיתום

1. ניתן יהיה להציע ניירות ערך לציבור כבר לאחר הגשת טיוטת תשקיף לרשות ("road show").

2. ניתן יהיה לקבל מהרשות היתר לפרסום תשקיף בלא שייקבעו בו המחיר לפיו יוצעו ניירות הערך וכמותם. במקום זאת ניתן יהיה לקבוע להם טווח. לפני תחילת המכירה בטווח תפרסם החברה המציעה הודעה משלימה ובה יפורטו המחיר והכמות הסופיים.

3. צימצום אפשרויות מחן השיפוי לחתמים בשל פרס מטעה בתשקיף.

4. הכלל לפיו ניתן למכור ניירות ערך המיועדים לרישום למסחר בבורסה רק בדרך ובתנאים השורים לכל (להלן – הצעה אחידה) יישמר. זאולס, נספה הסמכה לשר האוצר להתקין תקנות לנבי מקרים בהם ניתן יהיה לסטות מכללי ההצעה האחידה. הכוונה היא לקבוע, כהוראת שעה לחמש שנים, הסדר שאותו יוכלו החברה והחתם לבחור כאשר ההצעה מובטחת במלואה בחיתום, לפיו תיעשה הפרדה בין משקיעים מוסדיים לאחרים. למוסדיים יוכל החתם לשקול למי למכור וכמה למכור לכל אחד מהם, כל עוד יפעל בתום לב, בדומה לשיטה המקובלת בארה"ב לנבי כולי עלמא. ניתן יהיה למכור גם עד 30 אחוזים מההנפקה לציבור במכרז על כמות, שהמחיר בו יהיה זהה לזה שישלמו המוסדיים.

קביעת אופן הקצאה שונה למוסדיים וליתר הציבור הנה פועל יוצא מהלקחים שבלמדו לאחר השימוש לרעה שנעשה בשיטת החיתום בארה"ב. שם השתמשו החתמים בהנפקות חמות – הנפקות שהמחיר לאחר ההנפקה עולה בהן – ככלי למחן הטבה לא נאותה ועל מנת לקבל תמורה עתידית בעבורה ("שווד") לפרטיים. כך לדוגמה הוקצו בהנפקות חמות ניירות ערך לחקבלי החלטות בחברות שהיו פוטנציאל להנפקה עתידית. מקבלי החלטות בהנו חמימוש של ניירות הערך במחיר נבנה מזה שהם רכשו, ובתמורה בחרו בחתם הספציפי להנפקה של החברה בה הם עובדים בעתיד וזאת במחיר הנמוך ממחיר ההנפקה הפוטנציאלי לחברות אלו.

5. הוספת כללים שונים למניעת ניבוי עניינים בפעולת החתם וכללי נילוי שיעורו לציבור להעריך את המוניטין של החתמים.

לנו סביר למנוע מהחתמים את השימוש בשיטה המקובלת בכל העולם ולפנוע בכושר התחרות שלהם, וכפועל יוצא – בשוק הראשוני בארץ. שיטה זו פותחת גם פתח לחתמים זרים לפעול בישראל וכן להבאת משקיעים מוסדיים זרים להשקיע בשוק הראשוני בארץ ויש לכך חשיבות רבה לשכלול השוק.

הבורסה: מה דעתך על האפשרות של תמחור-חסר מכון על ידי החתם, שיפגע במנפיקים?

טרי: "בעניין זה בצורך לעקוב אחר התנהגות השוק. למיטב ידיעתנו, גם אינוד החברות הציבוריות, שהוא נציגם של החברות שלכאורה עלולות להיפגע מתמחור חסר, תומך בשיטה החדשה.

תמחורי חסר אם יהיו, ידאינו אותנו מסיבה אחרת והיא חימום מלאכותי של השוק הראשוני. אם מחירי ניירות ערך יעלו בתלילות לאחר הנפקות רבות, הדבר יביא לחימום יתר של השוק הראשוני על ההשלכות השליליות שישנן לכך. לכך נדרש להתייחס בבוא העת.

אציין, כי בתקנות המוצעות מוצע לאמץ את הכלל הקיים בארה"ב, האוסר על מה שנקרא בענה של שוק ההון האמריקאי 'Parking', קרי, מצב בו החתם אינו מוכר את כל ניירות הערך אלא משאיר חלק אצלו על מנת ליצור עודף ביקוש מלאכותי."

הבורסה: באיזו חלופה, להערכת הרשות, יעדיפו מרבית החברות להנפיק (בחלופת המכרז או בחלופה ה"מעורבת")?

טרי: "קשה להעריך באיזו חלופה יעשה השוק שימוש רב יותר, ויש לזכור, שלכל שיטה יתרונות וחסרונות. היו שמיהרו להספיד את שיטת ההצעה האחידה אך שמעתי גם קולות בשוק הטוענים, כי המגבלות על פעולות החתם בשיטה הלא אחידה, בעיקר המגבילה על כמות המכירה לגופים קשורים לחתם, תגרומנה להעדפת השיטה האחידה. בהנפקות היותר גדולות סביר כי ייעשה שימוש רב בשיטה החדשה משתי סיבות. ראשית, בשל היכולת בשיטה זו לצרף גופים מוסדיים זרים שינדילו את היקף הביקוש. שנית, בשל ההשפעה המופחתת של המגבלות על מכירה לצדדים קשורים, שהרי גם שעור נמוך משווי ההנפקה יהווה נתח משמעותי.

לדעתנו, מה שחשוב הוא לא באיזו שיטה יעדיפו להשתמש, אלא בעצם העובדה שתינתן לחתמים ולחברות האפשרות לבחור בשיטה המתאימה להם."

הבורסה: האם יש חשש שהאיסור לקבוע מחיר מכסימום בהנפקות בחלופת המכרז עלול להפוך חלופה זו ללא-רלוונטית עבור המנפיקים?

טרי: "התשובה לשאלה מה עדיף עבור המנפיקים – מכרז ללא מחיר מרבי או מכרז עם מחיר מרבי אינה חד משמעית. מחד, ייתכן וביטול המחיר המרבי מגדיל את תמורת ההנפקה. מאידך, ייתכן כי אם מחיר ההנפקה ייסגר גבוה מדי ולאחריו תתרחש ירידת מחירים בשוק המשני, שתפגע במשקיעים שרכשו בהנפקה, יגרום להם להימנע מלהשקיע בהנפקות עתידיות של החברה. מבחינת החתמים אני מניח כי

המשך בעמוד 7

"החלטנו לבצע רישום כפול, לאחר שהגענו למסקנה

רוזן: "לפני שהחלטנו על הרישום הכפול, התייעצנו גם עם המשקיעים האמריקנים. בפגישות שערכנו עם משקיעים מוסדיים שונים בארה"ב, קיבלנו מנוון תגובות, שנע בין אדישות (במובן החיובי) לבין ציפייה להשפעה חיובית על המניה. לא שמענו שום התנגדות לחלק".



"הירידה במחיר המניה נבלמה, דווקא משום שלא ניסינו לבלום אותה בהצהרות מיותרות, והמשכנו להתמקד בביזנס"



הבורסה: כיצד נבלמה הצניחה האחרונה במחיר המניה שהחלה בסוף מאי?

