

פיצול "אופקי" – האמנם הצפת ערך?

קובי אברמוב ונורית דרור

מבוא

.1

קבלת "חוק המיזוגים והפיצולים" בכנסת⁽¹⁾, בשנת 1993, הסירה אבן נגף, שמנעה מחברות לבצע פעולות של פיצול עסקים או מיזוגם. עד לקבלת החוק נמנעו חברות לבצע פיצול, גם כשהיתה הצדקה עסקית לעשות כן וזאת משום עלות המיסוי הגבוהה, שהיתה כרוכה במהלך זה.

מאז קבלת החוק פוצלו 14 חברות בורסאיות, באופן שבעלי המניות של החברה הבורסאית קיבלו מניות בחברה חדשה, שנרשמה אף היא למסחר, באופן יחסי להחזקותיהם בחברה הבורסאית הותיקה ובוצעה הפרדה מלאה בין שתי החברות.⁽²⁾

פיצול אופקי מתבסס על ההנחה כי הפרדה של פעילויות שונות לחברות נפרדות תורמת להשבחת השווי ולהצפת ערך בחברות שיש להן יותר מעיסוק מרכזי אחד. ביתר פירוט: הפרדת פעילויות מאפשרת מיקוד של כל חברה בתחום עיסוק יחודי, המקל על גיוס הון או צירוף שותפים אסטרטגיים, ניהול יעיל של כל תחום בנפרד ומתן תמריץ ישיר לעובדים באמצעות מתן אופציות למניות בחברה בה הם מועסקים. לעיתים, תחומי הפעילות היו קרובים, כמו במקרה של פיצול חברת ה"ברום" מ"ים המלח". במקרים אחרים בוצע הפיצול כאשר התחומים היו שונים מאוד, למשל, פיצול "לאומי ביטוח", העוסקת בתחום הביטוח, מ"אפריקה", העוסקת בתחום הבניה והנדל"ן.

על אף פיתרון בעיית המס, פיצול הוא עדיין הליך יקר, הכרוך בעלויות רבות, כגון: יעוץ משפטי וחשבונאי, פרסום תשקיף וכו'. לעיתים מתעוררות במהלך הביצוע שאלות ובעיות מורכבות, המאריכות את משך הזמן החולף בין ההחלטה על הפיצול לבין השלמת ביצועו - דבר המוסיף אי ודאות מסויימת לגבי החברה.

הפיצולים הראשונים, על פי החוק החדש, בוצעו בחברות גדולות מאד, כגון: "ים המלח", "אלביט" ו"אפריקה", שגם לאחר התהליך נותרו חברות גדולות וסחירות. אולם, כאשר מדובר בחברות בינוניות וקטנות, לפיצול השפעה שלילית על סחירות המניות, מאחר ובסיום התהליך נסחרות שתי חברות קטנות יותר, שמחזורי המסחר בהן עלולים להיות דלים.

עוד יצויין כי לפיצול חסרון נוסף, באשר הוא עלול לגרום להוצאת החברות המתפצלות מהמדדים המובילים בבורסה. כך למשל, גרם הפיצול של "אלביט" להוצאתה ממדד ת"א-25, שינוי שהשפעותיו השליליות ברורות.

לאור ההיבטים המגוונים והעלויות השונות הכרוכות בהליך הפיצול, מעניין לבדוק האם הפיצולים שבוצעו הצדיקו את הציפיות להצפת ערך.

יש להניח כי התייחסות המשקיעים לפיצול תבוא לידי ביטוי בשינוי בשער המניה במועד ההודעה הראשונה על הפיצול הצפוי. בנוסף, לאור משך הזמן החולף, במקרים רבים, בין ההודעה הראשונה לבין הביצוע בפועל ומאחר וייתכן וחלק מהמשקיעים מעונינים להשקיע רק באחת משתי החברות, שהופרדו במסגרת הפיצול, צפויה השפעה על שערי המניות גם במועד הביצוע בפועל.

בסקירה זו נבדקו השינויים שחלו בשווי השוק של 14 החברות, שעברו תהליך של פיצול בשנים 1995 עד 2001, בשתי נקודות זמן: במועד ההודעה הראשונה על הפיצול המתוכנן ובמועד ביצוע הפיצול בפועל.

המסקנה העיקרית העולה מהנתונים היא שברוב המקרים לא היתה לפיצול השפעה מהותית על שווי החברות המתפצלות. במקרים המעטים בהם היתה לפיצול השפעה חיובית, היא ניכרת בעיקר במועד הביצוע בפועל של הפיצול ולא במועד ההודעה הראשונה על המהלך המתוכנן. בחלק מהמקרים אף ירדו שערי החברות בעקבות הפיצול.

