

הסקירה השבועית של ספונסר – 26.10.2007

את הגרפים המצורפים לניתוחים ניתן למצוא באתר ספונסר www.sponser.co.il תחת המדורים "ניתוח מדדים" ו-"ניתוח מניות".

ניתוח מדדים

סקירת בורסה שבועית – שבוע מסחר תנודתי במיוחד שהתחיל באדום ברוק ונגמר בירוק נרשם השבוע בבורסה המקומית. מדדי ת"א 25 ו-75 הצליחו לסגור את השבוע בעליות קלות בעוד מדדי הבנקים והנדל"ן סגרו בטרטוריה השלילית. מחזורי המסחר המשיכו להיות גבוהים ועמדו על כ-2.2 מיליארד שקלים ליום בממוצע.

שבוע המסחר נפתח בירידות שערים חדות בתגובה למומנטום השלילי שנרשם בוול-סטריט ביום שישי שעבר על רקע פקיעת האופציות. המדדים המובילים נסחרו לאורך כל יום המסחר בטרטוריה השלילית בהובלה של מניות הנדל"ן ומניות השורה השנייה כאשר ברקע הצטרפו חברות כלל ביטוח וניו קופל למזהירות האחרות בעקבות העלייה החדה במדד המחירים לצרכן ברבעון השלישי. בסיכום יומי הגדיל לעשות מדד הנדל"ן 15 שרשם ירידה של 3.26%. יום שני נפתח ביציבות סביב שערי הבסיס בניגוד למגמה העולמית אולם בשעות הצהריים הבורסה תפסה כיוון חיובי והמדדים עברו להיסחר בעליות שערים שהתחזקו עד לשעת הנעילה. עוד נציין כי גאיידמק דיווח על שתי עסקאות לחברות שלו, אוסיף וויליפוד וסרגון פרסמה דו"חות מצוינים ושוב העלתה את תחזית ההכנסות השנתית שלה, המניה רשמה באותו ערב עלייה חדה של למעלה מ-20% בוול-סטריט. עליות שערים אלו נמשכו גם ביום שלישי כאשר ברקע חברת **אלביט מערכות פרסמה כי זכתה** בחוזה של בואינג ואלביט הדמיה הודיעה כי היא נכנסת ל**מיזם משותף ברומניה** עם חברת אורה.

יום רביעי נפתח במגמה מעורבת בהשפעת שווקי חו"ל. המדדים המובילים נסחרו לאורך רוב שעות המסחר ביציבות סביב שערי הבסיס ללא תנודות חריגות, אולם בשעה 16:30 המדדים עברו להיסחר בירידות שערים בהשפעת מדדי ארה"ב שעברו להיסחר בירידות חדות על רקע נתונים מאכזבים משוק הנדל"ן ועליה במחיר הנפט בעקבות קיטון במלאים.

היום, חמישי, נפתח בעליה של 1.5% כשברקע פקיעת אופציות על מדד המעו"ף לחודש אוקטובר שהתבצעה ברמה של 1198 נקודות בליווי מחזור מסחר של מיליארד ש"ח. המדדים המובילים נסחרו לאורך כל יום המסחר בטרטוריה החיובית בהובלה של מניות הבנקים והנדל"ן.

בסיכום שבועי מדד המעו"ף עלה ב-0.26%, מדד ת"א 75 עלה ב-0.68%, מדד הבנקים ירד ב-0.42%, מדד נדל"ן 15 רשם השבוע ירידה של 1.68% ומדד התל-טק 15 רשם עליה שבועית של 0.66%. בשוק המט"ח הדולר היציג רשם ירידה שבועית קלה לרמה של 4.006 ש"ח לדולר.

תחזית – מדד המעו"ף רשם כאמור בשבוע החולף ירידות ועליות ואף רשם שיא חדש ברמת 1201 נקודות. בשבוע שעבר צפינו את מה שקרה - "שוק המניות הישראלי צפוי לעבור תיקון טכני קל כאשר התמיכה הראשונה שוכנת ברמת 1168 נקודות, לדעתנו אם יגיע תיקון הוא יהיה קל בלבד והמדדים יחזרו במהרה לרשום עליות שערים במיוחד לקראת סוף השנה". ההתנגדות הנוכחית היא בעיקר פסיכולוגית ושוכנת ברמת 1200 הנקודות, מדד המעו"ף צפוי לדעתנו לדשדש ברמות הנוכחיות אולם אם יפרוץ בבירור את רמת 1200 הנקודות במחזור גדול יתקבל איתות קניה מחודש למדד, התמיכה החזקה נותרת באיזור רמת 1168 הנקודות.