מרגלית: "הירידה במחיר המניה (ראה גרף) נבלמה, דווקא משום שלא ניסינו לבלום אותה בהצהרות מיותרות, והמשכנו להתמקד בביזנס. בכל מניה יש תנודתיות, וברור שבחברה קטנה שצומחת מהר, כמו אלדין, התנודתיות נבונה במיוחד. ולכן, החלטנו שהדרך הנכונה ביותר להתייחס לירידה החדה בשער המניה היא לא להגיב. בכך חיידנו את המסר שלנו לשוק: כאשר יש לנו חדשות טובות או רעות - אנו מקפידים לספר אותן בזמן. אם איננו מעבירים דיווח כלשהו - המשמעות היא שלא אירע דבר מהותי.

אנו מעוניינים להקטין את התנודתיות של המניה בעתיד, ולשם כך צריך להקפיד על כך שהחברה תגדל, תצמח ותייצר ערך אמיתי. אם לאורך זמן נמשיך ונצליח, התנודתיות תרד.



"תמיד הקפדנו לשמור על הקשרים עם המשקיעים הישראלים ועכשיו נהדק קשרים אלה"



הבורסה: מהם תחומי הפעילות העיקריים שלכם?

מרגלית: "יש לנו שני קווי מוצרים עיקריים: מוצרי הנכה על תוכנה ומוצרי הנכה על ארגונים. בתחום הראשון, אנו מספקים פתרונות ליצרני תוכנה, על מנת להגן על המוצר שלהם מפני פיראטיות. הסטטיסטיקה מלמדת, כי יצרני תוכנה בעולם מפסידים בין 40%-90% מהמכירות הפוטנציאליות, בשל שימוש בהעתקים לא חוקיים בעסקים. אנב, בישראל השיעור הוא 36% בלבד. תוכנת ה-HASP (Hardware Against Software Piracy) שלנו מורידה את שיעורי

ברת אלדין החלה להיסחר בבורסה בתל-אביב בסוף יולי, לאחר שביצעה רישום כפול. מניית החברה נכנסה למדדי ת"א-100 ותל-טק ב-28 ביולי, במסגרת המסלול המהיר לחברות דואליות. מנכ"ל אלדין, ינקי מרגלית, וסמנכ"ל הכספים, ארז רוזן, צופים, שהרישום הכפול יגדיל את מחזורי המסחר של החברה ויקרב אותה אל המשקיעים הישראלים.



הבורסה: מדוע החלטתם לבצע רישום כפול בבורסה בתל אביב?

מרגלית: "החלטנו לבצע רישום כפול, לאחר שהגענו למסקנה שהדבר הוא לטובת ציבור המשקיעים בישראל. בשנה האחרונה עלתה מאד רמת העניין במניה, ויחד אתה זינקה גם רמת הסחירות. אם לפני שנה מחזור המסחר שלנו בנאסד"ק עמד על כ-10,000 מניות בממוצע ביום, הרי שכיום, המחזור הגיע לכחצי מיליון מניות בממוצע. על פי הערכתנו, משקיעים ישראלים מחזיקים בכ-20% מהמניות שלנו, וחלקם במסחר היומי הוא בשיעור דומה. עם הגידול במחזורים, החלטנו להקל עליהם את הגישה למניה. בנוסף, השתכנענו שהרישום הכפול נשען, באופן מלא, על חובות הדיווח שלנו בארה"ב, ולכן, הוא לא יגדיל את הנטל הרגולטורי המוטל עלינו. נגדיר את המהלך כהצלחה, אם מחזורי המסחר במניה ימשיכו לגדול, בעקבות הנגישות המשופרת למשקיעים הישראלים. תמיד הקפדנו על הקשר עם המשקיעים הישראלים ועכשיו נגביר את הקשר הזה. המסחר בתל אביב מתבטא אצלנו גם באירועים למשקיעים ישראלים ובמפגשים אישיים."

הבורסה: כיצד מתייחסים המשקיעים האמריקנים שלכם לרישום למסחר בת"א?



סימול:
אלדין (תל-אביב), ALDN (בנאסד"ק)

בעלי המניות
ינקי מרגלית - 18.2%
Juniper Trading SVCS - 11.8%
דני מרגלית - 9.1%
Provident Bank - 5.4%
הציבור - 55.5%

מנהלים ונושאי משרה:
מנכ"ל וי"ר דירקטוריון - ינקי מרגלית
סמנכ"ל כספים - ארז רוזן

שווי שוק:
874 מיליון שקל (נכון ל-31/8/04)

תשואת המנייה בארה"ב מתחילת 2004:
74% (נכון ל-31/8/04)

מספר עובדים:
360

הכנסות 2004-6:
33.4 מיליון דולר

מועד רישום למסחר בנאסד"ק:
אוקטובר 1993

מועד הרישום למסחר בתל-אביב:
יולי 2004



ינקי מרגלית (משמאל) וארז רוזן

שהדבר הוא לטובת ציבור המשקיעים בישראל



מנהל מערכות המידע של קבוצת הפוטבול האמריקאית שיקגו ברס, המשתמש במפתח eToken של אלדין

הפיראטיות באופן דרמטי. תחום זה מהווה כ-75% מהמכירות של אלדין, וקצב הצמיחה שלו עומד על כ-20% לשנה. בין הלקוחות העיקריים שלנו נמנים IBM, 3COM, EFI, חשבשבת, סאיטקס ועוד. בתחום אבטחת תוכנה אנחנו המובילים בעולם. המתחרה הנדולה שלנו כיום היא חברת SafeNet, שרכשה לאחרונה מתחרה אחר בשם Rainbow.

בתחום אבטחת הארגונים, אנו מציעים שני מוצרים עיקריים: eSafe ו-eToken. חבילת מוצרי eSafe מספקת לארגונים הנבנת תוכן מקיפה מפני ונדאלים, וירוסים והאקרים באינטרנט. eToken הוא מפתח חומרה קטן, המשמש להצפנה ולזיהוי משתמשים, וכן למניעת גישה לגורמים שאינם מורשים. בין לקוחותינו בתחום נמנים בנקים גדולים בעולם, סוכנויות אכיפת חוק וארגונים פרטיים. אפילו קבוצת הפוטבול האמריקאית Chicago Bears היא לקוח שלנו. גם החברות הבורסאיות, המפיצות דיווחים לציבור באמצעות מגנ"א (מערכת גילוי נאות), משתמשות במפתחות החכמים שלנו. המשתמשים בדרך-כלל מנהלי הכספים, או מזכירי החברות, מזהים בפני המערכת באמצעות ה-eToken ומעבירים את הדיווחים למערכת. שיטה זו מונעת גישה של גורמים לא מורשים, שעלולים לשלוח הודעות שקריות בשם החברות. תחום אבטחת הארגונים מהווה כרבע מהמכירות שלנו, אולם קצב הגידול שלו, כ-70% בשנה, נבנה במיוחד. אנחנו נמצאים במקום השני בעולם בתחום זה, שיהווה מנוע צמיחה עיקרי של אלדין בשנים הבאות."

