

התפתחות חברות קטנות לאחר הנפקת מניות לציבור המקרה הישראלי

מיכאל גורקוב

עמית קורת – מכון מילקן

תודות

ברצוני להודות מקרב לב למיכאל קהן, מבנק ישראל, אשר ליווה את המחקר לאורך כל הדרך, הידע המקצועי הרחב שלו תרם תרומה משמעותית למחקר. במהלך שיחותיי עם פרופ' ישי יפה וד"ר שלומית זוטא זכיתי לקבל הערות חשובות, אני מאד מודה להם על תרומתם. תודה מיוחדת שמורה לצוות תוכנית עמיתי קורת מכון מילקן - פרופ' גלן יאגו, אלמה גדות - פרז ואורלי מובשוביץ - לנדסקרוינר ללא עזרתם מחקר זה לא היה רואה אור.

על אודות תוכנית עמיתי קורת-מכון מילקן

תוכנית עמיתי קורת-מכון מילקן מקדמת את הצמיחה הכלכלית בישראל באמצעות התמקדות בפתרונות חדשניים, מבוססי שוק, לבעיות מתמשכות בתחומים חברתיים, כלכליים וסביבתיים. התוכנית מתמקדת באיתור פתרונות גלובליים והתאמתם למציאות הישראלית ובבניית ממשקים חיוניים המחברים בין משאבים ממשלתיים, פילנתרופיים ועסקיים, לטובת צמיחה ופיתוח לאומי בר-קיימא.

התוכנית מעניקה מלגות שנתיות לישראלים מצטיינים, בוגרי מוסדות להשכלה גבוהה בארץ ובעולם, המתמחים במוקדי קבלת ההחלטות הלאומיים ומסייעים בפיתוח פתרונות באמצעות מחקר והתמחות. היקף הפעילות של עמיתי התוכנית הוא מקסימלי – התמחות, הכשרה ומחקר במשך חמישה ימים בשבוע.

במשך שנת התמחותם עוסקים עמיתי קורת-מכון מילקן במחקר המדיניות במשרדי הממשלה וברשויות שלטוניות אחרות, ומסייעים למקבלי ההחלטות ולמעצבי המדיניות בחקר ההיבטים השונים של סוגיות כלכליות, סביבתיות וחברתיות.

בנוסף עורכים העמיתים מחקר מדיניות עצמאי, שמטרתו לזהות חסמים לתעסוקה ולצמיחה בישראל ולאתר פתרונות אפשריים. מחקרי העמיתים מתבצעים בהדרכת צוות אקדמאי ומקצועי מנוסה ותומכים במחוקקים וברגולטורים, המעצבים את המציאות הכלכלית, חברתית והסביבתית בישראל.

במהלך השנה מוענקת לעמיתים הכשרה אינטנסיבית במדיניות כלכלית, ממשל ושיטות מחקר. במסגרת מפגשי ההכשרה השבועיים, העמיתים רוכשים כלים מקצועיים לכתבת תזכירים, מצגות וניירות מדיניות, וכן כלי ניהול, שיווק ותקשורת. בנוסף, נפגשים העמיתים עם בכירים במשק ובממשל ועם אנשי אקדמיה מהשורה הראשונה בישראל ובעולם. בסמסטר הראשון, העמיתים משתתפים בקורס המתמקד בחידושים פיננסיים, במסגרת בית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית בירושלים. הקורס מקנה 3 נקודות זכות אקדמיות, ומלמד אותו פרופ' גלן יאגו, מנהל בכיר, ומייסד, המעבדות לחידושים פיננסיים[™] במכון מילקן.

את בוגרי התוכנית ניתן למצוא במגוון תפקידים בכירים במגזר הפרטי, כמרצים באקדמיה, במגזר הציבורי וכיועצים לשרים ולמשרדי הממשלה. ישנם בוגרים שנקלטו במשרדי הממשלה, ואחרים המשיכו ללימודים גבוהים באוניברסיטאות מובילות בישראל, ארצות הברית ובריטניה.

תוכנית עמיתי קורת-מכון מילקן היא לא פוליטית ובלתי מפלגתית, ואינה מקדמת קו פוליטי או אידאולוגי. התוכנית ממומנת על ידי קרן קורת וקרנות פילנתרופיות מובילות בארצות הברית ובישראל ומנוהלת על ידי מכון מילקן.

למידע נוסף על אודות התוכנית: www.kmifellows.org



התפתחות חברות קטנות לאחר הנפקת מניות לציבור המקרה הישראלי

מיכאל גורקוב

עמית קורת – מכון מילקן



תוכן עניינים

| | |
|----|---|
| 1 | הקדמה וסקירת ספרות |
| 3 | מבוא |
| 8 | השוק הראשוני למניות בישראל |
| 8 | 3.1 תיאור השוק |
| 10 | 3.2 השוואה של השוק הראשוני בין שנות הבועה לבין זמנים רגילים |
| 17 | 4. ניתוח התפתחות החברות בשנים שלאחר הנפקת מניות ראשונה |
| 17 | 4.1 מדגם של תקופת שנות הבועה (1992–1994) |
| 34 | 4.2 מדגם של תקופת הזמנים הרגילים (1986–1991, 1995–2011) |
| 40 | 5. סיכום |
| 40 | 5.1 חברות שהנפיקו מניות לציבור בשנות הבועה והפסיקו להיסחר בבורסה |
| 40 | 5.2 חברות שממשיכות להיסחר בבורסה לאחר שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה |
| 41 | 5.3 מסקנות |
| 43 | נספח |
| 53 | תנאי כניסה למאגר המניות |
| 54 | ביבליוגרפיה |

1. הקדמה וסקירת ספרות

ההחלטה על אופן גיוס הון היא אחת ההחלטות החשובות בחיי כל חברה. גיוס הון על ידי הנפקת מניות ראשונה, כלומר הפיכתה של החברה מחברה פרטית לחברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך, זוכה לתשומת לב רבה מצד של אקדמאים ופעילים בשוקי ההון. הספרות האקדמית מתארת תופעות המזוהות עם הנפקות ראשונות כגון תמחור חסר (Underpricing), תופעת השוק החם (מצב שבו הנפקות רבות מתבצעות בתקופה קצרה יחסית), ביצועים נחותים לאורך זמן (Underperformance) ועוד.

קיימות תאוריות רבות המנסות להסביר את הסיבות שבגללן חברות מנפיקות מניות לציבור. Zingales מציע (Zingales, 1995) הסבר שלפיו בעלים שמעוניין למכור את החברה (או חלק בחברה) עושה זאת בשלבים, והשלב הראשון הוא הנפקת החברה בבורסה והפיכתה באופן זה מחברה פרטית לציבורית. שלב זה משפר את עמדתו של בעל החברה במיקוח על המחיר, שכן לרוכש הפוטנציאלי של החברה קשה יותר לנהל משא ומתן מול בעלי מניות רבים. כך צפוי בעל החברה לקבל מחיר גבוה יותר על החברה, יחסית למצב שבו היה מוכר את החברה באופן ישיר לרוכש.

Chemmanur & Fulghieri מציינים את היתרון הגלום בביזור בעלות (Chemmanur & Fulghieri, 1999). הונו של בעל החברה מושקע בעיקר בחברה, לפיכך סביר שהוא יעריך את החברה פחות משיעריך אותה משקיע מבוזר, ולכן ביזור בעלות יעלה את ערך החברה. מצד אחר, לתהליך יש גם עלויות המתבטאות בצורך להעביר מידע על מצב החברה למשקיעים רבים. כתוצאה מכך נצפה שהנפקת מניות לציבור תהיה שלב בתהליך התפתחות החברה: כאשר החברה גדולה מספיק יגדל התמריץ להנפיק מניות לציבור, ואילו כאשר החברה קטנה עלויות ההנפקה הישירות כגון תשלום לחתם, עלות תשקיף וכדומה, וכן עלויות עקיפות כגון פרסום מידע על פעילות עסקית לציבור, עלויות על היתרונות, ונצפה שחברה קטנה תבחר בדרכי מימון אחרות.

מרכיב נוסף בהחלטה להנפיק מניות לציבור הוא תזמון השוק: אם בעלי חברה חושבים ששווי החברה מתומחר בחסר בגלל תנאי השוק, הם ירצו לדחות את ההנפקה עד לשינוי בתנאי השוק, וינפיקו רק כאשר השוק מציע מחירים אטרקטיביים. הסיבה לתופעה זו היא האסימטריה במידע, שכן בעלי החברות יכולים להעריך את השווי שלהן באופן טוב יותר יחסית למשקיעים בשוק. אסימטריה זו עומדת בבסיס המודל של Myers & Majluf, הסבורים שהנפקת מניות מהווה איתות שלילי, שכן מנהלי חברה – שיודעים את מצב החברה בצורה טובה יותר ממשקיעים חיצוניים – ינפיקו רק כאשר קיימים משקיעים חיצוניים המטיבים עם בעלי המניות, כלומר משקיעים המעריכים את החברה ביתר ומשלמים מחיר עודף (Myers & Majluf, 1984). על פי מודל זה קיים סדר עדיפויות, שלפיו החברה תעדיף קודם כל להשתמש במזומנים שברשותה על מנת לממן השקעות. אם יש מחסור במזומנים, החברה תעדיף להנפיק חוב, והנפקת מניות תהיה במקום האחרון בסדר העדיפויות, כיוון שעלות גיוס ההון באופן זה היא הגבוהה ביותר.

Ritter & Welch מציינים את התופעות המאפיינות את שוק הנפקות (Ritter & Welch, 2002). הם מצביעים על העובדה שיש שונות במספר הנפקות לאורך הזמן – קיימות תקופות שבהן השוק "חם" ומספר הנפקות גדול יחסית לתקופות אחרות. כאשר שוק הנפקות חם ישנה בדרך כלל עלייה במחירי המניות, וכך החברות מנפיקות במחירים גבוהים יותר. הכותבים מציינים שכאשר ישנה פעילות רבה בשוק ("זמני גאות"), קיים חשש כי איכות החברות החדשות נחותה יחסית

לאיכות החברות שמנפיקות ב"זמנים רגילים". המאמר מביא כדוגמה את בועת ה"דוט-קום" שנוצרה בארצות הברית בשנות ה-2000 והייתה מאופיינת בפעילות חריגה בענף חברות ההייטק.

עבודה פורצת דרך, שניתחה את תהליך ההנפקה ראשונה באופן אמפירי, היא מאמרם של Pagano & Zingales. (Pagano, 1998) כותבי המאמר בדקו את שוק ההנפקות הראשונות באיטליה בשנים 1982–1992 והגיעו למסקנה, שתזמון שוק הוא מרכיב חשוב בהחלטה על הנפקה ראשונה. ממצאים נוספים קובעים, שלגודל החברה ולרווחיותה יש השפעה על ההסתברות להנפיק (חברות גדולות ורווחיות מנפיקות יותר), ולעומת זאת מינוף החברה משפיע על ההסתברות להנפקה בצורה שלילית (ככל שהחברה יותר ממנופת כך פוחת הסיכוי להנפיק). בנוסף, המאמר בוחן את השינויים שעוברות החברות בעקבות הנפקת מניות ראשונה: התוצאות של ההנפקה הראשונה הן ירידה בעלות האשראי לחברה (בנקים גובים ריבית נמוכה יותר, משום שיש לחברה אלטרנטיבת מימון אחרת) וירידה בהיקף ההשקעות. ממצא זה מצביע על כך, שגיוס הון למטרות מימון השקעות אינו המטרה העיקרית של ההנפקה.

Lauterbach, Abudy & Kapah מציגים עבודה חדשה המתמקדת בשוק ההון הישראלי וחושפת היבט נוסף של נושא אסמטריית המידע (Lauterbach, Abudy & Kapah, 2012). החוקרים מתמקדים בהשלכות מבנה הבעלות המרוכז על פירמות בשוק ההון הישראלי, ומראים שבעלי השליטה משתמשים בתנודות מחירים בשוק המניות כדי להעביר אליהם הון מבעלי מניות מיעוט. המנגנון שבו משתמשים בעלי השליטה הוא מכירת המניות לציבור בזמני גאות במחיר גבוה, ורכישת המניות בחזרה בזמני שפל, כאשר מחיר המניות יורד. בצורה כזו בעלי השליטה מצליחים לקנות בזול ולמכור ביוקר, וכך לעשות רווחים כאשר בצד השני של העסקה נמצא ציבור המשקיעים הקטנים המיוצג באמצעות משקיעים מוסדיים. המאמר בוחן כמה דרכים המשמשות את בעלי השליטה בשינוי אחזקותיהם במניות, ומוצא שהדרך הבולטת להקטנת אחוז האחזקה היא הנפקת מניות (הנעשית בתקופה גאות), והדרך הבולטת להגדלת אחוז האחזקה היא הצעת רכש (הנעשית בתקופת שפל).

חוקרים מנתחים את הניסיון של בורסות אירופיות ביצירת שוקי מניות ייעודיים למניות של חברות קטנות (Vismara, 2012). הם מראים שבכל הבורסות המרכזיות באירופה היו ניסיונות להציג סגמנטים ייעודיים למסחר במניות של חברות קטנות בעלות פונטציאל צמיחה גבוה. כך לדוגמה, ארבע הבורסות המרכזיות באירופה (גרמניה, צרפת, איטליה ואנגליה) הציגו 11 שווקים ייעודיים כאלה מאז משנת 1995. היום רק 5 שווקים מתוך ה-11 עדיין פועלים. החוקרים מוצאים שהמסחר במניות של חברות קטנות בשווקים הייעודיים מאופיין בדרך כלל בנזילות נמוכה ובשיעור גבוה של הפסקות מסחר של חברות קטנות יחסית לשיעור זה אצל חברות גדולות. במונח "הפסקת מסחר" הכוונה היא למצב שבו חברה הנפיקה מניות לציבור אך בהמשך נפסק המסחר במניותיה והחברה נמחקה מהבורסה. מצב זה מראה שהחברה אינה מתאימה למסחר בבורסה, מכיוון שאינה עומדת בקריטריונים שהבורסה מציגה.

גלן יאגו ואחרים מציגים עבודה המנתחת את שינוי הסטטוס של ישראל – ממדינה מתפתחת למדינה מפותחת – במדד המניות MSCI, שהוא אחד המדדים המובילים בעולם (Yago, Perez. et al. 2009). ניתוח שוק ההון הישראלי מנקודת מבט של משקיעים זרים מראה, שלמדד יש השפעה רבה על כמות ההון הזר שנכנס לשוק הישראלי. קריטריונים כגון נזילות, כמות צפה ומשטר תאגידי הם משעותיים מאוד למדד, ולפיכך יש לפעול לשיפור קריטריונים אלה בבורסה הישראלית.

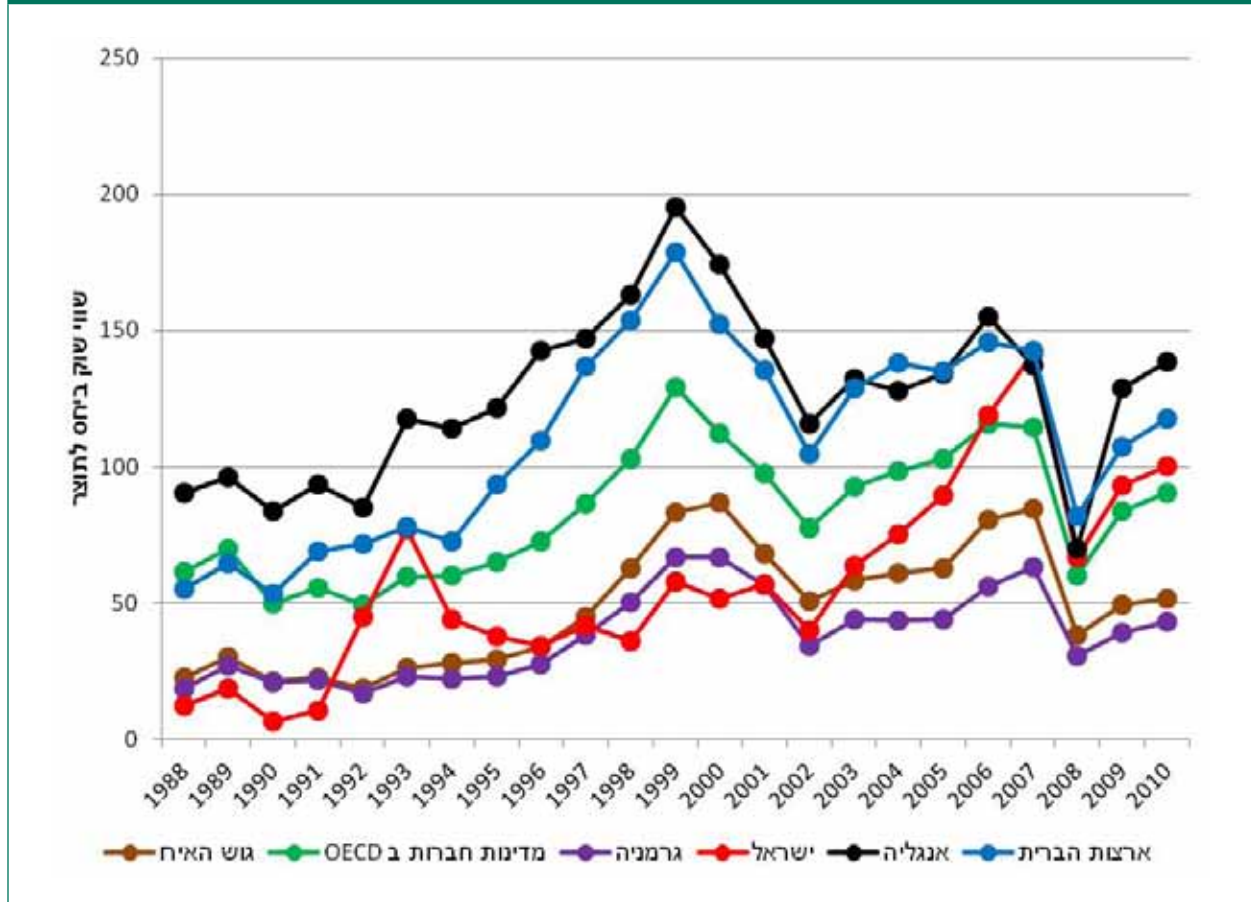
2. מבוא

תהליך ההנפקה הראשונה של מניות נחקר רבות בספרות. עם זאת קיימת התייחסות מועטה לגודלן של החברות המנפיקות ולאוכלוסיית החברות הקטנות. בבורסות רבות בעולם, רוב החברות הנסחרות הן חברות קטנות. קיים מתאם בין גודל החברות לבין מאפיינים של סחירות מניות החברה: מניות של חברות קטנות מאופיינות לרוב בתדירות מסחר נמוכה ומרווחים גדולים. מבנה הבעלות של חברות קטנות בשוק הישראלי הוא מבנה מרוכז, שבו קיים בעל שליטה שמחזיק ברוב מוחלט של המניות, וכתוצאה מכך הכמות הצפה נמוכה מאוד (Lauterbach B. 2012). מאפיינים אלה חשובים לקביעת איכות המסחר בבורסה ולמוניטין של הבורסה. קריטריונים כגון נזילות, כמות צפה ומשטר תאגידי הם בעלי משמעות בקביעת איכות החברה מבחינת הבורסה, ועקב המתאם בין קריטריונים אלה לגודל החברות, בחינתן של החברות הקטנות מקבלת משנה תוקף. בשל חשיבות הנושא וייחודיות מאפייני המסחר של חברות קטנות, בורסות רבות בעולם ניסו להציג סגמנטים ייעודיים, המיועדים למסחר במניות של חברות קטנות. סגמנטים אלה התאפיינו בקריטריוני רישום מקלים בזמן הנפקה, כגון סף שווי שוק ואחזקות הציבור נמוך יותר יחד עם דרישות רגולציה ודיווח קלות יותר. בעקבות זה הייתה היענות גדולה מבחינת כמות החברות המנפיקות, אך התוצאה הסופית היא מסחר מאיכות נמוכה המתבטא בתדירות נמוכה ושיעור גבוה של הפסקות מסחר, כלומר חברות רבות שנמחקו ממסחר בשווקים ייעודיים אלה. עם הזמן חלק מהסגמנטים הייעודיים התפתחו לשווקים המציעים הנפקות למשקיעים מוסדיים בלבד ולא לציבור הרחב, כלומר למעשה מציעים מימון במסגרת הקצאות פרטיות.

אופן המימון של חברות קטנות הוא נושא חשוב גם מחוץ להקשר של איכות מסחר. החברות הקטנות מזהות כמנוע צמיחה, ולכן מציאת אופן מימון אופטמלי עבור חברות קטנות היא מטרה חשובה בפני עצמה.

הנפקות ראשונות של חברות קטנות הן נושא שנחקר מעט, ושוק ההון הישראלי יכול להציע הזדמנות להעמיק את המחקר בתחום זה. שוק ההון הישראלי החל להתפתח באמצע שנות השמונים ובתחילת שנות התשעים, והתאפיין בכמות הנפקות חריגה בגודלה. תרשים 1 להלן מציג את גודלו של שוק המניות יחסית לתוצר. ניתן לראות שבמהלך שנות התשעים שוק המניות הישראלי התנהג באופן שונה משאר השווקים: בעוד שברוב השנים ניתן לראות מתאם בין יחס שווי שוק לתוצר של שוקי המניות בעולם לבין שוק המניות הישראלי, בתקופה 1991–1993 יחס שווי שוק לתוצר עולה בצורה חדה יחסית לשאר המדינות, ולאחר מכן בתקופה 1993–1996 חל תיקון והיחס יורד לעומת המגמה הכללית של שאר השווקים. גם בשנת 2002 מתחיל שוני בין המגמה בשאר השווקים לבין זו של השוק הישראלי: חלה עלייה חדה ביחס שווי שוק לתוצר בשוק הישראלי, בעוד שבשאר השווקים מגמת העלייה מתונה יותר. אחרי המשבר של שנת 2008 ניתן לראות ירידה באינדיקטור זה בכל השווקים.

תרשים 1: גודלו של שוק המניות יחסית לתוצר



נתונים: קרן המטבע הבינלאומית.
מקור: מכון מילקן, 2012.

תרשים 2 להלן מציג את התפתחות הבורסה בתל אביב על פני זמן מבחינת שווי שוק וכמות החברות. ניתן לראות בו את הגידול בשווי השוק של הבורסה בתקופה 1991–1993. בשנים אלה גדל שווי השוק של בורסת תל אביב פי 3.5 במונחים דולריים.¹ גידול זה תרם לגידול ביחס שווי שוק לתוצר שנראה בתרשים 1 לעיל. תרשים 2 להלן מראה עלייה חריגה במספר החברות החדשות שהצטרפו לבורסה. בשנים 1991–1993 הוכפל מספר החברות הרשומות בבורסה. ניתן לראות עלייה בשווי השוק הכולל בתקופה שבה כמות הנפקות גדולה, לעומת זאת אחרי שפעילות הנפקות מסתיימת יש ירידה בשווי השוק. ניתוח שווי השוק בתקופה 1991–1993 ובתקופה 2002–2006 מחייב הפרדה בין השפעת המחיר (עלייה בשווי שוק של מניות נסחרות) לבין השפעת הכמות (עלייה בעקבות הנפקת מניות חדשות).

על מנת לבדוד את ההשפעה של עליית המדד (השפעת מחירים) מהעלייה של שווי השוק (השפעה כוללת), נלקחו נתונים על שווי מניות בתיק הנכסים של הציבור (נתון המייצג את שווי המניות המוחזקות בידי הציבור) ונתונים על מדד ת"א 100

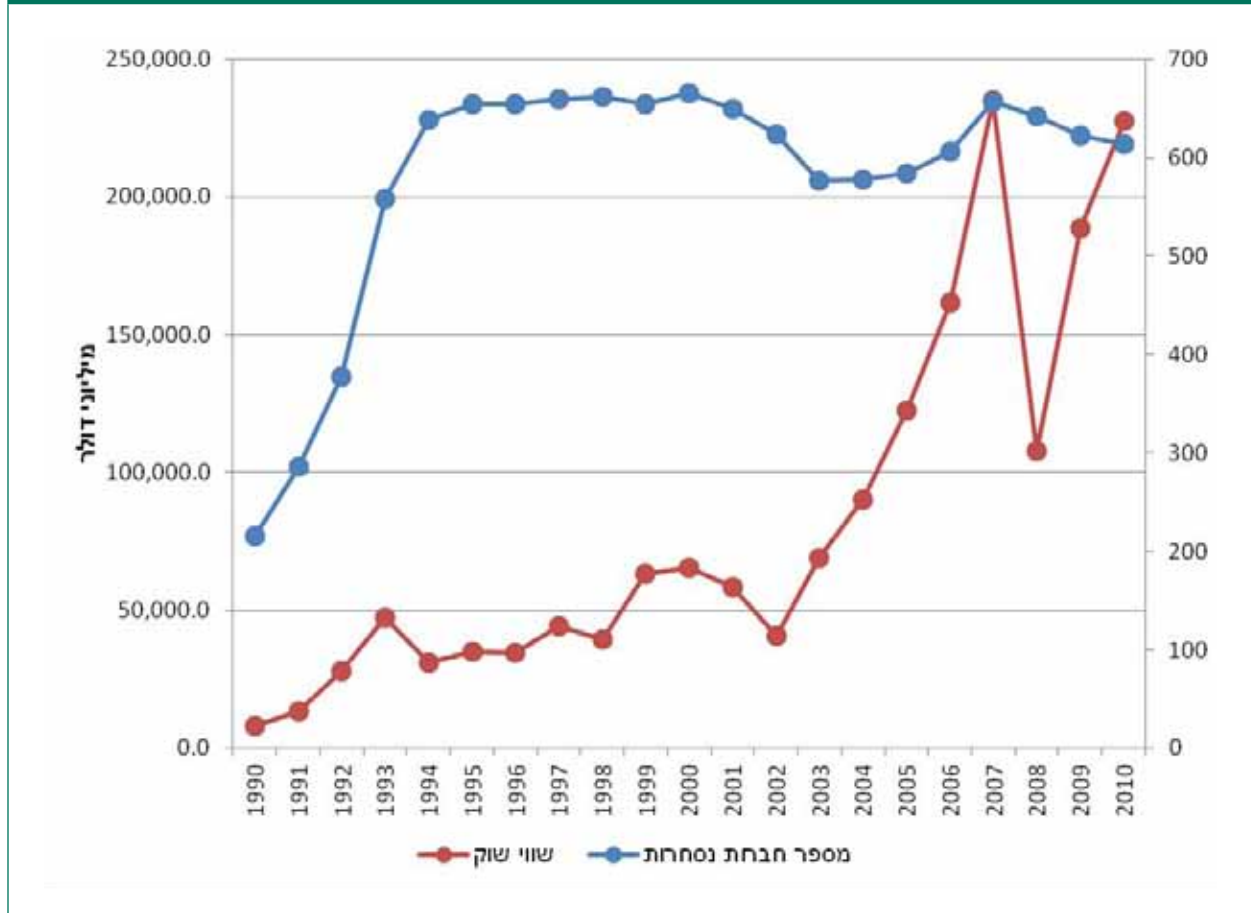
¹ נתונים מקרן המטבע הבינלאומית.