נאסד"ק – מדד הנאסד"ק נסחר לאורך שבוע המסחר בתנודתיות גבוהה בהשפעת נתוני מאקרו מעורבים, עליה במחיר הנפט ודוחות מעורבים של החברות המובילות. במהלך השבוע המדד נתמך פעמיים מעל רמת ה-2725 נקודות והמשיך להיסחר בתנועה צידית לקראת החלטת הריבית שתתרחש ביום רביעי ותהווה את הטריגר לתחילת תנועה חדשה כאשר הצפי הוא המשך במגמה החיובית ושבירת השיא האחרון ב-2834 נקודות. מנגד שבירה של רמת התמיכה ב-2725 נקודות תהווה איתות שלילי לתחילת תיקון לגל העליות האחרון.

דאו ג'ונס – המדד נסחר בעליות שערים לאורך שבוע המסחר לאחר שירד בשבוע שעבר בחדות בהשפעת פרסום דוחות של מניות המדד. טכנית המדד נסחר מתחת לרמת ה-13695 נקודות כך שהצפי לימי המסחר הקרובים הוא דשדוש סביב רמה זו עד להחלטת הריבית. פריצה במחזור מסחר גבוה עשוי להחזיר את המדד להיסחר ברמת השיא ב-14,198 נקודות.



נפט - הנפט רשם השבוע עליות שערים חדות וחתם את יום חמישי ברמת שיא - \$90.34 לחבית נפט זאת על רקע היחלשות המטבע האמריקאי ודו"ח המלאים שפורסם ביום רביעי והציג ירידה של 5.3 מיליון חביות, נמוך משמעותית מתחזיות האנליסטים אשר ציפו לעליה של 300 אלף חביות. בסקירה האחרונה ציינו כי מחיר היעד החדש סומן ב-\$93.70 ומאחר שהיעד נכבש. היעד החדש סומן ב-\$96.50 לחבית נפט. התמיכה שוכנת ב-\$85.00

שקל-דולר – הדולר נסחר ביציבות גם השבוע באיזור 4 שקלים לדולר, שערו היציג נקבע ברמה של 4.017 ש"ח לדולר. הניתוח הטכני איננו משתנה כרגע וכפי שציינו בשבועות האחרונים ברגע שנשברה התמיכה החשובה ברמת 4.17 ש"ח לדולר התקבל איתות שורט על הדולר כאשר כעת אף הגענו ליעד שצינו לאורך כל הדרך באיזור 3.95-4 ש"ח לדולר. שבירה ברורה של רמות אלו תהווה איתות שלילי משמעותי מאוד לטווח הבינוני-ארוך.

מדד BSESN (הודו) – המדד ההודי רשם השבוע עליות שערים חדות שלמעט 10% וחזר אל רמת השיא באיזור 19200 נקודות. פריצה של רמה זו תהווה איתות קניה טכני ברור עם סטופ בסגירה מתחתיה.

ניתוח מניות

לגנא הולדינגס בע"מ – (352013) – החברה, לגנא הולדינגס בע"מ, עוסקת, בעצמה ובאמצעות חברות בנות, בעיקר בייזום, ברכישה, אחזקה, שיווק, תיווך, ניהול והשכרה של נדל"ן, המשמשים למגורים וכן כמבני משרדים, מסחר ותעשייה בישראל, אירופה וקנדה. החל משנת 2000 עוסקת לגנא הולדינגס באמצעות אנגל משאבים, גם בהשכרת נכסים לתקופות ארוכות למשרד לקליטת עליה. אנגל משאבים נוטלת גם חלק בעסקאות או השקעות בתחום התשתיות שהינן בעלות אופי מניב. החל משנת 2003 עוסקת לגנא הולדינגס באמצעות אנגל ג'נרל, בייזום פרויקטים למגורים בישראל, אירופה וקנדה.

במרץ 2007 הושלמה עסקה לפיה רכשה אזורים את השליטה בלגנא הולדינגס. טכני- לאחר תמיכה פעם נוספת באיזור רמת 3500 הנקודות פרצה השבוע המנייה רמת התנגדות משנית ב-4100 נקודות ואתמול (חמישי) רשמה עלייה חדה תוך כדי מחזור מסחר גבוה במיוחד. המתנדים חיוביים והמניה נמצאת במומנטום חיובי.

