

"חוק הרישום הכפול" והשפעתו על מדד ת"א-25

שרון לביא ודרור שליט

1. הקדמה

א. הרישום הכפול

רבות נאמר ונכתב על היתרונות הגלומים ב"חוק הרישום הכפול" לחברות הדואליות עצמן, למשקיעים ולשוק ההון הישראלי⁽¹⁾.

עד אמצע ינואר 2001, כחודשיים לאחר תיקון חוק ניירות ערך בדבר הרישום הכפול, נחתו בבורסה חמש הסגנונות הראשונות: "מג'יק", "ריבוע כחול ישראל", "מטאלינק", "סאיטקס" ו-"טאואר" אשר השכילו לנצל את היתרונות הנובעים מתיקון החוק ונרשמו למסחר גם בבורסה בתל-אביב.

במאמר זה נסקרו ההשפעות הצפויות מיישום "חוק הרישום הכפול" על מדד ת"א-25, כמו גם על מדדי בורסה אחרים ועל קרנות נאמנות המתמחות בהשקעה במדדים אלו. השפעות אלו נותחו באמצעות שלוש סימולציות.

מתוצאות המחקר עולה כי אם ירשמו כל המניות הדואליות למסחר בתל-אביב, יכללו במדד ת"א-25 8 מניות חדשות וערך השוק של המדד יגדל בכ-65% ומחזורי המסחר יגדלו בכ-46%.

מדד תל-אביב 25 יהיה בעל מרכיב מהותי של מניות דואליות ומניות תל-טק.

במדד יכללו 12 מניות דואליות. שווי השוק שלהן יהיה כ-187 מיליארד ש"ח (גידול של כ-230%) ומשקלן המתוקן במדד יהיה 47.1% (22.2% כיום).

במדד יכללו 9 מניות תל-טק. שווי השוק שלהן יהיה כ-136 מיליארד ש"ח (גידול של כ-1300%), ומשקלן המתוקן במדד יהיה 31.5% (6.6% כיום).

בהנחה של רישום כל המניות הדואליות למסחר, צפויה סטיית התקן של מדד ת"א-25 לעלות באופן חד. על-פי נתוני שנת 2000 סטיית התקן תעמוד על 30% לעומת 22% במצב הקיים ללא מניות אלו.

המחקר מבוסס על נתונים שנאספו עד לסוף הרבעון השלישי של שנת 2000.

מאז חלו שינויים רבים, החל במשבר בנאסדק וכלה במצב המדיני-פוליטי המקומי, שגרמו לירידה ניכרת בשווי השוק של המניות בכלל ובמניות הטכנולוגיה בפרט. עם זאת, גם לאחר המשבר בשוק הטכנולוגיה מעידים הנתונים על השפעתן הגדולה של מניות הרישום הכפול על מדד ת"א-25.

ב. מדד ת"א-25 – רקע

מדד ת"א-25 הינו המדד העיקרי של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב. יחודו של מדד זה בכך שהוא מהווה נכס בסיס לאופציות וחוזים עתידיים הנסחרים בבורסה בהצלחה רבה.

המדד מורכב מ-25 מניות בעלות שווי שוק הגבוה ביותר מבין 200 המניות הסחירות ביותר בבורסה.

(1) ראה "החודש בבורסה", יולי 2000 – חוק הרישום הכפול – שלב חדש בגלובליזציה של שוק ההון הישראלי – רונית הראל בן-זאב.

שווי השוק של מניות ת"א-25 מהווה כ-55% משווי השוק של כל המניות הנסחרות בבורסה והיקף המסחר בהן מהווה כ-75% מהמסחר בכלל המניות בבורסה (נכון לאוקטובר 2000).

בשנת 1999 עמד המחזור היומי הממוצע באופציות על מדד ת"א-25 על כ-45 אלף אופציות ובשנת 2000, לאחר המעבר לרצף נגזרים באוקטובר 1999, נסק המחזור היומי הממוצע והגיע לכ-110 אלף אופציות.