(נתון המייצג את השינוי בשווי של 100 מניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר). אם נחשב את השינוי בשווי מניות בנכסי הציבור (שינוי כולל) וננכה ממנו את השינוי במדד ת"א 100 (שינוי מחירים) נקבל את השינוי של שווי השוק בעקבות הנפקת מניות חדשות (שינוי כמות). מכיוון שבהנפקות ראשונות השתתפו הנפקות גדולות שהגיעו למדד ת"א 100, נקבל שתוצאות ניכוי המחירים יטו מִטָּה את האומדן להשפעת הכמות, שכן חלק מהשפעת הכמות מתבטאת גם בעליית מדד ת"א 100. תוצאות החישוב מראות שכ-55% מהעלייה בשווי השוק ב"שנות הבועה" מקורם בהנפקות חדשות, בעוד שבשנים 2002–2006 ניתן לייחס כ-95% מעליית השוק לעליית המחיר, כלומר אפשר לומר שההשפעה של הנפקות חדשות היא משנית להשפעה של עליית המחירים בתקופה זו.

התפתחות מספר החברות המוצגת בתרשים 2 להלן מראה שלפעילות הנפקות של תחילת שנות התשעים הייתה השפעה ארוכת טווח, ומאז המספר הממוצע של חברות הרשומות בבורסה בתל אביב היה 631, בעוד שלפני גל ההנפקות של תחילת שנות התשעים המספר הממוצע של חברות רשומות היה 293.

גידול במספר החברות הנסחרות בבורסה מצביע על התפתחות השוק, אבל בחינה של קריטריונים לאיכות המסחר, כגון נזילות ונפח המסחר, מראה שגידול זה לא תורם לאיכות המסחר. לפי דוח של הפורום הכלכלי העולמי, נכון לשנת 2009 ישראל נמצאת במקום הרביעי בדירוג לפי מספר החברות הרשומות בבורסה ל-10,000 תושבים, במקום השביעי בדירוג לפי יחס שווי השוק של המניות הרשומות בבורסה לתוצר המקומי הגולמי (נתון המשקף את יחס הגומלין בין פעילות פיננסית לבין פעילות ריאלית), אך רק במקום העשרים ושניים לפי שווי המניות הנסחרות (כלומר מניות שהחליפו ידיים) יחסית לתוצר המקומי הגולמי, ובמקום השלושים ושישה לפי מהירות המחזור, כלומר שווי המניות הנסחרות יחסית לשווי שוק ממוצע (נתון המשקף את מחזורי המסחר). הסיבה לפער הגדול בין המדדים היא שלמרות המספר הגדול של מניות הרשומות בבורסה בתל אביב, הרוב המוחלט שלהן מאופיין בנזילות נמוכה שמשתקפת במחזורי מסחר קטנים ותדירות מסחר נמוכה. מצב זה מוצא ביטוי גם ביעדי ההשקעה של משקיעים זרים. לפי יאגו ואחרים (Yago, Perez. et al. 2009), ההשקעות הזרות בישראל מרוכזות כמעט כולן (כ-93% מהן) בכעשר חברות הנסחרות בבורסה, בעת שמספר החברות הרשומות למסחר גדול משש מאות. גם בהקשר זה, חוסר הסחירות של רוב המניות והכמות הצפה הנמוכה נתפסים כבעיות מרכזיות של הבורסה בתל אביב.

תרשים 2 : התפתחות שוק המניות בבורסה בתל אביב



נתונים: WEF.
מקור: מכון מילקן, 2012.

השנים 1992–1994 היו תקופה ייחודית בהיסטוריה של שוק ההון הישראלי: בתוך שלוש שנים הוכפל מספר החברות הרשומות בבורסה בתל אביב. בתקופת גאות זו חוו כל הענפים פעילות גבוהה מהרגיל, בשונה ממה שקרה בארצות הברית, שם הפעילות הגבוהה של שוק ההנפקות התרכזה בענפים מסוימים (Ritter and Welch, 2002). אחרי שלושה עשורים נחשב שוק ההון הישראלי כשוק בוגר ויציב יותר. מספר ההנפקות הראשונות לאורך זמן התייצב, ומאז "הבועה" של שנות התשעים לא הייתה פעילות ערה כל כך של הנפקות בבורסה הישראלית. פרק זה בהיסטוריה של שוק ההון הישראלי מציג הזדמנות לבחינת תפקוד שוק ההנפקות בתנאים "בלתי רגילים", כגון תחילת שנות התשעים, לעומת התנאים "הרגילים" של השוק. הפעילות הרבה בשוק ההנפקות הישראלי מתאפיינת בכך שהתנאים הבלתי רגילים השפיעו על כל הענפים ועל חברות מגדלים שונים. התוצאה היא שישנו מדגם גדול של הנפקות ראשונות, שניתוחו יכול לשפוך אור על מקומן של החברות הקטנות בשוק ההנפקות הראשונות, ועל השאלה אם דרך גיוס הון זו מתאימה לחברות אלה מנקודת מבט של רווחה חברתית.

הסיבות התאורטיות לכך שהנפקת מניות ראשונה אינה בהכרח הדרך האופטימלית שבה חברות קטנות יכולות לגייס הון, נובעות מהמאפיינים המיוחדים שיש להנפקת מניות כדרך לגיוס הון. Ellul & Pagano מראים שקיים קשר בין המחיר בשוק הראשוני לבין הנזילות בשוק המשני (Andrew Ellul, 2006). משקיעים שצופים נזילות נמוכה בשוק משני ידרשו פרמיית נזילות בשוק ראשוני, וכך יורידו את המחיר. לפיכך מניות שצפויות להיסחר במחזורים קטנים, בתדירות נמוכה ובמרווחים גדולים – כלומר באיכות מסחר נמוכה – מוסיפות עלויות לתהליך גיוס ההון. העלויות הנוספות שנוצרות כתוצאה ממסחר באיכות נמוכה מייצגות את אסימטריית המידע בשוק המשני, כלומר מצב שבו מחיר המניה אינו משקף את הערך הכלכלי שלה כפי שהוא נתפס על ידי השחקנים בשוק. המשמעות היא שמחיר המניה אינו מספק לבעלי המניות ולשאר המשקיעים איתות אמין על מצב החברה. וכאשר מחיר המניה אינו משקף את הערך הכלכלי שלה, הדבר מקשה על קבלת החלטות כגון רכישת ומכירת מניות, עיצוב מנגנוני תמרוץ לבעלי תפקידים בחברה והקצאת הון באופן יעיל.

ישנן דרכי מימון חלופיות, כגון הקצאות פרטיות והלוואה בנקאיות. דרכים אלה אינן דורשות מסחר במניות, היות שהגוף המרכזי שמספק את המימון מסוגל לבצע ניטור של פעילות החברה ואינו זקוק לאיתות חיצוני על מצב החברה. במצב זה סביר שחברות המתקשות לנצל את היתרונות שבהנפקת מניות לציבור, והמציאות איכות מסחר נמוכה, יפנו לדרכי מימון חלופיות. מבנה בעלות ריכוזי של חברות קטנות מעלה חשש נוסף, הקשור ליחסים שבין בעלי מניות המיעוט לבין בעלי השליטה. במבנה מרוכז קיים פוטנציאל לפעולות "תיעול" הון על ידי בעלי השליטה. הסחירות הנמוכה של מניות של חברות קטנות יוצרת סביבה שבה יש אסימטריית מידע גבוהה בין בעלי המיעוט לבין בעלי השליטה, וכך גובר היתרון של בעלי השליטה ועולה הפוטנציאל לתיעול.

מטרתו של מחקר זה היא לבחון את תפקודן של חברות קטנות בבורסה בתל אביב על ידי ניתוח הנפקות מניות ראשונות של חברות אלה בשנים 1992–1994 ("שנות הבועה"), והשוואתן להנפקות מניות ראשונות של חברות קטנות בזמנים "רגילים". ניתוח זה יעזור להכריע בשאלה אם חברות קטנות מתאימות לגיוס הון על ידי הנפקת מניות לציבור, וכתוצאה מכך לרישום למסחר בבורסה, או שלחלופין יש לחפש עבורן מנגנוני מימון אחרים משום שמניות של חברות קטנות אינן מתאימות למסחר בבורסה לניירות ערך.

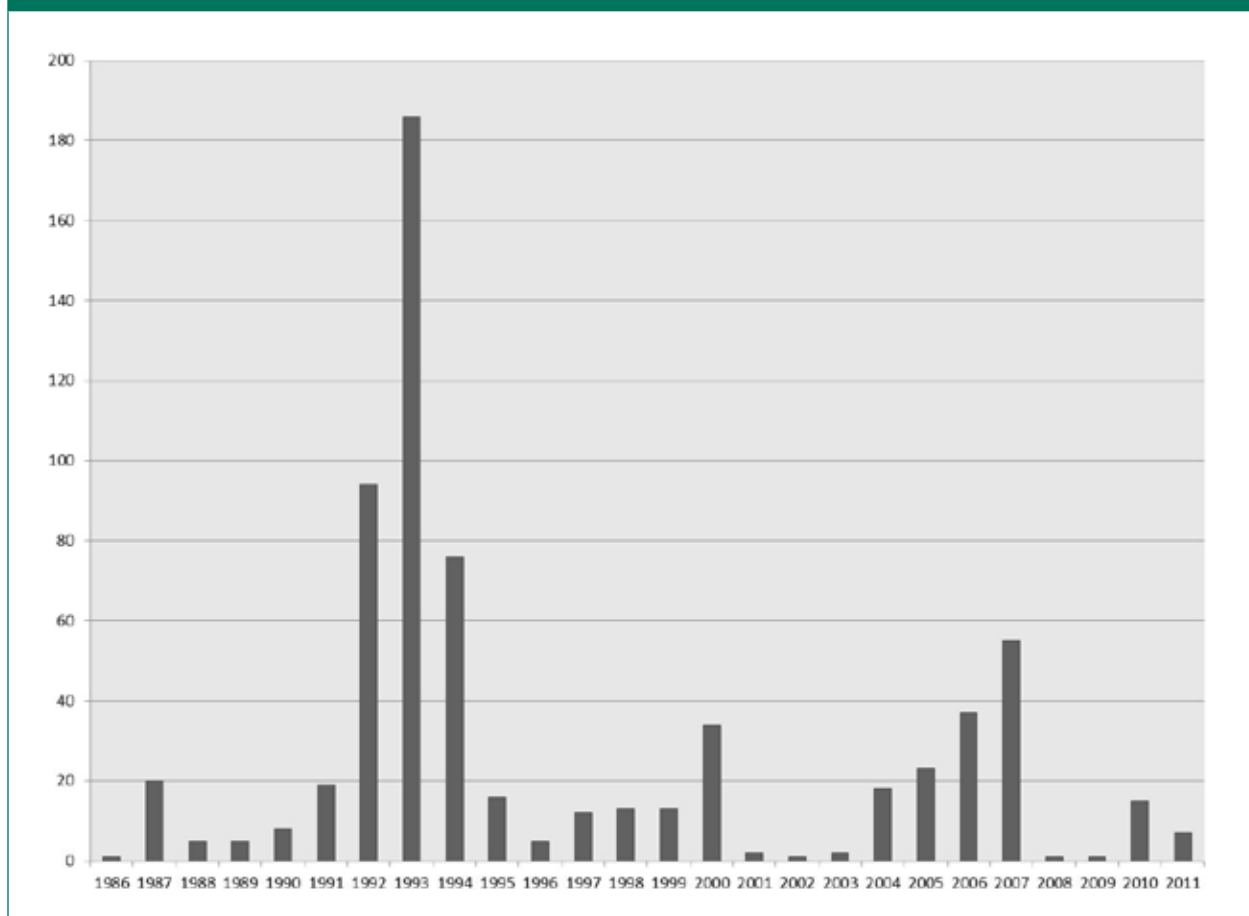
פרק 3 של המחקר מציג את הסטטיסטיקה התיאורית של שוק ההנפקות הראשונות בתקופת ה"בועה" (1992–1994) לעומת "זמנים רגילים" (1985–1991, 1995–2010). שוק ההון הוא שוק דינמי המשתנה לעתים קרובות וקיימת שונות גבוהה גם בתוך תקופת הזמנים הרגילים. לפיכך על מנת לקבל תמונה מדויקת יותר תבוצע השוואה גם של תתי-תקופות בתוך הזמנים הרגילים. פרק 4 מציג את ניתוח שנות "הבועה" ושנות "הזמנים הרגילים". הניתוח בוחן חברות שהפסיקו את המסחר במניותיהן וכולל את שיעור הפסקות המסחר של חברות שהנפיקו מניות בבורסה ואת הסיבות להפסקות המסחר. בחלקו המשלים של הניתוח, המתמקד בחברות שממשיכות להיסחר בבורסה, מוצגים מאפייני נזילות וגודל של חברות אלה והצלחתן ברישום למדדי הבורסה. פרק 5 מכיל את הסיכום ואת מסקנות המחקר.

3. השוק הראשוני למניות בישראל

3.1 תיאור השוק

כדי להתרשם מההבדלים הדרמטיים שבין "שנות הבועה" לשנים הרגילות, יוצג תחילה תרשים 3, המתאר את מספר ההנפקות לפי שנים בין 1986 ל-2011.

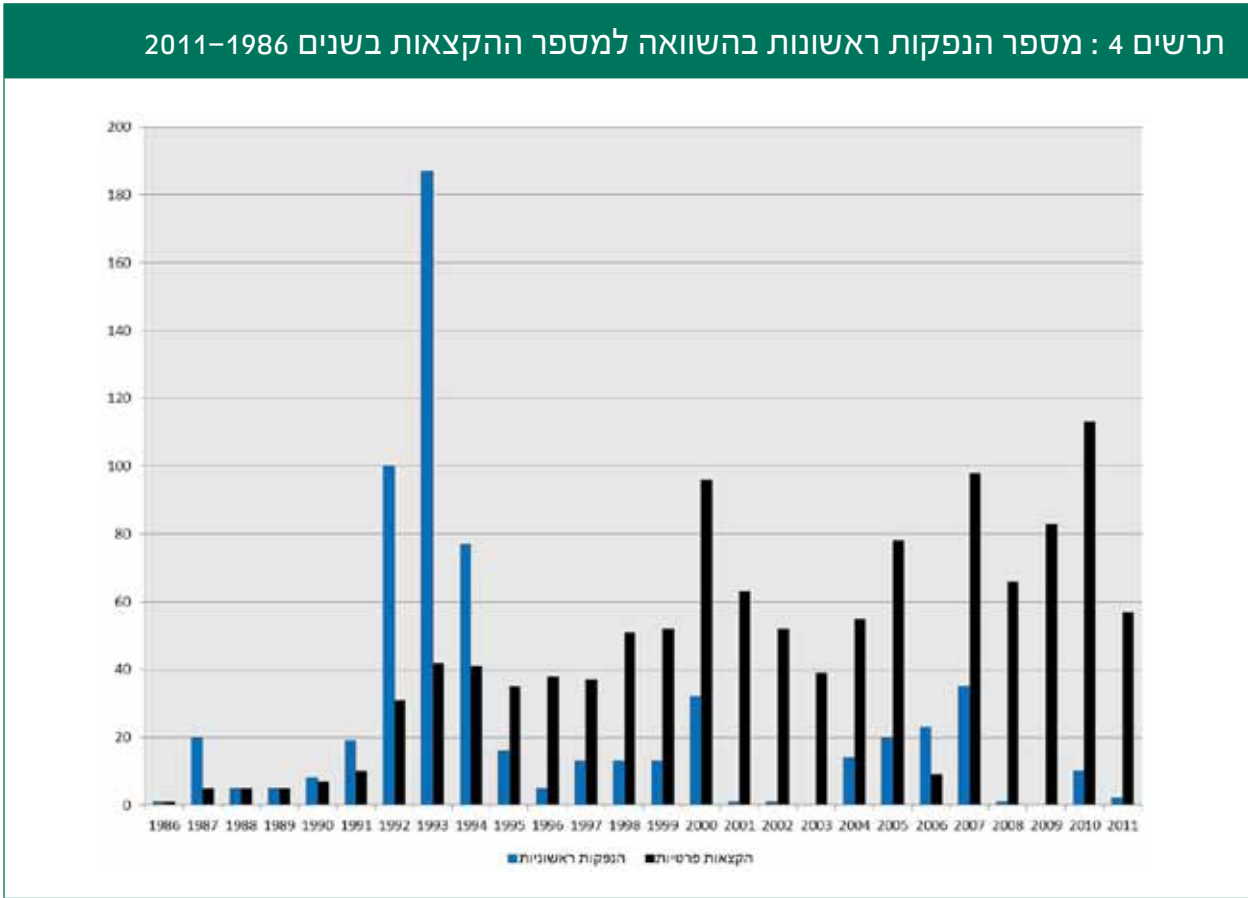
תרשים 3: מספר ההנפקות ראשונות בתקופה 1986-2011



מקור: הבורסה לניירות ערך, עיבוד הנתונים: מכון מילקן.

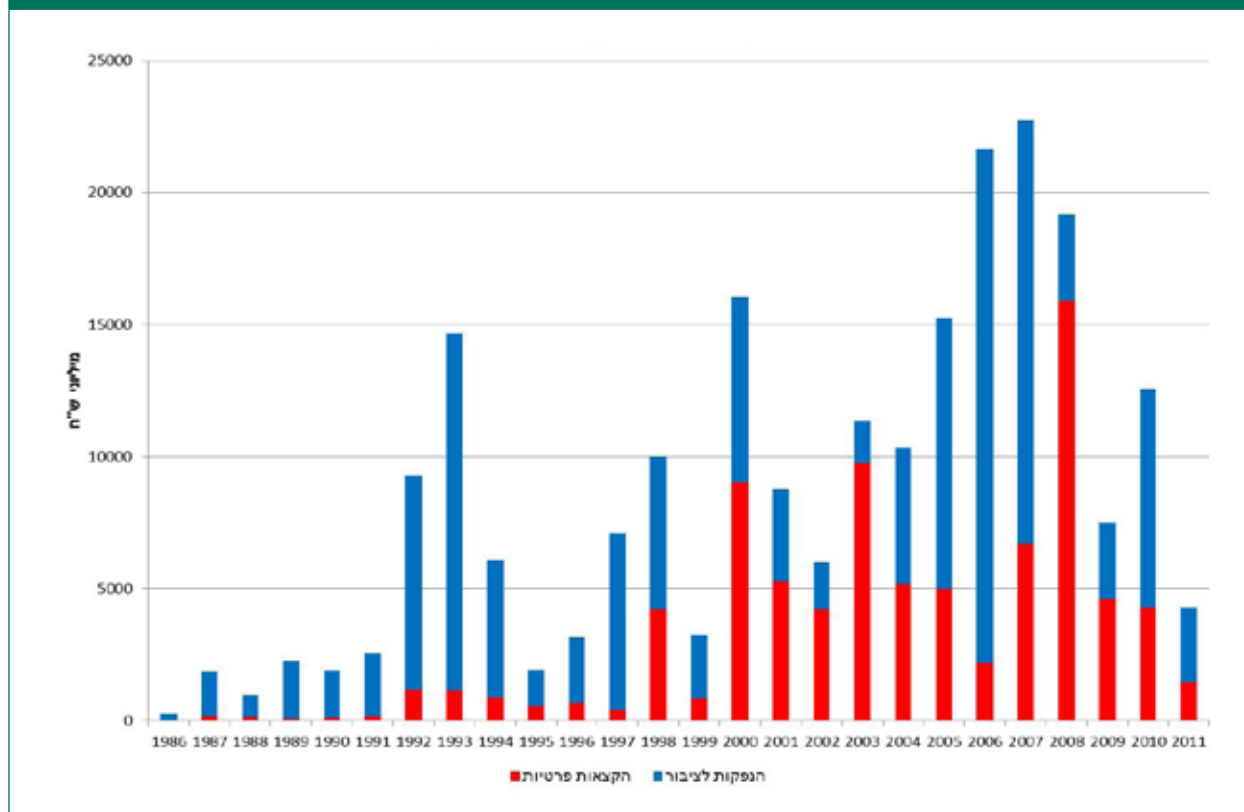
בתרשים 3 ניתן לראות את גל ההנפקות החרוג של תקופה "שנות בועה". כמות ההנפקות בתקופה זו הייתה גדולה מכמות ההנפקות בכל השנים שלאחר מכן. הניתוח במחקר זו יתבצע אפוא בעזרת ההשוואה של שוק ההנפקות בתקופת "שנות בועה" (1992-1994) לשוק ההנפקות בזמנים הרגילים (1985-1991, 1995-2011). כאשר משווים בין שנות בועה לזמנים הרגילים, רואים שהשונות במספר ההנפקות בזמנים הרגילים קטנה יותר, כלומר שוק ההנפקות יציב יותר. עם זאת מדובר בתקופה ארוכה שבה השוק עבר שינויים רבים, ולכן יוצגו גם תתי-מדגמים המשקפים מצבי שוק שונים.

הנפקת מניות לציבור אינה הדרך היחידה לגיוס הון. חברות המעוניינות לגייס הון יכולות להשתמש גם באפשרות של הקצאה פרטית ללא הנפקת מניות לציבור. בהקצאה פרטית החברה מקצה מניות רק למשקיעים מסוימים (משקיעים מוסדיים ולא בעלי המניות הוותיקים או כלל הציבור) תמורת מזומן או תמורת נכסים המועברים לבעלותה. היתרונות העיקריים בהקצאה פרטית הם העלויות הנמוכות ומשך הזמן הקצר יחסית הנדרש לביצועה, בהשוואה להנפקות לציבור. במסגרת התהליך נדרשת החברה לפרסם דוח מידי, שהוא בדרך כלל מסמך קצר בהשוואה לתסקיף הנדרש בהנפקה לציבור. יתרון נוסף הוא יכולתה של החברה לגייס הון בתקופות שפל, שבהן הציבור אינו מעוניין להלוות כסף לחברות. ישנם משקיעים בעלי טווח השקעה ארוך ששיקוליהם שונים משיקולי הציבור הרחב. גיוס הון ממשקיעים אלה בלבד, דרך הקצאה פרטית, מאפשר לחברה לגייס הון גם בתקופות שפל. החיסרון העיקרי הוא בכך שמניות המוקצות בהקצאה פרטית הן חסומות, ולא ניתן למוכרן בבורסה בתקופת החסימה, שאורכה נקבע בחוק ניירות ערך בהתאם לסוג הניצעים. השוואה בין מספר ההנפקות למספר ההקצאות הפרטיות מוצגת בתרשים 4 להלן. ניתן לראות בתרשים את העלייה בכמות ההקצאות הפרטיות לאורך זמן. התרומה היחסית של ההנפקות לציבור וההקצאות הפרטיות לגיוס הון מוצגת בתרשים 5 להלן. ניתן לראות בתרשים שבשנות התשעים רוב ההון גויס בהנפקות לציבור, אך בעקבות המגמה העולה של הקצאות פרטיות, בשנות האלפיים חלק ניכר של ההון מגויס בהקצאות פרטיות.



נתונים: הבורסה לניירות ערך.
מקור: מכון מילקן, 2012.

תרשים 5 : שוי גיוס הון לפי שנים כחלוקה בין הנפקות לציבור להקצאות פרטיות בשנים 2011-1986



נתונים: הבורסה לניירות ערך.
מקור: מכון מילקן, 2012.