הבורסה: כיצד מתייחסים הלקוחות והמשקיעים הזרים ל"ישראליות" של החברה?

מרגלית: "לצערי, אנחנו משלמים מחיר כבד על היותנו חברה ישראלית, למרות שאיננו מסוגלים למדוד את היקף הנזק. לפני עשר שנים, אף חברה ישראלית לא העזה להדגיש את היותה ישראלית. לאחר הסכם אוסלו ה"ישראליות" נעשתה אופנתית, והוסיפה ערך לחברה. כיום הזיהוי הישראלי שלנו ברור. אין דרך חזרה, ולמרות הקושי, איננו מעוניינים לחזור אחורה."



מוצר ה-HASP של אלדין

לצערי, קיים "דיסקאונט ישראלי" שפוגע בהערכת השוק את החברה מול חברות אמריקאיות עם ביצועים דומים ורמת סיכון דומה. בנוסף, נגרמת פגיעה במכירות. הסיבות לכך אינן תמיד פוליטיות. לעתים הן כלכליות. אם, למשל, ללקוח חולנדי תהיה אפשרות לקנות מחברה גרמנית או ישראלית, הוא עלול להעדיף את החברה הגרמנית בשל היציבות הכלכלית העדיפה של הגרמנים."

רוחן: "למרות הבעייתיות, איננו יכולים, או רוצים, להחביא את העובדה שאנחנו חברה ישראלית. אנחנו מצרים על כך שיש מחיר, אולם חיים עם זה ומקווים שישראל תצליח ככלכלה וכמדינה להתגבר על כך בשנים הקרובות."

הבורסה: מהו האתגר העיקרי העומד בפני אלדין כיום?

מרגלית: "אנו רוצים להמשיך ולהגדיל את נתח השוק שלנו, מעבר לצמיחת השוק כולו, תוך הגדלת הרווחיות והצפת הערך עבור בעלי המניות. האתגר הנדול הוא להישאר במסלול הנכון, בכיוון מעלה. זאת, על ידי בנייה של תשתיות נכונות, צפייה לעתיד ובחינה מתמדת של ביצועי החברה."

"גם החברות הבורסאיות, המפיצות דיווחים לציבור באמצעות מגנ"א (מערכת גילוי נאות), משתמשות במפתחות החכמים שלנו"

הבורסה: מהי אסטרטגיית הרכישות שלכם?

רוחן: "אנו מעוניינים לרכוש חברות שתוכלנה לסייע לנו לחדור לפלחי שוק חדשים, או חברות שפיתחו טכנולוגיות חדשות. בשנה האחרונה ביצענו רכישות משני הסוגים. מצד אחד, רכשנו מפ"ן ספרדי והפכנו אותו לחברה-בת בבעלות מלאה שלנו. מצד שני, השקענו בסטארט-אפ ישראלי בשם C-Signature, שפיתח טכנולוגיה ביומטרית חדשה. מדובר בטכנולוגיה המאפשרת זיהוי באמצעות תכונה ייחודית בגוף האדם, כמו טביעות אצבעות או סריקת רשתית העין. C-Signature המציאה שיטה חדשה, המאפשרת לבצע זיהוי ביומטרי באופן פשוט וזול באופן משמעותי מהטכנולוגיות הקיימות כיום."



שוק המניות כאינדיקטור מוביל של כלכלת ישראל

ד"ר רפי אלדור
ופרופ' רפי מלניק

המרכז הבינתחומי הרצליה

פרוט המחקר

השערת המחקר הנוכחי היא, שהשכלול היחסי של שוק המניות בישראל אמור להפוך את מדד המניות, במהלך שנות התשעים, לאינדיקטור מוביל, כפי שמקובל בארצות המפותחות.

מהסיבות שמנינו לעיל, בחרנו לבדוק מחדש את ה"הובלה" של שוק המניות לתקופה שמתחילה בראשית 1995 ומסתיימת בראשית 2004.

תוצאות המחקר מצביעות על העובדה, כי שוק המניות בישראל משמש כאינדיקטור מוביל, כמקובל במשקי המערב.

מודל הערך הנוכחי הנקי קובע, כי מחירי מניות משקפים את ציפיות המשקיעים לבני ערכיהם העתידיים של משתנים כלכליים, כמו: הכנסות החברות, התוצר, רווחיות, פלח השוק וכו'. כמו כן, מחיר המניה מגלם, בשוק יעיל ומשוכלל, את כל האינפורמציה הציבורית הרלוונטית, ובכלל זה הערכה לבני רווחיות החברה בעתיד. בדרך כלל, ככל שהרווחיות הצפויה של החברה גבוהה יותר, מחיר המניה גבוה יותר. לפיכך, עלייה במדד המניות לאורך זמן עשויה להצביע על ציפייה לעלייה ברווחיות החברות, הנובעת משיפור המצב הכלכלי. אם ציפיות אלו נכונות, בממוצע, אזי תשואות של מדד המניות תהיינה בעלות מתאם חיובי עם הביצועים העתידיים של החברות. כלומר, תשואת מדד המניות תיתן תחזית טובה לבני שיעור הצמיחה של התוצר במשק.

מלניק פיתח את "מדד מלניק", המאבחן בזמן אמת רמת הפעילות ואת התפניות בפעילות המשקת בישראל. המדד מורכב מנתונים בסיסיים, המתפרסמים על ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. בלוח 1 אנו מציגים את התאריכים של מחזורי העסקים בשנים האחרונות.

כאמור, בתקופה שאחרי 1995, זיהינו רק ארבע תפניות משמעותיות בפעילות המשקית:

- * ההאטה שהחלה ביולי 1996.
- * חידוש הצמיחה באוגוסט 1999.
- * המיתון שהחל בנובמבר 2000.
- * ההתרחבות שהחלה בספטמבר 2003.

בדיאגרמה אנו מציגים את "מדד מלניק" מול מדדי ת"א ות"א 25 ומדד הנחקרת 1995-2004. ניתן לראות שתפניות של שני מדדי המניות מקדימות בכמחצית שנה את "מדד מלניק" בארבע התפניות העיקריות שהיו במשק בתקופה זו:

* לפני ההאטה שהחלה במשק במאי 1996 - התרחשה כבר בדצמבר 1995 תפנית במדדי המניות והם פסקו לעלות;

מבוא

התנהגות שוק המניות במדינות מפותחות, בעלות שוק הון תחרותי, הפועל ללא התערבות רבה של הרשויות, משמשת אחד המדדים המובילים למצב המשק. בדיקות שנעשו בעבר על המשק הישראלי לא הראו שההתפתחויות בשוק המניות מובילות, באופן יציב, את מחזורי העסקים בישראל.

אנו משערים, שהכישלון של המחקרים ה"כ"ל למצוא בישראל תוצאות שמקובלות בעולם, נבע ממספר סיבות:

(1) הבדיקות כוללות נתונים מאמצע שנות השבעים, תקופה שכללה זעזועים משקיים גדולים, כגון ההאצה האינפלציונית, מפולת המניות הבנקאיות של 1983 והתכנית לייצוב המשק של 1985. אירועים אלה היו גם חריגים בעוצמתם וגם בלתי צפויים, ולכן הם "מקלקלים" את המדגם.