משמעות מחזורי מסחר אלו, במונחי נכס בסיס, הינה מסחר בהיקף של כ-1.8 מיליארד ש"ח ביום בשנת 1999, וכ-5.7 מיליארד ש"ח ביום, בשנת 2000. המסחר באופציות, במונחי נכס בסיס, גדול פי 20 מהמסחר במניות ת"א-25 עצמן, תופעה יוצאת דופן במונחים כלל עולמיים.⁽²⁾

2. שיטת ניתוח ההשפעה הצפויה מיישום "חוק הרישום הכפול"

א. לשם ניתוח ההשפעה הצפויה של "חוק הרישום הכפול" על מדד ת"א-25, נבדקו **שלושה תרחישים** אפשריים לשילוב מניות דואליות במדד. תרחישים אלו הושושו למצב הקיים:

תרחיש 1 – כל המניות הישראליות הנסחרות בארה"ב⁽³⁾ יירשמו למסחר בבורסה בתל-אביב.

תרחיש 2 – מחצית המניות הישראליות הנסחרות בארה"ב⁽³⁾, כולל חברת "צ'ק פוינט" – החברה הישראלית בעלת שווי שוק הגבוה ביותר (כ-92 מיליארד ש"ח), יירשמו למסחר בבורסה בתל-אביב.

תרחיש 3 – כרבע מהמניות הישראליות הנסחרות בארה"ב⁽³⁾, ללא "צ'ק פוינט", יירשמו למסחר בבורסה בתל-אביב.

ב. הרכב הרשימות נקבע על-פי שווי השוק של המניות ב-30 בספטמבר, 2000.

במועד זה הושווה שווי השוק של כל אחת מהמניות הישראליות הנסחרות בארה"ב לשווי השוק של המניות שנכללו ברשימת ת"א-25 באותו מועד ובהתאם נקבעה רשימה חדשה של מניות ת"א-25, הכל בהתאם לכללי הבורסה לעדכון מדד ת"א-25 ובהתאם לתרחיש.

ג. לשם ניתוח ההשפעה הצפויה של "חוק הרישום הכפול" על מדד ת"א-75 בוצע ניתוח דומה עבור מניות מדד ת"א-75, אלא שבמקרה זה נקבעה רשימה חדשה של מניות ת"א-75 על סמך הנחות **תרחיש 1** בלבד (רישום כפול מלא).

ד. לשם ניתוח ההשפעה הצפויה של "חוק הרישום הכפול" על קרנות הנאמנות נאמדה ההשפעה הצפויה על פי כמות הנכסים המוחלפים (מניות "חדשות" במקום מניות "ותיקות") של הקרנות, בעקבות הפעלה של **תרחיש 1** (רישום כפול מלא).

(2) נתונים מפורטים ניתן לראות בגליון זה של "החודש בבורסה" – לוחות 13 ו-14.
(3) כדי לקבוע מי מבין כל המניות הישראליות הנסחרות בארה"ב "נרשמו" במסגרת "חוק הרישום הכפול", מוינה רשימת המניות לפי שווי השוק שלהן – מהגבוה לנמוך.
עבור תרחיש 1 – כל המניות ברשימה נרשמו במסגרת הרישום הכפול.
עבור תרחיש 2 – כל מניה שניה ברשימה נרשמה במסגרת הרישום הכפול.
עבור תרחיש 3 – כל מניה רביעית ברשימה נרשמה במסגרת הרישום הכפול.

3. ממצאים

א. מדד ת"א-25

(1) ההרכב החדש של המניות הכלולות במדד ת"א-25, על-פי כל אחד מהתרחישים, הביא לכך שעל-פי תרחיש 1 הצטרפו למדד 8 מניות דואליות במקביל לגריעת 8 מניות "ותיקות", על-פי תרחיש 2 הצטרפו 4 מניות (כולל "צ'ק פוינט") ועל-פי תרחיש 3 הצטרפו 2 מניות.