3.2 השוואה של השוק הראשוני בין שנות הבועה לבין זמנים רגילים

להלן השוואה בין שוק ההנפקות בתקופת שנות הבועה (1992-1994) לבין תקופת הזמנים הרגילים (1985-1991, 1995-2010).

| טבלה 1: סטטיסטיקה תיאורית של התפלגות גודל ההנפקות (במחירי 2010) בשנות בועה | | | | | | | | | |
|--|-------------|-------|-------------|-------------|-------------|-----------|---------|---------|----------|
| שנת הנפקה | מספר הנפקות | ממוצע | רבעון עליון | רבעון תחתון | רבעון חציון | סטיית תקן | מינימום | מקסימום | עקמומיות |
| Total | 356 | 50.7 | 45.3 | 17.5 | 27.4 | 118.6 | 2.0 | 1,257.7 | 7.9 |
| 1992-1994 | 94 | 61.3 | 39.3 | 15.5 | 25.6 | 175.7 | 6.1 | 1,257.7 | 6.1 |

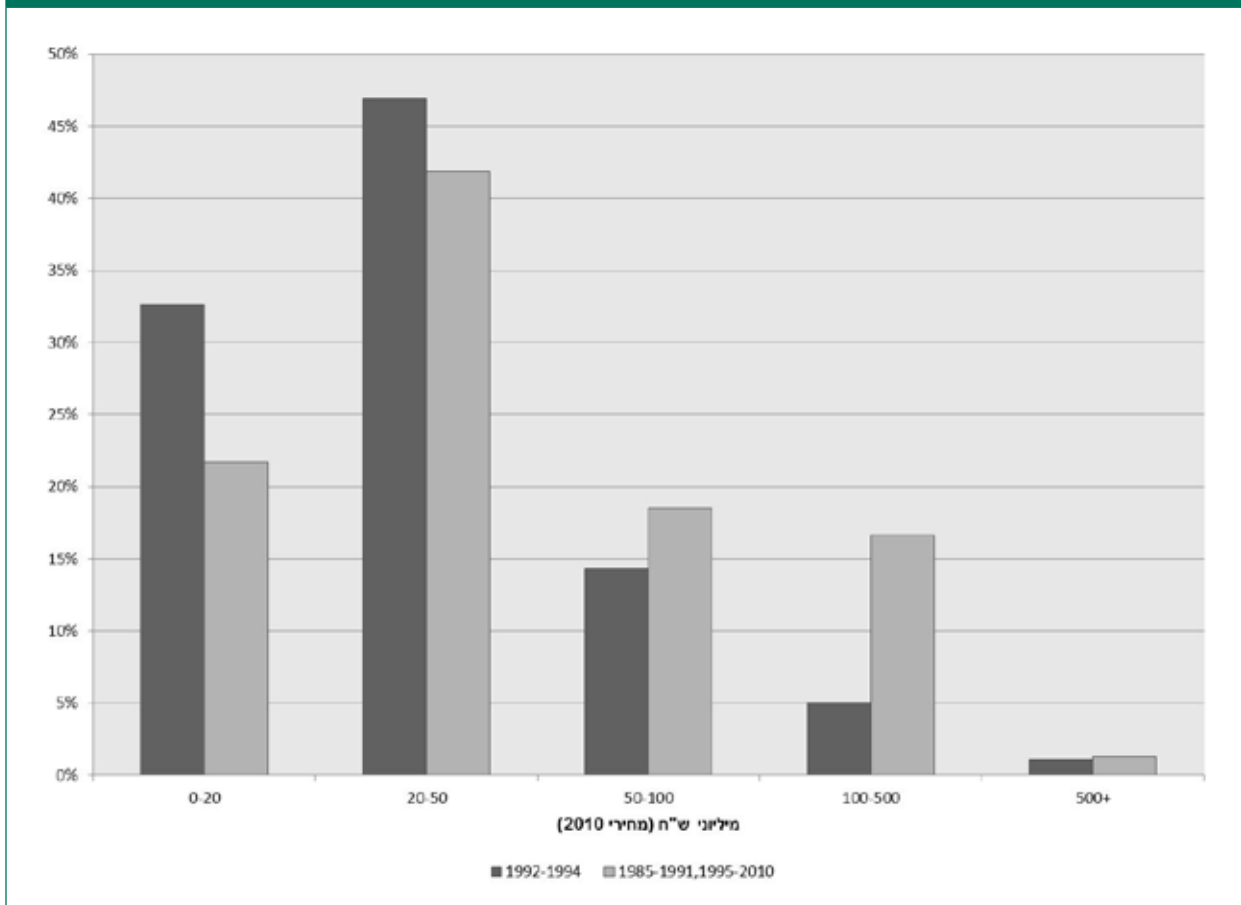
טבלה 1: סטטיסטיקה תיאורית של התפלגות גודל ההנפקות (במחירי 2010) בשנות בועה (המשך)

| שנת הנפקה | מספר הנפקות | ממוצע | רבעון עליון | רבעון תחתון | חציון | סטיית תקן | מינימום | מקסימום | עקמומיות |
|-----------|-------------|-------|-------------|-------------|-------|-----------|---------|---------|----------|
| 1993 | 186 | 52.6 | 49.4 | 18.3 | 31.0 | 105.1 | 2.0 | 1,026.6 | 7.1 |
| 1994 | 76 | 32.8 | 39.9 | 18.4 | 26.9 | 24.0 | 10.9 | 188.9 | 4.15 |

טבלה 1 לעיל מציגה את הסטטיסטיקה התיאורית של גודל ההנפקות (במחירי 2010) בתקופת "שנות הבועה". ניתן לראות שמספר ההנפקות הגיע לשיא בשנת 1993, אך כל התקופה מאופיינת בפעילות ערה בשוק ההנפקות. ניתן לראות גם ש-25% מההנפקות בכל שנה (וגם בכל התקופה) היו מתחת ל-19 מיליון ₪, וחצי מההנפקות בכל שנה (וגם בכל התקופה) היו מתחת ל-32 מיליון ₪. משתנה Skewness מראה את מידת האסימטריה בהתפלגות גודל ההנפקות. ככל שמשנתה זה גדול יותר כך מספר ההנפקות הקטנות גבוה יותר. ניתן לראות שמשנתה זה מתואם עם כמות ההנפקות, וככל שמספר ההנפקות גדול יותר כך מספר ההנפקות הקטנות גדול יותר. הסבר אפשרי לתופעה הוא שהחברות הקטנות מנצלות את השנים הטובות של שוק ההנפקות על מנת להנפיק את מניותיהן לציבור.

תרשים 6 להלן מראה את התפלגות גודל ההנפקות בתקופת "שנות הבועה" בהשוואה לזמנים הרגילים. בתקופת "שנות הבועה" ניתן לראות את הזנב השמאלי של ההיסטוגרמה – הנפקות בקטגוריה של עד 20 מיליון ₪ מרכזות יותר מ-30% מסך ההנפקות, והנפקות בקטגוריה של 20–50 מיליון ₪ מרכזות יותר מ-45% מסך ההנפקות. שתי הקטגוריות הללו יחד, הנמצאות בזנב השמאלי של ההתפלגות, מהוות את הרוב המוחלט (כ-80%) של ההנפקות בתקופה זו. גם בזמנים הרגילים אנו רואים שההתפלגות מוטה שמאלה, אך האסימטריה קטנה יותר. הנפקות בקטגוריה של עד 20 מיליון ₪ מרכזות כ-20% מסך ההנפקות, והנפקות בקטגוריה של 20–50 מיליון ₪ מרכזות כ-40% מסך ההנפקות. חלקן הכולל של שתי הקטגוריות הללו בתקופת הזמנים הרגילים הוא כ-64%. ההשוואה מראה שריכוז ההנפקות הקטנות קיים למעשה בכל התקופות, אך בתקופות של פעילות ערה בשוק תופעה זו מתגברת והאסימטריה גדלה. מדובר בשינוי משמעותי – ב"תקופת הבועה" קבוצת ההנפקות הקטנות גדלה בכ-16% יחסית לגודלה בשנים הרגילות.

תרשים 6: התפלגות גודל הנפקות (במחירי 2010) בתקופת "שנות הבועה" בהשוואה לזמנים הרגילים



נתונים: הבורסה לניירות ערך.
מקור: מכון מילקן, 2012.

טבלה 2 מציגה את הסטטיסטיקה התיאורית של גודל הנפקות ב"זמנים הרגילים".

טבלה 2: סטטיסטיקה תיאורית של התפלגות גודל הנפקות (במחירי 2010) בתקופה 1985-2011, 1991, 1995

| שנת הנפקה | מספר הנפקות | ממוצע ממוצע | רבעון עליון | רבעון תחתון | רבעון חציון | סטטיית תקן | מינימום | מקסימום | עקמומיות |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|---------|----------|----------|
| סה"כ | 313 | 98.90 | 73.33 | 21.39 | 37.84 | 426.48 | 2.48 | 7,114.85 | 14.65 |
| 1986 | 1 | 26.67 | 26.67 | 26.67 | 26.67 | NA | 26.67 | 26.67 | NA |

טבלה 2: סטטיסטיקה תיאורית של התפלגות גודל הנפקות (במחירי 2010) בתקופה 1985-1991
(המשך) 1995, 2011-2011

| שנת הנפקה | מספר הנפקות | ממוצע | רבעון עליון | חציון | רבעון תחתון | סטיית תקן | מינימום | מקסימום | עקמומיות |
|-----------|-------------|--------|-------------|-------|-------------|-----------|---------|----------|----------|
| 1987 | 20 | 18.51 | 21.39 | 10.70 | 6.97 | 16.91 | 5.97 | 64.68 | 1.68 |
| 1988 | 5 | 31.97 | 59.32 | 14.84 | 7.51 | 31.81 | 5.12 | 73.05 | 0.44 |
| 1989 | 5 | 35.95 | 38.58 | 38.05 | 28.49 | 14.83 | 17.21 | 57.43 | 0.25 |
| 1990 | 8 | 20.12 | 21.22 | 20.31 | 16.97 | 3.98 | 13.03 | 25.46 | 0.36 |
| 1991 | 19 | 26.63 | 31.88 | 23.21 | 17.60 | 15.18 | 5.87 | 76.51 | 1.79 |
| 1995 | 16 | 21.50 | 19.54 | 16.70 | 15.03 | 14.37 | 14.20 | 70.98 | 2.87 |
| 1996 | 5 | 84.72 | 14.39 | 14.39 | 12.15 | 159.86 | 12.00 | 370.67 | 1.50 |
| 1997 | 12 | 67.97 | 108.54 | 31.03 | 15.45 | 69.52 | 10.34 | 220.80 | 1.07 |
| 1998 | 13 | 121.44 | 45.35 | 38.95 | 19.47 | 284.09 | 2.48 | 1,055.81 | 3.05 |
| 1999 | 13 | 74.42 | 115.65 | 47.96 | 24.23 | 57.40 | 16.86 | 177.97 | 0.65 |
| 2000 | 34 | 58.35 | 52.80 | 36.73 | 21.76 | 85.26 | 5.07 | 472.98 | 3.90 |
| 2001 | 2 | 56.65 | 85.50 | 56.65 | 27.81 | 40.79 | 27.81 | 85.50 | - |
| 2002 | 1 | 55.52 | 55.52 | 55.52 | 55.52 | NA | 55.52 | 55.52 | NA |
| 2003 | 2 | 83.59 | 91.54 | 83.59 | 75.65 | 11.24 | 75.65 | 91.54 | - |
| 2004 | 18 | 98.57 | 126.05 | 84.36 | 36.44 | 98.39 | 11.53 | 452.66 | 2.69 |
| 2005 | 23 | 110.06 | 169.09 | 61.93 | 40.45 | 105.87 | 20.11 | 464.55 | 1.87 |
| 2006 | 37 | 102.37 | 87.00 | 39.04 | 26.88 | 172.91 | 7.92 | 979.92 | 3.84 |
| 2007 | 55 | 207.31 | 91.50 | 49.79 | 33.19 | 951.92 | 12.72 | 7,114.85 | 7.14 |
| 2008 | 1 | 37.24 | 37.24 | 37.24 | 37.24 | NA | 37.24 | 37.24 | NA |
| 2009 | 1 | 28.87 | 28.87 | 28.87 | 28.87 | NA | 28.87 | 28.87 | NA |
| 2010 | 15 | 197.84 | 107.08 | 56.23 | 35.19 | 503.43 | 21.34 | 2,005.38 | 3.40 |
| 2011 | 7 | 81.96 | 141.04 | 49.81 | 21.14 | 82.33 | 19.69 | 243.56 | 1.23 |

לאורך כל התקופה מאופיין שוק ההנפקות בשונות. ניתן לזהות תקופות של פעילות גבוהה ותקופות של פעילות מתונה. ישנן בטווח השנים הזה שתי תקופות של פעילות מתונה: 2001–2003, 2008–2009. המספר הממוצע של הנפקות בתקופות אלה הוא 1.4 בשנה. המשברים הפיננסים שהיכו בשוק ההון בשנים שקדמו לתקופות אלה – משבר שנת 2000 ומשבר שנת 2008 – יכולים להסביר את הנתון הזה. ישנן גם תקופות של פעילות גבוהה, כך בשנים 2000–2005, 2007–2008 מספר ההנפקות הממוצע בשנה הוא 37.25. כאשר בוחנים את התפלגות גודל ההנפקות, ניתן לראות שרבע מהנפקות לאורך השנים היו הנפקות קטנות מ-22 מיליון ₪, וחצי מההנפקות היו מתחת ל-38 מיליון ₪. מספרים אלה דומים למספרי התפלגות ההנפקות בתקופת שנות הבועה, אך כאשר בוחנים את הרבעון השלישי ניתן לראות שבתקופת שנות הבועה 75% מכלל ההנפקות היו מתחת ל-46 מיליון ₪, בעוד שבזמנים הרגילים האחוזון ה-75 שווה ל-74 מיליון ₪, כלומר ריכוז החברות הקטנות והבינוניות היה גבוה יותר בשנות הבועה. מקדם המתאם בין כמות ההנפקות השנתית (משתנה Count) לבין האסימטריה בהתפלגות גודל ההנפקות (משתנה Skewness) במדגם של "הזמנים הרגילים" הוא 0.92. אנו רואים שגם במקרה שבו בו נבדקה תקופת הזמנים הרגילים בלבד, הממצא הוא שקיים קשר סטטיסטי חזק שלפיו בשנים שבהן יש יותר הנפקות יש גם ריכוז גבוה יותר של הנפקות קטנות. כאמור, הסבר אפשרי לתופעה הוא שהחברות הקטנות משתמשות בשנים הטובות של שוק ההנפקות על מנת להנפיק את מניותיהן לציבור.

מכיוון שקיימת שונות גבוהה במדגם של הזמנים הרגילים, יוצגו להלן כמה נתונים על תתי-מדגמים המתארים תקופות של פעילות ערה יחסית לתקופות הרגועות יותר. טבלה 3 מציגה את הסטטיסטיקה התיאורית של התפלגות גודל הנפקות בשנות פעילות גבוהה בשוק ההנפקות.

טבלה 3: סטטיסטיקה תיאורית של התפלגות גודל הנפקות (במחירי 2010) בתקופה 1987, 2007–2004, 2000, 1991

| שנת הנפקה | מספר הנפקות | ממוצע | רבעון עליון | חציון | רבעון תחתון | סטיית תקן | מינימום | מקסימום | עקמומיות |
|-----------|-------------|--------|-------------|-------|-------------|-----------|---------|----------|----------|
| Total | 206 | 108.52 | 75.31 | 39.94 | 26.01 | 501.63 | 5.07 | 7,114.85 | 13.36 |
| 1987 | 20 | 18.51 | 21.39 | 10.70 | 6.97 | 16.91 | 5.97 | 64.68 | 1.68 |
| 1991 | 19 | 26.63 | 31.88 | 23.21 | 17.60 | 15.18 | 5.87 | 76.51 | 1.79 |
| 2000 | 34 | 58.35 | 52.80 | 36.73 | 21.76 | 85.26 | 5.07 | 472.98 | 3.90 |
| 2004 | 18 | 98.57 | 126.05 | 84.36 | 36.44 | 98.39 | 11.53 | 452.66 | 2.69 |
| 2005 | 23 | 110.06 | 169.09 | 61.93 | 40.45 | 105.87 | 20.11 | 464.55 | 1.87 |
| 2006 | 37 | 102.37 | 87.00 | 39.04 | 26.88 | 172.91 | 7.92 | 979.92 | 3.84 |
| 2007 | 55 | 207.31 | 91.50 | 49.79 | 33.19 | 951.92 | 12.72 | 7,114.85 | 7.14 |

ניתן לראות בטבלה 3 שהשנים 2004 ו-2005 בולטות בגיוס הון של חברות גדולות יחסית: ממוצע גודל ההנפקות היה 98.57 מיליון ₪ בשנת 2004 ו-110.06 מיליון ₪ בשנת 2005, כאשר האחוזון ה-75 היה 126.05 מיליון ₪ ו-169.09 מיליון ₪ בהתאמה. מקדם המתאם בין משתנה Count (המציין את מספר ההנפקות השנתיות) לבין משתנה Skewness (המציין את האסימטריה בהתפלגות גודל ההנפקות) במדגם של 1987, 1991, 2000, 2004-2007 הוא 0.96. טבלה 4 מציגה את הסטטיסטיקה התיאורית של התפלגות גודל ההנפקות בשנות פעילות נמוכה בשוק ההנפקות.

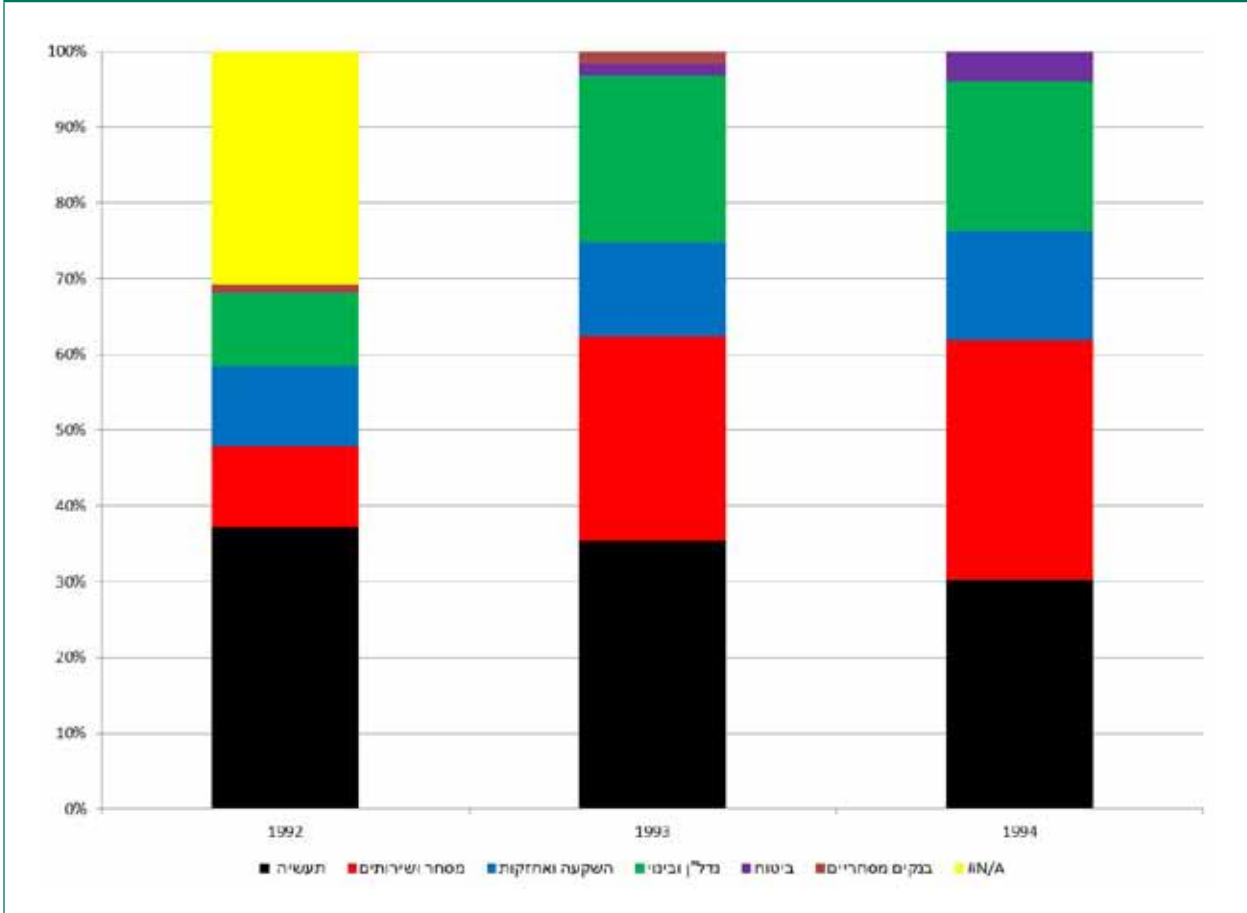
טבלה 4: סטטיסטיקה תיאורית של התפלגות גודל הנפקות (במחירי 2010) בתקופה 1986, 2001-2003, 2008-2009

| שנת הנפקה | מספר הנפקות | ממוצע | רבעון עליון | חציון | רבעון תחתון | סטיית תקן | מינימום | מקסימום | עקמומיות |
|-----------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|-----------|---------|---------|----------|
| Total | 8 | 53.60 | 75.65 | 46.38 | 27.81 | 27.30 | 26.67 | 91.54 | 0.31 |
| 1986 | 1 | 26.67 | 26.67 | 26.67 | 26.67 | NA | 26.67 | 26.67 | NA |
| 2001 | 2 | 56.65 | 85.50 | 56.65 | 27.81 | 40.79 | 27.81 | 85.50 | - |
| 2002 | 1 | 55.52 | 55.52 | 55.52 | 55.52 | NA | 55.52 | 55.52 | NA |
| 2003 | 2 | 83.59 | 91.54 | 83.59 | 75.65 | 11.24 | 75.65 | 91.54 | - |
| 2008 | 1 | 37.24 | 37.24 | 37.24 | 37.24 | NA | 37.24 | 37.24 | NA |
| 2009 | 1 | 28.87 | 28.87 | 28.87 | 28.87 | NA | 28.87 | 28.87 | NA |

גם בתקופה המוצגת בטבלה 4, שבה כמעט שלא רואים פעילות בשוק ההנפקות, עדיין התפלגות גודל ההנפקות נמצאת מימין להתפלגות של "שנות הבועה". אחוזון 25 שווה 28 מיליון ₪, ואילו אחוזון 75 שווה 76 מיליון ₪. המשמעות היא שיחסית לתקופת "שנות הבועה" אנו רואים הנפקות גדולות יותר בשוק ההנפקות. ניתן לראות כי גם מידת האסימטריה בהתפלגות גודל ההנפקות קטנה בהרבה, יחסית לתקופת "שנות הבועה". תרשים 7 מציג את ההתפלגות הענפית של ההנפקות בתקופת ה"בועה".²

² לגבי שנת 1992 חסרים נתונים על חלק מההנפקות, ולכן ייתכן שהתפלגות בשנה זו הייתה חריגה יחסית לשנים 1993 ו-1994.

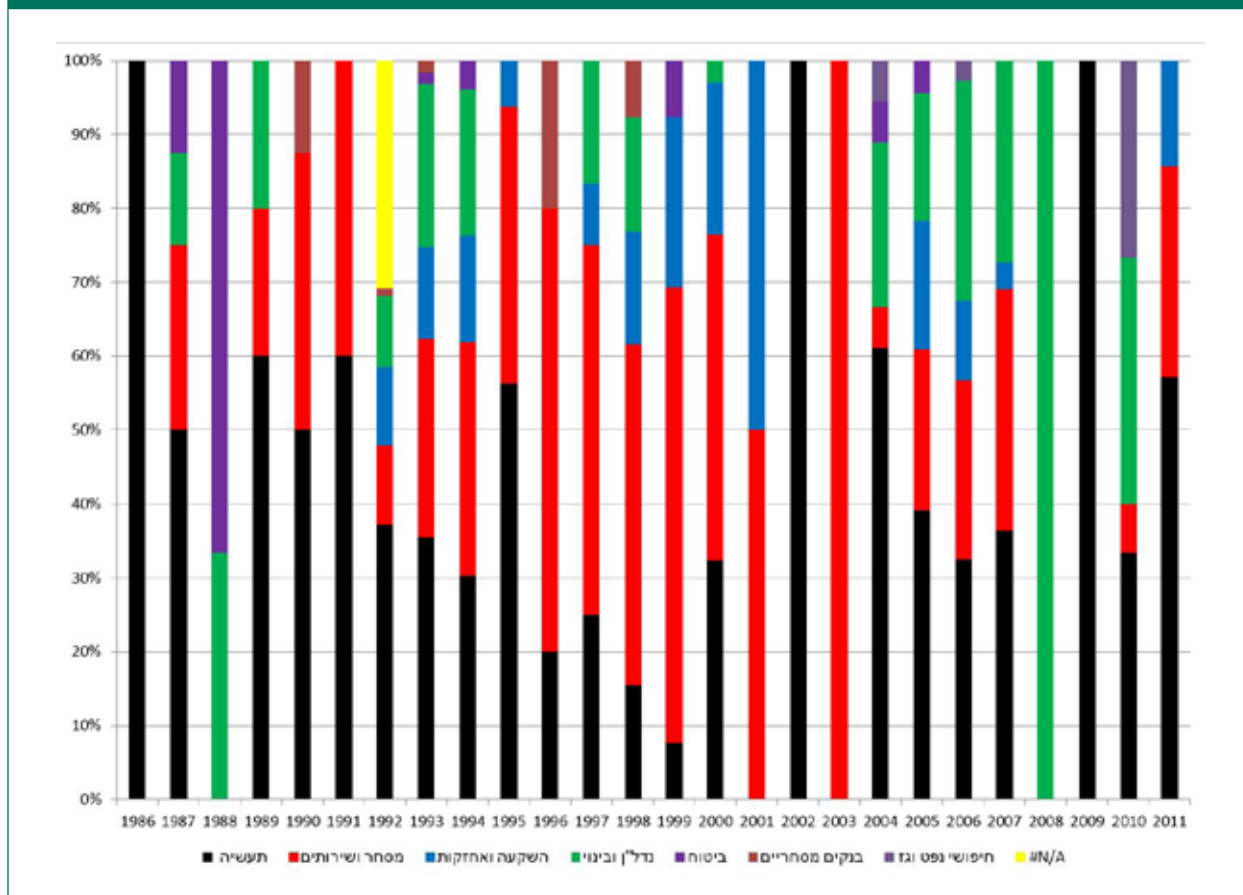
תרשים 7: הפלגות הנפקות ראשונות לפי ענף בתקופה "שנות בועה"



נתונים: הבורסה לניירות ערך.
מקור: מכון מילקן, 2012.

בתרשים 7 לעיל ניתן לראות שחלקם של ענפים שונים דומה מאוד בין השנים. ממצא זה, בצירוף הנתונים המוצגים בתרשים 8 להלן, המציג את התפלגות הענפים לאורך כל היסטוריית ההנפקות, מראים את ייחודיות שוק ההנפקות הישראלי, שכן לרוב בועה פיננסית באה לידי ביטוי בענף מסוים, כגון ענף ההייטק בבוועת הדוט-קום של שנות ה-2000, או ענף הנדל"ן במשבר הסאבפריים של שנת 2007. במקרה הישראלי, התפלגות ההנפקות בשנות הבועה אינה מציגה ענף יוצא דופן, כלומר כל הענפים מאופיינים בפעילות גבוהה מהרגיל כך שמדובר בבועה שמאפיינת את כלל הענפים, לעומת מצבים שכיחים יותר שבהם רק ענף או סקטור מסוים מאופיין בפעילות בועתית. בהשוואה לאורך זמן לתקופות של זמנים רגילים, ניתן לראות שחלקם של הענפים השונים בשוק ההנפקות יציב יחסית. הענפים הבולטים הם תעשייה, מסחר ושירותים, השקעה ואחזקות ונדל"ן.

תרשים 8: הפלגות הנפקות ראשונות לפי ענף בתקופה 1987-2011



נתונים: הבורסה לניירות ערך.
מקור: מכון מילקן, 2012.