אלביט מערכות (1081124) – החברה, אלביט מערכות בע"מ, פועלת בתחום פרויקטי השבחת פלטפורמות צבאיות מוטסות, יבשתיות וימיות ובפרוייקטים לפיתוח ויצור של מערכות משולבות עתירות תוכנה. כמו כן עוסקת אלביט מערכות בתכנון, פיתוח, יצור, שילוב ושיווק של מערכות ומוצרים אלקטרוניים ואלקטרו אופטיים מתקדמים עתירי תוכנה בתחום הצבאי ונגזרותיו ובמתן תמיכה ושירותים למוצרים ומערכות אלה. אלביט מערכות מספקת פתרונות לציוד מתוצרת מערבית ומזרחית כאחד. אלביט מערכות מעורבת בפיתוח וייצור מערכות אלקטרוניות ואלקטרו אופטיות במספר פרויקטים מובילים בארץ ובעולם בתחומים כגון: שליטה בקרה ותקשורת - יבשה וים, בקרת אש, מפה דיגיטלית, ראיית לילה, מערכות כינון ותצוגה המותקנות על קסדת הטיס, מערכות לעיבוד ותצוגת נתונים, חימוש מונחה, מטוסים ללא טייס, סימולטורים ממוחשבים, מערכות תקשורת, מוצרי הדמאה תרמית, מוצרי לייזרים, מערכות אופטיות לחלל, מערכות צילום אווירי, מערכות תקשורת אופטית, מוצרי אבטחה ומערכות הינע. טכני- המניה נתמכת מאוגוסט על קו מגמה עולה. איתות כניסה למי שבחוץ יינתן לדעתנו בפריצת רמת השיא באזור 21000 נקודות בליווי מחזור ער, שבירת קו המגמה העולה יתן איתות יציאה.

כלכלית ירושלים (198010) – החברה, כלכלית ירושלים בע"מ, עוסקת בשני תחומי פעילות עיקריים: הכשרת מבנים: ייזום, רכישה והקמת מבני תעשייה ומלאכה, מסחר, היי-טק ומשרדים, המיועדים בעיקר להשכרה ומכירה בארץ ובחו"ל.

השכרה למגורים: החל משנת 2004 החלה כלכלית ירושלים, לעסוק בתחום השכרת דירות למגורים בחו"ל. כמו כן, מספקת כלכלית לירושלים שירותי ניהול ואחזקה למבנים בארץ בחו"ל, שבבעלותה ושטחים לא מהותיים שלא בבעלותה. בנוסף לפעילות הנ"ל, מבצעת כלכלית לירושלים תכנון וניהול של עבודות פיתוח, תשתית ובינוי לתעשייה, למסחר, למשרדים, למגורים ולתיירות.

ניתוח טכני - המניה נתמכת מעל רמת 8050 נקודות אותה פרצה בתחילת החודש. כרגע המניה נסחרת בין רמה זו לרמת 9000 נקודות ששימשה בעבר כהתנגדות וכתמיכה. התנגדות נוספת קיימת גם ע"י קו מגמה יורד שבלם את גל העליות האחרון. יציאה מאיזור זה של 8050-9000 נקודות תאותת על הכיוון להמשך כאשר שבירה של רמת 8050



נקודות תשלוח את המניה לבדוק את התמיכה הקיימת באיזור 7540 נקודות ופריצה של רמת 9000 נקודות תוכל לאותת על אפשרות כניסה למניה עם יעד ראשון ברמת 9540 נקודות ואח"כ איזור 9800 נקודות.

דלק רכב - (829010) – החברה, דלק מערכות רכב בע"מ, פועלת באמצעות חברות ותאגידים אחרים בבעלותה, כיבואנית כלי רכב וחלקי חילוף לרכב. הפעילות כוללת יבוא, הפצה ומכירה של כלי רכב, אביזרים וחלקי חילוף מתוצרת מאזדה, פורד ולינקולן בישראל. כמו כן מפעילה דלק רכב באמצעות חברה בת בבעלותה המלאה, מוסך מרכזי לשם מתן שירותי אחזקה ותיקונים ללקוחותיה וכן נותנת שירותי תמיכה והדרכה לרשת הסוכנים והמוסכים המורשים של מכוניות "מאזדה" ו-"פורד" ברחבי הארץ.

ניתוח טכני - לאחר דשדוש של כמה חודשים באיזור 4200-4880 נקודות הגיעה הפריצה של השיא ולקחה את המניה עד לרמת 5400 נקודות. משם יצא תיקון שנכון לרגע זה נעצר על רמת פיבונאצ'י 50% על רמת 4800 נקודות שהיא גם התנגדות קודמת שהפכה לתמיכה. בשבועיים החולפים תמכה רמה זו במניה שלוש פעמים. קיימת אפשרות כניסה למניה ברמות מחירים אלו כאשר את רמת הסטופ לוס ניתן למקם בשבירה של רמת 4800 נקודות או בשבירה של רמת 4660 נקודות שהיא רמת תיקון 61.8% למהלך העולה האחרון והיתה בעבר התנגדות שיכולה להפוך לתמיכה.