לוחות 1, 2 ו-3 כוללים סיכום המאפיינים של מדד ת"א-25 על-פי כל אחד מהתרחישים. בלוחות מפורטים הכמות, שווי השוק, משקל מקורי ומשקל מתוקן⁽⁴⁾, בהפרדה בין מניות קיימות ומניות חדשות, לרבות הפרדה כאמור לגבי מניות תל-טק ומניות דואליות, כל קבוצה בנפרד, הכלולות במדד ת"א-25.

לוח 4 מסכם את השפעת השינוי בהרכב מדד ת"א-25, על-פי כל אחד מהתרחישים.

מהנתונים עולה כי שווי השוק הכולל של המדד עלה מ-178.1 מיליארד ש"ח ל-293 מיליארד ש"ח בתרחיש 1 (תוספת של כ-65%), ל-280.1 מיליארד ש"ח בתרחיש 2 (תוספת של כ-57%) ול-183.4 מיליארד ש"ח בתרחיש 3 (תוספת של 3%).

חלקן של מניות הטכנולוגיה במדד עלה הן מבחינה כמותית והן מבחינת משקלן היחסי בשווי השוק של המדד.

במדד המקורי קיימות 3 מניות טכנולוגיה ששווי השוק שלהן 9.7 מיליארד ש"ח ומשקלן המתוקן הינו 6.6%.

בתרחיש 1 קיימות 9 מניות טכנולוגיה ששווי השוק שלהן 136.4 מיליארד ש"ח ומשקלן המתוקן הינו כ-32% (עליה של כ-1300% בשווי השוק ושל כ-380% במשקל).

בתרחיש 2 קיימות 6 מניות טכנולוגיה ששווי השוק שלהן 114.7 מיליארד ש"ח ומשקלן המתוקן הינו כ-22% (עליה של כ-1080% בשווי השוק ושל כ-230% במשקל).

בתרחיש 3, בו הוחלפו 2 מניות בלבד, קיימות 5 מניות טכנולוגיה ששווי השוק שלהן 18.9 מיליארד ש"ח, ומשקלן המתוקן כ-12% (עליה של כ-95% בשווי השוק ושל כ-85% במשקל).

ההבדל הרב בין המשקל המקורי למשקל המתוקן, הבא לידי ביטוי בכל אחד מהחתיכים המוצגים בטבלת הסיכום, נובע בעיקר משווי השוק הבולט של מניית "צ'ק פוינט" – כ-92 מיליארד ש"ח.

משקלה המקורי של המניה בתרחיש 1 ובתרחיש 2 מהווה כ-1/3 מכלל שווי השוק של המדד. כללי חישוב המדד קובעים תקרת משקל של 9.5%. כתוצאה מכך, עודף משקל של כ-22% מחולק בין שאר המניות באופן יחסי.

(4) המשקל המתוקן של מניה במדד שונה ממשקלה היחסי בשווי השוק עקב מגבלת המשקל הקיימת בכללי חישוב מדדי ת"א-25. על פי כללים אלה, משקל מניה במדד לא יעלה על 9.5%. באופן כללי ניתן לומר כי מגבלה זו מביאה להקטנת המשקל של מניות בעלות שווי שוק גבוה (שמשקלן המקורי גבוה מ-9.5%) ולהגדלת המשקל של מניות בעלות שווי שוק נמוך.

(2) ההשפעה הצפויה של הרישום הכפול על מחזורי המסחר במניות מדד ת"א-25

רישומן של המניות הדואליות למסחר בתל-אביב צפוי לגרום, בנוסף לגידול בשווי השוק של המדד, גם לגידול בהיקפי המסחר בהן. בחינה השוואתית של היקפי המסחר במניות הדואליות הנסחרות בארה"ב ובת"א מלמדת כי המסחר במניות "טבע" ו"נייס" בתל-אביב מהווה כ-30% בלבד מהמסחר במניות אלה בארה"ב. במניות דואליות אחרות, המסחר בתל-אביב מהווה חלק גבוה יותר מהמסחר בארה"ב.

בביצוע החישובים הנחנו, כי המחזור במניות הדואליות החדשות שיסחרו בתל-אביב יהווה 15% מהמחזור באותן מניות בארה"ב, דהיינו מחצית מהחלק היחסי של "טבע" ו"נייס". הנחה זו הינה שמרנית ונובעת מהעובדה שחברות אלו טרם הנפיקו בארץ.