4. ניתוח התפתחות החברות בשנים שלאחר הנפקת מניות ראשונה

4.1 מדגם של תקופת שנות הבועה (1992-1994)

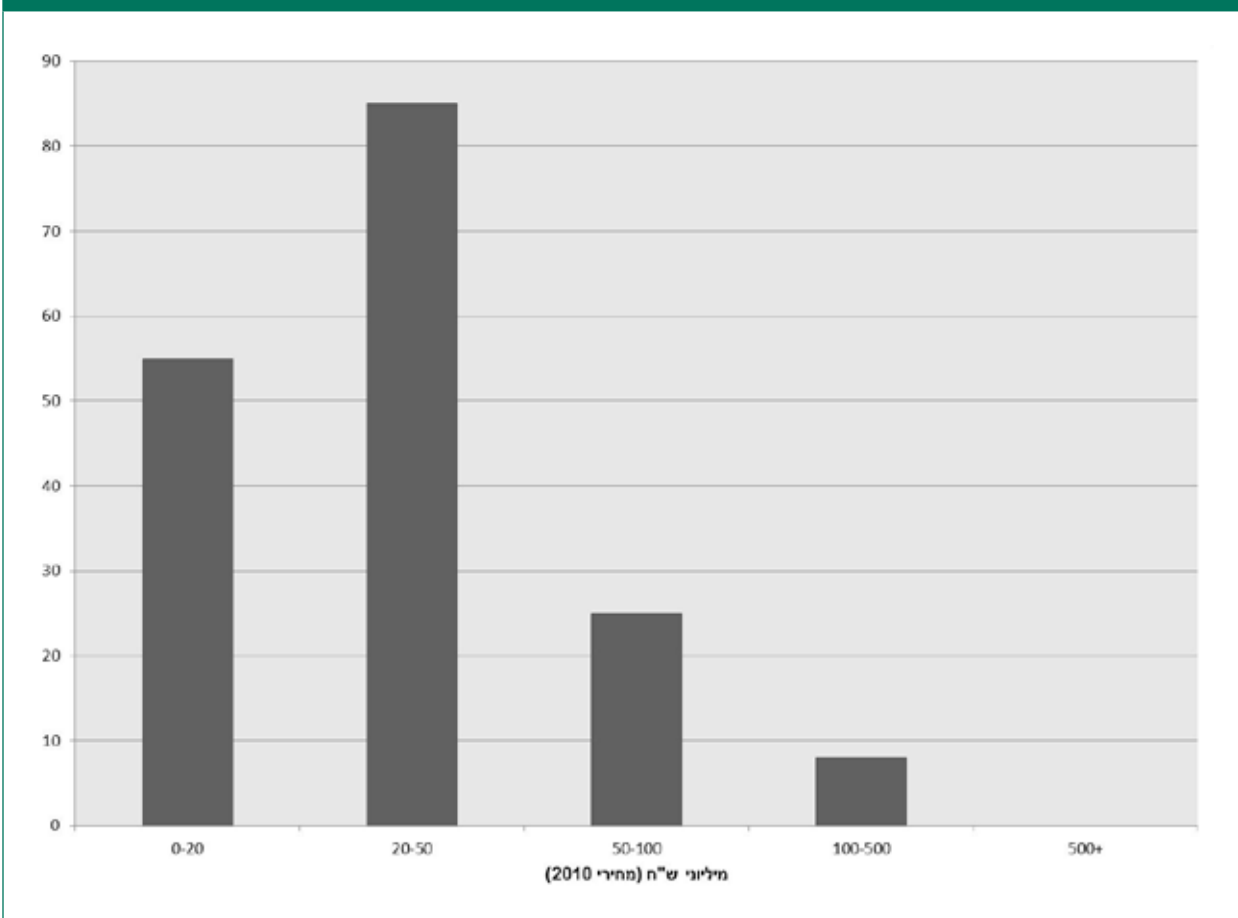
4.1.1 חברות שהנפיקו בשנות הבועה והפסיקו את המסחר במניותיהן

מתוך 356 חברות שהונפקו לראשונה בשנים 1992-1994, רק 165 חברות נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב בשנת 2012. 172 חברות הפסיקו להיסחר בבורסה בשנים 1996-2011, ו-17 חברות הפסיקו להיסחר בבורסה בתקופה שלפני

³ עבור תקופה זו פרסמה הבורסה נתונים של שינוי במספר החברות הנסחרות, ולפיכך ניתן לקבוע את התאריך שבו הפסיקה חברה מסוימת את המסחר במניותיה.

1996.⁴ התוצאה האמפירית – המראה שכחצי מחברות שהשתמשו במנגנון של הנפקת מניות ראשונה לציבור בתקופת “שנות הבועה” אינן נסחרות במניות כיום – מלמדת שגיוס הון בעזרת הנפקת מניות לציבור אינה הדרך המתאימה לכל החברות. לכן חשוב להבין את התכונות של מנגנון הנפקת מניות לציבור, ולאפיין את החברות שמנגנון זה מתאים להן ואת החברות שמנגנון זה אינו מתאים להן. ניתוח הפסקות המסחר והסיבות להפסקות אלה יעזור לאפיין את החברות שמנגנון הנפקת מניות אינו מנגנון גיוס ההון האופטימלי עבורן. מתוך 172 החברות שהמסחר במניותיהן הופסק בשנות הבועה, קיימים נתונים על סיבות הפסקת מסחר של 125 חברות.⁵ כמות הפסקות המסחר וחלקן היחסי מתוך סך החברות המונפקות לפי קטגוריות גודל הנפקה מוצגות בתרשימים 9, 10.

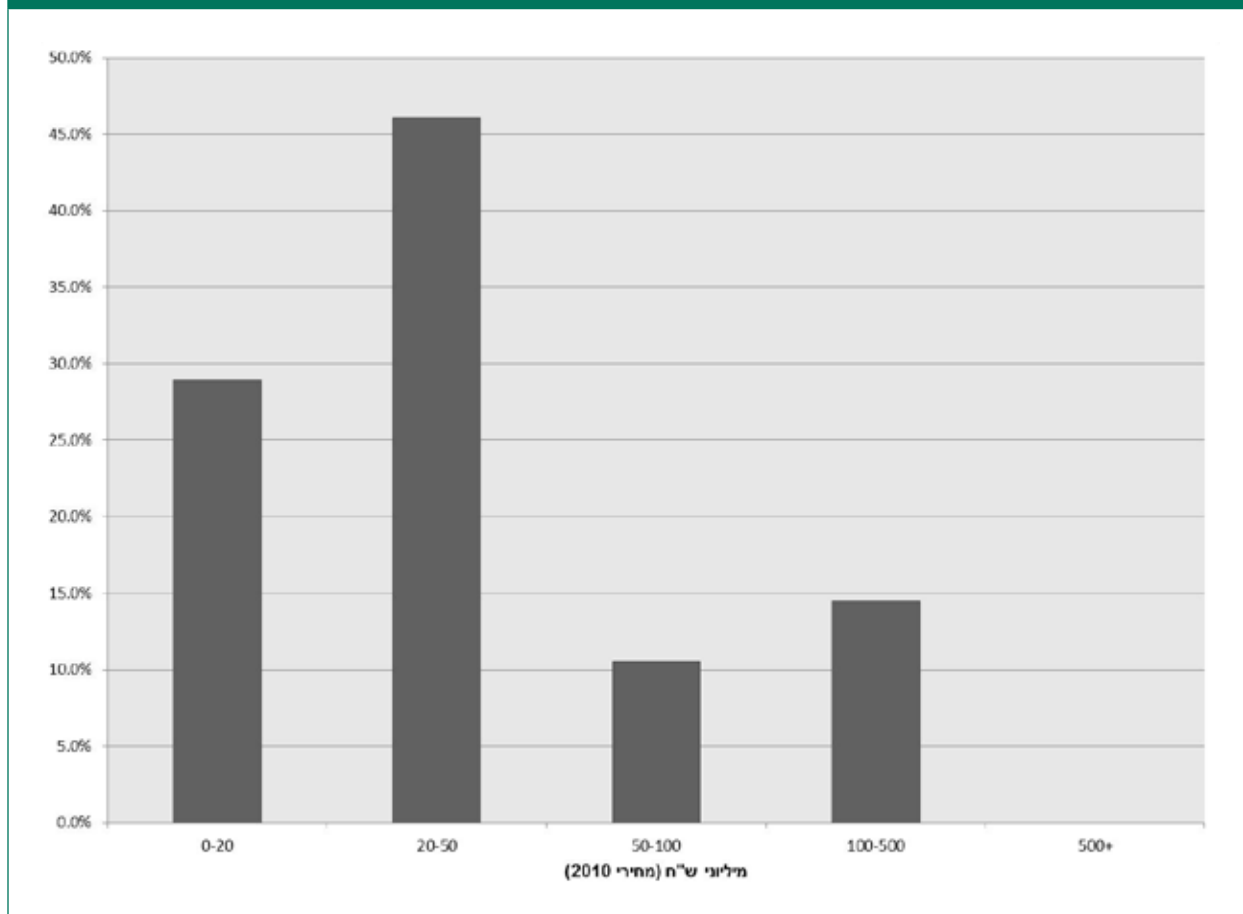
תרשים 9: מספר הפסקות המסחר במדגם הנפקות של שנות הבועה, לפי גודל הנפקה



נתונים: הבורסה לניירות ערך והעיתונות הכלכלית.
מקור: מכון מילקן, 2012.

⁴ לגבי שלוש חברות לא ניתן היה לקבוע האם הן הפסיקו להיסחר בבורסה או שינו את שמן וממשיכות להיסחר בבורסה.
⁵ בקביעת סיבות הפסקת המסחר עבור אותן 125 חברות, נאלצתי להשתמש בעיתונות הכלכלית לגבי 13 חברות. לגבי שאר החברות, מקור הנתונים הוא הבורסה לניירות ערך.

תרשים 10: מספר הפסקות המסחר במדגם הנפקות של שנות הבועה, לפי גודל ההנפקה באחוזים



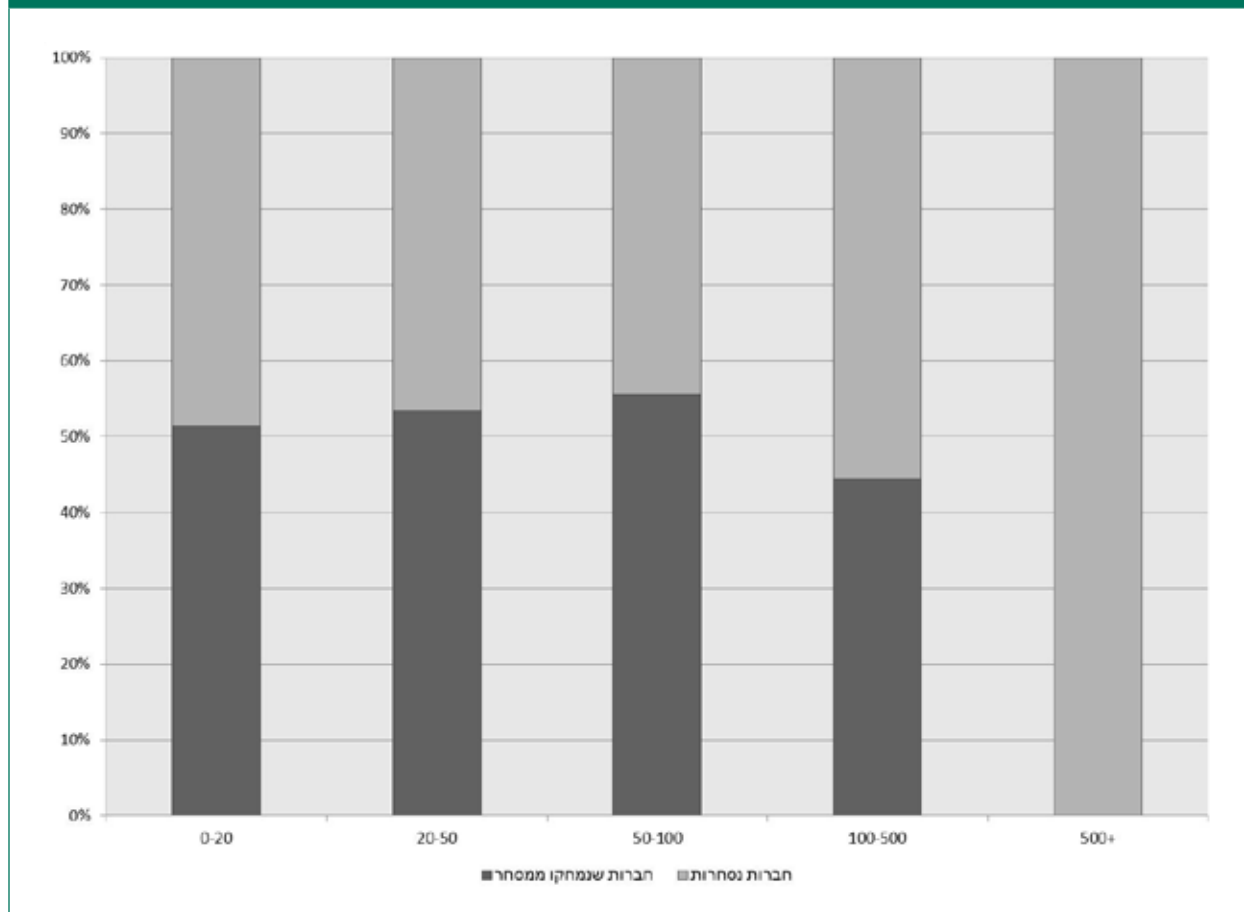
נתונים: הבורסה לניירות ערך והעיתונות הכלכלית.
מקור: מכון מילקן, 2012.

מתרשימים 9 ו-10 ניתן לראות שהתפלגות הפסקות המסחר לפי גודל ההנפקה דומה להתפלגות לפי גודל החברה. השכיחות היחסית של הפסקות המסחר לפי גודל ההנפקה דומה גם לשכיחות היחסית של ההנפקות לפי גודל, המוצגת בתרשים 6. מכאן שאצל חברות שהנפיקו לראשונה בשנות הבועה לא נמצא קשר בין גודל ההנפקה לבין הפסקת המסחר במניות החברה.

תרשים 11 להלן מציג את אחוז הפסקות המסחר בכל קטגוריית גודל הנפקה, ותומך בתוצאה זו. ניתן לראות שאחוז ההפסקות יציב יחסית: בכל קטגוריה אנו מוצאים שקרוב ל-50% מהחברות שביצעו הנפקת מניות ראשונה בתקופת שנות הבועה הפסיקו להיסחר בבורסה. יש לציין שמבחינת מספרים מוחלטים מדובר באחוז גבוה של הפסקות מסחר. חצי מכל החברות שהנפיקו מניות לציבור בשנות הבועה ונרשמו בבורסה לניירות ערך אינן רשומות יותר בבורסה והמסחר במניותיהן הופסק. מכיוון שהפסקות המסחר יכולות לנבוע מכמה סיבות, חשוב ללמוד מהן הסיבות שבגללן הפסיקו

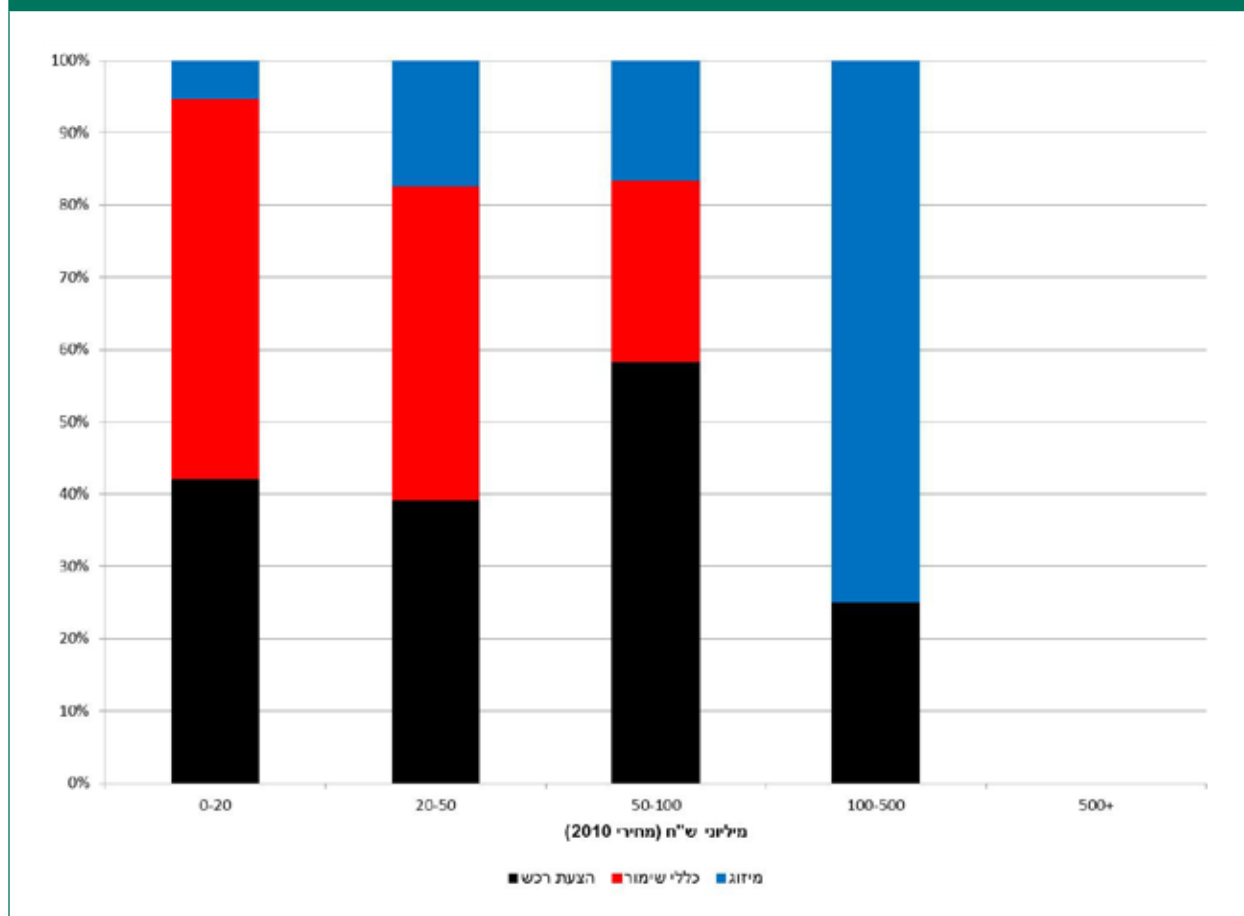
החברות להיסחר בבורסה, על מנת למצוא מיהן החברות שמנגנון הנפקת מניות לציבור הוא המנגנון המתאים עבורן. התפלגות הסיבות להפסקת המסחר של חברות שהנפיקו מניות לציבור בשנות הבועה מוצגת בתרשים 12 להלן.

תרשים 11: שיעור הפסקות מסחר מתוך סך החברות שהנפיקו מניות בשנות בועה, לפי גודל הנפקה



נתונים: הבורסה לניירות ערך.
מקור: מכון מילקן, 2012.

תרשים 12: התפלגות הסיבות למחיקה ממסחר של חברות שהנפיקו מניות בשנות הבועה



נתונים: הבורסה לניירות ערך והעיתונות הכלכלית.
מקור: מכון מילקן, 2012.

את הסיבות להפסקת המסחר במניות של חברות ניתן לסווג לשלוש קטגוריות: מחיקה ממסחר, מיזוג והצעת רכש. הסיווג נעשה לפי המתודולוגיה הבאה: אם החברה נמחקה מהמסחר כתוצאה מאי-עמידה בקריטריונים של הבורסה, למשל כמות צפה או שווי שוק קטנים מדי, או מחיקה כתוצאה מכללי שימור וכדומה, או מחיקה בגלל מינוי כונס נכסים, כניסה להליך פירוק או פשיטת רגל – הסיבה להפסקת המסחר במניות החברה סווגה כמחיקה. היו חברות שמוזגו עם חברות אחרות – במקרה זה סיבת הפסקת המסחר היא מיזוג. וכאשר החברה נרכשה בהצעת רכש, כלומר הבעלות של החברה הפכה מבעלות ציבורית לבעלות פרטית – סיבת הפסקת המסחר סווגה כהצעת רכש.

באופן כללי, פעילותה של חברה עסקית מהווה ריכוז אינטרסים של מספר צדדים, כגון בעלי מניות, בעלי חוב, מנהלי החברה, ספקים ולקוחות. האינטרסים של כל צד לא בהכרח עולים בקנה אחד עם האינטרסים של צד אחר, ולעתים קרובות ישנם ניגודי עניינים וצד אחד מעוניין בתוצאה הפוכה מהתוצאה שבה מעוניין צד אחר. מצב זה מקשה על ניתוח ברמת רווחה כוללת, וקשה לקבוע אם שינוי כזה או אחר היטיב עם רוב הצדדים המעורבים או לא. תחת מגבלות אלה, ניתן להניח

שפירוק החברה או אי-עמידה בקריטריונים של הבורסה (וההשלכות של אי-העמידה בקריטריונים אלה) הוא אירוע שלילי שמשפיע לרעה על כל הצדדים המעורבים, שכן פעילות החברה מצטמצמת או נפסקת לחלוטין ועוגת הרווחים והנכסים שניתנת לחלוקה בין הצדדים השונים של החברה קטנה. אירוע שבו חברה מתמזגת עם חברה אחרת, במיוחד בהקשר של חברות קטנות, הוא בדרך כלל אירוע חיובי שמסמן שלב נוסף בהתפתחותה של החברה.

לגבי הצעת רכש הקביעה אינה חד-משמעית, ייתכן שבעלי החברה או משקיעים חיצוניים מזהים אפשרות להשביח את החברה ולהוסיף לה ערך, אך הם אינם מעוניינים לבצע את התהליך בחברה ציבורית ולכן הם הופכים את החברה לחברה פרטית לשם ביצוע שינויים, כדי להנפיקה שוב בשלב מאוחר יותר ובמחיר גבוה יותר. אם הרוכש מצליח להשביח את החברה, המשמעות היא בדרך כלל אירוע חיובי לחברה. יש לציין שאף על פי שמדובר באירוע חיובי, הצעת הרכש מוצעת כאשר החברה נסחרת במחיר נמוך יחסית לשווי הפנימי שלה (זו הסיבה להצעת הרכש), ובעלי מניות המיעוט שמוכרים את החברה מקבלים מחיר נמוך יחסית לשווי הפנימי של המניה.

סיבה אחרת להצעת רכש יכולה להיות ניצול תנאי השוק: במקרה זה בעל החברה שהצליח להנפיק את החברה במחירים גבוהים בשנות גאות בשוק, ורואה לפניו ירידת מחירים בעקבות שפל בשוק, מזהה הזדמנות לרכוש בחזרה את החלק שהנפיק במחיר נמוך יותר. התוצאה הסופית של מהלך כזה היא העברת הון מציבור המשקיעים לבעל החברה. החוקרים Lauterbach, Abudy & Kapah (2012) Lauterbach B., 2012) מוצאים שהצעות הרכש במניות הנסחרות במדד ת"א 100 מתואמות עם זמני שפל בשוק המניות (Lauterbach, Abudy & Kapah, 2012). במקרה של חברות קטנות, הפוטנציאל למהלך כזה מתגבר בעקבות הסחירות הנמוכה של מניותיהן. החזקות הציבור מיוצגות על ידי תיק הנכסים של משקיעים מוסדיים, ומניות של חברות קטנות מהוות חלק קטן מסך תיק נכסים זה. אם בנוסף המניות מאופיינות בזילות נמוכה, כלומר קשה למכור אותן בשוק במידת הצורך, החזקות מניות אלה הופכת לפחות אטרקטיבית והצעת רכש של בעל השליטה – גם אם במחיר נמוך יחסית – עשויה להתקבל בחיוב. מובן שמשקיע רציונלי צריך לתמחר מראש את מאפייני הנכסים ולדרוש פרמיית זילות על נכסים בעלי זילות נמוכה, אך בזמנים של פעילות ערה בשוק תמחור הנכסים הופך להיות קשה יותר ופותר אפשרות להנפיק במחירים גבוהים יותר. התוצאה האמפירית של השוק הישראלי, שלפיה מספר החברות הקטנות שמנפיקות מניות לציבור עולה עם עליית פעילות שוק ההנפקות, מתאימה להסבר הנ"ל ומציגה את הפוטנציאל לביצוע מהלכים מסוג זה. טבלה 5 מציגה את התפלגות החברות שנמחקו מהמסחר לפי שלוש הסיבות שתוארו לעיל ולפי גודל ההנפקה.

טבלה 5: סיבות למחיקה ממסחר לפי גודל הנפקה עבור חברות שהנפיקו מניות בתקופת שנות הבועה

| | 0-20 | 20-50 | 50-100 | 100-500 | 500+ |
|----------|------|-------|--------|---------|------|
| מחיקה | 21 | 24 | 5 | 0 | 0 |
| הצעת רכש | 18 | 27 | 11 | 3 | 0 |
| מיזוג | 1 | 6 | 3 | 3 | 0 |

ניתוח טבלה 5 מראה שהפסקת מסחר כתוצאה ממחיקה מתואמת עם גודל ההנפקה. אחוז המחיקות בקטגוריה עד 20 מיליון ש"ח הוא 52.5%, ואחוז המחיקות בקטגוריה 20–50 מיליון ש"ח הוא 42%. אחוז הפסקות המסחר כתוצאה ממחיקה הולך ומצטמצם כשעולה גודל ההנפקה, ובהנפקות הגדולות מאוד (מעל 100 מיליון ש"ח) לא היו מחיקות. לעומת זאת, בקטגוריה עד 20 מיליון ש"ח, חצי מהפסקות המסחר נובעות ממחיקת החברה. המשמעות של נתון זה היא שחצי מאוכלוסיית חברות הקטנות, שהנפיקו מניות לציבור והפסיקו את המסחר בבורסה, התבררו בדיעבד כלא מתאימות למסחר בבורסה – רובן חברות לא יציבות שלא יכלו לשמור על פעילות עסקית תקינה. תרשים 11 לעיל מראה, שמתוך האוכלוסייה הכוללת של חברות קטנות, שיעור הפסקות המסחר היה כ-50%. מנתון זה ומנתוני טבלה 5 נוכל להסיק, שהחברות הקטנות שהפסיקו את פעילותן התקינה מהוות 25% מאוכלוסיית החברות הקטנות. מדובר באחוז גבוה; בשיעורי חדלות הפירעון שמתפרסמים על ידי סוכנות דירוג מוד'יס, אחוז חדלות פירעון כזה מציב את החוב החברה מתחת לדירוג "השקעה".