(2) הבדיקות כוללות תקופה שקדמה לרפורמה שהונהגה בשוק ההון בסוף שנות השמונים. סביר להניח ששוק ההון, לפני הרפורמה, לא תפקד כפי שמקובל בשוקי המערב.

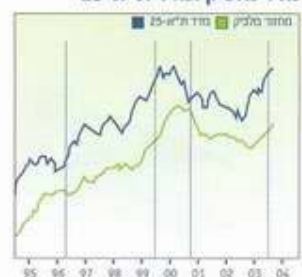
(3) הבדיקות קדמו להשתלבות שוק ההון הישראלי בשוק ההון העולמי, כלומר, מדובר בתקופה שקדמה לגלובליזציה של שוק ההון הישראלי.

(4) הבדיקות נעשו לפני תהליך הליברליזציה של שוק מטבע החוץ.

(5) במהלך 1994 התחוללה תפנית חדה במדיניות המוניטרית. בנק ישראל עבר מניהול מדיניות מוניטרית, באמצעות שער חליפין כעוגן של המערכת, למדיניות של יעד אינפלציה, שבה הריבית היא הכלי המרכזי לניהול המדיניות, תוך הנמשת משטר שער החליפין.

(6) במחצית השנייה של שנות התשעים, הבורסה לניירות ערך בתל אביב התאימה את שיטות המסחר שלה לאלו הנהוגות באחיותיה מעבר לים. (7) לבסוף, בשנים 1992-1993 התפתחה בועה פיננסית בשוק המניות. בועה זו התפוצצה בראשית 1994, מהלך כזה בשוק המניות פוגע ביכולת לקבל תוצאות יציבות.

מדד מלניק ומדד ת"א-25



מדד מלניק ומדד ת"א-100



לוח 1: מחזורי עסקים בישראל 1990-2004

מחזור	סוג ¹	התחלה	סיום	"מדד מלניק" ²
תקופת העלייה	צמיחה (75)	01.1990	04.1996	8.2
תקופת הריסון	האטה (38)	05.1996	07.1999	2.2
זינוק ההיי-טק	צמיחה (14)	08.1999	10.2000	9.6
המשבר הגדול	מיתון (32)	11.2000	08.2003	-2.9
המחזור הנוכחי	התרחבות	09.2003

1- בסוגריים מספר החודשים של המחזור. 2- שיעור שינוי בעתוים במונחים שנתיים.

המשך בעמוד 9

שיטת החיתום החדשה - המשך מעמוד 3

נאמנות או מנהלי תיקים, שיכולים בהנפקות חלשות פרטים להיחלץ לעזרת החתם תוך שימוש כמובן בכספם של האחרים המנוהלים על ידם. בדין האמריקאי נאסרה פעולה זו במסגרת כללי ה-NASD, לאחר חימום יתר של השוק בשנות השבעים.

לאחר שלמדנו ממקרים אלה, הבנו כי השילוב של שיקול דעת החתם ושל השתתפותם של פרטיים בהנפקה מוליד תופעות לא רצויות כאמור. לפיכך ביצענו את ההפרדה בין משקיעים מוסדיים לפרטיים.

כיוון שכך, נשאלה השאלה האם חלק ההצעה המיועד לפרטיים יוצע במכרז על כמות או על מחיר. במכרז על מחיר ייתכן שמחיר הסנירה יהיה נבונה מהמחיר בו רכשו המוסדיים. חששנו כי תופעה זו תיצור אצל הפרטיים תחושת קיפוח שאף עלולה לגרום להם שלא להשתתף עוד בהנפקות. מאידך היינו מודעים לעובדה שכאשר המכרז הנו על כמות, יכולים להיווצר ביקושי יתר, אולם כיוון שעיקר ההנפקה ישווק למשקיעים המוסדיים שלא במכרז, אנו צופים כי לא יהיה לביקושי יתר של הציבור משמעות מהותית.

בכל מקרה, אנו מתכוונים לעקוב מקרוב אחרי תהליכים אלה וכיצד הם ישפיעו על השתתפות הציבור בהנפקות.

הבורסה: כיצד ניתן יהיה לבצע הנפקה סימולטנית, בישראל ובהו"ל, בעידן שיטת החיתום החדשה?

טרי: "בהשוואה לשיטת החיתום הקיימת, אמורה שיטת החיתום החדשה להקל באופן ניכר על הנפקה סימולטנית. לוח הזמנים על פי השיטה החדשה 'מסונכרן' עם לוח הזמנים בארה"ב, לדוגמה, הטייטות יוגשו במקביל לשתי רשויות הפיקוח, תתקבלנה הערות הרשויות, והטייטות יתוקנו בהתאם. במקביל ניתן יהיה לבצע road show בשני השווקים בו זמנית. בנקודת הזמן בה לדעת החברה אין עוד צורך לעדכן את התשקיף, למעט לעניין מחיר ההנפקה וכמות ניירות הערך המונפקים, תבקש החברה מהרשות בארץ היתר על תשקיף שבו לא נקבעו עדין המחיר הסופי והכמות, אלא רק טווחים, וגם זאת בדומה לארה"ב. לבסוף תפרסם החברה הודעה משלימה, במקביל לאישור ה-SEC, שהתשקיף אפקטיבי (המקבילה בארה"ב למתן היתר של הרשות). אם ההנפקה תוצע בארץ רק למשקיעים מוסדיים אזי ניתן יהיה להתחיל במכירה סימולטנית מייד עם פרסום ההודעה המשלימה בארץ והכרזת התשקיף כאפקטיבי בארה"ב.

בדומה שלי התייחסתי להנפקה בו זמנית בארה"ב ובישראל. קרוב לוודאי שלכל מדינה לוח זמנים שונה במקצת, אך אחד מיתרונות השיטה החדשה הנו במתן נמישות גדולה מאוד לתהליך ההנפקה, ולכן הסיכוי רב שתתאפשר הנפקה סימולטנית נוחה גם עם שווקים אחרים.

גם שיטת ההקצאה הלא אחידה תאפשר בצו הנפקה סימולטנית, שכן ניתן יהיה לקבוע את מחיר ההנפקה בשני השווקים לפי שיקול דעת החתמים."

אלה מעדיפים את המכרז עם המחיר המרבי, שכן באמצעותו הם יכולים להבטיח לרוכשים בהנפקה תשואה חיובית מיידית ועל ידי כך לעודדם לשוב ולרכוש בהנפקות עתידיות.

באשר לביטול המחיר המרבי במכרז - אני חושב שזהו צעד נכון. שיטת המכרז אינה נטולת חסרונות כפי שכבר ציינתי, אך יש לה גם יתרונות - מנגנון אוטומטי להקצאה ולקביעת מחיר, פיזור נרחב של ההנפקה בין משקי בית ולענייננו - קביעת המחיר לפי החלטת השוק. חשיפת מחיר למבחן השוק אפשרית רק במכרז ללא מחיר מרבי.

חשוב מן הכול, חיתומי יתר מתממים באופן מלאכותי את השוק, מביאים משקיעים להזמין כמויות לא ריאליות של ניירות ערך תוך הימור על התנהגות יתר המזמינים, ולכן אפקט שלילי על השוק.