(1)

חוק לתיקון פקודת מס הכנסה (מס' 94) התשנ"ג – 1993 בנושא מיזוגים ופיצולים.

(2)

פיצול זה שונה מהליך של הנפקת חברה בת בבורסה, כאשר במקרה זה ממשיכה החברה האם להחזיק ברוב המניות של החברה הבת, לאחר רישומה של האחרונה למסחר ("פיצול אנכי").

2.1 השפעת ההודעה על הפיצול על שווי השוק

בלוח 1 מוצג שווי השוק של 14 החברות, שפוצלו בשנים 1995-2001, לפני מועד ההודעה הראשונה על הפיצול ולאחריה. החברות מחולקות ל- 3 קבוצות לפי אופן ההשפעה של ההודעה על הפיצול על שווי השוק.

לוח 1: השפעת הודעת הפיצול על שווי החברה המתפצלת (החברה האם)

מס'	חברה אם	תאריך ההודעה על הפיצול	שווי החברה לפני ההודעה (מ' ש"ח)	השינוי בשווי החברה ⁽¹⁾
עליה בשווי החברה				
1	קרדן	01.09.99	308	45%
2	טכנופולסט	16.06.99	152	39%
יציבות בשווי החברה				
3	קניאל משקה	23.08.99	152	1%
4	אלקטרוכימיות	24.05.95	298	-1%
5	אפריקה	28.08.96	1,742	-2%
6	ורדינון	24.08.00	47	-3%
7	אנליסט	20.10.99	172	-5%
8	פויכטונגר	09.07.00	301	-6%
9	רפק	11.03.99	142	-6%
ירידה בשווי החברה				
10	ים המלח	30.12.93	1,661	-9%
11	אורמת	02.09.97	331	-11%
12	זאבי מחשבים	20.08.98	104	-14%
13	אלביט	07.12.95	1,281	-19%
14	שקם	13.12.99	209	-21%

(1) שווי החברה בסוף החודש שלאחר הודעת הפיצול לעומת השווי בסוף החודש שלפני ההודעה, בניכוי השינוי במדד הענפי.

להלן עיקר הממצאים העולים מלוח 1:

- ב-2 חברות בלבד מתוך 14 החברות שפוצלו ("קרדן" ו"טכנופולסט"), נרשמה עליה בשווי החברות בעקבות ההודעה על הפיצול. יודגש כי שני הפיצולים בוצעו בתקופת הגאות בבורסה ואחת מהחברות ("טכנופולסט") ביצעה פיצול של עסקי ההיי-טק. יש להניח כי היתה לכך תרומה להתפתחות החיובית שחלה בשערי המניות. ב- 7 חברות, ביניהן גם חברות נוספות שביצעו את הפיצול בתקופת הגאות, נרשמה יציבות ואילו ב- 5 חברות נרשמה ירידה בשווי השוק של החברה המתפצלת, בעקבות ההודעה על הפיצול הצפוי.
- רק 3 מהחברות שפוצלו הן בעלות שווי שוק העולה על 1 מיליארד ש"ח. אלה היו החברות הראשונות שהתפצלו ולפרסום ההודעה על פיצולן לא היתה השפעה חיובית על שווי החברה (ב"ים המלח" ו"אלביט" אף ירדו השערים). יתר הפיצולים בוצעו בחברות קטנות יחסית, ששווין טרם הפיצול, לא עלה על 300 מיליון ש"ח.
- 8 מהפיצולים התבצעו בשנים 1999 עד 2000, תקופת הגאות בבורסה בכלל והפריחה של חברות ההיי-טק בפרט. חלק מהחברות פיצלו עסקים בתחום ההיי-טק והאינטרנט ("טכנופולסט", "רפק", "אנליסט") או בתחומים משיקים, כגון מחשבים ("זאבי מחשבים") וניסו לנצל את הגאות בשוק.

2.2 השפעת השלמת הליך הפיצול על שווי החברות

בלוח 2 מוצגים נתונים על שווי החברות המתפצלות והחברות החדשות לאחר הפיצול, והשינוי שחל בשווי המצרפי של שתי החברות לעומת שווי החברה האם, ערב הפיצול. (השינוי מוצג לאחר ניכוי מדד המניות הענפי).