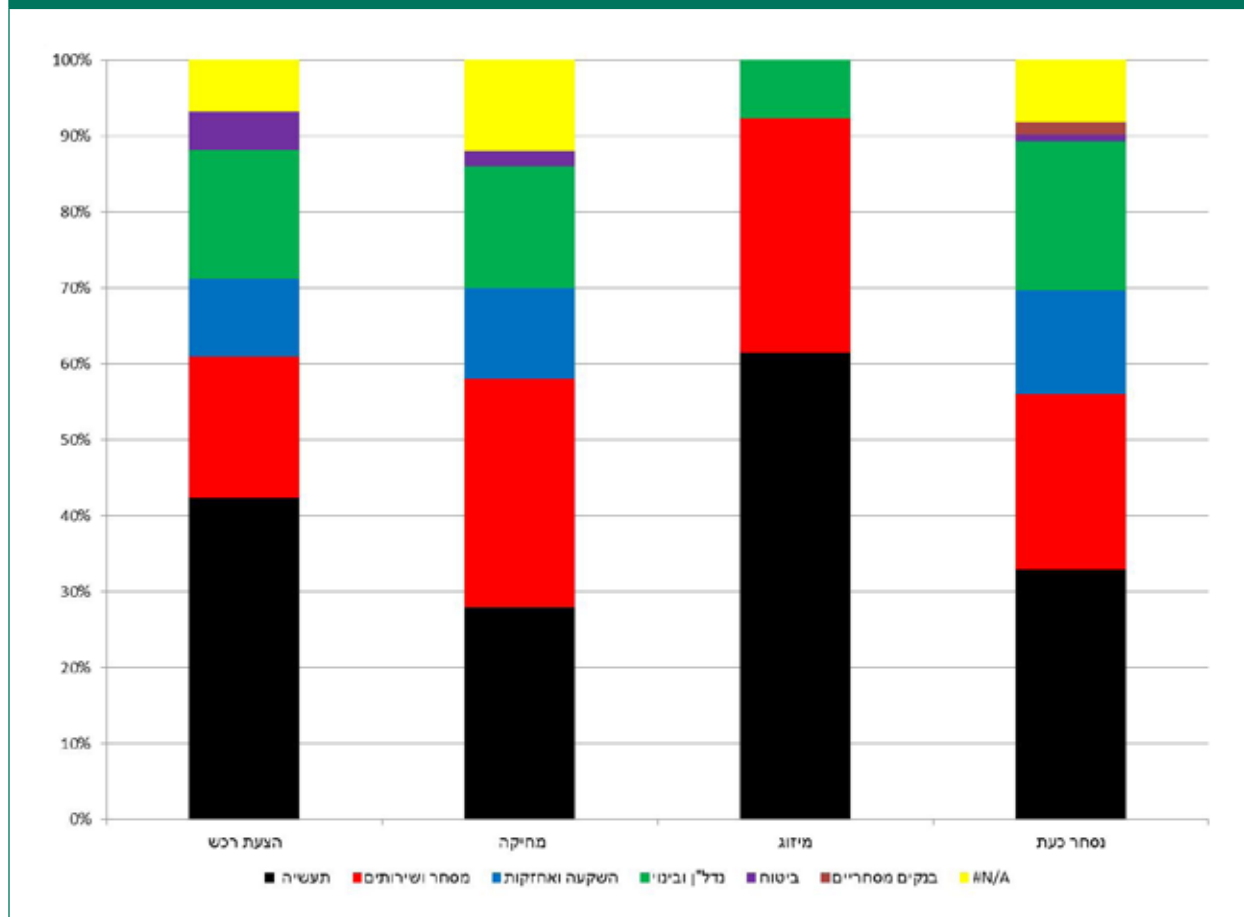
יש לציין שגם בקטגוריה שריכזה את עיקר ההנפקות (הקטגוריה של 20–50 מיליון ש"ח) אחוז הפסקות המסחר והמחיקות דומה לזה שבקטגוריה עד 20 מיליון ש"ח (חצי מהחברות הפסיקו להיסחר וחצי מתוכן נמחקו), ולכן רצוי לבדוק אם תופעה זו (הפסקת מסחר ומחיקות) היא מאפיין של החברות הקטנות יותר – חברות שהנפיקו בקטגוריה 0–20 מיליון ש"ח – ואם חברות אלו מסוכנות יותר וסיכוייהן לשרוד נמוכים יותר. ואולי מדובר בתופעה שמאפיינת את התקופה (ללא שייכות לגודל ההנפקות), ורוב החברות שגייסו כסף בשנות הבועה נמחקו ממסחר? בהמשך (בסעיף 4.2) יוצג ניתוח הפסקות המסחר וסיבותיהן בתקופות "רגילות". ניתוח זה מראה שאחוז הפסקות המסחר בכל שאר הקטגוריות – חוץ מהקטגוריה עד 20 מיליון ש"ח – יורד משמעותית בזמנים רגילים. המסקנה היא שעל הפסקות המסחר והמחיקות משפיעים שני אפקטים: אפקט התקופה – מתבטא בכך שבשנות הבועה חברות מאיכות נמוכה יותר נכנסות לשוק, וכתוצאה מכך עולה שיעור הפסקות המסחר והמחיקות; אפקט זה משפיע בכל גודל הנפקה ולא רק בחברות הקטנות. אפקט הגודל – קובע שלחברות קטנות יש סיכון ספציפי המתבטא בשיעור גבוה יותר של מחיקות ממסחר יחסית לקטגוריות גודל אחרות, ללא קשר לתקופת ההנפקה. טבלה 6 מציגה את סיבות הפסקת המסחר לפי ענפים.

טבלה 6: התפלגות הסיבות להפסקת מסחר של חברות שהנפיקו מניות בשנות הבועה, לפי ענפים

| | N/A# | תעשייה | נדל"ן ובינוי | מסחר ושירותים | השקעה ואחזקות | בנקים מסחריים | ביטוח |
|----------|------|--------|--------------|---------------|---------------|---------------|-------|
| הצעת רכש | 4 | 25 | 10 | 11 | 6 | | 3 |
| מחיקה | 6 | 14 | 8 | 15 | 6 | | 1 |
| מיזוג | | 8 | 1 | 4 | | | |
| נסחר כעת | 19 | 77 | 46 | 54 | 32 | 4 | 2 |

לשם השוואה מוצגת בטבלה 6 לעיל גם התפלגות הענפים בחברות שהנפיקו בתקופת שנות הבועה והמשיכו את המסחר במניותיהן בבורסה. ניתן לראות שעיקר המיזוגים נעשו בענף התעשייה, בעוד שלגבי שאר הסיבות להפסקת המסחר התפלגות הענפים דומה להתפלגות הענפים אצל חברות שהמשיכו את המסחר במניותיהן.

תרשים 13: התפלגות הענפים לפי הסיבות להפסקת המסחר עבור חברות שהנפיקו מניות בתקופת שנות הבועה

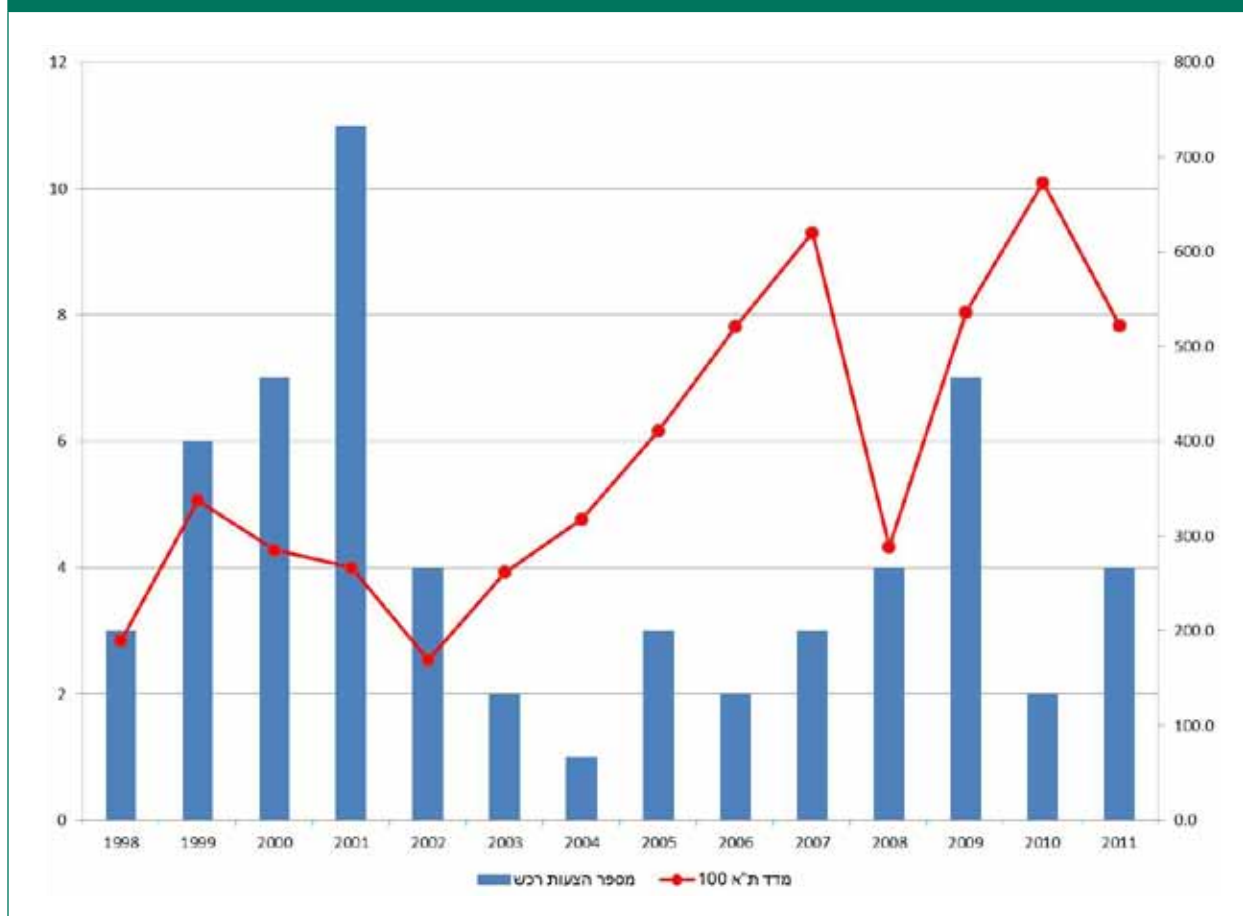


נתונים: הבורסה לניירות ערך והעיתונות הכלכלית. **מקור:** מכון מילקן, 2012.

Lauterbach, Abudy & Kapah מציגים עדויות לכך שעסקאות בעלי שליטה מתואמות עם השוק, כך שבעלי השליטה מוכרים את מניות החברה בזמני גאות ורוכשים מניות בזמני שפל (Lauterbach, Abudy & Kapah, 2012). התוצאה היא שבעלי השליטה קונים במחירים נמוכים ומוכרים במחירים גבוהים – כשבצד השני של העסקה נמצאים בעלי מניות המיעוט. נראה שהנפקות ראשונות של חברות קטנות מציעות לבעלי השליטה הזדמנות להרוויח מתנועות השוק על חשבון בעלי מניות המיעוט. יש להדגיש שיכולות להיות סיבות שונות לעיתוי זה של העסקות (למשל בעלי שליטה המזרימים כסף לחברה בזמני שפל ומגייסים הון בזמני גאות), ולכן לא ניתן לקבוע קשר סיבתי בין העיתוי למהות העסקה, אך ניתן לומר

שלבלי השליטה יש הזדמנות לקחת חלק בעסקאות רווחיות כאשר בצד הנגדי של העסקה נמצאים בעלי מניות המיעוט. כפי שראינו, הנפקות של חברות קטנות מתגברות בזמנים של פעילות ערה בשוק, כלומר כאשר מתקיים מצב שבו קל יותר להנפיק במחירים גבוהים. המבנה הריכוזי והסחירות הנמוכה של מניות חברות קטנות מקלים על בעלי השליטה לרכוש את המניות בחזרה – במחיר הנמוך הנוצר בשנות השפל בשוק. ההשערה הנבחנת היא אפוא שיש קשר בין מצב השוק לבין כמות הצעות הרכש (נצפה שיהיו יותר הצעות רכש בזמני שפל) ושהקשר הנ"ל יהיה מובהק יותר בקטגוריית החברות הקטנות. במדגם של שנות הבועה ישנן 59 חברות שביצעו הצעות רכש בתקופה 1998–2011. בחינה של עיתוי הצעות הרכש תתבצע לפי הסיווג שהוצע על ידי Lauterbach, Abudy & Kapah (Lauterbach B. 2012). לפי סיווג זה, השנים 2001–2002, 2008 תוגדרנה כשנות שפל ואילו השנים 2003–2007 ו-2009–2010 תוגדרנה כשנות גאות. הסיווג הזה משאיר 39 הצעות רכש שבוצעו בתקופה הנ"ל.⁶ תרשים 14 מציג את כלל הצעות הרכש בשנים 1998–2011.

תרשים 14: התפלגות כמות הצעות רכש שבוצעו בחברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה, לפי שנים



בתרשים 14 לעיל ניתן לראות שכמות הצעות הרכש גדולה בשנים 1999, 2000, 2001, 2009. השנים 2000, 2001 היו שנות

⁶ הכללת כל המדגם (59 הצעות) וסיווג דומה – נותנים תוצאות דומות.

משבר, ולכן היה צפוי שהמחירים הנמוכים יתמרצו בעלי שליטה לרכוש בחזרה את מניות החברה. שנת 2009 היא יוצאת דופן מבחינה זו, היות שהמחירים בשוק בשנה זו היו גבוהים יחסית (מדובר בשנת גאות בשוק ההון), ולכן היה צפוי שיהיו בה מעט הצעות רכש. ייתכן שהסבר חלקי לתופעה היא העובדה, שבשנים 2000, 2001 חלקן של שתי הקטגוריות הקטנות של ההנפקות הראשונות (הקטגוריה 0-20 מיליון ₪ והקטגוריה 20-50 מיליון ₪) היה גדול יותר מאשר בשנה 2009, ולגבי קטגוריות אלה היה צפוי שהשפעת המחירים הנמוכים על כמות הצעות הרכש תהיה מובהקת יותר.

טבלה 7 להלן מציגה את התפלגות הצעות הרכש בהתאם לסיווג מצבי השוק (גאות ושפל). מכיוון שמספר שנות הגאות שונה ממספר שנות השפל, יש להתחשב בעובדה זו בבדיקת הקשר בין מספר הצעות הרכש למצב השוק. טבלה 8 להלן מציגה את ממוצע הצעות הרכש לשנה בהתאם לסיווג מצבי השוק. המובהקות הסטטיסטית של תוצאות טבלה 8 נבדקה על ידי מבחן t, והתוצאה היא שלגבי המדגם כולו יש הבדל מובהק בין מספר הצעות הרכש בזמני שפל לבין מספר הצעות הרכש בזמני גאות, כך שניתן לטעון שמתבצעות יותר הצעות רכש בזמני שפל כאשר המחירים בשוק נמוכים יחסית. בדיקה של כל אחת מקטגוריות גודל ההנפקה בנפרד, מעלה שהפרש הממוצעים מובהק רק בקטגוריה של 20-50 מיליון ₪.

טבלה 7: התפלגות מספר הצעות הרכש לפי גודל ההנפקה ומצב השוק בחברות שהנפיקו מניות בשנות הבועה

| מצב השוק | 20-0 | 50-20 | 100-50 | 500-100 | סך הכול |
|-----------------|------|-------|--------|---------|---------|
| שוק יורד (שפל) | 6 | 10 | 3 | 0 | 19 |
| שוק עולה (גאות) | 7 | 7 | 5 | 1 | 20 |

טבלה 8: המספר הממוצע של הצעות רכש לשנת גאות/ שפל לפי קטגוריות גודל ההנפקה

| מצב השוק | 20-0 | *50-20 | 100-50 | 500-100 | סך הכול* |
|-----------------------------------|------|--------|--------|---------|----------|
| ממוצע עסקאות בשנה שוק יורד (שפל) | 2 | 3.33 | 1 | 0 | 6.33 |
| ממוצע עסקאות בשנה שוק עולה (גאות) | 1 | 1 | 0.714 | 0.14 | 2.85 |

* רמת מובהקות של 10%.

טבלה 8 מראה שיש הבדל בנטייתם של בעלי השליטה לבצע הצעות רכש בזמני גאות ובזמני שפל. על מנת לבדוק את המובהקות הסטטיסטית של אי-שוויון הממוצעים בוצע מבחן t, ונמצא הבדל מובהק בכלל האוכלוסיה (ללא קשר לגודל ההנפקה).⁷ אך כאשר בודקים את ההבדלים בקבוצות לפי גודל הנפקה, רק בקבוצה של 20-50 מיליון ₪ מתקבל הפרש מובהק.⁸

⁷ ברמת מובהקות של 0.05.

⁸ ברמת מובהקות של 0.1.

4.1.2 חברות שהנפיקו בשנות הבועה ונסחרות כיום בבורסה לניירות ערך בתל אביב

ישנן 165 חברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנים 1992–1994 ונסחרות היום בבורסה בתל אביב. לפי התאוריה הכלכלית, חברה מנפיקה מניות על מנת לגייס הון ולקבל אפשרות לנצל את הזדמנויות הצמיחה שעומדות בפניה ולהתפתח. כדי לבדוק אם חברות שגייסו מניות לראשונה בשנים 1992–1994 הצליחו להתפתח, נבדק כמה מהחברות שנסחרות היום בבורסה בתל אביב הצליחו להיכנס לאחד המדדים המתפרסמים על ידי הבורסה. כניסת חברה למדד מעידה על הצלחתה משתי סיבות: ראשית הכניסה למדד מותנה בקריטריונים כגון שווי שוק, כמות צפה וסחירות, הנקבעים על ידי הבורסה, כך שרישום למדד מרכזי מאותת שהחברה עמדה בדרישות הבורסה והיא חברה איכותית. שנית רישום למדד ממקד את תשומת לב המשקיעים בחברה, דבר שאמור לסייע לה בפעילות עסקית ובגיוסי הון עתידיים. הבורסה מפרסמת כמה מדדים והקריטריונים לכל מדד שונים, לפיכך בהתאם למדד צריכות להשתנות גם המסקנות על איכות החברות. השלב המקדים לכניסה לאחד המדדים הוא הכניסה למאגר המניות, שהוא רשימה של כל המניות העומדות בתנאי סף של שווי שוק, החזקות הציבור וסחירות – המוצגים על ידי הבורסה. כניסה למאגר מניות היא תנאי הכרחי לכניסה למדד כלשהו. תנאי הסף שמוצגים על ידי הבורסה לכניסה למאגר המניות מעידים על איכות מינימלית (התנאים מפורטים להלן בנספח 1). שאר המדדים הרלוונטים הם אלה:

- מדד ת"א יתר מאגר – כולל את כל מניות המאגר שאינן מופיעות במדד ת"א 100, ולפיכך אינו מציב דרישות נוספות לדרישות לרישום למאגר המניות עצמו.⁹
 - מדד ת"א יתר 50 – כולל 50 מניות המאגר בעלות שווי השוק הגבוה מבין המניות שאינן רשומות במדד ת"א 100 (ניתן לומר בהכללה שמדובר במניות שנמצאות במקום 100–150 מבחינת שווי השוק).
- שני המדדים הללו מציגים את הרף הנמוך ביותר עבור מניות שנסחרות בבורסה, כך שחברות שמניותיהן אינן רשומות למדדים אלה הן חברות שלא הצליחו לענות לדרישות הבורסה מבחינת שווי השוק, החזקות הציבור והסחירות, ולפיכך הן חברות נחותות שלא הצליחו להתפתח. למעשה גם החברות שנכנסו למדדים אלה עמדו רק בתנאי סף בסיסיים ביותר, ולכן עניין המשקיעים בחברות אלה קטן, כפי שמתבטא בנתוני הסחירות הנמוכים.
- המדדים שיכולים לאותת על איכות חברה טובה הם אלה שמציבים תנאי סף נוקשים יותר, כגון מדד ת"א 100, מדד ת"א 75 ומדד ת"א 25.
- מדד ת"א 100 – כולל את 100 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר הנכללות במדדים ת"א 75 ות"א 25.
 - מדד ת"א 75 – כולל את 75 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר שאינן נכללות במדד ת"א 25.
 - מדד ת"א 25 – המדד המרכזי של הבורסה, שכולל 25 מניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר בבורסה.
- טבלה 9 להלן מציגה את אחוז החברות שהצליחו להיכנס לאחד המדדים לפי קטגורית גודל הנפקה. ניתן לראות שחברות קטנות שהנפיקו מניות בסכומים קטנים (בקטגוריה עד 20 מיליון ₪ ובקטגוריה 20–50 מיליון ₪) התקשו להתפתח ולהיכנס למדדי הבורסה. עיון בטבלה 9 מראה שרק 5% מחברות שהנפיקו בקטגוריה עד 20 מיליון ₪ הצליחו להיכנס לאחד המדדים. בקטגוריה 20–50 מיליון ₪ רק 10% מהחברות מופיעות כרשומות באחד המדדים, והרוב המוחלט רשומות

⁹ הדרישות מפורטות בנספח 1.

במדד היתר המציג את הסף הנמוך ביותר לרישום. כאשר בודקים חברות שהנפיקו באותה תקופה מניות בסכומים גדולים יותר, ניתן לראות שאחוזי ההצלחה של חברות אלה ברישום לאחד המדדים הם גבוהים יותר. ממצא מעניין נוסף הוא שהתפלגות אחוזי ההצלחה בין המדדים הופכת להיות שווינית יותר עם העלייה בגודל ההנפקה; בקטגוריות הקטנות רוב מוחלט של החברות שהצליחו להירשם לאחד המדדים רשומות במדד היתר, בעוד שבקטגוריה 100–150 מיליון ש"ח אנו רואים חלוקה אחידה בין המדדים.

טבלה 9: אחוז החברות שנכנסו למדד מתוך סך כל חברות שהנפיקו מניות בשנים 1992–1994 לפי קטגוריית גודל

| מדד | 20-0 | 50-20 | 100-50 | 500-100 | 500+ |
|-----------------|------|-------|--------|---------|------|
| ביומד | 1% | 1% | 0% | 0% | 0% |
| ת"א 25 | 0% | 0% | 0% | 6% | 75% |
| ת"א 75 | 1% | 2% | 6% | 6% | 0% |
| יתר מאגר | 3% | 6% | 12% | 6% | 0% |
| יתר 50 | 1% | 1% | 8% | 6% | 0% |
| סך הכול | 5% | 10% | 25% | 22% | 75% |

בחיפוש אחרי חברות טובות שהצליחו להתפתח באופן משמעותי, נבדק כמה מהחברות הצליחו להיכנס למדד ת"א 100 המייצג את 100 החברות שלהן שווי השוק הגבוה בבורסה. החברות הרשומות במדד ת"א 100 נדרשות לעמוד גם בקריטריונים נוספים, כגון כמות צפה, אך בבדיקה זו הקריטריון היחיד שנבחן היה שווי השוק. מכיוון שערך השוק של חברות בבורסה הוא דינמי ומשתנה לאורך זמן, בקביעת סף הרישום נלקח שווי השוק של החברה שנמצאת במקום 100 מבחינת שווי השוק בכל שנה. שווי שוק זה נקבע כרף הכניסה למדד, ולכן נבדק כמה מהחברות במדגם עמדו ברף זה בכל שנה. הבדיקה נעשתה בשנים 2008–2011. תוצאות הבדיקה מוצגות בטבלה 10 להלן. בכל שנה מעט יותר מ-10 חברות יכולות להיכנס למדד ת"א 100. טבלה 11 להלן מציגה את רשימת החברות שהיו יכולות להרשם למדד ת"א 100 בנקודת זמן כלשהי בתקופת השנים 2008–2011.

טבלה 10: מספר החברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה ועמדו באחת השנים בדרישות הסף של שווי שוק לכניסה למדד ת"א 100

| שנה | סך שווי שוק* | מספר חברות* |
|------|--------------|-------------|
| 2008 | 724.37 | 12 |
| 2009 | 569.12 | 13 |
| 2010 | 939.50 | 14 |
| 2011 | 920.74 | 11 |

* "מספר חברות" הוא מספר החברות שעומדות בסף הכניסה, "סך שווי שוק" הוא סף הכניסה במיליוני ₪ (מחירים שוטפים).