למרות הכל, אזכיר, כי יחד עם ביטול האפשרות לקביעת מחיר מרבי מסמך החוק את שר האוצר לקבוע בתקנות אפשרות להציע ניירות ערך לציבור במכרז עם מחיר מרבי. אם בעתיד, מסיבות שונות, נמצא כי נכון יהיה להתיר מחיר מרבי, נמליץ בפני שר האוצר להפעיל סמכות זו."



שיטת החיתום החדשה אמורה להקל באופן ניכר על הנפקה סימולטנית. לוח הזמנים על פי השיטה החדשה 'מסונכרן' עם לוח הזמנים בארה"ב



הבורסה: בחלופה ה"מעורבת", הציבור יוכל לרכוש ניירות ערך רק במחיר שייקבע בהקצאה למוסדיים. לעומת זאת, בחלופת המכרז, לא יוכל המנפיק לקבוע מראש מחיר מכסימום (או כל מחיר אחר). האם אין כאן בעיה של חוסר עקביות?

טרי: "אף כי נראה לכאורה שיש כאן חוסר עקביות, אנו מעריכים כי בפועל לא תיווצר בעיה כזו. הכמות שניתן למכור בשיטה החדשה למשקיעים פרטיים מוגבלת ל-30% מההנפקה כך שלא יהיה זה החלק המשמעותי שלה.

כחלק מיישום הלקחים של הפרשיות שאירעו בארה"ב בתחום החיתום החלטנו, כי השיטה הלא אחידה המקנה לחתם שיקול דעת למי למכור בהנפקה, תחול רק לגבי מכירה למשקיעים מוסדיים. עיקר הפרשיות נגעו למכירה של החתמים למשקיעים פרטיים, שהיו מקבלי החלטה בחברות, שמינו אחר כך את אותם חתמים להוביל הנפקות שלהן. החתמים ביצעו מכירות אלו בעיקר בהנפקה חמה ולמעשה "שיחדו" את אותם מקבלי החלטות.

קבוצה אחרת של אנשים פרטיים, שניתן לראותם כפוטנציאל לניסיונות "שוחד" כאלו הם מקבלי החלטות בעניין כספם של אחרים, כגון מנהלי קרנות

שיחות ועידה

האמריקאית. תקנה זו, שמהותה הינה גילוי אחיד לכל, גרמה למהפכה של ממש בדרך בה מתקשרות חברות הנסחרות בארה"ב עם המשקיעים. התקנה החמירה את הדרישות לבני דיווח בלתי פורמלי, מפגשים עם משקיעים ושיחות תדור, אולם, במקביל, איפשרה למסד את השימוש בשיחות ועידה ככלי רשמי ומחייב להפצת מידע לציבור המשקיעים. נקבעו כללים לפרסום עצם קיומן של השיחות ותוכנן נחשב כ"גילוי נאות" ברמה המקבילה לדיווח מיידי. רשות ניירות ערך האמריקאית (SEC) יצרה מנגנון פשוט המאפשר לחברות לשוחח בזמן אמיתי עם כל המשקיעים המעוניינים בכך, מבלי שייחשפו לתביעות בגין מסירת "מידע פנים" לציבור מצומצם, או יזאשמו במסירת מידע "סלקטיבי". Regulation FD מאפשרת למשקיעים לקבל בו-זמנית מידע איכותי, המקל על הבנת עסקי החברה. הציבור יכול להאזין לשיחות הוועידה באמצעות אתרי האינטרנט של החברות.

בישראל, מעמד שיחות הוועידה לא הוסדר עדיין, והן אינן מוכרות ככלי רשמי על ידי המחוקק. על פי החוק, חברה המתארת את תוצאותיה העסקיות בשיחת ועידה צריכה להיזהר מלמסור מידע "קשיח" ומהותי, שכן תוכן השיחה אינו מוגדר כ"נחלת הציבור" כולו, ולכן עלול להיחשב כמסירת "מידע פנים" לציבור מצומצם. הקניית הגנה משפטית בחוק הישראלי לשיחות הוועידה תעודד חברות ישראליות, המעוניינות לשתף את האנליסטים והגופים המוסדיים - בניצי הציבור - במידע חשוב על פעילות החברות, למסד את השיחות.

קשה לחשוב על מניעה עקרונית, נראית לעין, לאמץ את ההתייחסות האמריקאית לשיחת הוועידה, ובמסגרת זו לאפשר לחברות להעביר מידע מהותי בשיחת הוועידה שתהפוך לכלי דיווח רשמי ובלבד שתהיה נגישה לכלל הציבור וניתן יהיה להגיע אליה דרך אתר החברה.

במשך שנים ארוכות, בעבר, נאלצו סמנכ"לי הכספים בחברות הגדולות לשוחח, לאחר פרסום הדוחות, באופן פרטני, עם כל האנליסטים המכסים את החברה ולבצע עשרות שיחות נוספות עם נציגי קרנות הפנסיה הגדולות, על מנת להעביר את המסרים העיקריים של החברה לבני הדוחות התקופתיים.

שיחות הוועידה, שהחלו להיערך בארה"ב לפני כ-10 שנים, היוו, עבור החברות האמריקאיות, מהפכה ביכולתן לתקשר עם שוק ההון ולהעביר מסר מרוכז לעשרות, ולעיתים למאות גופים. לימים הפכו שיחות הוועידה ל"במה" מרכזית לחברות הגדולות בארה"ב, ואחר-כך גם לקטנות יותר. היכולת של ההנהלה לשתף את הגופים המוסדיים בניחותיה לבני השוקים שבהם היא פועלת קפצה מדרגה. השיחות הפכו להיות כלי מרכזי עבור חברות המייחסות חשיבות לניהול דיאלוג איכותי עם המשקיעים.

גם המשקיעים למדו לייחס חשיבות לשיחות הוועידה ולבצל את ההזדמנות להשנת הבנה מלאה ופרטנית של דוחות החברה. בחברות הגדולות, שלב השאלות והתשובות בשיחה אורך לעיתים שעה ואף יותר. מיסוד שיחות הוועידה שיפר את מעמדן גם בעיני המחוקק.

החברות הדואליות, הנסחרות בת"א ובניו יורק, "ייבאו" את נוהג שיחות הוועידה לישראל. בשנים האחרונות החל הנוהג להשריש גם בחברות הגדולות המשתייכות למדד ת"א 100. כיום, למעלה מ-50 חברות הנסחרות בבורסה בת"א מבצעות שיחות ועידה עם הגורמים המוסדיים בעקבות פרסום דוחותיהן הכספיים.

המעמד החוקי - REGULATION FD

ב-23 באוקטובר 2000 נכנסה לתוקף תקנת הגילוי הנאות - REGULATION FD - של רשות ניירות ערך



* הכותב (בתמונה) הוא מנכ"ל קשרי משקיעים בע"מ. קשרי משקיעים מתמחה בייצוג חברות ציבוריות מול שוק ההון.

סיוע משפטי: עו"ד דרור ברנדווין ממשרד לשם, ברנדווין ושות' ועו"ד חגן פלדמוס ממשרד אפרתי גלילי. עו"ד ג'ף קורבין, מנכ"ל ושותף KCSA.