אידיבי אחזקות (736579) - החברה, אידיבי אחזקות בע"מ, הינה חברת השקעות המשקיעה בעצמה ובאמצעות חברות בנות, בחברות הפועלות במגזרים השונים של המשק הישראלי. מרבית אחזקותיה המהותיות של קבוצת אידיבי אחזקות, מוחזקות באמצעות חברות ההבת, בניהן אי די בי פיתוח. דרך חברות אלו משקיעה אידיבי אחזקות בענפים בעלי פוטנציאל צמיחה גבוה כגון: תחומי התקשורת והטכנולוגיה וכן בענפי תעשייה, מסחר, נדל"ן ובנין, מימון, ביטוח ושוק ההון. עם החזקותיה העיקריות נמנות החברות סלקום, נטוויז'ן, ברק, מפעלי נייר, נכסים ובנין, כלל ביטוח ושופרסל.

בספט' 2006 מכרה אידיבי אחזקות את אחזקותיה באזורים לבוימלגרין קפיטל. בספט' 2007 הושלמה עסקת מיזוג לפיה נמכרה אי סי איי טלקום במלואה, ובכך חדלה אידיבי אחזקות מלהחזיק בה.

ניתוח טכני - המניה פרצה בשבועיים האחרונים שתי התנגדויות אופקיות – הראשונה ברמת 13051 נקודות והשנייה והחשובה יותר באיזור 13220-13246 נקודות. למרות אזהרת הרווח של החברה, רמות אלה ממשיכות לתמוך במניה. אפשרות כניסה למניה תוכל להיות בפריצת קו המגמה היורד שנוצר בימים האחרונים או בפריצת ההתנגדות האופקית ברמת 13790 נקודות.

אורמת -260018- מניות החברה נסחרות במדד המעוף.

המנייה ממשיכה בתבנית העולה -זה כמה חודשים. אתמול פורצת קו התנגדות אופקי על 5830- תוך מחזור מסחר גבוה (בניכוי פקיעה) . אפשר להבחין לאחרונה בהתגברות המחזורים במנייה.

רמת 5830 שנפרצה הופכת להיות כרגע תמיכה למנייה – כאשר היעד נמצא בתקרת התעלה.

מעיון במתנדים-ניתן לציין את OBV- שנמצא ברמה גבוהה וכן את MFI- שמתחיל להתרומם מרמות נמוכות- מה שמראה על איסוף ותחילת כניסת כסף חדש למנייה.

ראוי לציין כי מנייה זו הזכרה בסקירות האחרונות יותר מפעם אחד.

בזן -2590248- מניות החברה נסחרות המדד המעוף.

המנייה נסחרת לאחרונה בטווח מחירים רחבי : 313 \ 325. ניתן להבחין בתמונה היותר רחבה כי למעשה אנו נמצאים בתהליך של התכנסות מחירים –כאשר קו התמיכה העולה (שחור בגרף) נותן לנו את תחתית ההתכנסות.

פריצת ההתכנסות במחזור גבוה –ייתן אותות חיובי ויעד ראשון על רמת 340.

מנגד שבירת קו המגמה העולה ובעיקר רמת 313 בשילוב ממוצע 50- יתן לנו אותות ל-SL.

פרטנר – 1083484 - המנייה נשענת לאחרונה על קו מגמה עולה לטווח בינוני. למעשה לאחר שקיבלה תמיכה כפולה על תחתית אזור ה-6000 החלה במהלך עולה –וכרגע היא במסע עולה של תבנית W -כאשר היעד הוא בשיא על 7490 יעד שרחוק כרגע בכ- 5%.

ככלל המנייה נשארת חיובית כל זמן ששומרת על קו המגמה העולה כתמיכה.

גם מנייה זו הזכרה לחיוב בסקירות האחרונות יותר מפעם אחת.

אמדוקס (DOX) – חברת אמדוקס מפתחת ומשווקת פתרונות תוכנה לתעשיית הטלקום העולמית. החברה צפויה לפרסם את הדו"ח הרבעוני בתאריך 31.10.07. טכנית המניה נסחרת במגמה שלילית וביום המסחר האחרון (חמישי)



המניה נגעה ברמת התמיכה האופקית השוכנת ב- \$32.90. היפוך מעל רמה זו בליווי מחזור מסחר גבוה יהווה איתות טכני חיובי אגרסיבי. קיימת תמיכה גם מצד מתנד הסטוכסטי אשר מחזק את האפשרות להיפוך אך יש להמתין לפרסום המאזן בכדי להקטין את הסיכון בהשקעה.