לוח 2: השפעת ביצוע הפיצול על שווי החברות

מס'	החברה המתפצלת ומועד הפיצול	שווי החברה אחר הפיצול (מ' ש"ח)	החברה החדשה	שווי החברה החדשה אחר הפיצול (מ' ש"ח)	השינוי בשווי השוק ⁽¹⁾
עליה בשווי החברה					
1	קרדן (10.11.99)	510	קרדן נדל"ן	230	54%
2	ים המלח (09.02.95)	1,338	ברום	625	42%
3	אפריקה (08.01.97)	1,045	לאומי ביטוח (מגדל)	1,701	14%
4	זאבי מחשבים (07.03.99)	44	מל"מ	71	12%
יציבות בשווי החברה					
5	טכנופולסט (10.10.99)	160	טכנופולס ונצ'רס	99	8%
6	אורמת (23.11.97)	263	מנועי בית שמש	59	6%
7	אלביט ⁽²⁾ (26.11.96)	152	א.הדמיה+א.מערכות	820	6%
8	פויכטונגר (05.09.00)	216	אפקון פרויקטים	119	5%
9	אנליסט (20.06.00)	197	אי-אונליין	61	4%
10	רפק (05.06.01)	56	רפק טכנולוגיות	68	-2%
11	קניאל משקה (06.06.00)	76	קניאל תעשיות	88	-5%
ירידה בשווי החברה					
12	שקם (24.07.00)	116	שקם נדל"ן	89	-16%
13	אלקטרוכימיות (26.05.96)	128	פרוטארום	46	-17%
14	ורדינון (14.12.00)	21	ורדינון טקסטיל	15	-25%

- (1) השווי של שתי החברות בסוף החודש שלאחר הפיצול, לעומת שווי החברה המתפצלת בסוף החודש לפני הפיצול. משווי החברה החדשה נוכח, במידת הצורך, גיוס הון שבוצע במקביל לפיצול. ב"לאומי ביטוח" נוכח משווי החברה, המניות שהוקצו בהקצאה פרטית במסגרת הפיצול ל"ג'נרלי".
- (2) "אלביט" פוצלה ל- 3 חברות.

להלן עיקרי הממצאים העולים מלוח 2:

- ב- 4 חברות בלבד מתוך 14 החברות, נרשמה עליה בשווי המצרפי בעקבות הפיצול. ב- 2 מהן העליה משמעותית מאד, בשיעור של כ- 50% - 40%: ב"קרדן" נרשמה עליה חדה ביותר של כ-54%, גדולה יותר מהעליה שנרשמה בשווי מניות החברה במועד פרסום ההודעה. 2 חברות נוספות ששעריהן עלו בעקבות הפיצול, הן מהחברות הגדולות.
- ב- 6 חברות לא נרשם שינוי מהותי בשווי השוק בעקבות התהליך עצמו, כאשר ב- 3 חברות - "שקם", "תעשיות אלקטרוכימיות" ו"ורדינון", נרשמה ירידה מהותית של כ- 20% בשווי השוק.

2.3 תופעות נוספות:

- בחמישה פיצולים שולב בהליך הפיצול גיוס הון, כאשר בולט במיוחד הפיצול של חברת "קרדן", במסגרתו גייסה "קרדן נדל"ן" כ- 135 מיליון ש"ח (כמחצית הסכום במניות ומחצית באג"ח להמרה). בשאר המקרים גויס במהלך הפיצול סכום הנמוך מ- 20 מיליון ש"ח לחברה.
- במקרה של "אלביט", החברה היחידה שנסחרה גם בנאסד"ק ערב הפיצול, נרשמו החברות החדשות למסחר גם בחו"ל, לאחר הפיצול ("אלביט" פוצלה ל- 3 חברות). יש להניח כי השיקולים לביצוע הפיצול ב"אלביט" היו קשורים בעובדה, שהמניה נסחרת בנאסד"ק ובמכפילים השונים הניתנים בארה"ב לחברות הפועלות בתחומים שונים, כגון התחום הבטחוני לעומת תחום ההיי-טק האזרחי. בפועל – הפיצול של "אלביט" לא השפיע על שווי השוק המצרפי של שלוש החברות, כלומר, גם השוק האמריקאי לא הגיב בטווח הקצר בחיוב על הפיצול.
- טווח הזמן בין ההודעה על הפיצול לבין הביצוע בפועל, נע בין חודש לשלושה חודשים (כדוגמת המקרים של "ורדינון", "אפקון" ו"רפק"), לבין שנה ויותר (כדוגמת המקרה של "אלביט", "תעשיות אלקטרוכימיות" ו"ים המלח"). בתקופת הביניים, שבין ההודעה הראשונית אודות הפיצול ובין מועד הפיצול עצמו, היו 2 חברות ששערי מניותיהן עלו באופן ניכר ("ים המלח", ו"ורדינון") ו- 2 חברות ששעריהן ירדו ("תעשיות אלקטרוכימיות" ו"קניאל"). הגם שיתכן ששינויים אלה יכולים להצביע על תגובה מאוחרת של השוק (לאחר פרסום ההודעה) לענין הפיצול, מעבר להשפעה של ההתפתחויות העסקיות שחלו בחברה עצמה במהלך התקופה, הסקירה אינה מתייחסת לענין זה.