עמדת רשות ניירות ערך

הרשות סבורה כי מידע החשוב למשקיע הסביר חייב להיות מדויק באופן שחיוני ונגיש לכל הציבור, ובהקשר זה נבחנת התאמת Regulation FD למשטר הגילוי והדיווח בישראל.

חברה ציבורית אינה מנועה מלקיים שיחות ועידה לציבור מצומצם, אולם עליה להיות ערה לכך כי מסירת מידע שלא דווח לציבור בדוח לפי חוק ניירות ערך, עלולה להיחשב כמסירת מידע פנים.



שיחות ועידה - עשה ואל תעשה

1. לקריא באריכות את מספרי ההשוואה בדו"ח רווח והפסד ובמאזן. השתדלו להימנע מכך. הדו"חות מונחים בפני קהל השומעים והוא מתעניין בעיקר בפרשנות שלכם על מספרים אלה.

2. אל תנסו להצניע מידע גלוי בכל מקרה. עלייה מדאיגה במלאי, ירידה בתזרים המזומנים, ירידה בלתי צפויה של צבר ההזמנות וכו'. מרבית המאזינים עוקבים אחר החברה מקרוב ומכירים את ביצועיה. מטרת שיחת הוועידה היא להעלות את רמת ההיכרות שלהם עם עסקי החברה ואת רמת הבטחון והאמון שהם רוכשים לחברה.

3. נסו לתכנן מה השאלות שתישאלו, במיוחד הקשות, והכינו תשובות "מנירה".

4. יז מוכנים מבחינת המידע שבידיכם. יחד עם זאת, אם נשאלתם על דבר מה שאינכם יודעים או שאינו מצוי בפניכם, אין בכך פסול פשוט הבטיחו לחזור.

5. הרצאה פרוגנטלית השתדלו להשמע ברורים ואף נלהבים. ל"ארומה" של השיחה יש חשיבות. ניהול "עייף" של שיחת ועידה עלול ליצור חשדנות גם אם הדיווח הינו על תוצאות טובות.

1. אם החלטתם לאמץ נוהג של שיחות ועידה, עשו זאת באופן רבועני מחייב, מבלי להתחשב בטיב תוצאות הרבעון. עבור המשקיעים קיים ערך בעובדה כי שיחת ועידה תיערך לאחר התוצאות באופן אוטומטי.

2. תכננו היטב מה ברצונכם לומר בשיחת הוועידה ואיזה מסרים ברצונכם להעביר. שיחת ועידה, למרות שמה, דומה יותר להרצאה פרוגנטלית מול קהל, שבסופה נשאלות שאלות, וכך יש להתייחס אליה.

3. נסחו את תוכן שיחתכם במשפטים קצרים וברורים. מאחר שזו "הרצאה טלפונית", יש קושי לעקוב אחר ניסוחים ארוכים ומפותלים.

4. הרחיבו בתיאור ההתפתחויות העסקיות שחלו בחברה ברבעון הנסקר והמשמעויות שהיו לכך על החברה. רכישות של עסקים נוספים, פתיחת משרדים בחו"ל, השקת מוצרים חדשים, מימון מחדש, סגירת סניפים מפסידים, כניסה לפעילויות חדשות וכו'. קיימת חשיבות להסברים הישירים מההנהלה ועדיף שמנכ"ל החברה יעדכן אודות התפתחויות אלו.

5. דברו על המספרים הגלויים בקיצור. חברות רבות נוהגות

שוק המניות כאינדיקטור - המשך מעמוד 6

+ לפני הצמיחה ("זינוק ההיי-טק") שהחלה במשק באוגוסט 1999 - אירעה תפנית חדה במדדי המניות והם החלו לעלות במרץ 1999;

+ לפני ההאטה האחרונה שהחלה בנובמבר 2000 - התחוללה תפנית כלפי מטה במדדי המניות ביוני 2000.

+ לפני ההתרחבות של המשק שהחלה בספטמבר 2003 - החלו מדדי המניות לעלות באופן חד במרץ 2003.

יש לציין, כי במהלך 1997 התרחשה תפנית חיובית בבורסה של ת"א, שלא הובילה תפנית משמעותית בפעילות המשקית, אלא רק תפנית חיובית קלה.

כלומר, בתקופה הנחקרת, מתוך חמש תפניות משמעותיות של שוק המניות בישראל, ארבע קדמו לתפניות בפעילות המשקית.

את המבחן הפשוט, מבחן הנרף, אנו עוברים בהצלחה, ולכן בצענו מספר מבחנים אקונומטרים מדויקים יותר, בהם איתרנו קשר יציב בין "מדד מלניק" ומדדי המניות

בפינור של 5 חודשים.

כל המבחנים שהצגנו תומכים בממצא, שבתקופה הנחקרת, הבורסה מובילה את הפעילות המשקית.

סיכום ומסקנות

ההשערה הבסיסית של המחקר הייתה, שהשכלול היחסי של שוק המניות בישראל הפך את מדד המניות, במהלך שנות התשעים, לאינדיקטור מוביל, כפי שמקובל בארצות המפותחות. הממצאים שהוצגו מאוששים את השערת המחקר. כאמור, התקופה הנחקרת מתפרסת על חמש שנים, בנתונים חודשיים. מובן שזאת תקופה קצרה מדי כדי להסיק בצורה חזקה על הקשר שנמצא. המבחן האמיתי של ממצאנו הוא מבחן הזמן, כלומר, האם "קשר ההובלה" של שוק המניות יתמיד בתפניות העתידיות של מחזורי העסקים בישראל. התוצאות עומדות במבחן הזמן האחרון. שוק המניות הקדים את ההתאוששות הכלכלית האחרונה של המשק מהמיתון שאפיין את המחזור האחרון של המשק הישראלי.

חדש!

בורסות בחו"ל



חניות (crossing) בשער הנעילה (כמו בבורסה בתל-אביב) עד 17:00 וכן crossing בסלים של 15 חניות לפחות, ובשווי של 1 מיליון דולר לפחות, עד 18:15. על פי החלטת הבורסה יתווספו שני sessions crossing מיוחדים, שיימשכו עד 18:30, עבור פקודות גדולות (לפחות 10,000 חניות), שלא בוצעו במהלך יום המסחר.

בורסת יורונקסט (מיזוג הבורסות של פריס, אמסטרדם, בריסל וליסבון) תשיק בראשית 2005 רשימת חניות חדשה, אחת, בשם Eurolist. הרשימה תחליף את שלוש הרשימות הקיימות כיום: הרשימה הראשית (Premier Marche), הרשימה המשנית (Second Marche) ורשימת חניות הטכנולוגיה (Nouveau Marche). הבורסה תסווג את המניות ברשימה החדשה על פי שווי השוק שלהן: מניות גדולות (מעל 1 מיליארד יורו), מניות בינוניות (בין 150 מיליון ל-1 מיליארד יורו) ומניות קטנות (מתחת ל-150 מיליון יורו). עם זאת, על כל החברות הכלולות ב-Eurolist יחולו כללי רישום ונילוי אחידים.