מלנוקס (MLNX) – חברת מלנוקס הישראלית עוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק שבבים לפתרונות קישוריות. החברה פרסמה ביום שלישי את דוחותיה הכספיים והציגה גידול של 70% בהכנסות. בתגובה המניה זינקה בחדות בליווי מחזור מסחר גבוה, אולם נכשלה בפריצה של רמת השיא של חודש פברואר ב- \$24.30. פריצה של רמה זו בליווי מחזור גבוה (מעל מיליון ע.ג.) תהווה איתות חיובי להמשך המגמה החיובית. מחיר יעד התבנית סומן ב- \$29.00

על רגל אחת

אוסף (702019)- המניה מתבססת על תמיכה באזור 14000 נקודות. נר היפוך בליווי מחזור גבוה יהוו לדעתנו איתות כניסה למניה.

אבגול (1100957)- המשך מעקב משבוע קודם- המניה עדיין נמצאת בהתכנסות מחירים. פריצה של רמת התנגדות 350 נקודות תתן מהלך עולה כאשר היעד הינו 400 נקודות ובדרך יש למניה התנגדות משנית גם ברמת 365 נקודות.

כור (649012)- המניה נמצאת בדשדוש בטווח של 30520-33850 נקודות. יציאה מתחום זה לאחד הכיוונים תתן אינדיקציה לטווח הקצר. תמיכה במקרה של שבירה נמצאת באיזור 28700 נקודות.

לאומי (604611)- המניה מדשדשת בטווח של 1793-1866 נקודות. יציאה מאיזור זה לאחד הכיוונים תתן אינדיקציה לטווח הקצר. רצועת בולינגר מתכווצת ונראה שמתבשל מהלך חד. נציין כי כל הדשדוש האחרון מתבצע בחצי העליון של הרצועה ופריצה שלה למעלה יוכל לאותת על אפשרות כניסה ללונג.

אל על (1087824) – המניה נתנה מהלך עולה של 25% וכעת נראה שיצאה לתיקון. המניה נתמכה מעל קו מגמה עולה ומעל קו תמיכה אופקי הנמצא ברמת 227 נקודות ושבה לעלות. בנוסף לכך, החל מסוף אוגוסט המניה יוצרת שיאים ושפלים עולים ועל כן נראית חיובית לטווח הקצר.

ברן- 286013 - מנייה בעלת מחזורי מסחר גבוהים בדר"כ. לאחרונה נתמכת המנייה (שוב) על קו מגמה עולה לטווח בינוני. משם החלה במהלך עולה כאשר היעד הראשון עומד על רמת 8800. אם תיפרוץ גם יעד זה בהמשך אזי היעד הבא עומד על השיא-9685. מחזורי המסחר – עדיין בינוניים וכדי שתפרוץ את היעד הראשון – צריכה המנייה להגדיל משמעותית אותם.

תחת זכוכית מגדלת – מידע פנים

מאת: [oded](#)

לא פעם אנו מסתכלים על מניה שעולה בעקביות ומציגה ביצועים משופרים לאורך זמן, מילים כ"איסוף" ו"העמסת סחורה" עפות לכל עבר, ואנחנו תוהים ומשתוממים "מה, לעזאזל, קורה במניה הזו, ולמה אני לא יודע על-כך כלום?". כעבור מספר ימים, כשמתפרסמת, למשל, הצעת רכש לאותה מניה ומחיר הצעת הרכש הנקוב גבוה באחוזים רבים ממחיר המניה בשוק, אנו שואלים את עצמנו מי היו אותם אנשים ברי-מזל שהיה ברשותם את המידע בדבר הצעת הרכש, שרכשו מניות בכמות גדולה טרם הפרסום, ושכעת גורפים רווחים עצומים? לצערנו, התשובה במקרה זה ברורה, ולמזל אין כאן בכלל תפקיד. לאנשים אלה היה מידע פנים. אמנם שתי מילים קטנות, אך בעלות משמעות עצומה.