לוח 5 מציג אמידה של המחזור היומי הממוצע בכל אחד משלושה הרבעונים הראשונים של 2000.

מניתוח ממוצע שלוש הרבעונים עולה כי מחזור המסחר במניות ת"א-25 במדד המקורי הינו כ-250 מיליון ש"ח, בתרחיש 1 - כ-370 מיליון ש"ח, בתרחיש 2 - כ-350 מיליון ש"ח ובתרחיש 3 - כ-300 מיליון ש"ח.

זוהי תוספת משמעותית ביותר למחזורים, גם אם מדובר בתרחיש 3 - תוספת של כ-18%. כשמדובר בתרחיש 1, התוספת למחזורים היומיים משמעותית יותר ונאמדת בכ-46%!

(3) ההשפעה הצפויה של הרישום הכפול על סטיית התקן של מדד ת"א-25

נתון חשוב ביותר בכל שוק נגזרים הוא **סטיית התקן** של נכס הבסיס.

סוחרי נגזרים נוהגים לאמר, ספק ברצינות ספק בבדיחות, כי הם מסוגלים לסחור בכל נכס ובלבד שידעו מהי סטיית התקן שלו.

על מנת לחשב את ההשפעה הצפויה של הרישום הכפול על סטיית התקן של מדד ת"א-25 "שוחזר" מדד ת"א-25 בכל יום, מתחילת שנת 2000 ועד 30.9.00 וחושבה סטיית התקן השנתית ל-30 יום בכל אחד משלושת התרחישים.

סטיית התקן במקרה של רישום כפול מלא עומדת על כ-29.5%, סטיות התקן על-פי תרחישים 2 ו-3 הינן 28.4% ו-25.3% בהתאמה בעוד שסטיית התקן של המדד המקורי הינה 22.2% בלבד - ראה לוח 6. במילים אחרות, שילוב מניות דואליות במדד ת"א-25 מעלה את סטיית התקן של המדד.

מאחר שכל המניות החדשות המופיעות בשלושת התרחישים הינן מניות היי-טק (להוציא "פרטנר") המאופיינות בתנודתיות גבוהה יותר ממניות "כלכלה ישנה", סטיית התקן הגבוהה בענף זה באה לידי ביטוי במדד ת"א-25 הרלוונטי לכל אחד מהתרחישים.

יצוין כי סטיית התקן של מדד NASDAQ בתקופה המקבילה הינה כ-42%.

ב. מדד ת"א-75

הרישום הכפול ישפיע, כמובן, גם על מדד ת"א-75 וזאת משום שחלק מהמניות הדואליות החדשות עשויות להצטרף למדד וכן משום שלמדד תצטרפנה מניות הנכללות היום במדד ת"א-25 ויוצאו ממנו בשל החלפתם עם מניות דואליות חדשות בעלות שווי שוק גבוה יותר.

שווי השוק הכולל של מדד ת"א-75 עלה מ-67.7 מיליארד ש"ח במדד המקורי ל-108.6 מיליארד ש"ח (תוספת של כ-60%) בתרחיש 1 (רישום כפול מלא). חלקן של מניות הטכנולוגיה במדד

עלה במידה רבה. במדד המקורי קיימות 14 מניות טכנולוגיה שמשקלן מהווה כ-18% מהמדד. בתרחיש 1 קיימות 29 מניות טכנולוגיה שמשקלן מהווה כ-42% מהמדד (עליה של כ-133%).

ג. מדד תל-טק

נכון ליום 30.9.00 קיימות במדד תל-טק 57 חברות בשווי שוק של 26.8 מיליארד ש"ח. 17 מביניהן, בשווי שוק של 22.1 מיליארד ש"ח, כלולות במדד ת"א-100.

בהנחה של התרחיש האופטימי, יכללו במדד ת"א-100 38 מניות תל-טק בשווי כספי של 182.4 מיליארד ש"ח.