בורסת נאסד"ק החליטה להרחיב את פעילותה גם ברוסיה. לדברי הבורסה, השוק הרוסי הוא בעל פוטנציאל גדול. מיבניה של פאולינה מקרוארטי, דוברת רוסית, למנהלת הנציגות החדשה של נאסד"ק ברוסיה, מהווה חלק חשוב באסטרטגיה של הבורסה להדק את קשריה עם חברות רוסיות מענפים שונים. לדברי נאסד"ק, מספר גדול והולך של חברות רוסיות מתעניינות ברישום למסחר בארה"ב.

בנוסף, תקים יורונקסט ב-2005 שוק חדש בשם Alternext, שיתבסס על כללי האיחוד האירופי בתחום השירותים הפיננסיים. ה-Alternext יקל על חברות אירופאיות לניסח הון בתמורה למחויבות גבוהה מצדם לשקיפות פיננסית ולהגנה על ציבור המשקיעים.



הבורסה של טוקיו פרסמה לאחרונה תוצאות סקר שערכה בקרב מחזיקי המניות הנסחרות בבורסה. מהתוצאות עולה כי משקיעים פרטיים מחזיקים בכ-20.5% משווי המניות. מוסדות פיננסיים, כגון בנקים, קרנות השקעה וחברות ביטוח, מחזיקים בכ-34.5% משווי המניות. חברות מסחריות מחזיקות 21.8% ומשקיעים זרים מחזיקים שיעור דומה. חברות ברוקרים מחזיקות בכ-1.2% ואילו הממשלה בכ-0.2% בלבד משווי המניות.



הבורסה של אוסטרליה השיקה ביולי מדד חדש, המשקף את ביצועי אסטרטגיית "קנייה-כתיבה" (buy-write strategy) של אופציות על מדד המניות האוסטרלי המוביל, S&P/ASX 200. משקיעים המשתמשים באסטרטגיה זו "כותבים" (מוכרים) אופציות על המדד ורוכשים "סלים" של המניות המרכיבות את המדד. דוח של הבורסה האוסטרלית מנלה כי ב-14 השנים האחרונות, השקעה באסטרטגיית "קנייה-כתיבה" הניבה תשואה עודפת של 23% על תשואת המדד עצמו והקטינה את סיכון תיק השקעות. המדד החדש יקל על מנהלי השקעות המשתמשים באסטרטגיית "קנייה-כתיבה" למדוד את הביצועים ואת רמות הסיכון של התיקים שתחת ניהולם.



לרנל השקת הלירה הטורקית החדשה (1 לירה חדשה = 1,000,000 לירות ישנות) בראשית 2005, מבצעת הבורסה של איסטנבול סדרת התאמות בשוק המניות המקומי. הערך הנקוב של כל המניות הנסחרות באיסטנבול ייקבע ל-1 לירה טורקית חדשה. בנוסף, שונו בהתאם סכומי המינימום והמקסימום לפקודות בשוק איגרות החוב.



הבורסה של ניו יורק החליטה להאריך את יום המסחר עד השעה 18:30. לאחר שעות המסחר הרגילות של הבורסה (9:30-16:00), מתנהלת כבר כיום "החלפת

בימים אלה אנו נערכים לשידרוג אתר האינטרנט של הבורסה - www.tase.co.il. נשמח לקבל מכם רעיונות לשיפורים ותוספות לאתר באי-מייל feedback@tase.co.il

חולשה בשוק המניות והמשך גיוסי הון ערים בשוק האג"ח

נזית כ-70 מיליון שקל.

ביולי גייסה **קסם מדיים**, מקבוצת "אקסלנס", כ-55 מיליון שקל באמצעות הנפקה לציבור של שתי סדרות תעודות סל - הניתנות להמרה למדד FTSE 100 ו-NASDAQ 100, וכ-685 מיליון שקל נוספים בהקצאות לחברת בת. מתחילת השנה הסתכמו ההנפקות וההקצאות לחברות בנות של תעודות סל בסך של כ-1.2 ו-3.4 מיליארד שקל, בהתאמה.

בשוק האג"ח הנפיקו ביולי ארבע חברות חדשות אג"ח צמודות דולר בסך כ-650 מיליון שקל. בחמש הקצאות פרטיות של אג"ח (מרביתן צמודות לדולר) גויסו כ-2.3 מיליארד שקל נוספים - מתוכם כ-1.5 מיליארד שקל ע"י החברה החדשה **תכלית דולר**, בהקצאת אג"ח צמודות דולר לחברה בת, במסגרת התשקיף.

גם החודש נמשכה מגמת הירידה בהיקף הנפקות אג"ח ע"י הממשלה, והן הסתכמו בכ-2.5 מיליארד שקל, כשני שלישי מהן באמצעות אג"ח לא צמודות. פדיונות איגרות-החוב, לא כולל ריבית, הסתכמו בכ-2.3 מיליארד שקל. כלומר, הגיוס נטו הסתכם בכ-0.2 מיליארד שקל, לעומת עודף פדיונות בסך של כ-0.2 מיליארד שקל ביוני.

ביולי נרשמה מגמה מעורבת בקרנות הנאמנות, כאשר בקרנות השקליות נרשמו יצירות בסך כ-0.8 מיליארד שקל - יותר מפי שניים סך היצירות בחודש יוני. בקרנות האג"ח ובקרנות המנייתיות התהפכה המגמה, ולראשונה מתחילת השנה נרשמו בהן פדיונות נטו בסכום כולל של כ-0.2 מיליארד שקל, לאחר יצירות של יותר מכ-5 ו-4 מיליארד שקל, בהתאמה, מתחילת השנה. בקרנות חו"ל התחזקה המגמה, ונרשמו פדיונות בסך כ-0.6 מיליארד שקל - כמעט כפליים מהחודש הקודם.

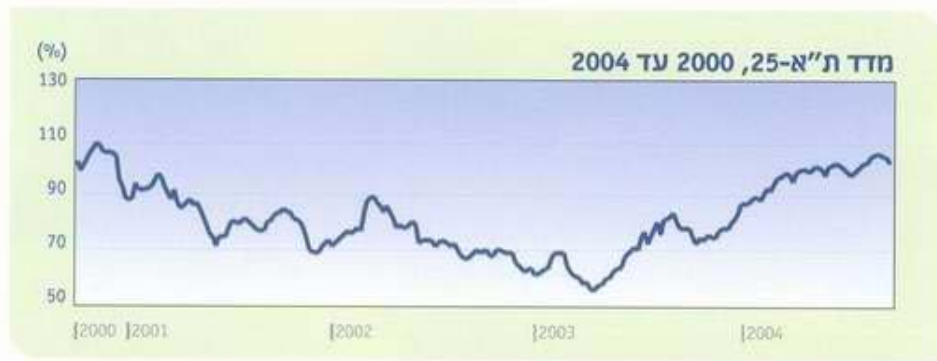
בחודש יולי, על רקע פגרת הקיץ והחלשות שוקי חו"ל, ירד מדד המניות הכללי בכ-5.7%. בכל המדדים המובילים נרשמו ירידות: מדד ת"א-100 ירד בכ-4.3%, מדד היתר ירד בכ-2.2% - לאחר עלייה של כ-31% במחצית הראשונה של השנה, ואילו מדד התל-טק המושפע מהנאסד"ק ירד החודש בכ-0.9%. מדד איגרות החוב עלה ביולי בכ-0.2%.