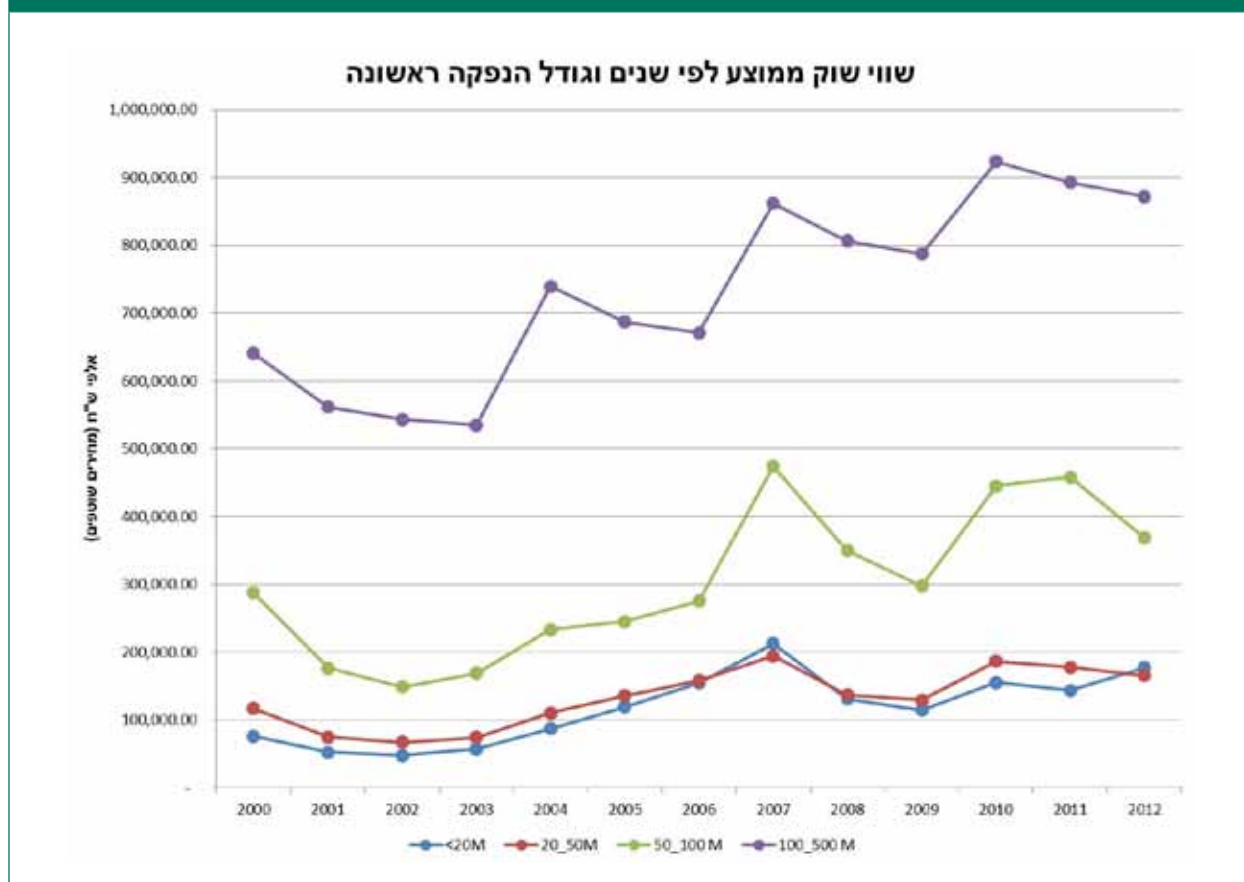
טבלה 11: חברות שהנפיקו מניות בשנות הבועה ועמדו בסף כניסה למדד ת"א 100 לפחות פעם אחת

| שם חברה | שם מעודכן | שנת הנפקה ראשונה | גודל הנפקה ראשונה |
|-----------------|--------------|------------------|-------------------|
| גרנית הכרמל | | 1992 | 320.2 |
| כימיקלים לישראל | | 1992 | 1257.7 |
| אסם השקעות | | 1992 | 101.09 |
| פיברוטק | מפעלי פ.מ.ס | 1992 | 36.8 |
| מליסרון | | 1992 | 37.5 |
| אוקי דוק | קווינקו | 1993 | 7.4 |
| אל קנית | אלרוב גדל"ן | 1993 | 69.8 |
| אלוני חץ | | 1993 | 31.1 |
| רומטק | מטריקס אי.טי | 1993 | 26.8 |
| אלקטרה צריכה | | 1993 | 94.2 |
| מתב | הוט | 1993 | 99.5 |
| סאני | | 1993 | 39.5 |
| אידיבי אחזקות | | 1992 | 1167.4 |
| אקסלנס | | 1994 | 15.5 |
| פוינט | ריטליקס | 1994 | 18.4 |

עיון בטבלה 11 מראה שמדובר בעיקר בחברות גדולות שגייסו הון בסכומים גדולים בהנפקות ראשונות. ישנן מעט חברות שגייסו סכומים קטנים בהנפקה ראשונה והגיעו למדד ת"א 100. בקטגוריה עד 20 מיליון יש 3 חברות שעמדו ברף הכניסה למדד, בעוד שמספר ההנפקות בקטגוריה זו הייתה 116 חברות. מתוך 167 חברות שגודל הנפקה ראשונה שלהן נמצא בקטגוריה 20–50 מיליון ש"ח, יש 5 חברות שעמדו ברף הכניסה למדד.

תוצאות שתי הבדיקות שהוצגו בטבלאות 10 ו-11 מראות שיש משמעות רבה לגודל החברה, ולפיכך גם לגודל ההנפקה. אנו רואים שחברות קטנות התקשו להתפתח ולתפוס מקום ראוי בבורסה לניירות ערך. התוצאה היא שרוב מוחלט של החברות הקטנות שהנפיקו מניות בשנות הבועה הן חברות שאינן מיוצגות בשום מדד והנמצאות בשולי המסחר של הבורסה. תרשים 16 מציג את שווי השוק הממוצע של חברות לפי קטגוריות גודל הנפקה הראשונה.

תרשים 16: שווי שוק ממוצע לפי גודל הנפקה ראשונה עבור חברות שהנפיקו מניות בשנות הבועה

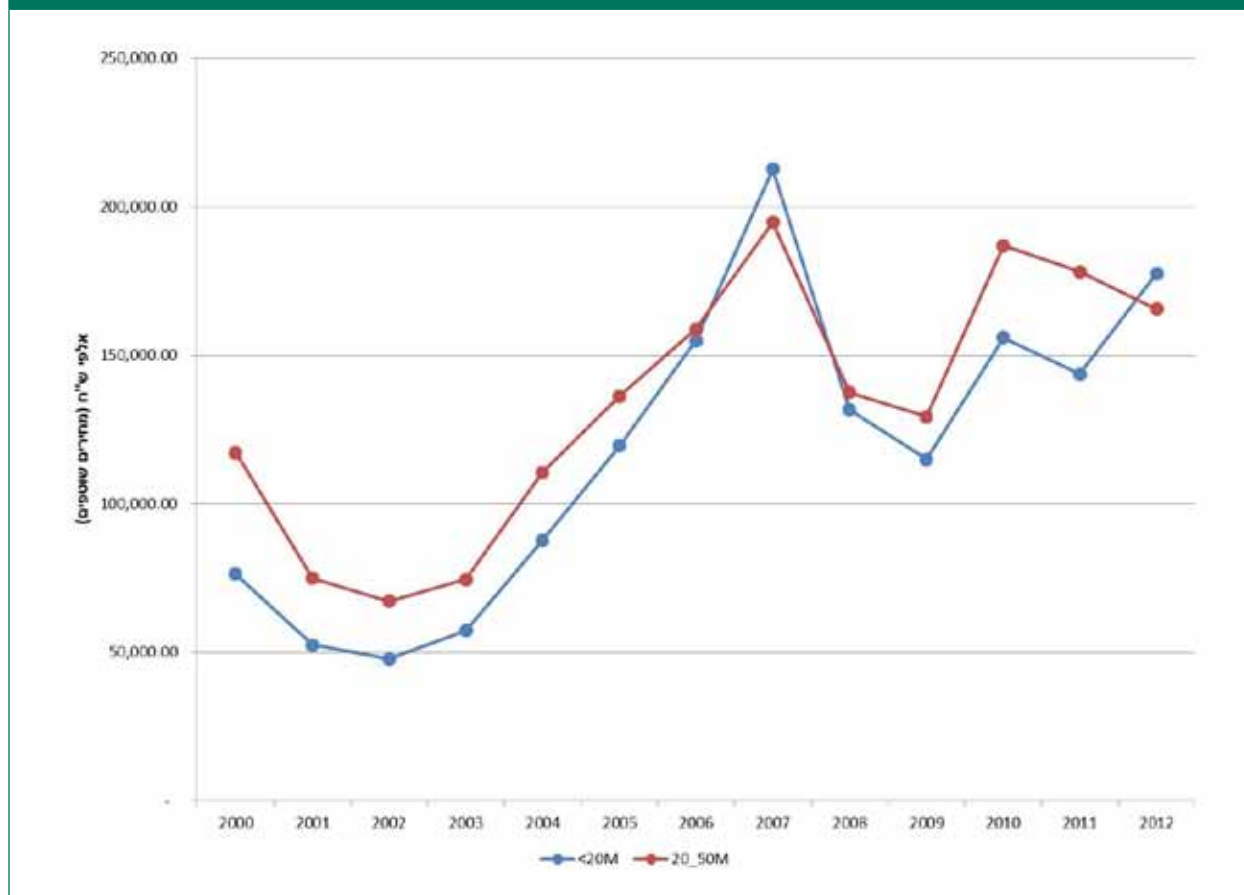


נתונים: הבורסה לניירות ערך.

מקור: מכון מילקן, 2012.

בתרשים 16 ניתן לראות שהחברה הממוצעת בקטגוריה עד 20 מיליון ש"ח נמצאת בתחתית, כלומר חברות שגייסו כסף בהנפקות קטנות בשנות הבועה לא הצליחו בממוצע להתפתח ולעבור את החברות שגייסו הון בהנפקות גדולות יותר. תרשים 17 להלן מציג השוואה בין שתי הקטגוריות הקטנות.

תרשים 17: שווי שוק ממוצע לשני הקטגוריות הקטנות של גודל הנפקה בחברות שהנפיקו בשנות הבועה



נתונים: הבורסה לניירות ערך.
מקור: מכון מילקן, 2012.

בתרשים 17 לעיל ניתן לראות שלמעט שנת 2007 ישנו פער בשווי שוק ממוצע בין שתי הקטגוריות, בעוד שבשנת 2007 חברה ממוצעת שהנפיקה מניות לראשונה בסכום עד 20 מיליון ₪ נסחרת בשווי שוק גדול יותר מחברה שהנפיקה לראשונה בסכום 20–50 מיליון ₪. ההבדל בין שווי השוק בשנת 2007 אינו גדול והוא מהווה מצב יוצא מן הכלל. ניתן לראות שבדרך כלל חברות שהנפיקו מניות בסכום גבוה יותר נסחרות בממוצע בשווי שוק גבוה יותר.

התמונה העולה מהתרשימים 16 ו-17 מראה, שבממוצע חברות שהנפיקו בסכומים קטנים בשנות הבועה ונסחרות היום בבורסה בתל אביב הן בעלות שווי שוק נמוך יחסית לחברות שהנפיקו בסכומים גדולים יותר. תמונה זו מחזקת את מסקנות הסעיפים הקודמים, שחברות קטנות לא הצליחו להתפתח ולגדול. המשמעות היא שלא קיימת ניידות "חברתית": חברה קטנה ממוצעת, שמנפיקה מניות ונרשמת למסחר בבורסה, תתקשה להתפתח ולעבור לקטגוריה של החברות הגדולות יותר. טבלה 12 מציגה סטטיסטיקה תיאורית של 165 חברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה והנסחרות היום בבורסה בתל אביב.

טבלה 12: סטטיסטיקה תיאורית של חברות שהנפיקו מניות לראשונה בתקופת הבועה ונסחרות היום בבורסה

| מחזור | מספר עסקאות | נפח מסחר | שווי שוק | גודל הנפקה |
|-------|-------------|---------------|---------------|------------|
| 1.09 | 15.59 | 210,672.48 | 122,978.22 | 0.20< |
| 0.94 | 13.6 | 186,425.71 | 142,556.45 | 50_20 |
| 0.6 | 19.4 | 307,657.83 | 323,262.78 | 100_50 |
| 0.78 | 40.79 | 698,141.37 | 791,352.68 | 500_100 |
| 2.05 | 940.66 | 45,234,881.66 | 18,225,470.01 | .500> |

"מחזור" מחושב כנפח המסחר חלקי שווי השוק.

"נפח מסחר" הוא הסכום הכספי של עסקאות חברה ממוצעת באלפי ₪ (במחירי 2010).

"שווי שוק" הוא שווי השוק של חברה ממוצעת באלפי ₪ (במחירי 2010).

הנתונים בטבלה 12 חושבו כממוצעים שנתיים במונחים ריאליים. ניתן לראות שמספר העסקאות בקטגוריה עד 20 מיליון ₪ ובקטגוריה 20–50 מיליון ₪ קטן יחסית, בעוד שהמחזור (היחס בין נפח המסחר ב₪ לבין שווי השוק של החברה) גבוה. המשמעות היא שמתבצעות עסקאות בהיקפים גדולים. לעומת זאת בחברות הגדולות מספר העסקאות גדול יותר אך גודל עסקה ממוצעת קטן יותר. המדדים – שווי שוק, נפח מסחר וכמות עסקאות – עולים עם הגודל (למעט מספר העסקאות של הקטגוריה 20–50 מיליון ₪, הקטן ממספר העסקאות של הקטגוריה 0–20 מיליון ₪). ניתן לראות הבדלים גדולים במדדים בין חברות בעלות שווי שוק גדול (הנפקות מעל 500 מיליון) לבין שאר החברות. השונות הזו משקפת את ההבדלים ברמות הסחירות בין המניות הכלולות במדד ת"א 100 לבין שאר המניות. טבלה 13 היא סטטיסטיקה תיאורית של חברות הנסחרות היום בבורסה.

טבלה 13: סטטיסטיקה תיאורית של חברות אשר נסחרות היום בבורסה

| מכפיל השקעה | סכום כולל שגויס | מס חברות נסחרות | מספר הנפקות | נפח מסחר | שווי שוק | גודל הנפקה |
|-------------|-----------------|-----------------|-------------|---------------|---------------|------------|
| 336% | 1,691,468.88 | 54 | 116 | 9,723,345.41 | 5,675,917.97 | 20< |
| 168% | 5,384,384.65 | 74 | 167 | 11,857,976.12 | 9,046,408.97 | 50_20 |
| 198% | 3,502,581.19 | 24 | 51 | 6,590,375.64 | 6,931,268.92 | 100_50 |
| 207% | 3,174,713.35 | 9 | 18 | 5,799,943.69 | 6,574,314.61 | 500_100 |
| 780% | 4,313,040.91 | 4 | 4 | 83,510,550.77 | 33,647,021.56 | 500> |

"מכפיל ההשקעה" הוא שווי השוק חלקי הסכום שגויס.

"סכום כולל שגויס" הוא סכום ההנפקות באלפי ₪ (במחירי 2010).

"נפח מסחר" הוא הסכום הכספי של עסקאות של כל החברות בשנה ממוצעת באלפי ₪ (במחירי 2010).

"שווי שוק" הוא שווי השוק של כל החברות בשנה ממוצעת באלפי ₪ (במחירי 2010).

טבלה 13 לעיל בוחנת את התפתחותן של חברות בקטגוריות ההנפקה השונות מהיבט נוסף. על מנת להתחשב במספר החברות בכל קטגוריה, מוצגים שווי השוק ונפח המסחר של כל החברות בשנה ממוצעת. כך למשל, שווי השוק של 54 החברות שהנפיקו בקטגוריה עד 20 מיליון ₪ והמשיכו להיסחר היה כ-5.6 מיליארד ₪ בשנה ממוצעת. על מנת לבדוק את ביצועי החברות, חשוב היחס בין שווי השוק של כל החברות בקטגוריה מסוימת לבין הסכום הכולל שהן גייסו בהנפקה. יחס זה, שהוא מכפיל ההשקעה, מהווה אומדן גס (שכן אין התחשבות בעיתוי התזרימים, אם כי כל ההנפקות בוצעו בטווח של שלוש שנים ושווי השוק הוא שווי שוק ממוצע לשנה) להחזר ההשקעה מאז ההנפקה. יש להדגיש שהיחס בין המספרים הוא החשוב ולא המספרים עצמם, מכיוון שבהנפקה נרכש אחוז (לרוב אחוז קטן) מהחברה ואילו שווי השוק מתייחס לחברה כולה. הנחה מהותית נוספת היא שהאחוז המונפק זהה בכל הקטגוריות, ורק אז ניתן להשוות בין ערכים שונים של מכפיל ההשקעה. הנחה זו מוצדקת חלקית על ידי התבונה, שחברות קטנות ינפיקו לרוב אחוז קטן יותר, מה שמחזק את המסקנות. מבחינה אמפירית, בשנים 2000-2010 (התקופה שעבורה פרסמה הבורסה נתונים) היה קיים קשר חיובי מובהק בין גודל החברה לבין הכמות הצפה, תוצאה המצדיקה את ההנחה שהאחוז המונפק בקטגוריה של חברות גדולות אינו קטן (ואף גדול יותר) מאחוז זה בחברות הגדולות. השוואה בין ערכי המכפילים מציגה שהמכפיל הכי גבוה נמצא אצל החברות הגדולות ביותר. אם בודקים את המכפילים בשאר הקטגוריות, ניתן לראות מכפילים דומים יחסית, והקטגוריה הקטנה ביותר מציגה את המכפיל הגבוה ביותר, כך שאם שוקלים את מצרף החברות הקטנות כ"אפיק" השקעה, ניתן לראות שאפיק זה מאופיין בסיכון גבוה (המתבטא בשיעור גבוה של מחיקות מהמסחר) אך גם בתשואה גבוהה. טענה העולה בספרות היא שיש קשר ישר בין הנזילות לבין גודל החברה. טענה זו נבחנת במדגם הנוכחי של חברות שהנפיקו מניות בשנות הבועה ונסחרות היום בבורסה. באתר הבורסה קיימים נתוני מסחר על 159 חברות מתוך 165 החברות הנסחרות היום. קובץ הנתונים מכיל את המשתנים: שווי שוק, נפח מסחר בש וקמות עסקאות יומית. הקשר בין נזילות למאפייני החברה נאמד על ידי רגרסיה של מספר עסקאות ביום על וקטור של משתנים מסבירים, שאפריורי צריכים להיות חשובים בקביעת הקשר. תוצאות הרגרסיה מוצגות בטבלה 14.

טבלה 14: רגרסיה של מספר עסקאות על משתנים מסבירים

| | Estimate | Std.Error | t.value |
|------------------|----------|-----------|---------|
| Intercept | 0.077 | 1.137 | 0.068 |
| Turnover | 6.595 | 0.488 | 13.49 |
| SmallCap | 7.392- | 2.184 | 3.38- |
| MarketCap | 0.051 | 0.0002 | 196.34 |

טבלה 14: רגרסיה של מספר עסקאות על משתנים מסבירים (המשך)

| | Estimate | Std.Error | t.value |
|-------------------------|----------|-----------|---------|
| Turnover * SmallCap | 5.29 | 0.969 | 5.45 |
| MarketCap * SmallCap | 0.0327 | 0.006 | 5.45 |

MarketCap – שווי שוק החברה במיליוני ₪.

Turnover – המחזור הנסחר (נפח המסחר חלקי שווי שוק).

SmallCap – משתנה דמי עבור חברות שהנפיקו מניות לראשונה בקטגוריה עד 20 מיליון ₪.

מטבלה 14 לעיל עולה שה-MarketCap חיובי, כלומר יש קשר ישר בין גודל החברה לכמות העסקאות. עוד עולה שה-SmallCap בעל סימן מינוס, כלומר ללא קשר לשאר המשתנים המסבירים, הממוצע היומי של עסקאות בחברות שהנפיקו לראשונה בקטגוריה עד 20 מיליון ₪ הוא קטן יותר. משתני האינטראקציה מראים, שבחברות שהנפיקו מניות לראשונה בקטגוריה עד 20 מיליון ₪ (החברות הקטנות), משתני גודל ומחזור פועלים בכיוון דומה להשפעתם בשאר המדגם, אך השפעתם קטנה יותר. לסיכום, הטבלה נותנת תקפות אמפירית לטענה, שישנו קשר הפוך בין נזילות לבין גודל החברה.

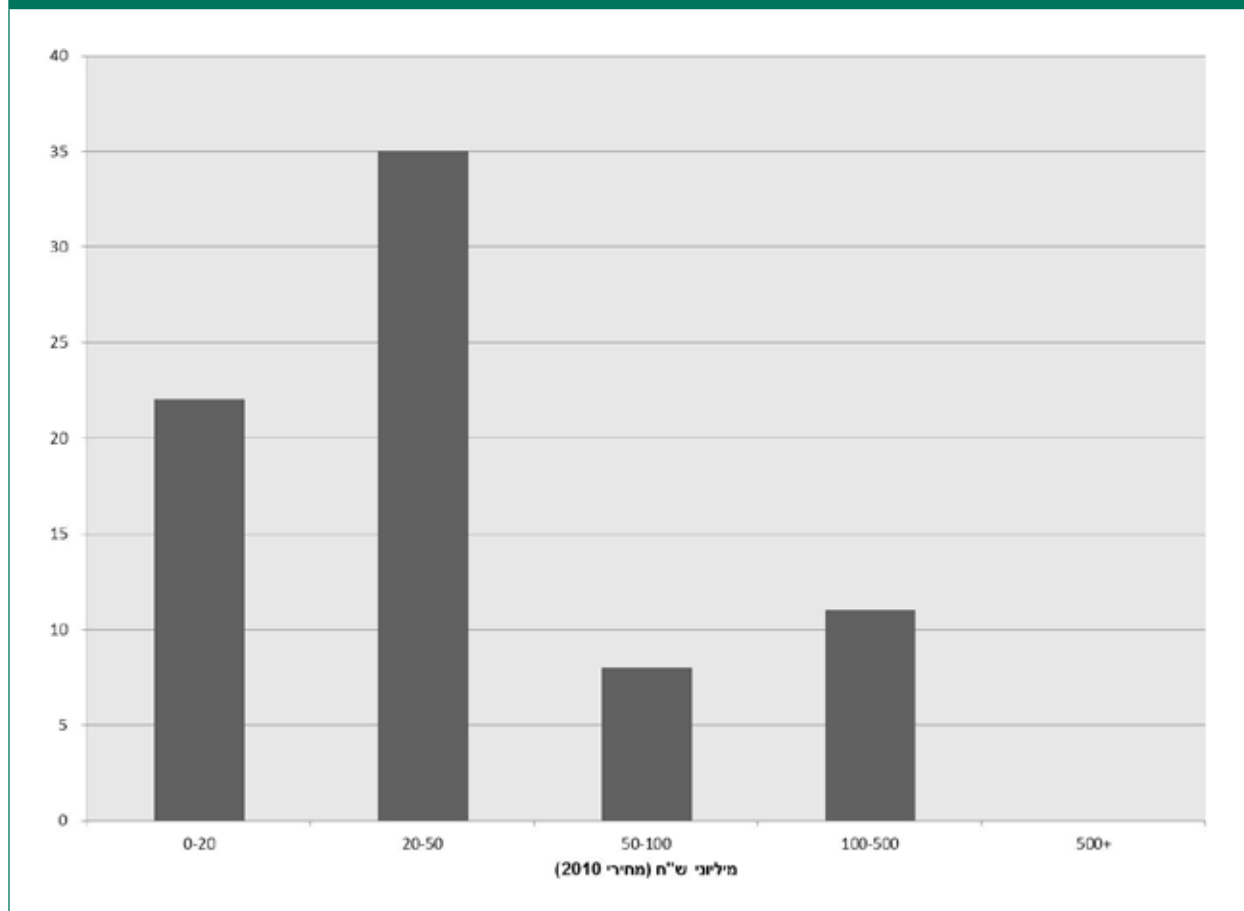
4.2 מדגם של תקופת הזמנים הרגילים (1986–1991, 1995–2011)

מתוך 313 חברות שהונפקו בזמנים הרגילים, 218 חברות נסחרות בבורסה בשנת 2012 ו-76 חברות הפסיקו את המסחר במניותיהן. 63 חברות הפסיקו להיסחר בבורסה בתקופה 1996–2011,¹⁰ ו-13 חברות הפסיקו להיסחר בבורסה בתקופה שלפני 1996.¹¹ מתוך 76 החברות שהפסיקו להיסחר קיימים נתונים לגבי סיבות המחיקה של 50 חברות. מספר הפסקות המסחר, וחלקן היחסי לפי קטגוריות גודל ההנפקה, מוצגים בתרשימים 18 ו-19.

¹⁰ זוהי התקופה עברה מפרסמת הבורסה נתונים של שינוי בכמות החברות הנסחרות.

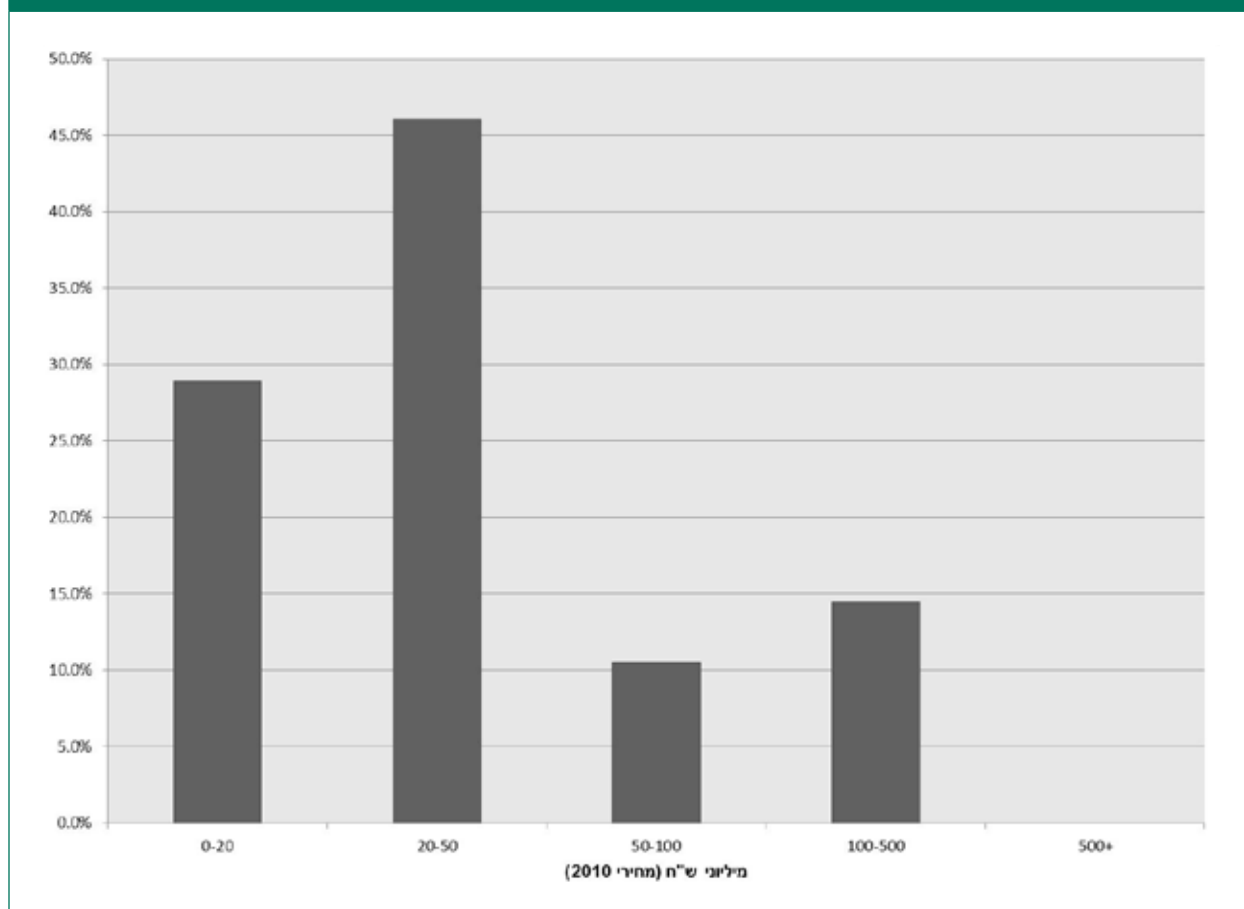
¹¹ לגבי 19 חברות לא ניתן היה לקבוע אם הן נמחקו ממסחר או שינו את שמן וממשיכות להיסחר בבורסה. מכיוון שלא קיים מידע עבור תאריך המחיקה של אותן 19 חברות, הוחלט לא לכלול את החברות שתאריך המחיקה שלהן אינו ידוע, בהנחה שאין מתאם בין משתנה רלוונטי לניתוח לבין חוסר המידע על קבוצת החברות.