במאמר זה אסקור בקצרה את נושא המסחר בעזרת מידע פנים, כפי שהוא משתקף מצורת המסחר במניות חברות המטרה סביב מועד פרסום הצעות הרכש, ולקראת סופו אוסוף מספר מילים על הנושא בכללותו. חוק ניירות ערך מגדיר מידע פנים כ"מידע על התפתחות בחברה, על שינוי במצבה, על התפתחות או שינוי צפויים, או



מידע אחר על החברה, אשר אינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של החברה". בנוסף, הצורה החצי חזקה של תיאורית השוק היעיל טוענת כי מחיר נייר הערך משקף את כל המידע הציבורי הידוע לגביו, כך שרק אנשים אשר יש בידיהם מידע שאינו ידוע לכלל הציבור ("מידע פנים") יוכלו ע"י שימוש בו להשיג תשואה עודפת על תשואת השוק. במטרה למנוע מקרים של שימוש במידע פנים, בשנת 1981 נוסף לחוק ניירות הערך פרק ח'1, אשר אוסר על שימוש במידע זה, וכפי שמבהיר כבוד השופט מיכאל חשין בפסק דין רוזוב נ' מדינת ישראל (ע"פ 4675/97) "תכלית החוק היא למנוע ניצולה (לרעה) של עדיפות במידע והנחת היסוד בו היא, שאיסור על ניצול (לרעה) של מידע פנים יעשה צדק בין השחקנים בשוק ההון". למרות עונש המאסר המאיים של עד 5 שנות מאסר הקבוע בחוק, ובסיוע העובדה כי הוכחת עבירת השימוש במידע פנים היא מלאכה מורכבת ביותר, ניתן להניח, וזאת מבלי לקחת סיכון גדול מדי, כי מתבצע שימוש במידע פנים באופן כזה או אחר במסחר בניירות ערך בארץ ובחו"ל.

מחקרים רבים בדקו האם השימוש במידע פנים עשוי להניב למחזיקים בו תשואות ורווחים גבוהים יותר מאשר תשואת השוק, בקשת רחבה מאוד של מיקרים בהם ניתן להניח כי מתבצע שימוש במידע זה. ככלל, מרבית המחקרים בתחום זה מבוצעים בדרך של מדידת תשואת המניות בהן יש חשד כי פועלים בהן גורמים בעלי מידע פנים, אל מול תשואת השוק באותה תקופה בדיוק. מחקרים שונים לוקחים בחשבון פרמטרים נוספים, אולם זה הבסיס שעומד ברובם של מחקרים אלה.

המחקרים החשובים הראשונים שבדקו האם בעלי עניין משיגים תשואות עודפות במסחר בניירות ערך של חברותיהן, דהיינו קניה ומכירה של מניות החברות בהן הם מוגדרים כבעלי עניין, נערכו ע"י [Jaffe [1974]] ו-[Finnerty [1976]]. מתוצאות מחקריהם עולה כי באופן עקבי השיגו בעלי העניין תשואות עודפות משמעותיות על-פני השוק, ולמעשה הם "מכים את השוק" ללא עוררין, כפי שנהוג לומר. לגבי הציבור שאינו נמנה על בעלי-העניין, מתברר כי בהתחשב בעמלות הכרוכות במכירה וקניית המניות, אותו ציבור יוכל להשיג תשואות עודפות רק אם יחזיק את אותן מניות לתקופה של חודשים.

ראוי לציין כי בשני מחקרים אלה, המידע בדבר הפעולות של בעלי-העניין הגיע מהירחון של הרשות לניירות ערך האמריקאית, ובו מדווחות אך ורק פעולות שנעשו ע"י בעלי-עניין, ואינו כולל מידע בדבר פעולות של משקיעים פוטנציאליים נוספים כדוגמת קרובים, חברים או עובדים אחרים, שהיתה להם גישה למידע הפנים. מאחר וכמעט בלתי אפשרי לאתר שימוש במידע פנים בזמן אמת, אפקט של שימוש במידע זה עשוי לבוא לידי ביטוי כאשר חברה רוכשת חברה אחרת, וזאת ע"י התנהגות מניות החברה הנרכשת טרם ההודעה בדבר הצעת הרכש, מתוך הנחה כי גם משקיעים אלה רוכשים את מניות החברות הנרכשות, וזאת, כאמור, מבלי לדווח על כך שכן הם כלל אינם נדרשים לעשות

בתחום זה נעשו מחקרים רבים, אך ראוי לציין במיוחד את המחקרים שנעשו ע"י Halpern [1974], Mandelker [1974], Keown and Pinkerton [1981], [1976]] ו-[Gregor, Mitchell and Stafford [2001]], אשר הראו כי מניות חברות המטרה משיגות תשואות עודפות ניכרות בתקופה שלפני הצעת הרכש (כל מחקר בחן פרקי זמן שונים), ומהיום שלאחר ההודעה על המיזוג כמעט שאין שינוי בתשואת המניות יחסית לתשואתן הנורמלית. לקריאה נוספת ניתן לעיין במחקרים המופיעים בקובץ המצורף בסוף המאמר.