ההודעה הראשונה על הפיצול הצפוי, גרמה לעליה ניכרת בשווי החברה רק ב"קרדן" וב"טכנופלסט". גם תהליך הפיצול עצמו הביא לעלייה משמעותית, של עשרות אחוזים, רק ב"קרדן" וב"ים המלח". כלומר, רק ב-3 מבין 14 החברות עלה שווי החברות באופן חד בעקבות הודעת הפיצול או ביצוע הפיצול.

ב-2 חברות נוספות נרשמה בעקבות ביצוע הפיצול עליה של כ-13%, כך שסה"כ קבוצת החברות שהגיבו בחיוב כוללת 5 חברות: 2 חברות גדולות ו-3 חברות קטנות, שביצעו את הפיצול בתקופת הגאות.

יתרה מזאת, ב-5 חברות נרשמו ירידות של 10% ויותר בשערי המניות במועד ההודעה הראשונה על הפיצול, וב-3 חברות נרשמו ירידות של 15% - 25% במועד הפיצול עצמו.

מכאן ניתן לקבוע כי, בממוצע, בטווח הקצר, לפיצול לא היתה השפעה חיובית על שווי החברות.

ראוי לציין כי בתקופה הנדונה ידע שוק ההון בישראל תקופה של גאות חזקה, שהחלה בשנת 1999 ותקופת שפל, שהחלה ברבעון האחרון של שנת 2000. השונות בין התקופות מקשה על הסקת מסקנות – יתכן ותגובת השוק לנושא הפיצול, כמו גם לעניינים אחרים, שונה בתקופות גאות מהתגובה בתקופות שפל, כשהענין הכללי בשוק מצטמצם.

עוד חשוב להדגיש, כי אף שבבחינת שווי החברות המפוצלות, הליך הפיצול אינו תורם בהכרח, בטווח הקצר, להשבת ערך החברות, אין להתעלם מתרומתו של הפיצול לביצוע עסקאות של העברת שליטה או הכנסת משקיעים חדשים בחברות לאחר הפיצול.

בהקשר זה, דוגמא לפוטנציאל הגלום במהלך הוא הפיצול של "אלביט", ל-3 חברות העוסקות בתחומים שונים: כשנתיים וחצי לאחר הפיצול הועברה השליטה ב"אלביט הדמיה" ל"אירופה ישראל", ומאוחר יותר מוזגה "אלביט מערכות" עם "אל אופ", העוסקת גם היא בתחום האלקטרוניקה הצבאית.

מקרים נוספים של הכנסת משקיעים חדשים לחברה המתפצלת הם: "קרדן נדל"ן", שהקצתה 20% ממניותיה ל"גנדן" כחצי שנה לאחר הפיצול, "טכנופלס ונצ'רס", שגייסה כ-20 מיליון ש"ח בהקצאה פרטית כחודשיים לאחר הפיצול, ו"אי אונליין", שהקצתה 20% ממניותיה ל"בנק הפועלים".

עם קבלת החוק בוצעו, כאמור, 3 פיצולים בחברות גדולות מאד, כאשר לאחר מכן מהלכי הפיצול יושמו בחברות קטנות יחסית ויש להניח כי בחלק מהמקרים היתה לכך השפעה שלילית על סחירות המניות. כתוצאה מכך שונה תקנון הבורסה באופן המחייב את שתי החברות (לאחר הפיצול) לעמוד בכללים הנדרשים מחברה חדשה, וזאת כדי להמנע ממצב בו תסחרנה בבורסה שתי חברות קטנות מאד, והסחירות במניותיהן תפגע באופן משמעותי. לסיכום, יש להזכיר כי בשנים אליהן מתייחסת הסקירה התרחשה בבורסה תנועה בכיוון הפוך: הצעות רכש ומיזוגים, שבעקבותיהם נמחקו מהמסחר בבורסה עשרות חברות וחל צמצום ב"שרשור הבורסאי". בחלק מהמקרים נבעו הצעות הרכש מצדן לבצע רה-ארגון במבנה החברות, לשם התייעלות, בדומה למניעים שהובילו גם להליך של פיצול אופקי.