תרשים 18: מספר המחיקות ממסחר לפי גודל ההנפקה עבור חברות שהנפיקו מניות בזמנים רגילים



נתונים: הבורסה לניירות ערך והעיתונות הכלכלית.
מקור: מכון מילקן, 2012.

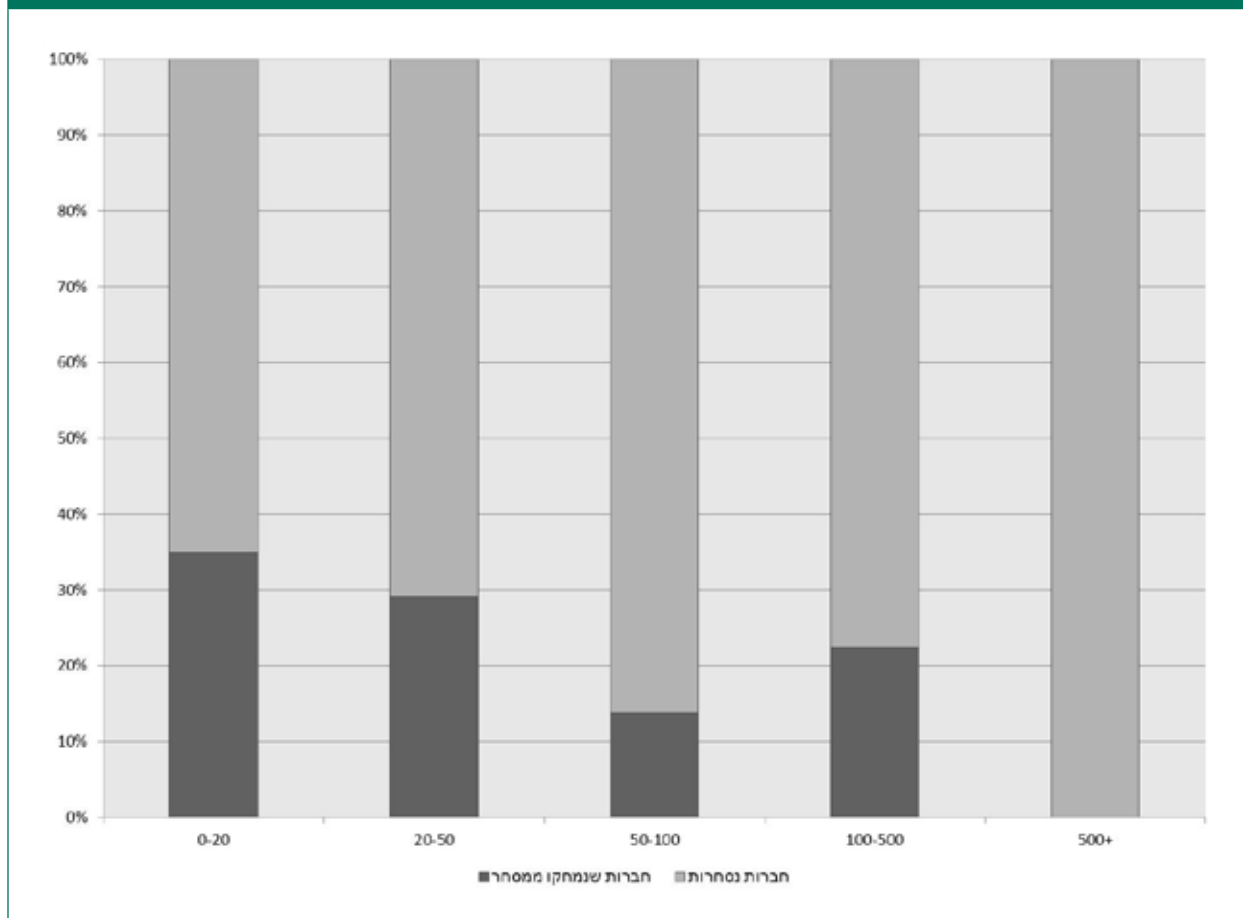
תרשים 19: מספר מחיקות ממסחר עבור חברות שהנפיקו מניות כזמנים רגילים לפי גודל ההנפקה באחוזים



נתונים: הבורסה לניירות ערך והעיתונות הכלכלית.
מקור: מכון מילקן, 2012.

תרשים 19 לעיל מראה שחלקן המצרפי של שתי הקטגוריות (עד 20 מיליון ובין 20–50 מיליון ש"ח) בהפסקות המסחר הוא כ-75%, כלומר רבע מהפסקות המסחר הן של חברות שהנפיקו בגודל קטן יחסית. עם זאת חלקן בכלל ההנפקות היה גבוה, ולכן יש לבדוק מהו אחוז הפסקות המסחר יחסית לגודל ההנפקות בכל קטגוריה. דבר זה נעשה בתרשים 20 להלן.

תרשים 20: אחוז הפסקות המסחר לפי גודל ההנפקה בחברות שהנפיקו מניות בזמנים רגילים



נתונים: הבורסה לניירות ערך.
מקור: מכון מילקן, 2012.

תרשים 20 עוזר לענות על השאלה, האם אחוז המחיקות הגבוה של חברות קטנות שהנפיקו בשנות הבועה נובע מהיותן חברות מסוכנות, שסיכוייהן לשרוד בבורסה נמוכים, או מהשפעתן הישירה של שנות הבועה? כאשר משווים בין תרשים 19 שמראה את אחוזי הפסקות המסחר לפי קטגוריות בשנות בועה, לבין תרשים 20 שמראה את אחוזי הפסקות המסחר לפי קטגוריות בזמנים רגילים, ניתן לראות שאחוזי הפסקות המסחר בזמנים רגילים היו נמוכים בכל הקטגוריות ביחס לאחוזי הפסקות המסחר בשנות הבועה. נתון זה מבטא את השפעת התקופה; משמעותו היא שבשנים של פעילות ערה בשוק מנפיקות את מניותיהן גם חברות מאיכות נמוכה, ולכן אחוז הפסקות המסחר עבור חברות שהנפיקו בשנות הבועה הוא גבוה יותר – ללא קשר לגודל ההנפקה. השוואה של שני התרשימים מראה גם שהשינוי בכל הקטגוריות, למעט קטגוריית ההנפקות עד 20 מיליון ש"ח, היה חד באופן יחסי, כלומר בקטגוריות אלה אחוזי הפסקות המסחר הגבוהים ניתנים להסבר על ידי השפעת התקופה; ואילו בקטגוריה 0–20 מיליון ש"ח, אף שאחוז הפסקות המסחר ירד (שינוי שמשקף תיקון להשפעת התקופה), עדיין המספר המוחלט הוא כ-35%, מספר גבוה יחסית לשאר הקטגוריות. בנוסף ניתן לראות שקטגוריה זו היא

הדומיננטיות בהפסקות המסחר, נתון המצביע על כך שלצד השפעת התקופה, חברות קטנות מאופיינות בדרגת סיכון גבוהה יחסית ולכן הן פחות מתאימות למסחר בבורסה.

על מנת לקבוע אם השפעות התקופה, והסיכון הספציפי של חברות קטנות, הם בעלי מובהקות סטטיסטית, הורצה גרסיה של משתנה בינארי הקובע את סטטוס החברה (נסחרת, לא נסחרת) על משתנה גודל ההנפקה, משתנה דמי עבור שנות הבועה ומשתנה אינטראקציה. טבלה 15 מציגה ניתוח סטטיסטי של נתונים אלה.

| טבלה 15: ניתוחים סטטיסטיים | | | | |
|-------------------------------|----------|-----------|---------|-----|
| | Estimate | Std.Error | t.value | Obs |
| Intercept | 0.6985 | 0.03412 | 20.474 | 621 |
| Real_Size | 0.00059 | 0.00029 | 2.006 | 621 |
| Bubble | -0.2357 | 0.04625 | -5.097 | 621 |
| Real_Size * Bubble | -0.00029 | 0.00051 | -0.572 | 621 |

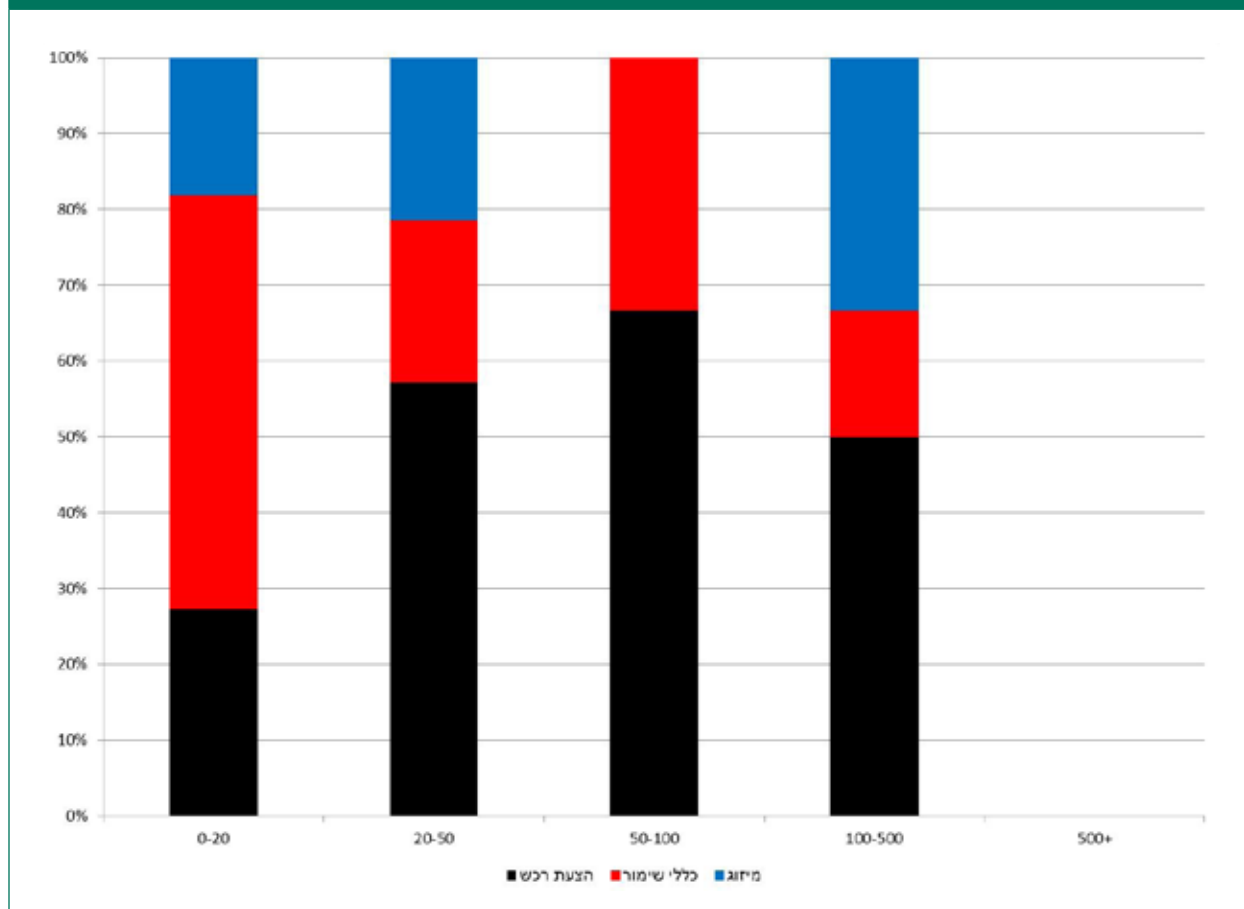
Real_Size – גודל ההנפקה הראשונית במחירי 2010.

Bubble – משתנה דמי לשנות הבועה.

בטבלה 15 לעיל Intercept מייצג את השפעת גודל ההנפקה על ההסתברות של החברה לשרוד בבורסה בזמנים רגילים. ניתן לראות שמקדם זה חיובי, כלומר הסיכוי של חברות גדולות להתמיד במסחר בבורסה גבוה יותר. Bubble מציג את השפעות שנות הבועה על כל החברות ללא קשר לגודל. ניתן לראות שערך המקדם הוא שלילי, כלומר ההסתברות שחברות שמנפיקות בשנות הבועה יישארו רשומות בבורסה היא קטנה, לעומת חברות שהנפיקו בזמנים רגילים. משתנה האינטראקציה אינו מובהק סטטיסטית, כלומר אפקט התקופה ואפקט הגודל פועלים במישורים נפרדים ולא מחזקים זה את זה.

תרשים 21 להלן מראה שאחוז המחקיקות קטן עם גודל ההנפקות, מגמה הדומה לזו שראינו בשנות הבועה. מעניין שהמגמה הנוספת בשנות הבועה, שלפיה מספר המיזוגים גדל עם גודל ההנפקות, היא פחות מובהקת בזמנים רגילים.

תרשים 21: התפלגות סיבות הפסקות מסחר של חברות שהנפיקו מניות בתקופה 1986-1991, 1995-2011



נתונים: הבורסה לניירות ערך והעיתונות הכלכלית.
מקור: מכון מילקן, 2012.

5. סיכום

מחקר זה בוחן את השימוש בהנפקת מניות לציבור כמנגנון גיוס הון בחברות קטנות. שוק ההנפקות בישראל התאפיין בפעילות חריגה בגודלה בשנות ה-90. חברות רבות הנפיקו בתקופה זו מניות בגדלי הנפקה שונים, וכך התקבל מדגם המאפשר לבחון את התפתחותן של חברות קטנות לאחר הנפקת מניות ראשונה בבורסה בתל אביב. התפתחותן של חברות אלה נבחנה בשני מישורים משלימים: 1. חברות שהנפיקו מניות לציבור לראשונה בשנות ה-90 אך בהמשך המסחר במניותיהן הופסק; 2. חברות שממשיכות להיסחר בבורסה לאחר שהנפיקו מניות לראשונה בשנות ה-90.

5.1 חברות שהנפיקו מניות לציבור בשנות ה-90 והפסיקו להיסחר בבורסה

ניתוח תת-מדגם זה התמקד בשיעורי הפסקות המסחר, כלומר כמה חברות מבין אלה שהנפיקו מניות לציבור הפסיקו להיסחר בבורסה ומה הן הסיבות להפסקות המסחר. הממצאים הם שאחוז גבוה של החברות (כחצי מכלל המדגם) הפסיקו להיסחר בבורסה. בדיקת הסיבות להפסקת מסחר של חברות קטנות מראה שישנן שתי סיבות עיקריות להפסקת מסחר במניות החברה:

- **מחיקה** – מצב שבו על פי כללי הבורסה החברה אינה מתאימה להיות חברה ציבורית, מכיוון שאינה עומדת בקריטריונים של שווי שוק, נזילות וכמות צפה הנדרשים מחברה שנסחרת בבורסה, או שהחברה אינה עומדת בהתחייבויותיה.
- **הצעת רכש** – מצב שבו בעלי השליטה של החברה מחליטים שאינם מעוניינים שהחברה תהיה חברה ציבורית והופכים אותה לחברה פרטית על ידי רכישת המניות של בעלי המיעוט.

כאשר חברה מפסיקה להיסחר בבורסה עקב מחיקה זהו אירוע שלילי, שמשמעותו היא שהחברה אינה מסוגלת להמשיך בפעילות כלכלית תקינה (בדרך כלל משום ששוויה נמוך מאוד), ולפיכך נוצר איבוד של רווחה חברתית וכל הצדדים שיש להם זכות לרווחי החברה נפגעים. כאשר החברה מפסיקה את המסחר עקב הצעת רכש, השינוי ברווחה החברתית אינו חד-משמעי היות שמדובר בעסקה בין שני צדדים: בעלי שליטה בצד אחד ובעלי מניות המיעוט (לרוב הציבור) בצד השני. במקרה זה מותקיימת אסימטריה במידע על מצב החברה, כשלבעלי השליטה יש יתרון במידע. ניתוח המתאם בין עיתוי הצעות הרכש למצב השוק מגלה שהצעות הרכש מתואמות עם שפל בשוק המניות, וכך נוצר מצב שבו בעלי השליטה מוכרים במחיר גבוה בעזרת הנפקת מניות בשנות גאות וקונים בחזרה את המניות במחיר נמוך בשנות שפל. חשוב להדגיש שמדובר במתאם ולא בקשר סיבתי; יכולות להיות סיבות שונות לעיתוי העסקות (למשל בעלי שליטה שמזרימים כסף לחברה בזמני שפל ומגייסים הון בזמני גאות), ולכן לא ניתן לקבוע קשר סיבתי בין העיתוי למהות העסקה, אך ניתן לומר שבעלי השליטה השתתפו בעסקאות רווחיות כאשר בצד הנגדי של העסקה היו בעלי מניות המיעוט.

5.2 חברות שממשיכות להיסחר בבורסה לאחר שהנפיקו מניות לראשונה בשנות ה-90

החלק המשלים של הניתוח הוא בחינה של חברות קטנות שהנפיקו מניות לציבור ועדיין רשומות בבורסה. הניתוח של תת-מדגם זה התמקד במאפייני המסחר של חברות אלה ובהצלחתן של החברות בניצול הזדמנויות לצמיחה ולהתפתחות. המדדים שלפיהם נמדדה איכות המסחר הם תדירות ונפח מסחר, וכמדדים להתפתחות החברה נבדקו הגידול בשווי השוק

וההצלחה בכניסה למדדי הבורסה. בדיקת מאפייני המסחר של החברות מראה שיש קשר בין תדירות המסחר לבין גודל החברה: מניות של חברות קטנות נסחרות בתדירות נמוכה יותר יחסית לחברות גדולות. תדירות מסחר נמוכה מקשה על גילוי מחירים, ולפיכך קיים חשש שמחיר המניה אינו משקף את השווי הכלכלי של החברה. ממצאים על שווי השוק של החברות מראים שבממוצע, חברות שהנפיקו מניות לציבור בגדלים קטנים הן חברות בעלות שווי שוק קטן – יחסית לחברות שגייסו סכומים גדולים בהנפקה. המשמעות היא שחברות קטנות התקשו לנצל את גיוס ההון למימוש הזדמנויות לצמיחה, להתפתחות ולמעבר לקטגוריה של חברות גדולות יותר.

מדד נוסף להצלחת החברה הוא כניסתה לאחד ממדדי הבורסה. בחינת היבט זה מראה שהחברות הקטנות הצליחו להיכנס בעיקר לשני מדדים – מדד ת"א יתר מאגר ומדד ת"א יתר 50 – המציגים את הרף הנמוך ביותר עבור מניות שנסחרות בבורסה. חברות שרשומות למדדים אלה עמדו בתנאי סף בסיסיים ביותר, ולכן למשקיעים אין עניין רב בהן, כפי שהדבר מתבטא בנתוני הסחירות הנמוכים. המדדים שיכולים לאותת על איכות חברה טובה הם המדדים שמציבים תנאי סף נוקשים יותר, כגון מדד ת"א 100, מדד ת"א 75 ומדד ת"א 25. בחינה של מדדי הבורסה בשנת 2012 מראה שמבין 116 חברות שהנפיקו בקטגוריה עד 20 מיליון ש"ח, כ-5% אחוז בלבד מתוך החברות הצליחו להיכנס לאחד המדדים (כולל ת"א מאגר ות"א יתר 50), ואחוז אחד בלבד הצליח להיכנס למדד ת"א 75. מבין 167 חברות שהנפיקו בקטגוריה 20–50 מיליון ש"ח, כ-10% הצליחו להיכנס לאחד המדדים (כולל ת"א מאגר ות"א יתר 50), ולמדד ת"א 75 הצליחו להיכנס רק כ-2% מהחברות. בנוסף נערכה בדיקת שווי שוק של כל החברות עבור השנים 2000–2010, כדי לבדוק כמה מן החברות הן בעלות שווי שוק גדול מספיק כדי להיכנס למדד ת"א 100 (כניסה למדד ת"א 100 מותנית גם בקריטריונים אחרים, אך בדיקה זו התרכזה בשווי השוק בלבד). התוצאה הייתה שבתקופה של 10 שנים רק 3 חברות מבין 116 שהנפיקו בקטגוריה עד 20 מיליון ש"ח היו בעלות שווי שוק גדול מספיק כדי להיכנס למדד ת"א 100. מבין 167 חברות שהנפיקו בקטגוריה 20–50 מיליון ש"ח, רק 5 חברות היו בעלות שווי שוק גדול מספיק. לסיכום ניתן לומר, שגם בהיבט זה אנו רואים שהחברות הקטנות אינן מצליחות לנצל הזדמנויות צמיחה ולהתפתח לחברות עמידות שעומדות בדרישות הבורסה.

5.3 מסקנות

- **חברות קטנות רבות הפסיקו להיסחר בבורסה, והסיבות העיקריות הן מחיקות ממסחר והצעות רכש – שיעור גדול של חברות קטנות שהנפיקו מניות הפסיקו להיסחר.** הסיבות העיקריות להפסקת המסחר הן מחיקה והצעות רכש. מחיקת החברות מראה שחברות אלה לא התאימו למסחר בבורסה. ניתוח הצעות רכש מראה שלבעלי שליטה יש נטייה לרכוש את המניות בחזרה בזמני שפל ולא בזמני גאות. יכולות להיות סיבות שונות שגורמות לעיתוי זה של העסקות (למשל בעלי שליטה המזרימים כסף לחברה בזמני שפל ומגייסים הון בזמני גאות), ולכן לא ניתן לקבוע קשר סיבתי בין העיתוי למהות העסקה, אך ניתן לומר שבעלי השליטה השתתפו בעסקאות רווחיות כאשר בצד הנגדי של העסקה היו בעלי מניות המיעוט.
- **ממדגם החברות שנבדק עולה שלאחר ההנפקה החברות הקטנות נשארות בעלות סחירות נמוכה ואינן מצליחות להתפתח ולהיכנס למדדי הבורסה – מניות של חברות קטנות הנסחרות בבורסה מאופיינות בתדירות מסחר נמוכה.** בחינה של התפתחות החברות בעקבות הנפקת מניות לציבור מראה שבממוצע חברות קטנות לא הצליחו להתפתח ולעבור לקטגוריה של חברות גדולות יותר. ניתוח של מדדי הבורסה מראה שחברות קטנות אינן מצליחות להיכנס למדדי הבורסה.

- **עיתוי הנפקות של חברות קטנות מתואמים עם תנאי השוק** – בחינת הנפקות של חברות קטנות מראה שחברות אלה מנפיקות לרוב בזמני פעילות ערה בשוק ההנפקות, כשיש אופטימיות מצד המשקיעים המתבטאת במחירי הנפקה גבוהים.
- **הניסיון הלא מוצלח של חברות קטנות במסחר בבורסה מבליט את החשיבות של כללי רישום מתאימים** – הניסיון הלא מוצלח של חברות קטנות במסחר בבורסה מרמז שגיוס הון באמצעות הנפקת מניות לציבור אינו מנגנון הגיוס האופטימלי עבורן, והעובדה שהנפקות אלה באות ב"תזמון" עם זמני גאות מקשה על משקיעים להעריך באופן נכון את טיב ההשקעה. כללי הרישום קובעים רמות סף של הון עצמי, שווי החזקות הציבור וותק פעילות, המסייעים בסינון חברות שאינן מתאימות למסחר בבורסה. אם הכללים של שנת 2011 היו תקפים בשנות הבועה, כשליש מהחברות שגייסו כסף באותן שנים לא היו יכולות להנפיק מניות. מחקר זה הראה שלכללי רישום מתאימים יש תקפות אמפירית, והיעדר כללים כאלה או הקלה בקריטריונים מאפשרים מצב שבו חלק מהחברות שנרשמות למסחר בבורסה אינן מתאימות לרישום.
- **חלופות מתאימות למימון פעילות של חברות קטנות: הון סיכון, הקצאות פרטיות ואשראי בנקאי** – החברות הקטנות נסחרות בתדירות נמוכה מאוד ומתקשות לנצל את יתרון המסחר שיש לחברה הרשומה בבורסה. לאור חוסר היכולת לנצל את היתרונות שיש בהנפקת מניות לציבור, יש לעודד דרכי מימון חלופיות. דרכי מימון אלה צריכות להתמודד עם בעיית האסימטריה במידע הקיימת בין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט בחברות קטנות. בנוסף יש למצוא דרכי מימון שלא דורשות מסחר במניות, שכן מניות של חברות קטנות מתקשות להציג נתוני מסחר טובים. חלופות מימון מתאימות יותר יכולות להיות קרנות הון סיכון, הקצאות פרטיות או מימון בנקאי.
- **מאפייני מסחר של חברות קטנות בבורסה הישראלית דומים למאפיינים של בורסות מרכזיות באירופה** – חברות קטנות בישראל מאופיינות בהנפקות בכמות גבוהה בשנות גאות, בשיעורי הפסקת מסחר גבוהים ובתדירות מסחר נמוכה. ממצא זה דומה לממצאים של בורסות מרכזיות באירופה. בורסות אלה הציגו סגמנטים ייעודיים למסחר במניות של חברות קטנות, המתאפיינים בהקלות ברישום למסחר. המטרה הייתה לתת לחברות קטנות הזדמנות להתפתח ולעבור להיסחר בבורסה עצמה. התוצאה הייתה שהמסחר בסגמנטים אלה התאפיין בנזילות נמוכה ושיעורי הפסקות מסחר גבוהים, בדומה לממצאים של השוק הישראלי שבו לא הוצגו סגמנטים ייעודיים אך נוצרה הפרדה בין חברות גדולות לקטנות מבחינת תדירות המסחר ושיעורי הפסקות המסחר.