כתוצאה מהשיפור הגדול בשווי השוק ובמחזורי המסחר, יוכל מדד תל-טק, בתרחיש זה וגם בתרחישים אופטימיים פחות, לשמש נכס בסיס מתאים יותר לנגזרים.

ד. קרנות נאמנות "מתמחות מדד"

נכון ל-30.9.00, קיימות 18 קרנות נאמנות המתמחות במדד ת"א-25 ששווי נכסיהן הכולל הינו כ-1.5 מיליארד ש"ח, 10 קרנות נאמנות המתמחות במדד ת"א-100 ששווי נכסיהן הכולל הינו כ-1.3 מיליארד ש"ח ו-9 קרנות נאמנות המתמחות במדד ת"א-75 ששווי נכסיהן הכולל הינו כ-400 מיליון ש"ח.

השווי הכללי של נכסי הקרנות שפורטו לעיל הינו כ-3.3 מיליארד ש"ח.

מרבית הקרנות פועלות באופן בו הם "מחקות" את המדדים הרלוונטיים.

כתוצאה משילובן של מניות דואליות במדדים, בתרחיש רישום כפול מלא, קרנות הנאמנות יחליפו מניות "ותיקות" במניות "חדשות" בסכום מצטבר של כ-1.1 מיליארד ש"ח המהווה כ-35% מנכסיהן.

4. סיכום

תיקון חוק ניירות ערך בדבר הרישום הכפול הינו הזדמנות לעליית מדרגה בבורסה בתל-אביב בכלל ובמדד ת"א-25 בפרט, הן מבחינת שווי השוק של המניות והן מבחינת מחזורי המסחר בהן.

גם המאמינים הגדולים ביותר ביתרונות הרישום הכפול אינם סוברים שהרישום יבוצע "במכה אחת". הצטרפות החברות לבורסה ולמדדים השונים תיפרס על פני תקופה וכניסת החברות למדד תבוצע במספר "מועדי עידכון" המתבצעים מדי 6 חודשים, בפברואר ובאוגוסט בכל שנה.

במאמר תוארה השפעת הרישום הכפול על המדדים השונים. יש לזכור כי ההשפעה הינה גם בכיוון ההפוך. רישום מניה במדדי ת"א-25 ות"א-75 וכן במדד ת"א-100, המאחד את שניהם, יגרום להגדלת מחזורי המסחר כתוצאה מתוספת משקיעים במניה מ"השוק השבוי" של קרנות נאמנות המתמחות במדדים אלו ומפעילות שחקני מעו"ף המשקיעים בנכס הבסיס.

לוח 1

מדד ת"א-25: תרחיש 1 - סיכום

מ שקל מתוקן	מ שקל	שווי שוק	כמות	
69.0%	53.8%	157.6	17	קיימות
31.0%	46.2%	135.4	8	חדשות
100.0%	100.0%	293.0	25	סיכום
3.3%	2.3%	6.7	2	תל טק קיים
28.2%	44.3%	129.8	7	תל טק חדש
31.5%	46.6%	136.4	9	סיכום
16.1%	17.4%	51.1	4	דואלי קיים
31.0%	46.2%	135.4	8	דואלי חדש
47.1%	63.7%	186.5	12	סיכום
293.0		שווי שוק כולל בתרחיש 1:		

לוח 2

מדד ת"א-25: תרחיש 2 - סיכום

מ שקל מתוקן	מ שקל	שווי שוק	כמות	
80.4%	60.5%	169.4	21	קיימות
19.6%	39.5%	110.7	4	חדשות
100.0%	100.0%	280.1	25	סיכום
5.3%	3.5%	9.7	3	תל טק קיים
16.5%	37.5%	105.0	3	תל טק חדש
21.8%	41.0%	114.7	6	סיכום
18.4%	19.4%	54.2	5	דואלי קיים
19.6%	39.5%	110.7	4	דואלי חדש
38.1%	58.9%	164.9	9	סיכום
280.1		שווי שוק כולל בתרחיש 2:		