בכל הנוגע למחקרים שנעשו על מידע פנים והצעות רכש בארץ, עולים ממצאים דומים. יגיל זיו [1999], למשל, בדקו 113 מיזוגים ורכישות שהתבצעו בין השנים 1991 ל-1996, וגילו כי גם בארץ, מניות החברות הנרכשות השיגו תשואה עודפת של כ-10% החל מחודשיים לפני הצעת הרכש ועד לשבועיים אחריה.

ממחקרים אלה, ועוד רבים נוספים, עולה, אם-כן, כי משקיעים אשר ברשותם גישה למידע פנים, יכולים לסחור בעזרתו ולהשיג תשואות עודפות וגבוהות באופן עקבי, בפרט כאשר מדובר בהצעות רכש. אולם, אם בחלק מהמקרים ניתן לזהות תנועות שנעשות ע"י שימוש במידע פנים, בכל הנוגע להצעות רכש, בפני הרשויות האמונות על האיתור והמניעה של שימוש במידע פנים עומדת משימה קשה ביותר.

כאשר חברה ניגשת להציע הצעת רכש למניותיה או למניות חברה אחרת, היא נזקקת לשירותיהם של אנשי מקצוע רבים, אשר כפועל יוצא מעבודתם על ההצעה נחשפים לפרטיה. אנשים אלה עשויים לכלול משרדי עורכי-דין, משרדי רואי-חשבון, בנקים, אנשי יחסי ציבור, ועוד. חשוב לזכור כי כל אדם הנוגע באופן ישיר במידע בדבר הצעת הרכש עשוי להעבירו לאדם אחר, וכך המעגלים אשר מתוודעים להצעת הרכש הנרקמת הולכים ומתרחבים במהירות. התרחבות זו היא שמקשה על הרשויות לאתר את כל אותם אנשים שעשויים להשתמש במידע פנים ולסחור תוך ניצולו. מכאן ניתן להניח כי לא רק שמתקיימת דליפה של מידע אשר מגיע אל השוק, אלא שעד מועד ההצעה עצמה עבר מספיק זמן כדי שחלק ניכר מהשוק כבר יכיר את המידע, ומחירי המניות כבר ישקפו מידע זה באופן חלקי, אף-על-פי שמידע זה טרם פורסם בפומבי. למרות שניתן להניח כי שימוש במידע פנים לפני מיזוגים הוא יחסית נפוץ, איתור מי שעושה שימוש במידע זה בזמן אמת הינו, כאמור, כמעט ובלתי אפשרי, שכן בנוסף לאמור לעיל, קיימות דרכים רבות בהן משקיעים בעלי מידע פנים יכולים לחמוק מהרשויות, בין אם יעשו זאת למשל ע"י ביצוע פעולות קנייה ומכירה מחשבונות בנק

שונים, או "יעזרו" בבני משפחה וחברים. מעבר לכך, עצם ההוכחה כי פלוני ביצע פעולה כלשהי בנייר ערך על בסיס מידע פנים שהיה ברשותו, היא לכשעצמה קשה ומסובכת, אולם כאן נכנסות לתמונה רשויות החוק, שתפקידן הוא לאתר את אלה הסוחרים בעזרת מידע הפנים ולמצות איתם את הדין. למרות חוסר השוויון הברור הנוצר כתוצאה מהימצאותו של מידע פנים בידי מספר משקיעים, אשר כפי שהראיתי ניתן לזהותו בקלות למשל בצורת המסחר במניות חברות המטרה טרם פרסום הצעת רכש, קיימות מדינות אשר אינן אוסרות על מסחר בעזרת מידע פנים. ניתן להניח כי המחשבה העומדת מאחורי קו זה היא שדווקא נושאי המשרה והעובדים הבכירים של חברות בורסאיות, אשר מטבע הדברים חשופים לפעילותן העסקית כתוצאה מעבודתם בהן, יזרימו את המידע החדש לשוק בצורה איטית, ובכך יתרמו לתמחור נכון והוגן של מחיר המניה. על-כן, באם ייאסר השימוש במידע פנים, אותו מידע חשוב יישאר בידי אותם בכירים מעטים, וחוסר הגעתו לשוק ימנע ממחירי המניות לשקף את שוויון האמיתי, כך שהתרת השימוש במידע פנים למעשה דווקא מסייעת להתפתחותו של שוק הון יעיל...