נספח

טבלה 16: סטטיסטיקה תיאורית של התפלגות גודל הנפקות (במחירי 2010) בתקופה 1985-2011, 1995-2011

| שנת הנפקה | מספר הנפקות | ממוצע | רבעון עליון | חציון | רבעון תחתון | סטיית תקן | מינימום | מקסימום | עקמומיות |
|-----------|-------------|--------|-------------|-------|-------------|-----------|---------|----------|----------|
| Total | 313 | 98.90 | 73.33 | 37.84 | 21.39 | 426.48 | 2.48 | 7,114.85 | 14.65 |
| 1986 | 1 | 26.67 | 26.67 | 26.67 | 26.67 | NA | 26.67 | 26.67 | NA |
| 1987 | 20 | 18.51 | 21.39 | 10.70 | 6.97 | 16.91 | 5.97 | 64.68 | 1.68 |
| 1988 | 5 | 31.97 | 59.32 | 14.84 | 7.51 | 31.81 | 5.12 | 73.05 | 0.44 |
| 1989 | 5 | 35.95 | 38.58 | 38.05 | 28.49 | 14.83 | 17.21 | 57.43 | 0.25 |
| 1990 | 8 | 20.12 | 21.22 | 20.31 | 16.97 | 3.98 | 13.03 | 25.46 | (0.36) |
| 1991 | 19 | 26.63 | 31.88 | 23.21 | 17.60 | 15.18 | 5.87 | 76.51 | 1.79 |
| 1995 | 16 | 21.50 | 19.54 | 16.70 | 15.03 | 14.37 | 14.20 | 70.98 | 2.87 |
| 1996 | 5 | 84.72 | 14.39 | 14.39 | 12.15 | 159.86 | 12.00 | 370.67 | 1.50 |
| 1997 | 12 | 67.97 | 108.54 | 31.03 | 15.45 | 69.52 | 10.34 | 220.80 | 1.07 |
| 1998 | 13 | 121.44 | 45.35 | 38.95 | 19.47 | 284.09 | 2.48 | 1,055.81 | 3.05 |
| 1999 | 13 | 74.42 | 115.65 | 47.96 | 24.23 | 57.40 | 16.86 | 177.97 | 0.65 |
| 2000 | 34 | 58.35 | 52.80 | 36.73 | 21.76 | 85.26 | 5.07 | 472.98 | 3.90 |
| 2001 | 2 | 56.65 | 85.50 | 56.65 | 27.81 | 40.79 | 27.81 | 85.50 | - |
| 2002 | 1 | 55.52 | 55.52 | 55.52 | 55.52 | NA | 55.52 | 55.52 | NA |
| 2003 | 2 | 83.59 | 91.54 | 83.59 | 75.65 | 11.24 | 75.65 | 91.54 | - |
| 2004 | 18 | 98.57 | 126.05 | 84.36 | 36.44 | 98.39 | 11.53 | 452.66 | 2.69 |
| 2005 | 23 | 110.06 | 169.09 | 61.93 | 40.45 | 105.87 | 20.11 | 464.55 | 1.87 |

טבלה 16: סטטיסטיקה תיאורית של התפלגות גודל הנפקות (במחירי 2010) בתקופה 1985-2011 (המשך)

| שנת הנפקה | מספר הנפקות | ממוצע | רבעון עליון | רבעון תחתון | רבעון חציון | סטיית תקן | מינימום | מקסימום | עקמומיות |
|-----------|-------------|--------|-------------|-------------|-------------|-----------|---------|----------|----------|
| 2006 | 37 | 102.37 | 87.00 | 39.04 | 26.88 | 172.91 | 7.92 | 979.92 | 3.84 |
| 2007 | 55 | 207.31 | 91.50 | 49.79 | 33.19 | 951.92 | 12.72 | 7,114.85 | 7.14 |
| 2008 | 1 | 37.24 | 37.24 | 37.24 | 37.24 | NA | 37.24 | 37.24 | NA |
| 2009 | 1 | 28.87 | 28.87 | 28.87 | 28.87 | NA | 28.87 | 28.87 | NA |
| 2010 | 15 | 197.84 | 107.08 | 56.23 | 35.19 | 503.43 | 21.34 | 2,005.38 | 3.40 |
| 2011 | 7 | 81.96 | 141.04 | 49.81 | 21.14 | 82.33 | 19.69 | 243.56 | 1.23 |

טבלה 17: רשימת חברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה ונסחרות היום בבורסה בתל אביב

| שם חברה | שם חדש | מספר חברה | תאריך הנפקה ראשונה | גודל הנפקה ראשונה (מיליוני ₪) | שווי שוק ממוצע (מיליוני ₪) |
|-----------------|---------|-----------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|
| כימיקלים לישראל | | 281 | 02/19/1992 | 1,257.78 | 29,282.18 |
| אסם השקעות | | 304 | 05/18/1992 | 101.10 | 3,806.97 |
| אידיבי אחזקות | | 736 | 11/23/1992 | 1,167.43 | 3,411.29 |
| מתב | הוט | 510 | 10/19/1993 | 99.59 | 1,940.53 |
| פוינט | ריטליקס | 1011 | 11/15/1994 | 18.49 | 1,035.81 |
| אלוני חץ | | 390 | 01/18/1993 | 31.13 | 1,014.60 |
| אלקטרה צריכה | | 501 | 09/21/1993 | 94.23 | 954.55 |
| מליסרון | | 323 | 07/29/1992 | 37.51 | 938.33 |
| גרנית הכרמל | | 276 | 02/11/1992 | 320.22 | 924.77 |

טבלה 17: רשימת חברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה ונסחרות היום בבורסה בתל אביב (המשך)

| שם חברה | שם חדש | מספר חברה | תאריך הנפקה ראשונה | גודל הנפקה ראשונה (מיליוני ₪) | שווי שוק ממוצע (מיליוני ₪) |
|-----------------------|--------------|-----------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|
| פיברוטק | מפעלי פ.מ.ס | 315 | 06/09/1992 | 36.83 | 819.52 |
| אל קנית | אלרוב נדל"ן | 387 | 02/28/1993 | 69.90 | 622.32 |
| סאני | | 555 | 12/21/1993 | 39.59 | 615.62 |
| אקסלנס | | 1009 | 10/16/1994 | 15.56 | 521.30 |
| רומטק | מטריקס אי.טי | 445 | 05/19/1993 | 26.80 | 521.28 |
| אוקי דוק | קווינקו | 386 | 01/20/1993 | 7.42 | 458.45 |
| כנפיים | | 543 | 11/23/1993 | 75.67 | 450.71 |
| עדן | מי עדן | 404 | 02/18/1993 | 89.48 | 422.86 |
| מעריב | | 744 | 02/24/1994 | 188.98 | 374.63 |
| קבוצת ברן | | 286 | 04/08/1992 | 29.51 | 361.60 |
| סקופ סחר | | 288 | 04/08/1992 | 16.24 | 351.69 |
| וילאר | | 416 | 04/19/1993 | 34.02 | 340.23 |
| המלט | | 68 | 05/19/1994 | 23.81 | 308.92 |
| בנק ירושלים למשכנתאות | בנק ירושלים | 726 | 05/21/1992 | 68.85 | 308.75 |
| פועלים השקעות | פולאר השקעות | 1087 | 11/22/1993 | 272.16 | 302.56 |
| קסטרו מודל | קסטרו | 280 | 02/18/1992 | 18.98 | 287.46 |
| אנליסט | | 1008 | 08/31/1994 | 54.20 | 282.81 |
| על בד | | 625 | 12/28/1993 | 64.12 | 279.58 |

טבלה 17: רשימת חברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה ונסחרות היום בבורסה בתל אביב (המשך)

| שם חברה | שם חדש | מספר חברה | תאריך הנפקה ראשונה | גודל הנפקה ראשונה (מיליוני ₪) | שווי שוק ממוצע (מיליוני ₪) |
|-----------------|------------------------------|-----------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|
| דן רנט | קרדן רכב | 459 | 05/24/1993 | 55.67 | 277.57 |
| פלטוב | פלרם | 644 | 12/29/1993 | 138.14 | 250.52 |
| מנופים פיננסיים | | 366 | 12/15/1992 | 8.01 | 237.98 |
| מעברות | | 528 | 11/11/1993 | 61.44 | 233.42 |
| אשטרום נכסים | | 251 | 02/01/1993 | 74.23 | 217.22 |
| חבס | | 415 | 04/01/1993 | 12.37 | 213.96 |
| גן שמואל | | 532 | 11/17/1993 | 49.07 | 194.10 |
| דוברת שרם | אס.אר.אקורד | 422 | 04/22/1993 | 23.09 | 178.63 |
| לפידות | לפידות חברת מחפשי נפט לישראל | 642 | 11/30/1994 | 39.92 | 177.79 |
| דורי הנדסה | קבוצת א.דורי | 473 | 07/29/1993 | 92.78 | 169.01 |
| אלקטרוניקס ליין | מטיס קפיטל | 357 | 11/18/1992 | 83.71 | 158.23 |
| מרחב | | 384 | 01/13/1993 | 49.48 | 153.17 |
| בריל | | 399 | 02/09/1993 | 23.09 | 139.84 |
| צנורות המזה"ת | | 454 | 05/21/1993 | 55.26 | 139.52 |
| מריו לזניק | אספן גרופ | 313 | 05/22/1992 | 56.72 | 138.45 |
| חד | | 351 | 11/03/1992 | 52.15 | 137.40 |
| רבד | | 526 | 11/10/1993 | 86.19 | 131.74 |

טבלה 17: רשימת חברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה ונסחרות היום בבורסה בתל אביב (המשך)

| שם חברה | שם חדש | מספר חברה | תאריך הנפקה ראשונה | גודל הנפקה ראשונה (מיליוני ₪) | שווי שוק ממוצע (מיליוני ₪) |
|----------------------|---------------------|-----------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|
| אמאיל | טיב טעם הולדינגס | 103 | 02/28/1994 | 18.49 | 125.13 |
| טלסיס | | 354 | 11/15/1992 | 28.13 | 122.36 |
| אורזית | ביו סל | 278 | 02/13/1992 | 18.76 | 117.77 |
| אברבוק | | 675 | 01/23/1994 | 33.33 | 116.06 |
| אמת | א.מת מחשוב | 382 | 01/07/1993 | 30.31 | 105.97 |
| תקד | וילי פוד | 371 | 12/31/1992 | 7.78 | 103.57 |
| רימוני | | 76 | 05/30/1994 | 17.03 | 100.79 |
| פיסיבי טכנולוגיות | | 1221 | 08/06/1992 | 29.05 | 100.78 |
| טלדור | | 477 | 08/08/1993 | 18.35 | 97.68 |
| כפרית | | 522 | 11/07/1993 | 46.80 | 92.59 |
| זוקו | | 63 | 05/13/1994 | 17.21 | 90.93 |
| פלסטו שק | | 727 | 02/17/1994 | 20.14 | 90.39 |
| פורז | בסט פיול | 363 | 11/25/1992 | 45.75 | 90.03 |
| צ'אם | | 342 | 08/27/1992 | 28.82 | 89.24 |
| דנאל | | 314 | 06/04/1992 | 18.30 | 86.95 |
| מרתון | | 486 | 08/18/1993 | 124.74 | 82.94 |
| אמנת | | 654 | 01/10/1994 | 47.61 | 82.18 |
| גמביט | בוימלגרין קפיטל | 402 | 02/14/1993 | 16.08 | 81.07 |

טבלה 17: רשימת חברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה ונסחרות היום בבורסה בתל אביב (המשך)

| שם חברה | שם חדש | מספר חברה | תאריך הנפקה ראשונה | גודל הנפקה ראשונה (מיליוני ₪) | שווי שוק ממוצע (מיליוני ₪) |
|--------------|-------------------------------|-----------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|
| דסטיני | ביומדיקס אינקובטור | 368 | 12/16/1992 | 9.38 | 76.69 |
| אימקו תעשיות | | 282 | 03/31/1992 | 14.64 | 76.35 |
| גמאטרוניק | | 1001 | 08/07/1994 | 17.21 | 76.07 |
| קרן תעוזה | | 290 | 04/10/1992 | 100.64 | 75.96 |
| לוי | | 719 | 02/28/1994 | 111.33 | 75.73 |
| אגרי | | 389 | 02/09/1993 | 7.01 | 72.55 |
| אשלד | | 305 | 05/20/1992 | 26.53 | 69.93 |
| זיו | סאטקום מערכות | 1006 | 08/31/1994 | 16.30 | 66.96 |
| פייטון | | 412 | 03/31/1993 | 25.36 | 65.32 |
| רב קר | פאנגאיה נדל"ן | 434 | 05/13/1993 | 16.49 | 64.48 |
| סיני | שחר חדש | 724 | 02/14/1994 | 54.93 | 64.37 |
| תפן | | 673 | 01/23/1994 | 24.35 | 64.31 |
| מופת | קמן קפיטל | 1485 | 01/05/1993 | 44.74 | 64.09 |
| דיגל | | 493 | 08/23/1993 | 15.46 | 63.69 |
| צרפתי | | 425 | 04/30/1993 | 64.95 | 61.66 |
| ד.י.ג. | פטררו גרופ | 319 | 07/12/1992 | 18.07 | 60.68 |
| דוניץ | | 400 | 02/10/1993 | 24.33 | 60.60 |
| מטי | מ.ט.י מחשבים ושירותי תוכנה | 669 | 01/17/1994 | 21.97 | 59.43 |

טבלה 17: רשימת חברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה ונסחרות היום בבורסה בתל אביב (המשך)

| שם חברה | שם חדש | מספר חברה | תאריך הנפקה ראשונה | גודל הנפקה ראשונה (מיליוני ₪) | שווי שוק ממוצע (מיליוני ₪) |
|----------------|-------------|-----------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|
| אינטרקוסמא | דנשר | 684 | 02/02/1994 | 40.65 | 58.66 |
| דוראה | | 372 | 01/04/1993 | 6.39 | 56.81 |
| ברקן | | 1003 | 08/10/1994 | 26.55 | 56.43 |
| אי טי אקס | אידיאו גרופ | 505 | 10/03/1993 | 42.89 | 55.10 |
| עשות אשקלון | | 312 | 05/22/1992 | 43.69 | 53.16 |
| אביב | אביב בניה | 444 | 05/20/1993 | 56.91 | 51.82 |
| ניסן | | 660 | 01/12/1994 | 22.16 | 51.02 |
| רגנסי | | 551 | 11/22/1993 | 146.60 | 49.95 |
| בדש | רילון | 377 | 01/11/1993 | 8.87 | 49.30 |
| קשרי תעופה | | 413 | 03/31/1993 | 28.87 | 46.26 |
| אר.אס.אל | | 299 | 05/06/1992 | 21.96 | 46.18 |
| נמל | איזי אנרגיה | 1012 | 1/30/1994 | 16.48 | 45.87 |
| אר די סי | מחשוב ישיר | 507 | 09/28/1993 | 26.80 | 45.63 |
| סולומון אחזקות | | 102 | 02/27/1994 | 28.57 | 42.77 |
| מגמ | אס.די.אס | 296 | 04/19/1992 | 26.08 | 41.10 |
| עוז הידראוליקה | ניו הוריזון | 397 | 02/07/1993 | 12.99 | 40.83 |
| בוני תיכון | | 531 | 11/15/1993 | 20.82 | 39.87 |
| ליבר | אביב ארלון | 106 | 02/28/1994 | 57.50 | 38.47 |
| טיב טקסטיל | | 300 | 05/05/1992 | 15.55 | 36.29 |

טבלה 17: רשימת חברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה ונסחרות היום בבורסה בתל אביב (המשך)

| שם חברה | שם חדש | מספר חברה | תאריך הנפקה ראשונה | גודל הנפקה ראשונה (מיליוני ₪) | שווי שוק ממוצע (מיליוני ₪) |
|-----------|----------------------|-----------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|
| אקסטרא | | 495 | 08/24/1993 | 19.38 | 35.79 |
| טל | אירו סאט השקעות | 329 | 09/24/1992 | 17.38 | 34.98 |
| גולקס | אולטרה שייפ מדיקל | 448 | 05/20/1993 | 24.74 | 34.82 |
| אטמור | ויז'ן סיגמא | 350 | 11/22/1992 | 20.36 | 34.53 |
| קניטקס | אי.ג'י.אר.אי | 365 | 12/13/1992 | 25.39 | 34.51 |
| פרופיט | | 549 | 11/23/1993 | 55.46 | 34.48 |
| כמיפל | | 515 | 10/26/1993 | 20.82 | 34.41 |
| סהר ני"ע | אנלייט אנרגיה מתחדשת | 720 | 02/14/1994 | 47.43 | 33.76 |
| ספן | מיינסטרים החזקות | 333 | 08/18/1992 | 39.34 | 32.88 |
| סי אי | | 442 | 05/18/1993 | 34.02 | 32.64 |
| בירמן | | 530 | 11/14/1993 | 42.47 | 32.54 |
| אס.טי.ג'י | | 550 | 11/22/1993 | 21.65 | 32.29 |
| לגו | אלגו השקיה | 559 | 12/28/1993 | 63.71 | 32.29 |
| נור | פיננסיטק | 72 | 05/23/1994 | 29.12 | 31.37 |
| כהן ממ | | 732 | 02/18/1994 | 21.97 | 31.00 |
| אברות | | 297 | 04/27/1992 | 12.58 | 30.89 |

טבלה 17: רשימת חברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה ונסחרות היום בבורסה בתל אביב (המשך)

| שם חברה | שם חדש | מספר חברה | תאריך הנפקה ראשונה | גודל הנפקה ראשונה (מיליוני ₪) | שווי שוק ממוצע (מיליוני ₪) |
|-------------|-----------------------|-----------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|
| אייאי | אי אונליין | 1113 | 05/06/1993 | 19.79 | 29.55 |
| סינופסיס | | 419 | 04/21/1993 | 27.84 | 28.93 |
| קומטרנס | פאלאס תעשיות | 489 | 08/22/1993 | 20.00 | 28.84 |
| אמיטק | סמיקום תעשיות בע"מ | 65 | 05/17/1994 | 16.11 | 28.45 |
| ליגד | | 463 | 05/24/1993 | 39.79 | 28.38 |
| שלג | קולפלנט אחזקות | 496 | 08/24/1993 | 24.33 | 28.05 |
| אופנהיימר | ארקו החזקות | 310 | 05/21/1992 | 14.18 | 27.99 |
| עבודי | אלעד גלובל | 516 | 10/25/1993 | 22.47 | 26.88 |
| פיכה פלסט | פלואוסנס מדיקלת | 302 | 05/11/1992 | 14.87 | 26.75 |
| צמיחה | | 361 | 11/22/1992 | 26.08 | 26.67 |
| וידאומטריקס | מולטימטריקס | 52 | 02/28/1994 | 28.20 | 26.15 |
| טכנופלסט | איי.ג'י.אל. | 541 | 11/22/1993 | 28.87 | 26.04 |
| פרג | פלייט מדיקל איננוישנס | 502 | 09/21/1993 | 17.94 | 25.70 |
| אפק | מיקרומדיק טכנולוגיות | 433 | 05/12/1993 | 11.75 | 25.47 |
| ניא | פלג-ניא | 401 | 02/10/1993 | 14.64 | 24.44 |
| אוריאלי | גוליבר אנרגי' | 484 | 08/18/1993 | 14.43 | 24.35 |

טבלה 17: רשימת חברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה ונסחרות היום בבורסה בתל אביב (המשך)

| שם חברה | שם חדש | מספר חברה | תאריך הנפקה ראשונה | גודל הנפקה ראשונה (מיליוני ₪) | שווי שוק ממוצע (מיליוני ₪) |
|-------------|--------------------------|-----------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|
| חופית | איי.פי.סי נפט וגז אחזקות | 456 | 05/24/1993 | 45.36 | 22.63 |
| ברנד | | 536 | 11/22/1993 | 19.59 | 22.59 |
| אוקיאנה | | 485 | 08/20/1993 | 24.74 | 22.52 |
| דנאל גרופ | נתנאל גרופ | 421 | 04/21/1993 | 35.26 | 22.35 |
| רוטשטיין | | 539 | 11/22/1993 | 43.30 | 21.43 |
| א-ב גרינברג | כלנית כרמון שירותי תוכנה | 355 | 12/16/1992 | 15.78 | 20.69 |
| ארפל | דנידב השקעות | 462 | 05/24/1993 | 11.34 | 20.64 |
| שף | ראלקו סוכנויות | 393 | 01/24/1993 | 15.88 | 19.67 |
| סולוג | אתלון השקעות | 383 | 01/18/1993 | 30.10 | 19.19 |
| טעם | כרמית תעשיות ממתקים | 440 | 05/19/1993 | 24.12 | 17.26 |
| אי.אס.אי | תשואה 10 | 1007 | 08/31/1994 | 26.00 | 16.77 |
| פלדמן | | 344 | 09/23/1992 | 25.85 | 15.71 |
| יאד | אי.טי.ווי מדיקל | 418 | 04/20/1993 | 16.70 | 15.58 |
| חיון | | 1005 | 08/30/1994 | 17.21 | 15.16 |
| גלקום | אדוונטק טכנולוגיות | 679 | 02/01/1994 | 27.10 | 15.06 |
| סידב | משאבי טבע הולדינגס | 60 | 05/03/1994 | 16.30 | 14.77 |

טבלה 17: רשימת חברות שהנפיקו מניות לראשונה בשנות הבועה ונסחרות היום בבורסה בתל אביב (המשך)

| שם חברה | שם חדש | מספר חברה | תאריך הנפקה ראשונה | גודל הנפקה ראשונה (מיליוני ₪) | שווי שוק ממוצע (מיליוני ₪) |
|--------------|-------------------|-----------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|
| מגב | גלטן ביודיזל | 295 | 04/16/1992 | 14.41 | 14.22 |
| יובל | עמליה ל.ב. החזקות | 666 | 01/17/1994 | 22.34 | 13.48 |
| לבלב | סובריינ נכסים | 356 | 11/17/1992 | 6.86 | 13.22 |
| בר | נץ בונדס | 455 | 05/21/1993 | 44.95 | 13.03 |
| פינרוס | | 648 | 12/30/1993 | 50.93 | 12.64 |
| אוקטובה | אלוני מיתר | 341 | 08/26/1992 | 6.18 | 11.32 |
| פלדמן תעשיות | קציר קרן השקעות | 556 | 12/23/1993 | 21.65 | 8.88 |
| חסון | | 558 | 12/28/1993 | 37.32 | 2.32 |

תנאי כניסה למאגר המניות

- שיעור אחזקות ציבור שלא יפחת מ-25%, או לחילופין מניות גדולות מאוד בעלות שיעור אחזקות ציבור של לפחות 20% במועד הקובע.
- סחירות מינימלית המבוססת על אחת משתי האפשרויות: 1. מהירות המחזור החציונית בחצי שנה שקדמה למועד הקובע (מחשבים את מהירות המחזור לכל יום מסחר בתקופה הקובעת ומוצאים את החציון); 2. השתייכות ל-100 המניות הסחירות ביותר בבורסה לפי המחזור היומי הממוצע שלהן בתמורה כספית בחצי שנה שקדמה למועד הקובע.
- מינימום שווי שוק ממוצע 50 מיליון ₪, ומינימום שווי החזקות ציבור ממוצע 25 מיליון ₪ (הממוצע – מאמצע החודש הקלנדרי שבו חל המועד הקובע לעדכון המאגר ועד המועד הקובע לעדכון).

ביבליוגרפיה

- Chemmanur, T. & P. Fulghieri. 1999. "A theory of the going-public decision", *Review of Financial Studies* 12 (2): 249—279.
- Ellul, A. & M. Pagano. 2006. "IPO Underpricing and After Market Liquidity", *The Review of Financial Studies*.
- Lauterbach, B., M. Abudy & O. Kapah. 2012. "Changes in Controlling Shareholder's Holdings : Another vehicle for Private Benefits Extraction?", *Israel Quarterly Journal of Economics* (in Hebrew), Forthcoming.
- Myers, S. C. & N. S. Majluf. 1984. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187—221.
- Ritter, J. R. & I. Welch. 2002. "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations", *The Journal of Finance* 57 (4): 1795—1828.
- Vismara, S., S. Paleari, et al. 2012. "Europe's Second Markets for Small Companies", *European Financial Management* 18 (3): 352—388.
- Yago, G., A. G. Perez, T. Li. & Patricia Reiter. 2009. "Israel and the Global Equity Market", *Milken Institute Review*.
- Zingales, L. 1995. "Insider Ownership and the Decision to Go Public", *The Review of Economic Studies* 62 (3): 425.
- Andrew Ellul, M. P. (2006). "IPO Underpricing and After Market Liquidity." *Review of Financial Studies*.
- Lauterbach B., A. M. K. O. (2012). "Changes in Controlling Shareholder's Holdings : Another vehicle for Private Benefits Extraction?" *Forthcoming, Israel Quarterly Journal of Economics* (in Hebrew).
- Pagano, M., F. Panneta, et al. (1998). "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis." *The Journal of Finance* 53(1): 27-64.
- Ritter, J. R. and I. Welch (2002). "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations." *The Journal of Finance* 57(4): 1795-1828.
- Vismara, S., S. Paleari, et al. (2012). "Europe's Second Markets for Small Companies." *European Financial Management* 18(3): 352-388.
- Yago, G., A. G. Perez., et al. (2009). "Israel and the Global Equity Market." *Milken Institute Review*.
- Zingales, L. (1995). "Insider Ownership and the Decision to Go Public." *The Review of Economic Studies* 62(3): 425.

FELLOWS | KORET
PROGRAM | MILKEN INSTITUTE

תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן
בית מילקן, רחוב תל חי 13
ירושלים, 97102

info@kmifellows.org
www.kmifellows.org