לוח 3

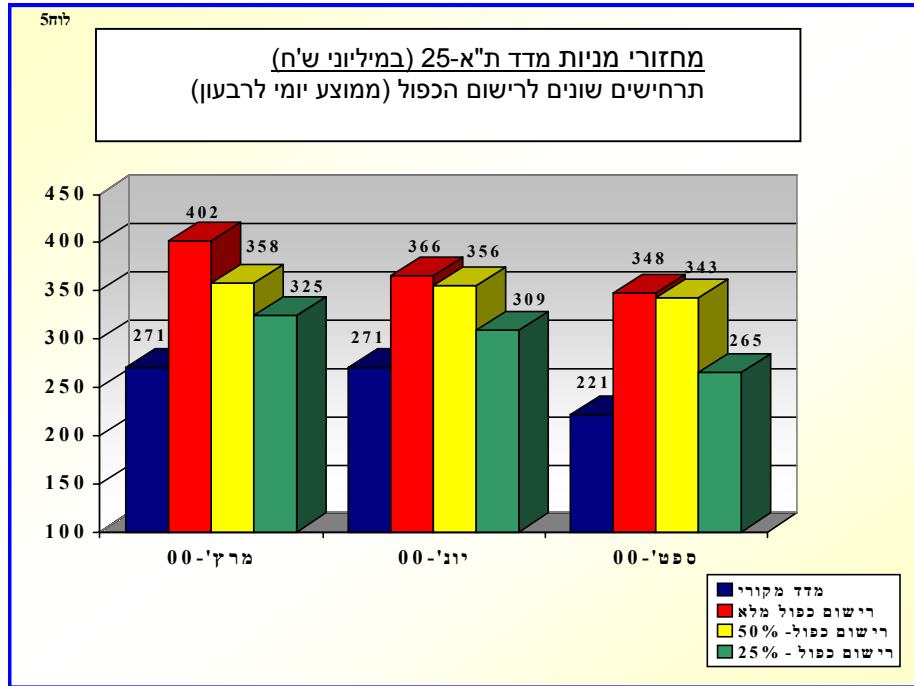
מדד ת"א-25: תרחיש 3- סיכום

משקל מתוקן	משקל	שווי שוק	כמות	
94.0%	95.0%	174.2	23	קיימות
6.0%	5.0%	9.3	2	חדשות
100.0%	100.0%	183.4	25	סיכום
6.2%	5.3%	9.7	3	תל טק קיים
6.0%	5.0%	9.3	2	תל טק חדש
12.2%	10.3%	18.9	5	סיכום
21.5%	30.8%	56.6	6	דואלי קיים
6.0%	5.0%	9.3	2	דואלי חדש
27.5%	35.9%	65.8	8	סיכום
183.4		שווי שוק כולל בתרחיש 3:		

לוח 4

סיכום התרחישים השונים להשפעת הרישום הכפול על מדד ת א-25

תרחיש	מצב קיים	תחש 1	הגידולב %	תחש 2	הגידולב %	תחש 3	הגידולב %
שווי שוק כולל בתרחיש	178.1	293	64.5%	280.1	57.3%	183.4	3.0%
שווי שוק (מיל יאד י ש"ח)	9.7	136.4	1306.2%	114.7	1082.5%	18.9	94.8%
מספר המניות	3	9	200.0%	6	100.0%	5	66.7%
משקל מקורי	5.4%	46.6%	763.0%	41%	659.3%	10.3%	90.7%
משקל מתוקן	6.6%	31.5%	377.3%	21.8%	230.3%	12.2%	84.8%
שווי שוק (מיל יאד י ש"ח)	56.6	186.5	229.5%	164.9	191.3%	65.8	16.3%
מספר המניות	6	12	100.0%	9	50.0%	8	33.3%
משקל מקורי	31.7%	63.7%	100.9%	58.9%	85.8%	35.9%	13.2%
משקל מתוקן	22.2%	47.1%	112.2%	38.1%	71.6%	27.5%	23.9%



הנחה: מחזור תל-אביב מהווה 15% ממחזור ארה"ב