ככלל, נושא השימוש במידע פנים הינו סבוך ביותר. עם התפתחותו של שוק ההון ופיתוחם של כלים ומכשירים פיננסיים חדשים, גם ההגדרות ה"מסורתיות" יאלצו להשתנות, ויהיה צורך להגדיר מחדש מהו מידע פנים, מה מוגדר כשימוש במידע פנים, ומי הם אותם אנשים שנמצאים בתוך אותה קבוצה הנקראת "אנשי פנים". האם בעל בית דפוס המדפיס דוחות כספיים של חברה ולאחר מכן רוכש את מניות אותה חברה עובר על עבירת שימוש במידע פנים? ומה לגבי איש מכירות שהבחין שבתקופה מסוימת היקפי המכירות בחברה בה הוא עובד גדלים בצורה משמעותית, ורץ לקנות את מניותיה בבורסה מתוך הנחה כי החברה עתידה להציג ביצועים משופרים, דבר שישפיע לטובה על דוחותיה? האם גם הוא משתמש במידע פנים?

כמובן שקיימות דוגמאות רבות ומסובכות הרבה יותר. האם מקורבים לבנימין נתניהו ואריק שרון, אשר מידע בדבר התפטרותו של נתניהו ואשפוזו של שרון הגיע אליהם טרם הגעתו לשוק, ואפשר להם לגרוף רווחים עצומים ע"י רכישת אופציות put (למשל), ניתן לסווג כשימוש במידע פנים? והאם חֶטָאֵ הֶרְמֵטִיק ל לשעבר דן חלוץ כשמכר את תיק מניותיו טרם החלטה על יציאה למלחמת לבנון השנייה, החלטה אשר הפילה באותו יום את מדדי המניות? בשתי הדוגמאות הללו ניתן לומר כי מאחר וחוק ניירות ערך מתייחס למידע פנים הנוגע לחברות בלבד, המשקיעים למעשה לא עברו על החוק היבש. אולם הבעייתיות זועקת לשמיים, והרשויות תאלצנה למצוא פתרונות גם למקרים כגון אלה.

כפי שראינו, לחלק מהשאלות דווקא יש תשובות אך הן בעייתיות מאוד לכשעצמן, לחלקן החוק היבש עדיין לא מצא תשובה, ואת חלקן הציבור הוא ששופט, עפ"י אמות המידה האתיים והמוסריים המקובלים והנהוגים בו. בסופו של דבר, כולנו משחקים במשחק שתוצאותיו ידועות מראש – בעלי מידע הפנים ישיגו תשואות טובות יותר מהמשקיע הממוצע, ולו בזכות המידע יקר הערך שברשותם.

מעניין יהיה לבחון את הנושא בשנים הקרובות, לאור הקלות הרבה בהשגת מידע, השפעת האינטרנט, והשימוש במערכות מסחר משוכללות, שעשויות מצד אחד להקל על הגעת המידע לציבור רחב יותר של משקיעים, ומן הצד השני להקל על מי שברשותו מידע הפנים, להסתיר ולהסוות את פעולותיו. כמובן שיהיה מעניין גם לבחון את התפתחות התחום מן הפן המשפטי שלו.

אסיים במשפט מתוך ספרו הנהדר של הסופר מארק אדון, "המקרה המוזר של הכלב בשעת לילה": "העולם מלא בדברים מובנים מאליהם שבני האדם פשוט אינם מבחינים בהם". נראה שגם אופן המסחר לפני אירועים משמעותיים בחייהן של חברות בורסאיות מתאים במדויק לקביעה זו.

כל הגרפים בסקירה זו הופקו באמצעות תוכנת בורסה גרף לניתוח טכני – www.bursagraph.com

סקירה זו נועדה על מנת לעזור לאנשים לקבל ראיית מבט אישית של צוות ספונסר לגבי השוק ולגבי כיוונים אפשריים שלו אך כותב ההודעה אינו יכול להיות בטוח בהתבצעות התרחישים המועלים כמו שאין שום דבר בטוח בשוק ההון בכלל. לגבי כל המניות שהוזכרו לעיל אין באמור בהודעה זו המלצה או ייעוץ לקנות או למכור או לבצע כל פעולה אחרת במניות שהוזכרו, כותב השורות עלול להחזיק בחלק מהמניות המדוברות. אין בסקירה זו משום המלצה לקנות את הנייר או למכרו והעושה זאת פועל על סמך שיקול דעתו בלבד. אין באמור לעייל משום ייעוץ או המלצה לקנייה או מכירה של ני"ע ו/או מכשירים פיננסיים.



CYBELE HOLDINGS