בשוק המניות הסתכם המחזור היומי בכ-600 מיליון שקל - נמוך מעט מהמחזור ביוני ומהמחזור הממוצע השנה. בשוק האג"ח נרשמה ירידה חדה בפעילות, ומחזור המסחר היומי, שהסתכם בכ-815 מיליון שקל, היה נמוך בכ-25% מהמחזור ביוני. עיקר הירידה במחזורי המסחר בשוק האג"ח החודש נרשמה באיגרות החוב הממשלתיות הלא צמודות. גם במלווה קצר-מועד נרשמה מגמה דומה, כאשר מחזור המסחר החודש הסתכם בכ-585 מיליון שקל ביום - נמוך בכ-8% מהמחזור בחודש הקודם.

באופציות על מדד ת"א-25 ובאופציות הדולריות הסתכם המחזור היומי בכ-129 וכ-23 אלף יחידות, בהתאמה - נבואה מעט מהמחזורים שנרשמו ביוני, אך עדיין נמוך מהמחזורים הממוצעים מתחילת השנה. באופציות על האירו נרשמה ירידה בפעילות, ומחזור המסחר היומי, שהסתכם בכ-2,200 יחידות, היה נמוך בכ-20% מהמחזור בחודש הקודם.

החודש נרשמה **אלדין** למסחר בבורסה בתל-אביב, במסגרת הרישום הכפול, והצטרפה ל-23 החברות הדואליות החדשות.

החלשות שוק המניות באה לידי ביטוי גם בשוק הראשוני: חברה חדשה אחת - **פולירם**, גייסה כ-30 מיליון שקל בהנפקת מניות לציבור, ובשש הקצאות פרטיות גויסו כ-50 מיליון שקל בלבד. בנוסף, מימוש סופי של שתי סדרות כתבי אופציה למניות הורים לשתי חברות מקבוצת



גיוס מידי (מיליון שקלים)		הנפקות עיקריות
גיוס עתידי (הערות)	גיוס מידי	
הנפקה לציבור - מכיות	18	שוק המניות
הנפקה לציבור - תעודות סל (מדד NASDAQ 100)	31	פולירם - חברה חדשה
הנפקה לציבור - תעודות סל (מדד FTSE 100)	23	קסם מדיים
		קסם מדיים
		שוק איגרות החוב
הנפקה לציבור - אג"ח צמודות דולר	232	גלובל דולר - חברה חדשה
הנפקה לציבור - אג"ח צמודות דולר	165	גלובל פיננס 3 - חברה חדשה
הנפקה לציבור - תעודות פקדון צמודות דולר	155	הדס רבעוני - חברה חדשה
הנפקה לציבור - אג"ח צמודות דולר	100	תכלית דולר - חברה חדשה

(*) התמורה הצפויה מחימוש כל כתבי האופציה שהונפקו.

יולי 2004

נתונים עיקריים

הבורסה בתל-אביב

2003	ינואר-יולי 2004	יולי 2004
במחירים שוטפים		
51.0%	7.4%	-2.9%
60.7%	6.8%	-4.3%
48.5%	28.5%	-2.2%
120.1%	1.8%	-9.0%
55.4%	9.1%	-5.7%
13.6%	2.0%	0.2%
367	640	598
724	938	814
489	611	587
120	131	129
36	30	25
3,320	13,849	152
44,379	25,950	2,458
6,235	14,973	2,950
308.4		353.6
229.7		238.5
22.2		36.8
577		584

מדדים עיקריים

- ת"א-25
- ת"א-100
- יתר
- תל-טק
- מניות והמירים
- איגרות חוב
- מחזור יומי (מיליוני שקלים)
- מניות והמירים
- איגרות חוב
- מלווה קצר מועד
- אופציות מדד ת"א-25 (אלפי אופציות)
- אופציות מט"ח (אלפי אופציות)
- הנפקות (מיליוני שקלים)
- מניות והמירים
- איגרות חוב ממשלתיות (ברוטו)
- איגרות חוב קונצרניות
- ערך שוק (מיליארדי שקלים)
- מניות והמירים
- איגרות חוב ממשלתיות
- איגרות חוב קונצרניות
- מספר חברות שמניותיהן רשומות



מרכז המבקרים של הבורסה

אירועים ייחודיים באווירת שוק ההון

מרכז המבקרים של הבורסה ממוקם באולמות המסחר ההיסטוריים, ברח' אחד העם 54, בתל-אביב. המרכז מתאים במיוחד לכנסים והשתלמויות מקצועיות למנהלים ולעובדים, כנסי לקוחות, ימי עיון, מצגות של חברות לאגליסטים ולמשקיעים מוסדיים, ישיבות הנהלה ועוד - הכל במרחק הליכה ממשדרי המוסדות הפיננסיים החשובים בישראל. לאווירה הייחודית במרכז תורמים מסכים אלקטרוניים עם נתוני מסחר בזמן אמת מהארץ ומחול.

לפרטים נוספים, יש לפנות ליחידת שיווק ודוכות בבורסה: טל: 03-5677405

מדדי מניות בעולם

2003	ינואר-יולי 2004	יולי 2004
% השינויים בערכים דולריים		
25.3%	-3.1%	-2.9%
50.0%	-5.8%	-7.8%
26.4%	-0.1%	-0.9%
64.8%	-6.1%	-4.6%
38.1%	0.0%	-8.3%
63.3%	4.2%	-3.3%

שם המדד

- ניו-יורק דו-ג'ונס DOW JONES
- נאסד"ק
- לונדון FTSE 100
- פרנקפורט DAX
- טוקיו NIKKEI 225
- ת"א-25

המערכת:
רזיית הראל בן-זאב,
עפר שמחוני, קובי אברמוב, אבי גאמס

משרדים:
הבורסה לניירות ערך
רחוב אחד העם 54, תל אביב 65202
טל: 03-5677411
פקס: 03-5105379

הבורסה

גיליון מס' 23 • אוגוסט 2004

צד קשר

E-mail: info@tase.co.il

טל: 03-5677405

פקס: 03-5105376

שאלות, תגובות והצעות יתקבלו בברכה!

לתשומת לב הקורא!

הנתונים והחישובים המפורסמים בירחון זה לוקטו ממקורות רשמיים, מן המברות ומרשומי הבורסה, אך עם זאת אין הבורסה, עובדיה והפועלים מכוחה או עבודה אחראים לשלמות המיגור או לכל אי-דיוק, שגיאה, השמטה או ליקוי אחר בפרסום זה, מכל סיבה שהיא ללא יוצא מן הכלל. נתוני הירחון מיועדים לשימוש הקורא. לא תתבצע מכירת נתונים או הפצתם בין בתמורה ובין בלא תמורה וכל פרסום ברשות הבורסה מחייב איזכור מקור הנתונים. מסקנות ודעות המובעות במאמרים התומים אינן מחייבות את הבורסה.

© כל הזכויות שמורות
לבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ
ISSN - 0333 - 8231
הופק באוגוסט 2004